

预期与现实双弱，海外数据反复

一、重要信息点评

1、12月7日，以美元计价，中国11月出口金额同比0.5%，低于市场预期的0.7%，前值-6.4%，低基数效应下出口同比由负转正。分国别看，对除欧盟外国家的出口增速大多数增速抬升，其中韩国和美国升幅较大。11月对韩出口同比增速回升13.4pct至-3.6%，对日本出口同比增速回升4.7pct至-8.3%，对东盟出口回升8pct至-7.1%，对美国出口增速回升15.5pct至7.3%，对欧盟出口增速小幅回落1.9pct至-14.5%。结构上看，机电产品、劳动密集型产品、高新技术产品同比增速均回升，美国假期季节性补库拉动劳动密集型产品出口，全球消费电子周期推动手机、集成电路出口继续改善，表现略强于整体增速，汽车、船舶出口延续强势。整体看，此次出口数据由负转正，一方面与去年低基数有关，9-11月出口金额两年平均同比-0.9%、-4.1%和-5.1%，回落幅度小幅增大，另一方面与海外季节性补库周期有关。预计此后出口同比增速在基数效应和美国制造业补库支撑下将边际回升，但整体环比仍将承压。

2、12月8日，政治局会议召开，分析研究2024年经济工作。此次会议延续7.24政治局会议以来的系列部署，同时提出“以进促稳、先立后破”，用科技创新引领现代化产业体系建设，货币政策定调延续宽松，财政端提出适度加力，整体定调更加强调科技创新与基本民生。

3、11月CPI同比-0.5%，低于预期的-0.1%，前值-0.2%；PPI同比-3.0%，低于预期的-2.8%，前值-2.6%；CPI超预期回落，环比跌幅扩大，主要拖累项是食品、油价和出行服务。受国际油价下跌影响，11月交通工具燃料价格环比-2.7%。旅游出行进入淡季带动飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格环比降幅较大。

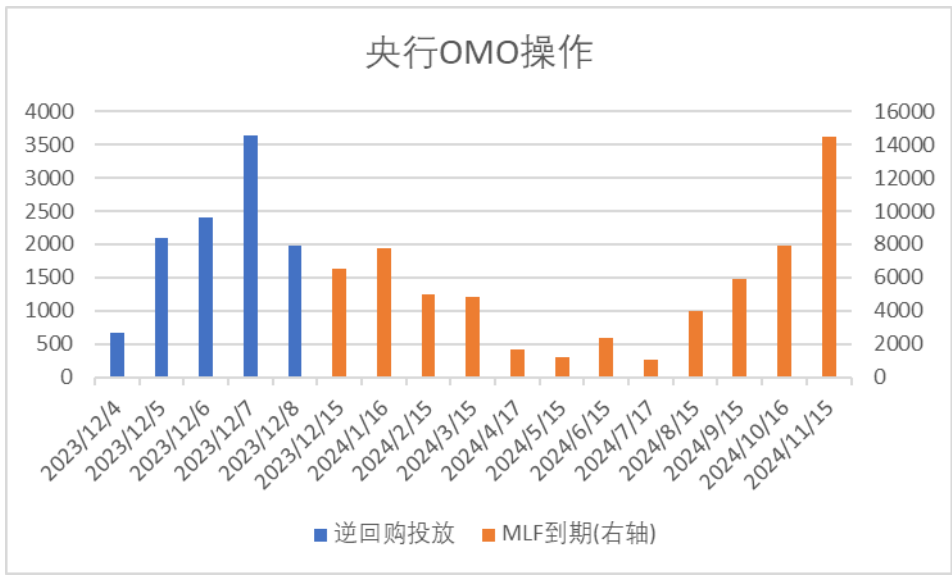
核心CPI环比-0.3%，跌幅同样继续扩大，其中服务价格环比-0.4%，超季节性回落。从价格端看，整体需求相对偏弱，低通胀格局延续。

4、12月5日，美国劳工局数据显示10月职位空缺873万，低于预期的930万，前值935万，劳动力市场压力边际缓解。结构上看，医疗保健业、金融保险业、休闲酒店业、零售业职位空缺减少，数据发布后，经济增长放缓预期升温。

5、美国 11 月非农新增就业人数 19.9 万人，预期 18 万人，前值 15 万人。失业率 3.7%，低于预期的 3.9%，前值 3.9%。平均时薪同比 4%，前值 4.1%，符合预期，环比 0.4%，略高于预期的 0.3%，前值 0.2%；劳动参与率 62.8%，预期 62.7%，前值 62.7%。此次美国 11 月非农新增就业超预期，主因医疗保健与政府部门新增就业大幅增加，同时罢工对制造业新增就业压制缓解，而零售业新增就业下降。薪资增速超预期，显示薪资通胀韧性较强，就业市场供需仍处于再平衡进程中，数据公布后，市场预期明年 3 月降息概率回落。

6、12 月 6 日，日本央行副行长冰见野良三暗示日本央行可能很快就会结束世界上最后一个负利率政策，释放偏鹰派信号，日元走强，日本国债收益率走高，隔夜指数互换定价日本央行在 12 月的货币政策决议上结束负利率政策的可能性由 3.5%升至 45%。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

上周央行 OMO 投放 10770 亿,同时到期 21360 亿,共计净回笼 10590 亿。MLF12 月到期量为 6500 亿。

	2023/11/30	2023/11/23	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/30	环比变化
耗煤量	198.4	190.9	176.6	216.2	185.6	↗
	2023/12/6	2023/11/29	2023/10/31	2023/9/30	2022/12/6	环比变化
水泥沥青开工率	34.1	36.8	38.4	40	37.6	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

生产数据方面，上周耗煤量数据季节性回升，同时水泥沥青开工率有所回落。生产数据上周表现一般。

	2023/12/8	2023/12/1	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/8	环比变化
地铁客运量:30DMA	7573.072903	7660.764516	7635.421935	7328.685161	3953.467845	↘
地铁客运量:30DMA:同比	91.55519154	84.98365067	82.02895428	40.05122838	-35.2814852	↗
执飞航班数:7DMA	1.1553	1.183871429	1.184757143	1.3691	0.383414286	↘
航班取消率	15.08536509	13.96461867	13.77134064	9.90730992	64.72822373	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

出行数据方面, 地铁客运量低基数下同比数据维持高位, 同时执飞航班数据有所回落。

	2023/12/3	2023/11/26	2023/10/31	2023/9/30	2022/12/3	环比变化
土地成交面积	2738.5883	545.371	2749.7415	1239.8516	2322.0835	↗
土地成交溢价率	3.37	2.48	2.44	2.42	1.8	↗
商品房成交面积	39.48494986	33.32805686	47.42750071	46.58237071	43.16694971	↗
一线商品房成交面积	8.839024143	8.555106143	10.09878543	14.688239	10.18058529	↗
二线商品房成交面积	22.56170729	18.18089657	29.84735986	23.36504	23.48877143	↗
三线商品房成交面积	8.084218429	6.592054143	7.481355429	8.529091714	9.497593	↗
二手房价格	#N/A	177.95	179.68	182.06	188.85	----
一线二手房价格	#N/A	223.25	225.22	227.71	227.95	----
二线二手房价格	#N/A	168.35	170.01	172.28	180.39	----
三线二手房价格	#N/A	156.24	157.94	160.39	168.89	----
四线二手房价格	#N/A	125.75	126.74	128.17	131.3	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

地产数据方面, 二手房价格尚未更新, 不过商品房成交面积有所回升, 上周地产数据表现回暖。

	2023/11/30	2022/11/30	2021/11/30	2020/11/30	2019/11/30	同比
厂家批发: 当月累计值	2572073	2006537	2084749	1981269	1757689	28.18%
厂家零售: 当月累计值	2061791	1699536	1789901	1854093	1655071	21.31%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

汽车销量方面, 11 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 28.18%及 21.31%, 汽车消费表现较好。

	2023/12/3	2023/11/26	2023/10/31	2023/9/30	2022/12/3	环比变化
集装箱吞吐量	565.4	582.9	570	579.8	451.1	↘
	2023/12/9	2023/12/2	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/9	
CCFI指数	858.4	857.72	876.74	851.96	1410.11	↗
CICFI指数	709.88	730.25	730.25	787.54	1293.04	↘
	2023/11/30	2023/10/31	2023/9/30	2023/8/31	2023/7/31	
韩国前十日出口	3.2	-2.1	-7.8	-15.3	-14.7	↗
韩国前二十日出口	2.2	4.6	9.7	-16.6	-15.2	↘
韩国出口	7.8	5.1	-4.4	-8.1	-16.2	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

进出口数据方面, 上周出口运价继续回升, 同时韩国出口表现较好。上周进出口数据表现较好。

	2023/12/8	2023/12/1	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/8	环比变化
农产品价格	119.76	119.91	119.82	120.87	126.37	↘
猪肉价格	20.02	20.19	20.19	22.14	31.58	↘
粮油价格	119.9	119.91	120.56	120.31	116.79	↘
蔬菜价格	4.73	4.73	4.77	5.04	4.57	----
水果价格	7.08	7.04	7	6.67	6.73	↗
PTA价格	5665	5680	5795	6240	5425	↘
涤纶长丝价格	7475	7500	7450	8050	6750	↘
聚酯切片价格	6620	6650	6710	7100	6380	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回升转弱。其中, 蔬菜及水果价格有所回落, 同时猪肉价格维持 20 元左右震荡, 粮油价格在国际局势扰动近一年后出现了一定程度的高位震荡。服装方面纤维价格大体下行。上周商品价格表现一般。

	2023/12/8	2023/12/1	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/8	环比变化
煤炭价格	933	930	930	983	1349.5	↗
石油价格	75.84	78.88	82.83	95.31	76.15	↘
铜杆价格	69350	70300	69700	68310	67020	↘
铝价	18560	18660	18610	19910	19320	↘
钢材价格	112.44	111.62	112.21	108.4	108.93	↗
沥青价格	3475	3465	3435	3885	3360	↗
水泥价格	113.7	113.53	113.13	106.59	149.06	↗
MDI价格	15500	15400	15500	15900	14000	↗
浮法玻璃价格	1967.9	1967.9	1967.9	2115.5	1641.4	----
工业品指数	4026.82	3997	4016.72	4078.2	3741.39	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中煤价、钢材价格、沥青价格、水泥价格及 MDI 价格有所上升, 其余商品则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-4.09	-8.72	-11.94
COMEX黄金	-3.30	-2.24	10.66
LME铝	-3.40	-3.61	-10.26
LME铜	-2.00	0.27	0.79
CBOT玉米	0.41	2.31	-28.26
CBOT大豆	-1.42	-3.03	-14.29
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	80.28	49.16	50.85
美元兑人民币	295.00	306.00	2704.00
美元兑日元	-183.50	-322.15	1385.10

	2023/12/8	2023/12/3	2023/11/30	2023/1/1
ICE布油	75.65	79.56	80.35	85.99
COMEX黄金	2020.8	2091.7	2056.1	1830.1
	2023/12/8	2023/12/3	2023/11/30	2023/1/1
美元指数	103.998	103.1952	103.5064	103.4895
美元兑人民币	7.1675	7.138	7.1369	6.8971
美元兑日元	144.9755	146.8105	148.197	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格大体下行，其中石油跌幅最大，玉米涨幅最大。ICE 布油收于 75.65 美元，跌 4.09%，COMEX 黄金收于 2020.8 美元，跌 3.30%。

上周美元指数上行 80.28BP，11 月非制造业及非农就业数据超预期带动美元走强。在此背景下人民币上周贬值 295 个基点，日元升值 183.5 个基点。

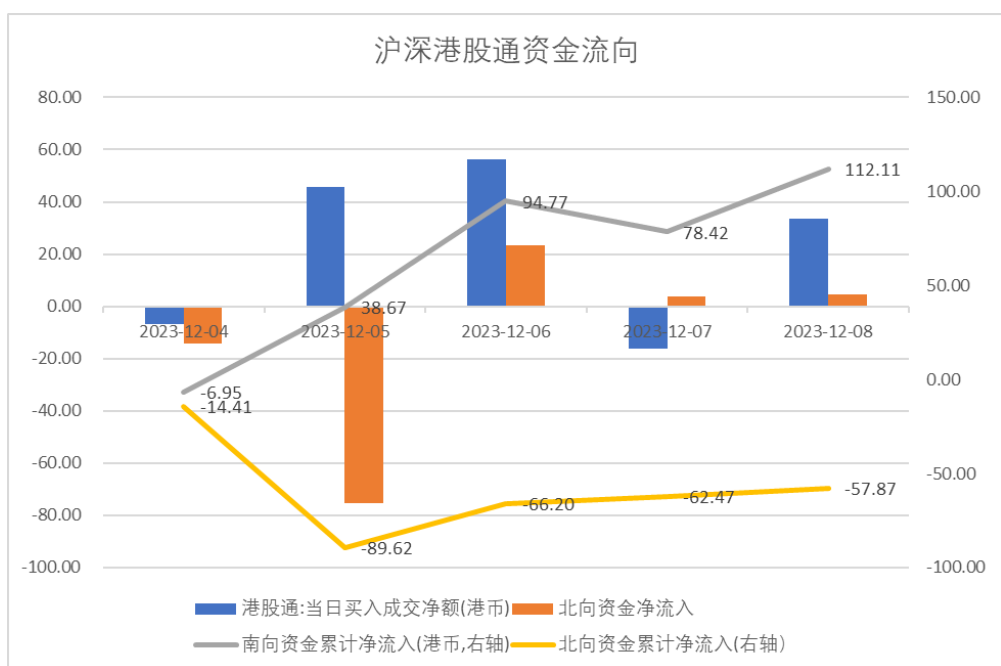
三、 市场表现回顾

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	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	15	12	1	10	2	14	0	0	3	43
	发行规模(亿元)	335.98	293.92	2.26	30.61	4.60	36.22	0.00	0.00	3.09	408.15
上上周	数量	16	15	1	11	0	8	0	0	1	37
	发行规模(亿元)	196.87	146.23	2.46	88.25	0.00	15.10	0.00	0.00	0.11	302.79
本月以来	数量	16	13	1	14	2	17	0	0	3	51
	发行规模(亿元)	338.31	296.26	2.26	62.86	4.60	43.03	0.00	0.00	3.09	449.55
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	1	3	6	1	0	0	5	18	1	37
上上周	8	0	3	1	4	0	0	1	13	1	31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 37 支，其中普通混合型基金 2 支，债券类基金（23 支）多于股票类基金（11 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 408.15 亿，其中股票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 12 月 8 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-57.87 亿, 较此前有所减少; 同时南向资金净流入 112.11 亿, 较此前有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-2.99	-3.56	-13.42
沪深300	-2.40	-2.77	-12.20
万得全A	-2.02	-1.83	-4.97
偏股混合型基金指数	-1.88	-1.99	-13.31
中小板指	-1.78	-1.97	-18.29
创业板指	-1.77	-1.58	-19.37
中证500	-1.24	-0.85	-6.25
科创50	0.08	0.29	-9.55

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

A 股表现来看, 上周主要板块呈下行, 其中科创 50 涨 0.08%, 涨幅最大; 上证 50 跌 2.99%, 跌幅最大。出口数据低于预期背景下 A 股出现了一定的下行。
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
茅指数	-3.25	-4.19	-16.17
绩优股指数	-2.61	-3.53	-21.92
大盘指数	-2.32	-2.79	-13.63
低市净率指数	-2.06	-1.84	-2.34
高市盈率指数	-2.05	-0.81	-9.04
高市净率指数	-2.00	-1.88	-19.84
低市盈率指数	-1.86	-1.96	-8.68
小盘指数	-1.85	-0.97	-2.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

A 股各风格指数中, 小盘指数跌 1.85%, 表现最好; 茅指数跌 3.25%, 表现最差。市场风格中小盘占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
建筑材料	-4.34	建筑材料	-4.68	美容护理	-32.26
国防军工	-3.80	食品饮料	-4.59	商贸零售	-28.78
轻工制造	-3.79	汽车	-4.53	电力设备	-28.57
房地产	-3.70	美容护理	-4.45	房地产	-23.79
商贸零售	-3.68	国防军工	-3.55	建筑材料	-23.21
有色金属	-0.34	有色金属	-0.38	汽车	4.82
计算机	-0.05	公用事业	-0.26	电子	6.63
农林牧渔	0.18	计算机	2.82	计算机	14.30
通信	0.82	通信	3.40	传媒	28.76
传媒	1.80	传媒	7.21	通信	29.80

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 3 个上涨, 28 个下跌。其中, TMT 行业传媒、通信及计算机行业上周涨跌幅分别为 1.80%、0.82%及-0.05%, 表现较好。此外, 猪肉产能持续去化背景下市场预期新一轮猪周期到来, 在此背景下农林牧渔行业涨 0.18%, 涨幅居前。同时, 碳酸锂涨价背景下有色金属行业跌 0.34%, 跌幅较小。另一方面, 出口数据表现不佳背景下顺周期行业中建筑材料、轻工制造、房地产及商贸零售行业分别跌 4.34%至 3.68%不等, 跌幅居前。

	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	-2.95	-4.16	-17.43
恒生科技指数	-3.26	-4.97	-10.24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

港股方面, 恒生指数跌 2.95%, 恒生科技指数跌 3.26%。国内经济数据低于预期背景下港股出现了一定程度的回落。

	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	0.01	0.83	9.35
标普500	0.21	0.80	19.92
标普中盘400	0.25	2.67	8.30
纳斯达克指数	0.69	1.25	37.62
标普小盘600	1.30	4.23	5.41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

美股方面上周有所回升, 其中标普小盘指数涨 1.30%, 表现最好; 道琼斯工业指数涨 0.01%, 表现最差。美国非制造业 PMI 及非农就业数据带动经济软着陆预期走强, 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

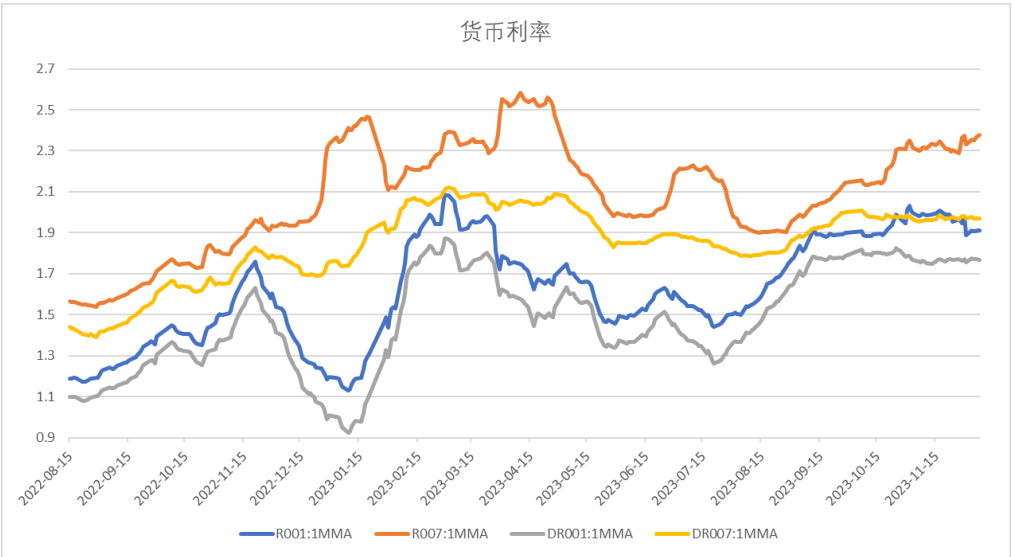
美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
日经225	-3.36	-3.52	23.81
台湾加权指数	-0.31	-0.29	22.96
英国富时100	0.33	1.35	1.38
韩国综合指数	0.51	-0.69	12.58
胡志明指数	2.02	2.77	11.65
德国DAX	2.21	3.35	20.37
法国CAC40	2.46	2.95	16.26

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

其他海外市场方面，日本市场跌 3.36%，表现最差；法国市场涨 2.46%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



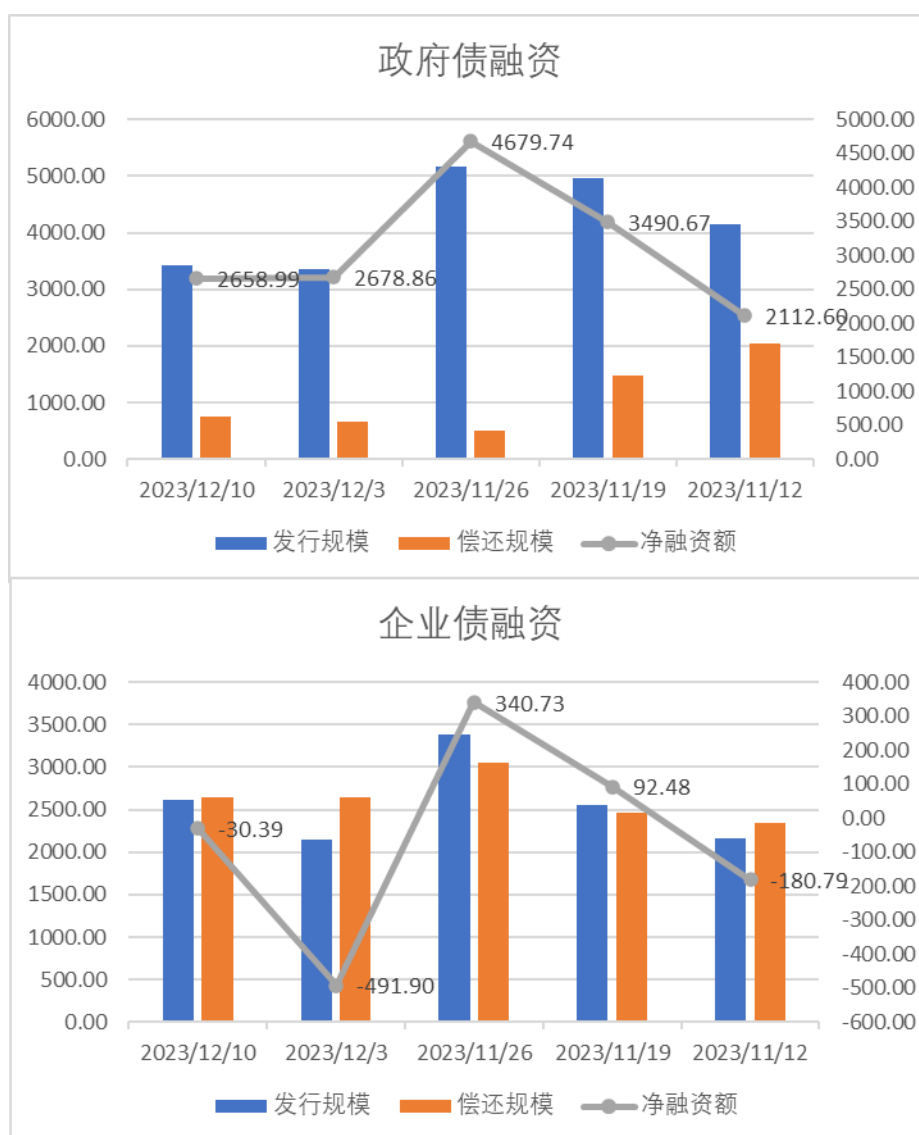
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

上周货币市场利率有所上行，R007 一月均值升至 2.38。资金面较上上周更为宽松。

	2023/11/30	2023/12/1	2023/12/8
6M	1.15	1.09	1.14
3M	0.65	0.35	0.3
	2022/11/30	2022/12/1	2022/12/8
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/11/30	2021/12/1	2021/12/8
6M	1.9103	1.9753	1.3499
3M	1.3079	1.3153	0.467
	2020/11/30	2020/12/1	2020/12/8
6M	2.7228	2.7455	2.806
3M	2.697	2.7247	2.7552

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.14、0.30，低位维持震荡，23 年 11 月社融中贷款部分可能维持较弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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 2658.99 亿, 较此前基本持平; 企业债净融资额-30.39 亿, 较此前有所增加。

从高频数据看, 社融中贷款低位, 债券部分中政府债相对较好, 同时企业债表现一般, 11 月社融可能结构偏差。

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	2.38	2.47	2.56	2.66	国债	9.33	8.46	10.66	国债	-	-	-
国开债	2.53	2.58	2.66	2.77	国开债	5.44	8.12	11.2	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.86	2.96	3.12	-	AAA信用债	9.61	15.77	-	AAA信用债	33.58	37.75	45.4
AA+信用债	2.96	3.14	3.40	-	AA+信用债	18.41	25.44	-	AA+信用债	43.35	56.32	73.64
AA信用债	3.02	3.30	3.69	-	AA信用债	27.85	38.69	-	AA信用债	49.57	71.98	102.55
AA-信用债	5.43	5.71	6.10	-	AA-信用债	28.2	38.82	-	AA-信用债	290.52	313.28	343.98

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	4	0	-1	0	国债	2	-1	-3	-2	国债	28	7	-9	-17
国开债	2	1	-1	1	国开债	-1	-1	-2	0	国开债	29	4	-17	-22
AAA信用债	5	3	2	-	AAA信用债	4	2	2	-	AAA信用债	10	-24	-39	-
AA+信用债	5	2	2	-	AA+信用债	4	0	0	-	AA+信用债	-6	-44	-53	-
AA信用债	5	5	0	-	AA信用债	4	3	-1	-	AA信用债	-29	-57	-53	-
AA-信用债	5	5	0	-	AA-信用债	4	3	-1	-	AA-信用债	-27	-55	-51	-

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	0.64	0.38	0.26	0.12	国债	0.00	0.03	0.06	国债	-	-	-
国开债	0.61	0.28	0.20	0.08	国开债	0.00	0.01	0.12	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.56	0.30	0.18	-	AAA信用债	0.00	0.03	-	AAA信用债	0.32	0.49	0.45
AA+信用债	0.53	0.32	0.19	-	AA+信用债	0.02	0.09	-	AA+信用债	0.22	0.47	0.53
AA信用债	0.40	0.16	0.07	-	AA信用债	0.00	0.25	-	AA信用债	0.11	0.15	0.05
AA-信用债	0.51	0.20	0.13	-	AA-信用债	0.00	0.24	-	AA-信用债	0.35	0.44	0.39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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 1Y 及部分 3Y 券种整体上行 5BP, 上行幅度最大。利率债短端上行长端震荡, 1Y 国债上行 4BP, 上行幅度最大。虽然 11 月进出口数据低于预期, 但债券集中大量发行仍对短端利率造成了一定的压力。后续随着海外逐步进入衰退, 我国经济可能仍将面临较大压力, 因此债市上行动力主要取决于最终政策力度。往后看, 我国经济弱复苏格局可能将持续一段时间, 这段时间内预计货币不会大幅紧缩, 虽然利率分位数偏低但债市短期风险不大。

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	-1	1	国债	-3	-2	1	国债	-21	-16	-8
国开债	-2	-2	2	国开债	1	-1	2	国开债	-26	-21	-5
AAA信用债	-3	0	-	AAA信用债	-3	0	-	AAA信用债	-34	-15	-
AA+信用债	-3	0	-	AA+信用债	-4	0	-	AA+信用债	-38	-9	-
AA信用债	0	-5	-	AA信用债	-1	-4	-	AA信用债	-28	4	-
AA-信用债	0	-5	-	AA-信用债	-1	-4	-	AA-信用债	-28	4	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周利差大体收窄, 从分位数的角度来看目前仅部分低等级信用债获利空间相对更大。

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	3	2	3	AAA信用债	6	2	4	AAA信用债	-19	-28	-22
AA+信用债	2	1	3	AA+信用债	6	1	2	AA+信用债	-35	-47	-36
AA信用债	2	4	1	AA信用债	6	4	1	AA信用债	-58	-61	-36
AA-信用债	2	4	1	AA-信用债	6	4	1	AA-信用债	-56	-58	-34

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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, 上周信用债利率上升幅度更大使得利差整体走阔, 目前大部分 1Y 券种仍位于偏低区间, 而大部分 3Y 及 5Y 券种的信用利差分位数位于中性区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.79	2.82	2.83	--	--
国有银行	2.55	2.64	2.60	2.60	2.60
股份银行	2.65	2.70	2.78	2.57	2.65
城商行	2.83	2.83	2.84	2.86	2.88
农商行	2.79	2.84	2.82	2.80	2.81
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	24	10	12	--	--
国有银行	15	2	0	0	0
股份银行	22	5	14	0	0
城商行	23	12	11	8	9
农商行	16	5	8	9	7
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	626.1	1048.5	1187.9	61.8	380.1
国有银行	300	0	0	0	0
股份银行	7	170	126	0	0
城商行	256	787	746	58	304
农商行	63	91	316	4	76

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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 12BP, 6M 股份银行上行 11BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.75	2.89	3.00	AAA+	22.49	31.18	33.98	AAA+	0.116	0.523	0.473
AAA	2.84	2.98	3.12	AAA	31.03	39.83	46.30	AAA	0.209	0.507	0.467
AAA-	2.88	3.03	3.25	AAA-	35.87	44.65	58.61	AAA-	0.171	0.347	0.491
AA+	2.93	3.15	3.36	AA+	40.87	56.65	70.11	AA+	0.152	0.436	0.37
AA	2.98	3.30	3.69	AA	45.85	71.65	102.61	AA	0.08	0.133	0.045
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.86	3.01	3.16	AAA	33.43	42.98	49.76	AAA	0.176	0.486	0.412
AA+	2.92	3.13	3.28	AA+	39.02	54.88	61.71	AA+	0.116	0.376	0.2
AA	3.01	3.27	3.51	AA	48.02	69.38	85.21	AA	0.103	0.273	0.125
AA(2)	3.10	3.43	3.96	AA(2)	57.02	85.38	130.21	AA(2)	0.073	0.123	0.178

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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, 上周利差有所走阔。从利差分位数角度 1Y 目前在 10 分位左右, 3Y 及 5Y 则大体位于 30 分位左右。

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	2.99	3.11	3.22	3.28	利率变化(BP)	9.87	1.26	0.80	0.08	-1.65	利率分位数	0.51	0.37	0.30	0.19	0.16
当前利差	19.89	19.34	25.57	34.88	30.78	利差变化(BP)	7.57	1.65	0.72	-0.78	-4.37	利差分位数	0.80	0.57	0.46	0.46	0.39

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 12 月 8 日。

上周二级资本债收益率整体上行。其中 1Y 上行 9.87BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.45 左右，同时利率分位数维持 0.3 分位左右。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.97	3.21	3.37	3.45	AAA-	24.15	36.36	39.94	40.44	AAA-	8.59	3.27	-0.12	-4.18
AA+	2.99	3.24	3.41	3.49	AA+	20.42	31.61	37.02	37.11	AA+	8.58	3.27	-0.12	-4.18
AA	3.08	3.36	3.70	3.79	AA	22.42	36.61	52.02	53.11	AA	6.58	2.27	-4.12	-9.18
AA-	4.15	4.62	5.09	5.18	AA-	108.42	135.61	164.02	165.11	AA-	3.58	-0.73	-12.12	-17.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

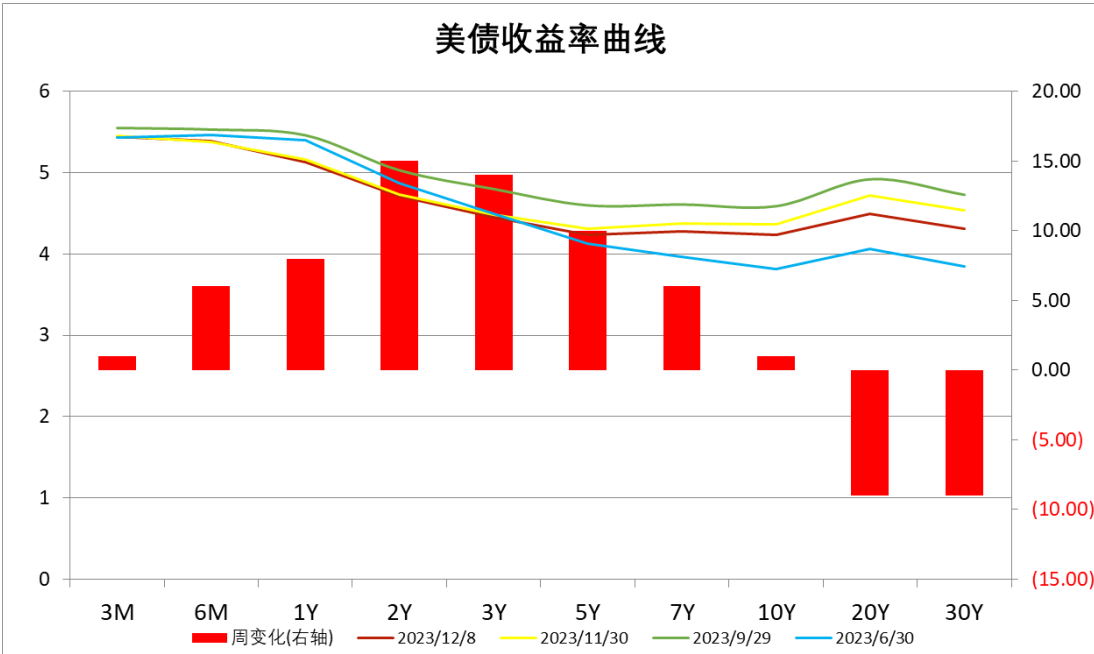
永续债方面利率短端上行长端下行，其中 1YAAA-上行幅度最大，达 8.59BP；10Y AA-下行幅度最大，达 17.18BP。

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	2.75	2.92	3.13	3.26	AAA级RMBS	22.85	34.34	46.48	48.29	AAA级RMBS	0.216	0.487	0.546	0.2
AAA级消金	2.94	3.10	3.25	3.53	AAA级消金	41.02	51.61	58.44	75.93	AAA级消金	0.255	0.497	0.25	0.394
AAA级企业ABS	3.02	3.24	3.45	3.60	AAA级企业ABS	49.12	65.54	78.85	82.50	AAA级企业ABS	0.039	0.175	0.225	0.019
AAA级ABN	2.95	3.19	3.36	3.59	AAA级ABN	42.68	60.80	69.39	81.77	AAA级ABN	0.105	0.469	0.283	0.187

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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，大部分券种的信用利差位于 25 分位以下，企业 ABS 及 ABN 利差分位数低于 RMBS 及消费金融 ABS。

综合我国各个债券分项来看，目前大部分信用债的利率及利差分位数均再次进入较低区间，但是由于经济复苏仍然面临较大阻力，债市整体风险不大。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日。

美债方面，利率整体上行。其中，2Y 上行 15BP，上行幅度最大。美国非制造业 PMI 数据及非农就业数据走强表明美国经济韧性较强并带动降息预期走弱，在此背景下美债利率有所上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所增加，目前

利差为 48BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 17 个月，历史经验来看 23 年至 24 年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 经济底部震荡，内生动能偏弱

11 月官方制造业 PMI49.4，预期 49.7，前值 49.5，供需延续回落。生产端，11 月生产指数 50.7%，回落 0.2 个百分点，原材料库存指数回落 0.2 个百分点，产成品库存指数回落 0.3 个百分点，制造业处于去库状态，企业生产经营活动预期指数较上月上升 0.2 个百分点。需求侧，11 月新订单指数 49.4%，回落 0.1 个百分点，需求继续弱于供给。新出口订单指数 46.3 %，较上月回落 0.5pct，出口环比动能延续走弱。结构上，医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业新订单指数维持高景气，此前低库存支撑的化纤、纺织景气度边际回落。价格方面，原材料价格指数 50.7%，较上月回落 1.9pct，11 月原油价格回落，黑色、水泥价格回升。非制造业方面，11 月官方非制造业 PMI 为 50.2，预期 50.9，前值 50.6。其中服务业商务活动指数 49.3%，较上月下降 0.8 个 pct，主因国庆出游回落及流感。建筑业商务活动指数较上月上升 1.5pct，与临近年末竣工加速有关。整体看，11 月 PMI 延续走弱，主因需求偏弱，结构上内生性动能依旧偏弱，预计后续政策落地叠加出口同比企稳将带动经济基本面延续弱复苏，后续主要关注地产销售改善情况与经济工作会议定调。

指标(2023/11/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49.4	----	----	49.5
工业增加值:当月同比	----	5.68	----	4.6
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	2.85	----	2.9
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	6.2
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-9.3
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	8.27
社会消费品零售总额:当月同比	----	12.61	----	7.6
出口金额:当月同比	0.5	0.74	↘	-6.4
社会融资规模:当月值	----	24545.83	----	18452
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.3
M2:同比	----	10.07	----	10.3
社融-M2	----	----	----	-1
CPI:当月同比	-0.5	-0.11	↘	-0.2
PPI:全部工业品:当月同比	-3	-2.8	↘	-2.6

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

美国经济指标	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	5.20	----	----	2.10	----	----	2.20	----	震荡
PMI	----	46.70	46.70	49.00	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	震荡下行
消费者信心	69.40	61.30	63.80	67.90	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	↓
零售	----	----	2.69	3.79	3.26	2.01	1.72	3.25	-0.28	2.42	5.59	震荡
房地产	----	34.00	40.00	44.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	↓
耐用品订单	----	----	-5.39	4.03	-0.13	-5.64	4.29	1.96	1.24	3.33	-2.71	震荡
CPI	----	----	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	震荡下行
核心CPI	----	----	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	↓
PCE	----	----	3.01	3.42	3.41	3.37	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	震荡下行
核心PCE	----	----	3.46	3.65	3.80	4.25	4.28	4.69	4.76	4.78	4.84	↓
非农就业	----	199.00	150.00	262.00	165.00	236.00	105.00	281.00	217.00	217.00	248.00	震荡下行
失业率	----	3.70	3.90	3.80	3.80	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	震荡上行
职位空缺率	----	----	5.30	5.60	5.70	5.40	5.50	5.80	6.20	5.90	6.00	震荡
时薪增速	----	0.35	0.21	0.27	0.27	0.39	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

4.2 股票市场观点

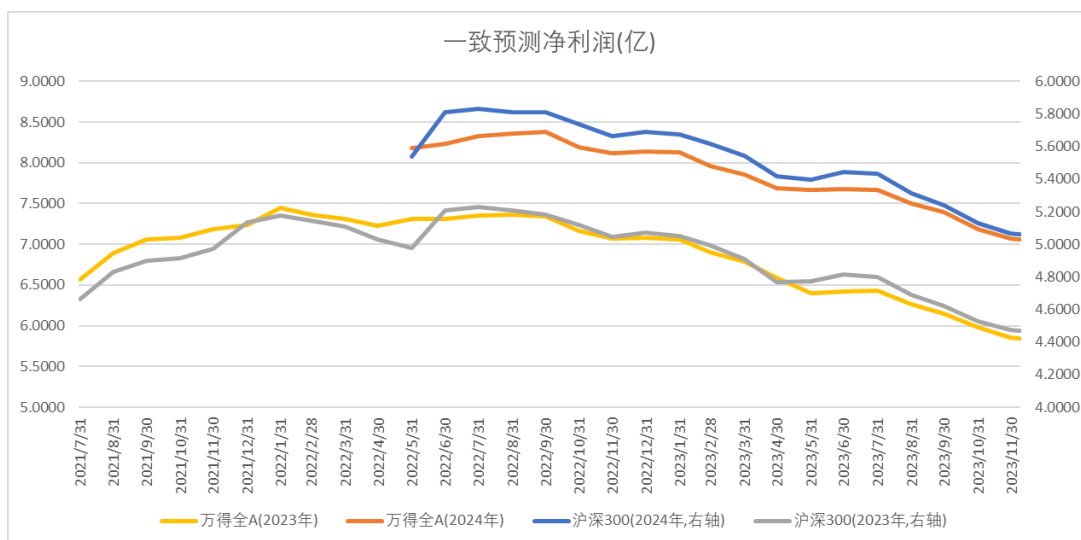
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.35 倍，处于 11%分位水平，股权溢价率 3.25%，处于 93%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	9.38	8.19	1.10	7.89	0.15	0.08	0.07	0.92
沪深300	10.71	8.89	1.17	6.57	0.04	0.03	0.00	0.99
中小板指	19.07	13.67	2.42	2.47	0.02	0.01	0.00	0.98
创业板指	27.81	18.68	3.68	0.82	0.01	0.03	0.04	0.99
中证500	22.21	14.98	1.62	1.73	0.31	0.19	0.06	0.77
万得全A	16.61	12.35	1.47	3.25	0.14	0.11	0.02	0.93

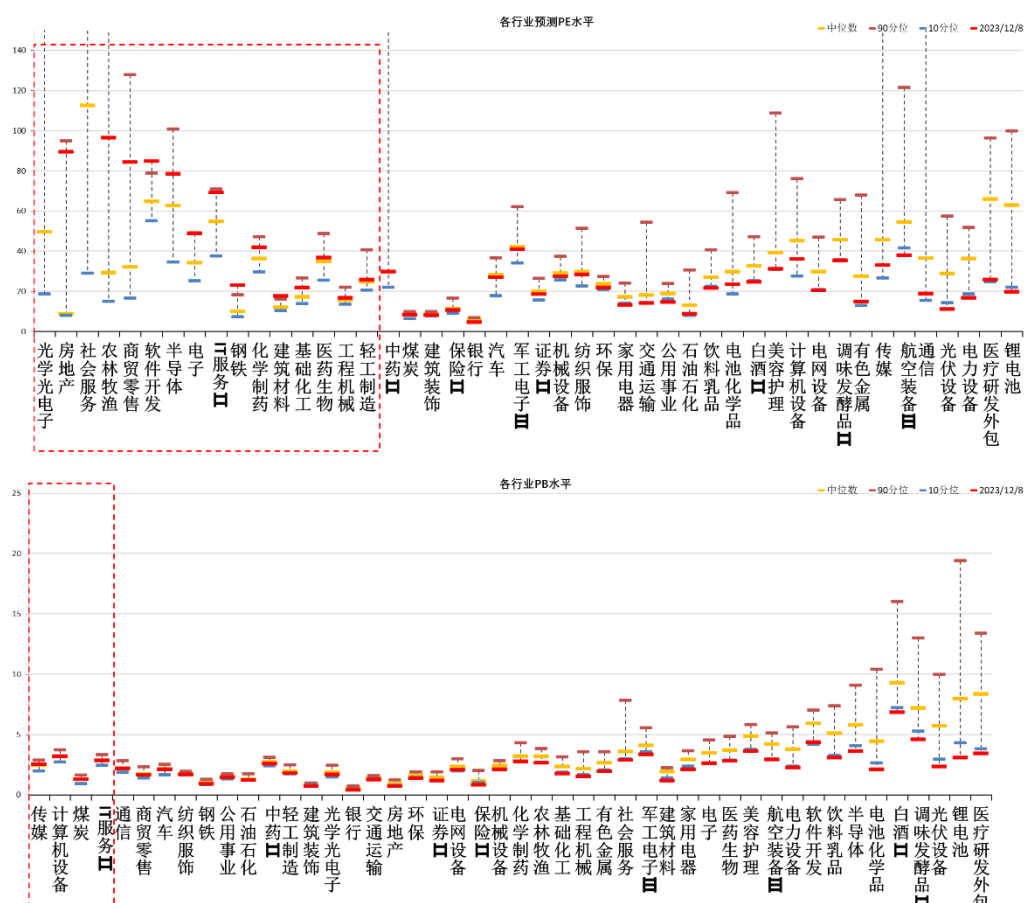
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	7.92	0.83	8.39	0.01	0.02	0.80
标普500	24.15	4.25	-0.09	0.58	0.78	0.06
纳斯达克指	41.18	5.34	-1.80	0.69	0.67	0.06
德国DAX	12.79	1.55	----	0.19	0.28	----
法国CAC40	13.79	1.69	----	0.22	0.43	----
英国富时100	10.07	1.59	----	0.05	0.29	----
韩国综合指	18.95	0.92	----	0.70	0.52	----
台湾加权指	17.01	1.84	----	0.62	0.37	----
日经225	19.08	1.74	----	0.62	0.49	----
胡志明指数	12.30	1.61	----	0.21	0.02	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日.

分行业看, 不到半数行业 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、传媒估值相对较高



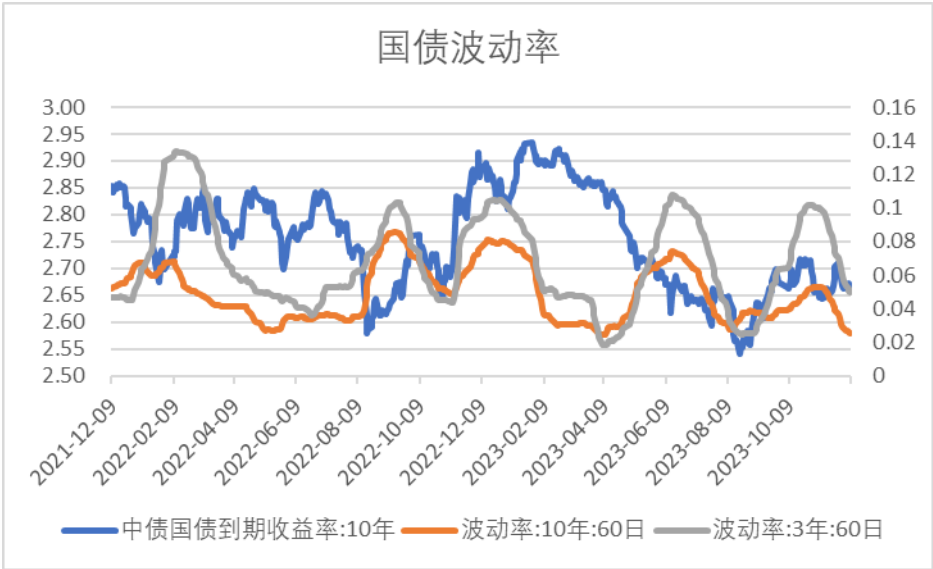
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周, 国内出口数据不及预期、穆迪下调中国主权债评级展望, 基本面预期承压, A 股延续回调, TMT 板块占优, 地产链与消费承压。

4.2.3 经济数据显示在经济呈底部震荡态势，企业与居民信心不足下，市场对经济内生性动力的预期仍存在分歧，近期财政端发行一万亿国债，提升财政赤字率，呈扩张趋势，同时政策端在房地产、地方债和活跃资本市场等方面托底力度明显增强，当前位置市场对悲观预期的计价已经相对充分，赔率较高。近期美国经济初现衰退迹象，同时金融条件明显收紧，支持海外流动性预期边际好转。

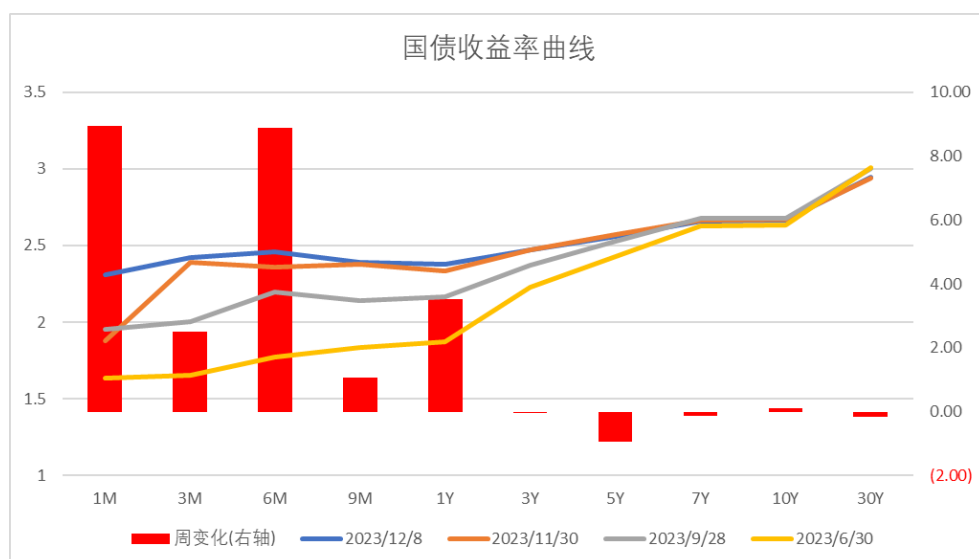
4.2.4 配置方向上关注：

- 1、随着国内政策预期边际回落，经济环比尚未见明显改善，防御逻辑强化或将驱动此前表现偏弱的红利价值风格有所表现。
- 2、随着美债利率逐步见顶，科技风格值得关注。



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	101.9150	101.9200	442,765.0000	153,534.0000	2.3995	0.0054
	0	0.0049	15,241.0000	17518		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 8 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 12 月 8 日

4.3.1 上周，债市利率小幅下行，主要影响因素有：股市承压、进出口数据不及预期。

4.3.2 短期看，政策继续托底经济，出台期与落地期债市收益率难以大幅下行。中期看，收入预期不改善的情况下，经济基本面向上幅度不大，加大逆周期调节的定调下，市场预期流动性延续宽松，银行理财配置力量较强，资产荒持续演绎下，债市收益率仍处于区间震荡阶段，在经济数据出现内生性改善前，债市大幅回调概率较小。整体中短利率与中短信用策略或更占优。此后政策具体落地情况及效果是关注重心。

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，减少信用下沉。利率债加强波段操作，逢低配置为主。

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。