

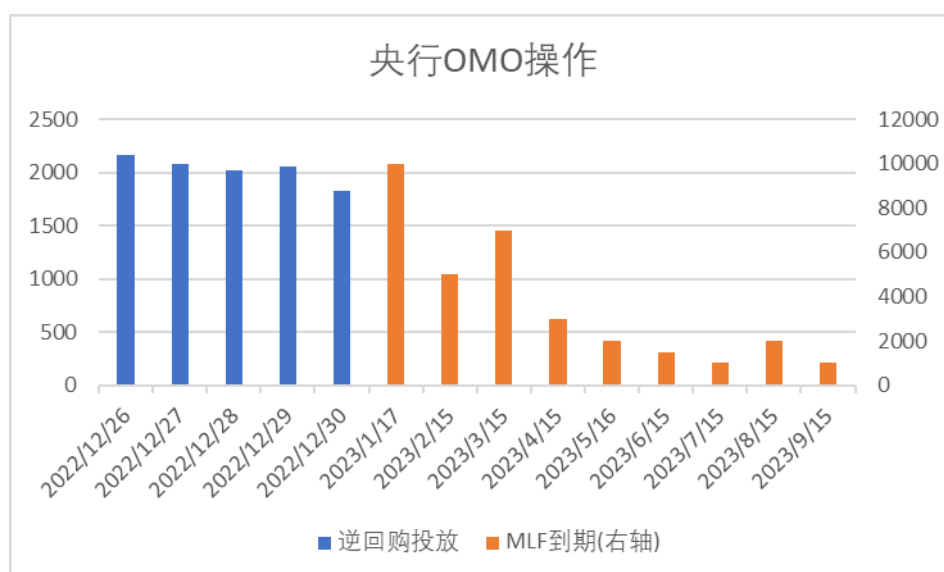
经济延续探底，预期边际向好

一、重要信息点评

1、12月26日，国家卫健委将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染，国务院联防联控机制发布公告，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”方案，对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者，同时取消来华人员入境后全员核酸检测和集中隔离。防疫政策进一步优化，防重症成为防疫工作新重点。

2、12月31日，统计局公布12月制造业PMI。12月制造业PMI 47%，前值48%，预期49.3，疫情冲击下经济压力进一步加大。从分项指数看，生产和需求项大幅度回落。生产端，医药、造纸、通用、化学景气度领先。供应商配送时间指数回落6.6个百分点至40.1%，疫情影响企业人员到岗、物流配送等。原材料库存指数回升，产成品库存指数回落，制造业主动去库存。企业生产经营活动预期方面，调查中多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖，企业预期有所改善。需求端，12月新订单指数回落2.5个百分点至43.9%，新出口订单指数回落2.5个百分点至44.2%，进口指数回落3.4个百分点至43.7%，内外需均回落。价格方面，12月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别回升1.6和0.9个百分点，外部定价与内部定价商品价格走势分化。内因主导商品中，疫情反复影响施工，煤炭、水泥价格回落。地产三支箭落地，政策预期改善，钢价、玻璃价格回升。生产转好预期+低库存支撑黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工价格上涨。外因主导商品中，需求走弱下原油价格继续下行。后续随着各城市陆续达峰后出行与生产修复，PPI或有向上动力；非制造业方面，服务业PMI继续大幅走弱，但国内及国际客运航班执飞量均明显恢复，航空运输业商务活动指数已经回升至60%的高位景气区间。建筑业PMI回落1个百分点至54.4%，基建施工受到疫情冲击，地产尚未见企稳迹象。整体看，疫情对经济的冲击仍未主要因素，经济内生动力偏弱，预计后续随着疫情逐步达峰后，经济会有修复性反弹。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

上周央行 OMO 投放 10140 亿, 同时到期 390 亿, 共计净投放 9750 亿。年底央行进行常规净投放。

生产	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	
高炉开工率(247家):全国	75.61	75.89	75.97	75.93	75.21	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
	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	284.14	287.64	284.93	276.94	271.63	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-11.50	-5.80	-3.32	-2.78	-0.06	↗
	2022/12/1	2022/12/8	2022/12/15	2022/12/22	2022/12/29	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	60.53	60.36	56.51	49.75	44.70	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	64.19	66.13	64.83	58.35	53.59	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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, 汽车钢胎开工率受元旦影响震荡走弱。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	2022/1/1	2022/12/11	2022/12/18	2022/12/25	2023/1/1	趋势
商品房成交面积:本月以来	29.57	41.96	41.23	40.73	23.44	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	9.65	10.04	9.44	8.84	15.52	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	10.82	21.89	21.05	21.79	4.37	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.10	10.02	10.74	10.10	3.55	震荡上行
	2022/11/27	2022/11/30	2022/12/11	2022/12/18	2022/12/25	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	3.27	31.15	19.81	20.40	15.64	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	0.55	26.42	21.38	25.55	24.54	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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, 但在此前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	2021/12/30	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	
农产品批发价格200指数	126.34	126.32	125.51	125.67	126.22	震荡
价格:生猪:外三元	16.53	22.54	20.25	16.98	18.18	↘
平均批发价:猪肉	23.17	32.12	30.13	26.56	25.96	↘
粮油批发价格200指数	111.85	116.87	117.09	117.39	117.51	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.02	4.56	4.57	4.89	5.04	震荡上行
平均批发价:7种重点监测水果	6.33	6.69	6.80	6.96	7.23	震荡上行
南华工业品指数	3,194.97	3,784.30	3,835.64	3,779.98	3,891.09	高位震荡
现货价:原油:英国布伦特Dtd	78.34	77.64	79.16	80.91	81.41	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

价格数据方面，农产品价格季节性上行力量偏弱显示内需不强。其中，蔬菜价格与水果价格随季节性维持震荡上行，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态势，但下行力量不强。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	1.76	2.07	10.56
COMEX黄金	1.44	4.67	0.08
LME铝	-0.04	0.38	-14.92
LME铜	0.29	4.19	-13.85
CBOT玉米	1.84	1.34	14.37
CBOT大豆	2.68	4.44	13.81
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-83.40	-248.70	751.94
美元兑人民币	-909.00	1933.00	5445.00
美元兑日元	-170.50	-694.50	1601.95

	2022/12/30	2022/12/24	2022/11/30	2022/1/1
ICE布油	85.99	84.55	86.64	77.94
COMEX黄金	1830.1	1806	1782.9	1830.5
	2022/12/30	2022/12/23	2022/11/30	2022/1/1
美元指数	103.4895	104.3235	105.9765	95.9701
美元兑人民币	6.8971	6.988	7.0904	6.3526
美元兑日元	131.1245	132.8295	138.0695	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

期货价格方面，上周各类期货价格除铝外整体回升，其中铜涨幅最小，大豆涨幅最大。ICE 布油收于 85.99 美元，涨 1.76%，COMEX 黄金收于 1830.1 美元，涨 1.44%。

上周美元指数下行 83.40BP，由于各国央行近期表现较为鹰派，相比之下美元则更为弱势，造成美元下行。在此背景下人民币上周升值 909 个基点，日元升值 170.5 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%	67.70%	32.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.70%	60.50%	25.70%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.20%	41.70%	39.80%	10.40%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.70%	39.50%	39.90%	12.30%	0.70%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	1.90%	15.60%	39.60%	33.00%	9.40%	0.50%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.60%	6.00%	22.80%	37.60%	26.00%	6.70%	0.40%
2023/11/1	0.00%	0.20%	2.60%	12.20%	28.20%	33.30%	18.90%	4.40%	0.20%
2023/12/13	0.10%	1.80%	9.00%	23.00%	31.70%	23.60%	9.10%	1.60%	0.10%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2022 年 12 月 30 日。

美联储加息预期方面，随着美国劳动力市场紧张推升工资，同时中国疫情防控优化释放需求，市场担心全球通胀出现共振上行。此外其他国家央行的鹰派也对美联储带来一定的同业压力。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。

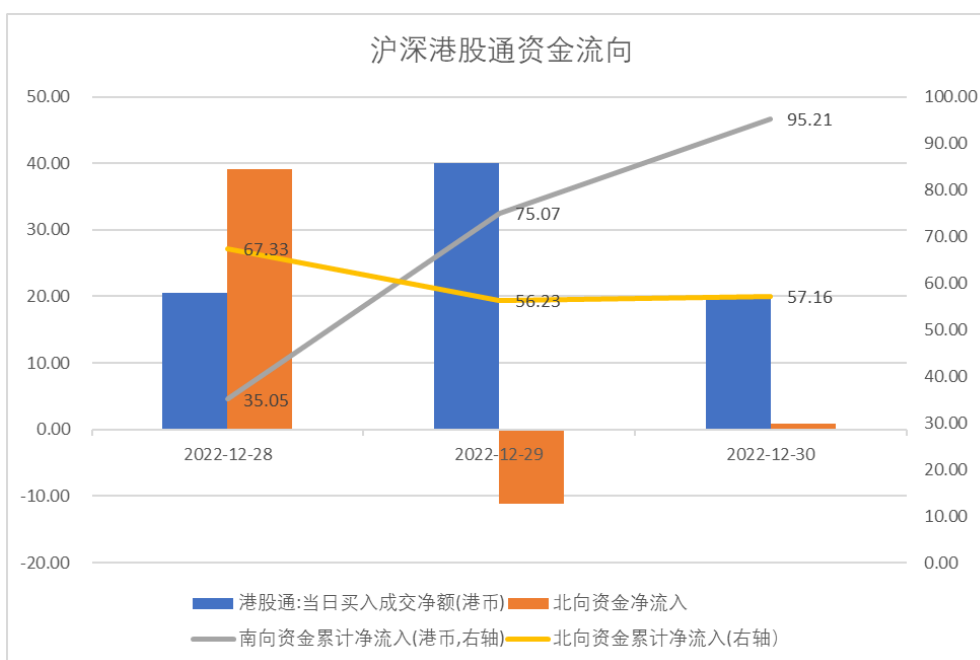
三、 市场表现回顾

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	平衡混合型	FOF 基金	总计
上周	数量	8	8	3	18	0	4	0	0	5	38
	发行规模(亿元)	117.64	117.64	4.27	44.99	0.00	5.81	0.00	0.00	3.94	176.66
上上周	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
本月以来	数量	67	58	6	42	1	25	0	0	13	153
	发行规模(亿元)	1300.43	1004.85	7.81	222.22	0.11	73.85	0.00	0.00	22.47	1626.76
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	9	2	1	0	2	3	2	2	9	1	31
上上周	4	1	0	0	1	2	2	0	10	3	23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 31 支，其中普通混合型基金 9 支，债券类基金（16 支）多于股票类基金（5 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 176.66 亿，发行规模较上上周大幅回落，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模基本持平。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 57.16 亿, 较上上周有所增加; 同时南向资金净流入 95.21 亿, 较上上周有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	0.74	1.10	-19.52
沪深300	1.13	0.48	-21.63
中小板指	1.39	-1.04	-26.49
万得全A	1.48	-2.12	-18.66
中证500	1.75	-4.74	-20.31
创业板指	2.65	0.06	-29.37
偏股混合型基金指数	2.66	-1.07	-21.03
科创50	4.30	-4.03	-31.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所回升, 其中科创 50 涨 4.30%, 涨幅最大。虽然 PMI 数据显示经济基本面仍然偏弱, 但市场预期 23 年一季度左右会迎来经济复苏, 在此背景下股市表现较好。偏股基金指数涨 2.66%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	0.22	-4.31	-29.87
低市净率指数	0.46	-3.28	-7.08
低市盈率指数	0.93	-2.73	-11.84
大盘指数	0.96	0.93	-21.49
茅指数	1.39	4.81	-22.00
高市净率指数	1.51	0.52	-25.83
小盘指数	1.54	-4.43	-20.99
高市盈率指数	3.90	-2.01	-25.56

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

上周 A 股各风格指数中, 绩优股指数及低 PB 指数分别涨 0.22% 及 0.46%, 表现最差; 高 PE 及小盘指数分别涨 3.90% 及 1.54%, 表现最好。上周市场小盘成长风格占优。

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
房地产	-2.76	煤炭	-10.88	电子	-36.54
建筑材料	-1.05	房地产	-9.07	建筑材料	-26.13
食品饮料	-0.79	建筑装饰	-7.02	传媒	-26.07
家用电器	-0.68	汽车	-6.43	计算机	-25.47
煤炭	-0.41	有色金属	-5.92	电力设备	-25.43
环保	2.38	传媒	2.33	美容护理	-6.74
电力设备	3.81	商贸零售	3.59	交通运输	-3.41
美容护理	3.88	社会服务	6.46	社会服务	-2.23
公用事业	4.23	美容护理	10.83	综合	10.57
国防军工	4.55	食品饮料	10.78	煤炭	10.95

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 30 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 26 个上涨, 5 个下跌。其中, 12 月 PMI 数据出炉并较此前继续下滑, 表面我国经济基本面仍在疫情扰动下处于偏弱状态, 在此背景下稳增长相关板块上周表现不佳。其中, 房地产、建筑材料、食品饮料、家用电器及煤炭行业分别跌 2.76% 至 0.41% 不等, 跌幅居前。另一方面, 虽然基本面较弱但预期向好, 在此背景下小盘成长股更为强势, 军工、公用事业、美容护理、电力设备及环保分别涨 2.38 至 4.55% 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	0.96	6.37	-15.46
恒生科技指数	0.11	8.70	-27.19

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 0.96%, 恒生科技指数涨 0.11%, A 股强势对港股起到了一定的拉动作用。

	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	-0.30	-8.73	-33.10
标普小盘600	-0.27	-6.91	-17.42
标普中盘400	-0.20	-5.72	-14.48
道琼斯工业指数	-0.17	-4.17	-8.78
标普500	-0.14	-5.90	-19.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

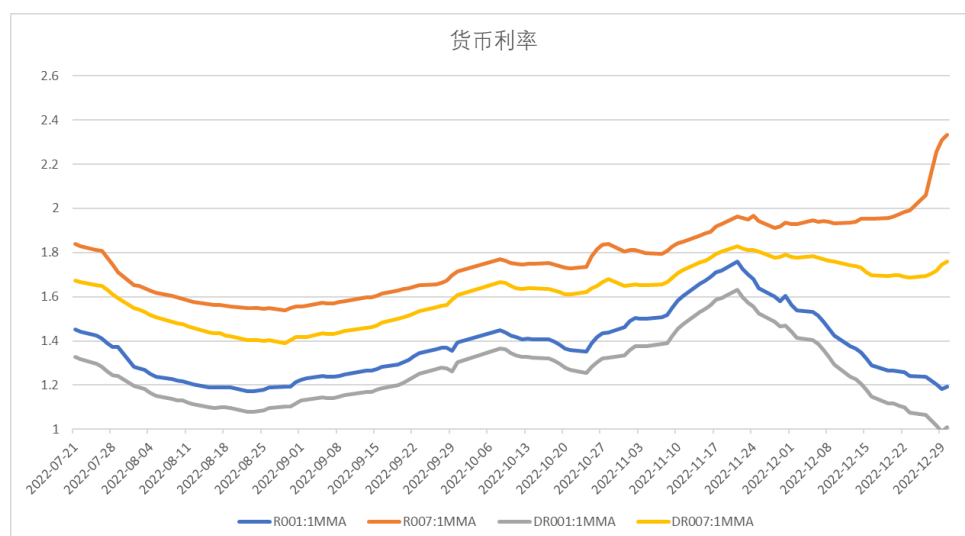
美股方面上周整体小幅回落，其中纳斯达克指数跌 0.30%，跌幅最大。美联储加息预期升温背景下美股面临压制。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-3.34	-9.55	-24.89
台湾加权指数	-0.94	-4.99	-22.40
日经225	-0.54	-6.70	-9.37
法国CAC40	-0.48	-3.93	-9.50
胡志明指数	-0.30	-3.13	-32.22
英国富时100	-0.28	-1.60	0.91
德国DAX	-0.12	-3.29	-12.35
印度SENSEX30	1.38	-3.25	4.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

其他海外市场方面，印度市场涨 1.38%，表现最好；韩国市场跌 3.34%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



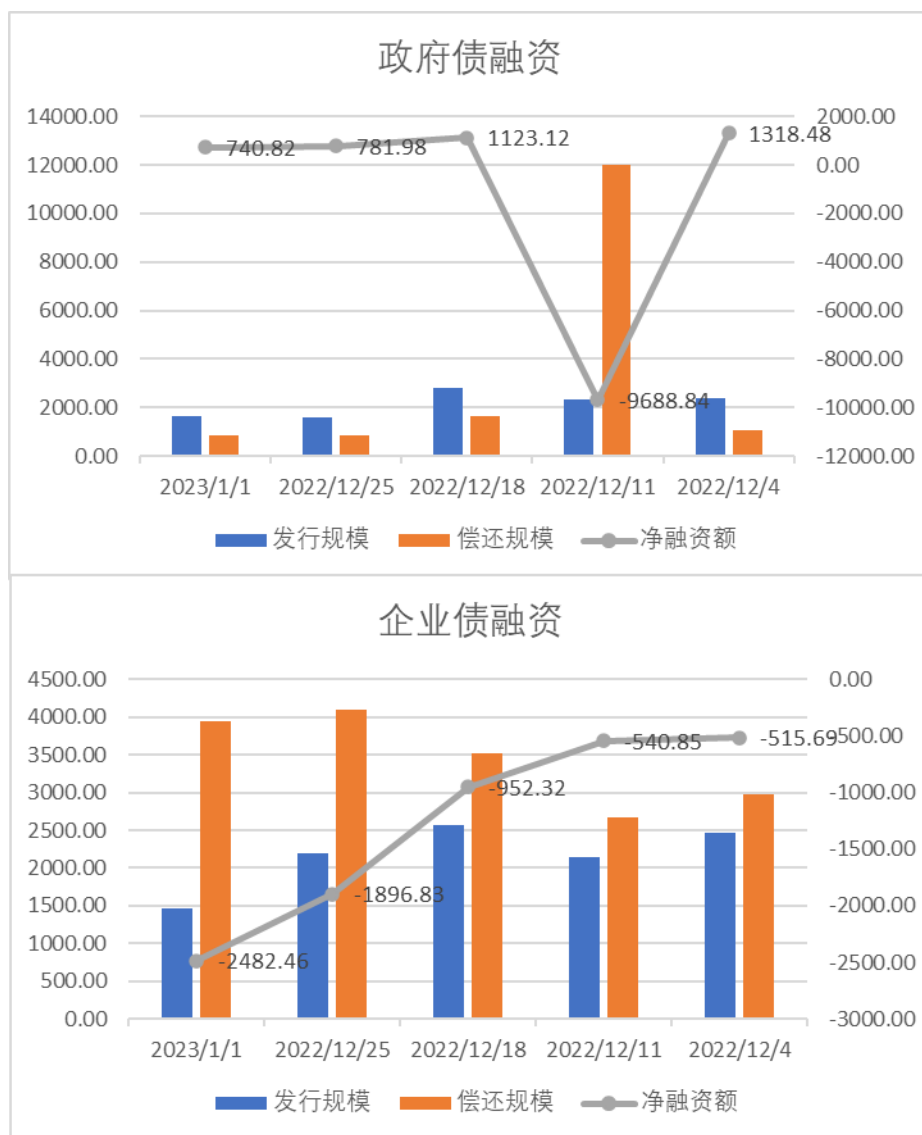
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

上周货币市场利率有所分化，DR001 一月均值降至 1.01，同时受跨年影响 R007 升至 2.33。跨年导致货币环境出现了一定的震荡。

	2022/11/30	2022/12/23	2022/12/30
1Y	1.27	1.2	1.4
6M	1.2	0.8	1.36
	2021/11/30	2021/12/23	2021/12/30
1Y	2.2209	0.834	2.0603
6M	1.9103	0.0802	1.6024
	2020/11/30	2020/12/23	2020/12/30
1Y	2.7685	2.7397	2.5366
6M	2.7228	2.6185	2.5017
	2019/12/1	2019/12/24	2019/12/31
1Y	2.4553	2.689	2.622
6M	2.4357	2.6489	2.622

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.4、1.36，低位有所回升，12 月社融较 11 月可能有所好转。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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 740.82 亿, 较上上周基本持平; 企业债净融资额-2482.46 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	2.10	2.40	2.64	2.84	国债	30.71	24.06	19.07	国债	-	-	-
国开债	2.23	2.54	2.83	2.99	国开债	31	28.95	15.95	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.76	3.20	3.50	-	AAA信用债	43.95	30.42	-	AAA信用债	52.53	65.48	66.95
AA+信用债	3.31	3.87	4.22	-	AA+信用债	56.07	34.84	-	AA+信用债	78.66	103.73	109.62
AA信用债	5.70	6.26	6.61	-	AA信用债	56.07	34.84	-	AA信用债	107.66	132.73	138.62
AA-信用债	1.17	2.05	2.07	-	AA-信用债	56.07	34.84	-	AA-信用债	346.66	371.73	377.62

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	-13	-6	4	1	国债	-4	-7	-5	-5	国债	-15	-5	4	6
国开债	-8	-3	3	1	国开债	-8	-12	-5	-2	国开债	-8	-3	5	-9
AAA信用债	-12	-10	-5	-	AAA信用债	9	11	21	-	AAA信用债	1	24	23	-
AA+信用债	-10	-8	2	-	AA+信用债	15	25	36	-	AA+信用债	14	46	44	-
AA信用债	-11	-10	0	-	AA信用债	22	27	31	-	AA信用债	25	16	5	-
AA-信用债	-11	-10	0	-	AA-信用债	22	27	31	-	AA-信用债	29	20	9	-

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	0.23	0.21	0.26	0.25	国债	0.51	0.90	0.56	国债	-	-	-
国开债	0.23	0.13	0.22	0.13	国开债	0.08	0.76	0.33	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.31	0.35	0.33	-	AAA信用债	0.61	0.45	-	AAA信用债	0.66	0.98	0.93
AA+信用债	0.39	0.36	0.26	-	AA+信用债	0.83	0.40	-	AA+信用债	0.73	0.99	0.99
AA信用债	0.67	0.62	0.38	-	AA信用债	0.48	0.23	-	AA信用债	0.74	0.94	0.71
AA-信用债	0.04	0.43	0.29	-	AA-信用债	0.44	0.20	-	AA-信用债	0.99	1.00	0.97

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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 1YAAA 下行 12BP, 幅度最大。利率债则整体短端下行长端上行, 1Y 国开债下行 13BP, 幅度最大。一方面, PMI 数据显示经济基本面偏弱带动利率下行; 另一方面, 23 年经济企稳可期使得长端利率面临一定压制。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	7	10	-3	国债	-3	2	0	国债	9	9	2
国开债	5	6	-3	国开债	-4	7	3	国开债	5	8	-14
AAA信用债	2	6	-	AAA信用债	3	10	-	AAA信用债	23	-1	-
AA+信用债	2	11	-	AA+信用债	11	11	-	AA+信用债	32	-2	-
AA信用债	1	11	-	AA信用债	6	4	-	AA信用债	-9	-11	-
AA-信用债	1	11	-	AA-信用债	6	4	-	AA-信用债	-9	-11	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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	-4	-7	-8	AAA信用债	17	24	27	AAA信用债	9	27	18
AA+信用债	-2	-5	-1	AA+信用债	23	38	42	AA+信用债	23	49	39
AA信用债	-3	-7	-3	AA信用债	30	40	37	AA信用债	34	19	0
AA-信用债	-3	-7	-3	AA-信用债	30	40	37	AA-信用债	38	23	4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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, 上周信用债收益率大幅下行导致信用利差整体收窄, 目前大部分券种仍位于 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	2.58	2.77	2.92	--	--
国有银行	1.95	2.50	2.55	2.63	2.58
股份银行	2.16	2.29	2.50	2.45	2.60
城商行	2.60	2.75	2.87	2.95	3.06
农商行	2.83	2.93	2.96	2.96	3.05
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-25	0	15	--	--
国有银行	0	1	0	0	-9
股份银行	-42	-17	-11	-18	-5
城商行	-17	2	8	9	5
农商行	-9	8	13	-1	13
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	373.2	1865.3	1111.7	117.4	212.7
国有银行	0	253	318	0	20
股份银行	120	1010	288	80	24
城商行	234	508	342	21	133
农商行	19	95	164	17	35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体震荡, 其中发行规模最多的 3M 股份银行下行 17BP, 3M 城商行上行 2BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.63	3.05	3.29	AAA+	39.60	50.60	45.75	AAA+	0.494	0.973	0.868
AAA	2.71	3.17	3.50	AAA	47.83	63.23	66.92	AAA	0.565	0.978	0.93
AAA-	2.85	3.35	3.69	AAA-	61.62	81.08	86.25	AAA-	0.654	0.989	0.948
AA+	3.01	3.57	3.91	AA+	77.62	103.08	108.25	AA+	0.709	0.992	0.978
AA	3.44	4.00	4.34	AA	120.62	146.08	151.25	AA	0.84	0.996	0.934
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.86	3.28	3.52	AAA	62.85	73.64	68.47	AAA	0.63	0.985	0.856
AA+	3.11	3.69	3.93	AA+	87.47	114.56	109.47	AA+	0.754	0.992	0.985
AA	3.68	4.20	4.44	AA	144.47	166.06	160.97	AA	0.961	0.995	0.982
AA(2)	4.18	4.63	4.92	AA(2)	194.47	209.06	208.97	AA(2)	0.965	0.968	0.916

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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	2.92	3.17	3.42	3.61	3.73	利率变化(BP)	-2.85	-5.96	-0.23	-1.56	0.01	利率分位数	0.42	0.44	0.45	0.42	0.43
当前利差	37.47	37.60	55.54	62.46	61.51	利差变化(BP)	11.43	2.20	1.81	5.42	3.37	利差分位数	0.98	0.82	0.94	0.97	0.94

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 30 日。

上周二级资本债收益率大体呈下行。其中 2Y 下行 5.96BP, 下行幅度最大。历史来看, 利差分位数处于 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-	3.15	3.78	4.08	4.22	AAA-	59.61	91.52	96.52	74.93	AAA-	-2.65	-6.52	-1.54	1.21
AA+	3.25	3.87	4.18	4.32	AA+	57.79	85.29	90.58	68.60	AA+	-1.64	-5.53	-0.54	2.21
AA	3.70	4.34	4.65	4.79	AA	87.79	113.29	118.58	96.60	AA	3.36	-1.53	3.46	6.21
AA-	4.62	5.28	5.59	5.73	AA-	150.79	171.29	176.58	154.60	AA-	3.36	-1.53	3.46	6.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

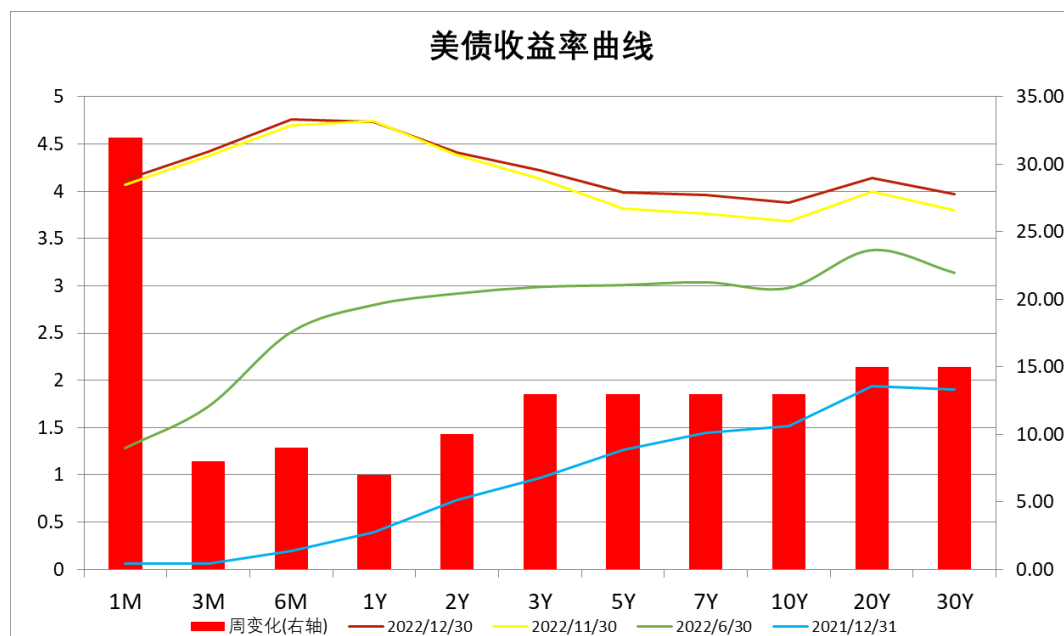
永续债方面呈短端下行长端上行, 其中 3Y AAA-下行幅度最大, 达 6.52BP; 10YAA 及 AA-上行幅度最大, 达 6.21BP。

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	2.56	2.87	3.18	3.61	AAA级RMBS	33.23	33.19	34.50	61.95	AAA级RMBS	0.2	0.307	0.12	0.338
AAA级消金	2.75	3.20	3.51	3.81	AAA级消金	51.70	65.86	68.30	82.08	AAA级消金	0.31	0.605	0.452	0.344
AAA级企业ABS	2.94	3.49	3.82	4.08	AAA级企业ABS	70.96	94.52	98.63	108.72	AAA级企业ABS	0.416	0.883	0.838	0.66
AAA级ABN	2.85	3.28	3.65	3.96	AAA级ABN	61.88	74.19	82.17	96.44	AAA级ABN	0.346	0.557	0.509	0.426

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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，随着此前债市快速调整到位，部分券种出现了一定的配置机会。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 30 日.

美债方面，上周整体呈上行。其中，1M 上行 32BP，幅度最大。加息预期抬升背景下美债利率有所上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂小幅缓解，目前利差为 53BP，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。

四、 资产配置观点

指标(2022/12/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	47	----	----	48
工业增加值:当月同比	----	2.7	----	2.2
GDP:不变价:当季同比	----	2.88	----	----
固定资产投资:累计同比	----	5.47	----	5.3
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	9.3
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-9.8
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	11.65
社会消费品零售总额:当月同比	----	-1.6	----	-5.9
出口金额:当月同比	----	-6.7	----	-8.9
社会融资规模:当月值	----	23300	----	19874
社会融资规模存量:同比	----	----	----	10
M2:同比	----	11.68	----	12.4
社融-M2	----	----	----	-2.4
CPI:当月同比	----	2.09	----	1.6
PPI:全部工业品:当月同比	----	-0.6	----	-1.3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.

4.1.1 经济延续承压，预期边际好转

12 月各项数据显示疫情冲击下，经济向下压力依旧较大。12 月官方制造业 PMI 47%，前值 48%，预期 49.3，创全年新低。从分项指数看，生产和需求项大幅度回落，拖累明显。12 月生产指数为 44.6%，回落 3.2 个百分点，生产大幅回落。分行业看，医药、造纸、通用、化学景气度领先。供应商配送时间指数回落 6.6 个百分点至 40.1%，疫情影响企业人员到岗、物流配送等，供应链问题更加紧张。库存方面，12 月原材料库存指数回升 0.4 个百分点至 47.1%，产成品库存指数回落 1.5 个百分点，制造业主动去库存。企业生产经营活动预期方面，统计局称“调查中多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖。”，企业预期边际好转。需求端，12 月新订单指数回落 2.5 个百分点至 43.9%，新出口订单指数回落 2.5 个百分点至 44.2%，内外需均回落。从高频数据看，韩国 12 月前 20 日出口同比-8.8%，指向外需回落压力较大，海外零售商高库存叠加国内疫情扰动供应链影响下，预计 12 月出口同比增速继续回落。价格方面，通胀短期内压力不大，中期有潜在上行动力。12 月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别回升 1.6 和 0.9 个百分点，外部定价与内部定价商品价格走势分化。内因主导商品中，疫情反复影响施工，煤炭、水泥价格回落。地产三支箭落地，政策预期改善，钢价、玻璃价格回升。生产转好预期与低库存支撑黑色金属冶炼及

压延加工、有色金属冶炼及压延加工价格上涨。外因主导商品中，需求走弱下原油价格继续下行。后续中国城市陆续达峰后出行与生产修复，PPI 或有向上动力。非制造业延续承压，12 月非制造业商务活动指数回落 5.1 个百分点至 41.6%，其中服务业 PMI 回落 5.7 个百分点至 39.4%，继续大幅走弱。行业上，接触性聚集性行业中道路运输、住宿、餐饮、零售、居民服务商务活动指数低于 35.0%，受疫情冲击明显，但国内及国际客运航班执飞量均明显恢复，航空运输业商务活动指数恢复较快，已经回升至 60% 的高位景气区间。整体看，服务业受到疫情大幅冲击；建筑业 PMI 回落 1 个百分点至 54.4%，基建施工受到疫情冲击，地产施工小幅回落，保教楼是重心，地产销售未见企稳迹象。

整体看，疫情冲击下，经济延续弱现实与强预期的组合，内外需均走弱，地产尚未企稳，但企业预期好转，12 月中旬开始，北京拥堵延时指数快速反弹，航空运输业强势回暖。后续基本面上地产销售与消费数据恢复斜率仍是重心。

4.2 股票市场观点

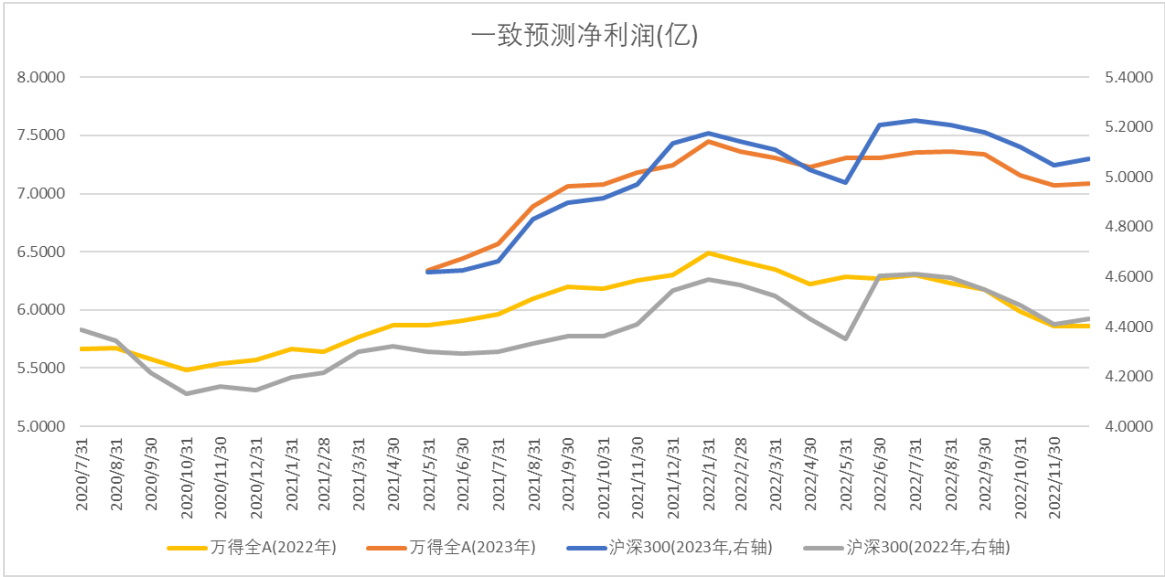
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.35 倍，处于 13% 分位水平，股权溢价率 2.99%，处于 84% 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	9.31	8.38	1.25	7.75	0.13	0.17	0.47	0.90
沪深300	11.32	9.34	1.34	5.84	0.15	0.13	0.11	0.91
中小板指	23.37	14.94	3.25	1.29	0.11	0.02	0.18	0.97
创业板指	38.91	23.45	4.96	-0.42	0.15	0.14	0.40	0.94
中证500	22.62	14.41	1.68	1.43	0.42	0.09	0.14	0.71
万得全A	16.72	12.35	1.59	2.99	0.26	0.13	0.13	0.84

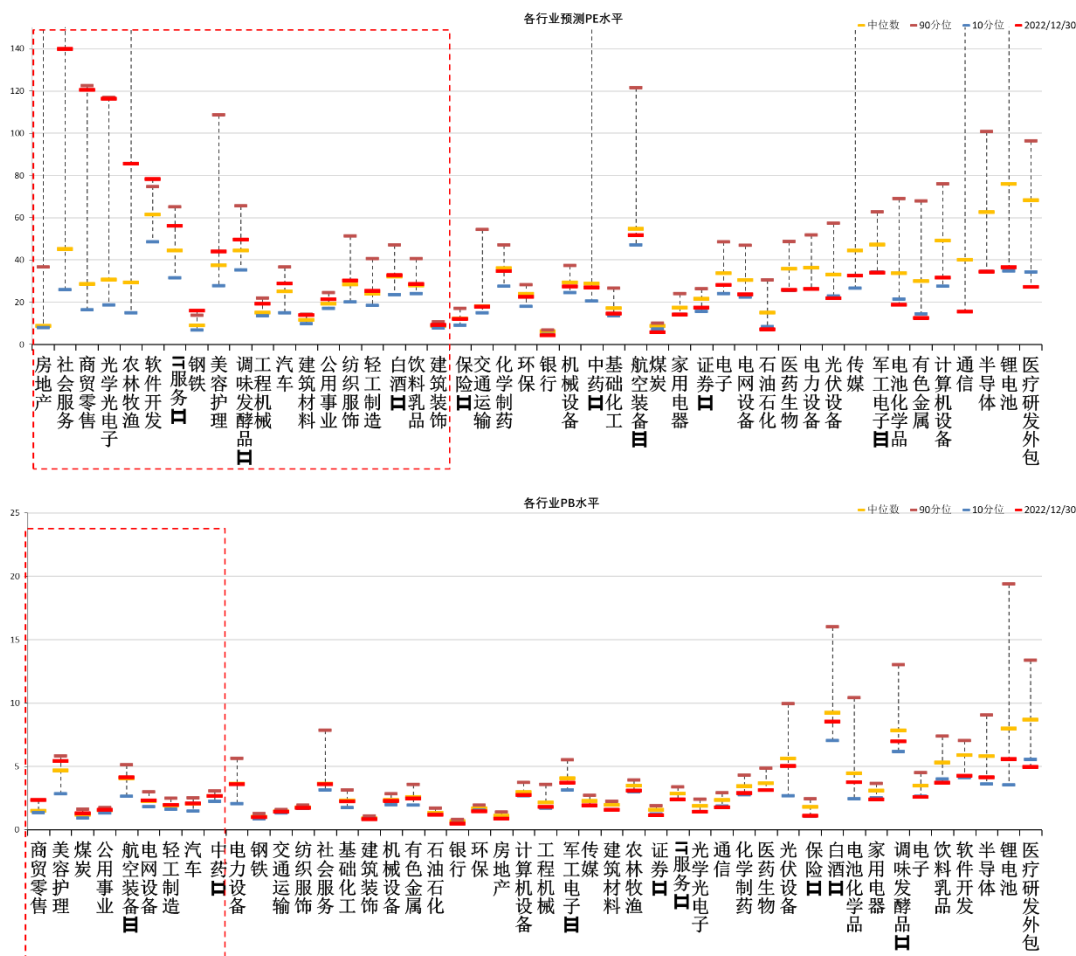
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.71	0.98	6.42	0.27	0.22	0.27
标普500	20.08	3.75	1.10	0.14	0.59	0.08
纳斯达克指	27.96	3.90	-0.30	0.09	0.06	0.14
德国DAX	13.17	1.55	----	0.17	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.60	----
英国富时100	14.12	1.57	----	0.16	0.16	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.32	0.32	----
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	0.79	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周 A 股震荡上行，赛道股反弹，军工、公用事业、电力设备占优，出入境政策大幅优化提振市场情绪，政策进入空窗期、节前观望情绪加重下，市场成交量延续低迷。港股市场上涨，公用事业、医疗保健领涨。美股市场调整，大盘成长风格相对占优，金融、能源表现较好。

4.2.3 此前地产信用、疫情防控政策优化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，疫情反复下经济复苏方向确定但过程一波三折，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，但后续需求端复苏斜率未知。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

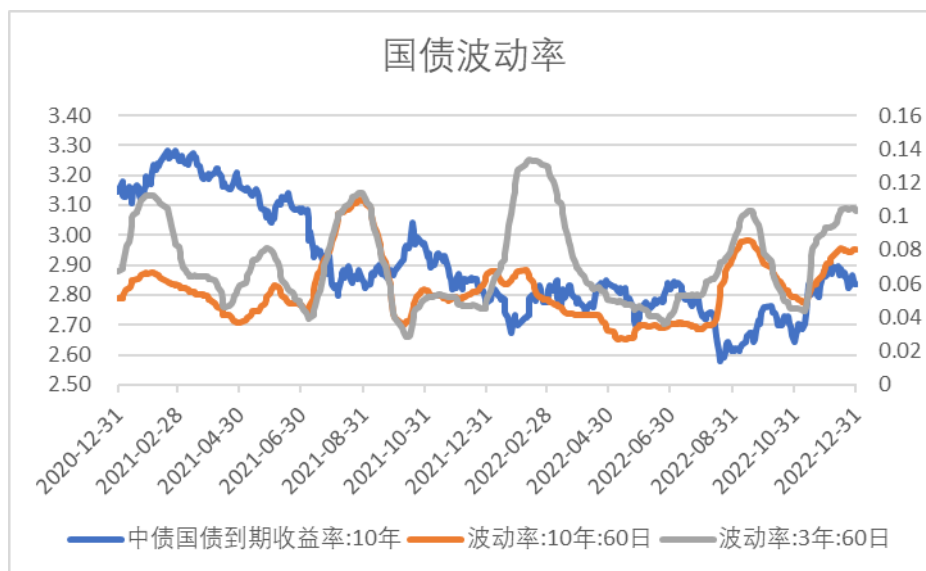
将呈改善趋势。当前强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡的结构化行情为主，近期调整后配置时机或在渐行渐近。

4.2.4 配置方向上关注：

1、短期内，高频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。

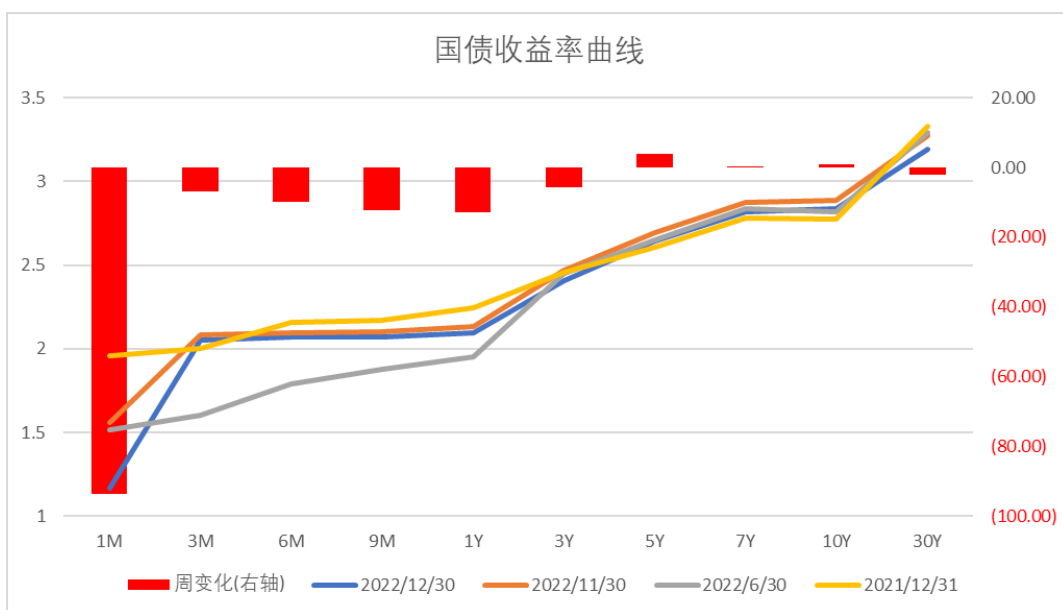
2、后续海外流动性预期、地产信用及内需改善预期极容易出现反复，机构维持高度超配行业或仍需时间消化，中期看中小盘个股仍值得维持一定仓位。

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	100.2250	100.2400	234,334.0000	150,029.0000	-0.8325	0.7227
	-0.209090457	-0.1942	-38,753.0000	-3564		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 30 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 2022 年 12 月 30 日.

4.3.1 上周，债市利率先上后下，全周小幅上行，主要影响因素为：上半周防疫政策再次大幅优化、资金面跨年流动性压力较大，压制市场表现，下半周央行逆回购投放力度较大，资金面转为宽松，利率转为下行。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，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，同时仍需防范1月理财大量定开产品到期冲击，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。