

经济持续，商品反弹为主

——4月资产配置月报

2021年4月

要点：

百瑞信托博士后工作站

○ 市场情况：

权益：调整继续、杀白马

债券：收益率整体下行，信用利差收窄

商品：商品价格反弹，工业品领涨

○ 宏观数据：

资金面：目前平稳不紧，迎缴税期及利率债供给高峰期叠加考验

生产端：工业生产小幅回落、制造业表现良好

投资端：固定资产投资稳步恢复，PMI、PPI均有所上升

消费端：社零有待进一步恢复，CPI同比由负转正

进出口端：整体高速增长，出口增长优于进口

○ 配置建议：商品>权益>债券

商品在上月下杀后先于其他资产大幅反弹，

在杀白马行情下，权益情绪有待修复，

利率债有打开上涨空间的悸动

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					白马蓝筹依然偏弱，小市值股有追涨
	周期	√					“碳中和”限产政策趋严下，依然有机会
	消费			√			消费依然偏贵，不建议入场
债券	利率债		√				中长端利率债已回归中枢附近，可适度关注配置机会
	信用债					√	风险尤在，等待时机
	可转债	√					市场情绪有向中小盘转的迹象，中性偏多
商品	农产品			√			玉米、淀粉偏弱，建议离场，油脂高位震荡，粕类偏多
	能化	√					原油供需矛盾减弱，部分化工已回调至合理位置
	工业	√					受原油调整，工业品承压，中线看多
	黑色		√				受“碳中和”概念影响，黑色涨幅较大，前期多单可考虑获利出场

一、4月市场回顾

1、各类资产表现情况

截至4月16日，4月中上旬权益资产全线下跌，而商品、债券全线上涨。从表现情况来看，受3月杀高估值行情影响，投资者对大盘蓝筹股的情绪依然维持中性偏悲观，而对低估值和业绩确定性较高的个股较为青睐；债券市场整体情绪继续上扬，中长端已兑现一部分收益，月中流动性投放有边际收紧意思，但市场资金价格依然保持宽松平稳；商品市场在3月深度回调后，各大板块都有不同程度的反弹，主要表现为黑色、能化，黑色主要是因为受限产政策趋严影响。

图表1：各类资产表现

权益														
品种	2020年度	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04
% 沪深300	27%	6%	-1%	8%	13%	3%	-5%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%	-2%
中证500	21%	6%	1%	8%	12%	1%	-7%	-1%	3%	1%	0%	2%	-4%	1%
上证50	19%	6%	-2%	5%	10%	3%	-3%	1%	6%	5%	2%	4%	-8%	-3%
创业板指	65%	11%	1%	17%	15%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	1%
300成长	44%	9%	2%	11%	15%	2%	-5%	3%	4%	9%	4%	1%	-9%	-1%
300价值	0%	4%	-3%	1%	6%	4%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%
300周期	6%	5%	-3%	3%	10%	3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-2%
300消费	75%	9%	4%	9%	19%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%	1%	-9%	0%

债券														
品种	2020年度	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2022.03
BP 国债10Y	0.26	-7.52	21.31	18.35	5.19	5.37	11.54	5.01	5.90	-10.22	4.26	8.56	-7.98	-3.04
国债5Y	5.83	-55.87	45.19	35.81	8.34	25.82	7.71	-3.18	6.84	-12.17	4.03	6.97	-6.29	-1.60
国债1Y	9.34	-59.94	45.31	52.75	14.48	20.49	12.82	13.22	13.67	-40.36	19.93	-10.00	2.08	-3.63
AAA3	13.21	-56.50	35.61	46.21	33.77	18.28	0.92	-5.88	19.09	-26.34	9.30	5.61	-14.16	-3.52
AA+3	46.59	-53.83	30.33	48.18	35.60	15.16	8.88	-13.88	39.50	-18.34	-11.54	5.19	-10.74	-7.43
AA3	56.49	-25.60	25.12	49.68	17.95	2.44	7.08	-4.99	46.28	-13.76	4.53	1.64	-8.69	-6.91
% 中证转债	5%	1%	-3%	0%	7%	1%	-4%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%

商品														
品种	2020年度	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2022.03
% 南华商品	7%	3%	6%	1%	4%	3%	-6%	0%	8%	7%	0%	13%	-7%	5%
南华农产品	12%	0%	1%	0%	4%	2%	1%	5%	1%	4%	-2%	6%	-8%	4%
南华能化	-10%	-1%	7%	2%	1%	2%	-7%	0%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%
南华工业	9%	4%	7%	2%	4%	3%	-7%	0%	11%	6%	1%	15%	-5%	4%
南华黑色	64%	3%	12%	0%	8%	4%	-3%	4%	10%	18%	-4%	9%	-1%	7%

资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

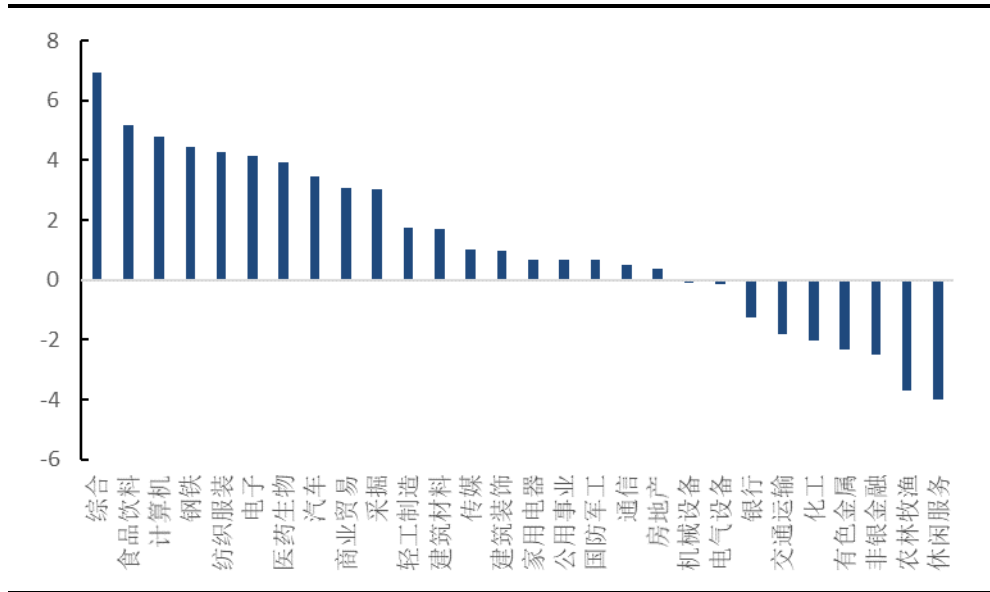
2、市场表现描述

1) 权益：调整继续、杀白马

市场整体维持调整，前期涨幅较高的板块跌幅较大，4月以来，跌幅最大的行业集中在休闲服务、农林牧渔、非银金融、有色金属、化工、交通运输、银行，分别下跌3.98%、3.70%、2.51%、2.32%、2.01%、1.82%、1.27%。部分龙头白马股比如：兴业银行、顺丰控股、中国中免、康弘药业、宋城演艺、正邦科技、恒瑞医药、美年健康、华海药业接连闪崩的情况，或源于市场对高估值的担忧。主要原因有三，一是公司业绩亏损或不及预期；二是前期估值高的个股因流动性趋紧而

面临被杀估值；三是公司出现其他重大利空因素。

图表 2：4 月以来休闲服务、农林牧渔、非银、有色、化工跌幅较深

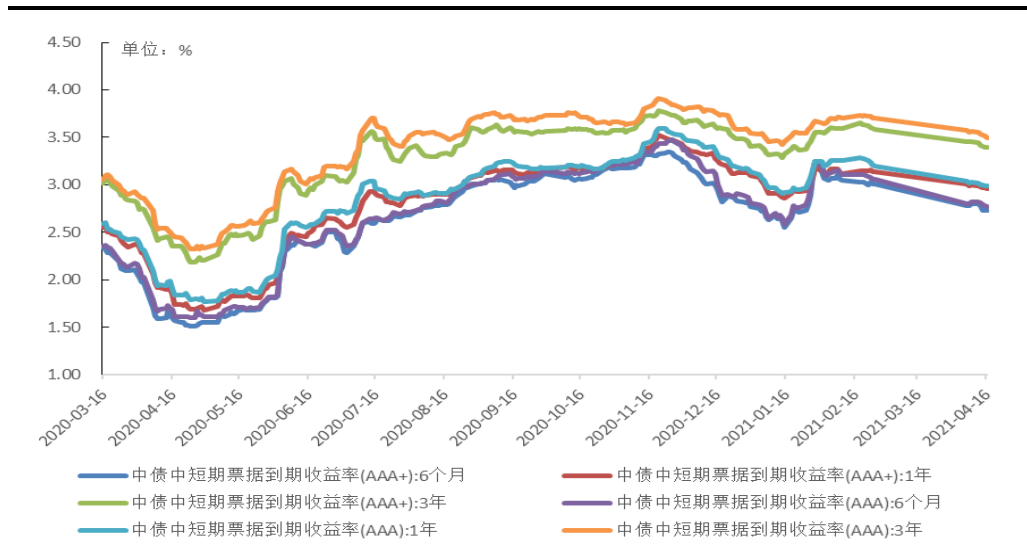


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

2) 债券：收益率整体下行，信用利差收窄

本月（3月20日-4月16日），信用债收益率整体呈下行趋势。从具体品种来看，AAA+品种中，6个月下行17BP，1Y下行8BP，3Y下行14BP。AAA品种中，6个月下行16BP，1Y下行7BP，3Y下行15BP。

图表 3：各期限信用债收益率走势

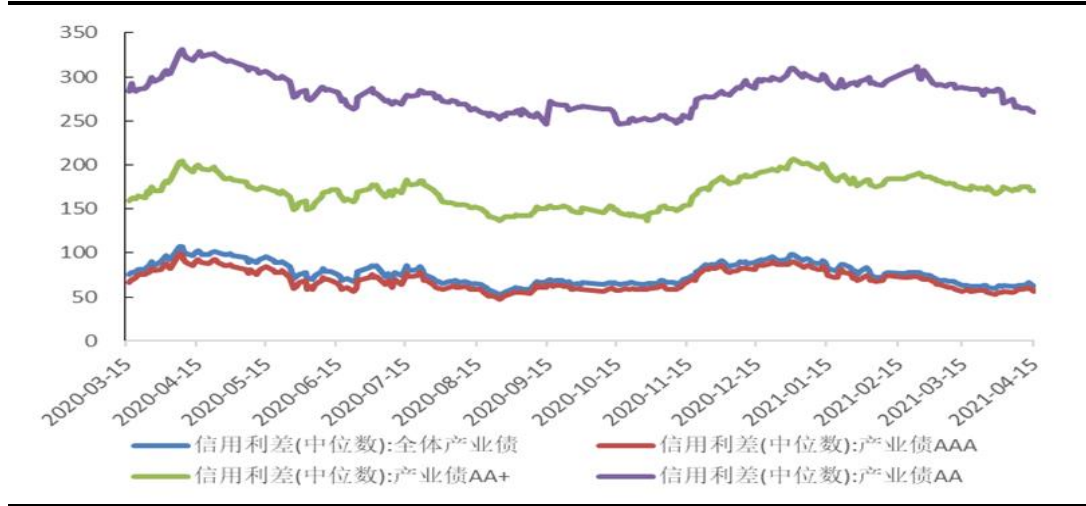


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

从产业债信用利差变化来看，受风险偏好收紧影响，不同信用等级的信用利

差均呈收窄趋势。全体产业债信用利差收窄 0.1BP；AAA 产业债信用利差收窄 0.1BP；AA+产业债信用利差收窄 5BP；AA 产业债信用利差收窄 26BP。

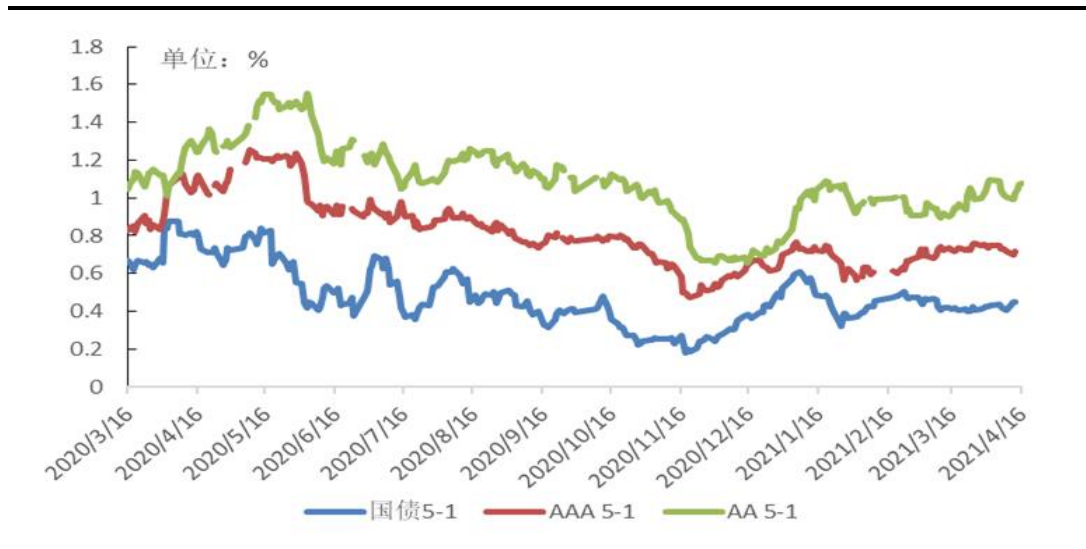
图表 4：产业债信用利差走势



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

从期限利差来看，本期不同债券的期限利差走出分化局面。具体来看，国债 5Y-1Y 利差收窄 3BP，AA 5Y-1Y 期限利差收窄 7BP，AAA 5Y-1Y 期限利差则走阔 11BP。

图表 5：期限利差走势



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

3 月 28 日，中国人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知(征求意见稿)》(下称“通知”)，明确提出评级机构需降低高评级主体比例、加强区分度、一次性

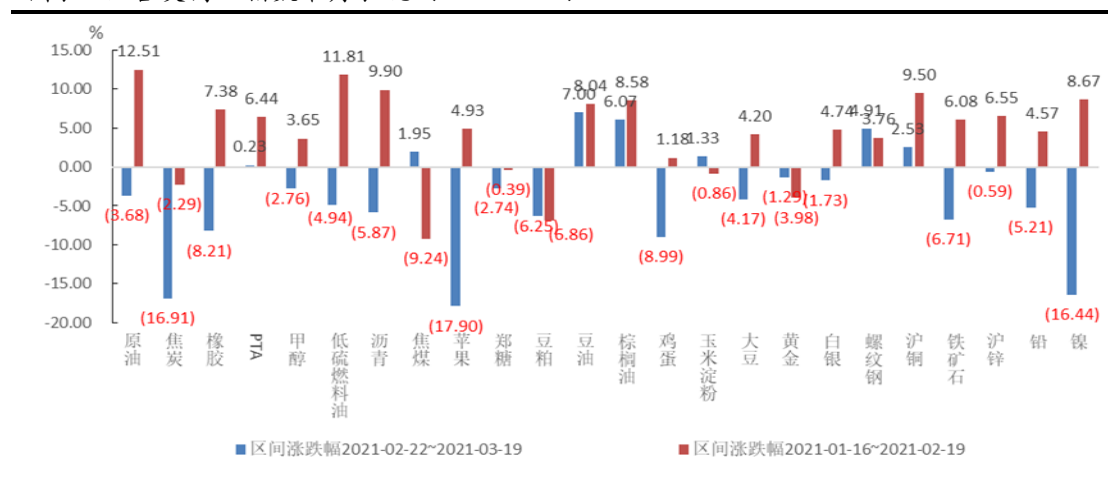
调整超过三个及以上子级的启动全面的内部核查程序、提升跟踪评级有效性和前瞻性，并且拟在配套措施上优化评级生态，营造公平、公正的市场化环境。

3) 商品市场：商品价格反弹，工业品领涨

截止 4 月 16 日，本期南华商品指数大涨 5.93%（前值-3.81%），呈现稳步上涨形势。

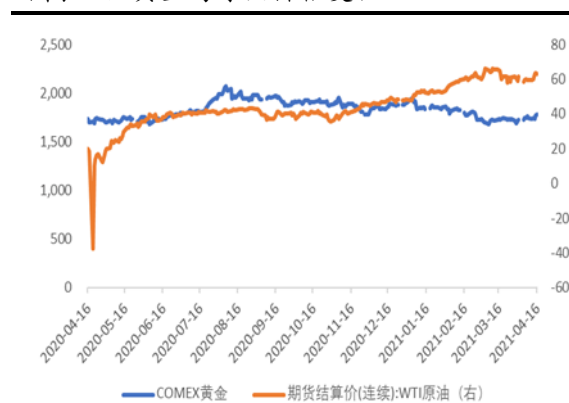
从不同板块看，金属指数涨幅最大。金属方面，经济复苏叠加消费旺季来临，金属价格回升，铁矿石涨幅高达 13.77%；工业品方面，受供给限产和需求回暖影响，工业品指数上涨；能化方面，受苏伊士运河被堵、OPEC 减产执行率、美俄关系、美伊关系等影响，原油价格大涨，下游化工品跟随上涨；贵金属方面，美债收益率下行，贵金属价格反弹；农产品方面，大豆种植面积增幅低于市场预期，豆类价格涨幅较大。

图表 6：各类商品指数本月表现（0320-0416）



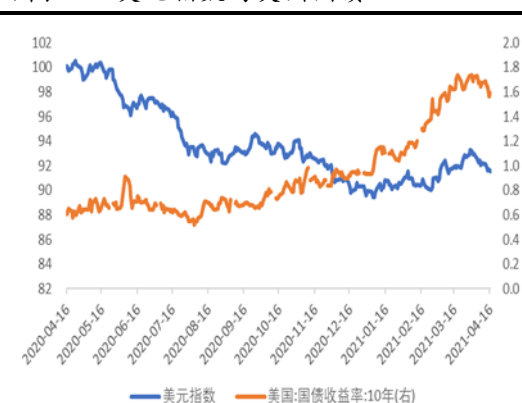
资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

图表 7：黄金与原油价格变化



数据来源：iFind, 百瑞信托

图表 8：美元指数与美国国债



数据来源：iFind, 百瑞信托

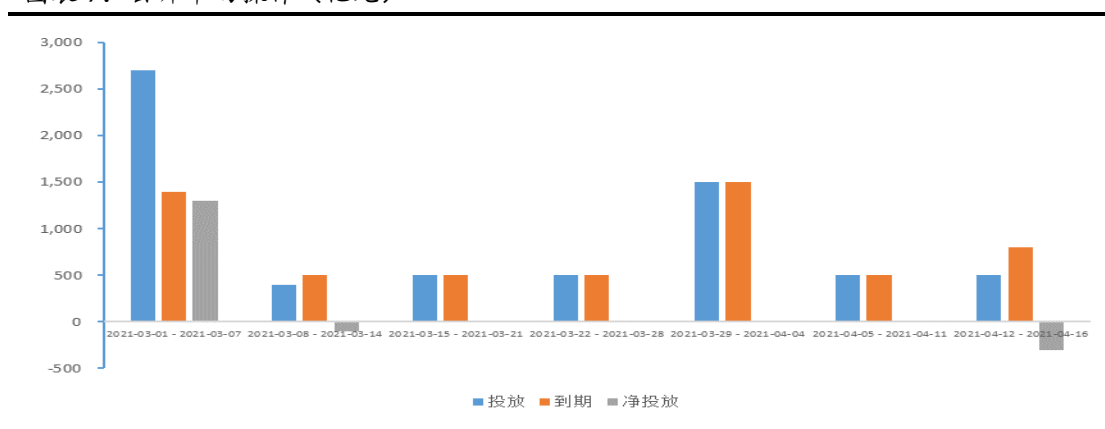
二、宏观环境与重要事件

1、资金面情况

1) 公开市场操作：以对冲和回笼操作为主，市场净投放 900 亿元

从 3 月 1 日至 4 月 16 日，央行累计从市场投放资金 900 亿。4 月 15 日人民银行开展开展 1500 亿元 1 年期 MLF 操作（含对 4 月 15 日 MLF 到期和 4 月 25 日 TMLF 到期的续做）和 100 亿 7 天逆回购操作，整体以回笼和对冲操作为主，银行间的资金面整体维持紧平衡状态。。

图表 9：公开市场操作（亿元）

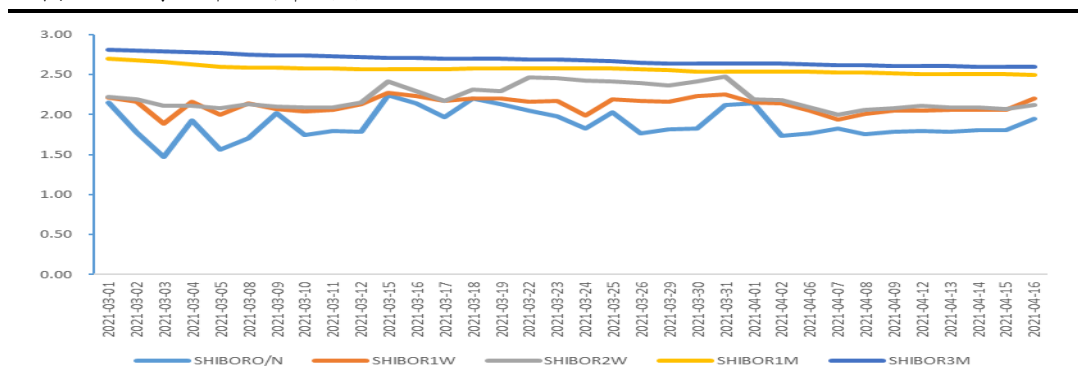


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

2) 同业拆放利率：短端震荡上行，长端缓慢下行

截至 4 月 16 日，Shibor 隔夜报 1.9460%；Shibor7 天报 2.1990%；Shibor3 月天报 2.6010%，下行 0.1BP，整体呈现出短端震荡上行，长端缓慢下行。货币政策将根据基本面相机决策，流动性投放维持谨慎，但进一步收紧概率较低，预计同业拆放利率将维持目前状态，大幅上行的概率不高。

图表 10：同业拆放利率（%）

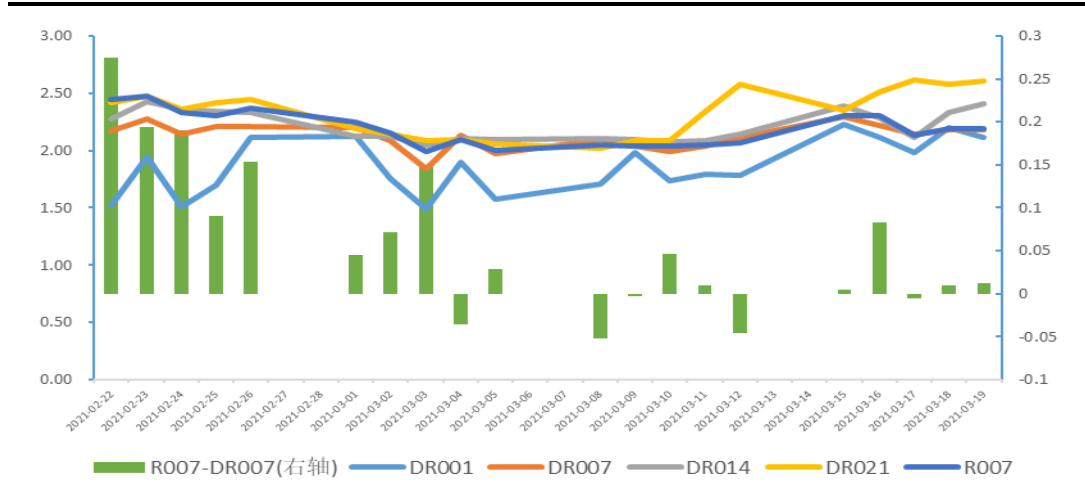


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

3) DR: 进入4月流动性宽裕, 资金分层压力缓解

从3月1日至4月16日, 银行间质押式回购利率与存款类质押式回购利率整体围绕2.20%政策利率上下小幅波动。进入3月, R007 和 DR007 中枢升至2.2%和2.0%, 4月以来(截至4月16日)则进一步降至2.0%和1.8%附近, 资金分层压力降低, 市场流动性宽裕, 但是进入4月如果央行继续维持中性操作, 伴随税期与地方政府债发行, 有可能对资金面造成扰动。

图表 11: 存款类机构间质押式回购利率 (%)

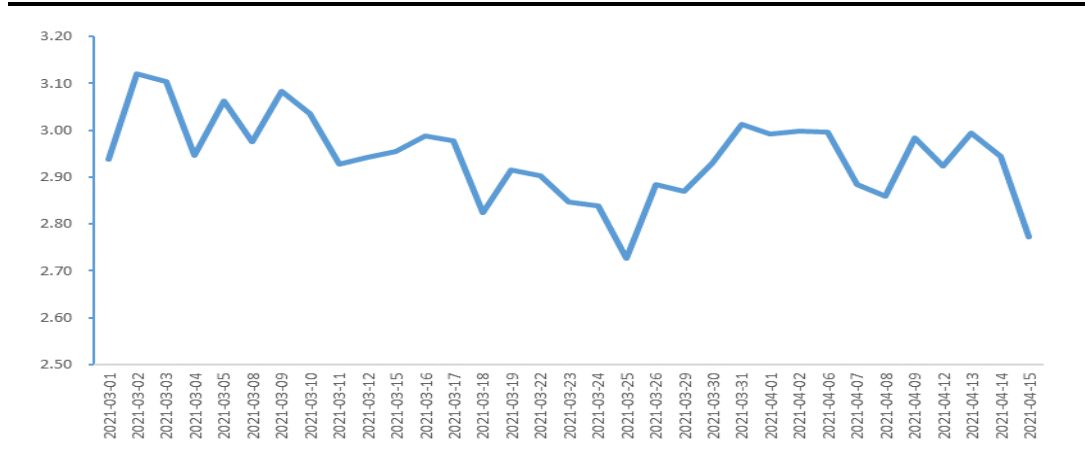


资料来源: Wind, iFind, 百瑞信托

4) 同业存单: 发行价格先上后下

从3月1日至4月16日, 资金面整体平稳, 同业存单价格逐步从高位回落。四月第三周发行同业存单 725 款, 融资 6,227 亿元, 发行规模较上周上升。截至2021年04月16日, 存量同业存单 16,789 款, 共计 123,190 亿元。

图表 12: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, iFind, 百瑞信托

5) 货币市场展望：3月资金面整体宽松，资金价格围绕政策利率窄幅波动

一季度货币政策例会对于货币政策表态偏谨慎，在对下一阶段展望中，删除“不急转弯”、“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”以及“保持对经济恢复的必要支持力度”等表述。二季度预计央行对流动性投放将维持谨慎，去年末的资金面宽松难以再现，但整体缺乏进一步收紧的基础和必要性。

马上进入缴税期和利率债供给高峰，有望适当加大逆回购投放规模抚平资金面波动，避免资金价格大幅偏离政策利率。

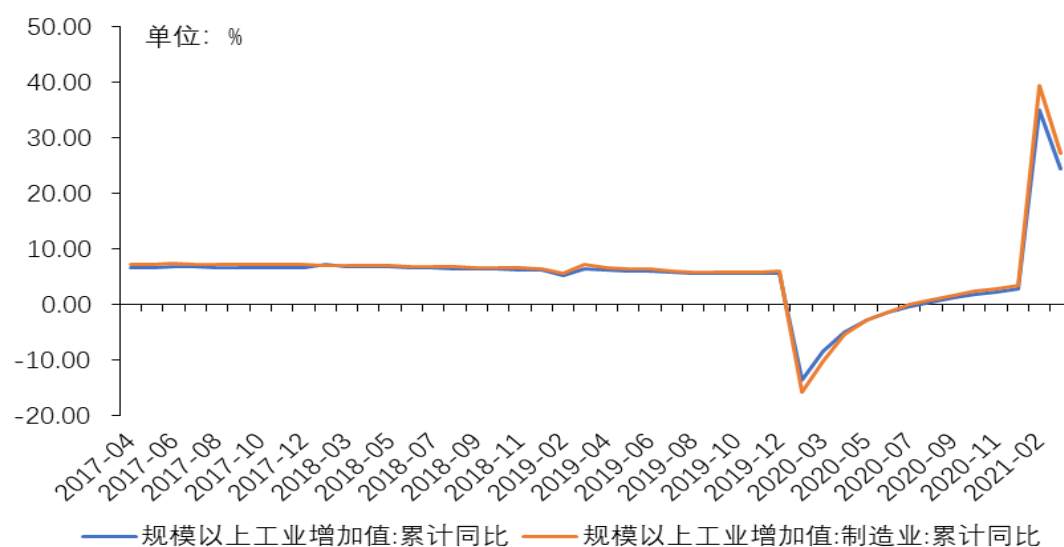
2、宏观数据点评

1) 生产端：工业生产小幅回落，制造业表现良好

2021年1-3月，规模以上工业增加值累计同比增长24.5%。较1-2月有所回落，与此前累库较多有关。但绝对增速仍处于较高水平，与2019年同期相比，2021年1-3月规模以上工业增加值增长了14.0%，两年平均增速为6.8%。放到2017年以来的更长周期来看，6.8%的平均增速仍为较高的增速水平。总体上看，2021年一季度我国工业生产复苏态势良好。

分三大门类看，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，采矿业的1-3月的累计增速分别为27.3%、15.9%、10.1%。制造业的增速表现更为亮眼，对工业增加值的增长有重要贡献。从制造业的细分行业来看，汽车制造业、电气机械和器材制造业、金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业等的增速较高。

图 13：工业生产持续恢复



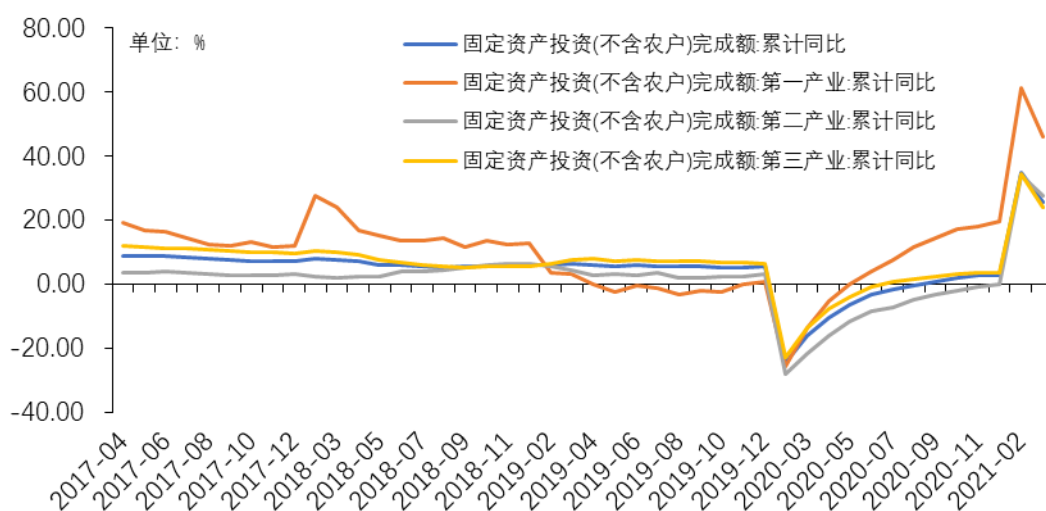
数据来源：iFinD，百瑞信托

2) 投资端：固定资产投资稳步恢复，PMI、PPI 均有所上升

2021 年 1-3 月，固定资产投资（不含农户）累计为 95994 亿元，累计同比增长 25.6%。同样与 2020 年同期基数较低有关，固定资产投资实现了高速增长。但与 2019 年同期相比，两年平均增长 2.9%。经季节调整后，与 2020 年 10-12 月相比，2021 年 1-3 月环比增长 2.06%。对比 2019 年固定资产投资的增速水平 5%-6% 来看，2021 年 1-3 月我国固定资产投资仍处于恢复阶段。

分行业来看，2021 年 1-3 月，第一产业投资同比增长 45.9%，第二产业投资同比增长 27.8%，第三产业投资同比增长 24.1%。第一产业固定资产投资增速相对较高。第二产业的三大门类中，制造业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，采矿业的 1-3 月投资增速分别为 29.8%、20.0%、20.8%，制造业的固定资产投资增速相对较高。在制造业的细分行业中，化学原料和化学制品制造业、医药制造业等投资增速较高，在 40% 以上。值得关注的是，汽车制造业的投资增速为 -3.3%，为唯一仍为负的制造业细分行业。

图 14：固定资产投资稳步恢复



数据来源：iFinD，百瑞信托

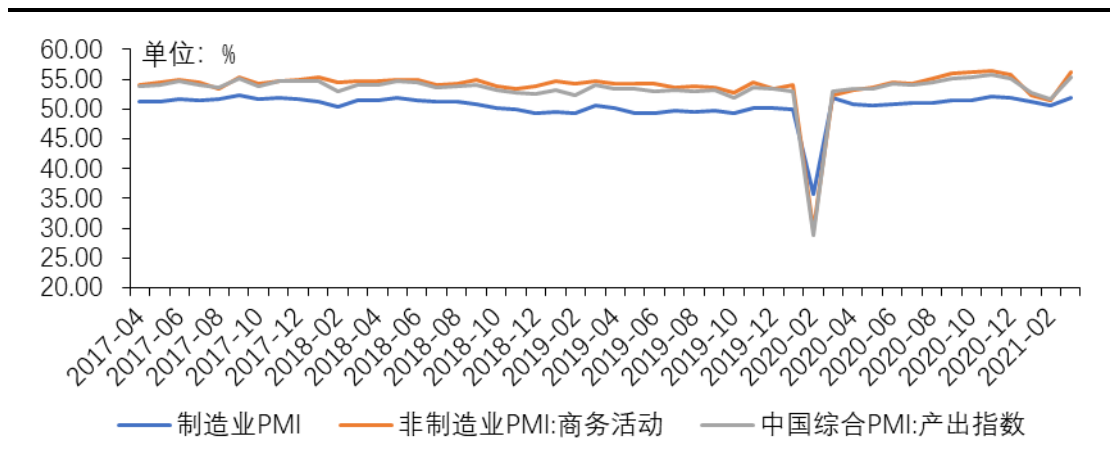
2021 年 3 月，制造业采购经理指数 PMI 为 51.9%，高于 50% 临界线，已连续 13 个月高于临界线。经过 2 月的春节假期之后，企业生产经营已经逐步恢复，且在工业生产持续恢复的背景下，3 月的制造业 PMI 较 2 月上升了 1.3 个百分点。在统计的 21 个行业中，3 月有 17 个行业 PMI 位于荣枯线以上，景气面较 2 月有所扩大。从细分行业情况看，非金属矿物制品、专用设备、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业产需两端景气度上升较快。

2021 年 3 月的非制造业商务活动指数为 56.3%，较 2 月上升 4.9 个百分点，

非制造业商业活动明显回暖。分行业来看，3月有21个服务业行业商务活动指数高于临界线。其中，3月建筑业商务活动指数为62.3%，较2月上升7.6个百分点。

综合来看，随着春节假期因素的消除，2021年3月综合PMI指数为55.3%，与2月相比，综合PMI指数上升3.7个百分点，表明我国企业生产经营活动的恢复势头良好。

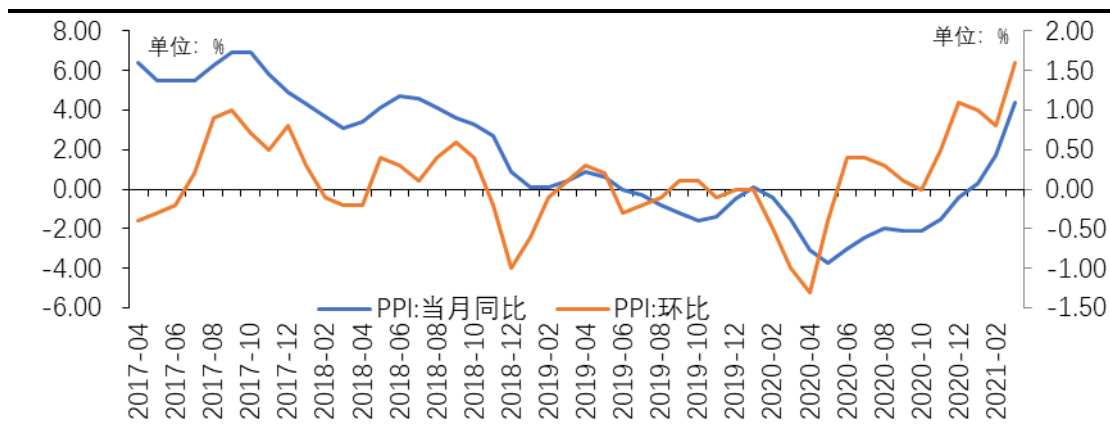
图 15：3月 PMI 上升



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年3月，生产价格指数PPI同比上涨4.4%，涨幅比2月扩大2.7个百分点。3月PPI的同比上涨，主要是由生产资料价格同比上涨5.8%拉动。价格涨幅较大的主要行业包括石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业，分别同比上涨23.7%、21.5%、21.3%。环比来看，3月PPI上涨1.6%，其中生产资料价格上涨2.0%。

图 16：3月 PPI 同比上涨 4.4%



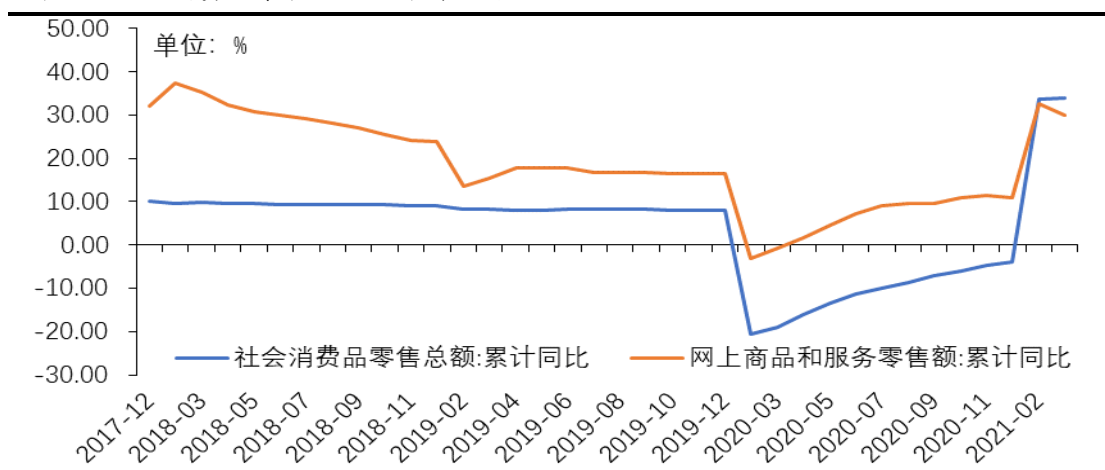
数据来源：iFinD，百瑞信托

3) 消费端：社零有待进一步恢复，CPI 同比由负转正

2021 年 3 月，我国社会消费品零售总额为 35484 亿元。1-3 月的社会消费品零售总额为 105221 亿元，累计同比增长 33.9%。但与 2019 年同期相比，两年平均增速为 4.2%。2019 年的社会消费品零售总额增速水平为 8%左右，因此两年平均 4.2%的增速仍较 2019 年的增速水平偏低。

按消费类型来分，2021 年 1-3 月商品零售 94625 亿元，两年平均增长 4.8%；餐饮收入 10596 亿元，增长 75.8%，两年平均下降 1.0%。其中餐饮收入两年平均增速仍为负，表明餐饮业仍尚未恢复至疫情前水平。2021 年 1-3 月，全国网上零售额 28093 亿元，同比增长 29.9%，两年平均增长 13.5%。网上零售额的两年平均增速明显高于社会消费品零售总额，表明网上零售的恢复势头更好。

图 17：社会消费品零售总额累计同比增长 33.9%

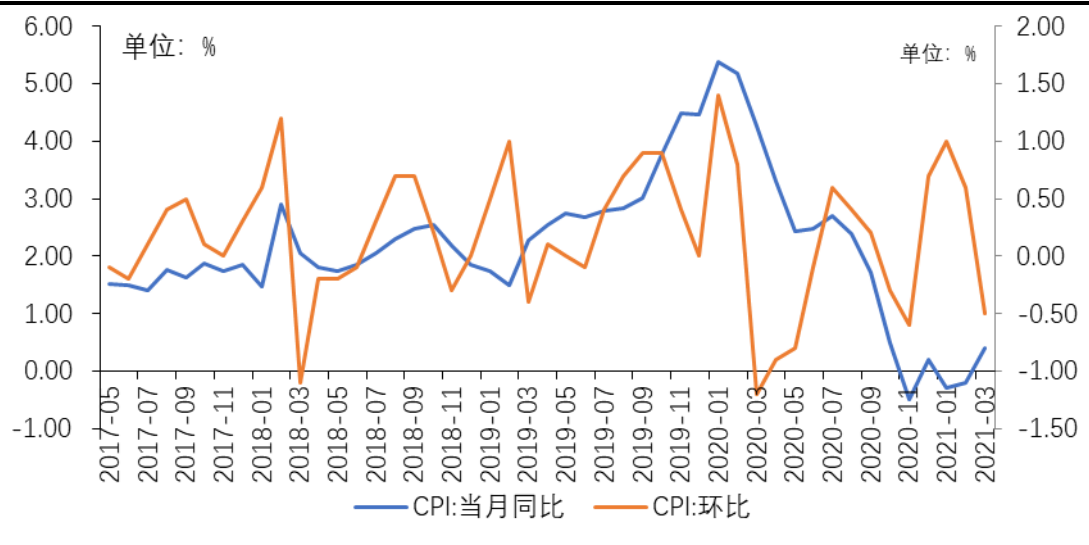


数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 3 月，我国居民消费价格指数 CPI 同比上涨 0.4%。3 月的 CPI 同比增速已经由负转正，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速由 2 月的持平转为上涨 0.3%。环比来看，3 月 CPI 下跌 0.5%，其中食品价格下跌 3.6%，非食品价格上涨 0.2%。食品价格的环比下跌，主要原因是供给端生猪生产持续恢复，猪肉价格下降 10.9%，且天气转暖鲜菜已大量上市。在需求端，春节后消费需求有所回落也对食品价格的环比下跌有一定的影响。

当前我国 CPI 增速有抬头迹象，且在 PPI 增速上行的背景下，未来生产端价格的上升可能将进一步传导至消费端。总体来看，应密切关注未来可能出现的通胀压力以及对货币政策的影响。

图 18：3 月 CPI 同比上涨 0.4%

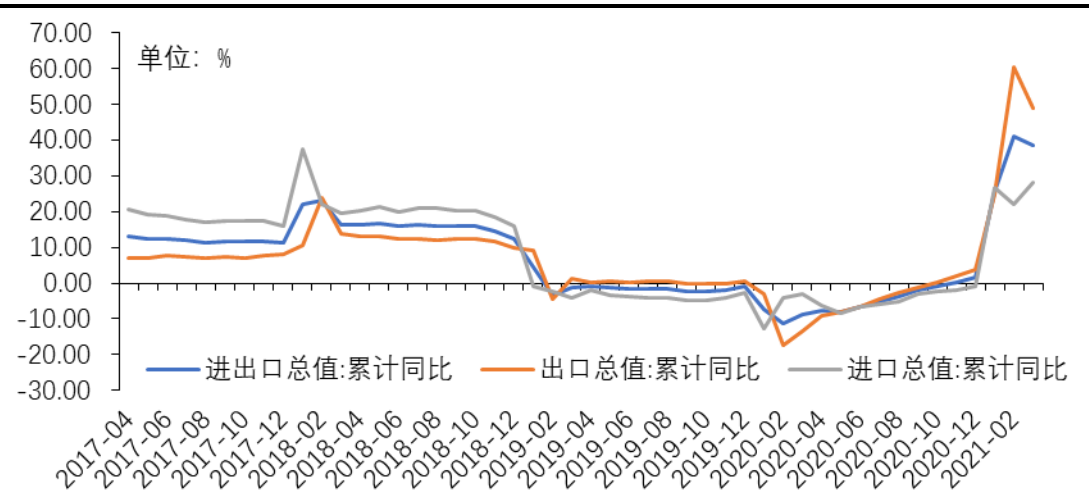


数据来源：iFinD，百瑞信托

4) 进出口端：整体高速增长，出口增长优于进口

2021 年 1-3 月，我国进出口总额为 13036.0 亿美元，累计同比增长 38.6%。其中，出口 7099.8 亿美元，累计同比增长 49.0%，进口 5936.2 亿美元，累计同比增长 28.0%，实现贸易顺差 1163.5 亿美元。我国在全球范围内率先控制疫情并积极推动复工复产，出口的增长在 2020 年第四季度就已由负转正，表现优于进口的增长。未来随着新冠疫情在全球范围内逐步进入相对可控状态，海外各大经济体需求的复苏将进一步有利于我国出口的增长。预计 2021 年全年我国进出口将延续较快增长的良好势头。

图 19：进出口双双高速增长



数据来源：iFinD，百瑞信托

3、重要事件

1) 央行货币政策委一季度例会：灵活精准、合理适度，删去“不急转弯”

3月24日，中国人民银行货币政策委员会2021年第一季度例会召开。会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，灵活精准实施货币政策，处理好恢复经济与防范风险的关系，努力保持经济运行在合理区间。

与上季度相比，央行货币政策例会声明发生五个主要表述变化：（1）删除了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”，改为“灵活精准”；（2）删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”；（3）删去“不急转弯”；（4）增加了“国内经济积极因素明显增多”；（5）对海外经济的描述由“加强国际经济协作”改变为“加强国内外经济形势研判分析”。

2) 调整银行信贷结构优化，防止经营贷违规流入房地产

3月22日，人民银行在北京召开全国24家主要银行信贷结构优化调整座谈会。会议强调，下一阶段，金融系统要坚持稳中求进工作总基调，坚持用改革的办法疏通政策传导，进一步提升服务经济高质量发展的能力和水平。一是把握一个“稳”字。总量上要“稳字当头”，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏。加强中小微企业金融服务，坚持房住不炒定位。二是把握一个“进”字。围绕实现碳达峰、碳中和战略目标，撬动更多金融资源向绿色低碳产业倾斜。三是把握一个“改”字。坚持市场化、法治化原则，持续增强金融服务实体的能力。

3月26日，银保监会、住建部、人民银行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理等各方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。同时要求进一步加强中介机构管理，建立违规行为“黑名单”，加大处罚问责力度并定期披露。

3) 央行等五部委联手加大对债券市场信用评级监管

3月28日，中国央行、国家发改委、财政部、银保监会、证监会发出《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知(征求意见稿)》(《通知》)。

针对大跨度调整级别的情况，《通知》要求，信用评级机构一次性调整信用评级超过三个子级(含)的，信用评级机构应立即启动全面的内部核查程序。信用评级机构开展地方政府债券信用评级，应当结合一般债券、专项债券的特点，综合考虑地区经济社会发展、财政收支等情况，客观公正出具评级意见，合理反

映地区差异和项目差异。《通知》明确，鼓励发行人选择两家及以上信用评级机构开展评级业务。

4) 央行等四部委发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》

2021年4月9日，央行、银保监会、证监会、国家外汇管理局发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》。

《意见》提出，支持在海南自由贸易港内就业的境外个人开展包括证券投资在内的各类境内投资。允许符合条件的非居民按按需原则在海南自由贸易港内购买房地产，对符合条件的非居民购房给予汇兑便利。研究进一步便利海南居民个人用汇。

此外，在风险可控前提下，允许海南自由贸易港内合格境外有限合伙人（QFLP）按照余额管理模式自由汇出、汇入资金，简化外汇登记手续。将海南自由贸易港纳入合格境内有限合伙人（QDLP）试点，给予海南自由贸易港 QDLP 试点基础额度，每年可按一定规则向其增发 QDLP 额度。金融开放方面，《意见》称，鼓励境外金融机构落户海南，支持设立中外合资银行。

加强金融产品和服务创新方面，发展绿色金融。鼓励绿色金融创新业务在海南先行先试。

支持海南在住房租赁领域发展房地产投资信托基金(REITs)，鼓励银行业金融机构创新金融产品和服务，支持住房租赁市场规范发展。

三、配置建议

图表 20：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					白马蓝筹依然偏弱，小市值股有追涨 “碳中和”限产政策趋严下，依然有机会 消费依然偏贵，不建议入场
	周期	√					
	消费			√			
债券	利率债		√				中长端利率债已回归中枢附近，可适度关注配置机会 风险犹在，等待时机 市场情绪有向中小盘转的迹象，中性偏多
	信用债				√		
	可转债	√					
商品	农产品			√			玉米、淀粉偏弱，建议离场，油脂高位震荡，粕类偏多 原油供需矛盾减弱，部分化工已回调至合理位置 受原油调整，工业品承压，中线看多 受“碳中和”概念影响，黑色涨幅较大，前期多单可考虑获利出场
	能化	√					
	工业	√					
	黑色		√				

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

截至4月16日，A股市场核心指数估值继续上行，沪深300，中证500、上证指数和创业板指数的PE估值分别是14.82、27.20、15.19、56.14；风格领域中，300成长、300周期、300消费的PE估值分别是22.92、9.65、38.52。

图表 21：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021.04.16				2021.03.19			
	最新PE	均值	中位数	分位数	最新PE	均值	中位数	分位数
沪深300	14.82	13.19	12.36	72.48%	15.54	13.12	12.31	88.08%
中证500	27.20	28.37	28.20	38.85%	27.64	28.40	28.39	41.71%
上证指数	15.19	13.96	13.17	67.81%	15.77	13.90	13.14	80.63%
创业板指	56.14	57.00	56.23	49.46%	54.79	57.03	56.26	43.58%
300成长	22.92	18.96	17.34	80.94%	23.19	18.81	17.30	86.78%
300周期	9.65	9.52	9.49	55.76%	10.20	9.50	9.48	81.38%
300消费	38.52	33.62	33.28	86.33%	38.01	33.44	33.16	85.29%

资料来源：iFind，百瑞信托

最近顺周期板块出现调整，目前市场对二季度经济往下，以及向下的斜率方面均存在分歧，一季度的上涨基本上反映了当前的高景气业绩，短期有调整需求，中期来看，在全球复苏、美国经济刺激下，依然有部分空间

2、债券市场

截至 4 月 16 日，利率债几乎全线上涨，3 月配置报我们提及：“十年国债一度触及 3.3%附近为较好的配置区域，叠加后续供给压力到来，或将是较好时机。”目前从来看，有打开上涨空间的悸动。

信用债方面，受信用事件频发影响，信用分化行情持续发酵，且城投信用利差分位数出现极大的分化，1-5Y/AAA 城投信用利差分位数在 1-15%，而 1-5Y/AA- 城投信用利差分位数到 80-95%。认为对信用下沉依然保持谨慎态度，信用操作策略依然需要等待时机。

转债方面，维持 3 月观点，认为当前 A 股抱团白马行情下杀，小市值股开始追涨，转债行情热度逐渐打开，尽管目前转债平价及风险溢价已有不同程度上升，但空间依然可期，可适度低配偏多逻辑。

图表 22：债券表现及分位数（统计为近 4 年）

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.14	0.20	0.34	0.51	0.57	25	29	23	22	28
国开	0.16	0.30	0.44	0.38	0.69	20	25	20	17	19
非国开	0.11	0.31	0.35	0.41	0.54	4	3	3	17	3
铁道	0.11	0.27	0.26	-0.01	0.31	16	28	31	38	18
产业AAA1	0.11	0.30	0.18	-0.06	0.19	15	36	30		
产业AA+	0.14	0.20	0.23			24	44	42		
产业AA	0.12	0.37	0.58			74	81	78		
产业AA-	0.21	0.44				3	9	8	18	23
城投AAA1	0.09	0.36	0.29	0.13	-0.16	5	19	25		
城投AA+	0.08	0.31	0.34			9	21	45		
城投AA	0.12	-0.01	0.27			86	95	95		
城投AA-	0.00	0.13								

资料来源：Wind，百瑞信托

3、商品市场

能化方面，原油从上月达到阶段性高位后回调震荡，从上周 EIA 库存数据来看，目前消费已经进入快速恢复的阶段，将支撑原油价格；

黑色方面，受“碳中和”概念的限产政策的冲击影响，钢铁、动力煤、焦炉、开工率都有所回落，以动力煤为首带动黑色走出一波行情，目前多数品种已触及前期高点，多单可注意获利回调；

工业方面，整体来看，铜、铝、锌等基本面偏乐观，中线依然看多，可逢低布局多单；

农产品方面，美国通胀回升预期和国内猪周期见顶，对粕类利好仍将延续；玉米及淀粉持续偏弱，梅雨季节来临后，潮粮不可储存，可择机布置空单；油脂方面，尽管库存处于地位，但目前已步入季节性增产周期，或将维持高位偏弱震荡。

图表 23：南华农产品指数



数据来源：iFind，百瑞信托

图表 24：南华能化指数



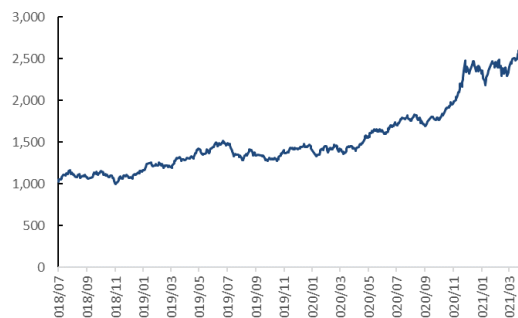
数据来源：iFind，百瑞信托

图表 25：南华工业品指数



数据来源：iFind，百瑞信托

图表 26：南华黑色指数



数据来源：iFind，百瑞信托