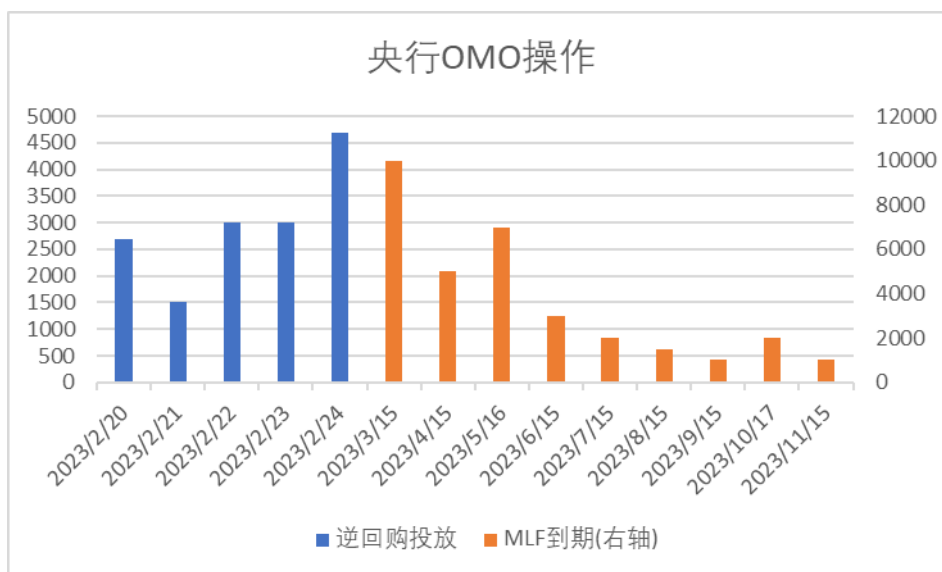


预期向现实演化，关注海外风险释放

一、重要信息点评

- 1、2月20日，1年期与5年期以上LPR利率连续六个月维持不变，基本符合市场预期。此前2月MLF利率维持不变，且资金面连续偏紧，降息空间较小。
- 2、2月21日，美国2月Markit制造业PMI初值47.8，前值46.9，预期47.1；服务业PMI初值50.5，前值46.8，预期47.5。服务业PMI重回扩张区间，明显回暖，大幅高于市场预期，显示美国经济韧性高于市场预期，引发通胀担忧，冲击市场风险偏好。
- 3、2月22日，美联储发布2月FOMC会议纪要，纪要显示几乎所有与会者都支持加息25bp，同时与会者们认为现阶段通胀依旧较高，通胀风险是影响前景的关键因素。纪要表态略偏鹰，但增量信息偏少，对市场影响偏中性。
- 4、2月24日，美国发布1月核心PCE超预期上行，同比+4.7%，前值+4.6%，预期+4.3%，环比+0.6%，前值+0.3%，预期+0.4%。其中服务项环比0.6%，持平上月，显示美联储重点关注的高通胀核心环节尚未缓解。此外，1月居民可支配收入大增，环比2%，个人消费支出环比1.8%，预期1.3%，前值-0.2%，为21年3月以来最大增幅。收入与消费增长强劲，通胀数据再度反复，市场加息预期升温，市场定价政策利率将在2023年7月达到5.45%峰值。
- 5、2月24日，央行发布《2022年第4季度中国货币政策执行报告》，本次报告总体延续了中央经济工作会议定调，强调房住不炒，扩大内需，但对国内经济更有信心，对信贷增长更强调质量和持续性，重提引导市场利率围绕政策利率波动，同时强调开发性金融等结构性工具，此外专栏中指出我国居民消费有望稳步恢复，但也提示消费复苏的不确定性仍存。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

上周央行 OMO 投放 14900 亿, 同时到期 16620 亿, 共计净回笼 1720 亿。近期银行间资金面较为紧张背景下央行进行大额投放以呵护流动性。

生产	2023/1/27	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	
高炉开工率(247家):全国	76.69	77.41	78.42	79.54	80.98	↗
	2023/1/10	2023/1/20	2023/1/31	2023/2/10	2023/2/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	192.57	193.66	198.72	206.21	209.28	↗
	2023/1/27	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	227.23	234.90	246.11	263.35	282.17	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-3.51	0.35	-1.21	-4.88	-6.54	↘
	2023/1/19	2023/2/2	2023/2/9	2023/2/16	2023/2/23	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	17.64	27.06	62.27	67.58	68.89	↗
开工率:汽车轮胎:半钢胎	23.82	33.79	67.70	71.72	73.66	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

生产数据方面, 各类开工数据持续上行, 同时钢材库存维持下行可能说明需求端也有所回暖。

需求	2022/2/25	2023/2/4	2023/2/11	2023/2/18	2023/2/25	趋势
商品房成交面积:本月以来	29.38	28.68	32.79	34.32	37.56	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	7.73	5.88	8.03	8.28	7.92	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	16.89	17.62	18.26	18.73	20.86	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	4.76	5.18	6.50	7.31	8.78	震荡上行
	2023/1/27	2023/1/31	2023/2/5	2023/2/12	2023/2/19	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	12.30	13.26	14.59	-3.99	14.51	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	1.17	-8.66	7.81	-7.30	5.20	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

需求数据方面, 商品房成交面积继续回升。另一方面, 车辆销售数据则继续震荡。关注后续车辆消费的复苏力度。

价格	2022/2/24	2023/2/3	2023/2/10	2023/2/17	2023/2/24	
农产品批发价格200指数	129.64	134.43	131.88	132.03	132.96	震荡下行
价格:生猪:外三元	12.58	14.47	14.58	14.91	15.90	震荡
平均批发价:猪肉	19.08	22.71	20.49	20.97	20.78	震荡
粮油批发价格200指数	113.56	118.00	117.76	117.51	117.40	震荡下行
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.58	6.08	5.74	5.78	5.75	震荡下行
平均批发价:7种重点监测水果	6.85	7.56	7.52	7.52	7.53	震荡
南华工业品指数	3,595.76	3,899.13	3,887.55	3,915.44	3,967.80	震荡上行
现货价:原油:英国布伦特Dtd	106.57	80.69	85.68	82.35	82.04	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 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, 蔬菜及水果价格有所回落但强于季节性因素, 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	-0.18	-1.95	-3.56
COMEX黄金	-1.74	-5.46	-0.45
LME铝	-1.91	-9.56	-1.51
LME铜	-3.26	-5.60	3.85
CBOT玉米	-4.21	-5.05	-4.31
CBOT大豆	-0.51	-1.03	-0.30
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	138.06	315.81	177.23
美元兑人民币	829.00	1989.00	559.00
美元兑日元	233.40	637.90	537.50

	2023/2/24	2023/2/19	2023/1/31	2023/1/1
ICE布油	82.85	83.15	85.53	85.99
COMEX黄金	1818	1851.3	1943.8	1830.1
	2023/2/24	2023/2/17	2023/1/31	2023/1/1
美元指数	105.2618	103.8812	102.1037	103.4895
美元兑人民币	6.953	6.8701	6.7541	6.8971
美元兑日元	136.4995	134.1655	130.1205	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体震荡回落, 其中石油跌幅最小, 玉米跌幅最大。ICE 布油收于 82.85 美元, 跌 0.18%, COMEX 黄金收于 1818 美元, 跌 1.74%。

上周美元指数上行 138.06BP，再超预期的 PCE 数据带动美元上行。在此背景下人民币上周贬值 829 个基点，日元贬值 233.4 个基点。

MEETING DAY	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.00%	73.00%	27.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2023/5/3	0.00%	0.00%	69.30%	29.30%	1.40%	0.00%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	21.70%	56.80%	20.50%	0.90%	0.00%
2023/7/26	0.00%	0.00%	14.70%	45.50%	32.20%	7.30%	0.30%
2023/9/20	0.00%	0.00%	14.70%	45.50%	32.20%	7.30%	0.30%
2023/11/1	0.00%	2.00%	19.00%	43.70%	28.80%	6.30%	0.30%
2023/12/13	0.70%	8.20%	27.90%	38.30%	20.60%	4.10%	0.20%

数据来源:CME, 中加基金时间截至 2023 年 2 月 24 日.

美联储加息预期方面，1 月 PCE 出炉并大超市场预期，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 75BP，并在 12 月开始降息。

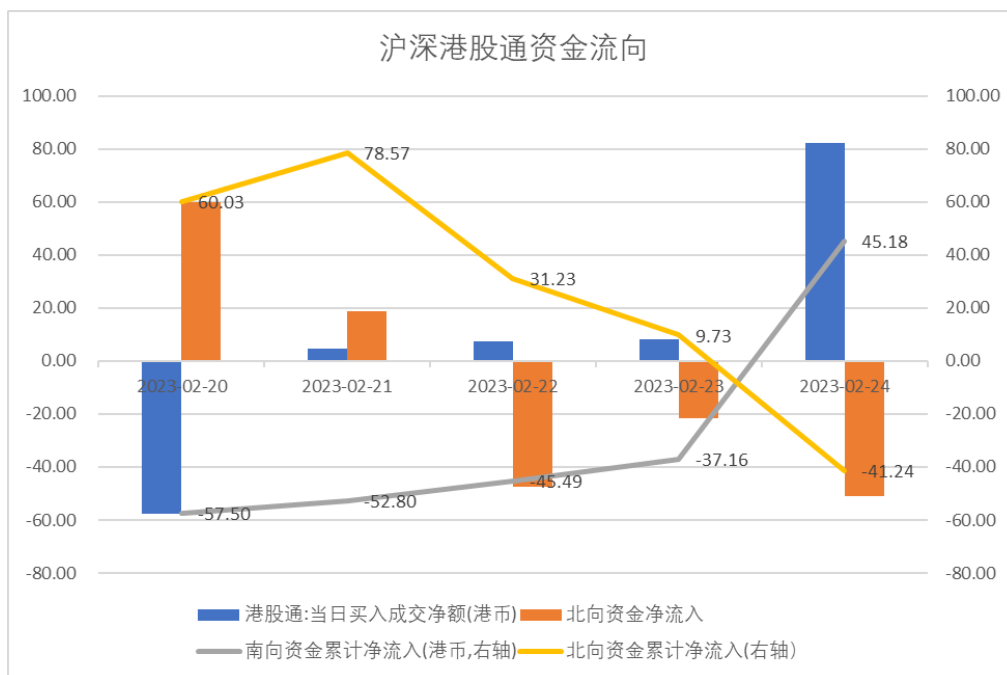
三、 市场表现回顾

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	6	6	2	4	0	7	0	0	2	21
	发行规模(亿元)	153.83	153.83	10.99	26.16	0.00	33.18	0.00	0.00	8.51	232.68
上上周	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
本月以来	数量	18	18	4	12	1	15	0	0	8	57
	发行规模(亿元)	388.88	388.88	33.05	106.97	0.11	85.98	0.00	0.00	28.07	642.94
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	7	1	2	0	2	0	4	1	22
上上周	12	0	2	5	3	1	0	0	9	1	33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 22 支，其中普通混合型基金 4 支，债券类基金（11 支）多于股票类基金（6 支）相等，FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 232.68 亿，发行规模有所回落，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 2 月 24 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 45.18 亿, 较前一周有所减少; 同时南向资金净流入-41.24 亿, 较前一周有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-0.83	-5.89	3.50
偏股混合型基金指数	0.22	-2.03	3.91
科创50	0.44	-2.34	3.20
中小板指	0.45	-2.67	5.14
上证50	0.49	-2.86	3.50
沪深300	0.66	-2.30	4.89
万得全A	0.98	-0.19	7.17
中证500	1.66	0.82	8.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

A 股表现来看, 上周主要板块基本呈上行, 其中创业板跌 0.83%, 跌幅最大; 中证 500 涨 1.66%, 涨幅最大。高频数据显示我国经济复苏力度较好, 但外围风险近期有所加大, 在此背景下 A 股震荡上行。偏股基金指数涨 0.22%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-1.08	-4.31	3.14
茅指数	0.45	-1.54	6.31
大盘指数	0.50	-2.90	4.30
绩优股指数	0.79	-2.11	6.76
高市盈率指数	1.01	-0.92	7.93
小盘指数	1.44	2.24	10.37
低市净率指数	1.88	0.52	4.09
低市盈率指数	2.05	-0.55	5.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PB 指数茅指数涨-1.08%及 0.45%, 表现最差; 低 PE 指数及低 PB 指数分别涨 2.05%及 1.88%, 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
美容护理	-2.04	电力设备	-6.21	商贸零售	-3.68
食品饮料	-1.75	银行	-3.68	银行	-0.48
传媒	-0.97	有色金属	-2.93	综合	0.50
医药生物	-0.91	房地产	-2.61	房地产	1.01
社会服务	0.30	非银金融	-2.58	交通运输	1.02
国防军工	3.07	传媒	4.73	轻工制造	12.35
轻工制造	3.38	计算机	4.31	钢铁	12.60
家用电器	3.96	钢铁	4.97	机械设备	13.62
钢铁	4.68	通信	6.10	通信	15.90
煤炭	5.62	轻工制造	6.99	计算机	18.22

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 24 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 27 个上涨, 4 个下跌。其中, 高频数据显示生产恢复较好, 同时内蒙古煤矿事故使得市场担心煤炭供给短期出现缺口, 在此背景下煤炭行业表现较好, 涨 5.62%, 涨幅最大。此外, 房屋销售数据表现较好也带动生产及地产产业链一并上行, 其中轻工制造、家用电器及钢铁分别涨 3.38%至 4.68%不等, 涨幅居前。同时, 俄乌局势再度反复推动国防军工行业上周涨 3.07%, 表现较好。另一方面, 消费相关的美容护理、食品饮料及社会服务行业上周则分别跌 2.04%、1.75%及涨 0.30%, 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	-3.43	-8.39	1.16
恒生科技指数	-5.80	-11.71	-2.86

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

港股方面, 恒生指数跌 3.43%, 恒生科技指数跌 5.80%。海外加息预期升温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
纳斯达克指数	-3.33	-1.64	8.37
道琼斯工业指数	-2.99	-3.72	-1.00
标普小盘600	-2.71	-1.47	7.79
标普500	-2.67	-2.61	3.40
标普中盘400	-2.45	-1.96	7.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

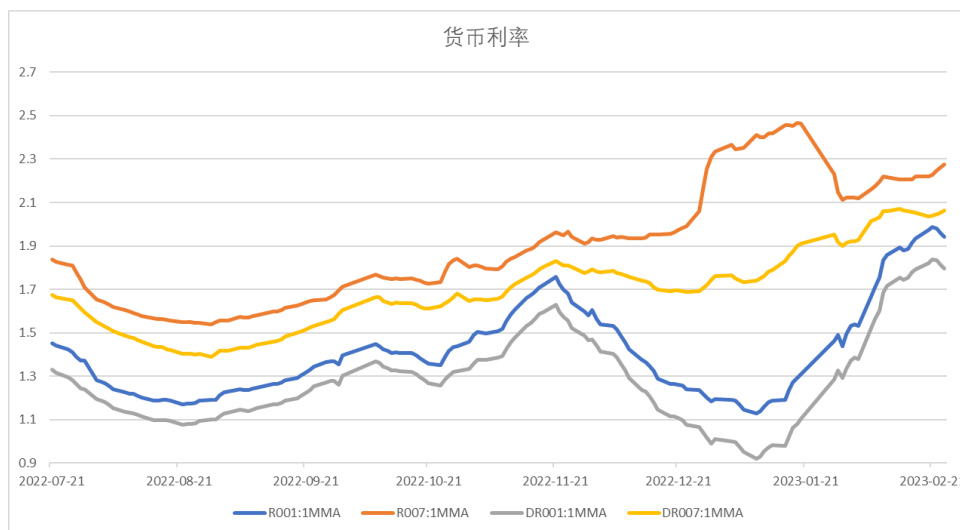
美股方面上周整体回落, 其中标普中盘 400 跌 2.45%, 跌幅最小; 纳斯达克指数跌 3.33%, 跌幅最大。通胀数据大超市场预期推升加息概率, 市场担心流动性进一步紧缩的同时经济可能面临一定风险。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-2.41	-0.05	-2.26
法国CAC40	-2.18	1.48	11.02
德国DAX	-1.76	0.34	9.24
英国富时100	-1.57	1.38	5.73
胡志明指数	-1.23	-6.11	3.59
韩国综合指数	-1.13	-0.06	8.37
日经225	-0.22	0.46	5.21
台湾加权指数	0.16	1.56	9.66

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

其他海外市场方面, 印度市场跌 2.41%, 表现最差; 台湾市场涨 0.16%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



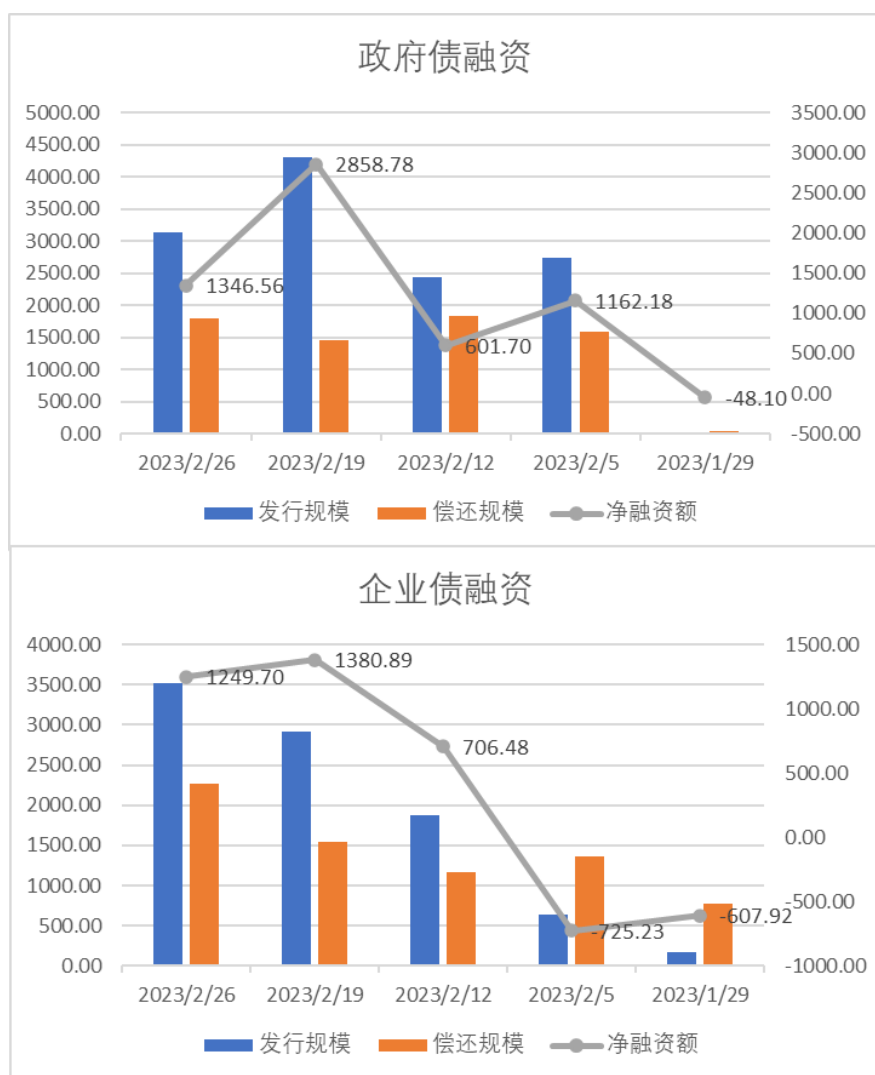
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

上周货币市场利率有所分化，7 天利率在跨月背景下继续回升，而一天利率则有所回落。近期利率整体呈上行趋势，背后原因可能是信贷投放较好带动资金需求上行。

	2023/1/31	2023/2/17	2023/2/24
1Y	1.85	2.06	2.15
6M	2.2	2.35	2.38
	2022/1/31	2022/2/17	2022/2/24
1Y	2.8823	2.4272	2.2032
6M	3.1466	2.4397	2.0715
	2021/1/31	2021/2/17	2021/2/24
1Y	3.2799	3.395	3.3893
6M	3.562	3.5646	3.5289
	2020/2/1	2020/2/18	2020/2/25
1Y	2.8871	2.5072	2.5868
6M	2.8971	2.444	2.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 2.15、2.38, 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 24 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 1346.56 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额 1249.70 亿, 较此前有所回落。

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	2.29	2.56	2.74	2.91	国债	26.99	17.48	17.31	国债	-	-	-
国开债	2.47	2.80	2.92	3.08	国开债	33.67	11.86	15.75	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.82	3.15	3.39	-	AAA信用债	33.72	24.06	-	AAA信用债	34.83	34.88	47.08
AA+信用债	2.92	3.39	3.70	-	AA+信用债	46.83	31.49	-	AA+信用债	44.96	58.12	77.75
AA信用债	3.06	3.77	4.13	-	AA信用债	70.83	36.49	-	AA信用债	58.96	96.12	120.75
AA-信用债	5.49	6.20	6.56	-	AA-信用债	70.83	36.49	-	AA-信用债	301.96	339.12	363.75

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	10	3	4	2	国债	14	4	4	1	国债	20	16	9	8
国开债	9	11	6	3	国开债	17	9	3	3	国开债	24	26	9	9
AAA信用债	12	6	1	-	AAA信用债	8	-9	-14	-	AAA信用债	6	-4	-11	-
AA+信用债	12	0	-2	-	AA+信用债	1	-23	-27	-	AA+信用债	-10	-19	-23	-
AA信用债	-1	-3	-1	-	AA信用债	-15	-19	-19	-	AA信用债	-25	-10	-9	-
AA-信用债	0	-3	-1	-	AA-信用债	-12	-16	-16	-	AA-信用债	-21	-6	-5	-

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	0.39	0.35	0.38	0.37	国债	0.33	0.57	0.40	国债	-	-	-
国开债	0.42	0.37	0.30	0.26	国开债	0.13	0.06	0.31	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.38	0.34	0.28	-	AAA信用债	0.31	0.22	-	AAA信用债	0.27	0.31	0.52
AA+信用债	0.36	0.35	0.33	-	AA+信用债	0.54	0.28	-	AA+信用债	0.17	0.46	0.61
AA信用债	0.28	0.30	0.21	-	AA信用债	0.85	0.22	-	AA信用债	0.12	0.45	0.42
AA-信用债	0.44	0.57	0.33	-	AA-信用债	0.83	0.20	-	AA-信用债	0.54	0.83	0.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年2月24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，信用债利率呈震荡，其中1YAAA及AA+上行12BP，上行幅度最大；3YAA及AA-下行3BP，下行幅度最大。利率债则短端上行大于长端，3Y国开债上行11BP，幅度最大。一方面，高频数据显示经济复苏较为乐观推动利率上行；另一方面，此前信用债调整幅度较大导致利差角度性价比较高，二者共同作用使得债市出现了一定的震荡下行。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	1	-2	国债	-11	0	-2	国债	-4	-7	-2
国开债	2	-5	-3	国开债	-8	-5	0	国开债	3	-17	0
AAA信用债	-7	-4	-	AAA信用债	-16	-6	-	AAA信用债	-10	-6	-
AA+信用债	-13	-1	-	AA+信用债	-23	-5	-	AA+信用债	-9	-3	-
AA信用债	-3	3	-	AA信用债	-3	-1	-	AA信用债	15	2	-
AA-信用债	-4	3	-	AA-信用债	-3	-1	-	AA-信用债	15	2	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年2月24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利差处于偏低区间，低等级信用债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	4	-5	-4	AAA信用债	-9	-17	-18	AAA信用债	-18	-31	-20
AA+信用债	4	-11	-7	AA+信用债	-16	-31	-31	AA+信用债	-34	-46	-32
AA信用债	-9	-14	-6	AA信用债	-32	-27	-23	AA信用债	-49	-37	-18
AA-信用债	-8	-14	-6	AA-信用债	-29	-24	-20	AA-信用债	-45	-33	-14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 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 0.5 左右的中位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.41	2.60	2.71	--	--
国有银行	2.10	2.47	2.57	2.66	2.73
股份银行	2.20	2.47	2.65	2.68	2.74
城商行	2.36	2.59	2.69	2.78	2.83
农商行	2.38	2.58	2.67	2.76	2.83
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	11	7	1	--	--
国有银行	0	7	5	7	8
股份银行	5	9	5	4	8
城商行	5	3	1	3	1
农商行	5	2	0	5	11
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	418.3	2253.4	591	722.7	1440
国有银行	0	329	38	301	648
股份银行	63	1570	150	104	555
城商行	338	263	173	283	192
农商行	18	91	231	36	45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 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 股份银行上行 9BP，1Y 国有银行上行 8BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.78	3.06	3.28	AAA+	30.83	25.08	36.05	AAA+	0.214	0.215	0.502
AAA	2.83	3.17	3.39	AAA	35.95	36.05	46.60	AAA	0.241	0.292	0.485
AAA-	2.88	3.21	3.51	AAA-	40.72	40.90	58.93	AAA-	0.191	0.198	0.484
AA+	2.93	3.37	3.71	AA+	45.72	56.90	78.93	AA+	0.163	0.363	0.608
AA	2.99	3.80	4.17	AA	51.72	99.90	124.93	AA	0.076	0.524	0.478
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.82	3.13	3.33	AAA	34.88	32.95	40.99	AAA	0.145	0.123	0.092
AA+	2.92	3.32	3.56	AA+	45.48	51.89	63.99	AA+	0.196	0.256	0.247
AA	3.04	3.84	4.16	AA	57.48	103.39	123.49	AA	0.22	0.795	0.857
AA(2)	3.51	4.53	4.85	AA(2)	104.48	172.39	192.49	AA(2)	0.486	0.882	0.818

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 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快速收窄，目前大部分券种的信用利差位于 0.2 左右的较低分位数区间，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	2.93	3.18	3.40	3.64	3.68	利率变化(BP)	10.31	8.89	8.02	10.78	5.88	利率分位数	0.43	0.44	0.44	0.44	0.41
当前利差	17.90	26.97	44.59	62.92	57.65	利差变化(BP)	2.73	-1.35	1.21	1.44	-2.18	利差分位数	0.53	0.59	0.75	0.93	0.85

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 24 日。

上周二级资本债收益率整体上行。其中 4Y 上行 10.78BP，上行幅度最大。历史来看，利差分位数均位于 0.5 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-	3.03	3.63	3.92	4.04	AAA-	27.55	67.23	81.60	68.36	AAA-	13.06	10.18	3.58	-1.19
AA+	3.10	3.73	4.10	4.22	AA+	29.79	70.99	93.67	80.03	AA+	9.07	9.20	-0.43	-5.19
AA	3.80	4.44	4.95	5.07	AA	89.79	122.99	159.67	146.03	AA	4.07	4.20	1.57	-3.19
AA-	4.77	5.41	6.00	6.12	AA-	157.79	183.99	228.67	215.03	AA-	7.07	3.20	3.57	-1.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

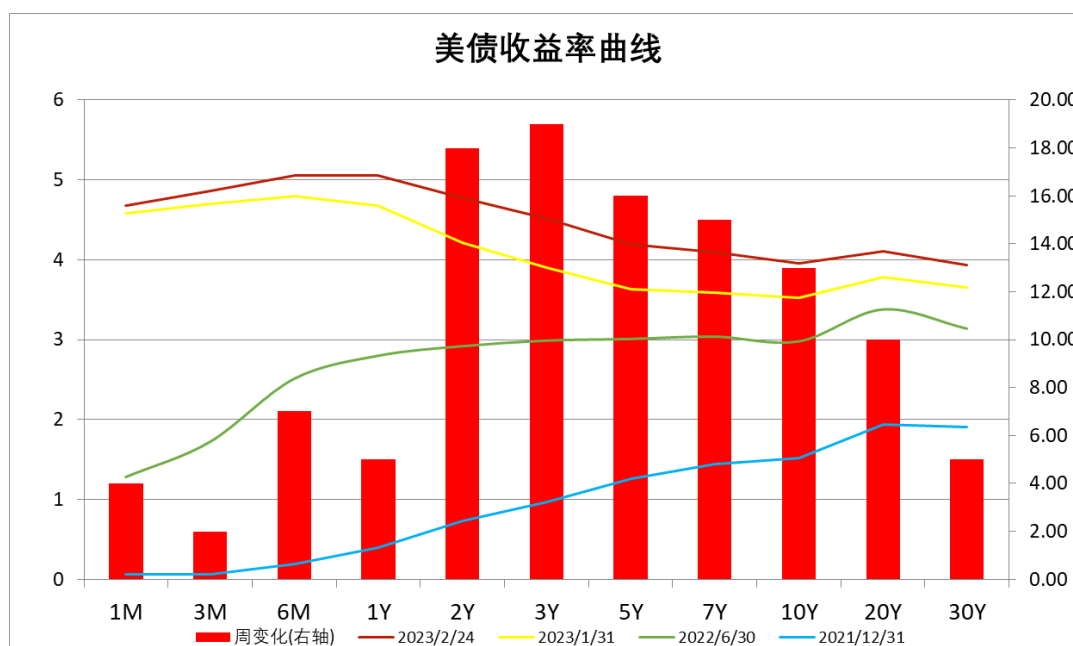
永续债方面利率走势呈短端上行长端下行，其中 1YAAA-上行 13.06BP，上行幅度最大；10YAA+下行幅度最大，达 5.19BP。

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	2.77	3.01	3.21	3.56	AAA级RMBS	30.14	20.14	28.83	47.59	AAA级RMBS	0.175	0.115	0.058	0.049
AAA级消金	2.85	3.21	3.44	3.75	AAA级消金	37.90	40.22	51.48	66.99	AAA级消金	0.107	0.139	0.091	0.043
AAA级企业ABS	3.09	3.50	3.74	4.01	AAA级企业ABS	62.39	69.34	81.34	93.12	AAA级企业ABS	0.175	0.223	0.279	0.091
AAA级ABN	2.91	3.28	3.55	3.88	AAA级ABN	44.10	47.70	62.56	79.84	AAA级ABN	0.071	0.102	0.082	0.038

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 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，所有券种的信用利差仍处于 0.3 分位数以下。

综合我国各个债券分项来看，随着经济复苏出现一定的苗头，利率出现了一定的震荡，在复苏力度难以预判及海外风险再次扰动背景下预计债市震荡仍将维持一段时间。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

美债方面，上周利率整体回升。其中，3Y 上行 19BP，幅度最大。大超预期的 PCE 数据推升加息预期，并带动美债利率上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂再次加深，目前利差为 83BP，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。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延续回升，地产继续修复，乘用车日均零售销量小幅下降。石油沥青开工率回升，钢材延续累库，全国高炉开工率延续上行，生产景气度延续修复态势。

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 24 日.

美国经济指标	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	趋势
实际GDP(同比)	----	2.70	----	----	3.20	----	----	-0.60	----	----	-1.60	拐头向下
PMI	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80	53.00	56.10	55.40	57.10	↘
消费者信心	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	58.20	51.50	50.00	58.40	65.20	59.40	↗
零售	6.69	5.14	5.99	7.85	9.07	10.95	8.45	9.38	9.36	8.25	7.39	震荡下行
房地产	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	49.00	55.00	67.00	69.00	77.00	79.00	震荡下行
耐用品订单	----	5.63	-1.73	0.72	0.20	0.23	-0.13	2.26	0.81	0.42	0.67	↗
CPI	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	8.30	8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	↘
核心CPI	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	6.30	5.90	5.90	6.00	6.20	6.50	↘
PCE	5.38	5.29	5.65	6.12	6.29	6.26	6.39	6.98	6.52	6.41	6.77	震荡下行
核心PCE	4.71	4.60	4.78	5.09	5.20	4.93	4.70	5.04	4.88	5.03	5.36	震荡下行
失业率	3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.60	↘
职位空缺率	----	6.70	6.40	6.40	6.50	6.30	6.80	6.80	6.90	7.20	7.30	↗
时薪增速	0.30	0.40	0.43	0.40	0.31	0.31	0.47	0.37	0.38	0.35	0.63	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

4.2 股票市场观点

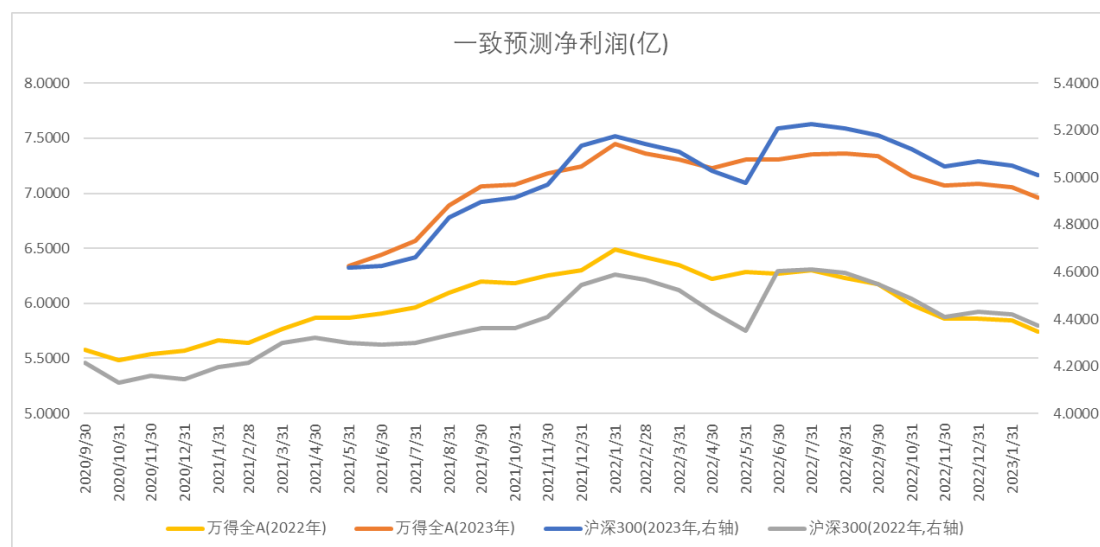
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE13.51 倍，处于 29%分位水平，股权溢价率 2.5%，处于 66%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	9.67	8.77	1.28	7.26	0.32	0.33	0.60	0.79
沪深300	11.87	9.90	1.40	5.35	0.29	0.18	0.25	0.80
中小板指	24.60	15.99	3.42	0.99	0.18	0.12	0.34	0.92
创业板指	38.24	24.52	5.07	-0.47	0.13	0.22	0.41	0.92
中证500	24.44	16.21	1.81	1.01	0.54	0.34	0.37	0.57
万得全A	17.93	13.51	1.69	2.50	0.55	0.29	0.41	0.66

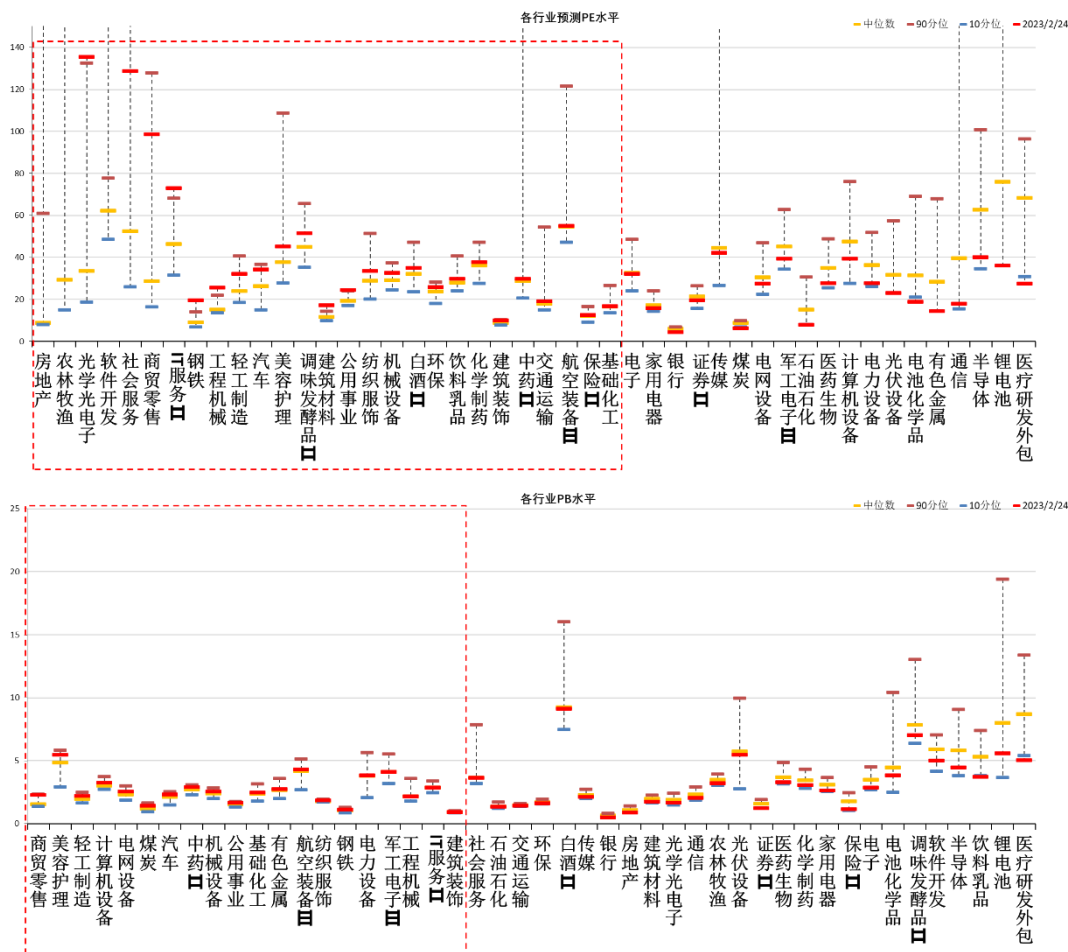
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.81	1.00	6.25	0.31	0.25	0.24
标普500	22.26	3.80	0.54	0.43	0.59	0.00
纳斯达克指	30.16	4.11	-0.63	0.19	0.12	0.02
德国DAX	14.80	1.55	----	0.40	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.58	----
英国富时100	13.22	1.65	----	0.03	0.31	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.30	0.32	----
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	10.11	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 24 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日.

分行业看，多于半数行业 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，房地产、农林牧渔等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股小幅收涨，高频数据回暖带动煤炭、钢铁、家电占优。港股市场下跌，电讯业、能源业表现占优。美股市场回调，能源、材料、必需消费相对占优，大盘价值风格占优。

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，

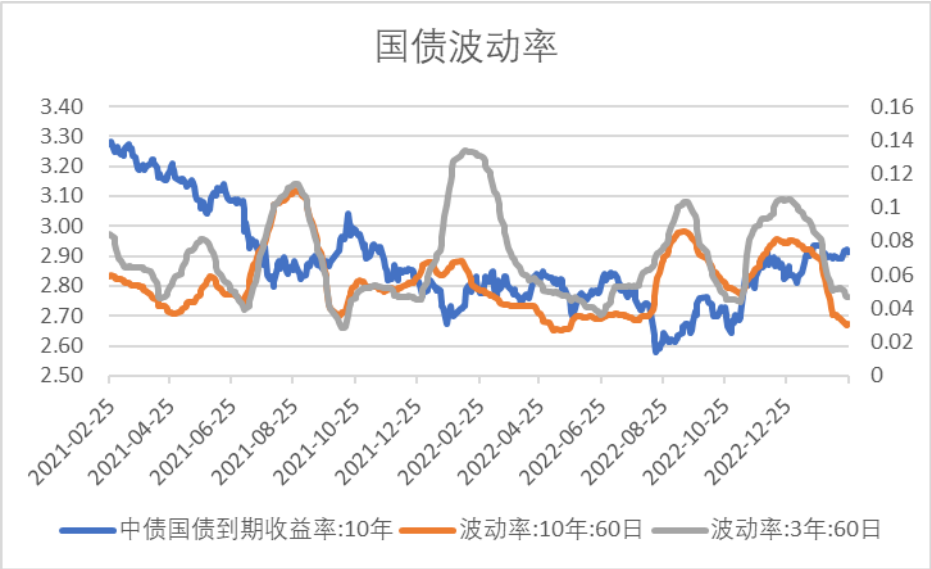
在此之前，强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡行情为主，工业生产恢复情况、需求与地产数据及两会政策新定调是关注重心。

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，科技风格热度趋近历史高位，海外通胀预期升温叠加地缘政治风险因素，短期内市场风格或有阶段性切换，低估价值或将占优，内部分化加大，推荐关注能源、机械设备、建材。

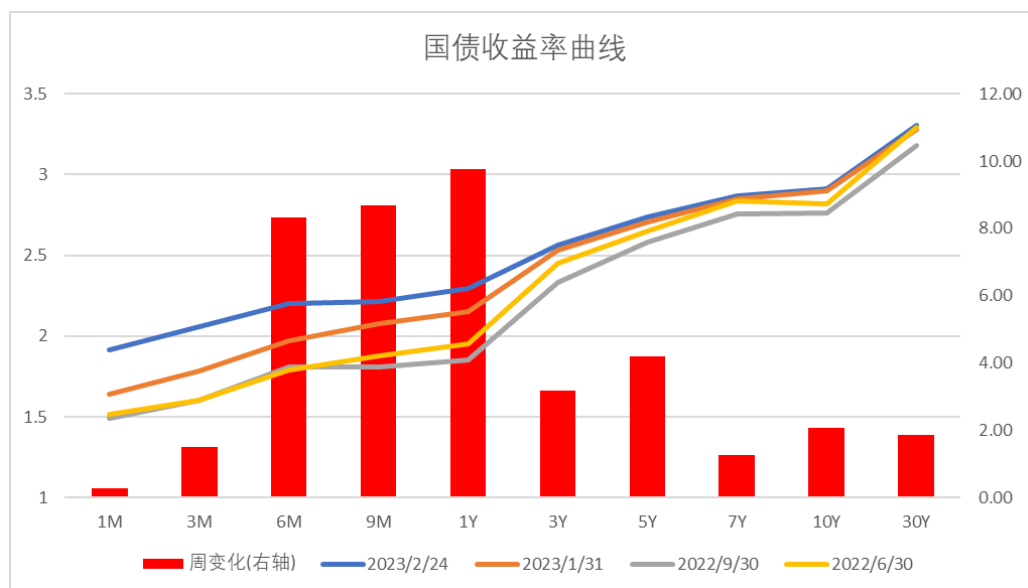
2、若此后经济数据表现延续弱复苏状态，对政策的博弈下低位小盘科技风格或仍有表现机会。

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	99.7150	99.7100	380,866.0000	140,660.0000	1.0670	0.0916
	-0.953563447	-0.9585	52,405.0000	48457		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 2 月 24 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 24 日

4.3.1 上周，长债利率震荡上行，中短端上行幅度大于长端，各期限收益率普遍上行，主要影响因素为：资金面整体先紧后松、《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》发布。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，同时关注存单与二永债配置机会。利率债偏波段操作，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。