

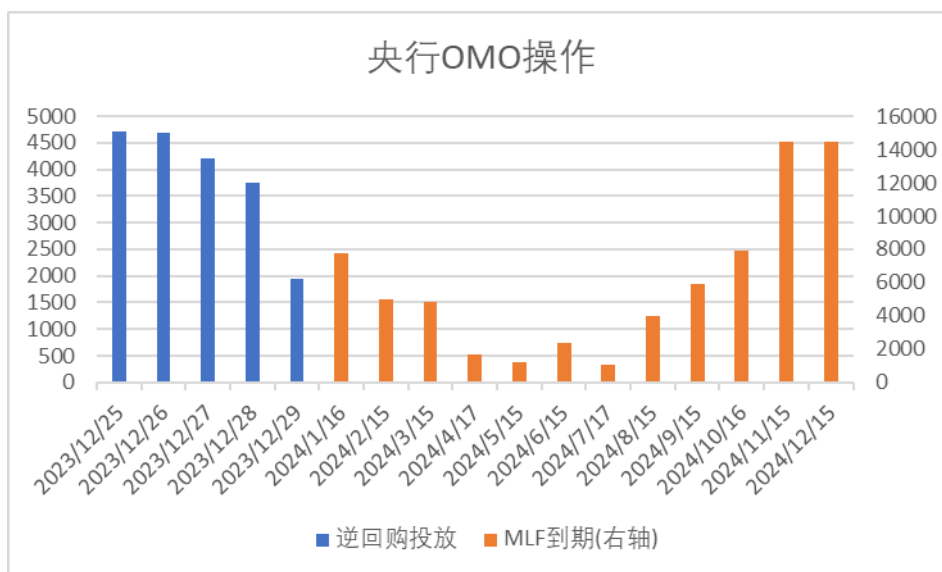
市场探底回升，关注政策落地效果

一、重要信息点评

1、12月28日，央行货币政策委员会召开2023年第四季度例会，会议基本延续此前基调。经济形势方面，央行认为我国经济回升向好、动力增强，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱的挑战。货币政策方面，央行继续提出要加大已出台货币政策实施力度。汇率方面，央行继续指出要坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，且进一步强调要防止形成单边一致性预期并自我强化。地产政策方面，央行延续提出要因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，并提出要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。

2、12月31日，统计局公布12月PMI数据显示经济仍处于底部震荡状态，经济主要矛盾仍在需求端与社会预期偏弱。12月官方制造业PMI49%，前值49.4%，预期49.5%。从分项指数看，生产项与需求项回落幅度最大，供给表现强于需求。生产指数回落0.5个百分点，新订单指数回落0.7个百分点。生产端，12月生产指数50.2%，回落0.5个百分点。库存方面，12月原材料库存指数回落0.3个百分点至47.7%，产成品库存指数回落0.4个百分点至47.8%，企业呈现被动去库状态。需求端，12月新订单指数回落0.7个百分点至48.7%，低于荣枯线。新出口订单指数回落0.5个百分点至45.8%，进口指数回落0.9个百分点至46.4%。出口订单指数边际回落，欧美假期带来的季节性补库需求边际回落，但韩国12月前20出口同比13%，显示消费电子与汽车链景气度仍高。价格方面，12月出厂价格指数回落0.5个百分点至47.7%，主要原材料购进价格指数回升0.8个百分点至51.5%，美联储降息预期升温叠加地缘政治因素带动大宗商品价格上行，但需求不足下，原材料价格对终端价格的传导偏弱；非制造业商务活动指数回升0.2个百分点至50.4%，其中服务业PMI持平上月为49.3%，仍在收缩区间，弱于季节性。建筑业PMI回升1.9个百分点至56.9%。国债增发第一批项目落地，基建仍有支撑，地产维持低位。整体看，经济结构性亮点或仍在消费电子与汽车产业链。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

上周央行 OMO 投放 19290 亿, 同时到期 6720 亿, 共计净投放 12570 亿。MLF12 月到期 6500 亿后央行等价续作 14500 亿, 净投放 8000 亿。

	2023/12/25	2023/12/18	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/25	环比变化
耗煤量	229.2	222.5	198.4	216.2	205.6	↗
	2023/12/27	2023/12/20	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/27	环比变化
水泥沥青开工率	31.3	32.2	36.8	40	30.6	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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。

	2023/12/29	2023/12/22	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/29	环比变化
地铁客运量:30DMA	7484.546452	7522.763226	7635.421935	7328.685161	3256.495806	↘
地铁客运量:30DMA:同比	129.8343648	127.0729642	82.02895428	40.05122838	-46.9172486	↗
执飞航班数:7DMA	1.197942857	1.1632	1.184757143	1.3691	0.603714286	↗
航班取消率	14.18659626	15.10108751	13.77134064	9.90730992	54.40716366	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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。

	2023/12/24	2023/12/17	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/24	环比变化
土地成交面积	5178.09	5395.8994	558.2216	1239.8516	4831.3893	↘
土地成交溢价率	1.73	3.3	2.45	2.42	2.86	↘
商品房成交面积	44.981965	37.101522	40.22796629	46.58237071	39.52700843	↗
一线商品房成交面积	9.571258143	9.207481429	8.796355571	14.688239	7.075558286	↗
二线商品房成交面积	27.02135243	20.317373	23.432852	23.36504	23.05318914	↗
三线商品房成交面积	8.389354429	7.576667571	7.998758714	8.529091714	9.398261	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

地产数据方面，商品房成交面积继续回升，同时土地溢价率回落，上周地产数据表现一般。

	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 29 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。

	2023/12/24	2023/12/17	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/24	环比变化
集装箱吞吐量	506.9	482.6	582.9	579.8	489.1	↗
	2023/12/30	2023/12/23	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/30	
CCFI指数	909.19	879.75	876.74	851.96	1271.31	↗
CICFI指数	730.5	735.47	730.25	787.54	1275.08	↘
	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 29 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。红海局势扰动背景下航运价格上行。

	2023/12/29	2023/12/22	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/29	环比变化
农产品价格	126.07	125.09	119.82	120.87	126.18	↗
猪肉价格	20.45	20.62	20.19	22.14	25.95	↘
粮油价格	119.5	119.7	120.56	120.31	117.48	↘
蔬菜价格	5.21	5.12	4.77	5.04	5.01	↗
水果价格	7.2	7.17	7	6.67	7.22	↗
PTA价格	5915	5830	5795	6240	5500	↗
涤纶长丝价格	7600	7500	7450	8050	7325	↗
聚酯切片价格	6750	6695	6710	7100	6400	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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，同时猪肉价格回落至 20.45 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。

	2023/12/29	2023/12/22	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/29	环比变化
煤炭价格	921	943	930	983	1178.5	↘
石油价格	77.04	79.07	82.83	95.31	82.26	↘
铜杆价格	69970	70210	69700	68310	66970	↘
铝价	19510	19130	18610	19910	18680	↗
钢材价格	112.9	112.32	112.21	108.4	113.19	↗
沥青价格	3460	3470	3435	3885	3510	↘
水泥价格	113.37	113.03	113.13	106.59	142.32	↗
MDI价格	15200	15400	15500	15900	14600	↘
浮法玻璃价格	2022	2022	1967.9	2115.5	1620.6	----
工业品指数	4005.96	4073.19	4016.72	4078.2	3852.95	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中铝价、钢材价格及水泥价格有所上升, 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	-2.18	-7.00	-10.28
COMEX黄金	0.13	0.23	13.45
LME铝	2.64	7.84	0.40
LME铜	-0.13	1.74	2.27
CBOT玉米	-0.48	-1.05	-30.62
CBOT大豆	-0.67	-3.67	-14.86
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-32.53	-212.86	-211.17
美元兑人民币	-326.00	-370.00	2028.00
美元兑日元	-143.45	-716.65	990.60

	2023/12/29	2023/12/24	2023/11/30	2023/1/1
ICE布油	77.08	78.89	80.35	85.99
COMEX黄金	2071.8	2064.5	2056.1	1830.1
	2023/12/29	2023/12/24	2023/11/30	2023/1/1
美元指数	101.3778	101.7031	103.5064	103.4895
美元兑人民币	7.0999	7.1325	7.1369	6.8971
美元兑日元	141.0305	142.465	148.197	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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, 伦铝涨幅最大。ICE布油收于 77.08 美元, 涨 2.18%, COMEX 黄金收于 2071.8 美元, 涨 0.13%。

上周美元指数下行 32.53BP, 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升值 326 个基点, 日元升值 143.45 个基点。

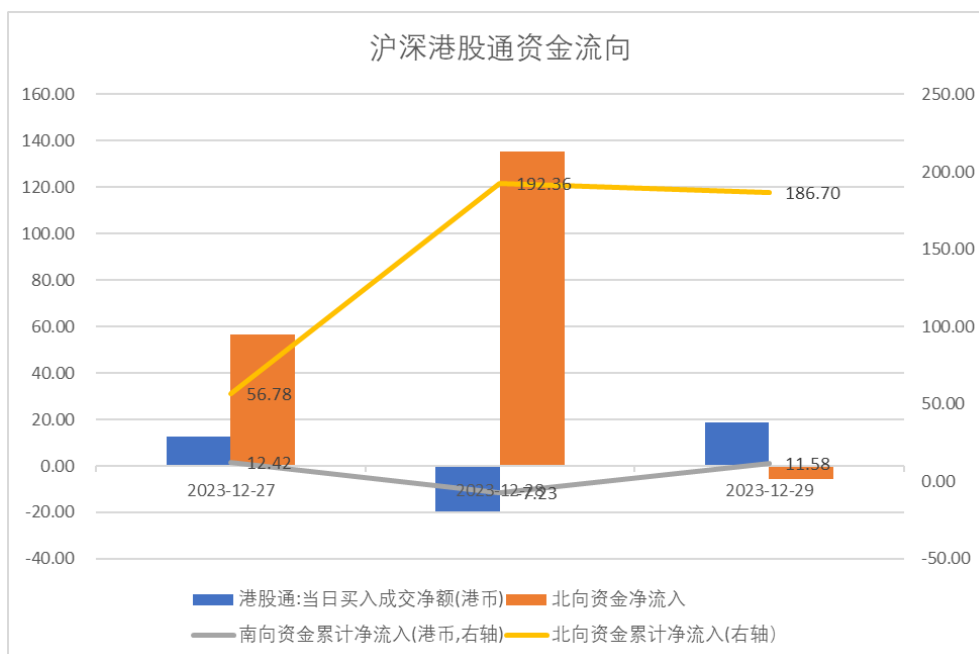
三、 市场表现回顾

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	16	12	0	17	3	11	0	0	4	48
	发行规模(亿元)	380.06	274.05	0.00	82.71	4.08	34.68	0.00	0.00	0.65	498.10
上上周	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
本月以来	数量	55	39	4	46	6	36	0	0	9	150
	发行规模(亿元)	1610.89	1105.08	6.85	185.79	11.09	107.81	0.00	0.00	8.37	1919.71
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	5	4	5	0	6	0	1	4	11	1	37
上上周	4	2	2	1	2	1	0	0	14	4	30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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 5 支, 债券类基金 (16 支) 多于股票类基金 (15 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边, 上周基金共计发行 498.10 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 29 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 186.70 亿, 较此前有所增加; 同时南向资金净流入 11.58 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
科创50	1.03	-1.58	-11.24
中证500	2.21	-2.09	-7.42
上证50	2.45	-1.68	-11.73
万得全A	2.62	-2.05	-5.19
偏股混合型基金指数	2.73	-2.24	-13.52
沪深300	2.81	-1.86	-11.38
中小板指	3.49	-1.60	-17.98
创业板指	3.59	-1.62	-19.41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

A 股表现来看, 上周主要板块呈上行, 其中科创 50 涨 1.03%, 涨幅最小; 创业板涨 3.59%, 涨幅最大。北向转为净流入背景下 A 股出现了一定的上行。偏股基金指数涨 2.73%

	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	1.21	-1.61	-2.12
低市盈率指数	2.08	-0.30	-7.13
小盘指数	2.43	-2.63	-4.09
高市盈率指数	2.49	-2.90	-10.96
大盘指数	3.03	-1.42	-12.42
高市净率指数	3.29	-2.54	-20.38
茅指数	3.82	-2.04	-14.29
绩优股指数	4.05	-2.38	-20.99

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

A 股各风格指数中, 绩优股指数涨 4.05%, 表现最好; 低 PB 指数涨 1.21%, 表现最差。市场风格大盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
煤炭	-0.59	房地产	-6.37	美容护理	-32.03
传媒	-0.40	商贸零售	-6.34	商贸零售	-31.30
交通运输	-0.35	汽车	-5.93	房地产	-26.39
房地产	-0.32	社会服务	-5.16	电力设备	-26.19
商贸零售	0.23	食品饮料	-5.01	建筑材料	-22.64
美容护理	3.53	电力设备	0.24	石油石化	4.32
电子	3.68	综合	0.28	电子	7.25
食品饮料	3.91	公用事业	0.33	计算机	8.97
有色金属	4.01	煤炭	0.34	传媒	16.80
电力设备	5.46	有色金属	2.28	通信	25.75

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 29 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, 北向资金转为大额净流入背景下大盘成长股表现较好, 电力设备、有色金属及食品饮料行业分别涨 5.46%、4.01%及 3.91%, 涨幅最大。另一方面, 市场风格有所转向背景下价值风格表现不佳, 煤炭、交通运输及房地产分别跌 0.59%、0.35%及 0.32%, 跌幅居前。此外, 《网络游戏管理办法》征求意见稿出台后, 游戏行业悲观情绪延续, 在此背景下传媒跌 0.40%, 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	4.33	0.03	-13.82
恒生科技指数	6.09	-3.47	-8.83

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

港股方面，恒生指数涨 4.33%，恒生科技指数涨 6.09%。美元走弱背景下港股出现了一定的回升。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普中盘400	-0.21	8.50	14.45
标普小盘600	-0.11	12.61	13.89
纳斯达克指数	0.12	5.52	43.42
标普500	0.32	4.42	24.23
道琼斯工业指数	0.81	4.84	13.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

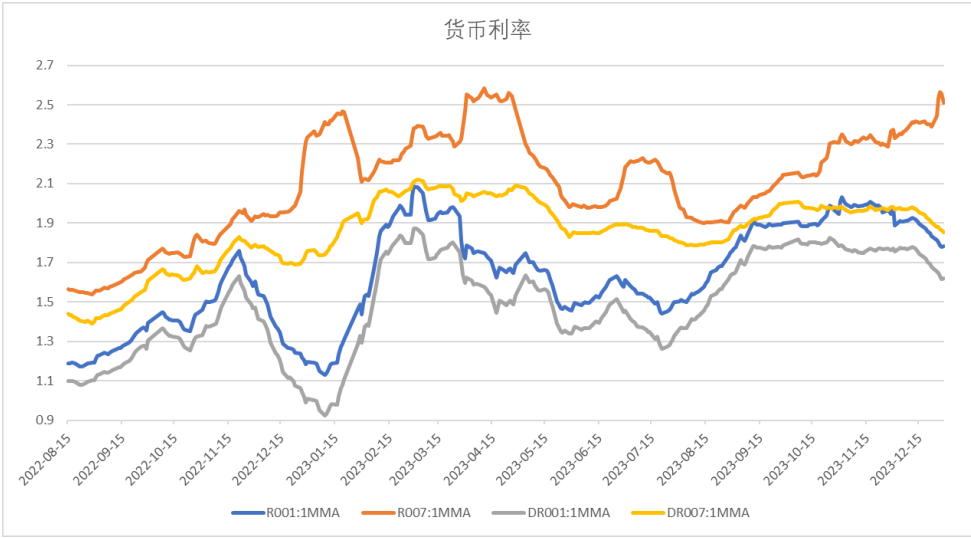
美股方面上周有所震荡，其中道琼斯工业指数涨 0.81%，表现最好；标普中盘 400 指数跌 0.21%，表现最差。圣诞假期叠加数据空窗期背景下美股窄幅震荡。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国将经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-0.34	3.18	16.52
德国DAX	0.27	3.31	20.31
英国富时100	0.46	3.75	3.78
日经225	0.89	-0.07	28.24
印度SENSEX30	1.59	7.84	18.74
台湾加权指数	1.90	2.35	26.83
韩国综合指数	2.15	4.73	18.73
胡志明指数	2.44	3.27	12.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

其他海外市场方面，法国市场跌 0.34%，表现最差；越南市场涨 2.44%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



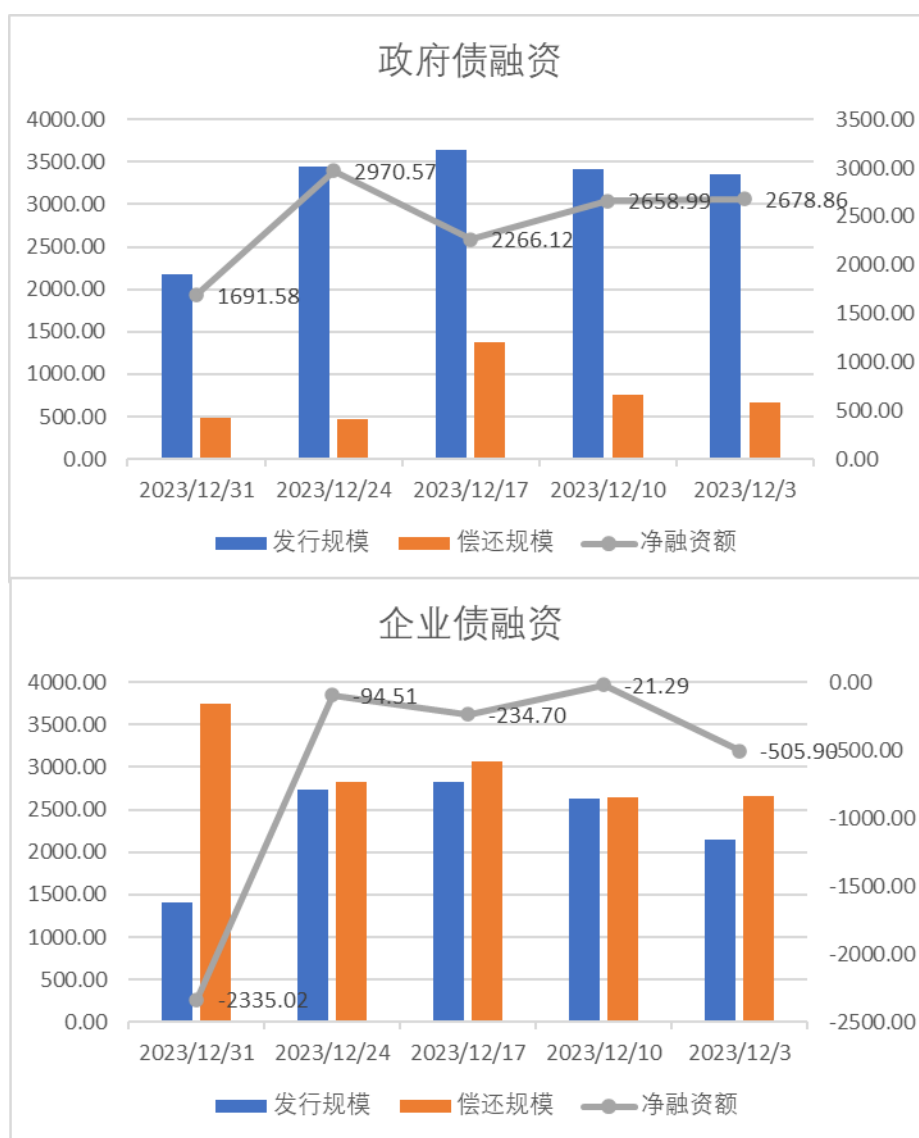
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

上周货币市场利率有所下行，DR007 一月均值降至 1.85。资金面较上上周更为宽松。

	2023/11/30	2023/12/22	2023/12/29
6M	1.15	1.25	1.18
3M	0.65	0.65	0.4
	2022/11/30	2022/12/22	2022/12/29
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/11/30	2021/12/22	2021/12/29
6M	1.9103	0.206	1.1724
3M	1.3079	0.0456	0.2738
	2020/11/30	2020/12/22	2020/12/29
6M	2.7228	2.59	2.2387
3M	2.697	2.4304	1.8056

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.18、0.40，低位有所回落，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 29 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 1691.58 亿, 继续维持高位; 企业债净融资额-2335.02, 较此前有所回落。

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	2.08	2.29	2.40	2.56	国债	20.98	11.07	15.52	国债	-	-	-
国开债	2.20	2.34	2.49	2.68	国开债	14.2	14.43	19.4	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.58	2.75	2.93	-	AAA信用债	16.84	18.32	-	AAA信用债	37.86	40.5	44.39
AA+信用债	2.70	2.87	3.19	-	AA+信用债	17.18	32.09	-	AA+信用债	49.6	52.58	70.24
AA信用债	2.76	3.10	3.54	-	AA信用债	33.93	43.54	-	AA信用债	56.31	76.04	105.15
AA-信用债	5.11	5.44	5.88	-	AA-信用债	33.37	43.56	-	AA-信用债	290.8	309.97	339.1

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	-17	-8	-6	-3	国债	-28	-19	-18	-13	国债	-2	-11	-24	-28
国开债	-18	-13	-7	-4	国开债	-34	-25	-19	-9	国开债	-3	-20	-35	-31
AAA信用债	-17	-10	-8	-	AAA信用债	-24	-19	-17	-	AAA信用债	-18	-45	-57	-
AA+信用债	-15	-11	-4	-	AA+信用债	-22	-27	-21	-	AA+信用债	-32	-71	-74	-
AA信用债	-15	-8	-4	-	AA信用债	-22	-17	-16	-	AA信用债	-55	-77	-68	-
AA-信用债	-20	-15	-11	-	AA-信用债	-28	-24	-24	-	AA-信用债	-59	-82	-73	-

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	0.29	0.16	0.06	0.01	国债	0.15	0.10	0.30	国债	-	-	-
国开债	0.28	0.07	0.04	0.01	国开债	0.04	0.16	0.44	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.27	0.12	0.04	-	AAA信用债	0.03	0.08	-	AAA信用债	0.50	0.60	0.41
AA+信用债	0.27	0.09	0.04	-	AA+信用债	0.02	0.29	-	AA+信用债	0.42	0.33	0.46
AA信用债	0.23	0.07	0.00	-	AA信用债	0.03	0.35	-	AA信用债	0.24	0.19	0.10
AA-信用债	0.23	0.10	0.00	-	AA-信用债	0.02	0.35	-	AA-信用债	0.36	0.41	0.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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 1YAA-下行 20BP，下行幅度最大。利率债短端下行大于长端，1Y 国开债下行 18BP，下行幅度最大。利率债发行高峰进入尾声后市场对流动性的担忧逐渐缓解，带动利率尤其是短端下行。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	9	3	2	国债	8	1	6	国债	-10	-13	-4
国开债	6	5	3	国开债	9	5	10	国开债	-17	-15	3
AAA信用债	8	1	-	AAA信用债	4	3	-	AAA信用债	-27	-12	-
AA+信用债	4	7	-	AA+信用债	-5	6	-	AA+信用债	-39	-3	-
AA信用债	7	4	-	AA信用债	5	1	-	AA信用债	-22	9	-
AA-信用债	5	4	-	AA-信用债	4	1	-	AA-信用债	-23	9	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周短端大幅下行使得利差走阔，从分位数的角度来看目前仍是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	1	3	-1	AAA信用债	10	5	3	AAA信用债	-15	-25	-23
AA+信用债	3	2	4	AA+信用债	12	-3	-2	AA+信用债	-29	-51	-39
AA信用债	3	5	4	AA信用债	12	8	3	AA信用债	-51	-57	-33
AA-信用债	-2	-3	-4	AA-信用债	6	1	-4	AA-信用债	-56	-62	-39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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，上周利率债下行幅度更大使得利差整体走阔，目前大部分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	2.23	2.42	2.44	--	--
国有银行	2.40	2.68	2.48	2.60	2.48
股份银行	2.50	2.28	2.34	2.38	2.36
城商行	2.24	2.47	2.55	2.90	3.20
农商行	2.25	2.25	2.70	2.69	2.78
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-59	-37	-34	--	--
国有银行	-30	0	-7	0	-17
股份银行	-9	-34	-35	-40	-32
城商行	-63	-32	-23	2	34
农商行	-57	-61	-11	-11	4
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	636.5	883	1881.9	200.3	504.3
国有银行	100	0	677	0	98
股份银行	84	334	509	134	174
城商行	391	515	510	59	214
农商行	61	34	186	8	17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大幅下行，其中发行规模最多的 6M 国有银行下行 7BP，3M 城商行下行 32BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.47	2.66	2.86	AAA+	26.97	32.13	37.51	AAA+	0.221	0.58	0.63
AAA	2.52	2.71	2.94	AAA	32.34	37.26	45.12	AAA	0.254	0.399	0.408
AAA-	2.57	2.77	3.05	AAA-	36.78	43.08	56.43	AAA-	0.194	0.288	0.424
AA+	2.63	2.85	3.17	AA+	42.78	51.08	68.43	AA+	0.202	0.249	0.325
AA	2.73	3.09	3.52	AA	52.78	75.08	103.43	AA	0.216	0.168	0.065
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.59	2.77	2.93	AAA	38.59	43.01	44.15	AAA	0.363	0.491	0.188
AA+	2.69	2.88	3.08	AA+	49.18	53.90	59.10	AA+	0.399	0.351	0.137
AA	2.80	3.03	3.26	AA	60.18	68.40	77.60	AA	0.382	0.252	0.058
AA(2)	2.92	3.19	3.70	AA(2)	72.18	84.40	121.60	AA(2)	0.289	0.118	0.071

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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，上周利差小幅走阔。从利差分位数角度 1Y 维持 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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.65	2.72	2.85	2.97	3.00	利率变化(BP)	-22.33	-18.00	-12.00	-5.87	-7.27	利率分位数	0.25	0.15	0.10	0.04	0.00
当前利差	21.38	15.21	16.48	24.63	17.01	利差变化(BP)	1.96	-6.34	-3.60	0.43	-1.06	利差分位数	0.86	0.36	0.14	0.21	0.05

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 29 日。

上周二级资本债收益率短端下行大于长端。其中 1Y 下行 22.33BP，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-	2.75	2.94	3.05	3.30	AAA-	32.11	25.19	22.15	36.11	AAA-	-19.04	-11.76	-7.46	-4.10
AA+	2.78	2.96	3.10	3.35	AA+	27.40	21.43	20.23	33.78	AA+	-18.03	-12.77	-9.46	-6.10
AA	2.87	3.09	3.40	3.65	AA	26.40	24.43	36.23	49.78	AA	-17.03	-10.77	-4.46	-1.10
AA-	3.72	4.16	4.53	4.90	AA-	89.40	109.43	125.23	150.78	AA-	-18.03	-15.77	-10.46	-7.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

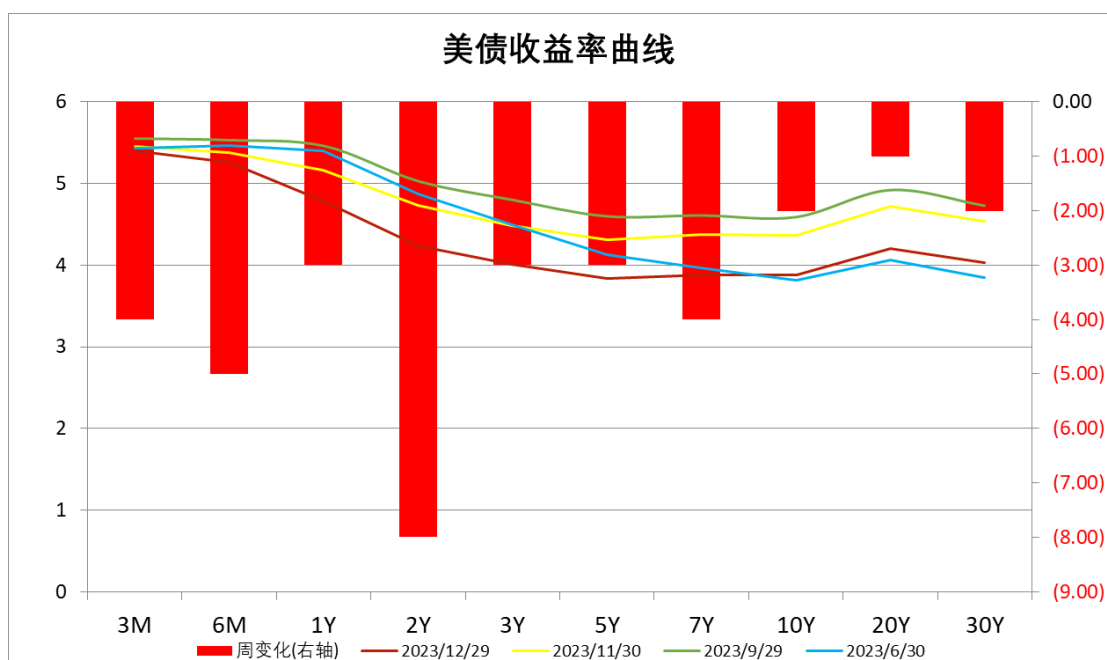
永续债方面利率大体下行，其中 10YAA 下行 1.10BP，下行幅度最小；1Y AAA-下行幅度最大，达 19.04BP。

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	2.56	2.76	2.98	3.15	AAA级RMBS	35.64	42.19	49.68	47.23	AAA级RMBS	0.449	0.697	0.649	0.181
AAA级消金	2.70	2.85	3.06	3.39	AAA级消金	49.80	51.29	57.26	71.46	AAA级消金	0.475	0.487	0.223	0.223
AAA级企业ABS	2.72	2.98	3.26	3.46	AAA级企业ABS	51.81	63.67	77.67	78.03	AAA级企业ABS	0.071	0.142	0.166	0.005
AAA级ABN	2.71	2.95	3.17	3.45	AAA级ABN	51.27	60.48	68.21	77.31	AAA级ABN	0.32	0.462	0.262	0.076

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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 29 日.

美债方面，利率大体呈下行。其中，2Y 下行 8BP，下行幅度最大。圣诞假期美债市场迎来短暂的数据空窗期，此前低于预期的 PCE 数据带动美债延续下行趋势。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 35BP，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 经济底部震荡稳，政策效果待观察

12 月官方制造业 PMI49%，前值 49.4%，预期 49.5%。分规模看，大企业 PMI 回落 0.5 个百分点至 50%，中企业 PMI 回落 0.1 个百分点至 48.7%，小型企业 PMI 回落 0.5 个百分点至 47.3%，大企业和小企业景气度回落明显。从分项指数看，生产项与需求项回落幅度最大，供给表现强于需求。生产指数回落 0.5 个百分点，新订单指数回落 0.7 个百分点。生产端，12 月生产指数 50.2%，回落 0.5 个百分点。库存方面，12 月原材料库存指数回落 0.3 个百分点至 47.7%，产成品库存指数回落 0.4 个百分点至 47.8%，新订单-产成品库存指数回落 0.3 个百分点，12 月当月企业呈现被动去库状态。企业生产经营活动预期指数小幅回升 0.1 个百分点至 55.9%。需求端，12 月新订单指数回落 0.7 个百分点至 48.7%，低于荣枯线。新出口订单指数回落 0.5 个百分点至 45.8%，进口指数回落 0.9 个百分点至 46.4%。

出口订单指数边际回落，欧美假期带来的季节性补库需求边际回落，但韩国 12 月前 20 出口同比 13%，显示消费电子与汽车链景气度仍高。 价格方面，12 月出厂价格指数回落 0.5 个百分点至 47.7%，主要原材料购进价格指数回升 0.8 个百分点至 51.5%，美联储降息预期升温叠加地缘政治因素带动大宗商品价格上行，但需求不足下，原材料价格对终端价格的传导偏弱；非制造业商务活动指数回升 0.2 个百分点至 50.4%，其中服务业 PMI 持平上月为 49.3%，仍在收缩区间，弱于季节性，生产性服务业略强于消费性服务业。行业层面，航空运输、住宿、居民服务等行业商务活动指数低于 46.0%，与寒潮天气及流感有关；电信广播与邮政业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间。建筑业 PMI 回升 1.9 个百分点至 56.9%。12 月南方部分地区进入赶工期，同时国债增发第一批项目落地，基建仍有支撑，地产维持低位。

整体看，经济仍处于底部震荡状态，主要矛盾仍在需求端与社会预期偏弱，结构性亮点或仍在消费电子与汽车产业链，生产强于需求，实际信用扩张与需求端仍需政策支持。

指标(2023/12/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49	----	----	49.4
工业增加值:当月同比	----	5.5	----	6.6
GDP:不变价:当季同比	----	5.33	----	----
固定资产投资:累计同比	----	3.01	----	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	----	10.36	----	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 29 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

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.

4.2 股票市场观点

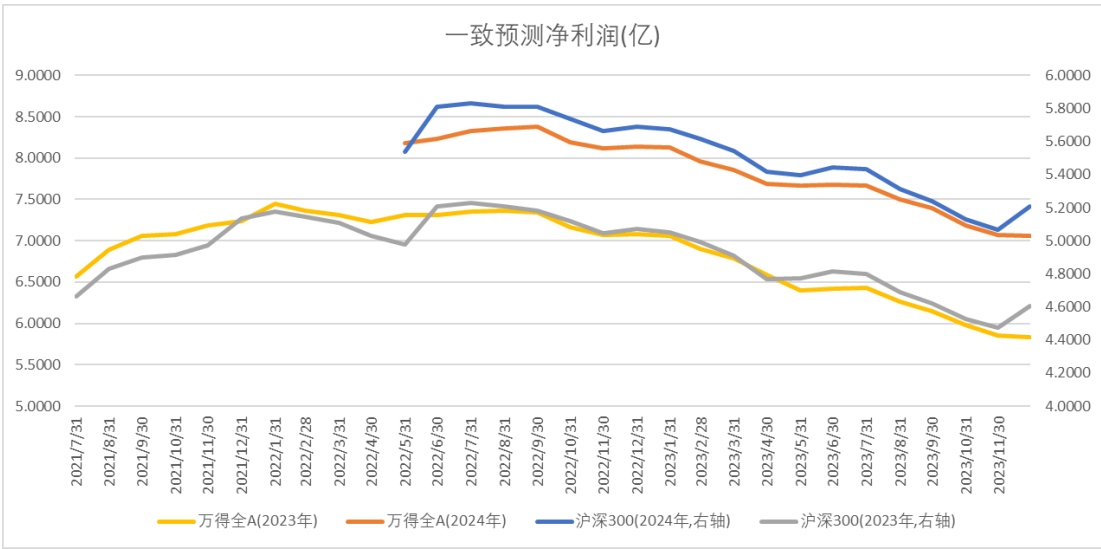
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.4 倍，处于 12%分位水平，股权溢价率 3.32%，处于 96%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	9.19	8.13	1.06	8.20	0.09	0.07	0.03	0.95
沪深300	10.85	9.06	1.21	6.53	0.04	0.06	0.02	0.98
中小板指	19.38	13.69	2.44	2.48	0.04	0.02	0.01	0.98
创业板指	27.85	18.88	3.78	0.91	0.02	0.04	0.05	0.99
中证500	21.84	15.13	1.67	1.90	0.28	0.21	0.13	0.85
万得全A	16.67	12.40	1.47	3.32	0.15	0.12	0.03	0.96

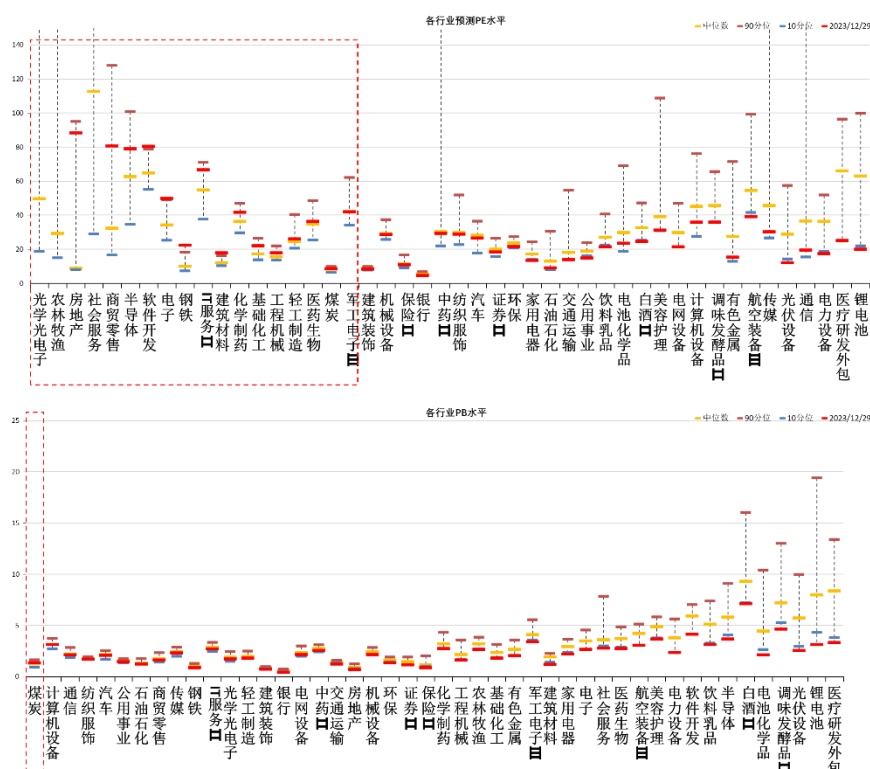
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.22	0.87	8.28	0.04	0.06	0.77
标普500	24.84	4.44	0.15	0.63	0.84	0.10
纳斯达克指	42.94	5.59	-1.55	0.74	0.69	0.09
德国DAX	12.62	1.55	----	0.15	0.27	----
法国CAC40	13.81	1.69	----	0.22	0.41	----
英国富时100	10.32	1.63	----	0.06	0.40	----
韩国综合指	19.36	0.96	----	0.70	0.65	----
台湾加权指	17.73	1.84	----	0.67	0.36	----
日经225	19.77	1.80	----	0.66	0.67	----
胡志明指数	12.36	1.61	----	0.23	0.02	----
印度SENSEX	23.50	3.47	----	0.38	0.59	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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，极少数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，农林牧渔、房地产估值相对较高。



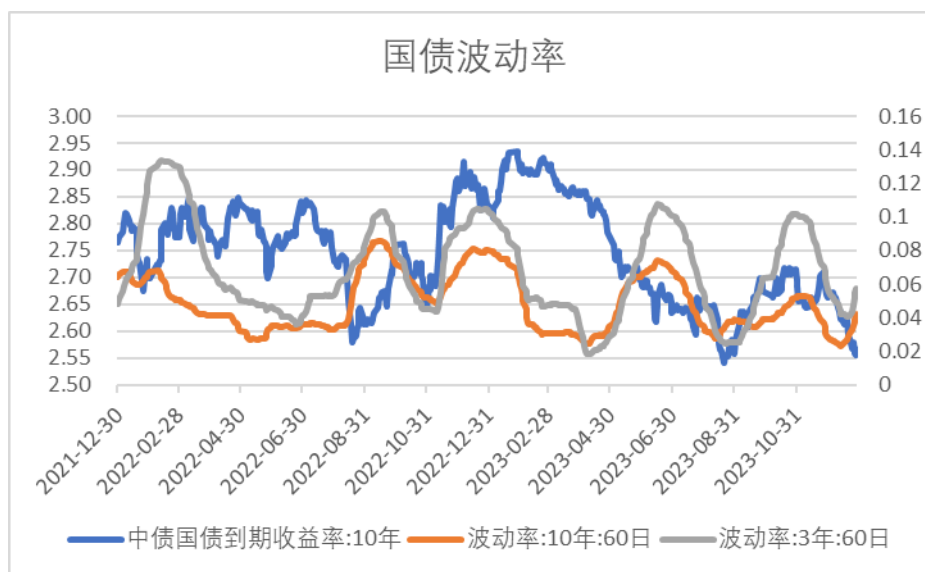
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，游戏政策纠偏缓和和市场悲观情绪，叠加央行表态要加大已出台货币政策实施力度，A 股探底回升，新能源、食品饮料等核心资产表现占优，红利风格承压。

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。

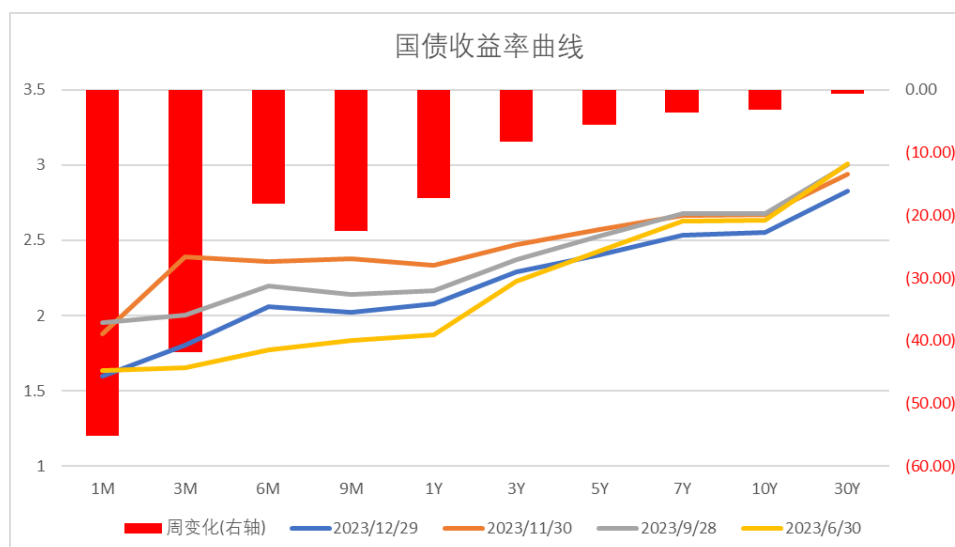
4.2.4 配置方向上关注：

- 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	102.5900	102.6100	357,616.0000	189,461.0000	-0.5602	0.7356
	0.112222493	0.1317	-20,126.0000	10488		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 29 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 29 日

4.3.1 上周，债市利率小幅下行，主要影响因素有：跨年资金面偏宽松、央行例会通稿变化不大。

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。