

复工加速回暖，海外通胀超预期

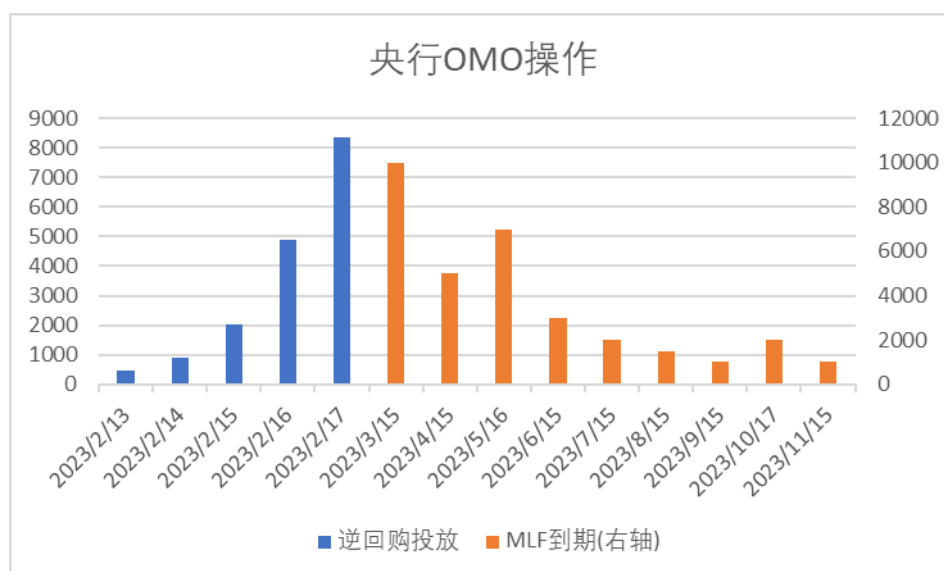
一、重要信息点评

1、2月14日，美国公布1月CPI同比6.4%，预期6.2%，前值6.5%；季调后CPI环比0.5%，预期0.5%，前值-0.1%；核心CPI同比增5.6%，预期5.5%，前值5.7%；核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.4%。CPI延续回落但降幅不及预期，能源项为此次超预期主要拉动项，与此前高频数据相验证。除房租外的服务型价格同比增幅收窄，或指向就业市场摩擦边际放缓。鉴于美联储目前对商品价格反弹容忍度高于薪资增速，CPI数据对市场影响偏中性，数据发布后市场预期的通胀和加息路径未出现明显变化。

2、2月15日，央行2月加量平价续作4990亿MLF。节后延续疲弱的经济基本面叠加节后偏紧的资金面下，央行继续呵护银行流动性，但此次MLF利率维持不变下，后续LPR调降可能性较低。

3、2月15日，经济日报发文称要防止房价重回过快上涨轨道，精准调控还应体现有支持也有抑制，热点城市须避免引发新的泡沫风险。近期楼市回暖，一线城市房价环比上涨，目前政策面上房住不炒定位没有改变，房地产支持政策以托底地产企稳为主。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

上上周央行 OMO 投放 16620 亿，同时到期 18400 亿，共计净回笼 1780 亿。MLF 方面央行增量续作 1990 亿，货币利率快速上行背景下市场对降准产生了一定预期。

生产	2023/1/20	2023/1/27	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	
高炉开工率(247家):全国	75.97	76.69	77.41	78.42	79.54	↗
	2022/12/31	2023/1/10	2023/1/20	2023/1/31	2023/2/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	191.59	192.57	193.66	198.72	206.21	拐头向上
	2023/1/20	2023/1/27	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	229.95	227.23	234.90	246.11	263.35	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	4.11	-3.51	0.35	-1.21	-4.88	拐头向下
	2023/1/12	2023/1/19	2023/2/2	2023/2/9	2023/2/16	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	36.96	17.64	27.06	62.27	67.58	↗
开工率:汽车轮胎:半钢胎	42.64	23.82	33.79	67.70	71.72	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

生产数据方面，各类开工数据春节假期后快速回升，同时钢材库存出现拐头向下可能说明需求端也有所回暖。

需求	2022/2/17	2023/1/27	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	趋势
商品房成交面积:本月以来	22.49	28.83	32.51	32.91	34.67	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	6.33	7.76	6.28	7.93	8.35	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	12.52	15.24	20.61	18.81	19.05	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	3.64	5.83	5.62	6.16	7.28	震荡上行
	2023/1/15	2023/1/27	2023/1/31	2023/2/5	2023/2/12	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	20.49	12.30	13.26	14.59	-3.99	↘
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	14.48	1.17	-8.66	7.81	-7.30	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

需求数据方面，商品房成交面积企稳回升。另一方面，车辆销售数据则继续震荡回落。关注旺季来临后车辆消费能否回升。

价格	2022/2/17	2023/1/27	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	
农产品批发价格200指数	130.97	136.93	134.43	131.88	132.03	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.54	15.65	14.47	14.58	14.91	震荡
平均批发价:猪肉	19.97	23.25	22.71	20.49	20.97	震荡
粮油批发价格200指数	113.87	118.32	118.00	117.76	117.51	震荡下行
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.52	6.22	6.08	5.74	5.78	震荡下行
平均批发价:7种重点监测水果	6.98	7.65	7.56	7.52	7.52	震荡下行
南华工业品指数	3,460.41	4,020.81	3,899.13	3,887.55	3,915.44	震荡上行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	97.53	86.27	80.69	85.68	82.35	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

价格数据方面，农产品价格延续季节性下行有所减弱。其中，蔬菜价格与水果价格随季节性回落但斜率出现放缓，同时生猪价格开始筑底，粮油价格在国际局势扰动近一年后出现了拐头向下的迹象。值得注意的是，近期 CPI 食品项压力有所显现，后续需关注疫情管控优化后服务业可能存在的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。后续一方面随着我国经济即将步入复苏，市场对需求的预期出现了一定的变化；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，海外能源价格仍将随需求回落，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	-3.75	-1.60	-3.21
COMEX黄金	-1.24	-3.72	1.37
LME铝	-2.07	-7.70	0.50
LME铜	1.71	-2.18	7.61
CBOT玉米	-0.40	-0.88	-0.11
CBOT大豆	-1.00	-0.54	0.20
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	30.55	177.75	39.17
美元兑人民币	647.00	1160.00	-270.00
美元兑日元	276.60	404.50	304.10

	2023/2/17	2023/2/11	2023/1/31	2023/1/1
ICE布油	83.15	86.52	85.53	85.99
COMEX黄金	1851.3	1876.4	1943.8	1830.1
	2023/2/17	2023/2/10	2023/1/31	2023/1/1
美元指数	103.8812	103.5757	102.1037	103.4895
美元兑人民币	6.8701	6.8054	6.7541	6.8971
美元兑日元	134.1655	131.3995	130.1205	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

期货价格方面，上周各类期货价格整体震荡回落，其中石油跌幅最大，铜涨幅最大。ICE 布油收于 83.15 美元，跌 3.75%，COMEX 黄金收于 1851.3 美元，跌 1.24%。

上周美元指数上行 30.55BP，再度反弹的通胀数据带动美元上行。在此背景下人民币上上周贬值 647 个基点，日元贬值 276.6 个基点。

MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.00%	0.00%	81.90%	18.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	6.70%	76.70%	16.60%	0.00%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	2.70%	34.40%	52.90%	10.00%	0.00%
2023/7/26	0.00%	0.00%	2.10%	28.10%	49.20%	18.50%	2.00%
2023/9/20	0.00%	0.20%	4.70%	30.20%	46.10%	16.90%	1.80%
2023/11/1	0.00%	1.20%	10.10%	33.60%	39.90%	13.70%	1.40%
2023/12/13	0.70%	6.30%	23.50%	37.20%	25.00%	6.70%	0.60%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 2 月 17 日.

美联储加息预期方面，1 月 CPI 及 PPI 出炉并超市场预期，显示美国通胀距离 2%的目标仍有一段距离。在此背景下，上周加息预期有所抬升。目前中性预期 23 年 3 月的 FOMC 会议将继续加息 25BP, 后续在此基础上继续加息 25 到 50BP，并在 12 月开始降息。

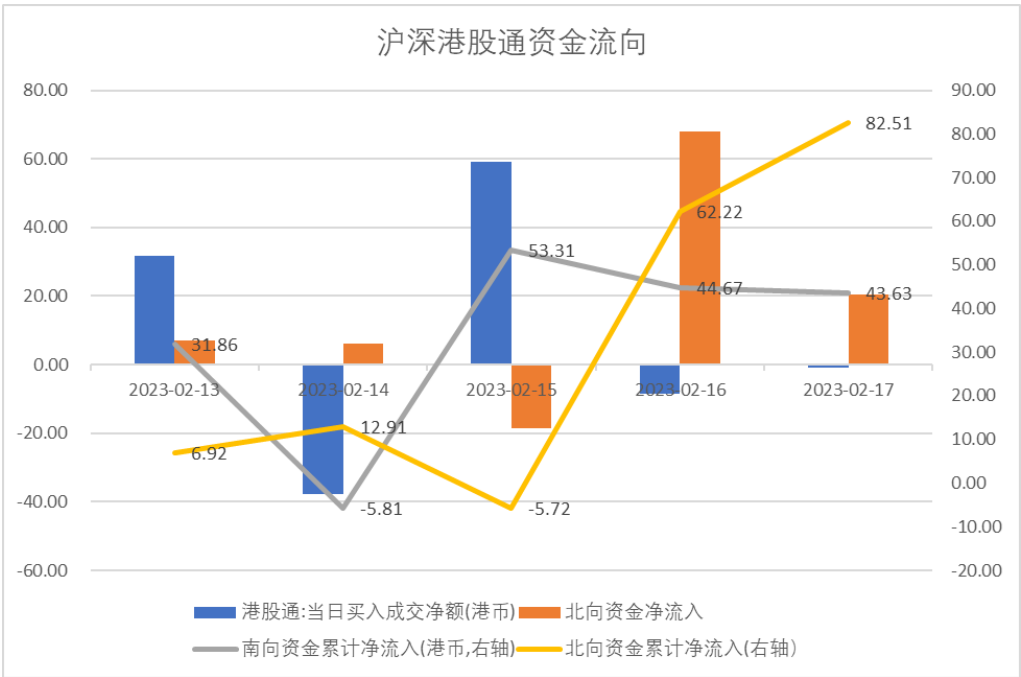
三、 市场表现回顾

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	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	7	7	0	7	1	6	0	0	4	24
	发行规模(亿元)	168.65	168.65	0.00	66.23	0.11	37.90	0.00	0.00	17.07	289.84
上上周	数量	4	4	1	1	0	1	0	0	2	9
	发行规模(亿元)	58.62	58.62	16.19	14.58	0.00	11.38	0.00	0.00	2.48	103.25
本月以来	数量	12	12	2	8	1	8	0	0	6	36
	发行规模(亿元)	235.05	235.05	22.06	80.81	0.11	52.80	0.00	0.00	19.55	410.26
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	12	0	2	5	3	1	0	0	9	1	33
上上周	5	0	3	2	2	1	3	0	9	2	27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

基金申报与发行方面,上周共计申报基金 33 支,其中普通混合型基金 12 支,债券类基金(10 支)于股票类基金(10 支)相等,FOF 基金申报 1 支。发行一边,上周基金共计发行 289.84 亿,发行规模有所回升,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 2 月 17 日.

资金流动方面,上周北向资金净流入 82.51 亿,较前一周有所增加;同时南向资金净流入 43.63 亿,较前一周有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-3.76	-5.09	4.37
科创50	-3.73	-2.76	2.75
中小板指	-2.88	-3.10	4.68
偏股混合型基金指数	-1.88	-2.25	3.68
沪深300	-1.75	-2.94	4.21
万得全A	-1.70	-1.16	6.13
中证500	-1.53	-0.82	6.36
上证50	-1.18	-3.34	3.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所下行, 其中创业板跌 3.76%, 跌幅最大; 上证 50 跌 1.18%, 跌幅最小。随着市场回升到位, 基本上复苏力度仍有待观察, 同时技术面上存在调整需求, 在此背景下 A 股有所下行。偏股基金指数跌 1.88%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市盈率指数	-3.21	-1.91	6.85
高市净率指数	-1.94	-3.27	4.26
大盘指数	-1.78	-3.39	3.78
绩优股指数	-1.71	-2.87	5.92
茅指数	-1.56	-1.98	5.83
小盘指数	-1.29	0.78	8.80
低市盈率指数	-1.17	-2.54	3.21
低市净率指数	-1.03	-1.33	2.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PB 指数及高 PE 指数跌 1.94%及 3.21%, 表现最差; 低 PE 指数及低 PB 指数分别跌 1.17%及 1.03%, 表现最好。上周市场小盘价值风格占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电力设备	-4.06	电力设备	-6.77	商贸零售	-4.00
电子	-3.29	银行	-4.91	银行	-1.75
房地产	-3.16	有色金属	-4.49	综合	-1.36
综合	-2.90	非银金融	-4.01	房地产	0.07
农林牧渔	-2.72	房地产	-3.52	交通运输	0.61
钢铁	0.17	计算机	2.85	有色金属	9.52
轻工制造	0.39	通信	3.09	机械设备	11.09
石油石化	0.69	轻工制造	3.49	传媒	11.11
食品饮料	1.62	美容护理	4.48	通信	12.62
美容护理	3.53	传媒	5.76	计算机	16.01

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

行业方面，上周 31 个申万一级行业中 7 个上涨，24 个下跌。其中，成长风格的电子及电力设备行业分别跌 4.06%及 3.29，跌幅最大。此外，高频数据显示春节后成交面积回升速度低于预期，在此背景下房地产跌 3.16%，表现不佳。同时，此前猪价持续下行使得市场对养殖行业盈利产生悲观预期，农林牧渔行业跌 2.72%，跌幅较大。另一方面，消费行业当中美容护理及食品饮料行业上周涨幅最大，分别涨 3.53%及 1.62%。另外，随着生产数据回暖，钢铁、轻工制造及石油石化等传统制造业表现较好，涨 0.27%至 0.69%不等。

	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	-2.22	-5.14	4.74
恒生科技指数	-2.40	-6.27	3.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

港股方面，恒生指数跌 2.22%，恒生科技指数跌 2.40%。海外加息升温、国内经济基本面偏弱叠加中美关系扰动使得港股出现了一定的回调。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普500	-0.28	0.06	6.24
道琼斯工业指数	-0.13	-0.76	2.05
纳斯达克指数	0.59	1.75	12.62
标普中盘400	1.02	0.51	9.70
标普小盘600	1.34	1.28	10.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

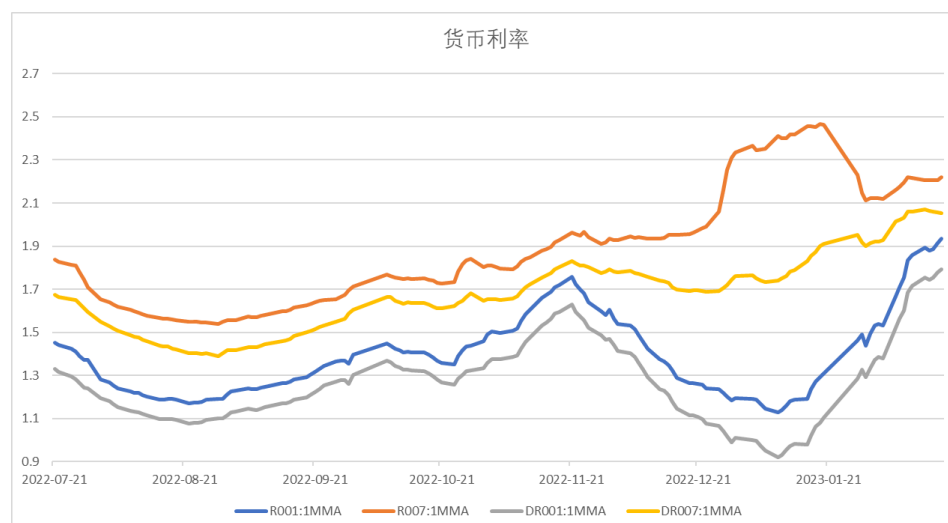
美股方面上周表现分化，其中标普小盘 600 涨 1.34%，涨幅最大；标普 500 跌 0.28%，跌幅最大。通胀数据虽然超出市场预期推升加息概率，但一直保持强劲的经济及就业数据使得市场对经济软着陆较为乐观，在此背景下美国上周表现偏强。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-0.69	1.41	9.49
日经225	-0.57	0.68	5.44
韩国综合指数	-0.56	1.08	9.61
胡志明指数	-0.38	-4.95	4.88
印度SENSEX30	0.53	2.42	0.15
德国DAX	1.14	2.34	11.19
英国富时100	1.55	2.99	7.42
法国CAC40	3.06	3.75	13.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

其他海外市场方面, 法国市场涨 3.06%, 表现最好; 台湾市场跌 0.69%, 表现最差。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



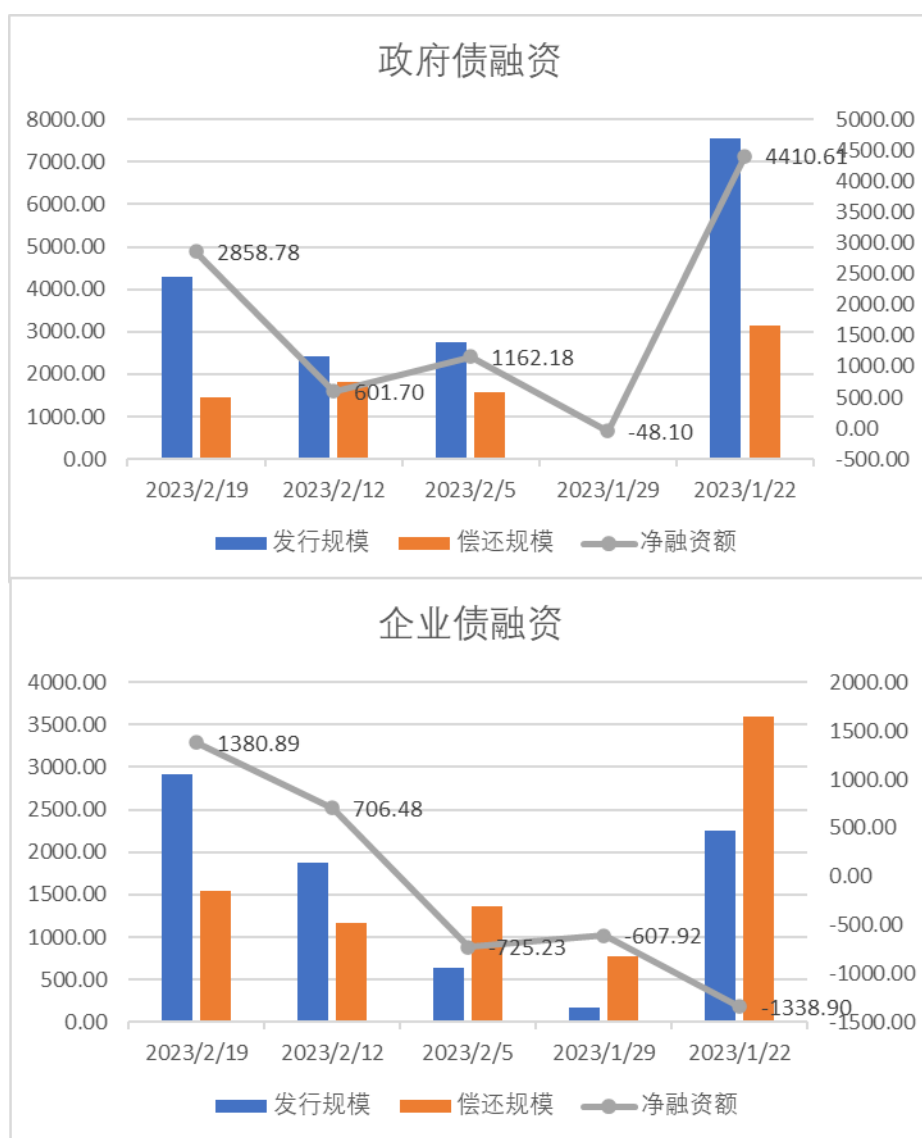
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

上周货币市场利率继续回升, DR001 一月均值回升至 1.79, 背后原因可能是信贷投放较好带动资金需求上行。

	2023/1/31	2023/2/10	2023/2/17
1Y	1.85	1.97	2.06
6M	2.2	2.32	2.35
	2022/1/31	2022/2/10	2022/2/17
1Y	2.8823	2.4961	2.4272
6M	3.1466	2.5324	2.4397
	2021/1/31	2021/2/10	2021/2/17
1Y	3.2799	3.395	3.395
6M	3.562	3.5646	3.5646
	2020/2/1	2020/2/11	2020/2/18
1Y	2.8871	2.5071	2.5072
6M	2.8971	2.4348	2.444

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 2.06、2.35, 较此前有所回升, 23 年 2 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 2 月 17 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 2858.78 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 1380.89 亿, 较此前有所回升。

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	2.20	2.53	2.70	2.89	国债	33.56	16.47	19.44	国债	-	-	-
国开债	2.38	2.70	2.87	3.06	国开债	31.36	17.02	18.92	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.69	3.10	3.38	-	AAA信用债	40.39	28.27	-	AAA信用债	31.12	40.15	51.4
AA+信用债	2.79	3.39	3.72	-	AA+信用债	59.5	32.7	-	AA+信用债	41.25	69.39	85.07
AA信用债	3.06	3.80	4.14	-	AA信用债	73.5	33.7	-	AA信用债	68.25	110.39	127.07
AA-信用债	5.48	6.23	6.57	-	AA-信用债	74.5	33.7	-	AA-信用债	310.25	353.39	370.07

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	3	-1	0	-1	国债	4	0	-1	-1	国债	10	13	5	6
国开债	5	-1	0	0	国开债	8	-2	-2	1	国开债	15	15	3	6
AAA信用债	-3	-7	-8	-	AAA信用债	-4	-14	-16	-	AAA信用债	-6	-10	-12	-
AA+信用债	-4	-8	-12	-	AA+信用债	-11	-22	-26	-	AA+信用债	-22	-19	-21	-
AA信用债	-5	-5	-9	-	AA信用债	-14	-15	-19	-	AA信用债	-24	-7	-8	-
AA-信用债	-5	-4	-8	-	AA-信用债	-12	-12	-16	-	AA-信用债	-21	-3	-4	-

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	0.31	0.31	0.32	0.35	国债	0.58	0.49	0.57	国债	-	-	-
国开债	0.33	0.27	0.26	0.23	国开债	0.08	0.18	0.43	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.27	0.30	0.26	-	AAA信用债	0.49	0.35	-	AAA信用债	0.15	0.49	0.67
AA+信用债	0.23	0.35	0.34	-	AA+信用债	0.91	0.31	-	AA+信用债	0.09	0.74	0.76
AA信用债	0.28	0.32	0.22	-	AA信用债	0.89	0.20	-	AA信用债	0.26	0.69	0.52
AA-信用债	0.44	0.60	0.33	-	AA-信用债	0.90	0.17	-	AA-信用债	0.71	0.96	0.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年2月17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5YAA+下行12BP,幅度最大。利率债则短端上行长端下行,1Y国债及国开债上行5BP,幅度最大。一方面,资金利率快速上行对短端利率债形成压制;另一方面,国内经济基本面仍然较弱对债市形成利好,二者共同作用使得债市出现了一定的分化。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	-3	1	-1	国债	-4	-1	0	国债	3	-8	0
国开债	-6	1	0	国开债	-10	0	3	国开债	0	-12	3
AAA信用债	-4	0	-	AAA信用债	-10	-2	-	AAA信用债	-4	-2	-
AA+信用债	-4	-3	-	AA+信用债	-11	-4	-	AA+信用债	3	-2	-
AA信用债	0	-3	-	AA信用债	-1	-4	-	AA信用债	17	-1	-
AA-信用债	1	-3	-	AA-信用债	0	-4	-	AA-信用债	18	-1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年2月17日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面,上周整体震荡收窄,从分位数的角度来看目前5Y-3Y利差处于中性偏低区间,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	-6	-8	AAA信用债	-13	-12	-13	AAA信用债	-21	-25	-16
AA+信用债	-10	-7	-12	AA+信用债	-20	-20	-23	AA+信用债	-37	-34	-25
AA信用债	-11	-4	-9	AA信用债	-23	-13	-16	AA信用债	-39	-22	-12
AA-信用债	-11	-3	-8	AA-信用债	-21	-10	-13	AA-信用债	-36	-18	-8

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 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，上周利率债上行信用债下行使得信用利差收窄，目前大部分券种位于 0.75 左右的较高分位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.29	2.55	2.71	--	--
国有银行	2.10	2.40	2.52	2.59	2.65
股份银行	2.15	2.38	2.60	2.64	2.66
城商行	2.30	2.56	2.68	2.75	2.82
农商行	2.33	2.56	2.67	2.71	2.72
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-7	3	9	--	--
国有银行	0	0	1	0	1
股份银行	-5	3	4	3	3
城商行	0	2	3	0	-1
农商行	-10	3	4	1	-11
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	287.5	1122.9	787.7	1169	1402.1
国有银行	0	91	208	77	377
股份银行	65	325	300	595	680
城商行	194	606	202	391	298
农商行	28	101	78	106	47

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 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 1Y 股份银行上行 3BP，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+	2.68	3.01	3.25	AAA+	30.16	31.35	38.21	AAA+	0.185	0.433	0.6
AAA	2.70	3.07	3.35	AAA	31.32	37.68	48.52	AAA	0.131	0.334	0.554
AAA-	2.75	3.15	3.49	AAA-	37.10	45.52	62.85	AAA-	0.113	0.317	0.612
AA+	2.80	3.38	3.72	AA+	42.10	68.52	85.85	AA+	0.094	0.632	0.773
AA	2.95	3.78	4.17	AA	57.10	108.52	130.85	AA	0.117	0.689	0.564
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.72	3.08	3.29	AAA	34.17	38.30	42.31	AAA	0.128	0.248	0.125
AA+	2.82	3.36	3.56	AA+	43.77	66.24	69.31	AA+	0.15	0.637	0.394
AA	2.96	3.88	4.17	AA	57.77	118.74	130.81	AA	0.221	0.92	0.908
AA(2)	3.56	4.56	4.85	AA(2)	117.77	186.74	198.81	AA(2)	0.632	0.92	0.857

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 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，目前大部分 3Y 与 5Y 券种与国开债之间的利差回落至 0.6 的较高分位数区间，同时低评级的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	2.83	3.09	3.32	3.54	3.62	利率变化(BP)	-2.49	0.18	0.89	-3.65	-5.86	利率分位数	0.33	0.39	0.40	0.38	0.36
当前利差	15.17	28.32	43.38	61.48	59.83	利差变化(BP)	-5.45	0.41	-1.97	-3.24	-3.53	利差分位数	0.43	0.62	0.74	0.92	0.89

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 2 月 17 日。

上周二级资本债收益率大体呈震荡下行。其中 5Y 下行 5.86BP，下行幅度最大。历史来看，利差分位数大部分位于 0.6 以上的分位数区间，同时利率分位数维持 0.4 分位左右震荡。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.90	3.53	3.89	4.05	AAA-	22.07	63.86	86.08	72.60	AAA-	-3.01	-3.25	-6.51	-6.63
AA+	3.01	3.63	4.11	4.27	AA+	28.29	67.61	101.16	87.27	AA+	-6.00	-9.27	-7.51	-7.63
AA	3.76	4.39	4.94	5.10	AA	89.29	124.61	165.16	151.27	AA	-1.00	-6.27	-4.51	-4.63
AA-	4.70	5.37	5.97	6.13	AA-	154.29	186.61	232.16	218.27	AA-	-1.00	-6.27	-3.51	-3.63

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

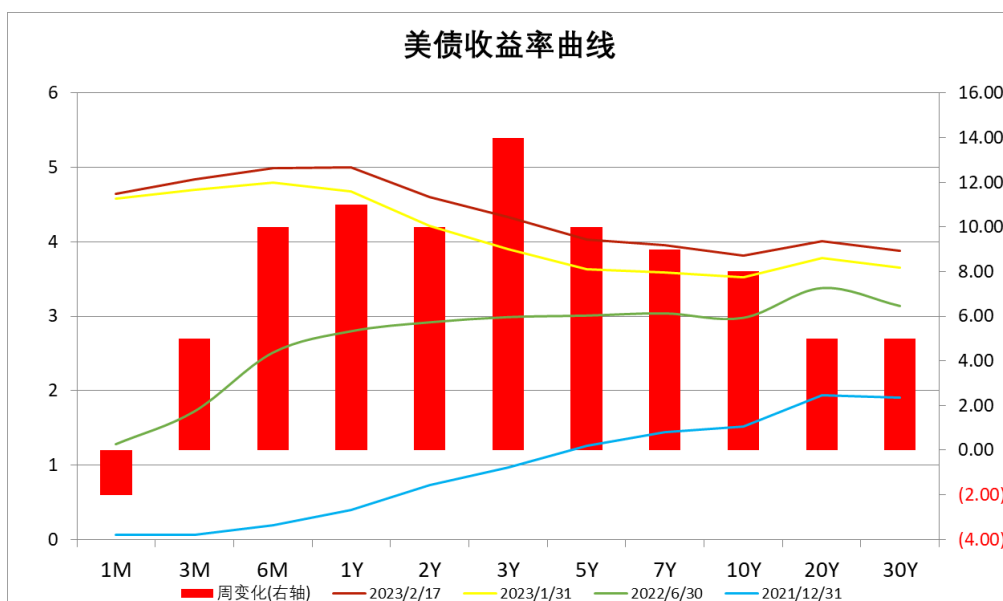
永续债方面利率走势呈下行，其中 3YAA+下行幅度最大，达 9.27BP。

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	2.66	2.94	3.22	3.60	AAA级RMBS	28.25	24.60	35.88	54.92	AAA级RMBS	0.161	0.179	0.145	0.239
AAA级消金	2.80	3.20	3.46	3.78	AAA级消金	41.88	50.82	59.78	72.82	AAA级消金	0.159	0.306	0.202	0.106
AAA级企业ABS	2.98	3.50	3.77	4.04	AAA级企业ABS	60.05	79.96	90.66	98.46	AAA级企业ABS	0.168	0.595	0.661	0.257
AAA级ABN	2.87	3.29	3.58	3.92	AAA级ABN	48.70	59.15	71.68	86.18	AAA级ABN	0.128	0.278	0.21	0.128

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 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 0.3 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程度的回升，后续债市核心关注点将会向经济基本面转向。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

美债方面，上周利率整体回升。其中，3Y 上行 14BP，幅度最大。再度反复的通胀数据推升加息预期，并带动美债利率上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂小幅加深，目前利差为 78BP，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

4.1.1 预期边际好转，结构延续分化

疫情影响缓解及春节对消费需求释放下，1 月经济呈修复状态。1 月官方制造业 PMI 回升 3pct 至 50.1%，重回扩张区间，生产和需求项是最大拉动项。1 月生产指数回升 5.2 个百分点至 49.8%，医药、造纸、食品景气度环比改善明显。原材料库存指数回升 2.5 个百分点至 49.6%，产成品库存指数回升 0.6 个百分点，制造业上游企业主动补库存。企业生产经营活动预期指数回升 3.7 个百分点至 55.6%，企业信心明显改善。从需求端看，1 月新订单指数回升 7 个百分点至 50.9%，新出口订单指数回升 1.9 个百分点至 46.1%，内需表现优于外需；非制造业景气大幅回暖，1 月非制造业商务活动指数回升 12.8 个百分点至 54.4%，其中服务业 PMI 回升 14.6 个百分点至 54%，其中接触性聚集性行业大幅回暖。建筑业 PMI 回升 2 个百分点至 56.4%，地产施工回升，保交楼仍是重心。金融数据方面，1 月新增社融 5.98 万亿，总量超预期，但居民端延续疲弱，指向经济内生动力偏

弱。分项看，信贷为主要拉动项，企业债与政府债为主要拖累项。分结构看，居民短期贷款与中长期贷款延续少增，居民消费延续疲软，地产需求端下行压力较大，经济内生动力偏弱。企业中长期贷款继续走强，一方面与疫情和地产政策优化下企业预期好转有关，另一方面与政策性工具和结构性货币政策支持有关。M1 和 M2 方面，M1 同比增速 6.7%，较上月回升 3 个百分点，M2 同比增速 12.60%，较上月上升 0.8 个百分点，M2 增速大幅上行，一方面与春节错位因素有关，另一方面与此前理财产品赎回转入存款有关。整体看，1 月经济仍处于疫后弱复苏状态，企业预期好转，内生动力偏弱。

4.1.2 高频数据方面，上周 30 大中城市地产销售面积回升，同比降幅相较去年农历收窄，地产有所修复。石油沥青开工率回升，钢材累库速度放缓，但玻璃需求低迷，基建相关施工链环比提速，地产竣工链延续疲弱。电厂日耗显著上行，百城拥堵延时指数已升至疫情前水平，复工加速恢复。进出口方面，BDI 指数环比跌幅-7.3%，出口环比降幅略收窄但表现延续偏弱。

指标(2023/02/28)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	50.1
工业增加值:当月同比	----	1.57	----	----
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	1.87	----	----
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	----
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	----
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	----	4.35	----	----
出口金额:当月同比	----	-9.57	----	----
社会融资规模:当月值	----	29000	----	59800
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.4
M2:同比	----	11.6	----	12.6
社融-M2	----	----	----	-3.2
CPI:当月同比	----	1.98	----	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	----	-1.17	----	-0.8

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

4.2 股票市场观点

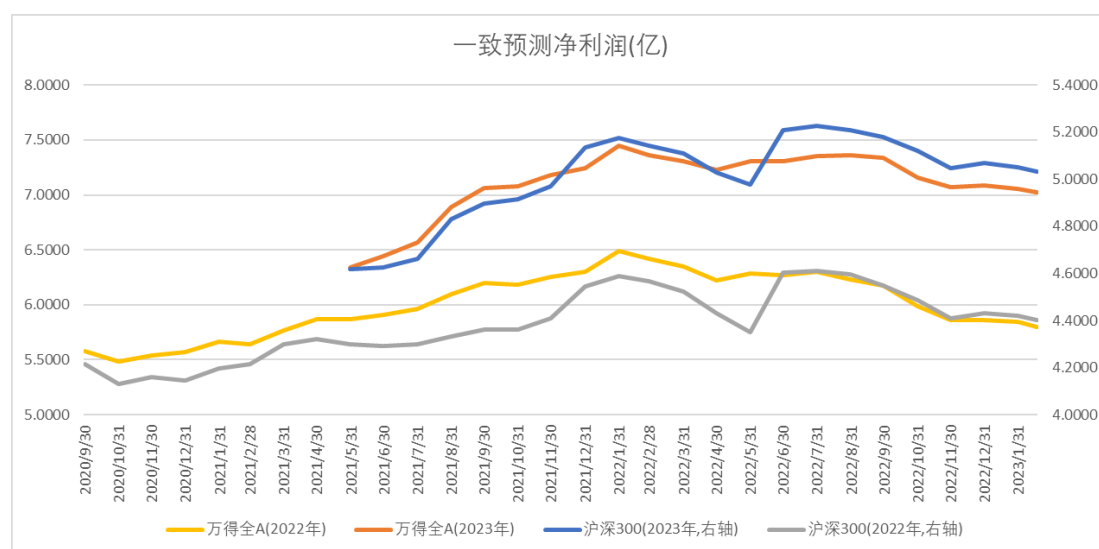
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE13.24 倍，处于 24%分位水平，股权溢价率 2.58%，处于 69%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	9.59	8.65	1.27	7.37	0.27	0.28	0.56	0.82
沪深300	11.79	9.77	1.38	5.43	0.26	0.17	0.23	0.83
中小板指	24.35	15.81	3.41	1.05	0.17	0.10	0.33	0.93
创业板指	40.79	24.79	5.14	-0.60	0.21	0.23	0.42	0.88
中证500	24.00	15.45	1.78	1.11	0.52	0.26	0.29	0.60
万得全A	17.76	13.24	1.68	2.58	0.51	0.24	0.36	0.69

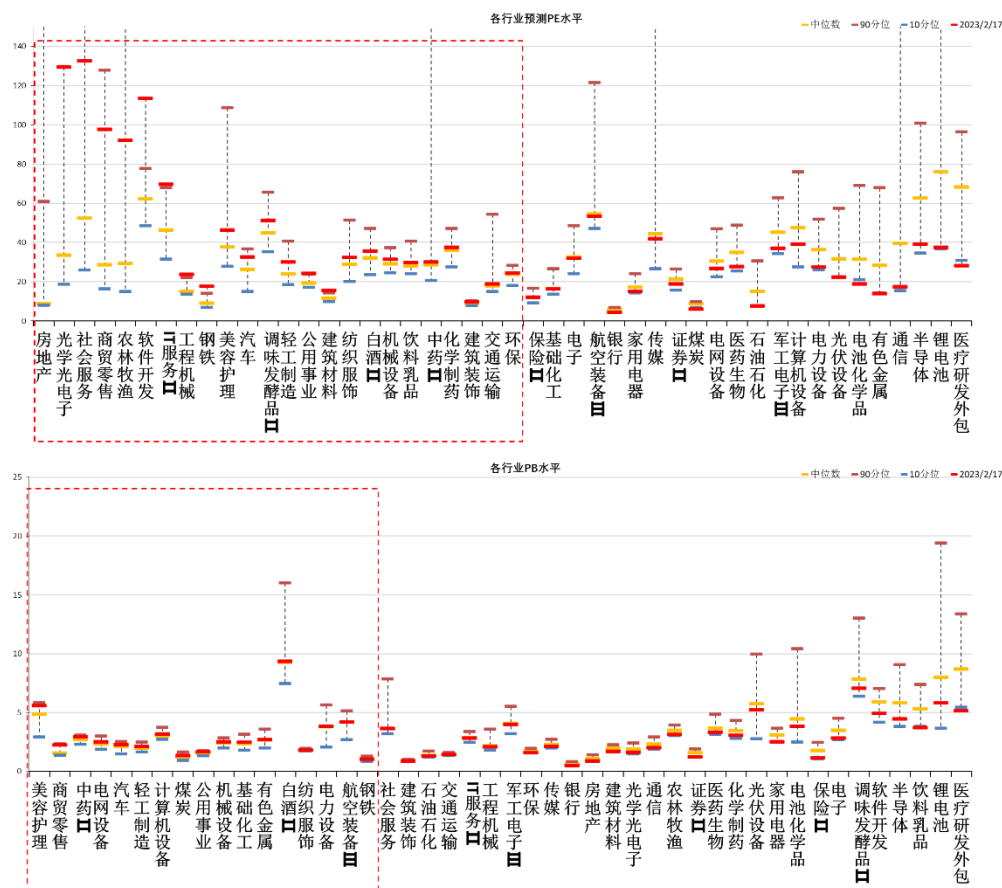
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	10.23	1.03	5.96	0.45	0.31	0.21
标普500	22.74	3.92	0.58	0.45	0.66	0.00
纳斯达克指	31.62	4.27	-0.66	0.32	0.20	0.01
德国DAX	13.17	1.55	----	0.17	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.58	----
英国富时100	13.21	1.66	----	0.03	0.33	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.30	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.54	----
日经225	18.82	1.59	----	0.56	0.10	----
胡志明指数	10.53	1.61	----	0.02	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.31	0.77	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日.

分行业看，半数左右行业 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，房地产、美容护理等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 日. 分位数为过去 5 年。

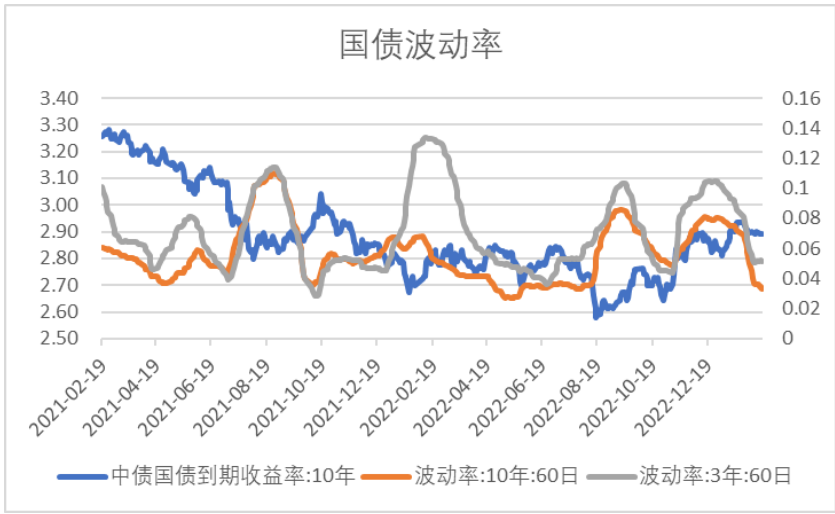
4.2.2 上周，A 股下行，食品饮料、石油石化占优，科技风格炒作降温。港股市场下跌，电讯业、必须性消费表现占优。美股市场分化，消费、公用事业上涨，能源、房地产下跌，小盘成长风格占优。

4.2.3 地产政策放松、疫情防控政策优化下，国内经济呈弱复苏状态，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，财政前置下基建为上半年主要支撑，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，对经济修复斜率的博弈成为推动市场风格变化的主要因素，整体以区间震荡为主。对国内市场而言，居民端信贷拐点仍需等待。从目前高频数据看，节后经济呈逐步改善趋势。当前阶段，经济右侧仍需等待地产销售数据企稳拐点，在此之前，强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡行情为主，工业生产恢复情况、需求与地产数据及两会政策新定调是关注重心。

4.2.4 配置方向上关注：

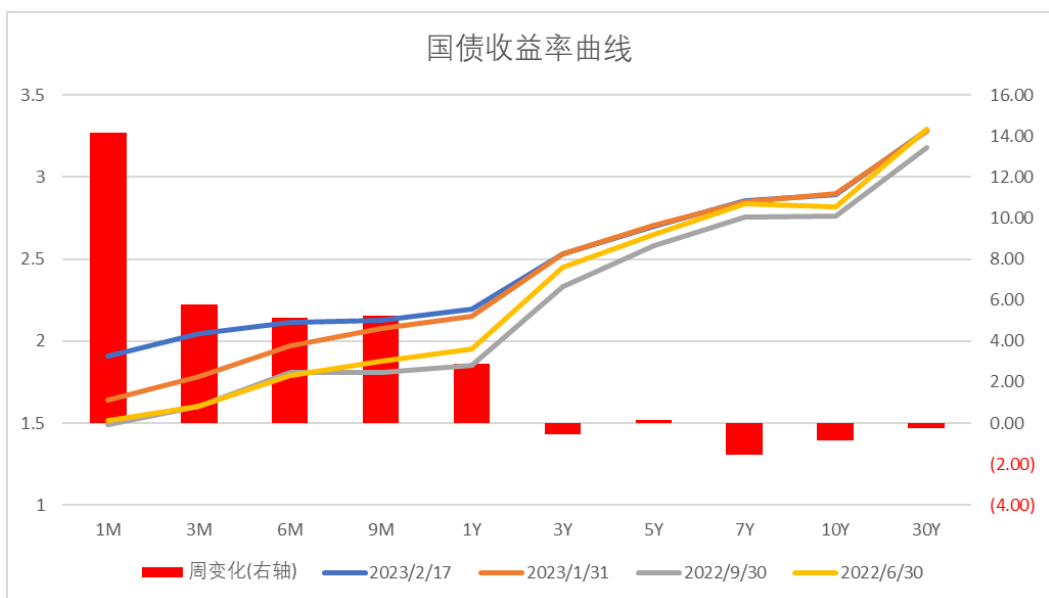
- 1、短期内，预计市场交易重心将集中在两会前对政策的博弈，并在会后逐步转向对经济自身基本面的交易。近期复工高频数据回暖及科技风格热度趋近历史高位下，短期内市场风格或有阶段性切换，消费、机械设备、建材或将占优，内部分化加大。
- 2、若此后经济数据表现延续弱复苏状态，对政策的博弈下低位小盘科技风格或仍有表现机会。

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	100.6400	100.6300	328,461.0000	92,203.0000	0.6213	0.1498
	0.124359548	0.1144	-15,971.0000	-36186		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 17 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 2 月 17 日

4.3.1 上周，长债利率小幅震荡，各评级信用债利差大多收窄，主要影响因素为：资金面整体偏紧、央行投放放量呵护市场、MLF 等价超额续作、美国通胀数据超预期、权益市场回调。目前市场预期 23 年 2 季度经济大概率反弹，对债市影响偏负面，近期理财子规模与破净率趋于稳定，仍以买入同业存单及信用债为主，机构投资者负债端波动压力与风险偏好仍需观察。

4.3.2 短期看，债券市场交易机会仍主要来源于超调后的修复，后续仍需防范负债端风险。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，对债券的配置以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债。利率债偏波段机会，短端机会优于长端，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。