

疫情阶段性影响，压力逐步缓释

一、 重要信息点评

1、12月20日，中国1年期和5年期LPR公布，均较上月维持不变，5年期LPR调降预期落空，对投资者预期政策加大力度托举房地产需求端的预期有所冲击。此次LPR维持不变或与近期同业存单利率上行、银行负债端承压有关。

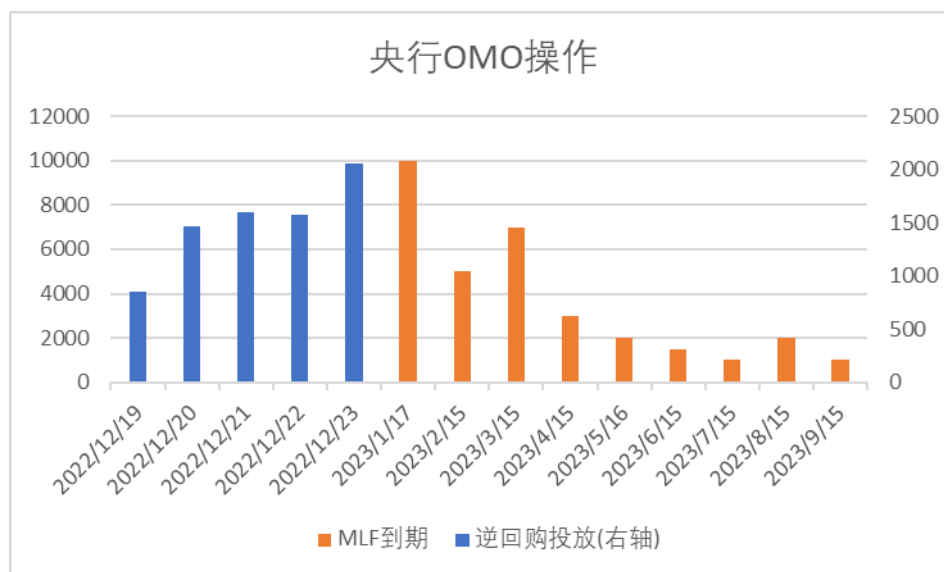
2、上周硅料、硅片、电池片价格环比降幅较大，组件环节小幅降价，M10单晶硅片价格周跌幅探至20%。硅料价格显著下滑带动单晶硅片价格下行的预期下，企业提高周转率要求，叠加年底国外拉货需求与国内电站装机需求减弱，产业链价格有所承压。

3、12月21日，中办、国办印发《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，将符合条件的职业教育项目纳入地方政府专项债券、预算内投资等的支持范围。该意见将职业教育的高质量发展放到了更重要的位置，有望推动职业教育培训机构发展。

4、12月20日，日本央行宣布上调收益率曲线控制(YCC)上限，日本10年期国债收益率波动区间上限由此前的0.25%升至0.5%左右，超出市场预期。此次调整主要与日本国债市场流动性恶化与高通胀有关，该调整将吸引资金加速回流日本，对全球流动性敏感资产形成阶段性冲击。

5、12月22日，美国公布三季度实际GDP年化季环比终值3.2%，预期2.9%，初值2.6%，3季度经济增速超预期，主要支撑项为出口、消费者支出、非住宅类固定资产投资、政府支出，市场对加息放缓、明年降息的预期有所降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

上周央行 OMO 投放 7530 亿, 同时到期 490 亿, 共计净投放 7040 亿。年底央行进行常规净投放。

生产	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	
高炉开工率(247家):全国	76.35	77.03	75.61	75.89	75.97	震荡下行
	2022/10/31	2022/11/10	2022/11/20	2022/11/30	2022/12/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	202.91	198.68	200.20	202.85	198.67	低位震荡
	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	290.67	284.88	284.14	287.64	284.93	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-14.53	-14.07	-11.50	-5.80	-3.32	↗
	2022/11/24	2022/12/1	2022/12/8	2022/12/15	2022/12/22	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	62.89	60.53	60.36	56.51	49.75	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	67.68	64.19	66.13	64.83	58.35	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

生产数据方面, 高炉开工率及螺纹钢产量震荡下行, 粗钢产量低位震荡磨底, 同时钢材库存维持震荡上行。同时, 汽车钢胎开工率在回升后转为震荡。从生产数据来看, 工业生产动能有低位企稳迹象, 不过疫情短期快速攀升仍会造成一定扰动。

需求	2021/12/23	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	趋势
商品房成交面积:本月以来	54.42	45.96	42.65	42.43	40.44	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	12.23	10.05	9.62	9.79	8.96	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	32.24	25.79	23.30	22.29	21.58	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.95	10.13	9.74	10.35	9.91	震荡上行
	2022/11/20	2022/11/27	2022/11/30	2022/12/11	2022/12/18	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	0.91	3.27	31.15	19.81	16.05	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	2.70	0.55	26.42	21.38	19.16	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

需求数据方面, 商品房成交面积震荡回升, 同时虽然地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距, 但在近期政策密集出台后二三线城市改善明显。

另一方面，车辆销售数据继续维持 15%以上的增速，一定程度上反映了疫情管控优化后消费需求有所释放。

价格	2021/12/23	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	
农产品批发价格200指数	125.27	125.83	126.32	125.51	125.67	震荡上行
价格:生猪:外三元	16.10	23.13	22.54	20.25	16.98	↘
平均批发价:猪肉	23.98	32.18	32.12	30.13	26.56	↘
粮油批发价格200指数	111.92	116.72	116.87	117.09	117.39	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.02	4.44	4.56	4.57	4.89	震荡上行
平均批发价:7种重点监测水果	6.21	6.93	6.69	6.80	6.96	震荡上行
南华工业品指数	3,209.64	3,774.43	3,784.30	3,835.64	3,779.98	高位震荡
现货价:原油:英国布伦特Dtd	75.69	87.02	77.64	79.16	80.91	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

价格数据方面，农产品价格随季节性震荡上行。其中，蔬菜价格与水果价格的季节性回升是主要原因，同时生猪价格继续高位回落，粮油价格在国际局势扰动下仍维持高位。值得注意的是，猪肉价格在震荡一段时间后开始回落，后续需关注疫情管控优化后服务业供需错配带来的通胀压力。PPI 影响因素方面，石油价格维持震荡下行。后续一方面美国在大幅释放石油储备后存在补库存需求，同时 OPEC 增产能力有待观察背景下俄罗斯石油供给缺口如何填补也引发市场担忧，不过随着海外各国货币政策收紧，需求走弱将带动能源价格回落，同时也带动工业品价格整体开启下行通道。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	6.97	0.36	8.70
COMEX黄金	0.32	3.29	-1.24
LME铝	0.86	0.67	-14.67
LME铜	1.35	4.24	-13.81
CBOT玉米	1.99	-0.52	12.26
CBOT大豆	0.39	1.80	10.94
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-52.31	-165.30	835.34
美元兑人民币	167.00	1024.00	6354.00
美元兑日元	-389.10	-524.00	1772.45

	2022/12/23	2022/12/18	2022/11/30	2022/1/1
ICE布油	84.55	79.26	86.64	77.94
COMEX黄金	1806	1803	1782.9	1830.5
	2022/12/23	2022/12/16	2022/11/30	2022/1/1
美元指数	104.3235	104.8466	105.9765	95.9701
美元兑人民币	6.988	6.9713	7.0904	6.3526
美元兑日元	132.8295	136.7205	138.0695	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

期货价格方面，上周各类期货价格整体回升，其中黄金涨幅最小，石油涨幅最大。ICE 布油收于 84.55 美元，涨 6.97%，COMEX 黄金收于 1806 美元，涨 0.32%。

上周美元指数下行 52.31BP，数据显示 11 月美国商品消费降温叠加日本超预期上调 YCC 使得美元有所下行，在此背景下人民币上周贬值 167 个基点，日元升值 389 个基点。

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	65.90%	34.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.20%	55.70%	23.20%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.90%	47.10%	31.30%	5.80%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.60%	46.50%	31.60%	6.20%	0.10%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	3.90%	23.20%	42.80%	25.30%	4.70%	0.10%
2023/9/20	0.00%	0.00%	1.50%	11.20%	30.70%	36.10%	17.50%	3.00%	0.00%
2023/11/1	0.00%	0.70%	6.40%	21.10%	33.50%	26.70%	10.10%	1.50%	0.00%
2023/12/13	0.50%	4.60%	16.30%	29.40%	28.90%	15.50%	4.30%	0.50%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

美联储加息预期方面，随着美国 Q3GDP 终值上修，市场担忧强劲的经济给予美联储更大的加息决心。在此背景下，市场加息预期有所抬升。目前中性预期 23 年 2 月的 FOMC 会议将继续加息 25BP，后续则在此基础上继续加息 25-50BP。

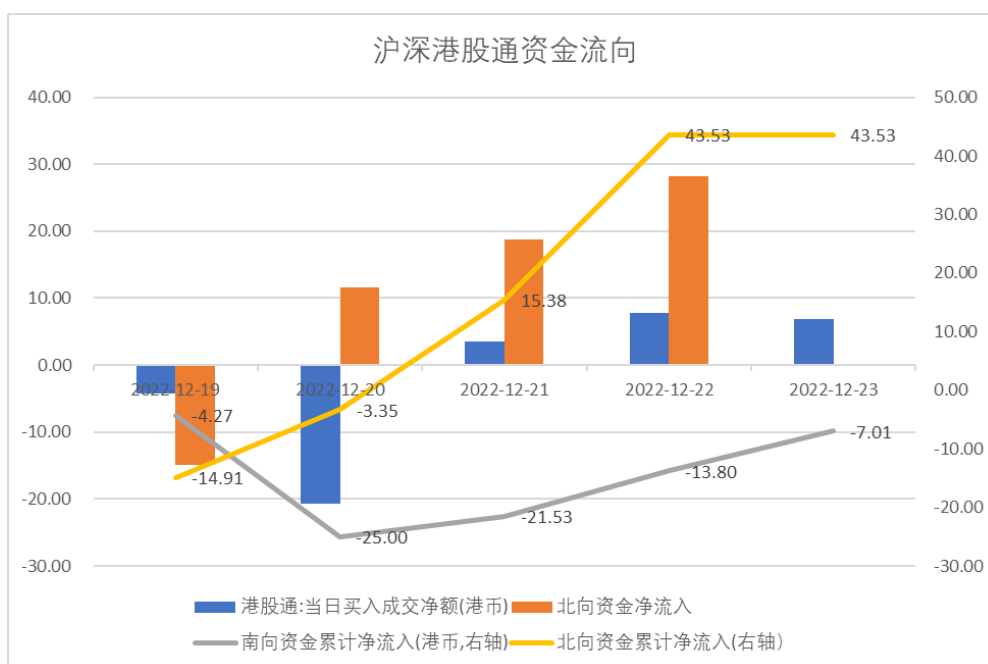
三、 市场表现回顾

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	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	23	19	1	10	0	3	0	0	3	40
	发行规模(亿元)	322.02	229.92	2.08	143.48	0.00	4.77	0.00	0.00	4.21	476.56
上上周	数量	11	9	1	7	1	9	0	0	3	31
	发行规模(亿元)	189.08	121.13	1.34	9.83	0.11	40.07	0.00	0.00	11.21	251.53
本月以来	数量	59	50	3	24	1	21	0	0	8	115
	发行规模(亿元)	1182.78	887.21	3.54	177.22	0.11	68.04	0.00	0.00	18.52	1450.11
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	4	1	0	0	1	2	2	0	10	3	23
上上周	5	1	0	0	3	0	0	0	3	4	16

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 23 支，其中普通混合型基金 4 支，债券类基金（14 支）多于股票类基金（2 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，上周基金共计发行 476.56 亿，发行规模较上上周大幅回升，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 2022 年 12 月 23 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 43.53 亿, 较上上周有所减少; 同时南向资金净流入-7.01 亿, 较上上周有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	-5.93	-7.99	-34.18
中证500	-5.10	-6.38	-21.69
万得全A	-4.27	-3.54	-19.84
中小板指	-3.83	-2.40	-27.50
创业板指	-3.69	-2.52	-31.19
偏股混合型基金指数	-3.36	-3.63	-23.07
沪深300	-3.19	-0.64	-22.51
上证50	-2.69	0.36	-20.11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所回落, 其中科创 50 跌 5.93%, 跌幅最大。10 年美债利率再度上行压制风险偏好, 同时疫情大规模扩散对经济复苏产生了一定压力, 在此背景下股市表现不佳。偏股基金指数跌 3.36%

	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	-5.31	-5.88	-22.19
高市盈率指数	-5.06	-5.69	-28.36
绩优股指数	-4.05	-4.52	-30.03
低市盈率指数	-3.87	-3.63	-12.65
高市净率指数	-3.71	-0.97	-26.93
低市净率指数	-3.69	-3.73	-7.51
大盘指数	-3.03	-0.03	-22.24
茅指数	-2.11	3.38	-23.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

上周 A 股各风格指数中, 大盘指数及茅指数分别跌 3.03%及 2.11%, 表现最好; 高 PE 及小盘指数分别跌 5.06%及 5.31%, 表现最差。上周市场大盘风格占优。

今年以来, A 股市场风格切换较为频繁, 市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈, 股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电力设备	-6.03	煤炭	-10.51	电子	-37.35
电子	-5.86	国防军工	-8.79	国防军工	-28.56
建筑装饰	-5.84	公用事业	-8.50	电力设备	-28.17
煤炭	-5.71	建筑装饰	-7.58	传媒	-27.47
基础化工	-5.64	电力设备	-7.52	计算机	-26.51
银行	-2.60	家用电器	1.73	商贸零售	-7.47
食品饮料	-1.07	商贸零售	3.15	交通运输	-3.44
社会服务	-0.76	社会服务	5.37	社会服务	-3.24
传媒	-0.61	美容护理	6.20	综合	9.72
美容护理	-0.20	食品饮料	11.66	煤炭	11.40

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 0 个上涨, 31 个下跌。其中, 疫情政策不断优化使得市场预期此前疫情长期受损的消费板块将迎来反转, 在此背景下美容护理、传媒、社会服务及食品饮料等行业分别跌 0.20%至 1.07%不等, 表现较好。同时, 银行上周跌 2.60%, 跌幅较小, 背后原因可能是市场预期经济复苏将带动银行业盈利企稳回升。另一方面, 美债利率上行对高弹性成长股形成压制, 其中电力设备及电子行业上周跌 6.03%及 5.86%, 跌幅最大。此外, 疫情扩散对生产制造造成一定影响, 建筑装饰、煤炭及基础化工行业在此背景下分别跌 5.84%、5.71%及 5.64%, 跌幅居前。

	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	0.73	5.35	-16.26
恒生科技指数	-0.60	8.59	-27.27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间至 2022 年 10 月 21 日.

港股方面, 恒生指数涨 0.73%, 恒生科技指数跌 0.60%, 弱现实与强预期背景下港股出现了一定的震荡。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-1.94	-8.46	-32.90
标普500	-0.20	-5.77	-19.33
标普小盘600	0.53	-6.65	-17.19
标普中盘400	0.77	-5.53	-14.32
道琼斯工业指数	0.86	-4.01	-8.63

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

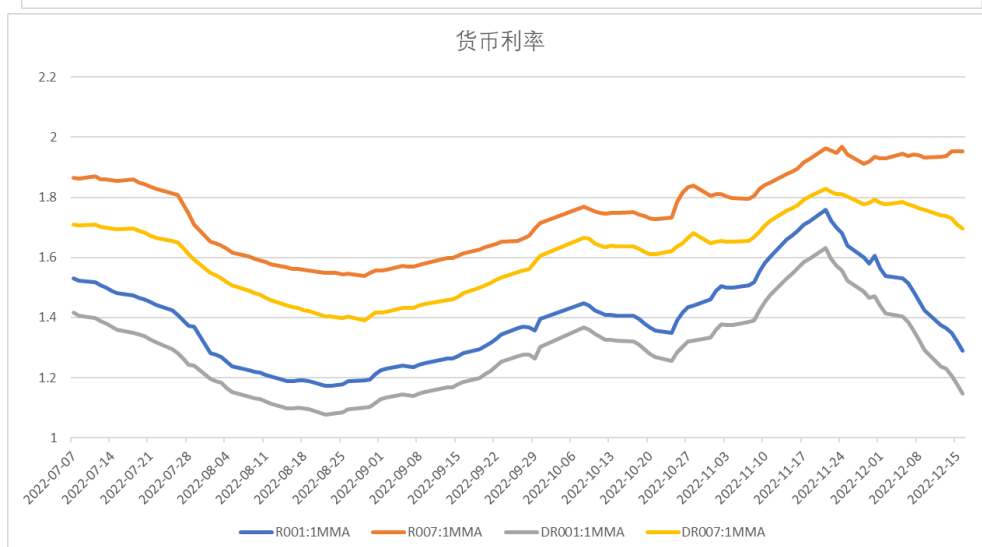
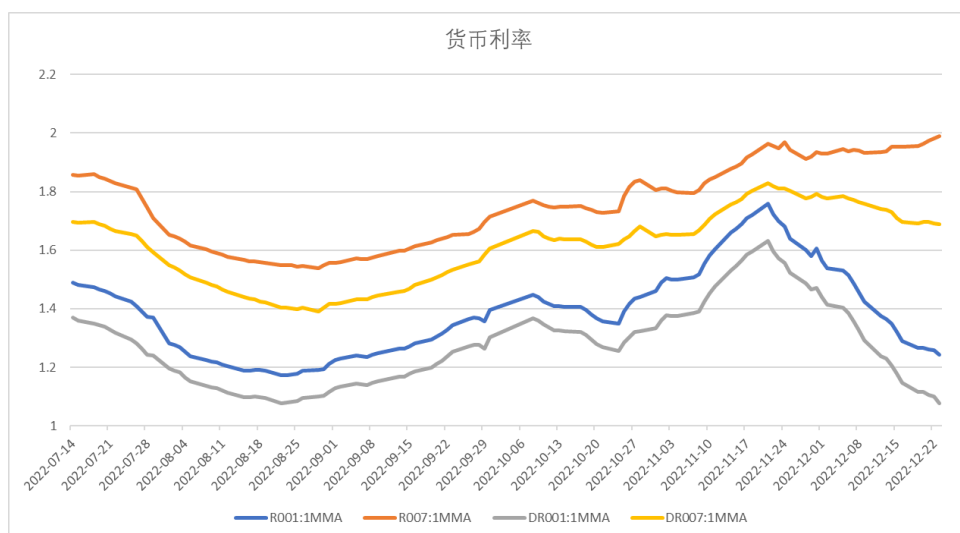
美股方面上周整体震荡, 其中纳斯达克指数跌 1.94%, 跌幅最大; 道琼斯工业指数涨 0.86%, 涨幅最大。一方面, Q3GDP 终值上修推升美债利率利空成长股; 另一方面, 商品消费数据预示通胀超预期下行对股市形成一定的利好, 在此背景下美股窄幅震荡。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
日经225	-4.69	-6.20	-8.88
胡志明指数	-3.79	-2.84	-32.01
印度SENSEX30	-2.41	-4.57	3.62
韩国综合指数	-1.96	-6.42	-22.30
台湾加权指数	-1.77	-4.09	-21.67
德国DAX	0.34	-3.17	-12.24
法国CAC40	0.81	-3.47	-9.06
英国富时100	1.92	-1.32	1.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

其他海外市场方面, 英国市场涨 1.92%, 表现最好; 日本市场跌 4.69%, 表现最差。发达市场较新兴国家市场表现占优。

b) 债券市场



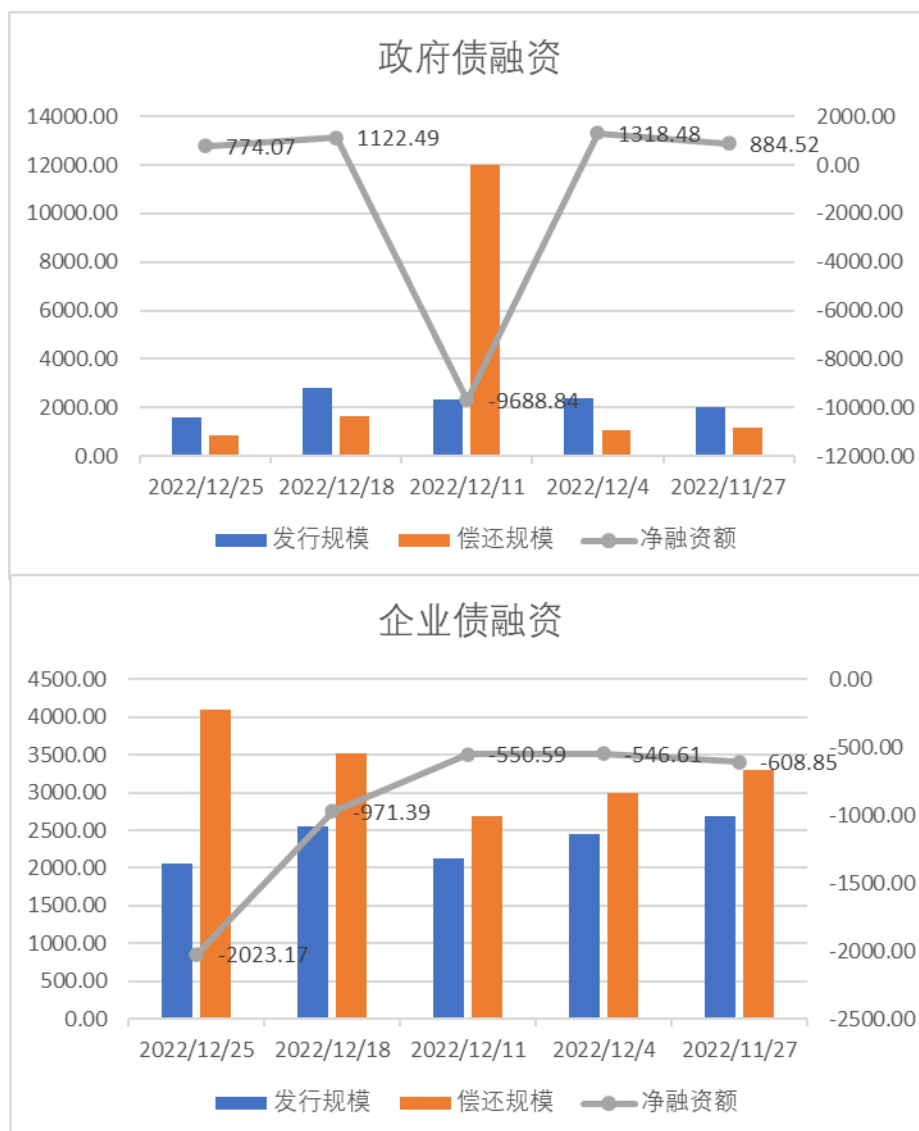
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

上周货币市场利率除 R007 外均有所下行, DR001 一月均值降至 1.08, 货币环境整体而言较此前有所放松。

	2022/11/30	2022/12/16	2022/12/23
1Y	1.27	1.27	1.2
6M	1.2	1.02	0.8
	2021/11/30	2021/12/16	2021/12/23
1Y	2.2209	1.6402	0.834
6M	1.9103	1.0623	0.0802
	2020/11/30	2020/12/16	2020/12/23
1Y	2.7685	2.7284	2.7397
6M	2.7228	2.5186	2.6185
	2019/12/1	2019/12/17	2019/12/24
1Y	2.4553	2.6532	2.689
6M	2.4357	2.6015	2.6489

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.2、0.8，低位继续下行，关注疫情管控优化后利率能否企稳回升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 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 774.07 亿, 较上上周有所回落; 企业债净融资额-2023.17 亿, 较上上周有所回落。

从高频数据看, 11 月社融中债券部分依靠政府托底可能出现一定的温和回升, 但企业发债及贷款部分目前来看并不乐观, 因此中长期需求回升可能仍需一段时间。

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	2.23	2.46	2.61	2.83	国债	23.39	14.54	21.89	国债	-	-	-
国开债	2.31	2.57	2.80	2.99	国开债	25.73	22.9	18.63	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.88	3.30	3.55	-	AAA信用债	41.89	24.79	-	AAA信用债	56.75	72.91	74.8
AA+信用债	3.42	3.97	4.21	-	AA+信用债	54.01	24.21	-	AA+信用债	80.88	109.16	110.47
AA信用债	5.81	6.36	6.60	-	AA信用债	55.01	24.21	-	AA信用债	110.88	140.16	141.47
AA-信用债	2.10	2.12	2.17	-	AA-信用债	55.01	24.21	-	AA-信用债	349.88	379.16	380.47

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	-9	-7	-10	-6	国债	9	-1	-9	-6	国债	-2	0	0	5
国开债	-17	-20	-10	-5	国开债	0	-9	-8	-2	国开债	0	0	2	-10
AAA信用债	-14	-16	-7	-	AAA信用债	21	22	26	-	AAA信用债	13	34	28	-
AA+信用债	-16	-12	-4	-	AA+信用债	25	34	34	-	AA+信用债	25	54	41	-
AA信用债	-11	-7	-5	-	AA信用债	33	38	31	-	AA信用债	37	26	4	-
AA-信用债	-11	-7	-5	-	AA-信用债	33	38	31	-	AA-信用债	41	30	8	-

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	0.30	0.26	0.22	0.23	国债	0.26	0.35	0.76	国债	-	-	-
国开债	0.27	0.16	0.20	0.12	国开债	0.03	0.55	0.42	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.38	0.37	0.35	-	AAA信用债	0.56	0.27	-	AAA信用债	0.71	1.00	0.98
AA+信用债	0.44	0.46	0.25	-	AA+信用债	0.76	0.16	-	AA+信用债	0.75	1.00	1.00
AA信用债	0.70	0.68	0.37	-	AA信用债	0.45	0.13	-	AA信用债	0.76	0.99	0.78
AA-信用债	0.72	0.51	0.38	-	AA-信用债	0.41	0.12	-	AA-信用债	1.00	1.00	0.99

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 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, 信用债利率整体下行, 其中 1YAA+及 3YAAA 下行 16BP, 幅度最大。利率债则整体短端下行大于长端, 3Y 国开债下行 20BP, 幅度最大。随着债市此前快速调整到位, 市场发现疫情扩散导致经济复苏仍有待时日, 同时货币环境仍然宽松, 在此背景下债市有所回暖。往后看, 我国经济企稳回升可能仍需一段时间, 这段时间内预计货币不会大幅紧缩, 但是稳增长基调不变的大背景下, 宽信用仍将是政策重心, 后续债市可能对利空更为敏感。

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	2	-3	4	国债	-10	-8	3	国债	2	-1	5
国开债	-3	10	5	国开债	-10	1	6	国开债	0	2	-11
AAA信用债	-2	9	-	AAA信用债	1	4	-	AAA信用债	21	-6	-
AA+信用债	4	8	-	AA+信用债	9	0	-	AA+信用债	30	-13	-
AA信用债	4	2	-	AA信用债	5	-7	-	AA信用债	-10	-22	-
AA-信用债	4	2	-	AA-信用债	5	-7	-	AA-信用债	-10	-22	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周整体走阔, 从分位数的角度来看目前 3Y-1Y 利差处于中性区间, 5Y-3Y 利差空间较小。

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	3	4	3	AAA信用债	21	31	34	AAA信用债	13	34	26
AA+信用债	1	8	6	AA+信用债	25	43	42	AA+信用债	25	54	40
AA信用债	6	13	5	AA信用债	33	47	39	AA信用债	37	26	3
AA-信用债	6	13	5	AA-信用债	33	47	39	AA-信用债	41	30	7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 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，上周国开债收益率大幅下行导致信用利差整体走阔，目前大部分券种已经进入 0.9 以上的极高分位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.83	2.78	2.79	--	--
国有银行	1.95	2.49	2.55	2.63	2.67
股份银行	2.58	2.45	2.61	2.63	2.65
城商行	2.77	2.75	2.82	2.92	3.01
农商行	2.92	2.81	2.83	2.93	2.90
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	16	12	0	--	--
国有银行	0	19	2	0	0
股份银行	18	10	-15	13	-6
城商行	10	10	0	-3	7
农商行	7	9	1	6	0
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	359.7	2369.3	1477.7	239	1196.6
国有银行	0	417	110	35	513
股份银行	4	793	610	40	160
城商行	313	1094	602	98	478
农商行	43	66	156	66	46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体上行，其中发行规模最多的 3M 城商行上行 10BP，3M 股份银行上行 10BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.73	3.12	3.34	AAA+	41.34	54.81	53.73	AAA+	0.536	0.992	0.961
AAA	2.83	3.27	3.56	AAA	51.26	69.65	75.82	AAA	0.629	0.995	0.985
AAA-	2.96	3.44	3.73	AAA-	65.05	86.50	93.15	AAA-	0.698	0.996	0.979
AA+	3.12	3.66	3.95	AA+	81.05	108.50	115.15	AA+	0.75	0.999	0.999
AA	3.48	4.02	4.31	AA	117.05	144.50	151.15	AA	0.817	0.995	0.934
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.96	3.37	3.54	AAA	64.66	79.67	74.38	AAA	0.645	0.997	0.951
AA+	3.27	3.81	3.95	AA+	95.28	123.59	115.38	AA+	0.85	1	0.997
AA	3.82	4.23	4.44	AA	150.28	166.09	163.88	AA	0.968	0.997	0.987
AA(2)	4.24	4.66	4.89	AA(2)	192.28	209.09	208.88	AA(2)	0.966	0.97	0.917

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 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, 随着信用利差整体走阔, 目前 3Y 与 5Y 券种与国开债之间的利差已经进入 0.9 以上的极高分位数区间, 同时城投利差分位数高于中短票据。

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	2.97	3.26	3.44	3.61	3.73	利率变化(BP)	-20.42	-22.66	-22.85	-18.29	-7.76	利率分位数	0.44	0.46	0.45	0.43	0.43
当前利差	27.85	39.28	53.07	54.00	56.10	利差变化(BP)	-9.23	-11.46	-12.40	-3.19	1.52	利差分位数	0.77	0.85	0.92	0.90	0.88

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 2022 年 12 月 23 日。

上周二级资本债收益率均有所下行。其中 3Y 上行 22.85BP, 下行幅度最大。历史来看, 利差分位数已经回落至至 0.9 分位左右, 同时利率分位数维持中位数区间震荡。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	3.17	3.86	4.11	4.20	AAA-	48.45	95.49	94.65	72.40	AAA-	-15.42	-14.59	-2.73	-5.35
AA+	3.27	3.95	4.20	4.29	AA+	48.63	86.27	85.71	63.07	AA+	-11.43	-10.58	1.27	-1.35
AA	3.63	4.37	4.62	4.71	AA	69.63	109.27	108.71	86.07	AA	-7.43	-3.58	4.27	1.65
AA-	4.55	5.30	5.56	5.65	AA-	132.63	166.27	166.71	144.07	AA-	-7.43	-3.58	4.27	1.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

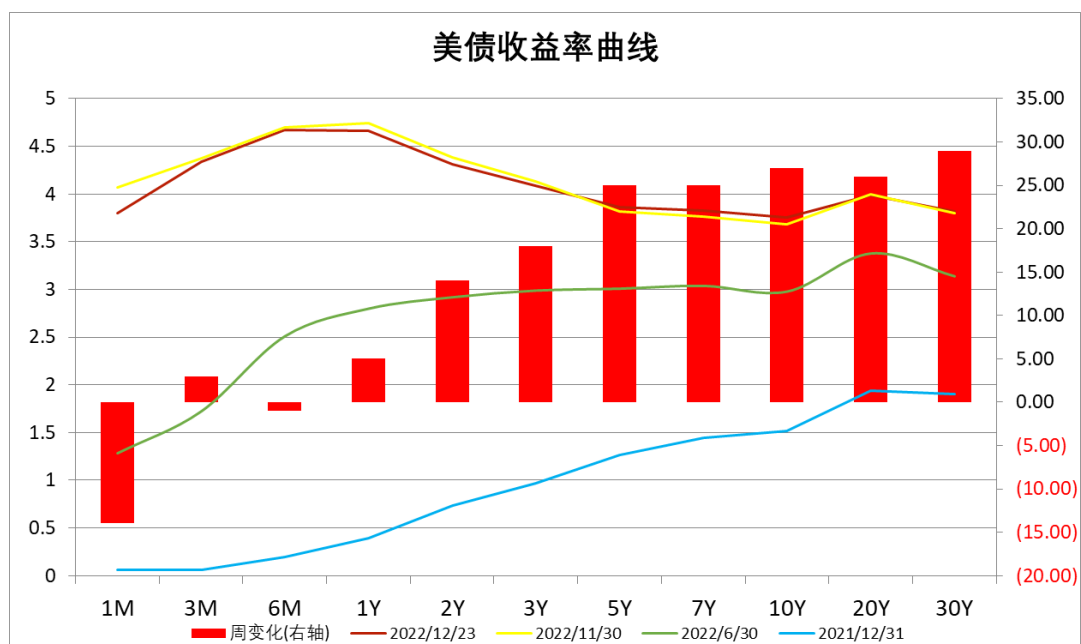
永续债方面呈短端下行长端上行, 其中 1Y AAA-下行幅度最大, 达 15.42BP; 5YAA 及 AA-上行幅度最大, 达 4.27BP。

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	2.57	2.87	3.19	3.61	AAA级RMBS	25.55	29.74	38.69	62.87	AAA级RMBS	0.123	0.243	0.183	0.347
AAA级消金	2.86	3.30	3.57	3.82	AAA级消金	55.13	72.81	77.20	83.69	AAA级消金	0.393	0.776	0.702	0.371
AAA级企业ABS	3.06	3.62	3.85	4.09	AAA级企业ABS	74.39	104.52	105.53	110.33	AAA级企业ABS	0.505	0.953	0.898	0.684
AAA级ABN	2.97	3.38	3.71	3.97	AAA级ABN	65.31	80.61	91.07	98.05	AAA级ABN	0.419	0.612	0.64	0.454

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 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仍处于 0.5 分位数以下。整体来看, ABS 相对其他信用债的回调幅度更小。

综合我国各个债券分项来看, 近期债券收益率对利空消息更为敏感, 同时信用债上行幅度大于利率债。后续随着疫情爆发高峰期结束, 债市核心关注点将会向信用扩张及经济企稳转向。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

美债方面，上周除 1M 及 6M 外整体呈上行。其中，30Y 上行 29BP，幅度最大。美国 Q3GDP 终值上修推升加息预期及美债利率。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂小幅缓解，目前利差为 56BP，自 7 月以来美债利率倒挂已经持续了接近 6 个月，同时市场预期明年 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。

指标(2022/11/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	48	49.3	↘	49.2
工业增加值:当月同比	2.2	3.69	↘	5
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.3	5.64	↘	5.8
固定资产投资:制造业:累计同比	9.3	----	----	9.7
房地产开发投资:累计同比	-9.8	----	----	-8.8
固定资产投资:基建:累计同比	11.65	----	----	11.39
社会消费品零售总额:当月同比	-5.9	-2.47	↘	-0.5
出口金额:当月同比	-8.7	-1.5	↘	-0.3
社会融资规模:当月值	19900	21735.82	↘	9079
社会融资规模存量:同比	10	----	----	10.3
M2:同比	12.4	11.72	↗	11.8
社融-M2	-2.4	----	----	-1.5
CPI:当月同比	1.6	1.65	↘	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	-1.3	-1.46	↗	-1.3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

4.1.1 经济延续承压，政策右侧已现

11 月各项数据显示经济再度探底，向下压力较大。融资端看，11 月新增社融 1.99 亿元，低于预期的 2.17 亿元，结构上，企业中长贷维持韧性，政策性银行工具和结构性货币政策工具效力继续存在支撑作用，居民贷款继续走弱，消费景气度低迷，地产下行压力仍大。理财赎回潮带动 M2 同比高增。生产端看，11 月工业增加值超预期回落，汽车制造、电子、医药同比增速较上月下行幅度较大，结构上上游表现更强，与去年双限双控低基数有关，预计短期内出口回落与疫情闯关将继续压制工业生产。投资端看，11 月基建投资维持高位震荡，地产各项数据进一步下行，制造业投资增速小幅回落。需求端看，11 月社会消费品零售总额大幅低于市场预期。整体看，11 月各项经济数据超预期回落，经济下行压力较大，内外需均走弱，居民端与企业端延续分化，消费、地产等内生动力偏弱，经济仍处于疫情适应期。

4.1.2 从高频数据看，生产端，开工率表现低迷，高炉开工率与汽车全钢胎开工率延续回落。需求端，30 大中城市商品房成交面积环比回落 14.8%，汽车销售回暖，出口集装箱运价指数延续下跌，进出口继续降温，钢材延续去库存，12 月中旬开始，北京拥堵延时指数有所反弹。后续基本上短期关注地产行业施工与竣工改善情况，中长期地产销售与消费数据拐点仍是重心。

4.2 股票市场观点

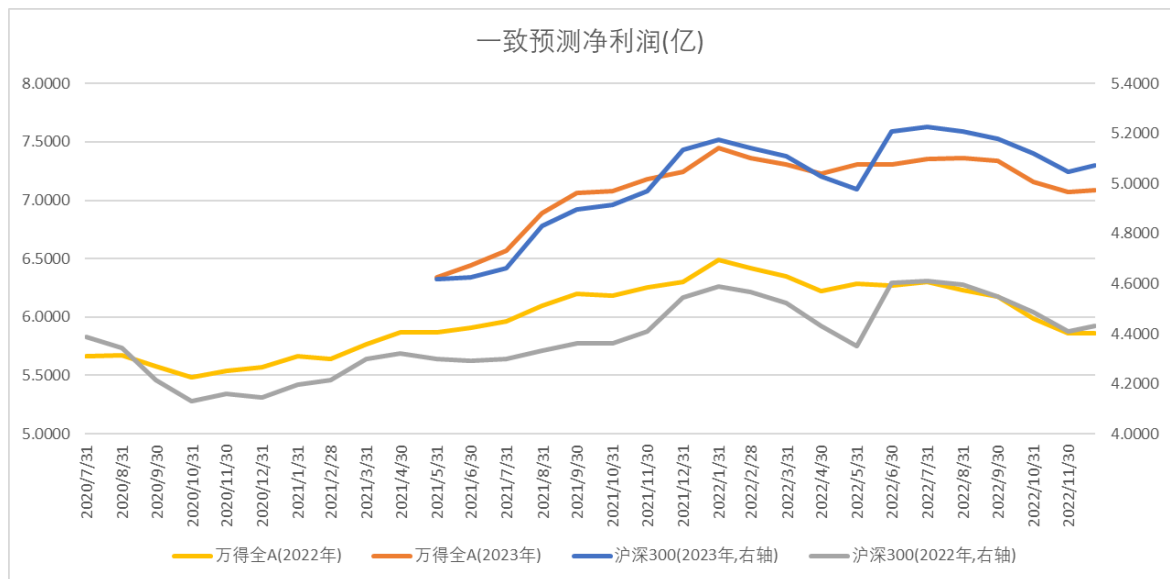
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.19 倍，处于 11%分位水平，股权溢价率 3.08%，处于 87%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	9.26	8.33	1.24	7.82	0.11	0.15	0.43	0.91
沪深300	11.21	9.25	1.32	5.93	0.12	0.11	0.09	0.93
中小板指	23.06	14.75	3.21	1.35	0.10	0.01	0.15	0.97
创业板指	38.00	22.91	4.85	-0.35	0.13	0.11	0.39	0.95
中证500	22.23	14.16	1.66	1.51	0.39	0.07	0.11	0.73
万得全A	16.50	12.19	1.57	3.08	0.21	0.11	0.09	0.87

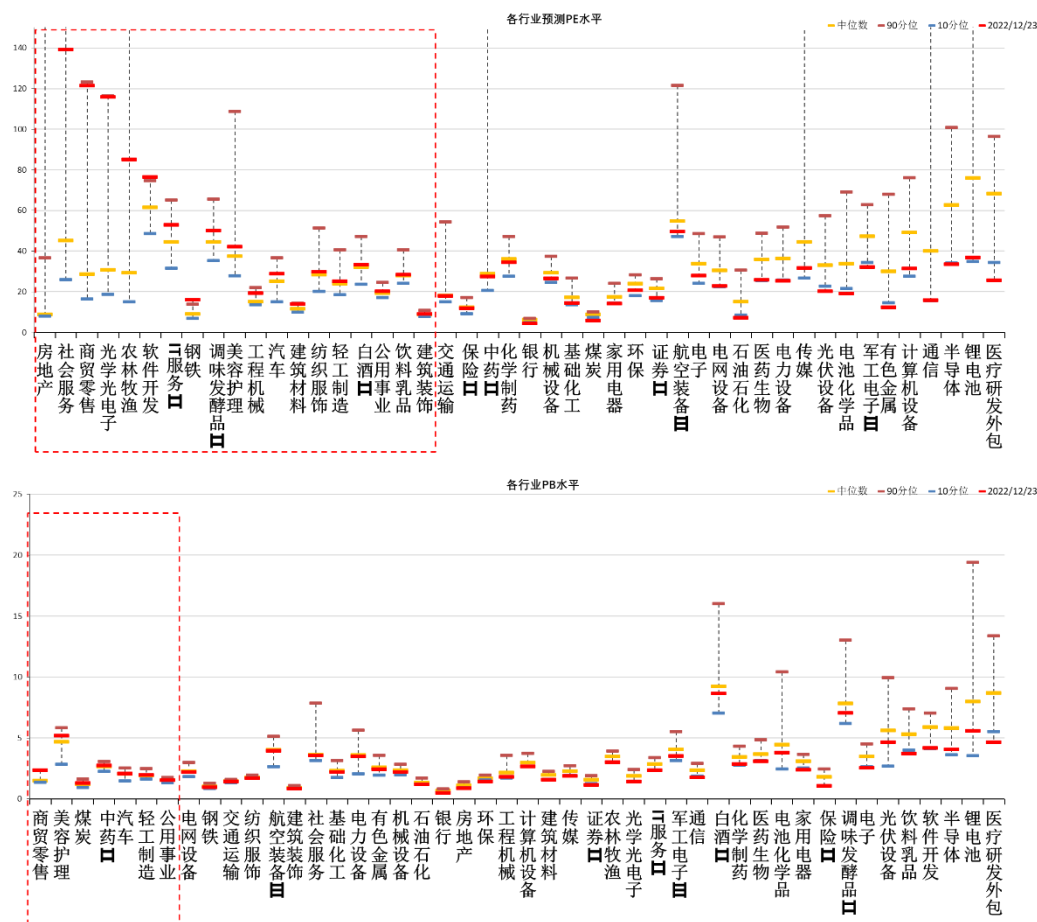
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.57	0.97	6.70	0.21	0.19	0.33
标普500	20.12	3.76	1.22	0.15	0.59	0.13
纳斯达克指	27.96	3.93	-0.17	0.08	0.07	0.19
德国DAX	13.17	1.55	----	0.17	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.60	----
英国富时100	14.10	1.56	----	0.15	0.15	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.32	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.56	----
日经225	18.82	1.59	----	0.58	0.10	----
胡志明指数	10.53	1.61	----	0.02	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.31	0.80	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

分行业看, 少于半数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 少数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 社会服务、房地产等行业估值较高。



4.2.2 上周 A 股大幅调整，大盘表现优于小盘，消费、金融相对抗跌，经济工作会议表述及 LPR 调整不及预期压制市场情绪。港股市场上涨，必须性消费、咨询科技业相对占优。美股市场调整，经济数据强劲使得降息预期降温，大盘价值风格相对占优，金融、公用事业、能源表现较好。

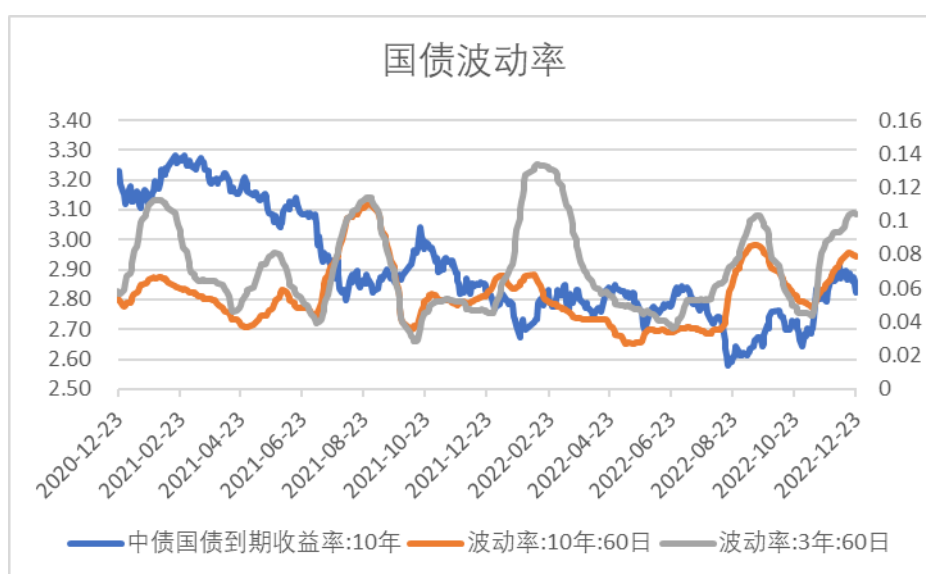
4.2.3 此前地产信用、疫情防控政策优化后带来经济大幅复苏的预期及美国通胀与就业情况改善预期的边际变化是推动市场反弹的主要因素，但向好的预期与疲弱的现实之间仍存在分化，预期分歧也成为推动市场波动主要因素。房地产需求端政策尚未出台，疫情政策优化方向确定，但后续疫情对需求端的扰动幅度未知。尽管海外通胀压力有所缓解，但后续 23 年降息节奏仍存不确定性。对国内市场而言，短期内居民端信贷拐点仍需等待，从海外经验看，防控优化后经济基本面是否再度向下探底取决于疫情扩散程度，但中长期看优化后的 1-2 个季度后，冲击将会逐渐弱化，经济也将呈改善趋势。当前强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡的结构化行情为主，近期调整后配置时机或在渐行渐近。

4.2.4 配置方向上关注：

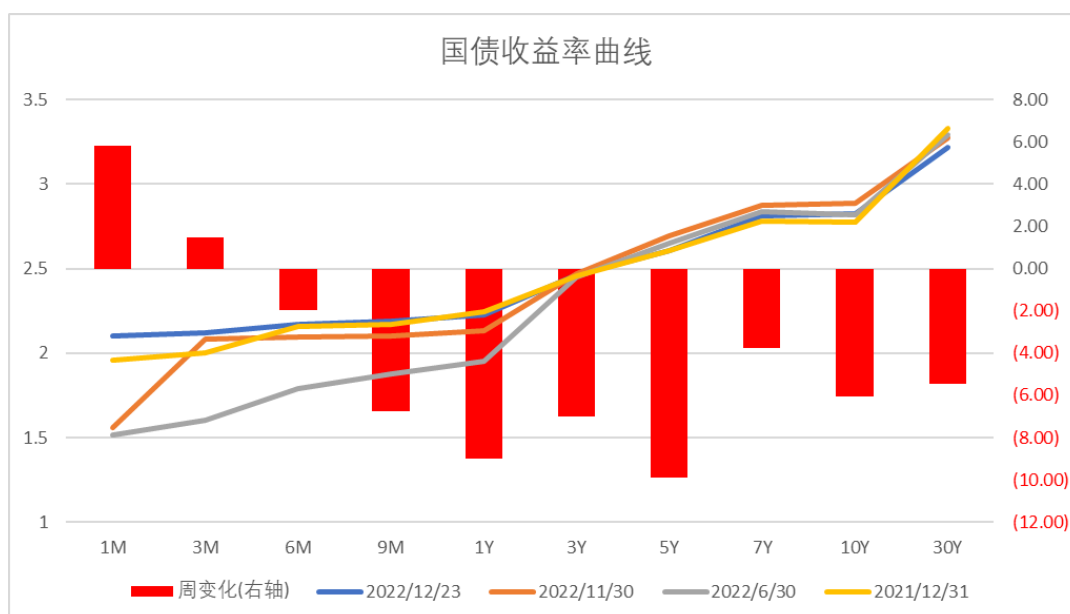
1、短期内，北京感染逐步达峰，出行数据释放积极信号，前期受制于疫情超预期的悲观情绪或有所缓解，推荐阶段性配置消费、医药，同时仍需提防后续春节期间疫情持续性与反复性超预期的风险。

2、后续海外流动性预期、地产信用及内需改善预期极容易出现反复，机构维持高度超配行业或仍需时间消化，中期看中小盘个股仍值得维持一定仓位。

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	100.4850	100.4350	338,795.0000	153,593.0000	-0.4541	0.7266
	0.535267634	0.4852	-184,524.0000	2395		



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 23 日.

4.3.1 上周，债市回暖，各期限利率大多明显下行，债市情绪回暖，主要影响因素为：央行重启 14 天逆回购投放工具呵护流动性、央行未调整 5 年期 LPR、理财赎回压力暂缓。目前债市逐步计价地产与疫情防控变化影响，经济基本面依旧低迷与疫情发展不确定性使得债市尚不具备连续大幅回调基础，但市场预期 23 年 2 季度经济大概率反弹，对债市交易形成压制，机构投资者负债端波动压力与风险偏好的降低短期内难见明显改善。

4.3.2 短期看，目前理财赎回压力有所企稳，央行对资金面较为呵护，债券市场或存阶段性交易机会，后续负债端仍是观察重点。此后信用扩张效果与货币政策仍是交易核心，国内宽信用预期增强叠加常态化货币宽松背景下，长债利率整体呈震荡格局。

目前我们对债券做中性配置，对债券的配置以久期策略为主，利率债偏波段机会，短端博弈机会优于长端，前期超调的商业银行二级资本债值得关注，强化对信贷数据跟踪，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。