

人民币汇率承压，海外风险偏好回升

一、重要信息点评

1、5月15日，央行开展1250亿元MLF操作和20亿元公开市场逆回购操作，中标利率持平于前值。此次央行小幅加量等价续作MLF，基本符合市场预期。

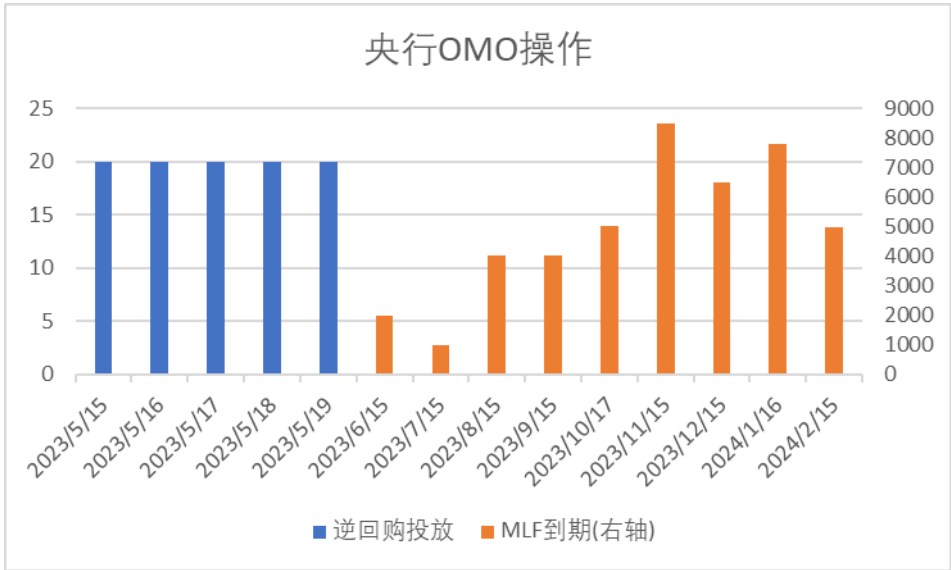
2、5月16日，统计局公布4月经济数据。4月工业增加值同比5.6%，低于预期的9.7%，两年平均同比1.26%，较前值4.4%大幅走弱。季调后环比转负至-0.47%，前值0.28%。三大门类中，采矿业同比0%（回落0.9%），制造业增长6.5%（回落2.3%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.8%（回落0.4%）。分行业看，41个行业中25个行业增速上行（上月为26个），其中黑色冶炼、煤炭采选、非金属和金属制品业同比增速回落。投资端，1-4月固定资产投资累计同比4.7%，前值5.1%，预期5.2%。其中，制造业投资累计同比6.4%（前值7%），边际回落，结构上，电气机械、汽车、通信电子维持高增速，高技术制造业投资表现较强，而黑色金属、纺织表现低迷。基建（含电力）投资累计同比9.8%（前值10.8%），小幅高位回落，仍为投资端主要支撑。房地产投资累计同比-6.2%（前值-5.8%），地产投资降幅走阔。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积累计同比-0.4%、-21.2%、-5.6%、18.8%，较前值分别变化1.4、-2、-0.4、4.1个百分点，销售降幅收窄，竣工端继续回升，但新开工与施工继续走弱。保交楼推动竣工端上行，但行业内投资意愿较弱，拿地与新开工走弱。此次4月地产销售降幅收窄，但30大中城市商品房成交面积环比走弱，数据背离一方面和去年疫情影响下一线城市低基数有关，另一方面与统计局更改编制方式有关。需求端，4月社会消费品零售总额两年平均同比2.6%，较前值3.3%继续回落，季调后环比0.49%，前值0.78%。消费修复力度回落，回归弱复苏。结构上，商品零售两年同比回落至2.3%，前值3.34%；餐饮收入两年同比继续上行至23.6%，前值18.6%。商品零售与餐饮收入分化，指向居民商品消费能力受限，而节假日拉动服务类消费。就业方面，4月全国城镇调查失业率5.2%，较前值回落0.1个百分点，但16-24岁人口调查失业率为20.4%（前值19.6%），就业结构性压力仍大。整体看，经济数据环比回落，基建、制造业、地产投资均回落，基建是主要支撑项，地产是主要拖累项。地产端，保交楼政策支持下，竣工仍是主要支撑；房企拿地和新开工意愿仍维持低位，对施工面积造成影响，地产尚未回归良

性循环。商品零售表现偏弱，失业率结构性压力较大。经济整体内生动力与信心仍需提振。

3、美国债务上限问题仍有反复。5月18日，美国财政部长耶伦在银行政策研究所召开的高管会议上强调，国会必须紧急解决债务上限问题，拜登和共和党领袖麦卡锡称预计众院最快下周表决债务上限协议。谈判正在围绕着削减支出以及提高债务上限进行。5月19日，美国共和党谈判代表离开闭门会议现场，并表示目前谈判处于暂停状态。债务上限谈判进程仍存不确定性。

4、上周美联储官员表态整体偏鹰。克利夫兰联储主席梅斯特和里士满联储主席巴尔金均重申通胀目标的重要性，巴尔金不排除再度加息，美联储洛根表示目前的数据不足以暂停加息。布拉德表示银行业担忧被过分强调，支持进一步加息作为应对通胀的保险。市场加息预期升温，CME显示美联储6月加息的概率由15%升至36%。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

上周央行 OMO 投放 100 亿，同时到期 120 亿，共计净回笼 20 亿。此外，MLF 到期 1000 亿背景下央行续作 1250 亿，净投放 250 亿。

生产	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	2023/5/19	
高炉开工率(247家):全国	84.59	82.56	81.69	81.10	82.36	震荡下行
	2023/3/31	2023/4/10	2023/4/20	2023/4/30	2023/5/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	226.07	232.20	228.98	220.67	225.08	震荡下行
	2023/4/21	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	2023/5/19	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	294.26	283.49	272.98	268.03	266.62	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-9.88	-14.07	-11.53	-12.77	-14.86	震荡下行
	2023/4/20	2023/4/27	2023/5/4	2023/5/11	2023/5/18	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	67.62	63.90	44.21	64.25	64.68	↗
开工率:汽车轮胎:半钢胎	72.99	70.66	60.38	70.47	71.05	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

生产数据方面, 五月开始钢材生产数据继续震荡回落, 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	2022/5/19	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	2023/5/19	趋势
商品房成交面积:7DMA	36.62	52.29	23.52	48.06	42.69	↘
商品房成交面积:一线城市:7DMA	4.89	13.45	5.37	10.77	10.41	震荡
商品房成交面积:二线城市:7DMA	22.75	27.61	12.58	28.52	23.22	↘
商品房成交面积:三线城市:7DMA	8.97	11.23	5.58	8.77	9.05	震荡
	2023/4/16	2023/4/22	2023/4/30	2023/5/7	2023/5/14	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	137.76	133.24	75.49	53.63	28.70	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	70.25	69.27	40.99	40.41	39.55	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

需求数据方面, 商品房成交面积受二线城市偏弱影响继续下行。另一方面, 车辆销售数据在低基数下保持高位。消费修复性复苏有所转弱。

价格	2022/5/19	2023/4/28	2023/5/5	2023/5/12	2023/5/19	
农产品批发价格200指数	122.32	124.78	124.81	123.98	122.73	震荡下行
价格:生猪:外三元	15.96	14.61	14.57	14.31	14.04	震荡
平均批发价:猪肉	20.97	19.67	19.50	19.42	19.35	震荡
粮油批发价格200指数	116.79	118.21	118.33	118.30	118.14	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.42	4.81	4.90	4.89	4.77	震荡
平均批发价:7种重点监测水果	7.37	7.76	7.87	8.20	8.08	震荡上行
南华工业品指数	3,872.06	3,604.92	3,530.04	3,478.41	3,535.58	↘
现货价:原油:英国布伦特Dtd	111.37	82.03	75.90	75.57	76.13	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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均强于季节性, 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 食品项表现有所分化。PPI 影响因素方面, 石油价格维持 75 美元左右震荡。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	1.91	-5.90	-12.01
COMEX黄金	-1.98	-0.96	8.42
LME铝	2.35	-3.06	-3.95
LME铜	-0.13	-4.11	-1.55
CBOT玉米	-5.12	-4.91	-18.02
CBOT大豆	-6.10	-8.03	-14.35
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	48.81	152.76	-29.74
美元兑人民币	510.00	964.00	1113.00
美元兑日元	221.75	158.85	679.35

	2023/5/19	2023/5/13	2023/4/30	2023/1/1
ICE布油	75.59	74.17	80.26	85.99
COMEX黄金	1979.9	2015.6	1999.4	1830.1
	2023/5/19	2023/5/12	2023/4/30	2023/1/1
美元指数	103.1921	102.704	101.6645	103.4895
美元兑人民币	7.0084	6.9574	6.912	6.8971
美元兑日元	137.918	135.7005	136.3295	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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，其中伦铝涨幅最大，大豆跌幅最大。ICE 布油收于 75.59 美元，涨 1.91%，COMEX 黄金收于 1979.9 美元，跌 1.98%。

上周美元指数上行 48.81BP，美联储官员的鹰派表态推升加息预期带动美元走强。在此背景下人民币上周贬值 510 个基点，日元贬值 221.75 个基点。

三、 市场表现回顾

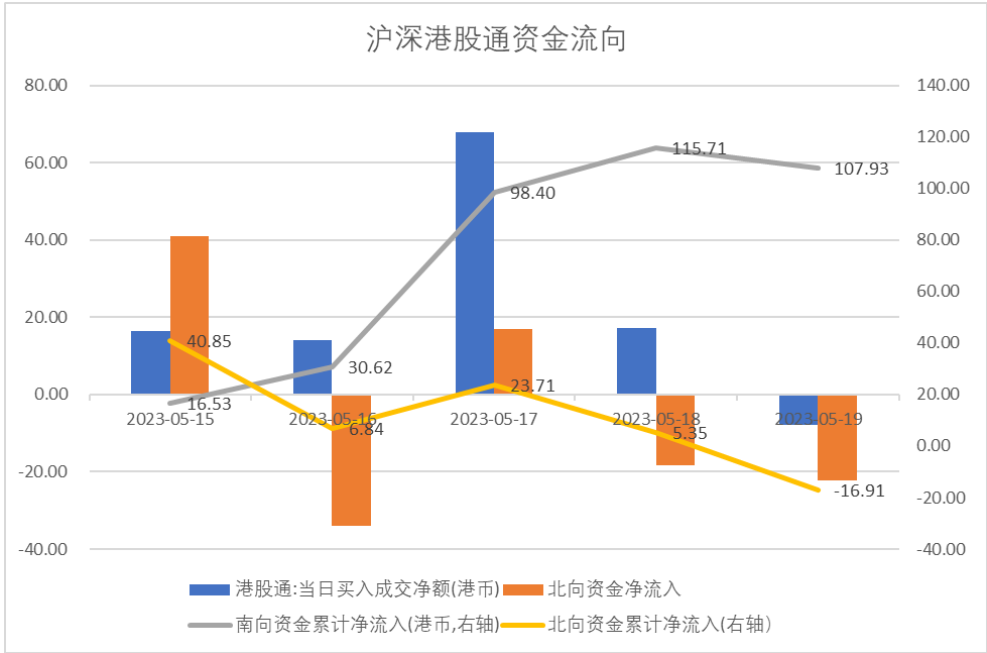
a) 股票市场

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	9	8	2	7	1	7	0	0	8	33
	发行规模(亿元)	114.22	111.31	6.03	35.14	2.07	9.39	0.00	0.00	13.32	178.11
上上周	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
本月以来	数量	11	10	2	14	3	20	0	0	12	59
	发行规模(亿元)	129.75	126.83	6.03	49.72	7.27	95.66	0.00	0.00	42.19	323.35
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	7	1	1	3	2	2	1	1	10	0	28
上上周	8	1	1	5	1	0	0	2	6	8	32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 28 支，其中普通混合型基金 7 支，债券类基金（14 支）多于股票类基金（7 支），FOF 基金申报 0 支。发行一边，

上周基金共计发行 178.11 亿，发行规模有所回暖，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所回暖。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入-16.91 亿，较前一周有所减少；同时南向资金净流入 107.93 亿，较前一周有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	0.09	-1.66	-0.07
沪深300	0.17	-2.10	1.88
中证500	0.42	-1.99	4.31
万得全A	0.72	-1.51	3.35
中小板指	0.87	-2.41	-1.12
创业板指	1.16	-1.98	-2.91
偏股混合型基金指数	1.32	-2.52	-1.98
科创50	2.57	-4.39	8.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

A 股表现来看，上周主要板块均呈上行，其中上证 50 涨 0.09%，涨幅最小；科创 50 涨 2.57%，涨幅最大。虽然 4 月经济数据全面走弱，但 A 股反而有所回升或表明有部分资金预期基本面见底回升。偏股基金指数涨 1.32%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	-2.02	-1.06	8.73
低市盈率指数	-0.71	-1.16	6.69
大盘指数	0.00	-1.95	0.39
小盘指数	0.64	-1.87	6.97
绩优股指数	1.03	-2.82	-6.17
茅指数	1.10	-2.42	-1.66
高市净率指数	1.10	-2.44	-6.59
高市盈率指数	1.58	-1.71	1.88

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

上周 A 股各风格指数中,低 PB 指数跌 2.02%,表现最差;高 PE 指数涨 1.58%,表现最好。上周市场风格中小盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
传媒	-5.60	传媒	-8.13	商贸零售	-16.69
房地产	-3.96	建筑装饰	-7.16	房地产	-11.22
建筑装饰	-3.00	商贸零售	-6.53	美容护理	-9.79
农林牧渔	-2.62	石油石化	-5.36	综合	-8.38
商贸零售	-2.60	农林牧渔	-5.27	社会服务	-7.86
医药生物	2.26	国防军工	1.33	石油石化	10.72
通信	3.15	环保	1.37	建筑装饰	13.89
机械设备	4.01	煤炭	1.34	计算机	23.54
国防军工	4.79	银行	1.94	通信	28.98
电子	5.17	公用事业	2.35	传媒	39.45

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 19 日.

行业方面,上周 31 个申万一级行业中 11 个上涨,20 个下跌。其中,今年以来表现强势的 TMT 继续分化,其中传媒跌 5.60%,跌幅最大;电子及通讯则涨 5.17%及 3.15%,涨幅居前。此外,4 月经济数据走弱带动消费行业出现了一定程度的下行,其中房地产、建筑装饰、农林牧渔及商贸零售行业分别跌 3.96%至 2.60%不等,跌幅居前。另一方面,高端制造相关行业上周表现较好,国防军工、机械设备及医药生物行业分别涨 4.79%、4.01%及 2.26%。

	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	-0.90	-2.23	-1.67
恒生科技指数	-1.35	-2.05	-7.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

港股方面,恒生指数跌 0.90%,恒生科技指数跌 1.35%。国内经济数据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
道琼斯工业指数	0.38	-1.97	0.34
标普中盘400	0.95	-1.39	1.05
标普500	1.65	0.34	9.18
标普小盘600	2.25	-0.29	-1.10
纳斯达克指数	3.04	3.53	20.94

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

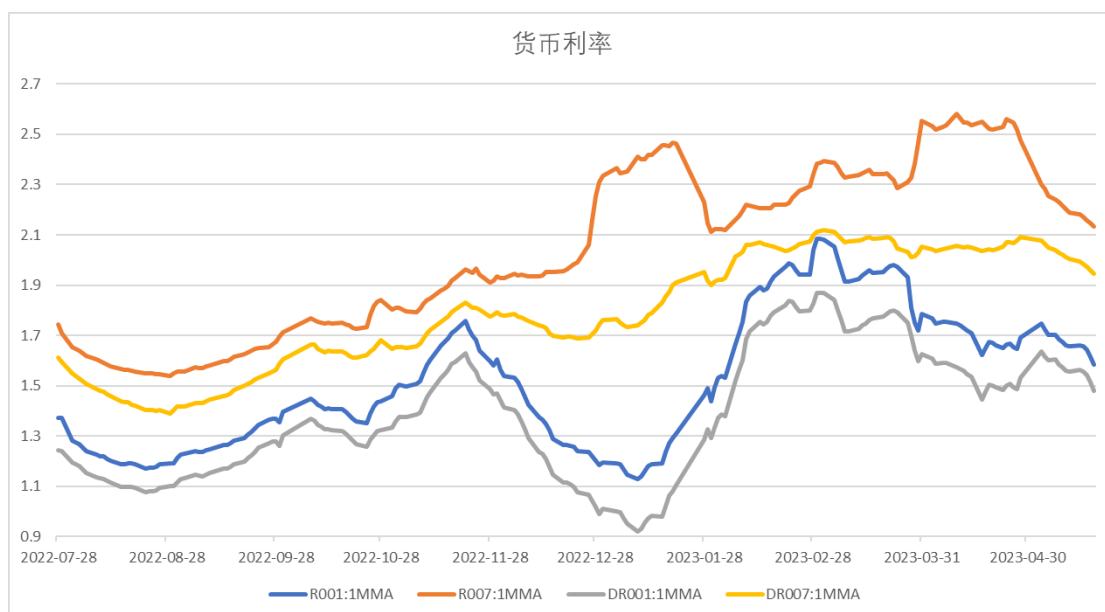
美股方面上周整体回升, 其中标纳斯达克指数涨 3.04%, 涨幅最大; 道琼斯指数涨 0.38%, 涨幅最小。一方面, 市场对债务上限问题的担忧有所减弱; 同时此前经济数据维持强势使市场对经济软着陆产生了一定预期, 在此背景下美股有所回升。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-0.95	1.01	0.99
胡志明指数	-0.49	1.33	5.14
英国富时100	0.03	-1.44	4.69
法国CAC40	1.04	0.01	15.73
德国DAX	2.27	2.22	16.89
韩国综合指数	2.52	1.45	13.48
台湾加权指数	4.34	3.82	14.41
日经225	4.83	6.76	18.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

其他海外市场方面, 日本市场涨 4.83%, 表现最好; 印度市场跌 0.95%, 表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



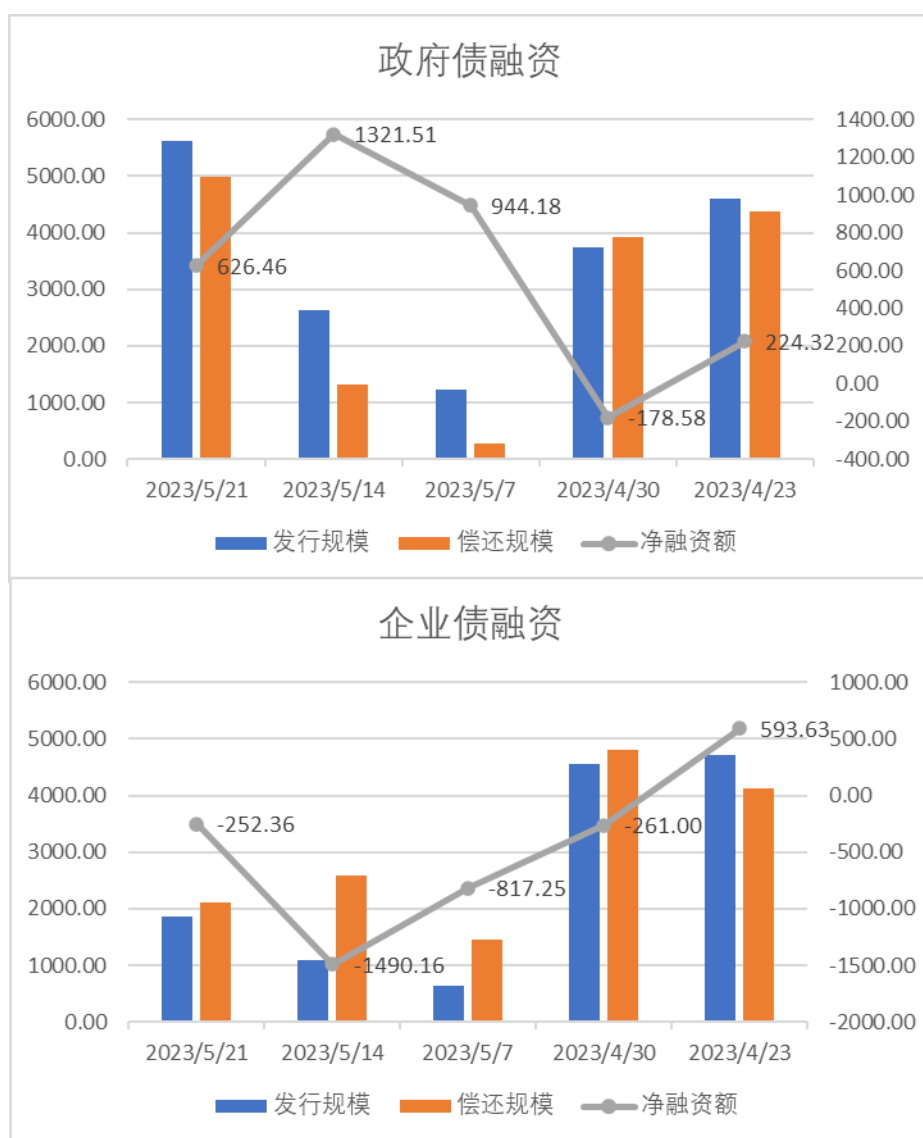
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

上周货币市场利率有所震荡回落, DR007 一月均值降至 1.95。资金面较上周更为宽松。

	2023/4/28	2023/5/12	2023/5/19
6M	1.85	1.56	1.64
3M	1.9	1.6	1.68
	2022/4/30	2022/5/12	2022/5/19
6M	1.1091	1.293	1.3777
3M	0.6506	1.1871	1.2636
	2021/4/30	2021/5/12	2021/5/19
6M	2.439	2.4813	2.4837
3M	2.3402	2.4272	2.4063
	2020/4/30	2020/5/12	2020/5/19
6M	2.0526	1.8903	1.905
3M	1.9796	1.8193	1.856

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.64、1.68，较此前有所回升但仍位于低位，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 19 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 626.46 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额-252.36 亿, 较此前有所回升。

从高频数据看, 债券及贷款均维持偏弱, 依靠政府融资需求支撑, 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	2.06	2.36	2.52	2.72	国债	30.29	16.21	19.47	国债	-	-	-
国开债	2.27	2.54	2.66	2.88	国开债	27.22	11.21	22.15	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.56	2.92	3.10	-	AAA信用债	35.44	18.98	-	AAA信用债	28.89	37.11	44.88
AA+信用债	2.67	3.06	3.32	-	AA+信用债	38.62	26.4	-	AA+信用债	39.96	51.36	66.55
AA信用债	2.75	3.48	3.78	-	AA信用债	72.62	30.4	-	AA信用债	47.96	93.36	112.55
AA-信用债	5.15	5.89	6.20	-	AA-信用债	73.62	31.4	-	AA-信用债	287.96	334.36	354.55

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	1	1	0	1	国债	-9	-9	-9	-6	国债	-4	-5	-12	-12
国开债	1	3	1	1	国开债	-12	-10	-11	-7	国开债	4	0	-18	-11
AAA信用债	-1	2	1	-	AAA信用债	-14	-9	-7	-	AAA信用债	-20	-28	-40	-
AA+信用债	-2	2	0	-	AA+信用债	-13	-6	-11	-	AA+信用债	-35	-52	-61	-
AA信用债	-3	-2	0	-	AA信用债	-12	-10	-11	-	AA信用债	-56	-39	-44	-
AA-信用债	-3	-2	0	-	AA-信用债	-12	-9	-11	-	AA-信用债	-55	-37	-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	0.21	0.17	0.12	0.09	国债	0.47	0.44	0.59	国债	-	-	-
国开债	0.25	0.14	0.10	0.06	国开债	0.07	0.03	0.56	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.19	0.16	0.08	-	AAA信用债	0.34	0.09	-	AAA信用债	0.12	0.41	0.47
AA+信用债	0.18	0.15	0.08	-	AA+信用债	0.38	0.14	-	AA+信用债	0.09	0.27	0.35
AA信用债	0.15	0.19	0.08	-	AA信用债	0.87	0.14	-	AA信用债	0.04	0.42	0.23
AA-信用债	0.19	0.26	0.13	-	AA-信用债	0.87	0.12	-	AA-信用债	0.27	0.78	0.66

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年5月19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，信用债呈短端下行长端上行的震荡状态，其中1YAA及AA-债券下行3BP，下行幅度最大。利率债小幅震荡上行，3Y国开债上行3BP，幅度最大。虽然4月经济数据维持偏弱，但此前定价已经将悲观预期 price-in，导致利率下行动力减弱。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	-1	0	1	国债	0	0	3	国债	0	-8	0
国开债	2	-2	-1	国开债	2	-1	4	国开债	-4	-18	6
AAA信用债	3	0	-	AAA信用债	6	1	-	AAA信用债	-9	-11	-
AA+信用债	4	-1	-	AA+信用债	8	-6	-	AA+信用债	-17	-8	-
AA信用债	1	3	-	AA信用债	3	-2	-	AA信用债	17	-4	-
AA-信用债	1	3	-	AA-信用债	4	-3	-	AA-信用债	18	-3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年5月19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	-1	0	AAA信用债	-3	1	3	AAA信用债	-24	-28	-22
AA+信用债	-3	-1	-1	AA+信用债	-2	4	-1	AA+信用债	-39	-52	-43
AA信用债	-4	-5	-1	AA信用债	-1	0	-1	AA信用债	-60	-39	-26
AA-信用债	-4	-5	-1	AA-信用债	-1	1	-1	AA-信用债	-59	-37	-23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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，上周整体收窄，目前大部分 3Y 及 5Y 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	2.21	2.35	2.47	--	--
国有银行	1.95	2.25	2.49	2.41	2.49
股份银行	1.95	2.24	2.36	2.43	2.50
城商行	2.14	2.38	2.40	2.55	2.70
农商行	2.20	2.33	2.43	2.52	2.60
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	15	-6	-3	--	--
国有银行	0	-5	0	-17	6
股份银行	-8	5	16	-9	6
城商行	5	-6	-10	-2	7
农商行	-8	-4	-2	-4	4
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	485.1	524.9	815.2	730.8	1945.8
国有银行	140	116	0	216	509
股份银行	6	195	1	46	611
城商行	318	118	664	399	698
农商行	21	96	150	70	128

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日。

同业存单方面，上周同业存单发行利率震荡上行，其中发行规模最多的 1Y 城商行上行 7BP，6M 城商行下行 10BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.50	2.84	2.96	AAA+	23.32	29.77	30.74	AAA+	0.083	0.414	0.296
AAA	2.55	2.92	3.11	AAA	28.26	37.92	45.28	AAA	0.101	0.378	0.444
AAA-	2.60	3.01	3.22	AAA-	33.04	46.77	56.61	AAA-	0.066	0.396	0.446
AA+	2.65	3.06	3.29	AA+	38.04	51.77	63.61	AA+	0.053	0.265	0.192
AA	2.71	3.48	3.77	AA	44.04	93.77	111.61	AA	0.029	0.41	0.18
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.59	2.95	3.12	AAA	31.71	40.31	46.28	AAA	0.101	0.335	0.268
AA+	2.66	3.07	3.29	AA+	39.29	52.24	63.26	AA+	0.089	0.283	0.244
AA	2.76	3.32	3.70	AA	49.29	77.74	104.76	AA	0.089	0.467	0.477
AA(2)	2.89	3.71	4.20	AA(2)	62.29	116.74	154.76	AA(2)	0.097	0.501	0.482

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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，上周信用利差有所收窄。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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.63	2.86	3.08	3.26	3.32	利率变化(BP)	0.85	2.20	3.35	5.06	3.01	利率分位数	0.20	0.22	0.21	0.16	0.12
当前利差	13.45	17.21	29.29	43.43	44.15	利差变化(BP)	0.12	0.52	2.08	1.31	-1.65	利差分位数	0.38	0.38	0.50	0.64	0.63

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 19 日。

上周二级资本债收益率整体上行。其中 4Y 上行 5.06BP，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-	2.70	3.19	3.43	3.53	AAA-	20.89	40.72	56.10	42.22	AAA-	-2.68	5.12	3.01	-1.95
AA+	2.72	3.21	3.50	3.59	AA+	18.18	37.45	57.17	42.89	AA+	-3.68	4.12	1.01	-3.95
AA	3.16	3.65	4.43	4.52	AA	54.18	68.45	137.17	122.89	AA	-5.68	2.12	0.01	-4.95
AA-	4.37	4.90	5.85	5.94	AA-	150.18	164.45	250.17	235.89	AA-	-5.68	2.12	0.01	-4.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

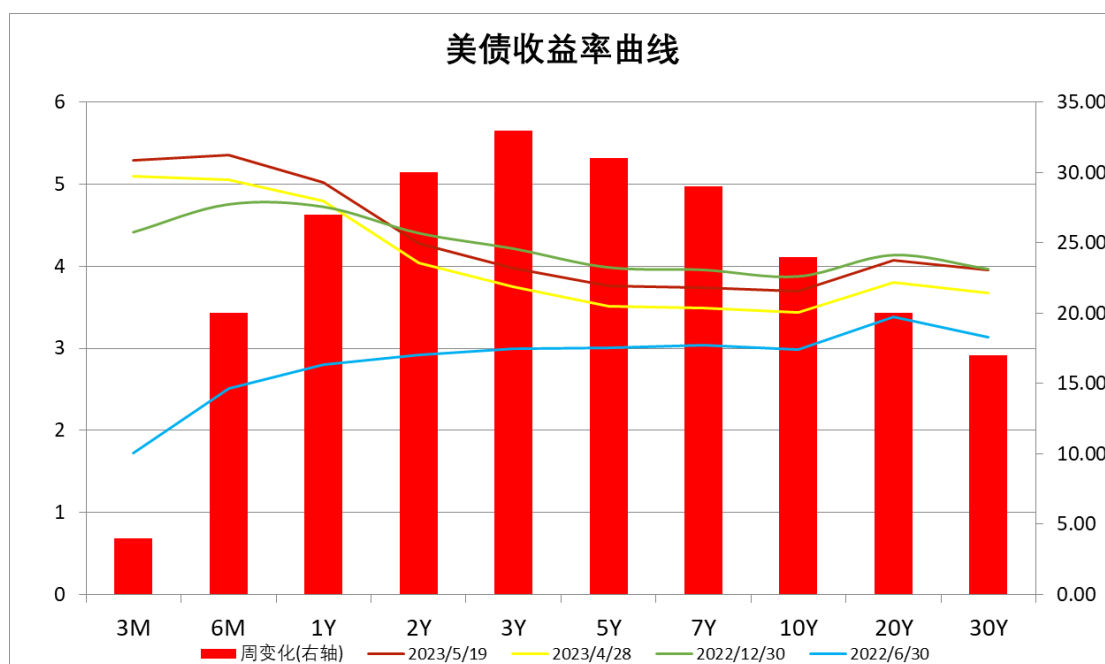
永续债方面利率走势有所分化，其中 1Y 及 10Y 呈下行，3Y 及 5Y 则呈上行。

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	2.58	2.83	2.99	3.30	AAA级RMBS	30.99	28.26	33.49	41.90	AAA级RMBS	0.239	0.314	0.174	0.03
AAA级消金	2.73	3.04	3.23	3.49	AAA级消金	45.54	49.50	56.90	60.80	AAA级消金	0.27	0.339	0.188	0.03
AAA级企业ABS	2.83	3.29	3.46	3.77	AAA级企业ABS	56.28	74.86	80.05	88.98	AAA级企业ABS	0.084	0.484	0.262	0.043
AAA级ABN	2.76	3.13	3.32	3.63	AAA级ABN	49.20	58.85	66.69	75.67	AAA级ABN	0.183	0.327	0.188	0.039

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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 分位。

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 19 日.

美债方面，上周利率有所回升。其中，3Y 上行 33BP，上行幅度最大。美联储官员的鹰派言论大幅推升加息预期及债券利率。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所加深，目前利差为 58BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 10 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

4 月经济数据显示经济内生性动能走弱。4 月工业增加值两年平均同比 1.26%，较前值 4.4% 走弱，季调后环比转负至 -0.47%，前值 +0.28%。三大门类中，采矿业同比 0%（回落 0.9%），制造业增长 6.5%（回落 2.3%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%（回落 0.4%）。分行业看，41 个行业中 25 个行业增速上行（上月为 26 个），其中黑色冶炼、煤炭采选、非金属和金属制品业同比增速回落。投资端，1-4 月固定资产投资累计同比 4.7%，前值 5.1%，预期 5.2%。其中，制造业投资累计同比 6.4%（前值 7%），边际回落，结构上，电气机械、汽车、通信电子维持高增速，高技术制造业投资表现较强，而黑色金属、纺织表现低迷。基建（含电力）投资累计同比 9.8%（前值 10.8%），小幅高位回落，仍为投资端主要支撑。房地产投资累计同比 -6.2%（前值 -5.8%），地产投资降幅走阔。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积累计同比 -0.4%、-21.2%、-5.6%、18.8%，

较前值分别变化 1.4、-2、-0.4、4.1 个百分点，销售降幅收窄，竣工端继续回升，但新开工与施工继续走弱。保交楼推动竣工端上行，但行业内投资意愿较弱，拿地与新开工走弱。此次 4 月地产销售降幅收窄，但 30 大中城市商品房成交面积环比走弱，数据背离一方面和去年疫情影响下一线城市低基数有关，另一方面与统计局更改编制方式有关。需求端，4 月社会消费品零售总额两年平均同比 2.6%，较前值 3.3% 继续回落，季调后环比 0.49%，前值 0.78%。消费修复力度回落，回归弱复苏。结构上，商品零售两年同比回落至 2.3%，前值 3.34%；餐饮收入两年同比继续上行至 23.6%，前值 18.6%。商品零售与餐饮收入分化，指向居民商品消费能力受限，而节假日拉动服务类消费。就业方面，4 月全国城镇调查失业率 5.2%，较前值回落 0.1 个百分点，但 16-24 岁人口调查失业率为 20.4%（前值 19.6%），就业结构性压力仍大。生产端，4 月官方制造业 PMI 49.2%，前值 51.9%，生产项与需求项均大幅走弱。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，制造业处于主动去库存状态。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。非制造业方面，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。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，居民贷款同比多减 241 亿元，打破此前改善趋势，节假日拉动下，消费需求弱复苏，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；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，经济数据环比回落，基建、制造业、地产投资均回落，基建是主要支撑项，地产是主要拖累项。地产端，保交楼政策支持下，竣工仍是主要支撑；房企拿地和新开工意愿仍维持低位，对施工面积造成影响，地产尚未回归良性循环。商品零售表现偏弱，失业率结构性压力较大。经济整体内生动力与信心仍需提振。

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	5.6	9.66	↘	3.9
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	4.5
固定资产投资:累计同比	4.7	5.23	↘	5.1
固定资产投资:制造业:累计同比	6.4	----	----	7
房地产开发投资:累计同比	-6.2	----	----	-5.8
固定资产投资:基建:累计同比	9.8	----	----	10.82
社会消费品零售总额:当月同比	18.4	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	12171	17199.4	↘	53845
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 19 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	----	0.15	2.61	5.26	7.76	5.59	6.01	8.48	9.79	11.56	8.67	震荡下行
房地产	50.00	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 19 日.

4.2 股票市场观点

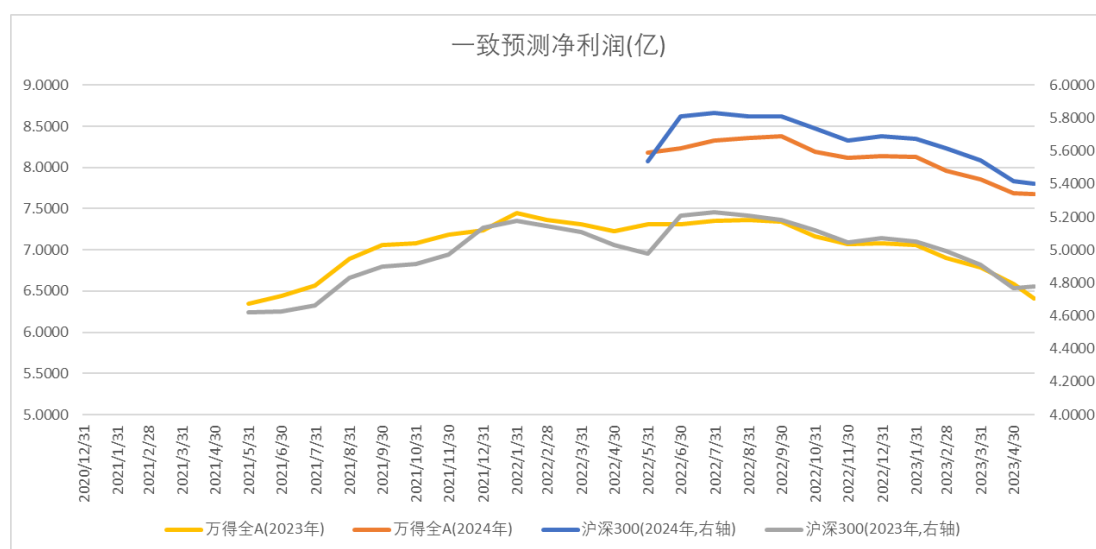
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.75 倍，处于 58%分位水平，股权溢价率 2.67%，处于 73%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	10.10	9.55	1.25	7.02	0.55	0.68	0.50	0.69
沪深300	12.10	10.65	1.36	5.38	0.41	0.45	0.17	0.81
中小板指	21.03	17.02	3.02	1.88	0.07	0.21	0.09	1.00
创业板指	32.74	24.98	4.45	0.18	0.08	0.26	0.20	1.00
中证500	25.72	17.89	1.71	1.01	0.70	0.57	0.18	0.53
万得全A	18.04	14.75	1.63	2.67	0.57	0.58	0.26	0.73

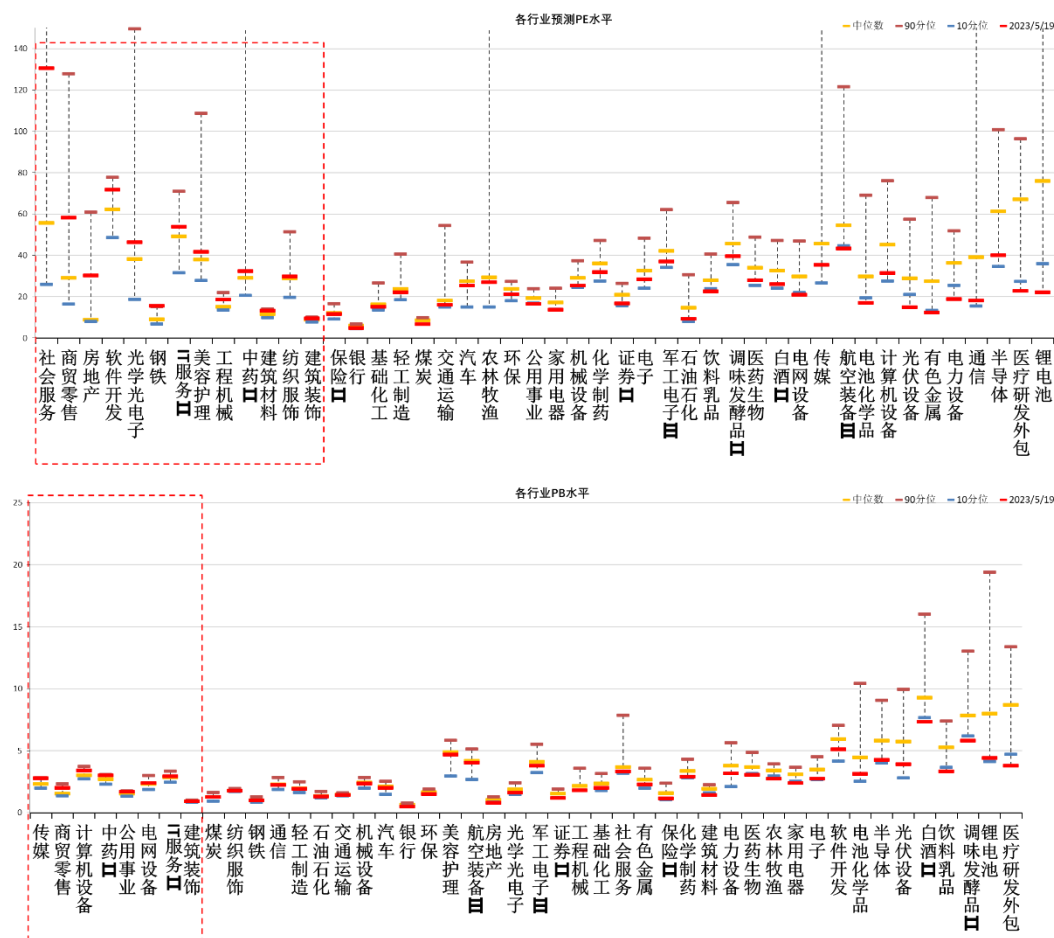
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.20	0.94	7.17	0.09	0.15	0.45
标普500	23.84	3.98	0.50	0.61	0.68	0.00
纳斯达克指	35.31	4.38	-0.87	0.51	0.30	0.00
德国DAX	13.67	1.55	----	0.25	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.52	----
英国富时100	12.61	1.62	----	0.01	0.25	----
韩国综合指	13.37	0.97	----	0.52	0.65	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.48	----
日经225	18.80	1.78	----	0.59	0.62	----
胡志明指数	11.25	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 19 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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 19 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股小幅上行，疲弱的经济数据叠加美元快速走强的内外压力下，人民币汇率跌破 7.0 关口，此前热点主题中特估与传媒调整，而 TMT 中前期调整的电子与通信超跌反弹，TMT 板块内部表现分化，国防军工、机械设备反弹，市场分化结构继续收敛。港股调整，能源业、金融业与电讯业相对占优。美股上涨，债务上限不确定性暂缓，市场风险偏好回升，信息技术、可选消费相对占优。

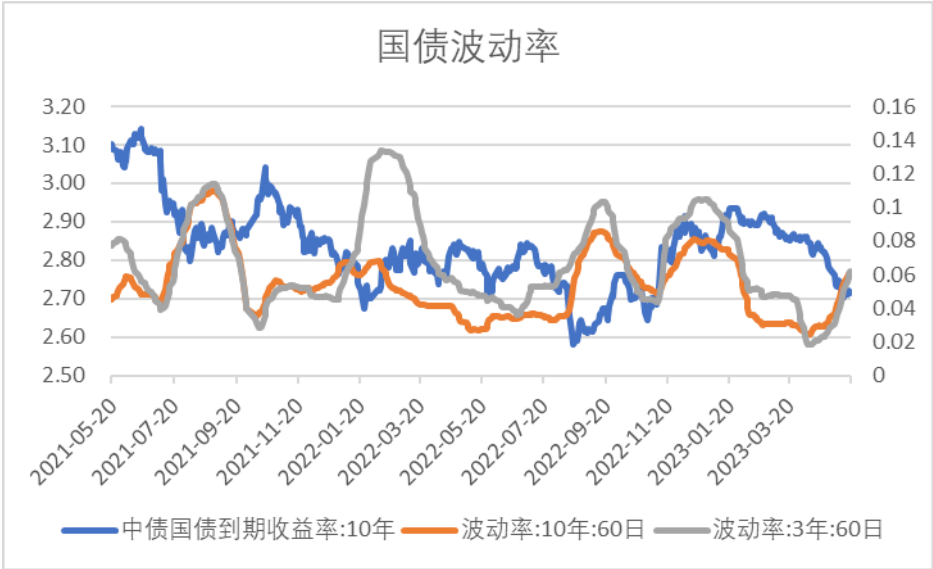
4.2.3 近期数据显示在疫后填坑式修复后，经济修复动能边际放缓，市场对宏观经济的交易逻辑由此前的强现实弱预期转向弱现实弱预期，风格表现上也有所收敛，前期高位题材回调，顺周期板块回吐前期涨幅，部分低位业绩线补涨。后续随着海外经济回落，预计外需将逐步走弱，内需逐步成为经济增长主要驱动力，制造业投资高位震荡后逐步下行，财政前置下基建为上半年主要支撑，而下半年随着经济修复或将逐步减弱，消费或将成为本轮经济修复主要抓手，经济整体向上方向确定，但企业与居民信心不足下经济向上弹性或将偏弱。随着政策对经济定调的落地，市场对经济的分歧在于疫后需求回补之后的修复强度及持续性，后

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：

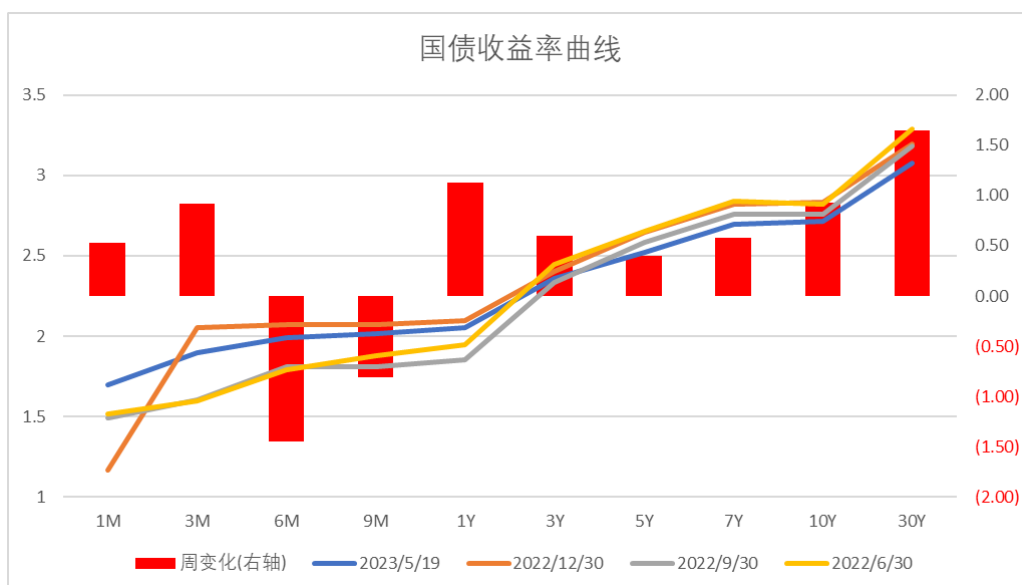
- 1、政策定调经济相对温和，以内生修复及结构化产业政策为主，预计此后经济数据延续弱复苏状态，市场风险偏好暂时难以大幅提升，存量资金博弈下，主题投资延续占优，市场轮动速度加剧，科技风格内部分化加大，当前位置大类资产价格对风险定价已相对充分，仍可积极寻找结构性机会。
- 2、短期内市场交易结构或趋向平衡，业绩影响力上升，关注低位反转的大盘价值风格。

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	101.3050	101.3000	356,587.0000	134,230.0000	1.0730	0.1207
	-0.505794539	-0.5107	-23,269.0000	10591		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 5 月 19 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 19 日

4.3.1 上周债市小幅调整，长端利率小幅上行，主要影响因素为：市场降息预期落空、经济数据弱于市场预期、人民币汇率贬值。

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，当前 2.6-2.7 位置上阻力较大，胜率仍在但赔率已经不高，长债利率转为趋势性上行的风险不大，但在由超预期的基本面或货币政策出现前，向下空间也难以大幅打开。整体中短票息策略或更占优。

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。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。