

经济数据低于预期，海外宽松交易见顶

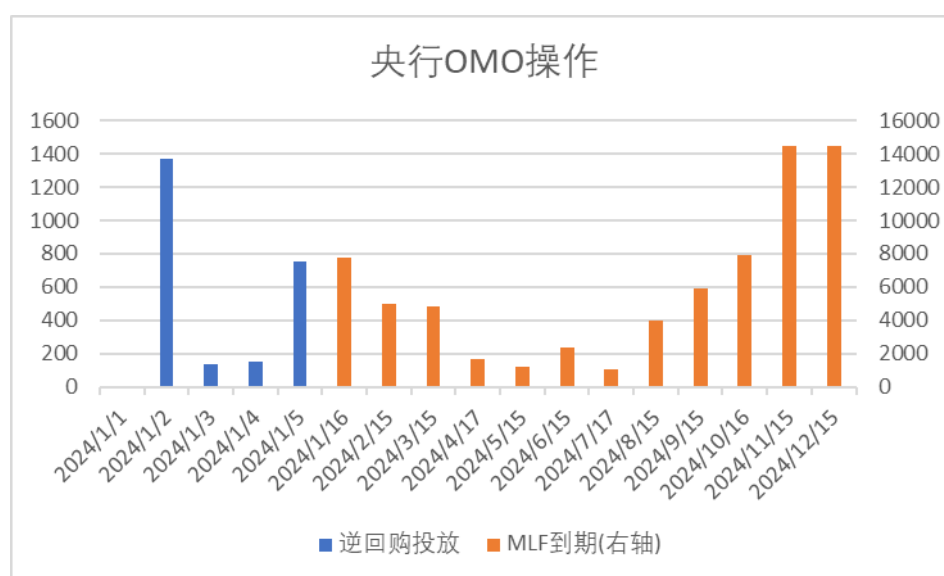
一、重要信息点评

1、2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 3500 亿元，单月投放为历史第三高。本次投放旨在稳增长、稳投资，应将主要用于三大工程，具有投放基础货币功能，显示我国货币政策延续宽松态势。

2、美联储发布 2023 年 12 月 FOMC 会议纪要略鹰于市场预期。纪要显示，与会者们认为在压低通胀方面取得清晰的进展，预计 2024 年降息将是适合的，但并未在这次会议上讨论何时开始降息，同时保留了一旦通胀水平再次上升就加息的意见。纪要发布后，降息预期有所降温。

3、美国公布 12 月非农新增就业人数 21.6 万人，高于预期的 17 万人，前值 17.3 万人。失业率 3.7%，预期 3.8%，前值 3.7%，平均时薪环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.4%。12 月非农新增就业人数高于预期与前值，政府部门与服务业部门为主要支撑项，失业率持平前值，显示就业市场保持较强韧性，薪资通胀韧性较强。数据发布后，降息预期明显降温。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

上周央行 OMO 投放 2410 亿，同时到期 26640 亿，共计净回笼 24230 亿。MLF1 月到期量为 7790 亿。

	2023/12/28	2023/12/21	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/28	环比变化
耗煤量	230	657	198.4	216.2	205.6	↘
	2024/1/3	2023/12/27	2023/11/30	2023/9/30	2023/1/3	环比变化
水泥沥青开工率	29.4	31.3	36.8	40	27.5	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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。

	2024/1/5	2023/12/29	2023/11/30	2023/9/30	2023/1/5	环比变化
地铁客运量:30DMA	7650.928065	7564.850645	7635.421935	7328.685161	3423.832581	↗
地铁客运量:30DMA:同比	123.4609282	132.3003343	82.02895428	40.05122838	-43.8244702	↘
执飞航班数:7DMA	1.183914286	1.197942857	1.184757143	1.3691	0.770042857	↘
航班取消率	16.65845393	14.18659626	13.77134064	9.90730992	41.9198776	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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。

	2023/12/31	2023/12/24	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/31	环比变化
土地成交面积	3424.8712	5262.3151	558.2216	1239.8516	4976.6901	↘
土地成交溢价率	2.39	1.76	2.45	2.42	2	↗
商品房成交面积	56.39728929	44.981965	40.22796629	46.58237071	64.778973	↗
一线商品房成交面积	9.934893143	9.571258143	8.796355571	14.688239	10.61505614	↗
二线商品房成交面积	35.80289957	27.02135243	23.432852	23.36504	42.509564	↗
三线商品房成交面积	10.65949657	8.389354429	7.998758714	8.529091714	11.65435286	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

地产数据方面, 商品房成交面积继续回升, 同时土地溢价率也有所上行, 上周地产数据表现较好。

	2023/12/31	2022/12/31	2021/12/31	2020/12/31	2019/12/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2796286	2262970	2282114	2090943	1920466	23.57%
厂家零售: 当月累计值	2360935	2421302	2149989	2114015	1982595	-2.49%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

汽车销量方面, 12 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 23. 57%及-2. 49%, 汽车消费表现较好。

	2023/12/31	2023/12/24	2023/11/30	2023/9/30	2022/12/31	环比变化
集装箱吞吐量	557.4	506.9	582.9	579.8	489.5	↗
	2024/1/5	2023/12/29	2023/11/30	2023/9/30	2023/1/5	
CCFI指数	936.83	909.19	876.74	851.96	1271.31	↗
CICFI指数	734.92	730.5	730.25	787.54	1276.56	↗
	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	5.1	7.7	5	-4.4	-8.1	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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。

	2024/1/5	2023/12/29	2023/11/30	2023/9/30	2023/1/5	环比变化
农产品价格	126.07	126.07	119.82	120.87	128.49	----
猪肉价格	20.04	20.45	20.19	22.14	24.87	↘
粮油价格	119.47	119.5	120.56	120.31	117.94	↘
蔬菜价格	5.27	5.21	4.77	5.04	5.28	↗
水果价格	7.2	7.2	7	6.67	7.25	----
PTA价格	5865	5915	5795	6240	5530	↘
涤纶长丝价格	7600	7600	7450	8050	7350	----
聚酯切片价格	6770	6750	6710	7100	6450	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

价格数据方面，农产品价格上周季节性减弱。其中，蔬菜价格正常上行，同时猪肉价格回落至 20.04 元，粮油价格维持高位震荡。服装方面纤维价格整体震荡。上周商品价格表现一般。

	2024/1/5	2023/12/29	2023/11/30	2023/9/30	2023/1/5	环比变化
煤炭价格	928	921	930	983	1178	↗
石油价格	78.76	77.04	82.83	95.31	78.69	↗
铜杆价格	69470	69970	69700	68310	65060	↘
铝价	19280	19510	18610	19910	17670	↘
钢材价格	113.56	112.9	112.21	108.4	113.25	↗
沥青价格	3475	3460	3435	3885	3560	↗
水泥价格	113.06	113.37	113.13	106.59	140.22	↘
MDI价格	15200	15200	15500	15900	14400	----
浮法玻璃价格	2016.6	2022	1967.9	2115.5	1626.6	↘
工业品指数	4002.3	4005.96	4016.72	4078.2	3771.85	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周有所下行，其中煤价、石油价格、钢材价格及沥青价格有所上升，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	2.41	2.41	2.41
COMEX黄金	-0.93	-0.93	-0.93
LME铝	-4.70	-4.70	-4.70
LME铜	-1.68	-1.68	-1.68
CBOT玉米	-2.02	-2.02	-2.02
CBOT大豆	-3.16	-3.16	-3.16
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	106.17	106.17	111.75
美元兑人民币	419.00	419.00	419.00
美元兑日元	362.15	362.15	377.05

	2024/1/5	2023/12/30	2023/12/31	2024/1/1
ICE布油	78.9	77.08	77.08	77.08
COMEX黄金	2052.6	2071.8	2071.8	2071.8
	2024/1/5	2023/12/30	2023/12/31	2024/1/1
美元指数	102.4395	101.3778	101.3778	101.322
美元兑人民币	7.1418	7.0999	7.0999	7.0999
美元兑日元	144.652	141.0305	141.0305	140.8815

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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，其中伦铝跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 78.9 美元，涨 2.41%，COMEX 黄金收于 2052.6 美元，跌 0.93%。

上周美元指数上行 106.17BP，12 月 FOMC 会议纪要对降息的表述低于市场预期，同时 12 月 PMI 及就业数据超预期走强，在此背景下美元回升。在此背景下人民币上周贬值 419 个基点，日元贬值 362.15 个基点。

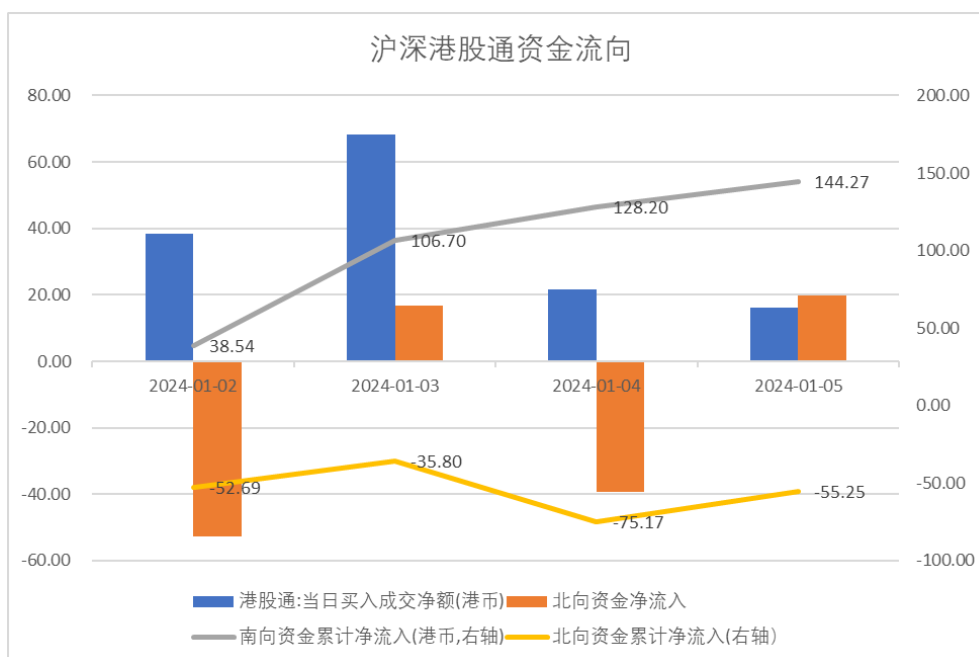
三、 市场表现回顾

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	0	0	0	10	0	0	0	0	0	10
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	7.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.60
上上周	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
本月以来	数量	0	0	0	10	0	0	0	0	0	10
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	7.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.60
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	1	1	13	3	1	0	1	8	1	33
上上周	5	4	5	0	6	0	1	4	11	1	37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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 4 支，债券类基金（10 支）少于股票类基金（18 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 7.60 亿，其中股票型基金发行规模有所回落。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-55.25 亿, 较此前有所减少; 同时南向资金净流入 144.27 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
创业板指	-6.12	-6.12	-6.12
科创50	-5.20	-5.20	-5.20
中小板指	-4.68	-4.68	-4.68
偏股混合型基金指数	-3.86	-3.86	-3.86
沪深300	-2.97	-2.97	-2.97
万得全A	-2.97	-2.97	-2.97
中证500	-2.71	-2.71	-2.71
上证50	-2.48	-2.48	-2.48

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

A 股表现来看, 上周主要板块呈下行, 其中上证 50 跌 2.48%, 跌幅最小; 创业板跌 6.12%, 跌幅最大。PMI 走弱叠加美元走强背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 3.86%。

	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	-6.15	-6.15	-6.15
茅指数	-5.19	-5.19	-5.19
高市盈率指数	-4.92	-4.92	-4.92
绩优股指数	-4.27	-4.27	-4.27
小盘指数	-3.45	-3.45	-3.45
大盘指数	-3.12	-3.12	-3.12
低市净率指数	-0.01	-0.01	-0.01
低市盈率指数	0.52	0.52	0.52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

A 股各风格指数中, 低 PE 指数涨 0.52%, 表现最好; 高 PB 指数跌 6.15%, 表现最差。市场风格大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电子	-6.42	电子	-6.42	电子	-6.42
计算机	-6.16	计算机	-6.16	计算机	-6.16
通信	-5.72	通信	-5.72	通信	-5.72
电力设备	-4.95	电力设备	-4.95	电力设备	-4.95
食品饮料	-4.85	食品饮料	-4.85	食品饮料	-4.85
银行	0.68	银行	0.68	银行	0.68
钢铁	0.82	钢铁	0.82	钢铁	0.82
石油石化	1.22	石油石化	1.22	石油石化	1.22
公用事业	1.95	公用事业	1.95	公用事业	1.95
煤炭	5.59	煤炭	5.59	煤炭	5.59

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2024 年 1 月 5 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, 市场风险偏好下行背景下成长板块大幅回撤, 其中电子、计算机、通信等 TMT 行业分别跌 6.42%至 5.72%, 跌幅最大。此外, 电力设备及食品饮料也分别跌 4.95%及 4.85%, 跌幅居前。另一方面, 低估值红利行业上周则表现较好, 其中煤炭、公用事业、石油石化、钢铁及银行分别涨 5.59%至 0.68%, 涨幅最高。

	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	-3.00	-3.00	-3.00
恒生科技指数	-4.57	-4.57	-4.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

港股方面, 恒生指数跌 3.00%, 恒生科技指数跌 4.57%。国内经济走弱叠加美元走强背景下港股出现了一定的回落。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-3.61	-3.61	-3.61
纳斯达克指数	-3.25	-3.25	-3.25
标普中盘400	-2.48	-2.48	-2.48
标普500	-1.52	-1.52	-1.52
道琼斯工业指数	-0.59	-0.59	-0.59

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

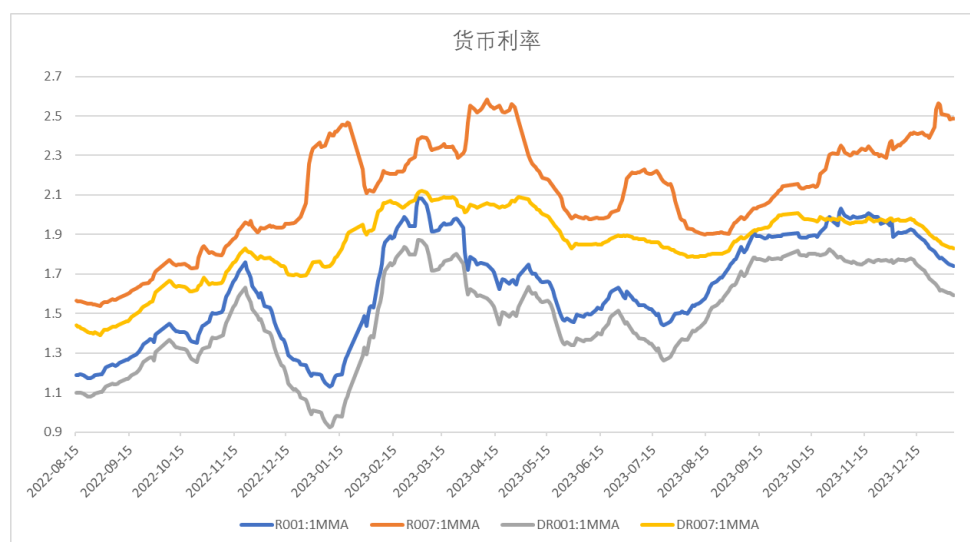
美股方面上周有所下行, 其中道琼斯工业指数跌 0.59%, 表现最好; 标普小盘 600 指数跌 3.61%, 表现最差。经济及就业数据超预期背景下美股有所回落。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国将面临衰退风险, 财报显示美股盈利可能出现了一定的压力, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-2.91	-2.91	-2.91
台湾加权指数	-2.30	-2.30	-2.30
法国CAC40	-1.62	-1.62	-1.62
德国DAX	-0.94	-0.94	-0.94
英国富时100	-0.56	-0.56	-0.56
印度SENSEX30	-0.30	-0.30	-0.30
日经225	-0.26	-0.26	-0.26
胡志明指数	2.19	2.19	2.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

其他海外市场方面, 韩国市场跌 2.91%, 表现最差; 越南市场涨 2.19%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



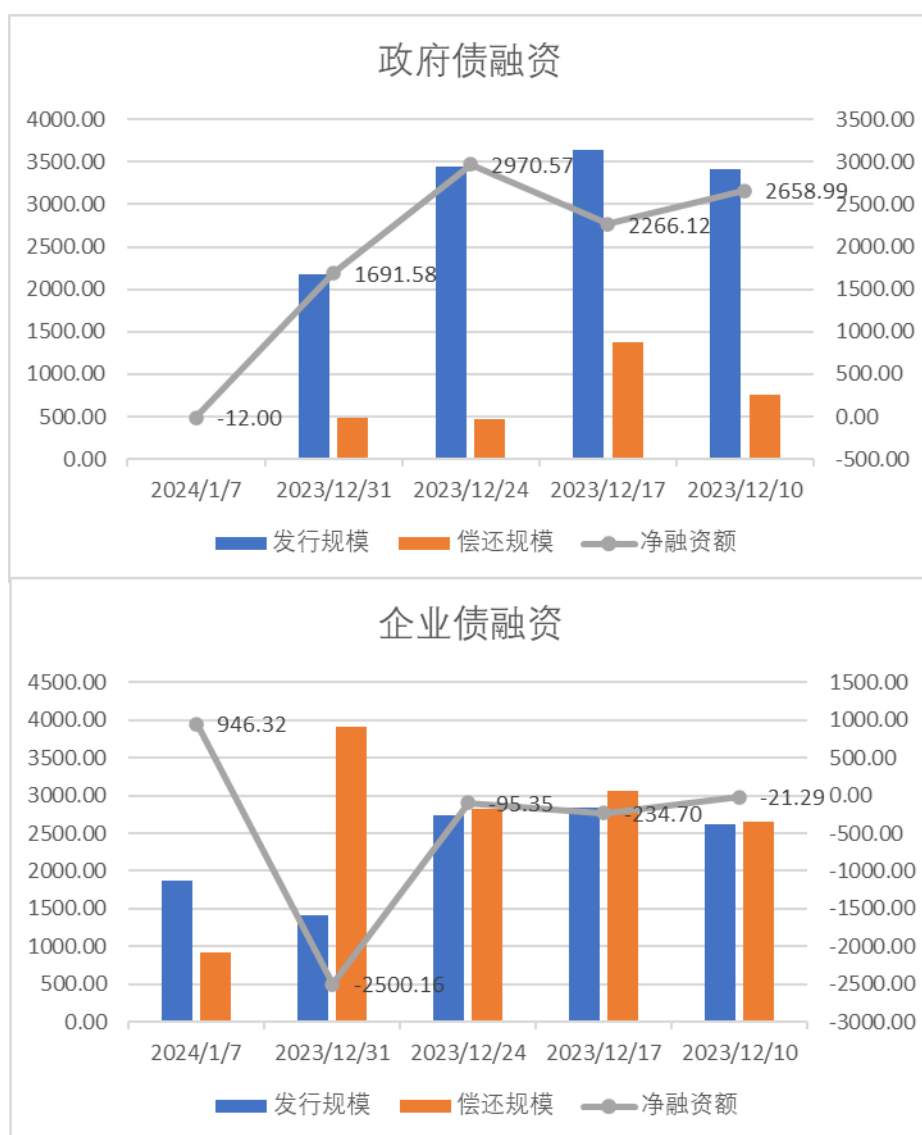
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值降至 1.83。资金面较上上周更为宽松。

	2023/11/30	2023/12/29	2024/1/5
6M	1.15	1.18	2.12
3M	0.65	0.4	2.25
	2022/11/30	2022/12/29	2023/1/5
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/11/30	2021/12/29	2022/1/5
6M	1.9103	1.1724	2.4568
3M	1.3079	0.2738	2.4485
	2020/11/30	2020/12/29	2021/1/5
6M	2.7228	2.2387	2.7044
3M	2.697	1.8056	2.5859

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 2.12、2.25, 低位大幅回升, 后续持续性有待观察。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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-12 亿, 高位大幅回落; 企业债净融资额 946.32 亿, 较此前有所回升。

从高频数据看, 社融中贷款低位大幅回升, 债券部分中政府债发行潮结束, 不过企业债有所回暖, 1 月社融结构有所好转。

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	2.11	2.29	2.39	2.52	国债	18.4	9.72	12.72	国债	-	-	-
国开债	2.24	2.39	2.50	2.70	国开债	14.92	11.27	19.46	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.58	2.75	2.92	-	AAA信用债	16.48	17.09	-	AAA信用债	34.11	35.67	41.49
AA+信用债	2.68	2.87	3.14	-	AA+信用债	18.49	26.86	-	AA+信用债	44.18	47.75	63.34
AA信用债	2.76	3.08	3.50	-	AA信用债	31.67	42.21	-	AA信用债	51.56	68.31	99.25
AA-信用债	5.10	5.41	5.86	-	AA-信用债	31.12	44.22	-	AA-信用债	286.05	302.25	335.2

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	0	-1	-4	国债	-1	1	-2	-5	国债	3	0	-1	-4
国开债	4	5	2	2	国开债	0	4	1	1	国开债	4	5	2	2
AAA信用债	1	0	-1	-	AAA信用债	-4	-2	0	-	AAA信用债	1	0	-1	-
AA+信用债	-1	0	-5	-	AA+信用债	-4	-2	-4	-	AA+信用债	-1	0	-5	-
AA信用债	0	-3	-4	-	AA信用债	-3	-5	-3	-	AA信用债	0	-3	-4	-
AA-信用债	0	-3	-2	-	AA-信用债	-4	-6	-2	-	AA-信用债	0	-3	-2	-

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	0.16	0.06	0.00	国债	0.08	0.06	0.14	国债	-	-	-
国开债	0.31	0.12	0.05	0.01	国开债	0.05	0.06	0.44	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.27	0.13	0.03	-	AAA信用债	0.03	0.06	-	AAA信用债	0.35	0.38	0.31
AA+信用债	0.26	0.09	0.01	-	AA+信用债	0.02	0.14	-	AA+信用债	0.25	0.17	0.25
AA信用债	0.22	0.06	0.00	-	AA信用债	0.02	0.31	-	AA信用债	0.15	0.10	0.02
AA-信用债	0.23	0.08	0.00	-	AA-信用债	0.02	0.37	-	AA-信用债	0.24	0.32	0.23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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 6BP, 下行幅度最大。利率债短端上行大于长端, 3Y 国开债上行 5BP, 上行幅度最大。一方面, 我国经济数据表现不佳带动利率下行, 但央行 OMO 的大幅收紧也带动利率债有所上行。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	-3	-1	-3	国债	2	-2	-3	国债	-3	-1	-3
国开债	1	-3	0	国开债	4	-3	0	国开债	1	-3	0
AAA信用债	0	-1	-	AAA信用债	2	2	-	AAA信用债	0	-1	-
AA+信用债	1	-5	-	AA+信用债	2	-2	-	AA+信用债	1	-5	-
AA信用债	-2	-1	-	AA信用债	-2	2	-	AA信用债	-2	-1	-
AA-信用债	-2	1	-	AA-信用债	-2	4	-	AA-信用债	-2	1	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年1月5日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体收紧，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	-4	-5	-3	AAA信用债	-4	-6	-1	AAA信用债	-4	-5	-3
AA+信用债	-5	-5	-7	AA+信用债	-4	-6	-5	AA+信用债	-5	-5	-7
AA信用债	-5	-8	-6	AA信用债	-3	-9	-4	AA信用债	-5	-8	-6
AA-信用债	-5	-8	-4	AA-信用债	-4	-10	-3	AA-信用债	-5	-8	-4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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，上周信用债下行利率债上行使得利差整体收窄，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	2.15	2.42	2.52	--	--
国有银行	1.95	2.31	2.48	2.45	2.46
股份银行	2.00	2.38	2.40	2.46	2.47
城商行	2.17	2.43	2.50	2.53	2.71
农商行	2.17	2.39	2.47	2.69	2.53
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-8	0	8	--	--
国有银行	-45	-37	0	-15	-2
股份银行	-50	10	6	8	11
城商行	-6	-4	-5	-37	-49
农商行	-8	14	-24	0	-25
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	51.5	69.6	75.9	22.6	331.7
国有银行	3	7	0	4	65
股份银行	13	26	6	8	229
城商行	32	31	63	10	33
农商行	4	6	7	0	4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日。

同业存单方面，上周发行规模下降使得利率出现了较大波动，其中发行规模最大的 1Y 股份银行上行 11BP，6M 城商行下行 5BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.49	2.68	2.84	AAA+	25.20	29.23	33.28	AAA+	0.188	0.418	0.434
AAA	2.54	2.72	2.92	AAA	29.70	32.94	41.52	AAA	0.174	0.206	0.254
AAA-	2.59	2.78	3.04	AAA-	34.73	39.26	53.84	AAA-	0.151	0.155	0.326
AA+	2.64	2.86	3.14	AA+	40.13	46.76	63.84	AA+	0.138	0.125	0.202
AA	2.72	3.06	3.50	AA	47.63	66.76	99.84	AA	0.123	0.073	0.014
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.58	2.77	2.91	AAA	33.66	37.94	40.66	AAA	0.184	0.303	0.085
AA+	2.68	2.87	3.06	AA+	43.26	47.83	55.61	AA+	0.213	0.18	0.066
AA	2.78	3.00	3.25	AA	53.26	60.33	74.11	AA	0.212	0.101	0.043
AA(2)	2.88	3.16	3.67	AA(2)	63.26	76.33	116.11	AA(2)	0.143	0.06	0.024

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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，上周利差明显收窄。从利差分位数角度大部分券种均位于 20 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	2.64	2.72	2.85	2.95	2.98	利率变化(BP)	-0.76	0.47	-0.60	-1.93	-1.88	利率分位数	0.25	0.16	0.10	0.04	0.00
当前利差	11.86	15.48	16.79	21.79	17.46	利差变化(BP)	-9.52	0.27	0.31	-2.84	0.45	利差分位数	0.33	0.38	0.14	0.14	0.06

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 2024 年 1 月 5 日。

上周二级资本债收益率大体下行。其中 4Y 下行 1.93BP，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-	2.69	2.90	3.02	3.24	AAA-	17.12	21.95	20.94	32.46	AAA-	-6.23	-4.15	-3.54	-6.04
AA+	2.71	2.93	3.07	3.29	AA+	13.40	20.19	20.02	31.13	AA+	-7.23	-3.14	-3.54	-6.04
AA	2.82	3.07	3.36	3.58	AA	14.40	24.19	35.02	46.13	AA	-5.23	-2.14	-4.54	-7.04
AA-	3.64	4.04	4.40	4.75	AA-	74.40	99.19	115.02	139.13	AA-	-8.23	-12.14	-13.54	-15.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

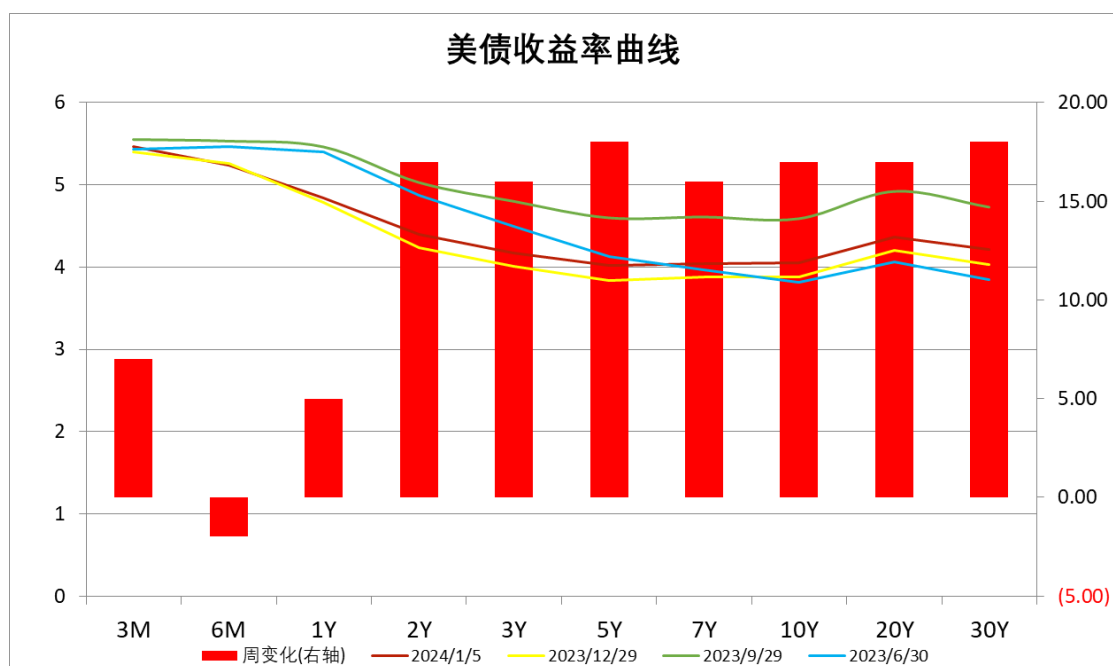
永续债方面利率大体下行，其中 3YAAA 下行 2.14BP，下行幅度最小；10YAAA- 下行幅度最大，达 15.04BP。

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	2.61	2.74	2.96	3.13	AAA级RMBS	36.74	34.99	45.33	42.87	AAA级RMBS	0.47	0.491	0.513	0.073
AAA级消金	2.71	2.86	3.04	3.37	AAA级消金	47.15	46.97	53.67	67.10	AAA级消金	0.386	0.339	0.134	0.12
AAA级企业ABS	2.73	2.98	3.25	3.44	AAA级企业ABS	49.16	58.35	74.08	73.68	AAA级企业ABS	0.043	0.056	0.068	0.003
AAA级ABN	2.73	2.95	3.15	3.43	AAA级ABN	48.62	56.16	64.62	72.95	AAA级ABN	0.256	0.305	0.146	0.019

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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 2024 年 1 月 5 日.

美债方面，利率大体呈上行。其中，5Y 及 30Y 上行 18BP，上行幅度最大。一方面，12 月 FOMC 会议纪要中官员对于降息的表述低于市场预期，同时 PMI 及就业数据再度走强带动降息预期进一步走弱。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度保持不变，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 18 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，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	----	6.51	----	6.6
GDP:不变价:当季同比	----	5.4	----	----
固定资产投资:累计同比	----	2.99	----	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	----	8.16	----	10.1
出口金额:当月同比	----	2.27	----	0.5
社会融资规模:当月值	----	20525	----	24547
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.4
M2:同比	----	10.1	----	10
社融-M2	----	----	----	-0.6
CPI:当月同比	----	-0.28	----	-0.5
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.59	----	-3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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	47.40	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	216.00	173.00	105.00	262.00	165.00	236.00	105.00	281.00	217.00	217.00	248.00	震荡
失业率	3.70	3.70	3.80	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	5.30	5.60	5.70	5.40	5.50	5.80	6.20	5.90	6.00	震荡
时薪增速	0.44	0.35	0.27	0.27	0.27	0.39	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.

4.2 股票市场观点

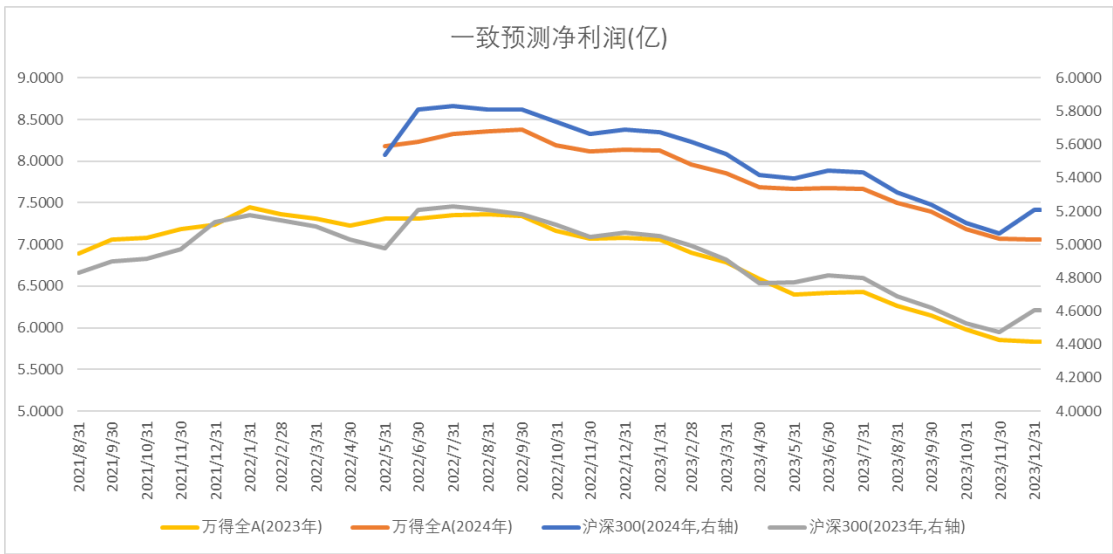
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.15 倍，处于 6%分位水平，股权溢价率 3.43%，处于 98%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	9.13	8.07	1.05	8.26	0.08	0.05	0.02	0.95
沪深300	10.68	8.92	1.19	6.66	0.03	0.04	0.01	0.99
中小板指	18.58	13.14	2.34	2.68	0.01	0.00	0.00	1.00
创业板指	26.18	17.75	3.55	1.12	0.00	0.01	0.01	1.00
中证500	21.36	14.81	1.63	1.98	0.24	0.15	0.07	0.89
万得全A	16.32	12.15	1.44	3.43	0.07	0.06	0.01	0.98

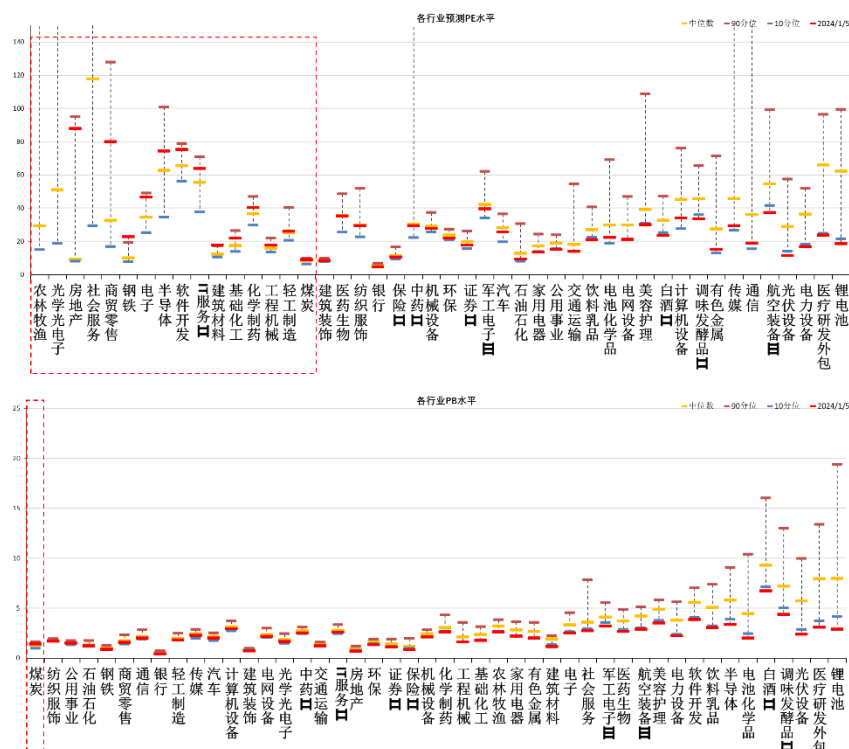
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.05	0.85	8.37	0.03	0.04	0.78
标普500	24.38	4.37	0.05	0.59	0.81	0.08
纳斯达克指	41.42	5.43	-1.64	0.69	0.67	0.08
德国DAX	12.56	1.55	----	0.14	0.27	----
法国CAC40	13.65	1.69	----	0.20	0.41	----
英国富时100	10.26	1.62	----	0.07	0.63	----
韩国综合指	18.88	0.93	----	0.68	0.54	----
台湾加权指	17.19	1.84	----	0.63	0.35	----
日经225	19.74	1.80	----	0.66	0.66	----
胡志明指数	12.64	1.61	----	0.27	0.02	----
印度SENSEX	23.26	3.47	----	0.36	0.59	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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 2024 年 1 月 5 日. 分位数为过去 5 年。

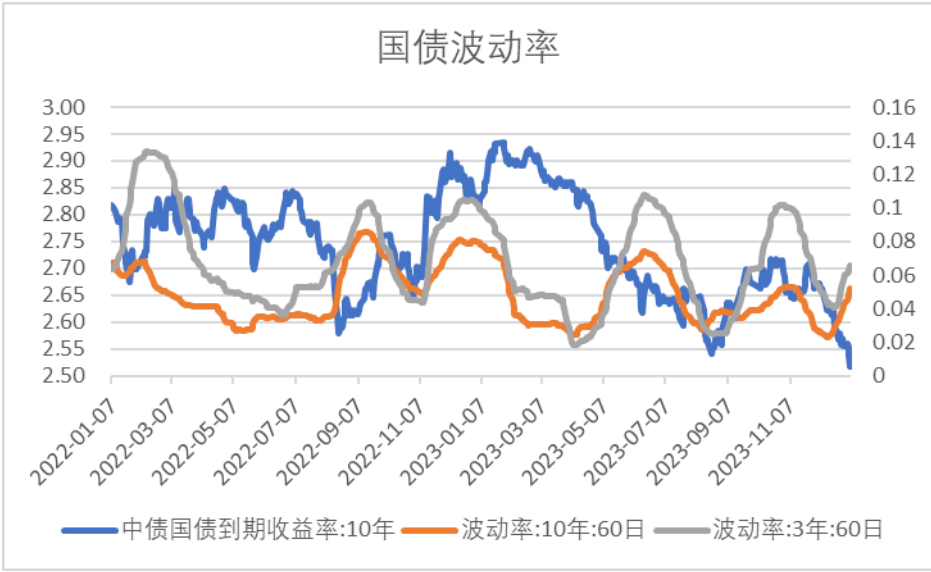
4.2.2 上周，国内 PMI 数据超预期回落，美联储会议纪要释放鹰派信号带动海外降息预期回落，中美利差走扩，A 股承压，红利风格占优。

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：

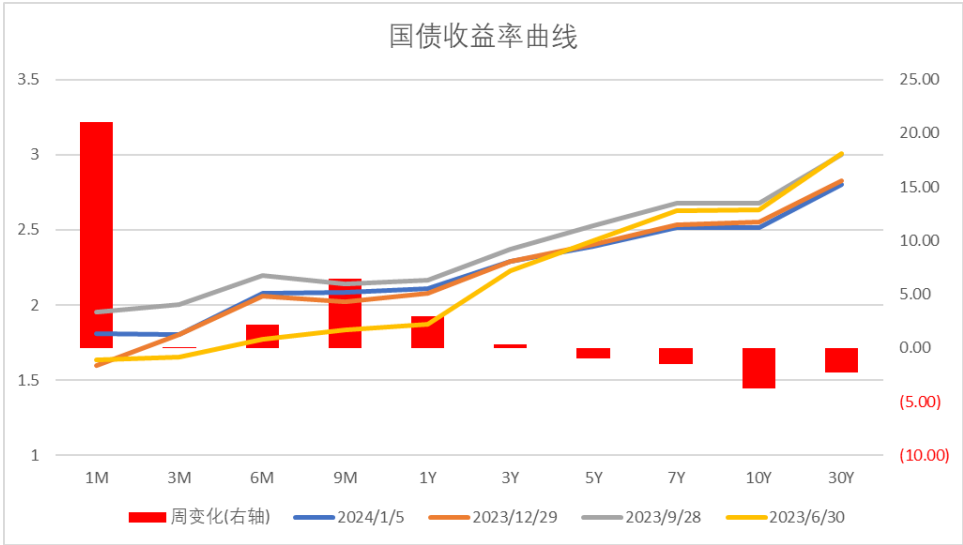
1、随着国内政策预期边际回落，经济环比尚未见明显改善，防御逻辑强化或将驱动此前表现偏弱的红利价值风格有所表现。

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	102.8050	102.8250	415,585.0000	191,174.0000	0.3041	0.4925
	0.302453778	0.3220	57,969.0000	1713		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 5 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 2024 年 1 月 5 日

- 4.3.1 上周，债市利率小幅下行，主要影响因素有：央行公布 12 月重启 3500 亿 PSL、12 月官方制造业 PMI 低于预期。
- 4.3.2 短期看，政策继续托底经济，市场博弈降准降息气氛浓厚。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。