

海外预期反复，国内政策待验证

一、重要信息点评

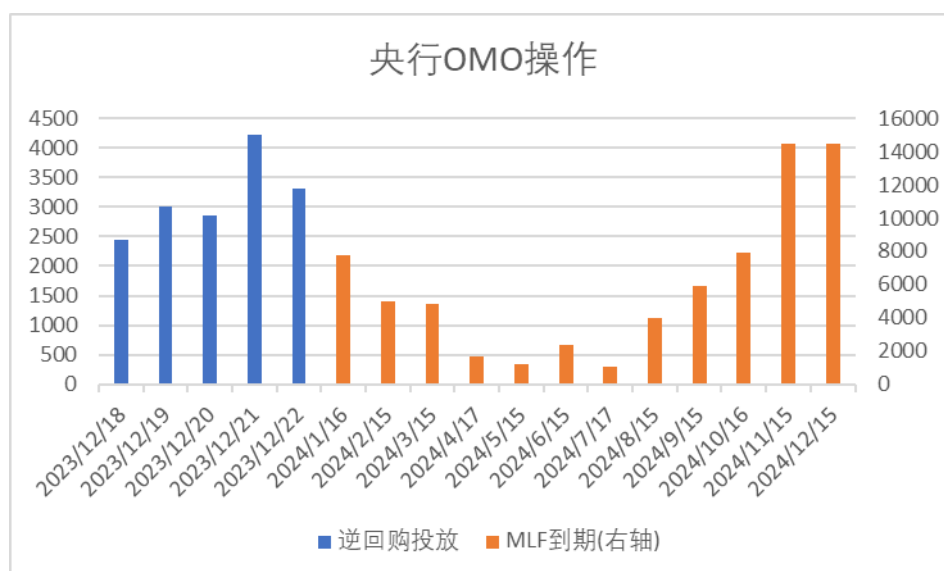
1、12月20日，12月1年期与5年期LPR维持3.45%与4.2%不变。12月22日，工农中建交五大行下调存款挂牌利率，主要涉及3个月、6个月、一年、两年、三年、五年期定期存款和大额存单。此次存款利率下调缓解了银行净息差，降低银行负债成本。

2、12月22日，国家新闻出版署发布《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》，其中提到，网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励；所有网络游戏须设置用户充值限额。本次管理办法意在监管补位，促进行业健康发展，仍有进一步完善空间。

3、12月19日，日央行决定将利率维持在-0.1%的水平，同时将10年期日本国债收益率上限参考值保持在1%左右的位置，符合市场预期。日央行行长植田和男表示，明年1月份加息的可能性很低，整体表态偏鸽，日元走弱。

4、12月22日，美国公布11月PCE物价指数同比2.6%，预期2.8%，前值2.9%。核心PCE同比3.2%，预期3.3%，前值3.4%，环比0.1%，预期0.2%，前值0.1%。通胀数据略低于预期，数据发布后，经济软着陆与美联储降息预期有所升温。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

上周央行OMO投放15820亿，同时到期12760亿，共计净投放3060亿。MLF12月到期6500亿后央行等价续作14500亿，净投放8000亿。

	2023/12/14	2023/12/7	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/14	环比变化
耗煤量	222.5	208.3	198.4	216.2	204.9	↗
	2023/12/20	2023/12/13	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/20	环比变化
水泥沥青开工率	32.2	32.7	36.8	40	31.6	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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。

	2023/12/22	2023/12/15	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/22	环比变化
地铁客运量:30DMA	7434.447419	7601.9	7635.421935	7328.685161	3312.927742	↘
地铁客运量:30DMA:同比	124.4071709	100.930661	82.02895428	40.05122838	-46.4337	↗
执飞航班数:7DMA	1.1632	1.0867	1.184757143	1.3691	0.6065	↗
航班取消率	15.10108751	19.96780574	13.77134064	9.90730992	53.56455353	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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。

	2023/12/17	2023/12/10	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/17	环比变化
土地成交面积	5306.134	3225.1062	558.2216	1239.8516	3834.6247	↗
土地成交溢价率	3.33	3.23	2.45	2.42	2.39	↗
商品房成交面积	37.101522	34.31785029	40.22796629	46.58237071	39.95341829	↗
一线商品房成交面积	9.207481429	6.498029714	8.796355571	14.688239	9.111044	↗
二线商品房成交面积	20.317373	20.12774171	23.432852	23.36504	19.21036771	↗
三线商品房成交面积	7.576667571	7.692078857	7.998758714	8.529091714	11.63200657	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

地产数据方面, 商品房成交面积小幅回升, 同时土地溢价率走强, 上周地产数据有所反弹。

	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 22 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。

	2023/12/17	2023/12/10	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/17	环比变化
集装箱吞吐量	482.6	546.5	582.9	579.8	521.5	↘
	2023/12/23	2023/12/16	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/23	
CCFI指数	879.75	869.34	876.74	851.96	1307.54	↗
CICFI指数	735.47	722.74	730.25	787.54	1265.44	↗
	2023/12/31	2023/11/30	2023/10/31	2023/9/30	2023/8/31	
韩国前十日出口	3.3	3	-2.1	-7.8	-15.3	↗
韩国前二十日出口	13	2.1	4.6	9.7	-16.6	↗
韩国出口	#N/A	7.7	5	-4.4	-8.1	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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。红海冲突暂停航运背景下航运价格上行。

	2023/12/22	2023/12/15	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/22	环比变化
农产品价格	125.09	122.85	119.82	120.87	125.75	↗
猪肉价格	20.62	20.06	20.19	22.14	27.5	↗
粮油价格	119.7	119.82	120.56	120.31	117.2	↘
蔬菜价格	5.12	4.95	4.77	5.04	4.85	↗
水果价格	7.17	7.16	7	6.67	6.81	↗
PTA价格	5830	5585	5795	6240	5330	↗
涤纶长丝价格	7500	7420	7450	8050	7320	↗
聚酯切片价格	6695	6585	6710	7100	6360	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

价格数据方面，农产品价格上周季节性回升。其中，蔬菜及水果价格正常上行，同时猪肉价格升至 20.6 元，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。服装方面纤维价格整体上行。上周商品价格表现较好。

	2023/12/22	2023/12/15	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/22	环比变化
煤炭价格	943	948	930	983	1272.5	↘
石油价格	79.07	76.55	82.83	95.31	80.98	↗
铜杆价格	70210	69840	69700	68310	67640	↗
铝价	19130	18820	18610	19910	18860	↗
钢材价格	112.32	112.77	112.21	108.4	113.12	↘
沥青价格	3470	3460	3435	3885	3435	↗
水泥价格	113.03	113.03	113.13	106.59	146.05	----
MDI价格	15400	15600	15500	15900	14500	↘
浮法玻璃价格	2022	1986.6	1967.9	2115.5	1620.6	↗
工业品指数	4073.19	3972.09	4016.72	4078.2	3783.69	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所上行，其中石油价格、铜价、铝价、沥青价格及玻璃价格有所上升，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	3.06	-4.81	-8.17
COMEX黄金	1.41	-0.13	13.05
LME铝	3.40	4.97	-2.27
LME铜	0.25	1.84	2.37
CBOT玉米	-2.12	-0.63	-30.32
CBOT大豆	-0.76	-3.06	-14.32
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-89.05	-180.33	-178.64
美元兑人民币	151.00	-44.00	2354.00
美元兑日元	25.30	-573.20	1134.05

	2023/12/22	2023/12/17	2023/11/30	2023/1/1
ICE布油	78.89	76.95	80.35	85.99
COMEX黄金	2064.5	2033.8	2056.1	1830.1
	2023/12/22	2023/12/17	2023/11/30	2023/1/1
美元指数	101.7031	102.5936	103.5064	103.4895
美元兑人民币	7.1325	7.1174	7.1369	6.8971
美元兑日元	142.465	142.212	148.197	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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上行, 其中玉米跌幅最大, 伦铝涨幅最大。ICE 布油收于 78.89 美元, 涨 3.06%, COMEX 黄金收于 2064.5 美元, 涨 1.41%。

上周美元指数下行 89.05BP, 11 月 PCE 数据延续下行背景下美元走弱。在此背景下人民币上周贬值 151 个基点, 日元贬值 25.3 个基点。

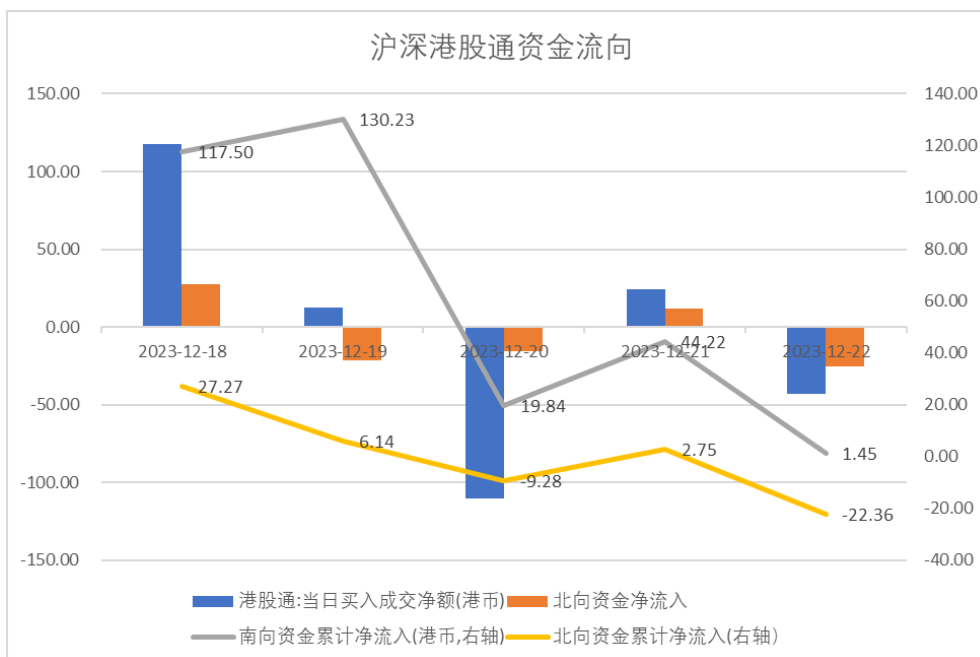
三、 市场表现回顾

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	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	9	5	2	9	0	6	0	0	2	28
	发行规模(亿元)	429.17	258.84	2.13	20.75	0.00	27.26	0.00	0.00	4.62	483.94
上上周	数量	14	9	1	6	1	2	0	0	0	23
	发行规模(亿元)	463.34	275.94	2.46	19.47	2.40	2.84	0.00	0.00	0.00	488.12
本月以来	数量	39	27	4	29	3	25	0	0	5	102
	发行规模(亿元)	1230.82	831.04	6.85	103.09	7.01	73.13	0.00	0.00	7.72	1421.60
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	4	2	2	1	2	1	0	0	14	4	30
上上周	6	0	1	1	5	1	0	3	5	2	24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日。

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 30 支, 其中普通混合型基金 4 支, 债券类基金 (15 支) 多于股票类基金 (7 支), FOF 基金申报 4 支。发行一边, 上周基金共计发行 483.94 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 22 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-22.36 亿, 较此前有所增加; 同时南向资金净流入 1.45 亿, 较此前有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
中证500	-2.53	-4.21	-9.43
偏股混合型基金指数	-1.98	-4.84	-15.82
中小板指	-1.95	-4.92	-20.75
万得全A	-1.84	-4.56	-7.61
创业板指	-1.23	-5.03	-22.20
科创50	-0.49	-2.58	-12.15
沪深300	-0.13	-4.55	-13.80
上证50	1.12	-4.04	-13.84

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

A 股表现来看, 上周主要板块呈下行, 其中中证 500 跌 2.53%, 跌幅最大; 上证 50 涨 1.12%, 涨幅最大。政策出台低于预期背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 1.98%

	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	-4.04	-5.26	-13.12
小盘指数	-3.50	-4.94	-6.36
高市净率指数	-1.58	-5.65	-22.92
低市净率指数	-0.90	-2.79	-3.28
低市盈率指数	0.10	-2.33	-9.03
大盘指数	0.12	-4.32	-14.99
茅指数	0.22	-5.64	-17.44
绩优股指数	0.58	-6.18	-24.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

A 股各风格指数中, 绩优股指数涨 0.58%, 表现最好; 高 PE 指数跌 4.04%, 表现最差。市场风格中大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
传媒	-11.12	食品饮料	-8.58	美容护理	-34.34
计算机	-5.81	汽车	-7.45	商贸零售	-31.53
社会服务	-5.39	美容护理	-7.39	电力设备	-30.01
商贸零售	-4.66	医药生物	-6.76	房地产	-26.15
综合	-4.50	商贸零售	-6.64	建筑材料	-24.28
银行	0.41	纺织服饰	-1.98	电子	3.44
有色金属	0.57	有色金属	-1.66	煤炭	4.74
家用电器	0.66	综合	-1.19	计算机	6.06
电力设备	0.75	公用事业	-0.67	传媒	17.27
煤炭	1.02	煤炭	0.94	通信	21.87

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 22 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 6 个上涨, 25 个下跌。其中, 《网络游戏管理办法》征求意见稿出台后, 市场预期游戏行业收入及利润将大幅受损, 带动传媒及计算机行业大跌 11.12%及 5.81%, 跌幅最大。此外, 消费行业中社会服务及商贸零售行业分别跌 5.39%及 4.66%, 跌幅居前。另一方面, 高股息防御型板块上周表现较好, 其中煤炭、有色及银行分别涨 1.02%、0.57%及 0.41%, 涨幅居前。

	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	-2.69	-4.12	-17.40
恒生科技指数	-6.15	-9.02	-14.07

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

港股方面, 恒生指数跌 2.69%, 恒生科技指数跌 6.15%。互联网企业股价大幅下跌带动港股走弱。

	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	0.22	3.99	12.79
标普500	0.75	4.09	23.83
纳斯达克指数	1.21	5.39	43.25
标普中盘400	1.53	8.73	14.70
标普小盘600	2.23	12.73	14.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

美股方面上周有所回升, 其中标普小盘指数涨 2.23%, 表现最好; 道琼斯工业指数涨 0.22%, 表现最差。11 月 PCE 数据延续下行趋势带动美债走弱, 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

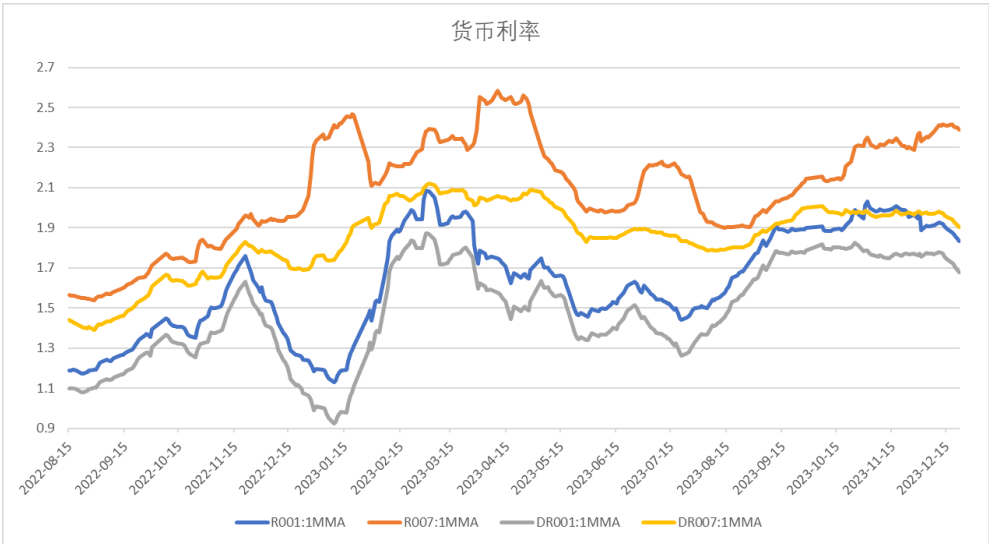
均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-0.53	6.15	16.87
台湾加权指数	-0.44	0.93	24.47
法国CAC40	-0.37	3.53	16.92
德国DAX	-0.27	3.03	19.98
胡志明指数	0.17	0.82	9.53
日经225	0.60	-0.95	27.11
韩国综合指数	1.40	2.53	16.24
英国富时100	1.60	3.27	3.30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

其他海外市场方面，印度市场跌 0.53%，表现最差；英国市场涨 1.60%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



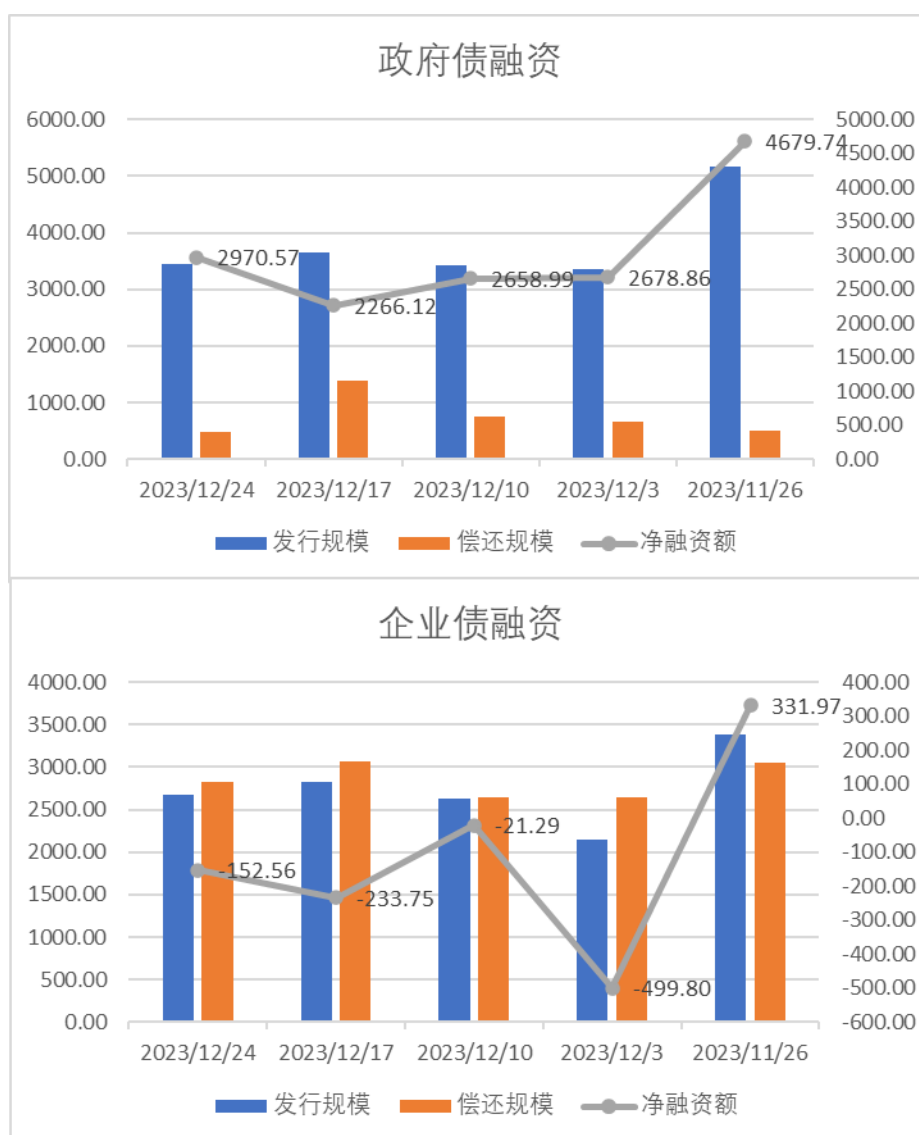
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

上周货币市场利率有所下行，DR007 一月均值降至 1.90。资金面较上上周更为宽松。

	2023/11/30	2023/12/15	2023/12/22
6M	1.15	1.15	1.25
3M	0.65	0.1	0.65
	2022/11/30	2022/12/15	2022/12/22
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/11/30	2021/12/15	2021/12/22
6M	1.9103	1.1928	0.206
3M	1.3079	0.2439	0.0456
	2020/11/30	2020/12/15	2020/12/22
6M	2.7228	2.624	2.59
3M	2.697	2.5594	2.4304

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.25、0.65, 低位有所回升, 23 年 12 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 22 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 2970.57 亿, 继续维持高位; 企业债净融资额-152.56 亿, 较此前有所回升。

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, 12 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	2.25	2.37	2.46	2.59	国债	12	8.36	13.15	国债	-	-	-
国开债	2.38	2.47	2.56	2.72	国开债	8.55	9.29	16.29	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.75	2.84	3.01	-	AAA信用债	9.17	17.09	-	AAA信用债	36.9	37.52	45.32
AA+信用债	2.85	2.98	3.23	-	AA+信用债	12.94	24.92	-	AA+信用债	46.67	51.06	66.69
AA信用债	2.91	3.18	3.58	-	AA信用债	26.82	39.73	-	AA信用债	52.89	71.16	101.6
AA-信用债	5.31	5.59	5.99	-	AA-信用债	28.26	39.77	-	AA-信用债	292.84	312.55	343.03

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	-5	-2	-4	-4	国债	-10	-11	-13	-9	国债	16	-3	-19	-25
国开债	-2	0	-3	-1	国开债	-16	-12	-12	-5	国开债	15	-8	-27	-27
AAA信用债	-7	-6	-4	-	AAA信用债	-7	-10	-8	-	AAA信用债	-1	-36	-49	-
AA+信用债	-7	-9	-6	-	AA+信用债	-7	-16	-17	-	AA+信用债	-17	-60	-70	-
AA信用债	-7	-7	-4	-	AA信用债	-7	-9	-12	-	AA信用债	-40	-69	-64	-
AA-信用债	-7	-5	-3	-	AA-信用债	-8	-9	-12	-	AA-信用债	-39	-67	-62	-

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	0.48	0.25	0.12	0.03	国债	0.01	0.03	0.15	国债	-	-	-
国开债	0.43	0.17	0.10	0.02	国开债	0.02	0.02	0.29	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.46	0.17	0.09	-	AAA信用债	0.01	0.06	-	AAA信用债	0.47	0.48	0.44
AA+信用债	0.41	0.14	0.06	-	AA+信用债	0.00	0.09	-	AA+信用债	0.33	0.26	0.35
AA信用债	0.32	0.09	0.01	-	AA信用债	0.01	0.27	-	AA信用债	0.18	0.14	0.04
AA-信用债	0.35	0.15	0.06	-	AA-信用债	0.01	0.26	-	AA-信用债	0.42	0.43	0.39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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, 信用债整体下行, 其中 3YAA+下行 9BP, 下行幅度最大。利率债短端下行大于长端, 1Y 国债下行 5BP, 下行幅度最大。存款利率再度下调带动债市买盘增加, 利率有所下行。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	-2	0	国债	-1	-2	3	国债	-19	-16	-6
国开债	2	-2	2	国开债	4	0	7	国开债	-22	-20	0
AAA信用债	1	2	-	AAA信用债	-3	2	-	AAA信用债	-35	-13	-
AA+信用债	-2	3	-	AA+信用债	-10	-1	-	AA+信用债	-43	-10	-
AA信用债	0	2	-	AA信用债	-2	-3	-	AA信用债	-29	5	-
AA-信用债	2	2	-	AA-信用债	-1	-3	-	AA-信用债	-28	5	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周信用债利差走阔, 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	-5	-5	-1	AAA信用债	9	2	4	AAA信用债	-16	-28	-22
AA+信用债	-5	-8	-3	AA+信用债	9	-4	-5	AA+信用债	-32	-53	-43
AA信用债	-5	-6	-1	AA信用债	9	3	0	AA信用债	-55	-62	-37
AA-信用债	-5	-5	0	AA-信用债	8	3	0	AA-信用债	-54	-59	-35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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, 上周信用债下行幅度更大使得利差整体收窄, 目前大部分债券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	2.83	2.80	2.80	--	--
国有银行	2.70	2.68	2.55	2.60	2.65
股份银行	2.59	2.62	2.69	2.78	2.68
城商行	2.87	2.79	2.79	2.88	2.88
农商行	2.82	2.86	2.82	2.80	2.74
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-2	-4	0	--	--
国有银行	-2	-2	-5	0	5
股份银行	-9	-7	0	18	8
城商行	-1	-5	-3	4	1
农商行	-6	1	4	-8	-8
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	441.9	877.1	745.47	47.5	620.80949
国有银行	84	0	242	0	423
股份银行	22	328	129	28	82
城商行	292	466	301	16	105
农商行	44	84	73	4	11

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体震荡, 其中发行规模最多的 3M 城商行下行 5BP, 1Y 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+	2.64	2.77	2.92	AAA+	25.77	30.68	36.36	AAA+	0.198	0.488	0.578
AAA	2.72	2.82	3.01	AAA	33.64	34.92	44.71	AAA	0.297	0.292	0.393
AAA-	2.77	2.89	3.13	AAA-	38.58	42.74	57.02	AAA-	0.255	0.277	0.449
AA+	2.82	2.97	3.22	AA+	43.58	50.74	66.52	AA+	0.235	0.241	0.269
AA	2.90	3.17	3.57	AA	51.58	70.74	101.52	AA	0.191	0.127	0.034
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.76	2.87	3.03	AAA	38.03	40.09	46.91	AAA	0.34	0.384	0.288
AA+	2.86	3.01	3.19	AA+	47.62	53.98	62.86	AA+	0.367	0.353	0.238
AA	2.96	3.15	3.37	AA	57.62	68.48	81.36	AA	0.325	0.253	0.082
AA(2)	3.06	3.34	3.81	AA(2)	67.62	87.48	125.36	AA(2)	0.226	0.141	0.118

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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, 上周利差有所收窄。从利差分位数角度 1Y 降至 25 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	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.87	2.90	2.97	3.03	3.08	利率变化(BP)	1.04	1.32	-2.88	-5.48	-8.42	利率分位数	0.47	0.30	0.16	0.06	0.05
当前利差	19.42	21.55	20.08	24.20	18.07	利差变化(BP)	-2.88	4.61	-1.63	-1.15	-4.88	利差分位数	0.79	0.69	0.24	0.19	0.08

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 22 日。

上周二级资本债收益率整短端上行长端下行。其中 5Y 下行 8.42BP, 幅度最大。历史来看, 短端利率利差分位数均明显高于长端, 显示短端性价比更高。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.94	3.06	3.13	3.34	AAA-	26.86	28.55	23.40	37.71	AAA-	4.37	-3.63	-9.14	-9.00
AA+	2.96	3.09	3.20	3.41	AA+	23.13	26.79	25.48	39.38	AA+	4.36	-2.63	-7.14	-7.00
AA	3.04	3.20	3.45	3.66	AA	24.13	27.79	36.48	50.38	AA	4.36	-6.63	-10.14	-10.00
AA-	3.90	4.32	4.64	4.97	AA-	89.13	115.79	129.48	155.38	AA-	-4.64	-14.63	-22.14	-10.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

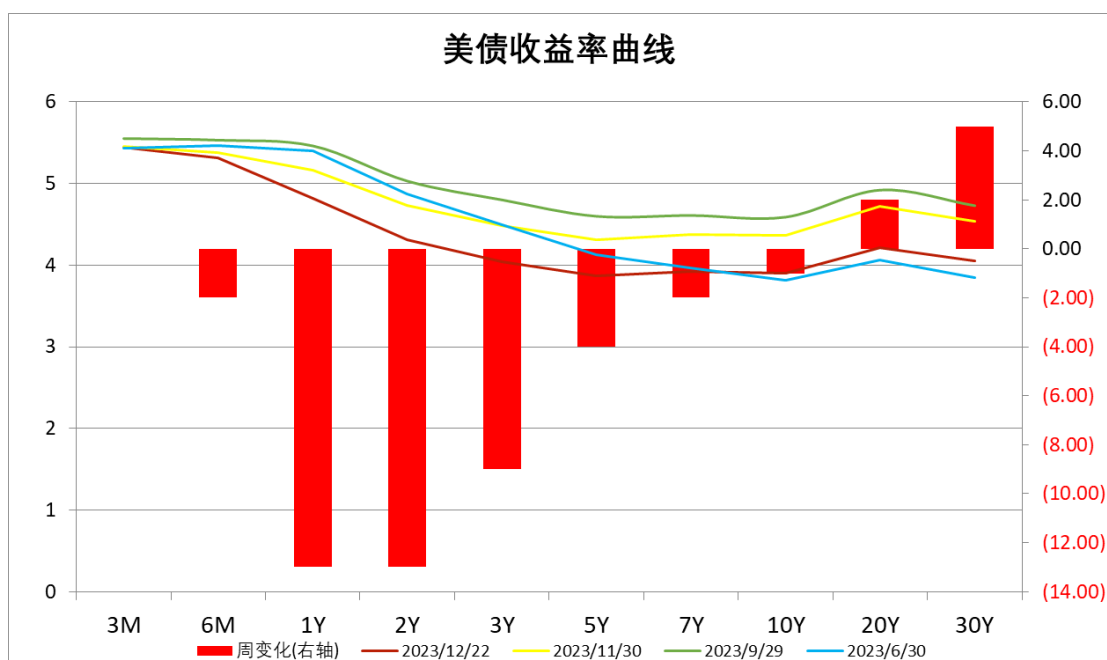
永续债方面利率大体下行, 其中 1YAAA-上行 4.37BP, 上行幅度最大; 5Y AA-下行幅度最大, 达 22.14BP。

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	2.86	3.04	3.18	AAA级RMBS	36.57	39.26	48.52	45.47	AAA级RMBS	0.47	0.649	0.618	0.131
AAA级消金	2.89	2.96	3.13	3.42	AAA级消金	50.70	48.96	56.85	69.70	AAA级消金	0.512	0.409	0.208	0.178
AAA级企业ABS	2.91	3.08	3.33	3.48	AAA级企业ABS	53.10	61.33	77.26	76.28	AAA级企业ABS	0.093	0.104	0.147	0.002
AAA级ABN	2.91	3.05	3.24	3.48	AAA级ABN	52.56	58.14	67.80	75.55	AAA级ABN	0.346	0.388	0.252	0.041

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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 30 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 22 日.

美债方面，利率大体呈下行。其中，1Y 及 2Y 下行 13BP，下行幅度最大。11 月 PCE 延续下行趋势叠加 3 季度经济及通胀终值低于预期使得美债利率有所下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 41BP，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 经济底部企稳，政策效果待观察

融资端，11 月新增社融 2.45 万亿元，市场预期 2.6 万亿元，前值 7384 亿元，同比多增 4556 亿元，总量基本符合市场预期，与此前出的 CPI、PMI 数据呼应，结构上尚未见明显改善。新增人民币贷款 1.09 万亿元，同比少增 1368 亿元，低于预期，前值 7384 亿元。企业端，

企业贷款同比少增 616 亿，其中票据融资同比多增 543 亿，企业短期贷款同比多增 1946 亿元，企业中长期贷款同比少增 2907 亿，企业中长贷下滑幅度较大，延续此前结构。11 月企业贷款整体弱于去年同期，一方面与企业部门预期与实际扩张意愿继续偏弱有关，另一方面与去年同期政策性开发性金融工具投放量大、基数偏高有关。居民端，居民贷款同比多增 298 亿元，其中短期贷款新增 594 亿元，同比多增 69 亿元，消费需求继续弱复苏，居民中长期贷款新增 2331 亿，

同比多增 228 亿，地产政策落地后，二手房销量边际回暖，带动贷款需求，但新房销售低迷，居民中长贷改善幅度在逐月回落，后续居民融资持续性存疑。

政府端，政府债券同比多增 4980 亿元，贡献了本月社融的主要增量，预计此后政府债维持多增；11 月 M1 同比增速 1.3%，较上月大幅回落 0.6 个百分点，显示实际信用扩张能力较弱。M2 同比增速 10%，较上月回落 0.3 个百分点。M2-M1 剪刀差继续维持高位，货币活化程度偏弱；生产端，11 月工业增加值同比 6.6%，高于市场预期的 5.7%，两年平均同比 4.8%，较前值回落 0.6pct，环比强于季节性。三大门类中，采矿业当月同比 3.9%（较上月回升 1pct），制造业当月同比 6.7%（较上月回升 1.6pct），电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比 9.9%（较上月回升 8.4pct）。分行业看，主要亮点在汽车制造业、通信电子，与内需及出口景气对应。从投资端看，地产投资继续走弱，基建、制造业韧性强。11 月地产投资累计同比-9.4%（前值-9.3%），降幅小幅走阔，两年平均同比回落 1.7pct 至-15.4%（前值-13.7%）。分项来看，新开工、施工、竣工面积同比 4.9%、-7.2%、12.2%，较前值分别变化 26、0.1、-1.1 个百分点，存量施工继续低迷，竣工端支撑力度减弱，新开工大幅回升与基数效应有关（两年平均同比-27.8%，前值-28.7%），行业内扩表投资意愿尚未见明显改善。11 月地产销售面积-10.3%，较前值回升 0.7 个百分点，整体仍处于磨底状态。11 月房企到位资金增速同比-8.7%，融资性现金流小幅回暖，或与政策定调“三个不低于”有关。11 月基建投资当月同比 5.4%（上月 5.6%），基建投资仍是支撑，同比回落主因高基数与季末冲量动能消失有关。制造业投资同比 7.1%（上月 6.2%），韧性仍处于高位。结构上，高技术制造业如汽车、电气机械、通信电子增速小幅回落但仍处于高位区间，上游的有色金属、化工继续增速较高。需求端，11 月社会消费品零售总额两年平均同比 1.8%，较前值 3.5%继续回落。结构上，餐饮收入形成主要支撑，商品零售明显回落，必选消费强于可选消费，服装鞋帽、汽车消费偏强。

整体看，11 月经济继续呈现底部震荡状态，生产强于需求，社零继续反复，需求整体偏弱，地产仍有向下惯性，企业中长贷回落幅度大，居民中长贷改善幅度逐月回落，延续政府债支撑总量结构，实际信用扩张与需求端偏弱。

指标(2023/12/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	49.4
工业增加值:当月同比	----	5.5	----	6.6
GDP:不变价:当季同比	----	5.39	----	----
固定资产投资:累计同比	----	3.14	----	2.9
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	6.3
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-9.4
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	7.9642
社会消费品零售总额:当月同比	----	9.6	----	10.1
出口金额:当月同比	----	4.55	----	0.5
社会融资规模:当月值	----	20000	----	24547
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.4
M2:同比	----	10.28	----	10
社融-M2	----	----	----	-0.6
CPI:当月同比	----	-0.07	----	-0.5
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.46	----	-3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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)	----	----	----	4.90	----	----	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	69.70	61.30	63.80	67.90	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	震荡
零售	----	4.25	2.42	3.72	3.26	2.01	1.72	3.25	-0.28	2.42	5.59	震荡
房地产	37.00	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	-5.12	4.03	-0.13	-5.64	4.29	1.96	1.24	3.33	-2.71	震荡
CPI	----	3.10	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	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	↓
PCE	----	2.64	2.94	3.37	3.35	3.31	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	震荡下行
核心PCE	----	3.16	3.39	3.59	3.73	4.19	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
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	震荡
零售	----	4.25	2.42	3.72	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	----	3.10	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	4.00	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 22 日.

4.2 股票市场观点

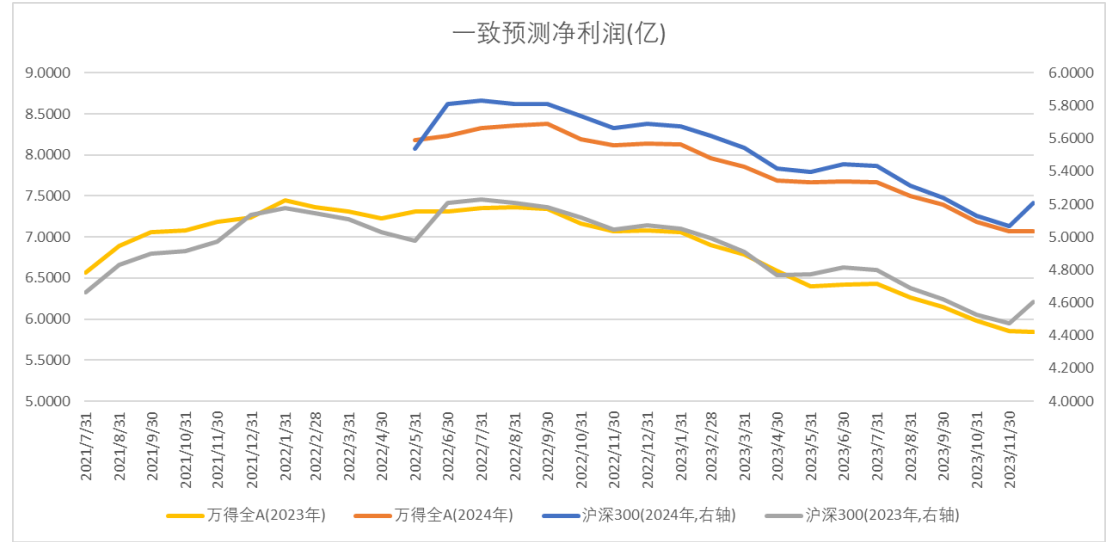
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.09 倍，处于 6%分位水平，股权溢价率 3.43%，处于 97%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	9.02	7.98	1.04	8.36	0.07	0.05	0.01	0.96
沪深300	10.58	8.83	1.17	6.73	0.02	0.02	0.00	1.00
中小板指	18.73	13.24	2.36	2.62	0.01	0.00	0.00	1.00
创业板指	26.90	18.23	3.65	0.99	0.00	0.02	0.03	1.00
中证500	21.42	14.83	1.64	1.95	0.25	0.16	0.09	0.87
万得全A	16.26	12.09	1.44	3.43	0.07	0.06	0.01	0.97

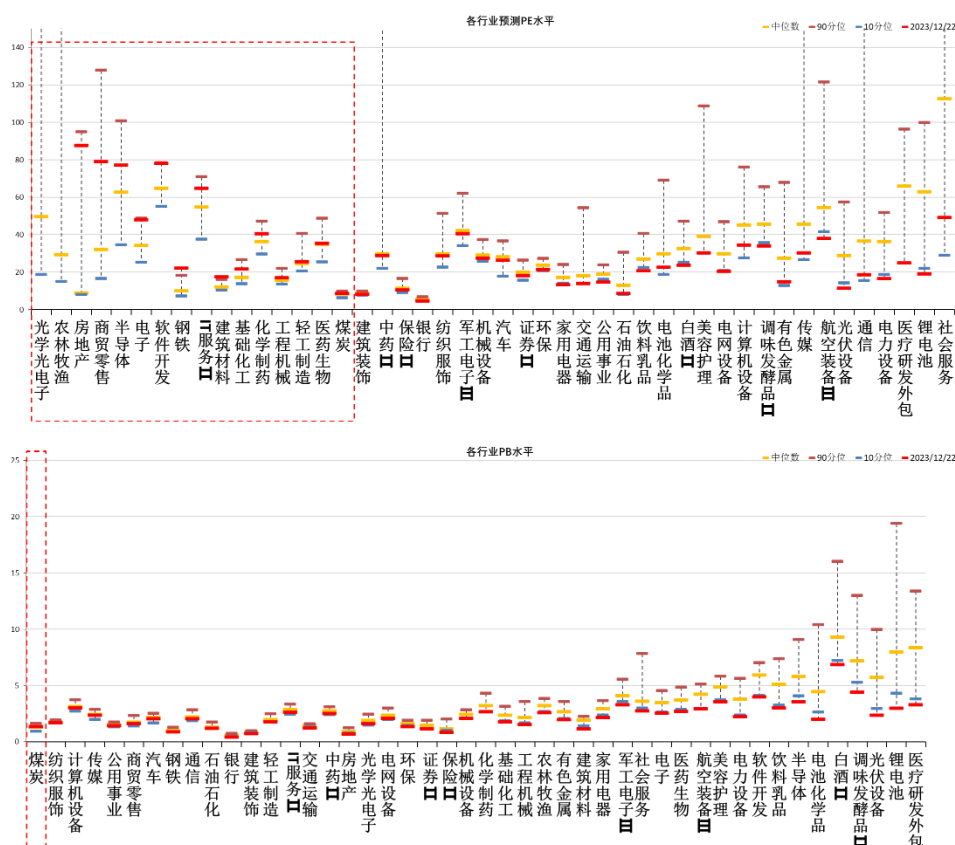
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	7.87	0.83	8.81	0.01	0.02	0.87
标普500	24.99	4.40	0.10	0.64	0.83	0.09
纳斯达克指	42.91	5.58	-1.57	0.75	0.70	0.08
德国DAX	12.73	1.55	----	0.18	0.28	----
法国CAC40	13.88	1.69	----	0.22	0.42	----
英国富时100	10.31	1.63	----	0.06	0.39	----
韩国综合指数	18.93	0.93	----	0.69	0.55	----
台湾加权指数	17.36	1.84	----	0.66	0.36	----
日经225	19.62	1.79	----	0.65	0.64	----
胡志明指数	12.07	1.61	----	0.20	0.02	----
印度SENSEX	23.14	3.47	----	0.33	0.60	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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，农林牧渔、煤炭估值相对较高



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 日. 分位数为过去 5 年。

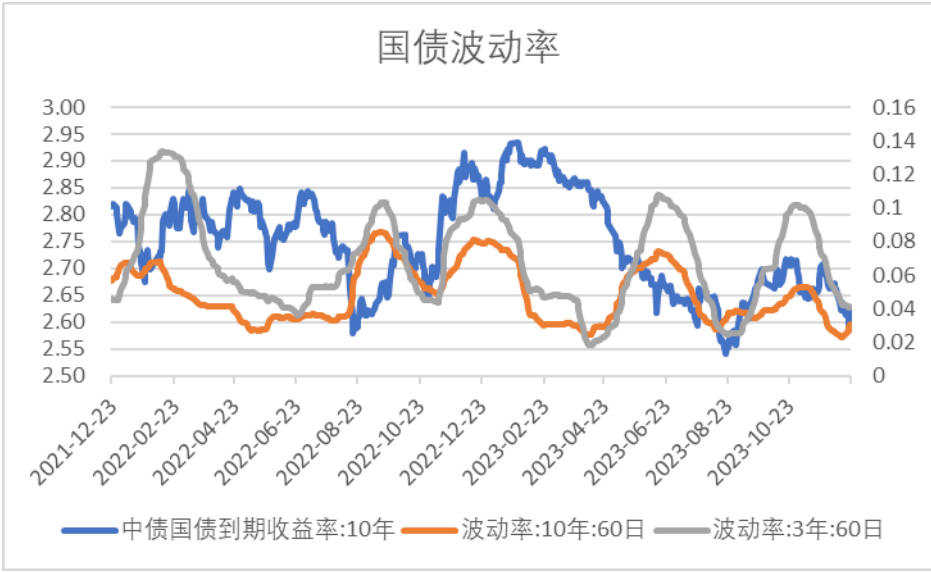
4.2.2 上周，美联储官员表态偏鹰，游戏产业监管政策加强，基本面预期承压，A 股延续回调，偏防御的大盘价值风格表现占优，TMT 承压。

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：

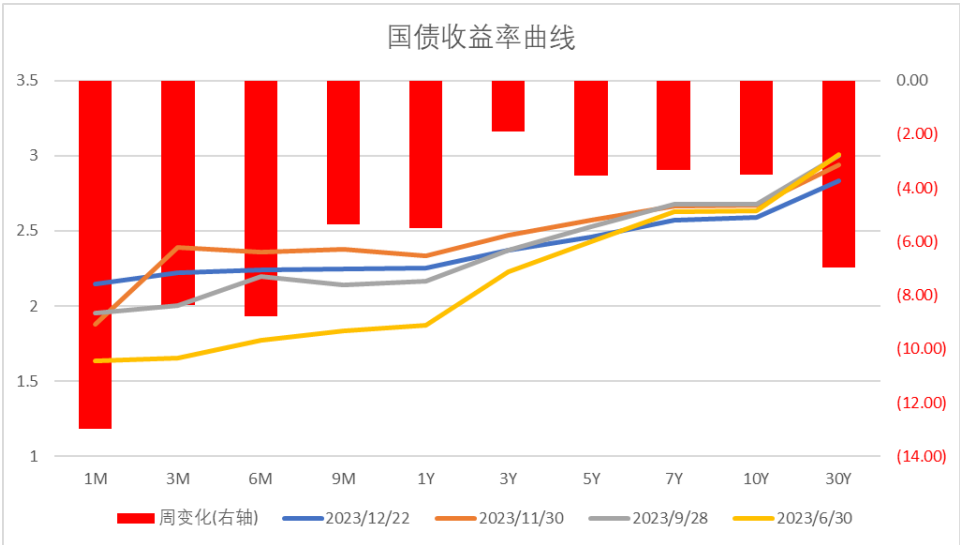
1、随着国内政策预期边际回落，经济环比尚未见明显改善，防御逻辑强化或将驱动此前表现偏弱的红利价值风格有所表现。

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	102.3550	102.4300	377,742.0000	178,973.0000	0.5023	0.4960
	0.397253556	0.4708	24,921.0000	11532		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 22 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 22 日

- 4.3.1 上周，债市利率小幅下行，主要影响因素有：存款利率调整催化降息预期，利率整体先上后下。
- 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。