

经济底部震荡，预期边际好转

一、重要信息点评

1、1月4日，中国人民银行工作会议召开，央行部署2023年七大重点工作，强调大力提振市场信心，加大金融对国内需求和供给体系的支持力度，持续深化金融改革，有序推进数字人民币试点。防范化解重大金融风险仍是重点工作，整体货币定调延续合理充裕，各类企业均将获得货币政策支持，有利于支撑经济改善。

2、1月5日，国务院港澳事务办公室发布《关于优化内地与港澳人员往来措施的通知》，防疫政策再度优化。通知提出，自2023年1月8日起，恢复办理内地居民旅游、商务赴香港签注，恢复在香港、澳门国际机场转机/过境进入内地服务。不再对自香港入境人员实施全员核酸检测，自香港入境人员凭行前48小时新冠病毒感染核酸检测阴性结果入境，自澳门入境人员如7天内无外国或其他境外地区旅居史，无需凭行前新冠病毒感染核酸检测阴性结果入境。此次优化有利于春节期间赴港客流恢复，推动出行产业链修复。

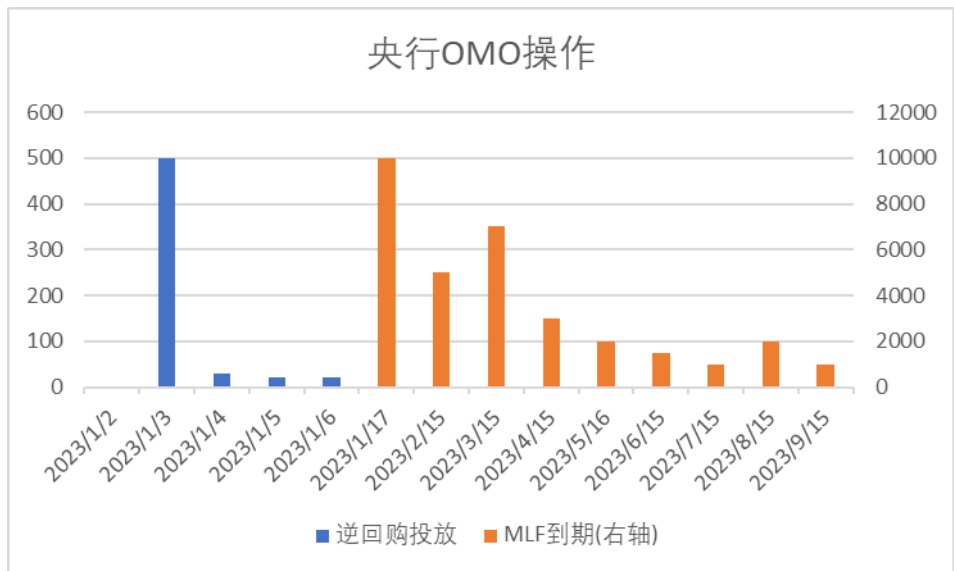
3、1月5日，央行、银保监会发布通知建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。自2022年第四季度起，各城市政府可于每季度末月，以上季度末月至本季度第二个月为评估期，对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。当日住建部长倪虹在接受央视专访时表示，对于购买第一套住房的要大力支持，首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持，以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。对于购买三套以上住房的，原则上不支持，不给投机炒房者重新入市留有空间。该政策作用在房地产需求端，有利于各地政府因城施策用好政策工具箱，支持刚性住房需求，有助于地产销售端企稳。

4、1月4日，美联储公布12月货币政策会议纪要偏鹰派，美联储官员重申降通胀决心，且没有与会者预期2023年降息是合适的。纪要公布后市场解读为并未超出预期，各类资产反应偏平淡。

5、1月6日，美国发布22年12月非农数据，其中就业人口新增22.3万人，前值25.6万人，预期20万人。失业率意外回落至3.5%，预期3.7%，前值3.7%，主因劳动参与率回升。市场较为看重的12月平均时薪环比增长0.3%，低于市场

预期。薪资增速超预期放缓叠加就业市场温和，美国经济软着陆预期有所升温，后续仍需观察通胀数据趋势。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

上周央行 OMO 投放 570 亿，同时到期 16580 亿，共计净回笼 16010 亿。年后央行进行常规净回笼。

生产	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	
高炉开工率(247家):全国	75.89	75.97	75.93	75.21	74.64	震荡下行
	2022/11/10	2022/11/20	2022/11/30	2022/12/10	2022/12/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	198.68	200.20	202.85	198.67	196.38	低位震荡
	2022/12/9	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	287.64	284.93	276.94	271.63	247.75	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-5.80	-3.32	-2.78	-0.06	4.19	↑
	2022/12/8	2022/12/15	2022/12/22	2022/12/29	2023/1/5	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	60.36	56.51	49.75	44.70	44.25	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	66.13	64.83	58.35	53.59	51.52	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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，不过假期和疫情短期快速攀升仍会造成一定扰动。

需求	2022/1/7	2022/12/17	2022/12/24	2022/12/31	2023/1/7	趋势
商品房成交面积:本月以来	41.59	41.75	41.10	46.45	38.96	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.49	9.68	8.92	9.30	11.77	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	22.41	21.68	22.08	26.69	19.47	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	7.69	10.40	10.11	10.46	7.72	震荡上行
	2022/11/30	2022/12/11	2022/12/18	2022/12/25	2022/12/31	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	31.15	34.63	30.36	22.67	8.34	震荡下行
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	26.42	34.40	35.55	36.22	20.77	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

需求数据方面, 商品房成交面积节后震荡回升, 同时虽然地产整体在“房住不炒”大背景下较 21 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, 车辆销售数据则震荡回落。关注疫情政策优化后消费数据能否企稳回升。

价格	2022/1/6	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	
农产品批发价格200指数	127.14	125.51	125.67	126.22	128.79	震荡
价格:生猪:外三元	15.68	20.25	16.98	18.18	15.20	↓
平均批发价:猪肉	22.94	30.13	26.56	25.96	25.13	↓
粮油批发价格200指数	111.73	117.09	117.39	117.51	117.82	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.08	4.57	4.89	5.04	5.34	震荡上行
平均批发价:7种重点监测水果	6.53	6.80	6.96	7.23	7.33	震荡上行
南华工业品指数	3,288.70	3,835.64	3,779.98	3,891.09	3,801.62	高位震荡
现货价:原油:英国布伦特Dtd	82.41	79.16	80.91	81.41	77.45	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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, 需求走弱将带动海外能源价格回落, 而我国工业品价格走势则更多取决于未来经济复苏力度。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-8.51	-8.51	-8.51
COMEX黄金	2.43	2.43	2.43
LME铝	-2.96	-2.96	-2.96
LME铜	2.84	2.84	2.84
CBOT玉米	-3.72	-3.72	-3.72
CBOT大豆	-2.10	-2.10	-2.10
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	41.96	41.96	41.96
美元兑人民币	-626.00	-626.00	-626.00
美元兑日元	97.75	97.75	97.75

	2023/1/6	2023/1/1	2022/12/31	2023/1/1
ICE布油	78.6	85.99	85.99	85.99
COMEX黄金	1870.5	1830.1	1830.1	1830.1
	2023/1/6	2022/12/30	2022/12/31	2023/1/1
美元指数	103.9091	103.4895	103.4895	103.4895
美元兑人民币	6.8345	6.8971	6.8971	6.8971
美元兑日元	132.102	131.1245	131.1245	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格除黄金及铜铝外整体回落, 其中铜涨幅最大, 石油跌幅最大。ICE 布油收于 78.6 美元, 跌 8.51%, COMEX 黄金收于 1870.5 美元, 涨 2.43%。

上周美元指数上行 41.96BP, 美联储 12 月 FOMC 纪要显示官员抗击通胀决心, 市场部分 23 年下半年就进行降息的预期可能落空, 同时最新的 ADP 就业数据超预期支持美联储保持鹰派。在此背景下人民币上周升值 626 个基点, 日元贬值 97.75 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%	75.70%	24.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.10%	66.80%	20.10%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.30%	46.90%	37.40%	7.40%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.80%	44.90%	37.90%	9.00%	0.40%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	16.10%	43.30%	31.40%	7.10%	0.30%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.70%	7.20%	26.40%	38.80%	22.20%	4.50%	0.20%
2023/11/1	0.00%	0.30%	3.30%	14.90%	31.40%	32.10%	15.10%	2.80%	0.10%
2023/12/13	0.20%	2.90%	13.50%	29.40%	32.00%	17.20%	4.30%	0.40%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 1 月 6 日.

美联储加息预期方面, 12 月 FOMC 纪要中, 美联储官员表示市场对降息过于乐观而低估了联储维持高利率的意愿, 同时 ADP 就业数据超预期意味着工资短时间内仍将居高不下。在此背景下, 市场长期加息预期有所抬升。目前中性预期 23 年 2 月的 FOMC 会议将继续加息 25BP, 后续在此基础上继续加息 25-50BP, 并在 11 月或 12 月开始降息。

三、 市场表现回顾

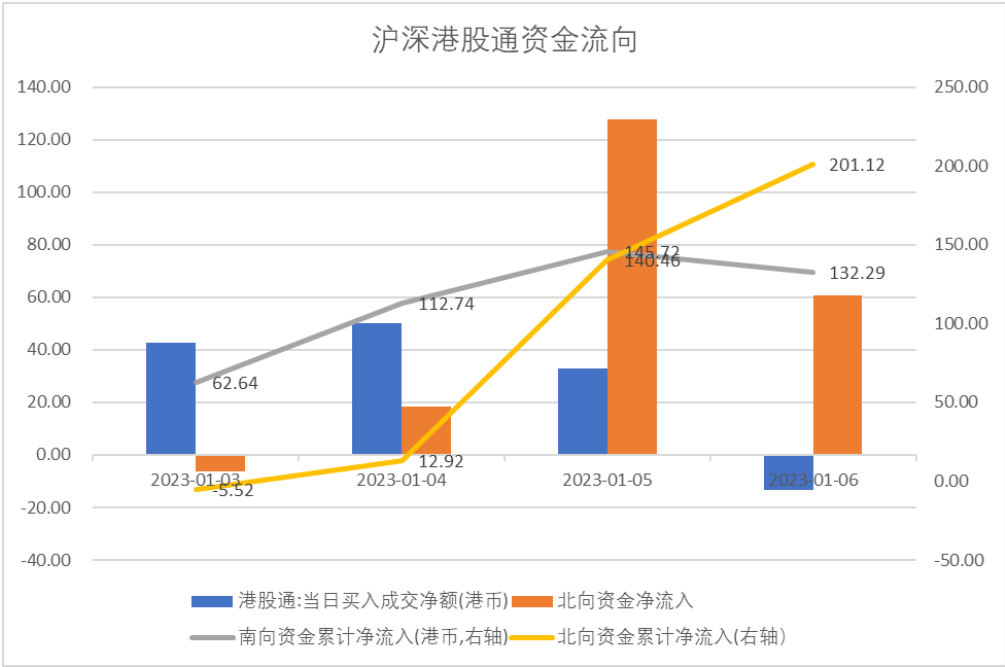
a) 股票市场

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	0	0	1	3	0	1	0	0	1	6
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	2.18	2.95	0.00	4.47	0.00	0.00	0.00	9.60
上上周	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
本月以来	数量	0	0	1	3	0	1	0	0	1	6
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	2.18	2.95	0.00	4.47	0.00	0.00	0.00	9.60
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	0	4	1	1	1	4	3	24
上上周	9	2	1	0	2	3	2	2	9	1	31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 24 支, 其中普通混合型基金 8 支, 债券类基金 (6 支) 少于股票类基金 (7 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边,

上周基金共计发行 9.60 亿，元旦假期导致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 2023 年 1 月 6 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入 201.12 亿，较上上周有所增加；同时南向资金净流入 132.29 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
中小板指	2.30	2.30	2.30
中证500	2.53	2.53	2.53
沪深300	2.82	2.82	2.82
万得全A	2.91	2.91	2.91
上证50	2.97	2.97	2.97
创业板指	3.21	3.21	3.21
偏股混合型基金指数	3.25	3.25	3.25
科创50	3.25	3.25	3.25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

A 股表现来看，上周主要板块均有所回升，其中科创 50 涨 3.25%，涨幅最大。疫情峰值回落叠加政策继续出台都对经济复苏形成提振，在此背景下股市表现较好。偏股基金指数涨 3.25%

	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	1.61	1.61	1.61
低市盈率指数	2.54	2.54	2.54
茅指数	2.67	2.67	2.67
大盘指数	2.90	2.90	2.90
绩优股指数	3.05	3.05	3.05
小盘指数	3.15	3.15	3.15
高市净率指数	3.43	3.43	3.43
高市盈率指数	3.80	3.80	3.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

上周 A 股各风格指数中, 低 PE 指数及低 PB 指数分别涨 2.54%及 1.61%, 表现最差; 高 PE 及高 PB 指数分别涨 3.80%及 3.43%, 表现最好。上周市场小盘成长风格占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
农林牧渔	-1.22	农林牧渔	-1.22	农林牧渔	-1.22
社会服务	-0.96	社会服务	-0.96	社会服务	-0.96
交通运输	-0.15	交通运输	-0.15	交通运输	-0.15
美容护理	0.05	美容护理	0.05	美容护理	0.05
煤炭	0.06	煤炭	0.06	煤炭	0.06
家用电器	4.47	家用电器	4.47	家用电器	4.47
电力设备	4.95	电力设备	4.95	电力设备	4.95
通信	5.05	通信	5.05	通信	5.05
建筑材料	5.08	建筑材料	5.08	建筑材料	5.08
计算机	5.15	计算机	5.15	计算机	5.15

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 28 个上涨, 3 个下跌。其中, 计算机、通讯及电力设备等成长行业分别涨 5.15%、5.05%及 4.95%, 成长风格在市场炒作复苏预期时表现优于风格。同时, 随着地产政策继续出台以及房地产销售数据接连好转, 家用电器及建筑材料等地产产业链行业上周分别涨 4.47%及 5.08%, 涨幅居前。另一方面, 猪价持续下跌对养殖行业盈利形成压制, 在此背景下农林牧渔行业上周跌 1.22%, 跌幅最大。此外, 元旦出行数据在疫情影响下恢复缓慢, 社会服务及交通运输行业受此影响分别跌 0.96%及 0.15%, 表现不佳。同时, 中华医美分会发布阳性患者进行医美的指导意见, 市场担心医美板块疫后修复受到较大影响, 在此背景下美容护理上周涨 0.05%, 涨幅较小。

	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	6.12	6.12	6.12
恒生科技指数	7.32	7.32	7.32

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 6.12%，恒生科技指数涨 7.32%，我国地产及疫情修复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	0.98	0.98	0.98
标普500	1.45	1.45	1.45
道琼斯工业指数	1.46	1.46	1.46
标普小盘600	2.45	2.45	2.45
标普中盘400	2.45	2.45	2.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

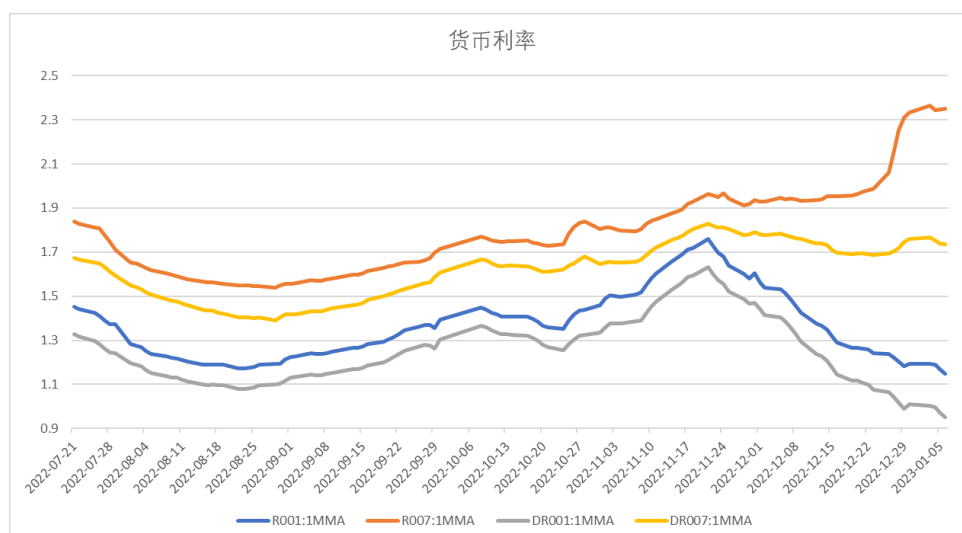
美股方面上周整体回升，其中标普中盘 400 涨 2.45%，涨幅最大。虽然非农就业数据超预期，但时薪增速低于预期使得市场对工资通胀螺旋的担忧有所缓解，在此背景下美股有所反弹。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-1.54	-1.54	-1.54
日经225	-0.46	-0.46	-0.46
台湾加权指数	1.67	1.67	1.67
韩国综合指数	2.40	2.40	2.40
英国富时100	3.32	3.32	3.32
胡志明指数	4.76	4.76	4.76
德国DAX	4.93	4.93	4.93
法国CAC40	5.98	5.98	5.98

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

其他海外市场方面，法国市场涨 5.98%，表现最好；印度市场跌 1.54%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



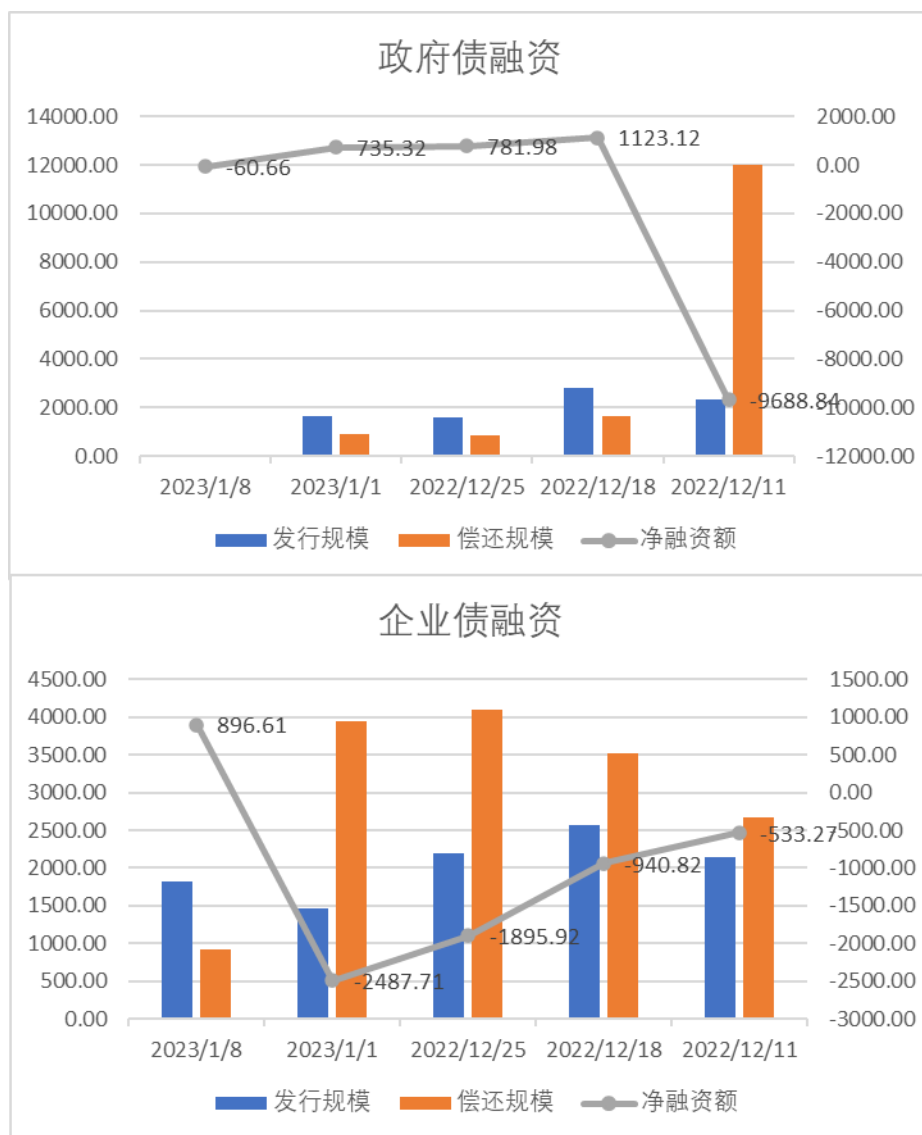
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

上周货币市场利率继续回落，DR001 一月均值降至 0.95，货币环境较上周更为宽松。

	2022/11/30	2022/12/30	2023/1/6
1Y	1.27	1.4	1.65
6M	1.2	1.36	1.8
	2021/11/30	2021/12/30	2022/1/6
1Y	2.2209	2.0603	2.6149
6M	1.9103	1.6024	2.6708
	2020/11/30	2020/12/30	2021/1/6
1Y	2.7685	2.5366	2.7915
6M	2.7228	2.5017	2.7165
	2019/12/1	2019/12/31	2020/1/7
1Y	2.4553	2.622	2.6927
6M	2.4357	2.622	2.6393

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.65、1.8，低位继续回升，社融中的贷款部分持续好转。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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-60.66 亿, 较上上周有所回落; 企业债净融资额 896.61 亿, 较上上周有所回升。

从高频数据看, 企业债及贷款较此前有所回暖, 预计社融中的中长期部分会出现一定的回升。

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	2.44	2.65	2.83	国债	34.49	20.76	18.33	国债	-	-	-
国开债	2.26	2.63	2.84	2.96	国开债	36.87	20.81	11.78	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.62	3.08	3.46	-	AAA信用债	46.78	37.8	-	AAA信用债	35.44	45.35	62.34
AA+信用债	2.85	3.49	3.91	-	AA+信用债	63.9	42.22	-	AA+信用债	58.57	85.6	107.01
AA信用债	3.19	3.83	4.24	-	AA信用债	63.9	41.22	-	AA信用债	92.57	119.6	140.01
AA-信用债	5.58	6.22	6.63	-	AA-信用债	63.9	41.22	-	AA-信用债	331.57	358.6	379.01

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	0	4	0	0	国债	0	4	0	0	国债	0	4	0	0
国开债	3	9	1	-3	国开债	3	9	1	-3	国开债	3	9	1	-3
AAA信用债	-14	-11	-4	-	AAA信用债	-14	-11	-4	-	AAA信用债	-14	-11	-4	-
AA+信用债	-17	-9	-2	-	AA+信用债	-17	-9	-2	-	AA+信用债	-17	-9	-2	-
AA信用债	-12	-4	2	-	AA信用债	-12	-4	2	-	AA信用债	-12	-4	2	-
AA-信用债	-12	-4	2	-	AA-信用债	-12	-4	2	-	AA-信用债	-12	-4	2	-

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	0.25	0.26	0.25	国债	0.63	0.78	0.50	国债	-	-	-
国开债	0.25	0.22	0.23	0.10	国开债	0.18	0.43	0.20	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.21	0.29	0.31	-	AAA信用债	0.68	0.79	-	AAA信用债	0.28	0.70	0.91
AA+信用债	0.28	0.38	0.40	-	AA+信用债	0.97	0.68	-	AA+信用债	0.45	0.95	0.98
AA信用债	0.36	0.33	0.28	-	AA信用债	0.71	0.27	-	AA信用债	0.58	0.84	0.74
AA-信用债	0.55	0.59	0.41	-	AA-信用债	0.69	0.26	-	AA-信用债	0.92	0.99	0.98

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年1月6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, 信用债利率短端下行长端震荡, 其中 1YAA+ 下行 17BP, 幅度最大。利率债则整体震荡回升, 3Y 国开债上行 9BP, 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, 经济复苏及信用扩张预期对债市形成压制。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	4	-3	-1	国债	4	-3	-1	国债	4	-3	-1
国开债	6	-8	-4	国开债	6	-8	-4	国开债	6	-8	-4
AAA信用债	3	7	-	AAA信用债	3	7	-	AAA信用债	3	7	-
AA+信用债	8	7	-	AA+信用债	8	7	-	AA+信用债	8	7	-
AA信用债	8	6	-	AA信用债	8	6	-	AA信用债	8	6	-
AA-信用债	8	6	-	AA-信用债	8	6	-	AA-信用债	8	6	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年1月6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 5Y-3Y 利差处于中性区间, 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	-17	-20	-5	AAA信用债	-17	-20	-5	AAA信用债	-17	-20	-5
AA+信用债	-20	-18	-3	AA+信用债	-20	-18	-3	AA+信用债	-20	-18	-3
AA信用债	-15	-13	1	AA信用债	-15	-13	1	AA信用债	-15	-13	1
AA-信用债	-15	-13	1	AA-信用债	-15	-13	1	AA-信用债	-15	-13	1

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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，上周信用债收益率下行而利率债上行导致信用利差整体收窄，
目前大部分券种仍位于 0.75 以上的较高分位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.16	2.45	2.58	--	--
国有银行	1.96	2.22	2.30	2.63	2.42
股份银行	2.04	2.24	2.30	2.42	2.40
城商行	2.17	2.33	2.52	2.63	2.64
农商行	2.20	2.55	2.68	2.66	2.52
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-42	-31	-34	--	--
国有银行	1	-28	-25	0	-16
股份银行	-12	-4	-20	-3	-20
城商行	-43	-37	-33	-30	-41
农商行	-63	-38	-28	-31	-53
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	513	417.2	59.9	72.4	39
国有银行	162	65	2	0	5
股份银行	28	272	11	53	10
城商行	313	62	21	7	18
农商行	10	19	26	13	7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体下行，其中发行规模最多的 1M
城商行下行 43BP，3M 股份银行下行 4BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.56	2.97	3.22	AAA+	29.44	33.85	38.55	AAA+	0.163	0.525	0.618
AAA	2.58	3.06	3.45	AAA	32.04	43.27	61.09	AAA	0.147	0.52	0.898
AAA-	2.70	3.21	3.63	AAA-	43.83	58.12	79.42	AAA-	0.272	0.675	0.916
AA+	2.80	3.42	3.85	AA+	53.83	79.12	101.42	AA+	0.342	0.852	0.947
AA	3.21	3.88	4.32	AA	94.83	125.12	148.42	AA	0.623	0.874	0.883
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.70	3.09	3.45	AAA	43.97	46.35	60.89	AAA	0.36	0.435	0.716
AA+	2.92	3.56	3.81	AA+	65.59	93.27	96.89	AA+	0.537	0.963	0.933
AA	3.45	4.05	4.36	AA	118.59	141.77	152.39	AA	0.856	0.965	0.969
AA(2)	3.95	4.56	4.90	AA(2)	168.59	192.77	206.39	AA(2)	0.91	0.95	0.911

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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，虽然信用利差上周有所收窄，但目前大部分 3Y 与 5Y 券种与国开债之间的利差仍位于 0.8 以上的较高分位数区间，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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.88	3.12	3.37	3.58	3.66	利率变化(BP)	-4.82	-5.65	-5.01	-2.56	-6.81	利率分位数	0.40	0.41	0.44	0.42	0.41
当前利差	30.77	32.82	55.73	68.07	62.00	利差变化(BP)	-6.70	-4.78	0.19	5.61	0.49	利差分位数	0.86	0.76	0.94	0.99	0.95

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 1 月 6 日。

上周二级资本债收益率大体呈下行。其中 5Y 下行 6.81BP，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-	3.07	3.67	3.96	4.15	AAA-	50.50	85.97	91.66	73.16	AAA-	-7.23	-10.75	-12.16	-6.62
AA+	3.20	3.79	4.08	4.27	AA+	57.68	83.73	87.72	68.83	AA+	-5.23	-8.76	-10.16	-4.62
AA	3.70	4.33	4.67	4.86	AA	92.68	115.73	124.72	105.83	AA	-0.23	-1.76	1.84	7.38
AA-	4.62	5.27	5.61	5.80	AA-	155.68	173.73	182.72	163.83	AA-	-0.23	-1.76	1.84	7.38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

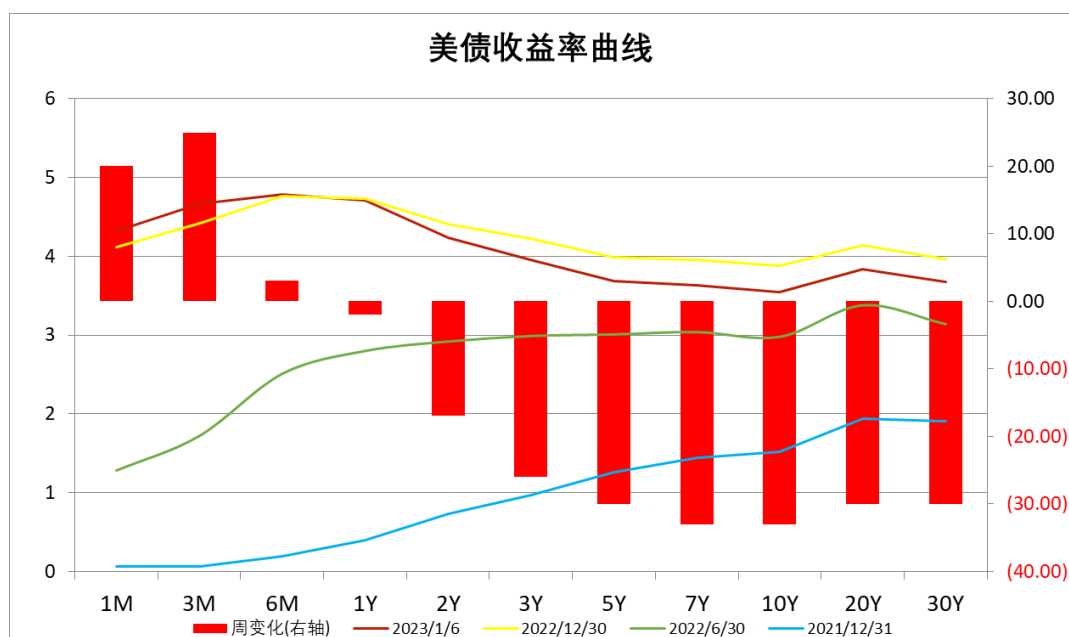
永续债方面呈短端下行长端震荡，其中 5Y AAA-下行幅度最大，达 12.16BP；10YAA 及 AA-上行幅度最大，达 7.38BP。

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	2.55	2.85	3.17	3.57	AAA级RMBS	28.92	22.18	33.68	61.58	AAA级RMBS	0.15	0.126	0.105	0.328
AAA级消金	2.62	3.09	3.46	3.76	AAA级消金	35.91	45.90	62.47	80.71	AAA级消金	0.082	0.217	0.287	0.305
AAA级企业ABS	2.85	3.39	3.78	4.03	AAA级企业ABS	59.17	75.56	94.30	107.35	AAA级企业ABS	0.109	0.446	0.776	0.611
AAA级ABN	2.72	3.17	3.60	3.91	AAA级ABN	46.09	54.23	76.34	95.07	AAA级ABN	0.087	0.182	0.331	0.396

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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 0.4 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 2023 年 1 月 6 日.

美债方面，上周短端上行长端下行。其中，3M 上行 25BP，上行幅度最大；7Y 及 10Y 下行 33BP，下行幅度最大。虽然非农就业数据超预期支持美联储保持鹰派，但低于预期的工资增速使市场对通胀的担忧有所缓解，在此背景下美债利率震荡下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深，目前利差为 69BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了接近 7 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 2023 年 1 月 6 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，医药、造纸、通用、化学景气度领先。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，但统计局称“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。

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。

4.1.2 从高频数据看，上周唐山钢厂高炉开工率回升，30 大中城市商品房成交面积较上周环比回升 64%，但上海地铁客运量继续下滑，全国电影票房收入略降，生产景气回升，疫情延续冲击消费端，后续基本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

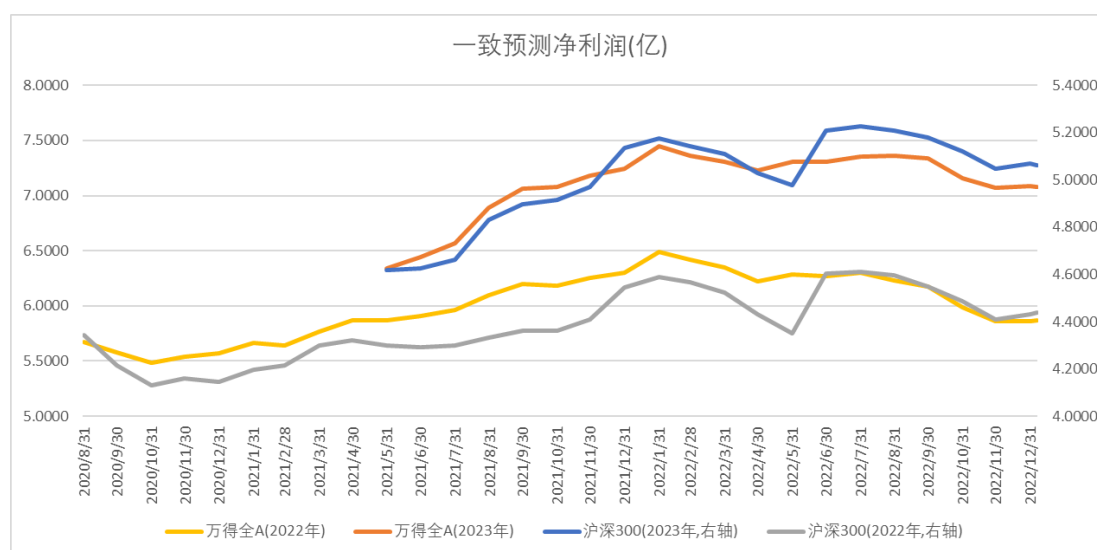
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.71 倍，处于 15% 分位水平，股权溢价率 2.85%，处于 80% 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	9.55	8.59	1.27	7.51	0.25	0.25	0.57	0.86
沪深300	11.63	9.59	1.37	5.64	0.21	0.15	0.20	0.88
中小板指	23.91	15.26	3.33	1.23	0.14	0.04	0.26	0.96
创业板指	40.14	24.20	5.11	-0.46	0.19	0.22	0.43	0.92
中证500	23.16	14.73	1.72	1.36	0.46	0.13	0.18	0.68
万得全A	17.22	12.71	1.63	2.85	0.38	0.15	0.25	0.80

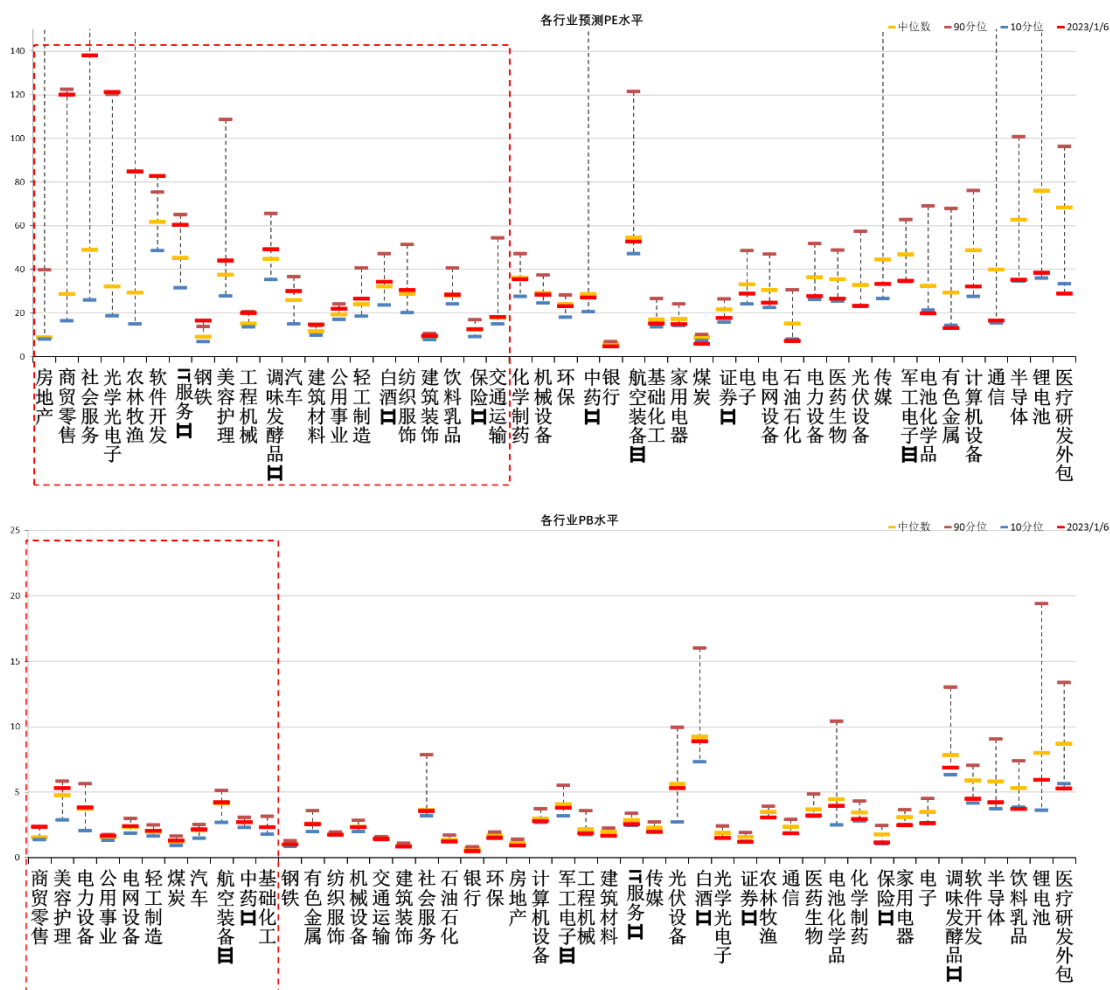
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.22	1.03	6.23	0.45	0.31	0.24
标普500	20.36	3.79	1.36	0.18	0.60	0.21
纳斯达克指	28.64	3.95	-0.06	0.12	0.07	0.23
德国DAX	13.17	1.55	----	0.17	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.59	----
英国富时100	14.25	1.58	----	0.17	0.18	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.31	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.55	----
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 2023 年 1 月 6 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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, 商贸零售、房地产等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周 A 股延续上行，中游制造与科技风格占优，板块轮动速度较快，元旦出行数据略不及预期、XBB 在海外蔓延引发二次冲击担忧压制社会服务、出行链表现。港股市场上涨，资讯科技业、公用事业、医疗保健领涨。美股市场全面上涨，大盘成长风格相对占优，电信服务、材料表现较好。

4.2.3 地产政策放松、疫情防控政策优化下，国内经济复苏确定性抬升是推动市场反弹的主要因素，后续随着外需的逐步走弱，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，财政前置下基建上半年维持高增速，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，但居民信心不足下向上弹性或将偏弱。整体看 A 股企业盈利增速目前基本处于底部区域，预计盈利将呈弱修复态势，疫情反复下经济复苏方向确定但过程一波三折，对需求端复苏斜率预期的分歧也成为推动市场

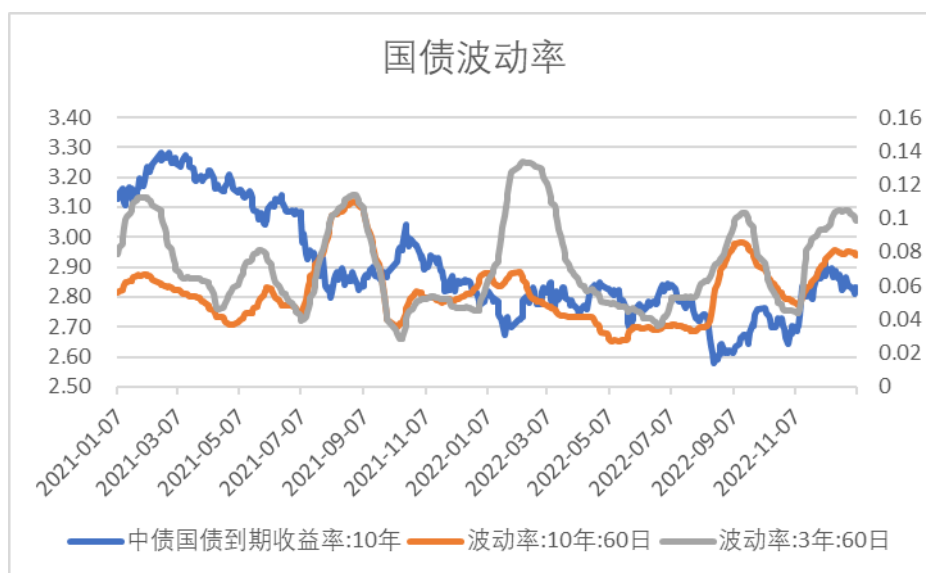
波动主要因素，整体以区间震荡为主。对国内市场而言，短期内居民端信贷拐点仍需等待，从海外经验看，防控调整后经济基本面是否再度向下探底取决于疫情扩散程度，但中长期看 1-2 个季度后，冲击将会逐渐弱化，经济也将呈改善趋势，届时市场交易重心也将从两会前对政策的博弈转向经济自身基本面表现。当前强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡行情为主，大盘成长风格或更占优。

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，预计上半年受益于内生修复的板块或更占优，推荐阶段性配置消费、医药。

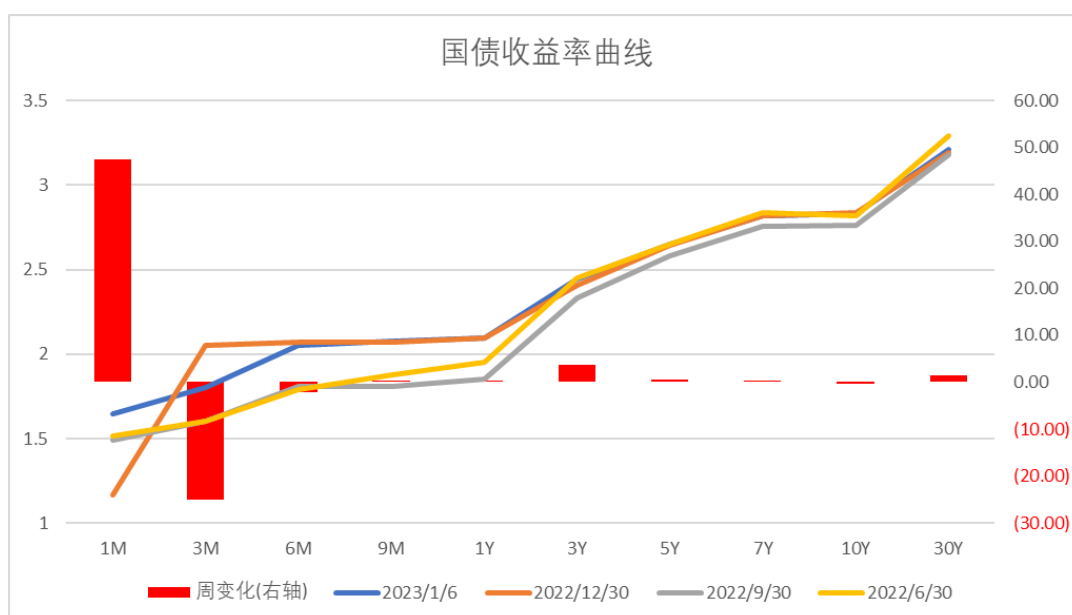
2、此前受损于海外流动性收紧、地缘政治、国内基本面下行的港股具有较好配置价值，美国国债收益率见顶回落叠加国内经济基本面改善，A-H 溢价或将收敛，为港股带来超额收益。后续仍需观察二季度美股计价真实衰退可能带来的冲击。

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	100.3500	100.2950	254,420.0000	150,938.0000	-0.4435	0.5928
	0.139706616	0.0848	-36,940.0000	909		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 6 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 1 月 6 日.

4.3.1 上周，债市利率先下后上，周初资金面偏宽松，债市利率下行，1 月 5 日国常会未提及降息，市场降息预期落空，利率转为上行。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。