

风险偏好回落，海外交易软着陆

一、重要信息点评

1、5月11日，海关总署发布数据显示，以美元计价，中国4月份进口同比-7.9%，前值-1.4%；出口同比8.5%，高于市场预期6.4%，前值14.8%，贸易顺差902.1亿美元。分地区看，出口主要拉动地区为俄罗斯、非洲、拉丁美洲，对韩国、越南出口金额大幅下滑。分商品看，汽车与新能源仍是结构性亮点，汽车及底盘、汽车零部件、通用机械对出口拉动率靠前，此外服装、箱包韧性较强。整体看，4月出口数据在去年低基数基础上，同比增速呈回落态势，一方面与外需走弱、海外进入去库存周期有关，另一方面也显示疫后积压订单回补红利逐步衰减，预计后续出口数据将持续承压。

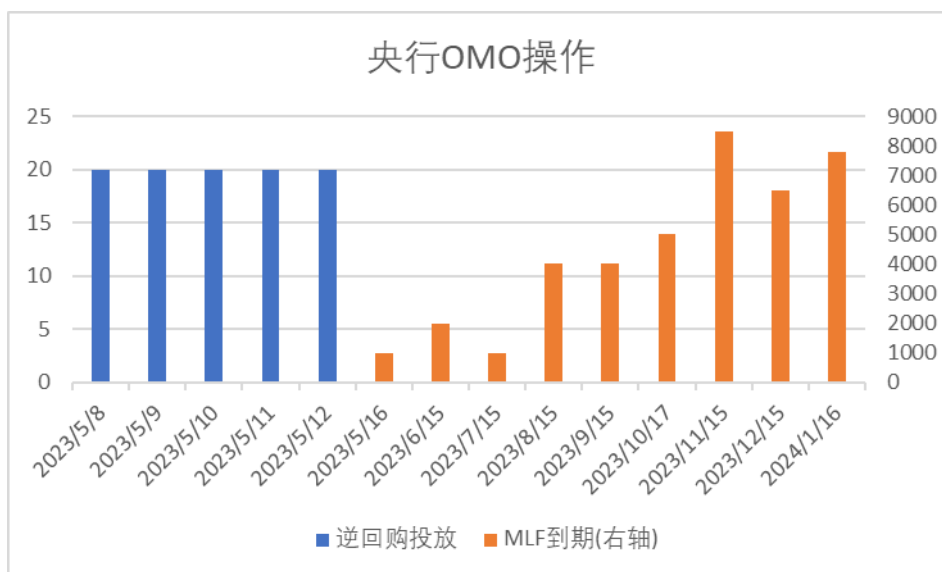
2、5月11日，国家统计局公布4月通胀数据。4月CPI同比0.1%，市场预期0.4%，前值0.7%，环比-0.1%。核心CPI同比0.7%，前值0.7%，环比0.1%，前值0%。分项看，食品项为最大拖累，CPI食品同比0.4%，前值2.4%，其中猪价与菜价降幅较大。CPI非食品同比0.1%，前值0.3%，环比0.1%，前值0%。分项看，旅游、其他用品和服务等小件商品消费和出行链表现较强，与清明节、五一出行链拉动有关，房租弱于季节性，显示经济内生增长动能偏弱，家用器具环比-0.6%，与3月中旬开始地产销售回落对应；4月PPI同比-3.6%，市场预期-3.3%，前值-2.5%，环比-0.5%。分项看，PPI生产资料环比-0.6%，前值为0%。PPI生活资料环比-0.3%，前值0%。国内外需求偏弱叠加去年高基数，黑色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业价格大幅回落。海外原油价格回落带动石油煤炭及其他燃料加工业价格下降。预计后续海外经济降温、国内经济修复动能走弱下，PPI仍存下行压力。整体看，4月CPI增速继续回落，结构分化，五一出行链拉动作用较强，但核心商品和服务价格回落，显示经济内生动能偏弱，预计后续随着猪价低位企稳震荡、油价下半年低基数、接触性服务价格回升，CPI将逐步筑底企稳。

3、5月11日，央行公布2023年4月金融数据。4月新增社融1.22万亿元，市场预期1.72万亿元，前值5.38万亿元，同比多增0.28万亿元。社融总量与结构均边际走弱，主要支撑项为企业中长贷和非标，新增人民币贷款同比多增734亿，低于市场预期。分项看，企业贷款同比多增1055亿（前值为2200亿），其

中票据融资同比少增 3868 亿，企业短期贷款同比少减 849 亿元，企业中长期贷款同比多增 4017 亿，企业中长贷延续支撑作用，一方面银行长期贷款利率偏低，另一方面与政策驱动基建投资维持强势有关。居民贷款同比多减 241 亿元，打破此前改善趋势。其中短期贷款新增-1255 亿元，同比少减 601 亿元，消费需求弱复苏，一方面与节假日拉动出行改善、线下消费回暖有关，另一方面与用经营贷置换房贷有关。居民中长期贷款同比多减 842 亿，与 4 月地产销售走弱对应，此前积压需求释放后，楼市行情回落。企业债融资同比少增 809 亿元，城投债融资高位震荡，净融资 1500 亿，基建项目延续支撑作用。地产债净融资 9 亿，尚未见改善。政府债融资同比多增 636 亿元，基建节奏维持前置；4 月 M1 同比增速 5.3%，较上月回升 0.2 个百分点。M2 同比增速 12.4%，较上月回落 0.3 个百分点，M1-M2 剪刀差小幅收窄 0.5 个百分点，货币活化程度小幅回升；人民币存款减少 4609 亿，同比多减 5518 亿。其中，住户存款同比多减 4968 亿，非银存款同比少增 3804 亿，非金融企业存款同比多增 2618 亿。居民存款 22 年 3 月以来首次多减，叠加居民短贷降幅收窄与中长贷回落，或指向居民用存款还房贷、付首付及消费，居民端预期偏谨慎。整体看，4 月社融数据总量与结构均走弱，低于市场预期，企业中长贷和票据融资是主要支撑，居民贷款和企业短贷收缩，实体需求偏弱，居民预期谨慎，经济内生性修复动能环比转弱，经济整体仍处于弱复苏周期。

4、5 月 10 日，美国劳工部公布 4 月 CPI 数据。美国 4 月 CPI 同比 4.9%，前值 5%，低于预期的 5.0%；核心 CPI 同比 5.5%，前值 5.6%，符合预期，环比 0.4%，前值 0.4%。分项看，CPI 表现结构分化，商品项价格加速上涨，而服务价格放缓。二手车环比增速 4.4%，为主要拉动项，创 21 年 7 月以来新高，滞后反应了一季度二手车价格的上涨。但房租同比涨幅低于前值，房租通胀基本确认见顶回落，同时酒店、机票等价格延续下行，预计后续美国通胀将逐渐进入快速下行阶段。数据公布后，Fed Watch 显示 6 月停止加息的概率由公布前的 78.8% 上升至 93.8%，美国经济软着陆预期升温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

上周央行 OMO 投放 100 亿, 同时到期 360 亿, 共计净回笼 260 亿。五一假期后央行 OMO 操作趋于平稳。

生产	2023/4/14	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	
高炉开工率(247家):全国	84.74	84.59	82.56	81.69	81.10	拐头向下
	2023/3/20	2023/3/31	2023/4/10	2023/4/20	2023/4/30	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	225.31	226.07	232.20	228.98	220.67	拐头向下
	2023/4/14	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	301.64	294.26	283.49	272.98	268.03	拐头向下
库存:主要钢材品种:合计:同比	-10.50	-9.88	-14.07	-11.53	-12.77	震荡下行
	2023/4/13	2023/4/20	2023/4/27	2023/5/4	2023/5/11	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	68.72	67.62	63.90	44.21	64.25	↗
开工率:汽车轮胎:半钢胎	73.28	72.99	70.66	60.38	70.47	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

生产数据方面, 五月开始钢材生产数据高位出现回落, 不过车胎开工率节后回升至高位, 同时钢材库存维持震荡下行。生产动能出现了一定程度的走弱。

需求	2022/5/13	2023/4/22	2023/4/29	2023/5/6	2023/5/13	趋势
商品房成交面积:本月以来	28.80	40.10	43.01	26.69	35.61	低位上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	4.86	10.28	11.04	5.29	8.28	低位上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	17.09	21.22	22.68	16.66	20.62	低位上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	6.85	8.60	9.28	4.74	6.71	低位上行
	2023/4/9	2023/4/16	2023/4/22	2023/4/30	2023/5/7	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	52.18	137.76	133.24	75.49	53.63	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	24.96	70.25	69.27	40.99	40.41	高位

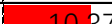
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

需求数据方面, 商品房成交面积低位持续上行。另一方面, 车辆销售数据在低基数下保持高位。消费修复性复苏仍在继续。

价格	2022/5/12	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	
农产品批发价格200指数	123.84	124.86	124.78	124.81	123.98	震荡下行
价格:生猪:外三元	15.53	14.21	14.61	14.57	14.31	震荡
平均批发价:猪肉	20.45	19.28	19.67	19.50	19.42	震荡
粮油批发价格200指数	116.75	117.36	118.21	118.33	118.30	震荡上行
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.47	4.65	4.81	4.90	4.89	拐头向上
平均批发价:7种重点监测水果	7.46	7.74	7.76	7.87	8.20	↗
南华工业品指数	3,818.83	3,725.19	3,604.92	3,530.04	3,478.41	↘
现货价:原油:英国布伦特Dtd	108.90	83.65	82.03	75.90	75.57	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

价格数据方面, 农产品价格延续季节性下行。其中, 蔬菜价格和水果价格表现强于季节性, 均出现了一定程度的上行, 同时猪肉价格维持 20 左右震荡, 粮油价格在国际局势扰动近一年后出现了一定程度的震荡上行。内需偏弱背景下 CPI 食品项表现尚可。PPI 影响因素方面, 石油价格有所回落至 75 美元。后续一方面随着我国经济维持弱复苏格局, 国内商品价格上行的动力可能不大, 而海外能源价格预计在货币紧缩环境下将随需求回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	 -1.50	 -7.67	 -13.67
COMEX黄金	 -0.45	 0.83	 10.37
LME铝	 -3.21	 -4.75	 -5.63
LME铜	 -3.94	 -4.10	 -1.54
CBOT玉米	 -2.22	 -0.30	 -14.04
CBOT大豆	 -3.27	 -2.10	 -8.83
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	 141.36	 103.95	 -78.55
美元兑人民币	 470.00	 454.00	 603.00
美元兑日元	 92.00	 -62.90	 457.60

	2023/5/12	2023/5/7	2023/4/30	2023/1/1
ICE布油	74.17	75.37	80.26	85.99
COMEX黄金	2015.6	2024.9	1999.4	1830.1
	2023/5/12	2023/5/5	2023/4/30	2023/1/1
美元指数	102.704	101.2904	101.6645	103.4895
美元兑人民币	6.9574	6.9104	6.912	6.8971
美元兑日元	135.7005	134.7805	136.3295	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面, 上周各类期货价格整体震荡回落, 其中黄金跌幅最小, 伦铜跌幅最大。ICE 布油收于 74.17 美元, 跌 1.50%, COMEX 黄金收于 2015.6 美元, 跌 0.45%。

上周美元指数上行 141.36BP，就业数据保持强势推升加息预期带动美元走强。
在此背景下人民币上周贬值 470 个基点，日元贬值 92 个基点。

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	84.50%	15.50%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.30%	60.50%	10.10%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.60%	48.10%	30.30%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.10%	45.50%	31.80%	6.20%	0.30%
2023/12/13	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.40%	44.10%	32.40%	7.50%	0.60%	0.00%
2024/1/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.90%	43.30%	32.80%	8.20%	0.80%	0.00%	0.00%
2024/3/20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	16.10%	42.90%	31.80%	7.90%	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/5/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	4.50%	22.80%	40.10%	25.80%	6.10%	0.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/6/19	0.00%	0.00%	0.10%	2.80%	15.90%	33.60%	31.20%	13.50%	2.70%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	0.00%	0.10%	2.30%	13.10%	29.80%	31.70%	17.30%	5.00%	0.80%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	0.00%	1.40%	8.80%	23.10%	30.90%	23.10%	9.90%	2.50%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2024/11/6	0.60%	4.40%	14.60%	26.30%	27.70%	17.70%	6.90%	1.60%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 5 月 12 日.

美联储加息预期方面，虽然 4 月 CPI 及核心 CPI 均低于市场预期，但保持强劲的时薪增速数据使得市场加息预期抬升。目前市场中性预期 23 年 6 月的 FOMC 会议将停止，并在 9 月开始降息。

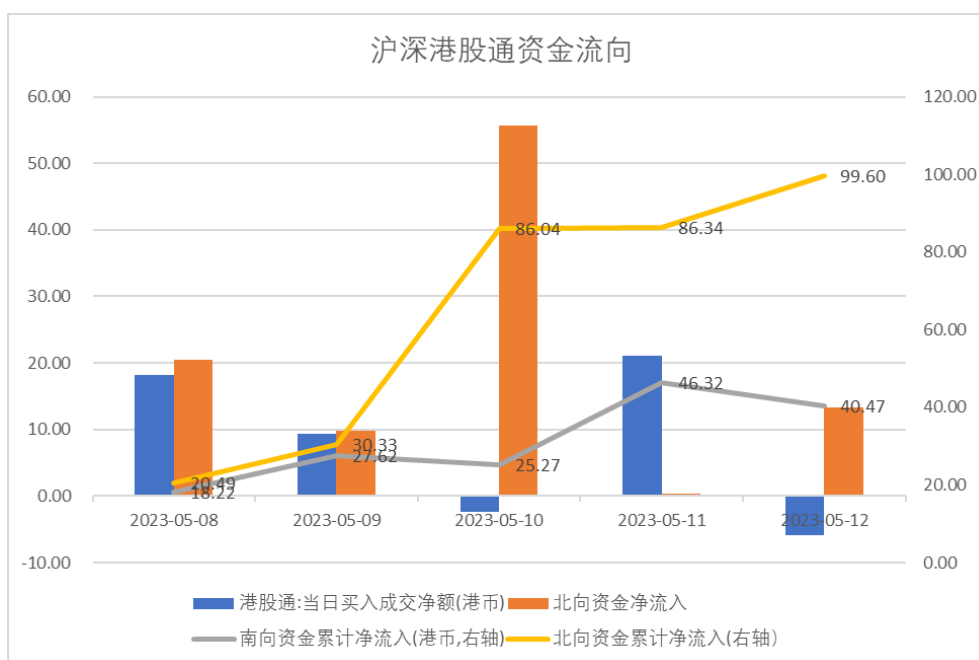
三、 市场表现回顾

a) 股票市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	2	2	0	4	1	2	0	0	1	9
	发行规模(亿元)	15.53	15.53	0.00	8.19	4.46	0.26	0.00	0.00	0.55	24.53
上上周	数量	0	0	0	3	1	11	0	0	3	17
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	6.39	0.74	86.01	0.00	0.00	28.32	120.71
本月以来	数量	2	2	0	7	2	13	0	0	4	26
	发行规模(亿元)	15.53	15.53	0.00	14.58	5.20	86.27	0.00	0.00	28.87	145.24
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	8	1	1	5	1	0	0	2	6	8	32
上上周	2	1	0	1	0	0	0	1	4	0	9

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 32 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（8 支）与股票类基金（8 支）持平，FOF 基金申报 8 支。发行一边，上周基金共计发行 24.53 亿，发行规模低位下行，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所回落。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 99.60 亿, 较前一周有所增加; 同时南向资金净流入 40.47 亿, 较前一周有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	-3.33	-6.78	5.55
偏股混合型基金指数	-2.48	-3.78	-3.25
上证50	-2.02	-1.75	-0.16
沪深300	-1.97	-2.27	1.71
中小板指	-1.84	-3.26	-1.97
中证500	-1.76	-2.40	3.37
万得全A	-1.75	-2.21	2.51
创业板指	-0.67	-3.11	-4.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中创业板跌 0.67%, 跌幅最小; 科创 50 跌 3.33%, 跌幅最大。4 月社融及通胀数据偏弱使市场对通缩产生了一定担忧, 在此背景下 A 股有所回落。偏股基金指数跌 2.48%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-1.85	-2.49	6.29
绩优股指数	-1.83	-3.81	-7.13
低市净率指数	-1.81	0.98	10.97
低市盈率指数	-1.79	-0.45	7.45
高市净率指数	-1.78	-3.51	-7.61
大盘指数	-1.77	-1.95	0.40
茅指数	-1.57	-3.49	-2.73
高市盈率指数	-1.50	-3.23	0.30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

上周 A 股各风格指数中, 小盘指数跌 1.85%, 表现最差; 高 PE 指数跌 1.50%, 表现最好。上周市场各风格呈现一定的普跌。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
建筑装饰	-5.98	通信	-6.69	商贸零售	-14.47
传媒	-5.97	有色金属	-5.30	美容护理	-9.69
有色金属	-3.54	石油石化	-4.81	综合	-8.49
商贸零售	-3.45	家用电器	-4.54	基础化工	-7.59
石油石化	-3.30	建筑装饰	-4.29	房地产	-7.56
环保	0.89	煤炭	1.46	石油石化	11.36
电力设备	1.25	环保	1.54	建筑装饰	17.41
汽车	1.53	银行	2.47	计算机	23.57
煤炭	1.55	纺织服饰	2.96	通信	25.04
公用事业	1.95	公用事业	3.50	传媒	47.72

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 7 个上涨, 24 个下跌。其中, 今年以来表现强势的 TMT 及“中特估”上周均出现一定幅度的调整, 其中建筑装饰及传媒行业分别跌 5.98%及 5.97%, 跌幅最大。同时, 市场预期黄金价格见顶带动有色金属行业跌 3.54%, 跌幅居前。此外, 油价持续下行背景下石油石化行业跌 3.30%, 表现不佳。另一方面, 双碳相关的新旧能源行业上周则表现较好, 其中公用事业、煤炭、汽车、电力设备及环保行业分别涨 1.95%至 0.89%不等, 涨幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-2.11	-1.34	-0.78
恒生科技指数	-0.55	-0.70	-6.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

港股方面, 恒生指数跌 2.11%, 恒生科技指数跌 0.55%。市场担忧国内基本面走弱与加息预期走强背景下港股有所回落。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-1.70	-2.49	-3.28
标普中盘400	-1.15	-2.32	0.10
道琼斯工业指数	-1.11	-2.34	0.46
标普500	-0.29	-1.09	7.41
纳斯达克指数	0.40	0.48	17.37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

美股方面上周整体回落, 其中标纳斯达克指数涨 0.40%, 涨幅最大; 标普小盘 600 跌 1.70%, 跌幅最大。一方面, 市场担忧债务上限问题短时间内无法得到

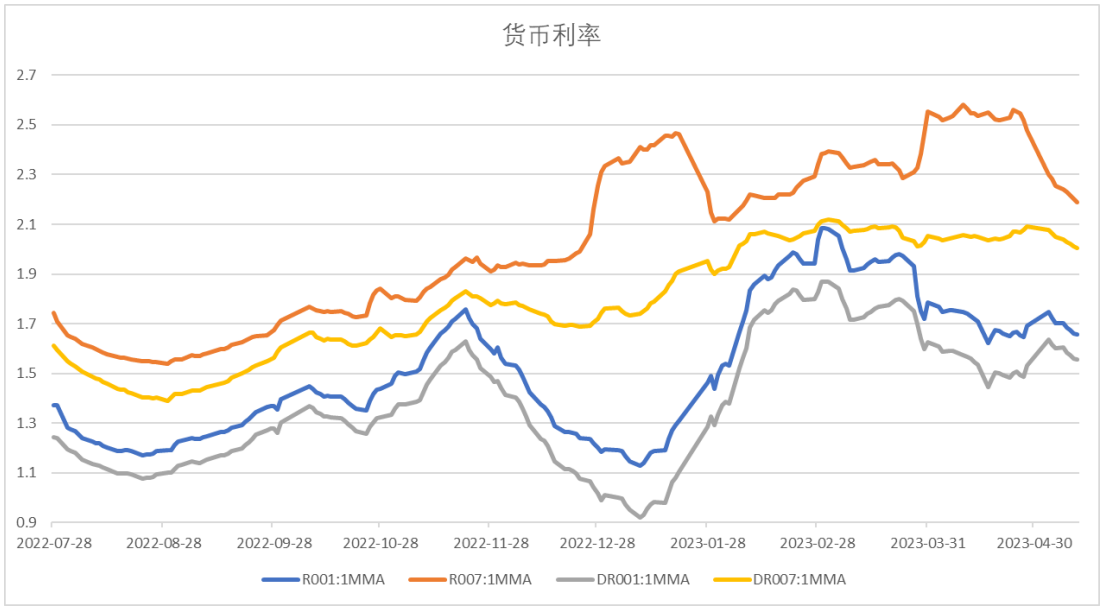
解决；同时保持强劲的时薪增速数据又使得加息预期有所抬升，在此背景下美股震荡回落。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-1.02	-1.04	10.69
台湾加权指数	-0.79	-0.49	9.65
英国富时100	-0.31	-1.47	4.96
德国DAX	-0.30	-0.05	14.29
法国CAC40	-0.24	-1.02	14.54
日经225	0.79	1.84	12.62
印度SENSEX30	1.59	1.98	1.95
胡志明指数	2.32	1.82	5.66

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

其他海外市场方面，越南市场涨 2.32%，表现最好；韩国市场跌 1.02%，表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



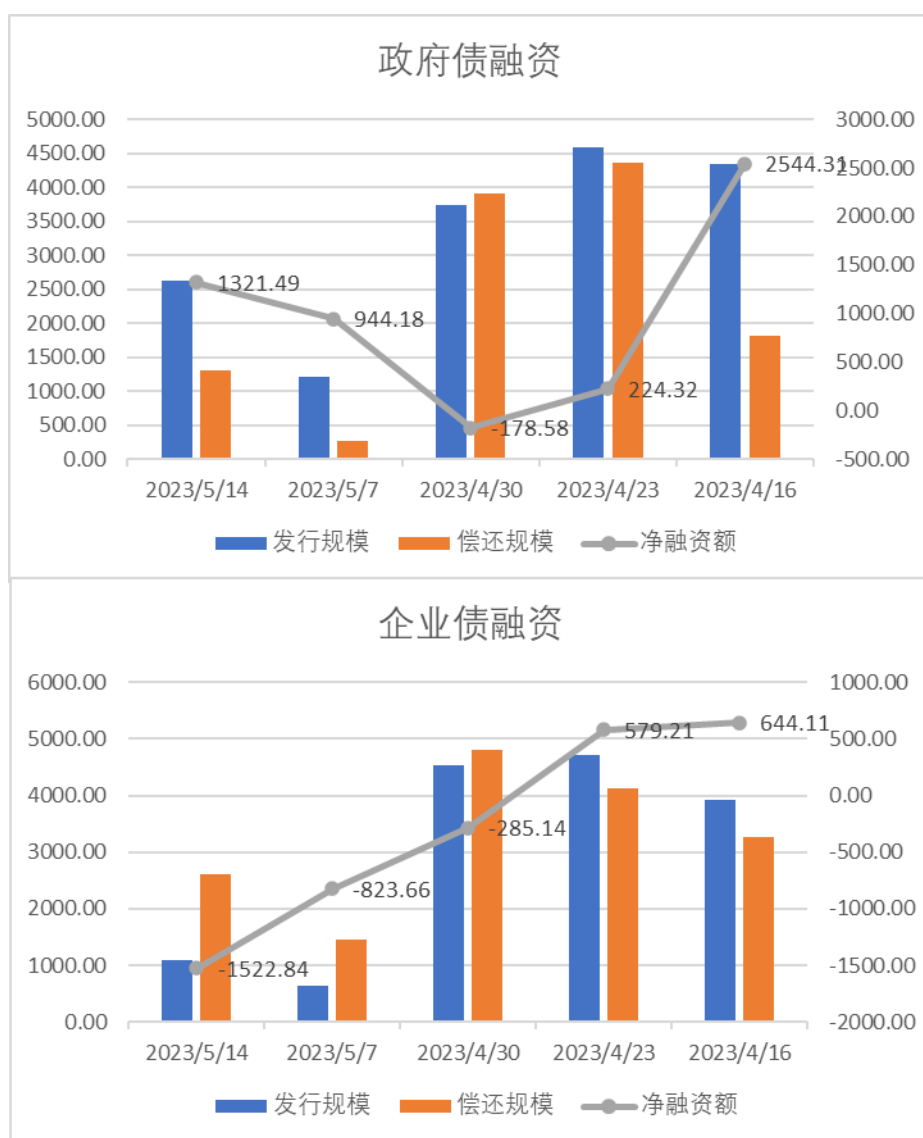
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

上周货币市场利率有所震荡回落，DR007 一月均值降至 2.0。资金面较上周更为宽松。

	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12
6M	1.85	1.51	1.56
3M	1.9	1.54	1.6
	2022/4/28	2022/5/5	2022/5/12
6M	0.7672	1.4018	1.293
3M	0.2491	1.3135	1.1871
	2021/4/28	2021/5/5	2021/5/12
6M	2.6212	2.439	2.4813
3M	2.5113	2.3402	2.4272
	2020/4/28	2020/5/5	2020/5/12
6M	1.9566	2.0526	1.8903
3M	1.7902	1.9796	1.8193

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.56、1.6，较此前有所回升，23 年 5 月社融中贷款部分可能维持偏弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 政府债口径为国债及地方政府债, 企业债口径为企业债、公司债、中票、短融、定向工具、政府支持机构债、非银行 ABS。

债券融资方面, 上周政府债净融资额 1321.49 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额-1522.84 亿, 较此前有所回落。

从高频数据看, 债券及贷款均有所转弱, 预计社融中的中长期部分会持续偏弱。

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	2.04	2.35	2.52	2.71	国债	30.82	16.41	18.94	国债	-	-	-
国开债	2.26	2.51	2.64	2.87	国开债	25.05	12.96	22.69	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.58	2.90	3.09	-	AAA信用债	32.28	19.32	-	AAA信用债	31.18	38.41	44.77
AA+信用债	2.70	3.04	3.32	-	AA+信用债	34.45	27.73	-	AA+信用债	43.26	52.66	67.43
AA信用债	2.79	3.50	3.78	-	AA信用债	71.45	27.73	-	AA信用债	52.26	98.66	113.43
AA-信用债	5.19	5.91	6.20	-	AA-信用债	72.45	28.73	-	AA-信用债	292.26	339.66	355.43

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y		1Y	3Y	5Y	10Y
国债	-8	-6	-5	-3	国债	-10	-10	-10	-7	国债	-5	-5	-13	-13
国开债	-6	-7	-6	-2	国开债	-13	-13	-12	-7	国开债	3	-3	-19	-12
AAA信用债	-9	-5	-5	-	AAA信用债	-13	-10	-9	-	AAA信用债	-18	-30	-41	-
AA+信用债	-7	-2	-8	-	AA+信用债	-11	-7	-12	-	AA+信用债	-32	-54	-61	-
AA信用债	-5	-2	-8	-	AA信用债	-9	-7	-12	-	AA信用债	-52	-37	-44	-
AA-信用债	-5	-1	-8	-	AA-信用债	-9	-6	-12	-	AA-信用债	-51	-35	-41	-

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.20	0.16	0.12	0.08	国债	0.49	0.46	0.53	国债	-	-	-
国开债	0.25	0.12	0.10	0.05	国开债	0.03	0.07	0.58	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.19	0.15	0.08	-	AAA信用债	0.27	0.10	-	AAA信用债	0.17	0.46	0.46
AA+信用债	0.19	0.14	0.07	-	AA+信用债	0.25	0.17	-	AA+信用债	0.16	0.32	0.37
AA信用债	0.16	0.20	0.07	-	AA信用债	0.85	0.11	-	AA信用债	0.09	0.52	0.25
AA-信用债	0.20	0.27	0.13	-	AA-信用债	0.85	0.11	-	AA-信用债	0.36	0.83	0.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 分位数为过去 5 年分位数。

债券市场方面, 上周主要债券中, 信用债整体下行, 其中 1YAAA 债券下行 9BP, 下行幅度最大。利率债短端下行大于长端, 1Y 国债下行 8BP, 幅度最大。4 月通胀数据显现我国面临通缩压力, 同时社融不及预期显示中长期需求仍在走弱。此外, 后续随着海外逐步进入衰退, 我国经济可能仍将面临较大压力。在此背景下近期债券利率持续下行。往后看, 我国经济弱复苏格局可能将持续一段时间, 这段时间内预计货币不会大幅紧缩, 虽然利率分位数偏低但债市短期风险不大。

上周以来期限利差变动				本月以来期限利差变动				今年以来期限利差变动			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	3	1	2	国债	0	0	2	国债	0	-8	0
国开债	-1	2	3	国开债	0	1	5	国开债	-6	-16	7
AAA信用债	3	0	-	AAA信用债	3	2	-	AAA信用债	-12	-11	-
AA+信用债	4	-6	-	AA+信用债	4	-4	-	AA+信用债	-22	-7	-
AA信用债	2	-6	-	AA信用债	2	-4	-	AA信用债	15	-7	-
AA-信用债	3	-7	-	AA-信用债	3	-5	-	AA-信用债	16	-6	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周震荡走阔, 从分位数的角度来看目前 5Y-3Y 利差处于偏低区间, 低等级信用债 3Y-1Y 获利空间较大。

上周以来信用利差变动				本月以来信用利差变动				今年以来信用利差变动			
	1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y		1Y	3Y	5Y
AAA信用债	-2	2	0	AAA信用债	0	2	3	AAA信用债	-21	-27	-22
AA+信用债	0	5	-3	AA+信用债	2	5	0	AA+信用债	-35	-51	-42
AA信用债	2	5	-3	AA信用债	4	5	0	AA信用债	-55	-34	-25
AA-信用债	2	6	-3	AA-信用债	4	6	0	AA-信用债	-54	-32	-22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面, 上周整体震荡走阔, 目前大部分券种的信用利差分位数位于中性区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.10	2.42	2.51	--	--
国有银行	1.95	2.30	2.49	2.58	2.43
股份银行	2.03	2.18	2.20	2.52	2.44
城商行	2.08	2.45	2.50	2.61	2.63
农商行	2.28	2.37	2.45	2.56	2.56
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-19	-4	-4	--	--
国有银行	-16	-8	0	0	-13
股份银行	-12	-20	-28	-2	-15
城商行	-18	-5	-7	-13	-15
农商行	-7	-9	-6	-3	-8
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	671.4	1138.1	705.1	68.4	2069.2
国有银行	196	200	0	0	720
股份银行	90	428	44	2	441
城商行	366	394	476	63	751
农商行	20	117	185	3	157

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日。

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大幅下行, 其中发行规模最多的 1Y 城商行下行 15BP, 1Y 国有银行下行 13BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.51	2.84	2.95	AAA+	24.79	32.53	30.74	AAA+	0.114	0.523	0.293
AAA	2.55	2.90	3.10	AAA	28.90	38.20	45.28	AAA	0.112	0.381	0.441
AAA-	2.62	2.99	3.20	AAA-	35.69	48.06	55.61	AAA-	0.115	0.429	0.404
AA+	2.67	3.04	3.29	AA+	40.69	53.06	64.61	AA+	0.095	0.298	0.215
AA	2.74	3.50	3.77	AA	47.69	99.06	112.61	AA	0.066	0.523	0.197
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.60	2.92	3.13	AAA	33.79	40.17	48.54	AAA	0.142	0.328	0.365
AA+	2.68	3.06	3.31	AA+	41.37	54.11	66.51	AA+	0.12	0.336	0.349
AA	2.79	3.26	3.70	AA	52.37	74.61	106.01	AA	0.137	0.39	0.511
AA(2)	2.93	3.75	4.24	AA(2)	66.37	123.61	160.01	AA(2)	0.162	0.564	0.562

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投方面，随着近期利率债下行幅度大于信用债，大部分券种的信用利差有所走阔。目前 1Y 信用利差分位数偏低，3Y 及 5Y 信用利差回到了中性区间。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.62	2.84	3.04	3.21	3.29	利率变化(BP)	-7.15	1.59	2.93	3.52	-0.03	利率分位数	0.20	0.21	0.17	0.13	0.10
当前利差	13.33	16.69	27.21	42.12	45.80	利差变化(BP)	-1.44	5.46	3.67	8.74	5.64	利差分位数	0.38	0.37	0.46	0.62	0.67

数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差为 AAA-二级资本债与 AAA-商业银行普通债之间的利差。时间截至 2023 年 5 月 12 日。

上周二级资本债收益率震荡上行。其中 4Y 上行 3.52BP，上行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.4 左右的分位数区间，同时利率分位数维持 0.15 分位左右。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.73	3.14	3.40	3.55	AAA-	24.30	36.87	57.75	47.50	AAA-	-6.90	3.71	-0.04	-5.74
AA+	2.76	3.17	3.49	3.63	AA+	22.60	34.61	60.82	50.17	AA+	-5.90	2.72	-0.04	-5.74
AA	3.22	3.63	4.43	4.57	AA	60.60	68.61	141.82	131.17	AA	-5.90	-0.28	-1.04	-6.74
AA-	4.43	4.88	5.85	5.99	AA-	156.60	164.61	254.82	244.17	AA-	-5.90	-2.28	-1.04	-6.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

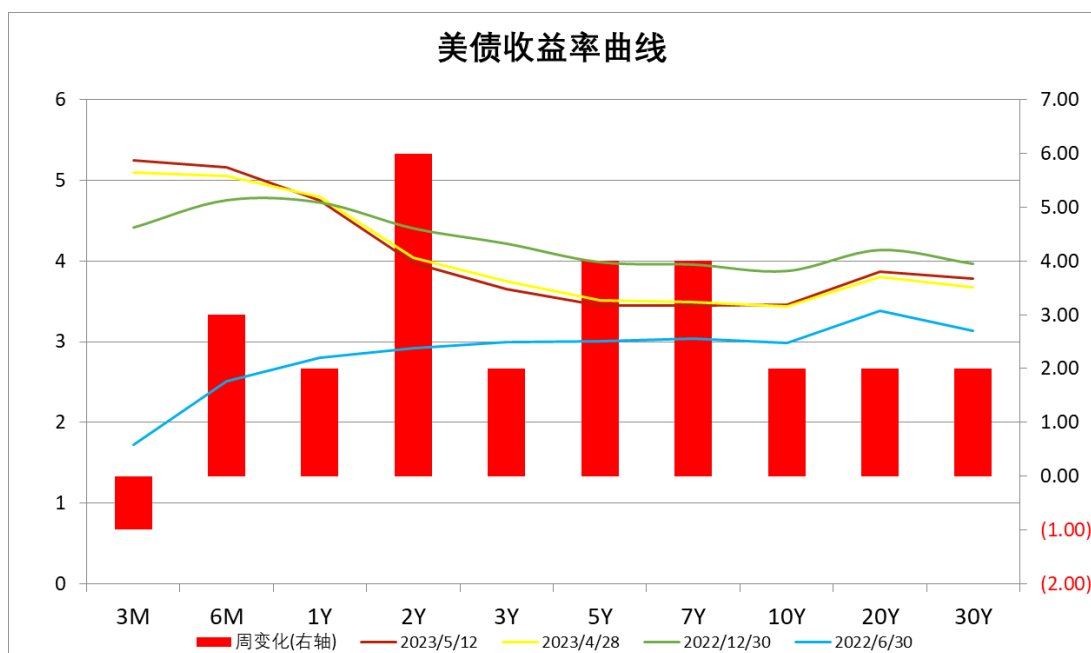
永续债方面利率走势大体呈下行，其中 1YAAA-下行幅度最大，达 6.90BP。

当前利率	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA级RMBS	2.61	2.84	2.99	3.29	AAA级RMBS	34.98	33.08	35.05	41.53	AAA级RMBS	0.306	0.394	0.208	0.019
AAA级消金	2.77	3.01	3.21	3.48	AAA级消金	50.36	49.79	56.90	61.18	AAA级消金	0.366	0.341	0.183	0.028
AAA级企业ABS	2.84	3.27	3.44	3.76	AAA级企业ABS	57.40	75.15	80.05	89.36	AAA级企业ABS	0.115	0.498	0.257	0.043
AAA级ABN	2.79	3.11	3.31	3.63	AAA级ABN	53.15	59.14	66.69	76.05	AAA级ABN	0.248	0.326	0.183	0.036

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日。分位数为 19 年至今水平。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

ABS 方面，目前各个类型及期限的 ABS 与国开债间的利差相较于其他券种更低，大部分券种的信用利差处于 0.25 分位数以下，部分券种利差甚至低于 0.05 微分。

综合我国各个债券分项来看，随着经济复苏出现一定的震荡，债券利率由于配置需求走出来一波小牛市，后续在复苏力度难以预判且利率分位数偏低的背景下预计债市可能会维持一段时间的震荡。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

美债方面，上周利率有所回升。其中，2Y 上行 6BP，上行幅度最大。虽然 CPI 数据低于预期后债券利率有所下行，但大超预期的时薪增速使得美债利率重回上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所加深，目前利差为 52BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 8 个月，历史经验来看 23 年 Q2 前后美国可能正式面临衰退，关注国际政治环境扰动下供需错配是否会更加严重导致美国经济出现深度衰退。

四、 资产配置观点

4.1.1 经济延续弱复苏，修复动能收敛

生产端，4 月官方制造业 PMI49.2%，前值 51.9%。分项看，生产项与需求项均大幅走弱。生产端，4 月生产指数回落 4.4 个百分点，前期修复性动能释放后，生产修复斜率放缓。库存方面，4 月原材料库存指数回落 0.4 个百分点，产成品库存指数回落 0.1 个百分点，制造业处于主动去库存状态，企业采购意愿减弱。需求端，4 月新订单指数回落 4.8 个百分点至 48.8%，低于荣枯线，需求环比收缩。新出口订单指数回落 2.8 个百分点，进口指数回落 2 个百分点。此前出口数据强势或主因国内供应链恢复，前期积压订单赶工。修复性动能消化后，出口订单回落；非制造业方面，4 月非制造业商务活动指数回落 1.8 个百分点至 56.4%，其中服务业 PMI 回落 1.8 个百分点至 55.1%，建筑业回落 1.7 个百分点至 63.9%。服务业景气分化，消费性服务业表现强于生产性服务业。基建支撑建筑业高景气，

土木工程建筑业指数回落 0.2 个点至 70.4%，基建实物工作量落地积极性强。房屋建筑业回落 0.7 个百分点至 64.1%，建筑安装回落至收缩区间，前期地产竣工冲量后热度下降。预计后续财政政策维持此前定调，财务支出积极叠加前期开工项目续建支撑基建实物工作量，而地产商投资意愿偏弱，地产端仍处于低位震荡状态。

融资端，4 月新增社融 1.22 万亿元，前值 5.38 万亿元，同比多增 0.28 万亿元。社融总量与结构均边际走弱，主要支撑项为企业中长贷和非标。分项看，企业短期贷款同比少减 849 亿元，企业中长期贷款同比多增 4017 亿，延续支撑作用，一方面银行长期贷款利率偏低，另一方面与政策驱动基建投资维持强势有关。居民贷款同比多减 241 亿元，打破此前改善趋势。其中短期贷款同比少减 601 亿元，消费需求弱复苏，一方面与节假日拉动出行改善、线下消费回暖有关，另一方面与用经营贷置换房贷有关。居民中长期贷款同比多减 842 亿，此前积压需求释放后，房屋销售数据走弱；4 月 M1 同比增速 5.3%，较上月回升 0.2 个百分点。M2 同比增速 12.4%，较上月回落 0.3 个百分点，货币活化程度小幅回升；人民币存款减少 4609 亿，同比多减 5518 亿。其中，居民存款 22 年 3 月以来首次多减，叠加居民短贷降幅收窄与中长贷回落，或指向居民用存款还房贷、付首付及消费，居民端预期偏谨慎。

整体看，4 月各项数据均指向经济修复性动能衰减，基础尚不牢靠，融资端传导效率或偏低，仍处于弱复苏周期。

指标(2023/04/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49.2	----	----	51.9
工业增加值:当月同比	----	9.66	----	3.9
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	4.5
固定资产投资:累计同比	----	5.23	----	5.1
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	7
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-5.8
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	10.82
社会消费品零售总额:当月同比	----	20.21	----	10.6
出口金额:当月同比	8.5	6.37	↗	14.8
社会融资规模:当月值	12200	17199.4	↘	53800
社会融资规模存量:同比	10	----	----	10
M2:同比	12.4	12.64	↘	12.7
社融-M2	-2.4	----	----	-2.7
CPI:当月同比	0.1	0.38	↘	0.7
PPI:全部工业品:当月同比	-3.6	-3.29	↘	-2.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

美国经济指标	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	趋势
实际GDP(同比)	----	----	1.10	----	----	2.60	----	----	3.20	----	----	↘
PMI	----	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	震荡下行
消费者信心	57.70	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	震荡下行
零售	----	----	3.13	6.08	7.99	5.22	5.99	7.85	9.07	10.95	8.45	震荡下行
房地产	----	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	49.00	55.00	↗
耐用品订单	----	----	3.23	-1.22	-4.97	5.10	-1.80	0.72	0.20	0.23	-0.13	震荡下行
CPI	----	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	↘
核心CPI	----	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	震荡下行
PCE	----	----	4.16	5.07	5.38	5.30	5.66	6.13	6.29	6.26	6.39	↘
核心PCE	----	----	4.60	4.69	4.71	4.62	4.80	5.10	5.20	4.93	4.70	震荡下行
失业率	----	3.40	3.50	3.60	3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	震荡
职位空缺率	----	----	5.80	6.00	6.40	6.80	6.50	6.40	6.60	6.20	6.90	↗
时薪增速	----	0.48	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

4.2 股票市场观点

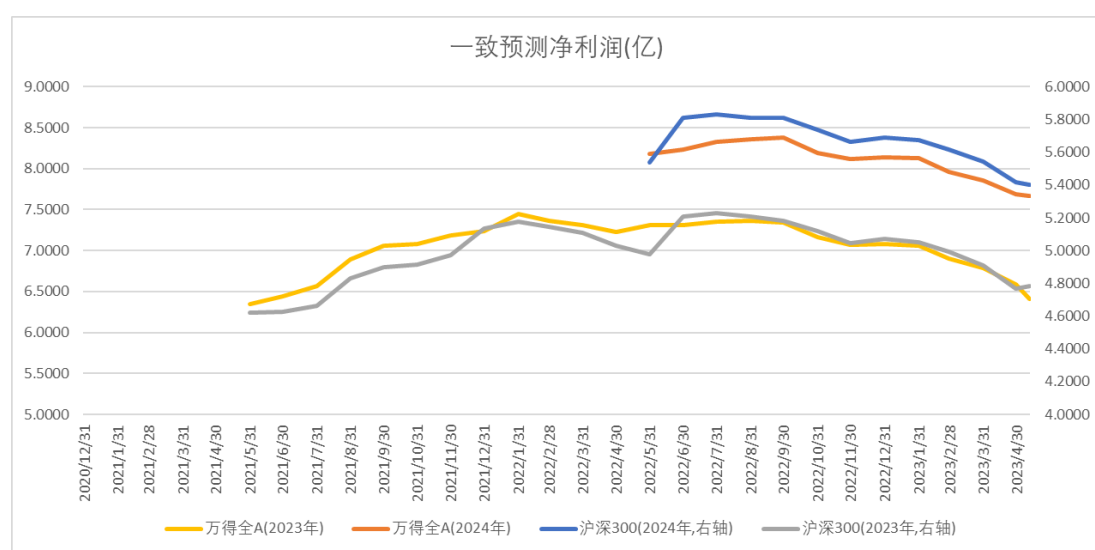
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.65 倍，处于 55%分位水平，股权溢价率 2.71%，处于 75%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	10.06	9.51	1.25	7.07	0.53	0.66	0.48	0.71
沪深300	12.09	10.63	1.36	5.40	0.40	0.45	0.17	0.82
中小板指	20.91	16.90	2.99	1.91	0.06	0.20	0.08	1.00
创业板指	32.42	24.71	4.40	0.21	0.08	0.25	0.18	1.00
中证500	25.67	17.82	1.71	1.03	0.70	0.56	0.16	0.53
万得全A	17.93	14.65	1.62	2.71	0.56	0.55	0.22	0.75

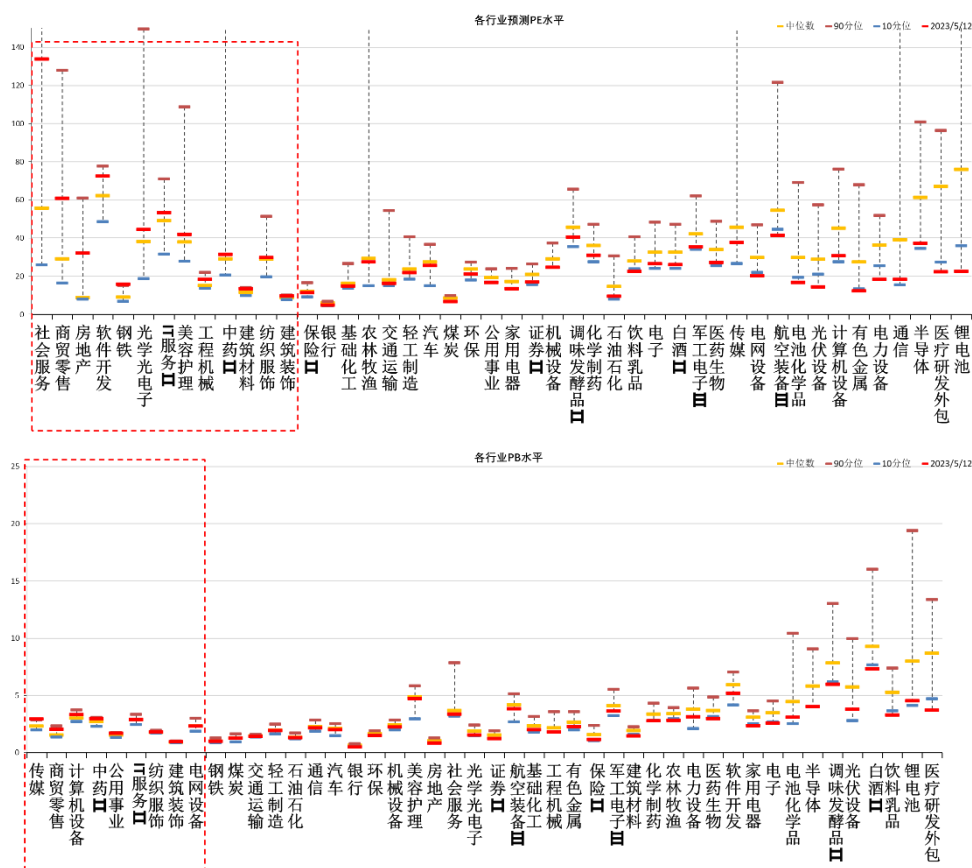
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.43	0.95	7.14	0.16	0.16	0.44
标普500	23.40	3.91	0.81	0.53	0.63	0.05
纳斯达克指	34.40	4.26	-0.55	0.49	0.20	0.06
德国DAX	14.06	1.55	----	0.30	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.53	----
英国富时100	12.68	1.62	----	0.01	0.25	----
韩国综合指	13.04	0.94	----	0.50	0.57	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.49	----
日经225	18.99	1.70	----	0.62	0.43	----
胡志明指数	11.27	1.61	----	0.12	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.27	0.72	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日.

分行业看, 少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 不到半数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 社会服务、商贸零售估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股收跌，经济数据低于预期下市场风险偏好降低，此前热点主题中特估与 AI 调整，而煤炭、新能源反弹，市场分化结构继续收敛。港股调整，资源业与公用事业上涨，原材料业、医疗保健、地产建筑业调整幅度较大。美股表现分化，债务上限不确定性压制市场情绪，CPI 超预期下行提升软着陆预期，纳斯达克指数小幅收涨，道琼斯与标普 500 指数小幅收跌，信息技术、可选消费与金融业相对占优。

4.2.3 近期数据显示在疫后填坑式修复后，经济修复动能边际放缓，市场对经济后续恢复强度分歧加大，风格表现上也有所收敛。后续随着海外经济回落，预计外需将逐步走弱，内需逐步成为经济增长主要驱动力，制造业投资高位震荡后逐步下行，财政前置下基建为上半年主要支撑，而下半年随着经济修复或将逐步减弱，消费或将成为本轮经济修复主要抓手，经济整体向上方向确定，但企业与居民信心不足下经济向上弹性或将偏弱。随着政策对经济定调的落地，市场对经济的分歧在于疫后需求回补之后的修复强度及持续性，后续风格与板块表现将更多来自于地产及信贷数据恢复持续性情况及产业政策支持方向。

4.2.4 配置方向上关注：

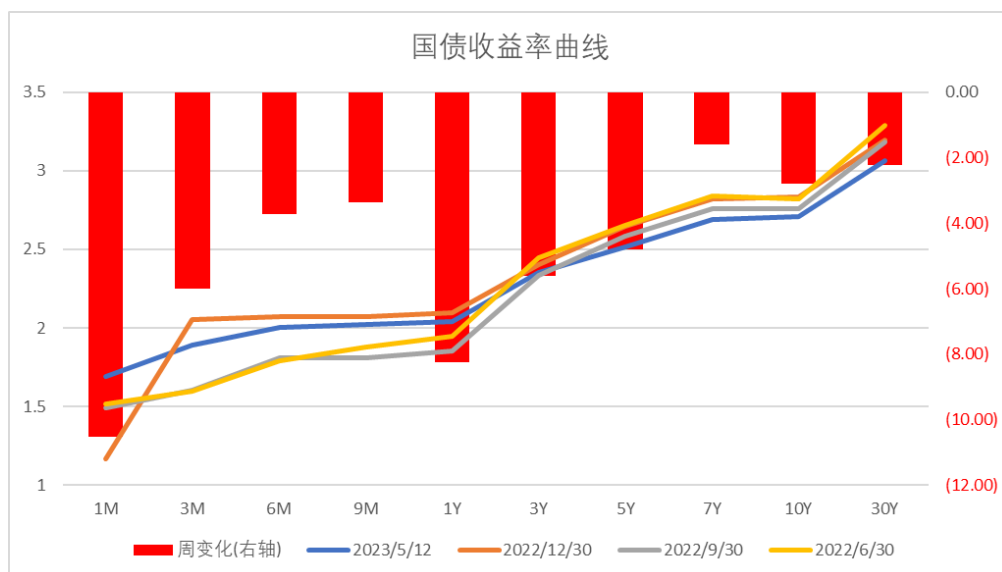
- 1、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，预计此后经济数据延续弱复苏状态，市场风险偏好暂时难以大幅提升，存量资金博弈下，主题投资延续占优，市场轮动速度加剧，科技风格内部分化加大。
- 2、短期内市场交易结构或趋向平衡，业绩影响力上升，关注低位反转的大盘价值风格。

4.3 债券市场观点



国债期货 合约	收盘价 (涨跌)	结算价 (涨跌)	成交量 (变动值)	持仓量 (周增仓)	IRR	基差
T.CFE	101.7550	101.7300	379,856.0000	123,639.0000	1.9842	0.0626
	0.355047093	0.3304	220,700.0000	-43020		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日. 括号内为第二行数据内容。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 12 日

4.3.1 近期债市继续走强，长端利率向下突破 1 年期 MLF 点位，10 年国债收益率一度下行至 2.69%，信用利差进一步压缩，主要影响因素为：进出口、通胀与社融数据共同指向经济修复动能环比放缓、资金面整体宽松、市场博弈降息预期。

4.3.2 短期看，流动性延续宽松，银行理财配置力量较强，资产荒持续演绎，同时经济修复性动能收敛，基本面风险有限，但当前位置仍需注意赔率已经不高。整体适度拉长久期的票息策略或更占优。此后信用扩张效果与货币政策仍是交易核心，同时关注监管对空转套利态度。

目前我们对债券做中性配置，对债券的配置以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债，同时关注存单与二永债配置机会。利率债偏波段操作，强调配置时点的性价比。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。