

海外紧缩暂缓，预期边际好转

一、重要信息点评

1、1月10日，央行、银保监会召开主要银行信贷工作座谈会，明确要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，支持房地产市场平稳运行，政策支持下房地产稳定预期持续改善。

2、1月10日，央行公布2022年12月金融数据。12月新增社融1.31万亿元，低于市场预期，其中人民币贷款改善高于市场预期，结构上企业上居民下结构延续。分结构看，12月企业贷款同比多增6017亿，其中企业中长期贷款同比多增8717亿，延续其关键支撑作用，一方面与政策工具如保交楼贷款、设备更新改造贷款、银行对房企授信额度支持等有关，另一方面也和疫情防控优化后企业预期改善有关。居民贷款同比少增1963亿元，短期贷款与中长期贷款均回落，消费景气度继续低迷，地产销售底部震荡。企业债与政府债为主要拖累，主因12月二级市场利率和信用利差大幅上行与政府债发行节奏错位。住户存款增加2.89万亿元，同比多增1万亿元，居民端延续存款多增与贷款少增结构。整体看，12月社融总量低于预期，信贷数据超预期，结构分化，企业中长贷超预期强势，企业预期有改善，房地产流动性压力和疫情反复下，居民端继续底部震荡，经济内生动力偏弱。

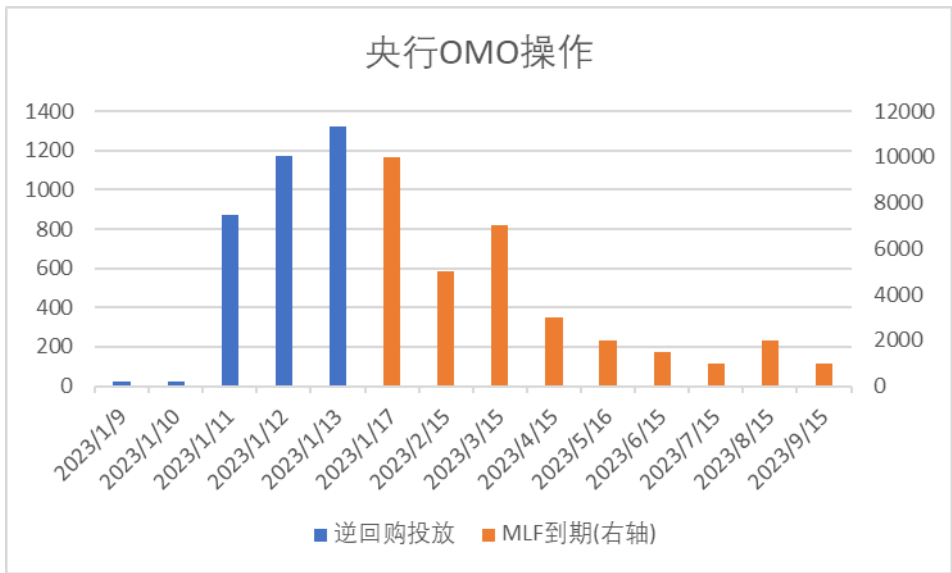
3、1月12日，统计局发布12月通胀数据。12月CPI同比1.8%，前值1.6%，预期1.9%，环比0%，弱于季节性，猪肉+油价下跌是主要拖累，居住项延续疲弱，但衣着、生活用品及服务、教育文化和娱乐、其他用品和服务等价格均强于季节性，服务类价格表现强于商品。12月PPI同比-0.7%，前值-1.3%，预期-0.3%，环比-0.5%，由升转降，油价及下游消费品制造相关行业为主要拖累。

4、1月13日，统计局公布22年12月出口数据。按美元计，12月出口同比降9.9%，预期降10.4%，前值降8.9%；进口降7.5%，预期降8.6%，前值降10.6%，出口下滑斜率边际放缓但幅度仍大，供应链延续扰动，出口价格回落叠加高基数影响下，多数商品出口同比跌幅较大。

5、1月12日，美国公布2022年12月通胀数据。美国12月季调后CPI同比6.5%，环比-0.1%，符合预期，前值升0.1%；核心CPI环比0.3%，符合预期，前值0.2%。

通胀环比两年半来首次负增长，美国通胀压力继续缓解，基本符合市场预期，数据发布后美股上涨，美联储加息预期小幅降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

上周央行 OMO 投放 3400 亿，同时到期 1270 亿，共计净投放 2130 亿。春节前央行进行常规净投放。

生产	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	2023/1/13	
高炉开工率(247家):全国	75.97	75.93	75.21	74.64	75.68	震荡下行
	2022/11/20	2022/11/30	2022/12/10	2022/12/20	2022/12/31	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	200.20	202.85	198.67	196.38	191.59	震荡下行
	2022/12/16	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	2023/1/13	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	284.93	276.94	271.63	247.75	237.91	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-3.32	-2.78	-0.06	4.19	8.40	↗
	2022/12/15	2022/12/22	2022/12/29	2023/1/5	2023/1/12	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	56.51	49.75	44.70	44.25	36.96	↘
开工率:汽车轮胎:半钢胎	64.83	58.35	53.59	51.52	42.64	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

生产数据方面，钢材产量和车胎开工率等数据受春节假期将近影响均回落至低位，但库存近期持续上行可能说明企业端对未来预期较好。

需求	2022/1/13	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	2023/1/13	趋势
商品房成交面积:本月以来	47.68	41.36	45.49	40.66	43.26	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.25	8.96	9.28	12.39	12.19	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.26	22.18	25.76	20.18	22.51	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	8.17	10.22	10.44	8.09	8.56	震荡上行
	2022/12/11	2022/12/18	2022/12/25	2022/12/31	2023/1/8	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	34.63	30.36	22.67	8.34	1.86	震荡下行
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	34.40	35.55	36.22	20.77	6.80	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

需求数据方面, 商品房成交面积继续震荡回升, 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	2022/1/13	2022/12/23	2022/12/30	2023/1/6	2023/1/13	
农产品批发价格200指数	128.06	125.67	126.22	128.79	131.26	震荡上行
价格:生猪:外三元	14.37	16.98	18.18	15.20	14.71	↓
平均批发价:猪肉	21.82	26.56	25.96	25.13	23.12	↓
粮油批发价格200指数	111.89	117.39	117.51	117.82	117.86	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.95	4.89	5.04	5.34	5.53	震荡上行
平均批发价:7种重点监测水果	6.52	6.96	7.23	7.33	7.65	震荡上行
南华工业品指数	3,361.25	3,779.98	3,891.09	3,801.62	3,910.23	震荡上行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	86.31	80.91	81.41	77.45	83.35	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

价格数据方面, 农产品价格维持季节性上行。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	8.73	-0.56	-0.56
COMEX黄金	2.85	5.30	5.30
LME铝	12.83	8.92	8.92
LME铜	7.57	10.37	10.37
CBOT玉米	3.33	-0.41	-0.41
CBOT大豆	2.41	0.30	0.30
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-174.09	-132.13	-132.13
美元兑人民币	-1263.00	-1889.00	-1889.00
美元兑日元	-424.75	-327.00	-327.00

	2023/1/13	2023/1/8	2022/12/31	2023/1/1
ICE布油	85.43	78.6	85.99	85.99
COMEX黄金	1923	1870.5	1830.1	1830.1
	2023/1/13	2023/1/6	2022/12/31	2023/1/1
美元指数	102.1682	103.9091	103.4895	103.4895
美元兑人民币	6.7082	6.8345	6.8971	6.8971
美元兑日元	127.8545	132.102	131.1245	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体回升, 其中铝涨幅最大, 大豆涨幅最小。ICE 布油收于 85.43 美元, 涨 8.73%, COMEX 黄金收于 1923 美元, 涨 2.85%。

上周美元指数下行 174.09BP, 美国 12 月通胀数据符合市场预期, 缓解了市场的恐慌情绪并带动加息预期及美元下行。在此背景下人民币上周升值 1263 个基点, 日元升值 424.75 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%	93.70%	6.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.20%	78.50%	5.20%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%	54.60%	33.40%	2.00%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.70%	48.60%	36.20%	6.20%	0.30%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	16.60%	46.20%	30.30%	5.00%	0.20%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.60%	6.80%	26.60%	40.80%	21.70%	3.40%	0.10%
2023/11/1	0.00%	0.20%	3.20%	15.20%	32.60%	32.70%	14.00%	2.00%	0.10%
2023/12/13	0.20%	2.80%	13.70%	30.50%	32.70%	16.30%	3.50%	0.30%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 1 月 13 日.

美联储加息预期方面, 12 月 CPI 整体符合预期, 同时结构较好, 仅房租项这一统计上存在时滞的指标超预期, 而核心通胀及核心服务通胀均表现较好。在此背景下, 上周加息预期有所缓和, 并且市场对加息放缓至 25BP 形成较强一致预期。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 25BP, 并在 9 月或 11 月开始降息。

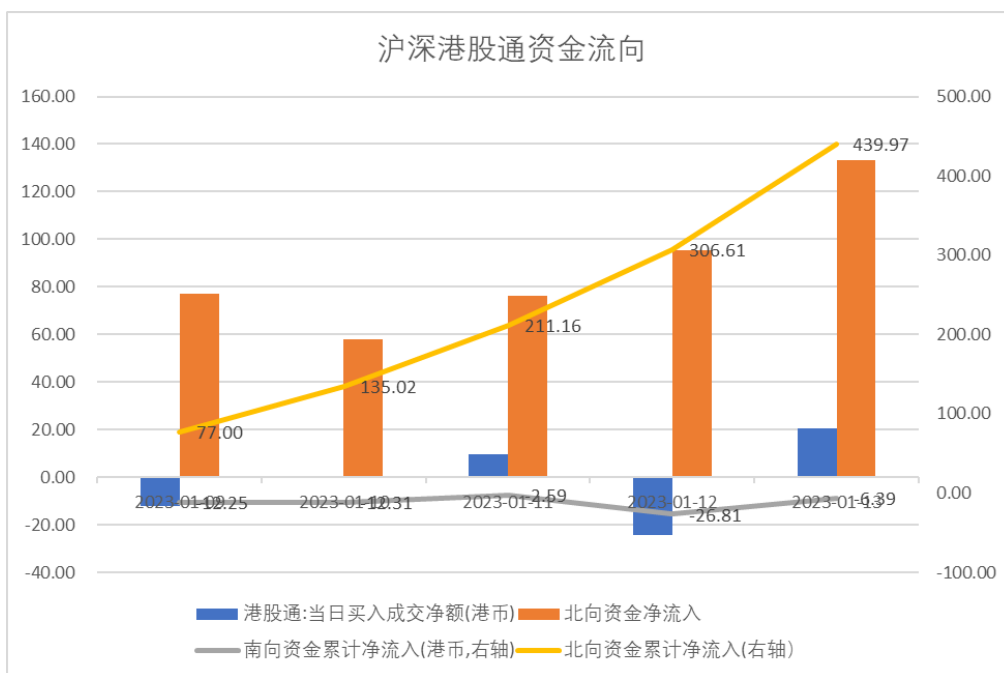
三、 市场表现回顾

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	4	3	0	2	1	1	0	0	3	10
	发行规模(亿元)	67.10	6.19	0.00	28.87	19.77	2.95	0.00	0.00	0.48	99.40
上上周	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	0.31	9.91
本月以来	数量	4	3	1	5	1	2	0	0	4	16
	发行规模(亿元)	67.10	6.19	2.18	31.82	19.77	7.42	0.00	0.00	0.79	109.31
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	2	0	2	3	3	0	1	1	9	2	23
上上周	8	1	1	0	4	1	1	1	4	3	24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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 2 支, 债券类基金 (11 支) 多于股票类基金 (8 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 99.40 亿, 发行规模有所回升但仍然较低, 其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所回升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 439.97 亿, 较上上周有所增加; 同时南向资金净流入-6.39 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	-1.69	1.50	1.50
中证500	0.75	3.29	3.29
偏股混合型基金指数	0.81	4.08	4.08
万得全A	1.22	4.17	4.17
中小板指	1.77	4.11	4.11
沪深300	2.35	5.24	5.24
上证50	2.72	5.77	5.77
创业板指	2.93	6.24	6.24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

A 股表现来看, 上周主要板块除科创 50 外均有所回升, 其中创业板指涨 2.93%, 涨幅最大。虽然 12 月进出口及社融数据均不及预期, 但市场对于我国经济复苏的信心较强, 在此背景下股市表现较好。偏股基金指数涨 0.81%

	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	0.17	1.78	1.78
高市盈率指数	0.32	4.13	4.13
小盘指数	0.36	3.53	3.53
低市盈率指数	1.75	4.33	4.33
高市净率指数	2.27	5.78	5.78
大盘指数	2.50	5.48	5.48
茅指数	3.15	5.91	5.91
绩优股指数	3.19	6.34	6.34

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PE 指数及低 PB 指数分别涨 0.32%及 0.17%, 表现最差; 绩优股指数及茅指数分别涨 3.19%及 3.15%, 表现最好。上周市场大盘风格占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
国防军工	-3.72	国防军工	-1.73	国防军工	-1.73
公用事业	-1.91	社会服务	-1.32	社会服务	-1.32
房地产	-1.65	综合	-0.99	综合	-0.99
综合	-1.06	交通运输	0.45	交通运输	0.45
计算机	-0.95	商贸零售	0.71	商贸零售	0.71
农林牧渔	2.81	食品饮料	6.85	食品饮料	6.85
有色金属	3.28	非银金融	7.00	非银金融	7.00
煤炭	3.60	有色金属	7.00	有色金属	7.00
食品饮料	4.05	家用电器	7.31	家用电器	7.31
非银金融	4.23	建筑材料	7.36	建筑材料	7.36

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 13 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 21 个上涨, 10 个下跌。其中, 市场对于我国股市未来走势产生乐观预期, 在此背景下上周券商带动非银金融行业上涨 4.23%, 涨幅最高。此外, 内需主导的行业在国内复苏+海外衰退的宏观背景下相对优势明显, 其中食品饮料、煤炭、有色金属及农林牧渔行业上周分别上涨 4.05%至 2.81%不等, 涨幅居前。另一方面, 小盘成长风格的国防军工及计算机行业上周则分别跌 3.72 及 0.95%, 跌幅居前。此外, 房地产行业虽然近期政策出台较为密集, 但市场担心对实际需求提振的效果一般, 因此上周跌 1.65%, 表现不佳。

	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	3.56	9.39	9.39
恒生科技指数	2.79	10.32	10.32

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 3.56%, 恒生科技指数涨 2.79%, 国内经济复苏预期带动港股继续上行。

	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	2.00	3.49	3.49
标普500	2.67	4.16	4.16
标普中盘400	3.65	6.19	6.19
标普小盘600	4.47	7.03	7.03
纳斯达克指数	4.82	5.85	5.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

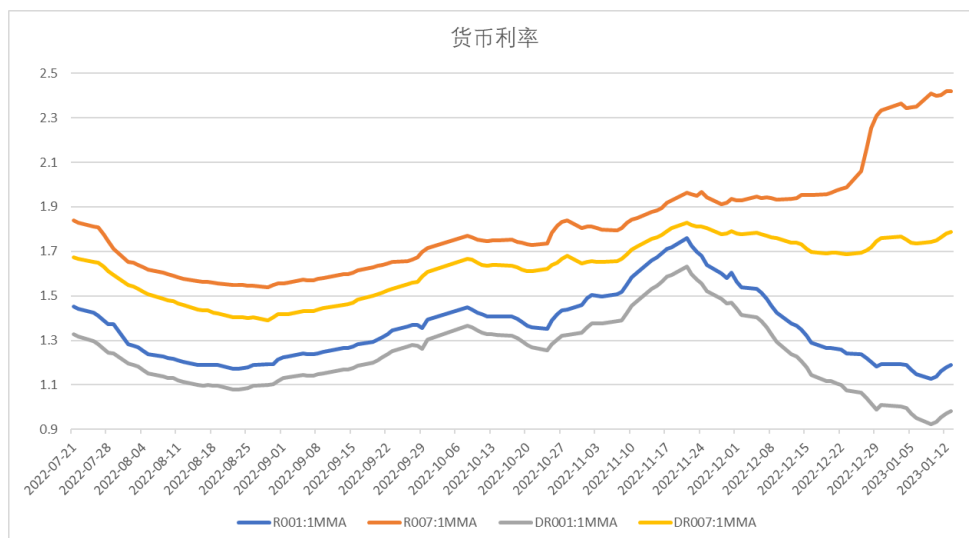
美股方面上周整体回升, 其中纳斯达克指数涨 4.82%, 涨幅最大。美国通胀数据中核心通胀及核心服务均低于预期使得市场对通胀的担忧降温, 并开始对经济软着陆产生一定的乐观情绪, 在此背景下美股表现较好。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
胡志明指数	0.32	5.10	5.10
印度SENSEX30	0.54	-1.00	-1.00
日经225	0.56	0.10	0.10
英国富时100	1.88	5.26	5.26
法国CAC40	2.37	8.49	8.49
台湾加权指数	3.14	4.86	4.86
德国DAX	3.26	8.35	8.35
韩国综合指数	4.20	6.69	6.69

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

其他海外市场方面, 韩国市场涨 4.20%, 表现最好; 越南市场涨 0.32%, 表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



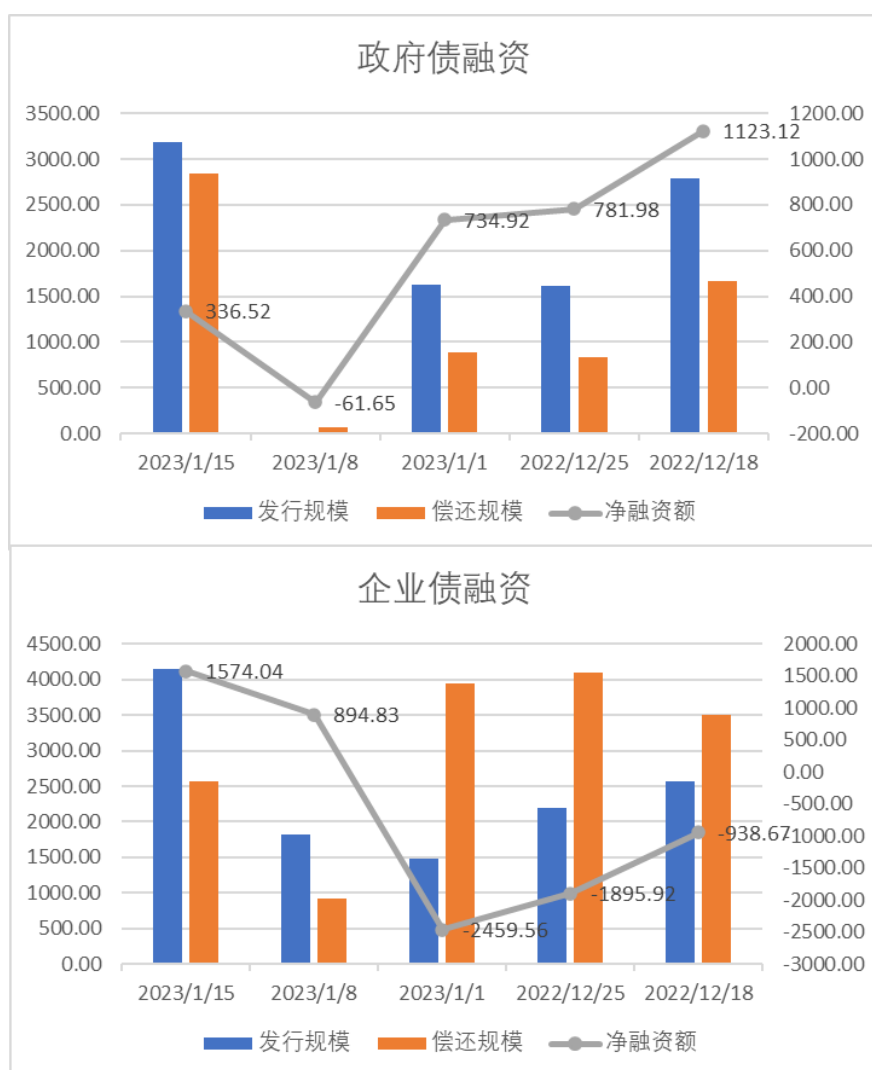
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

上周货币市场利率有所回升，DR001 一月均值回升至 0.98，春节前资金利率季节性回升。

	2022/12/31	2023/1/6	2023/1/13
1Y	1.4	1.65	1.81
6M	1.36	1.8	2.16
	2021/12/31	2022/1/6	2022/1/13
1Y	2.4641	2.6149	2.4786
6M	2.4128	2.6708	2.4618
	2020/12/31	2021/1/6	2021/1/13
1Y	2.5629	2.7915	2.9303
6M	2.5218	2.7165	2.8819
	2020/1/1	2020/1/7	2020/1/14
1Y	2.622	2.6927	2.7186
6M	2.622	2.6393	2.684

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.81、2.16，低位继续回升，23 年 1 月社融中贷款部分可能表现较好。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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 336.52 亿, 较上上周有所回升; 企业债净融资额 1574.04 亿, 较上上周有所回升。

从高频数据看, 债券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	2.52	2.71	2.90	国债	42.18	19.08	19.14	国债	-	-	-
国开债	2.30	2.67	2.87	3.03	国开债	37.25	19.76	15.82	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.75	3.18	3.51	-	AAA信用债	43.06	33.09	-	AAA信用债	44.5	50.31	63.64
AA+信用债	2.92	3.58	3.93	-	AA+信用债	66.18	35.51	-	AA+信用债	61.63	90.56	106.31
AA信用债	3.25	3.91	4.28	-	AA信用债	66.18	37.51	-	AA信用债	94.63	123.56	141.31
AA-信用债	5.64	6.30	6.67	-	AA-信用债	66.18	37.51	-	AA-信用债	333.63	362.56	380.31

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

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	0.30	0.33	0.36	国债	0.84	0.67	0.56	国债	-	-	-
国开债	0.26	0.25	0.25	0.18	国开债	0.19	0.37	0.33	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.31	0.35	0.34	-	AAA信用债	0.58	0.58	-	AAA信用债	0.52	0.85	0.92
AA+信用债	0.34	0.42	0.43	-	AA+信用债	0.97	0.41	-	AA+信用债	0.51	0.97	0.98
AA信用债	0.38	0.39	0.31	-	AA信用债	0.76	0.24	-	AA信用债	0.62	0.87	0.77
AA-信用债	0.63	0.66	0.50	-	AA-信用债	0.75	0.22	-	AA-信用债	0.93	0.99	0.98

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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, 信用债利率短端上行大于长端, 其中 1YAAA 上行 13BP, 幅度最大。利率债整体震荡回升, 3Y 国债上行 8BP, 幅度最大。虽然 12 月进出口及社融数据均不及预期, 但高频指标显示 1 月社融可能就将出现一定的企稳迹象, 同时市场对复苏的预期较为一致, 在此背景下债市面临一定压制。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	8	-2	1	国债	11	-5	0	国债	11	-5	0
国开债	0	-1	4	国开债	6	-9	0	国开债	6	-9	0
AAA信用债	-4	-5	-	AAA信用债	-1	3	-	AAA信用债	-1	3	-
AA+信用债	2	-7	-	AA+信用债	10	1	-	AA+信用债	10	1	-
AA信用债	2	-4	-	AA信用债	10	3	-	AA信用债	10	3	-
AA-信用债	2	-4	-	AA-信用债	10	3	-	AA-信用债	10	3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年1月13日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面, 上周整体收窄, 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	9	5	1	AAA信用债	-8	-15	-3	AAA信用债	-8	-15	-3
AA+信用债	3	5	-1	AA+信用债	-17	-13	-3	AA+信用债	-17	-13	-3
AA信用债	2	4	1	AA信用债	-13	-9	3	AA信用债	-13	-9	3
AA-信用债	2	4	1	AA-信用债	-13	-9	3	AA-信用债	-13	-9	3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年1月13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, 上周信用债上行幅度大于利率债导致信用利差走阔, 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	2.40	2.51	2.66	--	--
国有银行	2.10	2.35	2.38	2.54	2.57
股份银行	2.25	2.41	2.48	2.52	2.57
城商行	2.41	2.54	2.63	2.69	2.76
农商行	2.41	2.53	2.68	2.71	2.73
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	24	5	8	--	--
国有银行	14	13	8	-9	15
股份银行	21	17	18	11	17
城商行	24	20	11	7	12
农商行	21	-3	1	5	23
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	1168.4	1362.5	256.4	476.3	1019
国有银行	8	537	1	253	378
股份银行	159	530	29	143	184
城商行	916	120	107	47	346
农商行	85	176	120	34	110

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年1月13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 1M 城商行上行 24BP，3M 国有银行上行 5BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.66	3.07	3.28	AAA+	35.90	40.00	41.30	AAA+	0.395	0.747	0.745
AAA	2.71	3.15	3.50	AAA	41.49	48.02	63.46	AAA	0.4	0.698	0.912
AAA-	2.81	3.30	3.69	AAA-	51.28	62.86	81.79	AAA-	0.455	0.819	0.932
AA+	2.93	3.49	3.89	AA+	63.28	81.86	101.79	AA+	0.52	0.891	0.949
AA	3.28	3.89	4.36	AA	98.28	121.86	148.79	AA	0.658	0.847	0.887
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.76	3.21	3.50	AAA	45.60	53.62	62.80	AAA	0.395	0.659	0.753
AA+	2.94	3.61	3.80	AA+	64.22	93.54	92.80	AA+	0.523	0.963	0.905
AA	3.38	4.06	4.37	AA	108.22	139.04	150.30	AA	0.784	0.961	0.967
AA(2)	3.94	4.59	4.90	AA(2)	164.22	192.04	203.30	AA(2)	0.895	0.948	0.9

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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，信用利差走阔带动利差分位数上行，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	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.94	3.27	3.54	3.75	3.78	利率变化(BP)	6.10	14.81	17.82	16.02	11.77	利率分位数	0.43	0.47	0.50	0.49	0.46
当前利差	30.12	40.70	64.56	73.06	69.17	利差变化(BP)	-0.65	7.88	8.83	4.99	7.17	利差分位数	0.83	0.86	0.99	1.00	0.99

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 13 日。

上周二级资本债收益率大体呈上行。其中 3Y 上行 17.82BP，上行幅度最大。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-	3.16	3.86	4.12	4.18	AAA-	52.30	95.79	103.58	74.72	AAA-	8.55	18.81	16.52	3.01
AA+	3.28	3.97	4.29	4.34	AA+	57.48	94.55	106.65	77.39	AA+	8.55	18.81	20.53	7.01
AA	3.78	4.55	4.90	4.95	AA	92.48	128.55	143.65	114.39	AA	8.55	22.81	22.53	9.01
AA-	4.70	5.49	5.84	5.89	AA-	155.48	186.55	201.65	172.39	AA-	8.55	22.81	22.53	9.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

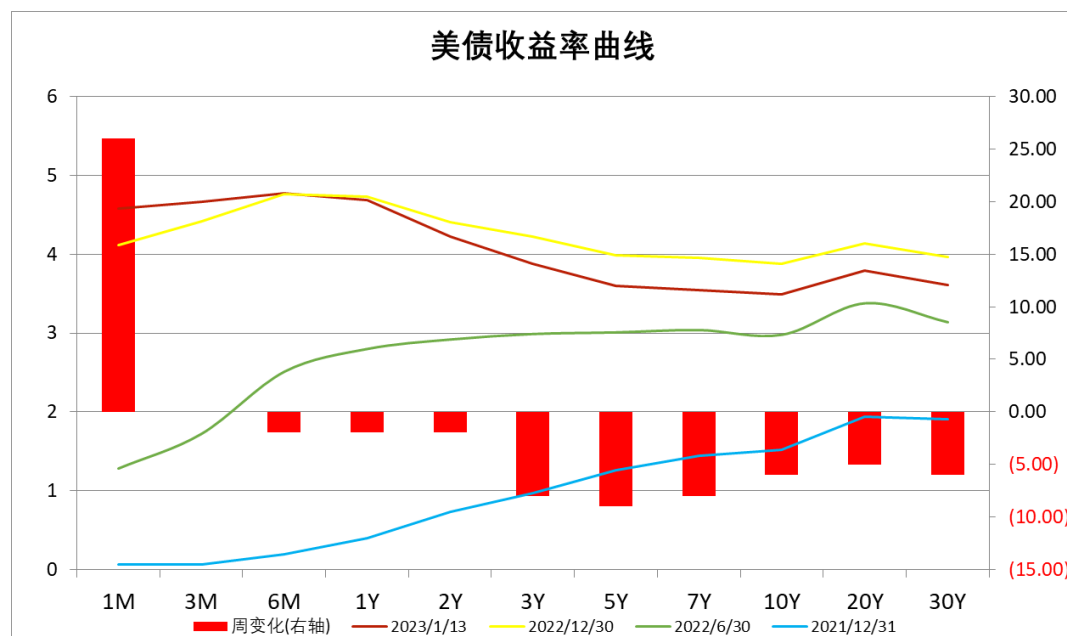
永续债方面 3Y 及 5Y 上行幅度最大，其中 3YAA 及 AA-上行幅度最大，达 22.81BP。

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	2.85	3.15	3.58	AAA级RMBS	26.65	17.25	28.32	54.79	AAA级RMBS	0.135	0.058	0.035	0.201
AAA级消金	2.77	3.18	3.52	3.79	AAA级消金	46.53	50.64	64.84	75.92	AAA级消金	0.209	0.285	0.361	0.178
AAA级企业ABS	3.00	3.49	3.85	4.04	AAA级企业ABS	69.62	81.30	97.67	101.56	AAA级企业ABS	0.375	0.672	0.836	0.375
AAA级ABN	2.83	3.26	3.66	3.92	AAA级ABN	53.29	58.97	78.71	89.28	AAA级ABN	0.18	0.252	0.423	0.233

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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 13 日.

美债方面，上周除 1M 上行 26BP 外均呈下行。其中，5Y 下行 9BP，下行幅度最大。通胀数据带动加息预期缓和后美债有所下行，同时收益率曲线走平说明美债市场已经开始对衰退进行定价。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深，目前利差为 73BP，自 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 7 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

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	----	0.62	----	2.2
GDP:不变价:当季同比	----	1.85	----	----
固定资产投资:累计同比	----	5.12	----	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	----	-6.45	----	-5.9
出口金额:当月同比	-9.9	-10.41	↗	-8.9
社会融资规模:当月值	13100	16117.78	↘	19874
社会融资规模存量:同比	9.6	----	----	10
M2:同比	11.8	12.02	↘	12.4
社融-M2	-2.2	----	----	-2.4
CPI:当月同比	1.8	1.85	↘	1.6
PPI:全部工业品:当月同比	-0.7	-0.28	↘	-1.3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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，经济延续底部震荡，但微观主体预期边际改善。12 月社融总量低于市场预期，主要支撑项为人民币贷款、非标，主要拖累项为企业债券、政府债券，其中人民币贷款同比多增 2700 亿，超出市场预期，结构延续分化，企业中长贷放量，延续其关键支撑作用。一方面与政策工具如保交楼贷款、设备更新改造贷款、银行对房企授信额度支持等有关，另一方面也和疫情防控优化后企业预期改善有关；居民继续缩表，需求端景气度继续低迷；M2 同比增速 11.8%，剩余流动性依旧处于历史高位；住户存款同比多增 1 万亿元，居民端延续存款多增与贷款少增，整体预期偏谨慎。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持平，螺纹钢、焦化、汽车轮胎开工率回落，生产景气度回落。30 大中城市商品房成交面积较上周环比回落 40.2%，但上海地铁客运量回升，全国电影票房收入略回升，各城市逐步达峰，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

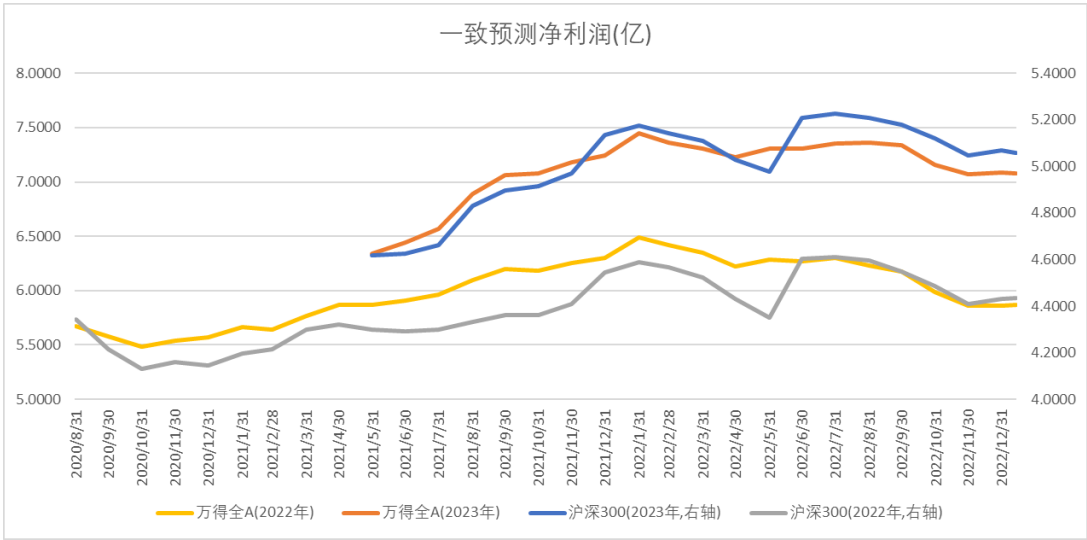
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.89 倍，处于 17%分位水平，股权溢价率 2.7%，处于 75%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	9.79	8.80	1.30	7.19	0.36	0.34	0.66	0.79
沪深300	11.87	9.79	1.40	5.40	0.29	0.16	0.25	0.82
中小板指	24.39	15.57	3.40	1.07	0.17	0.06	0.32	0.94
创业板指	41.40	24.96	5.26	-0.61	0.22	0.24	0.45	0.89
中证500	23.30	14.85	1.74	1.26	0.47	0.14	0.20	0.67
万得全A	17.45	12.89	1.65	2.70	0.44	0.17	0.30	0.75

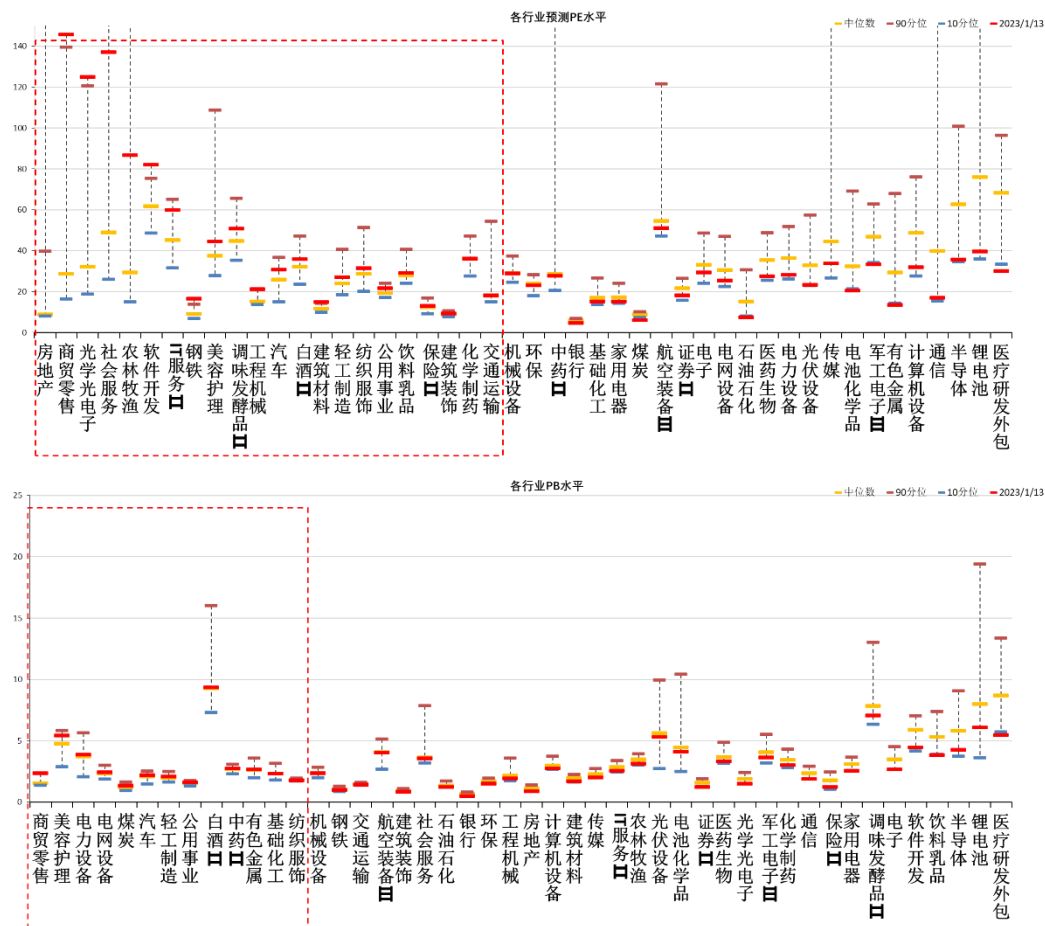
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.63	1.07	5.91	0.57	0.39	0.20
标普500	21.00	3.90	1.27	0.26	0.66	0.15
纳斯达克指	30.03	4.14	-0.16	0.17	0.14	0.20
德国DAX	13.17	1.55	----	0.17	0.30	----
法国CAC4	13.87	1.69	----	0.09	0.59	----
英国富时1	14.55	1.61	----	0.18	0.21	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.31	0.32	----
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SENSE	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 13 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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 13 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周 A 股延续上行，必选消费与上游资源占优，海外加息预期缓解、人民币升值趋势下，外资大幅流入，茅指数表现强势。港股市场上涨，上游资源、医疗保健领涨。美股市场全面上涨，小盘成长风格相对占优，可选消费、信息技术、房地产表现较好。

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，防控转向后经济基本面是否再度向下探底取决于

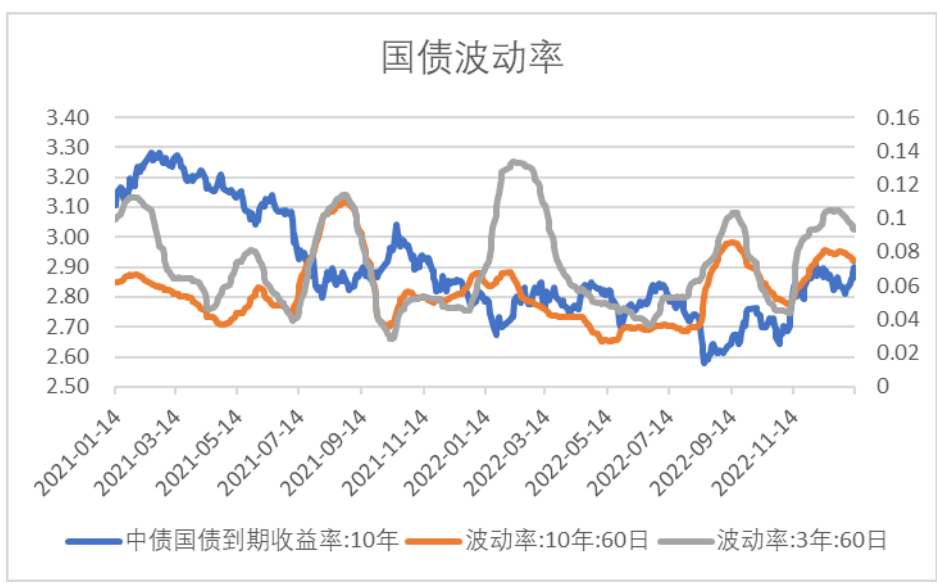
疫情扩散程度，但中长期看 1-2 个季度后，冲击将会逐渐弱化，经济也将呈改善趋势，届时市场交易重心也将从两会前对政策的博弈转向经济自身基本面表现。当前强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡行情为主，大盘成长蓝筹股或更占优。

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。

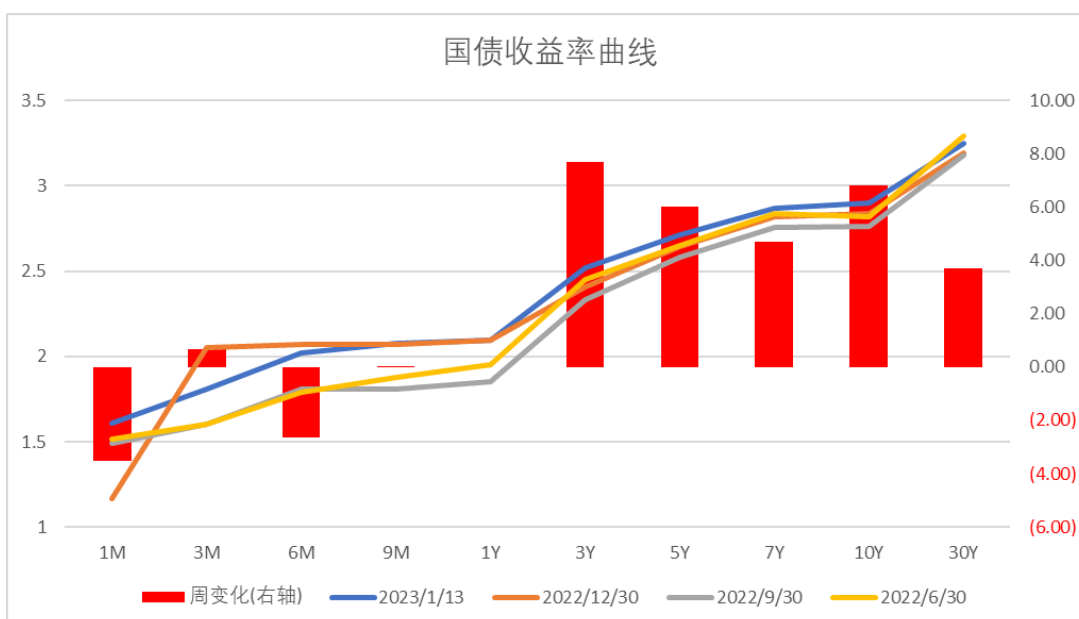
2、此前受损于海外流动性收紧、地缘政治、国内基本面下行的港股具有较好配置价值，美国国债收益率见顶回落叠加国内经济基本面改善，A-H 溢价或将收敛，为港股带来超额收益。后续仍需观察二季度美股计价真实衰退可能带来的冲击。

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	100.0250	100.0700	345,660.0000	152,337.0000	-0.3038	0.5155
	-0.408224225	-0.3634	91,240.0000	1399		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 1 月 13 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 13 日.

4.3.1 上周，债市利率大幅上行，信贷数据超预期叠加临近税期资金面收敛推动债市利率上行。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。