

政策边际放松，海外软着陆预期升温

一、重要信息点评

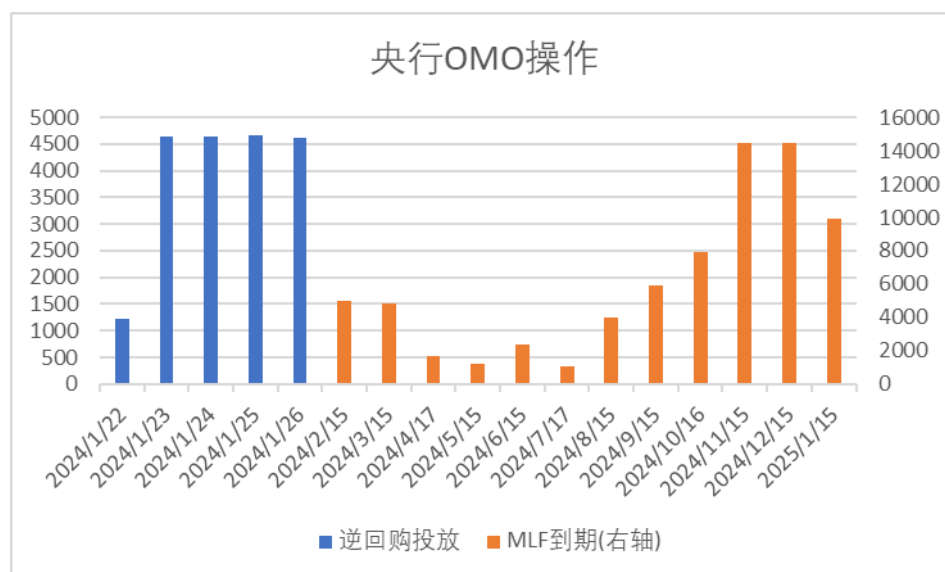
1、1月24日，央行召开国新办新闻发布会，宣布将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元，同时1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。此次为央行首次在媒体发布会上官宣降准，同时降准幅度偏大，补充了流动性缺口，提振了资本市场预期。

2、国资委宣布将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，该举措有利于引导央企负责人更加重视控股上市公司经营与市场表现。

3、1月24日，央行、金管局联合发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。此次政策拓宽了经营性物业贷款的资金用途，有利于减轻房企偿债压力。

4、美国2023Q4实际GDP年化季率初值3.3%，前值4.9，高于预期的2，实际个人消费支出季率初值2.8%，高于预期的2.5，前值3.1。12月核心PCE物价指数同比2.9%，环比0.2%，低于市场预期，显示美国增长仍保持相对韧性，同时高通胀问题得到边际缓解，软着陆预期升温。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

上周央行OMO投放19770亿，同时到期15670亿，共计净投放4100亿。MLF1月到期7790亿等价续作9950亿，净投放2160亿。

	2024/1/18	2024/1/11	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/18	环比变化
耗煤量	224	224.9	230	230	169.4	↘
	2024/1/24	2024/1/17	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/24	环比变化
水泥沥青开工率	28.9	27.8	31.3	31.3	27.1	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年1月28日.

生产数据方面，上周耗煤量数据季节性回升逐步见顶，同时水泥沥青开工率小幅回升。生产数据上周表现一般。

	2024/1/26	2024/1/19	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/26	环比变化
地铁客运量:30DMA	7740.689355	7827.681613	7631.506452	7631.506452	3979.024194	↘
地铁客运量:30DMA:同比	94.53737847	96.88741687	131.7708389	131.7708389	-30.1460322	↘
执飞航班数:7DMA	1.319671429	1.275485714	1.183271429	1.183271429	1.045685714	↗
航班取消率	9.47779988	11.6446151	16.00855845	16.00855845	27.14804678	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年1月28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升。

	2024/1/21	2024/1/14	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/21	环比变化
土地成交面积	1607.0914	1047.8652	3605.1968	3605.1968	1442.6474	↗
土地成交溢价率	2.37	4.16	2.98	2.98	4.9	↘
商品房成交面积	27.316763	25.07704471	56.39728929	56.39728929	26.47052157	↗
一线商品房成交面积	8.665970286	6.416526286	9.934893143	9.934893143	5.688214429	↗
二线商品房成交面积	13.78425029	13.88242757	35.80289957	35.80289957	15.52811814	↘
三线商品房成交面积	4.866542429	4.778090857	10.65949657	10.65949657	5.254189	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年1月28日.

地产数据方面，商品房成交面积在一线城市带动下有所回升，不过土地溢价率有所下行，上周地产数据表现一般。

	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28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。

	2024/1/21	2024/1/14	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/21	环比变化
集装箱吞吐量	572.2	590.1	557.4	557.4	484.3	↘
	2024/1/26	2024/1/19	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/26	
CCFI指数	1403	1287.49	909.19	909.19	1160.59	↗
CICFI指数	783.32	758.5	730.5	730.5	1257.51	↗
	2024/1/31	2023/12/31	2023/11/30	2023/10/31	2023/9/30	
韩国前十日出口	11.2	2.4	3	-2.1	-7.8	↗
韩国前二十日出口	-1	12.6	2.1	4.6	9.7	↘
韩国出口	#N/A	5	7.4	4.9	-4.4	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

进出口数据方面, 上周出口运价继续回升, 同时韩国出口受假期影响有所回落。进出口数据表现较好。

	2024/1/26	2024/1/19	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/26	环比变化
农产品价格	126.05	124.89	125.98	125.98	137.17	↗
猪肉价格	20.37	19.89	20.45	20.45	23.25	↗
粮油价格	119.22	119.12	119.53	119.53	118.33	↗
蔬菜价格	5.18	5.11	5.21	5.21	6.22	↗
水果价格	7.15	7.13	7.2	7.2	7.65	↗
PTA价格	6015	5810	5915	5915	5435	↗
涤纶长丝价格	7700	7525	7600	7600	7475	↗
聚酯切片价格	6970	6790	6750	6750	6500	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回升。其中, 蔬菜及水果价格有所上行, 同时猪肉价格回升至 20.37 元, 粮油价格维持高位震荡。服装方面纤维价格大体上行。上周商品价格表现较好。

	2024/1/26	2024/1/19	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/26	环比变化
煤炭价格	910	910	921	921	1218.5	----
石油价格	83.55	78.56	77.04	77.04	87.47	↗
铜杆价格	69590	68560	69970	69970	71040	↗
铝价	19130	18810	19510	19510	18980	↗
钢材价格	112.67	112.18	112.9	112.9	115.22	↗
沥青价格	3530	3500	3460	3460	3535	↗
水泥价格	108.93	109.79	113.37	113.37	136.88	↘
MDI价格	15800	15300	15200	15200	14700	↗
浮法玻璃价格	2040.4	2029	2016.6	2016.6	1700.6	↗
工业品指数	4068.7	3977.12	4005.96	4005.96	4020.81	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中油价、铜价、铝价、钢材价格、沥青价格、MDI 价格及玻璃价格均有所上升, 仅水泥价格有所回落。

	本周涨跌幅		本月涨跌幅		今年以来涨跌幅	
ICE布油		5.68		7.76		7.76
COMEX黄金		-0.55		-2.59		-2.59
LME铝		4.25		-5.29		-5.29
LME铜		2.13		-0.35		-0.35
CBOT玉米		0.22		-5.25		-5.25
CBOT大豆		-0.37		-6.88		-6.88
	本周涨跌BP		本月涨跌BP		今年以来涨跌BP	
美元指数		24.27		209.66		215.24
美元兑人民币		-170.00		765.00		765.00
美元兑日元		-1.25		713.90		728.80

	2024/1/26	2024/1/20	2023/12/31	2024/1/1
ICE布油	83.02	78.63	77.08	77.08
COMEX黄金	2018.2	2031.8	2071.8	2071.8
	2024/1/26	2024/1/20	2023/12/31	2024/1/1
美元指数	103.4744	103.2317	101.3778	101.322
美元兑人民币	7.1764	7.1934	7.0999	7.0999
美元兑日元	148.1695	148.182	141.0305	140.8815

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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，其中黄金跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 83.02 美元，涨 5.68%，COMEX 黄金收于 2018.2 美元，跌 0.55%。

上周美元指数上行 24.27BP，美国 4 季度 GDP 高于预期带动美元上行。在此背景下人民币上周升值 170 个基点，日元升值 1.25 个基点。

三、 市场表现回顾

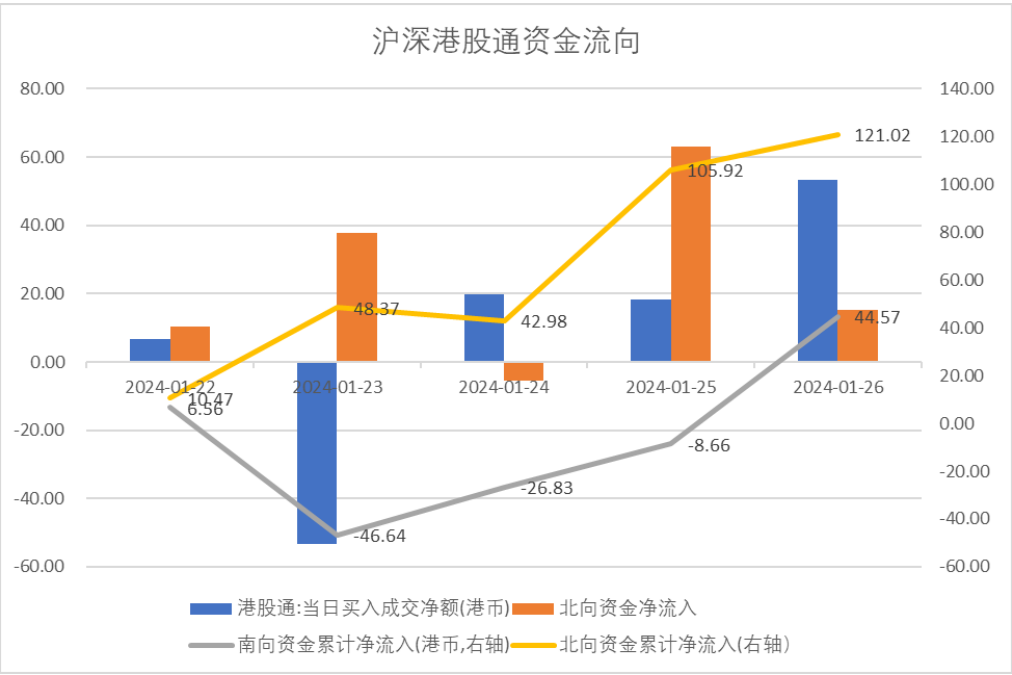
a) 基金市场

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	11	8	3	9	0	9	0	0	2	34
	发行规模(亿元)	220.98	163.35	8.18	20.29	0.00	23.80	0.00	0.00	2.17	275.42
上上周	数量	6	4	0	3	0	6	0	0	1	16
	发行规模(亿元)	92.87	42.87	0.00	6.31	0.00	15.30	0.00	0.00	2.01	116.49
本月以来	数量	17	12	5	26	0	17	0	0	3	68
	发行规模(亿元)	313.85	206.22	12.61	43.57	0.00	42.03	0.00	0.00	4.19	416.24
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	1	1	3	5	0	0	0	8	1	24
上上周	7	1	3	11	3	2	0	1	16	2	46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 24 支，其中普通混合型基金 5 支，债券类基金（8 支）少于股票类基金（10 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 275.42 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 股票市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入 121.02 亿，较此前有所增加；同时南向资金净流入 44.57 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
科创50	-2.53	-12.43	-12.43
创业板指	-1.92	-11.04	-11.04
中小板指	-1.28	-9.29	-9.29
偏股混合型基金指数	-1.23	-8.99	-8.99
中证500	0.17	-7.41	-7.41
万得全A	0.52	-6.45	-6.45
沪深300	1.96	-2.84	-2.84
上证50	3.16	-0.51	-0.51

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

A 股表现来看，上周主要板块有所分化，其中上证 50 涨 3.16%，涨幅最大；科创 50 跌 2.53%，跌幅最大。国内降准但降息落空背景下 A 股出现了一定的震荡。偏股基金指数跌 1.23%。

	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	-1.28	-11.69	-11.69
高市盈率指数	-0.95	-12.54	-12.54
茅指数	-0.61	-6.37	-6.37
小盘指数	-0.55	-9.65	-9.65
绩优股指数	-0.35	-5.76	-5.76
大盘指数	1.97	-2.84	-2.84
低市盈率指数	4.47	4.26	4.26
低市净率指数	5.67	3.93	3.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

A 股各风格指数中, 低 PB 指数涨 5.67%, 表现最好; 高 PB 指数跌 1.28%, 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
美容护理	-5.16	电子	-15.37	电子	-15.37
电力设备	-3.41	计算机	-14.51	计算机	-14.51
电子	-3.27	国防军工	-13.24	国防军工	-13.24
医药生物	-2.73	医药生物	-11.16	医药生物	-11.16
纺织服饰	-1.86	机械设备	-10.57	机械设备	-10.57
非银金融	5.83	建筑装饰	1.63	建筑装饰	1.63
煤炭	6.22	石油石化	2.16	石油石化	2.16
石油石化	6.80	交通运输	2.33	交通运输	2.33
建筑装饰	6.84	银行	6.22	银行	6.22
房地产	8.98	煤炭	7.40	煤炭	7.40

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 28 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 19 个上涨, 12 个下跌。其中, 稳增长政策进一步出台背景下房地产涨 8.98%, 涨幅最高。此外, 央企市值纳入考核背景下中特估行业表现较好, 其中建筑装饰、石油石化、煤炭及非银金融分别涨 5.83%至 6.84%不等, 涨幅居前。另一方面, 成长行业则表现不佳, 其中电力设备及电子分别跌 3.41%及 3.27%, 跌幅居前。同时, 美国制裁我国医药龙头背景下医药生物行业跌 2.73%, 跌幅较大。

	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	4.20	-6.42	-6.42
恒生科技指数	1.81	-15.35	-15.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

港股方面, 恒生指数涨 4.20%, 恒生科技指数涨 1.81%。国内政策出台叠加美债利率下行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
道琼斯工业指数	0.65	1.11	1.11
标普中盘400	0.83	-0.64	-0.64
纳斯达克指数	0.94	2.96	2.96
标普500	1.06	2.54	2.54
标普小盘600	1.55	-2.14	-2.14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

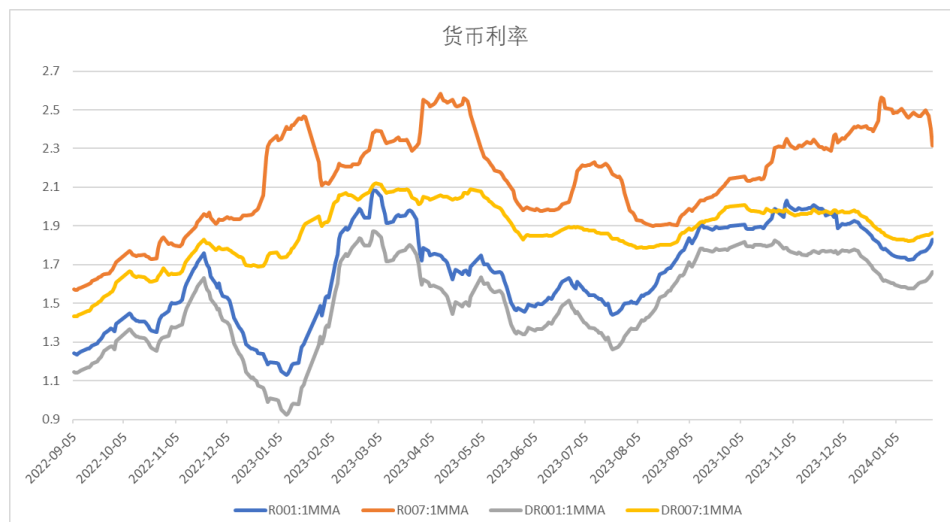
美股方面上周有所上行, 其中标普小盘指数涨 1.55%, 表现最好; 道琼斯工业指数涨 0.65%, 表现最差。虽然美国 4 季度 GDP 数据高于预期, 但其中的价格指数低于预期带动经济软着陆预期上行, 在此背景下美股有所回升。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险, 财报显示美股盈利可能出现了一定的压力, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-1.37	-2.13	-2.13
日经225	-0.59	6.83	6.83
胡志明指数	-0.49	4.05	4.05
韩国综合指数	0.24	-6.66	-6.66
台湾加权指数	1.77	0.36	0.36
英国富时100	2.32	-1.27	-1.27
德国DAX	2.45	1.25	1.25
法国CAC40	3.56	1.21	1.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

其他海外市场方面, 印度市场跌 1.37%, 表现最差; 法国市场涨 3.56%, 表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

a) 债券市场



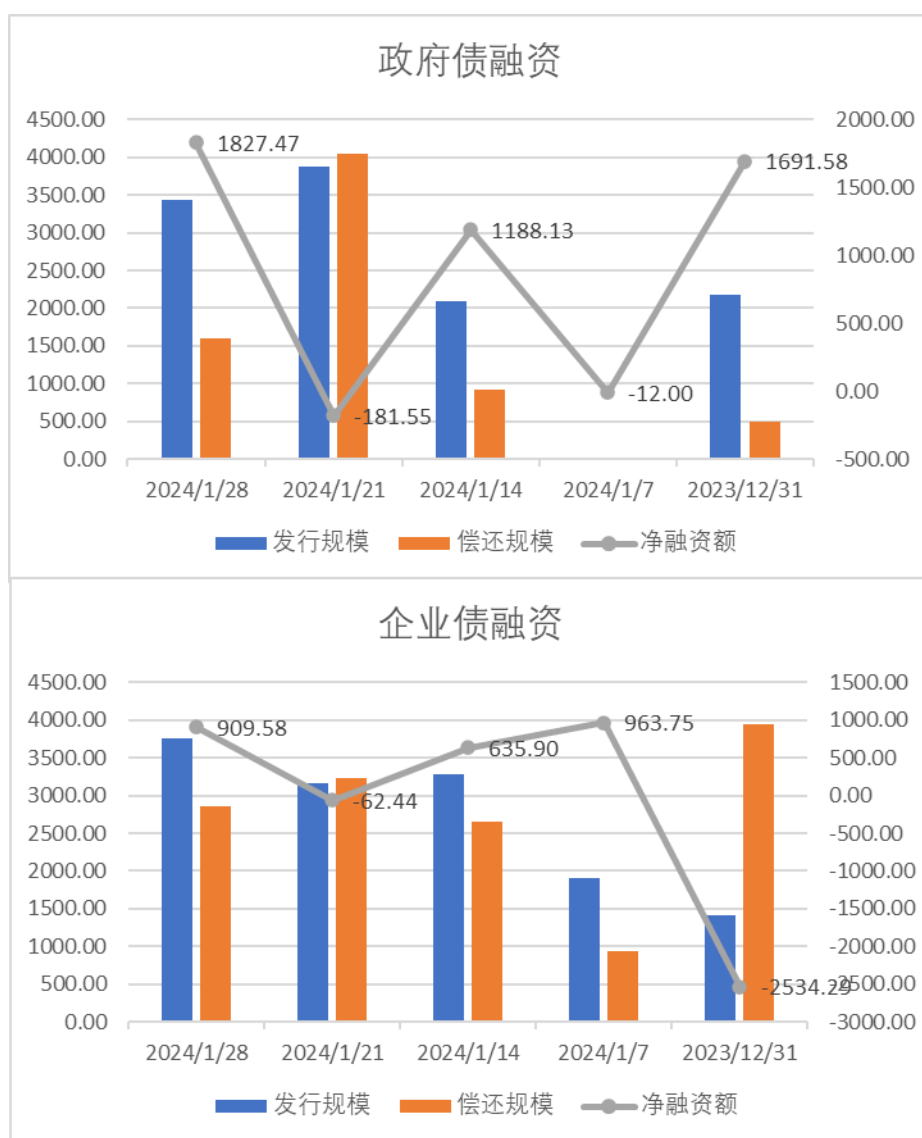
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

上周货币市场利率有所上行, DR007 一月均值升至 1.86。资金面较上上周更为紧张。

	2023/12/29	2024/1/19	2024/1/26
6M	1.18	1.88	1.98
3M	0.4	1.97	2.22
	2022/12/31	2023/1/19	2023/1/26
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/12/31	2022/1/19	2022/1/26
6M	2.4128	2.3863	2.6674
3M	2.4863	2.3942	2.7117
	2020/12/31	2021/1/19	2021/1/26
6M	2.5218	3.0174	3.4592
3M	2.3705	3.0845	3.5513

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.98、2.22，较上上周有所回升，1 月社融中贷款预计较好。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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 1827.47 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 909.58 亿, 较此前有所回升。

从高频数据看, 社融中贷款有所回升, 债券部分中企业债有所回暖, 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	2.02	2.24	2.34	2.50	国债	21.62	10.5	15.53	国债	-	-	-
国开债	2.18	2.36	2.48	2.65	国开债	18.21	12	16.7	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.55	2.68	2.81	-	AAA信用债	13.22	13.12	-	AAA信用债	36.71	31.72	32.84
AA+信用债	2.65	2.78	2.98	-	AA+信用债	13.23	19.89	-	AA+信用债	46.78	41.8	49.69
AA信用债	2.70	2.91	3.25	-	AA信用债	21.41	33.24	-	AA信用债	52.16	55.36	76.6
AA-信用债	5.02	5.23	5.57	-	AA-信用债	20.86	33.25	-	AA-信用债	284.65	287.3	308.55

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	-6	-5	-3	0	国债	-10	-5	-6	-7	国债	-6	-5	-6	-6
国开债	-1	-3	-2	1	国开债	-6	1	-2	-4	国开债	-2	2	-1	-3
AAA信用债	-1	-5	-3	-	AAA信用债	-8	-9	-11	-	AAA信用债	-3	-7	-12	-
AA+信用债	-1	-5	-4	-	AA+信用债	-7	-11	-20	-	AA+信用债	-5	-9	-21	-
AA信用债	-1	-6	-12	-	AA信用债	-9	-21	-28	-	AA信用债	-6	-19	-29	-
AA-信用债	-1	-8	-15	-	AA-信用债	-12	-24	-31	-	AA-信用债	-8	-21	-31	-

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	0.25	0.08	0.04	0.00	国债	0.18	0.09	0.31	国债	-	-	-
国开债	0.27	0.08	0.04	0.01	国开债	0.06	0.09	0.29	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.24	0.09	0.00	-	AAA信用债	0.02	0.01	-	AAA信用债	0.48	0.22	0.05
AA+信用债	0.23	0.05	0.00	-	AA+信用债	0.00	0.03	-	AA+信用债	0.34	0.05	0.00
AA信用债	0.20	0.00	0.00	-	AA信用债	0.00	0.14	-	AA信用债	0.17	0.01	0.00
AA-信用债	0.20	0.01	0.00	-	AA-信用债	0.00	0.12	-	AA-信用债	0.22	0.15	0.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年1月28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，信用债长端下行大于短端，其中5YAA-下行15BP，下行幅度最大。利率债大体下行，1Y国债下行6BP，幅度最大。降准幅度超预期带动利率整体下行。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	1	2	3	国债	5	-2	-1	国债	1	-1	0
国开债	-2	0	4	国开债	7	-2	-3	国开债	4	-2	-3
AAA信用债	-4	2	-	AAA信用债	-1	-2	-	AAA信用债	-4	-5	-
AA+信用债	-4	1	-	AA+信用债	-4	-9	-	AA+信用债	-4	-12	-
AA信用债	-5	-6	-	AA信用债	-12	-7	-	AA信用债	-13	-10	-
AA-信用债	-7	-7	-	AA-信用债	-12	-7	-	AA-信用债	-13	-10	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年1月28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	-2	-10	-10	AAA信用债	-1	-9	-12
AA+信用债	-1	-3	-2	AA+信用债	-1	-12	-19	AA+信用债	-3	-11	-21
AA信用债	-1	-4	-10	AA信用债	-3	-22	-27	AA信用债	-4	-21	-29
AA-信用债	-1	-6	-13	AA-信用债	-6	-25	-30	AA-信用债	-6	-23	-31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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，信用债下行幅度更大使得利差收窄，目前大部分券种的信用利差分位数进入偏低区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.33	2.46	2.55	--	--
国有银行	2.23	2.32	2.41	2.44	2.42
股份银行	2.25	2.35	2.41	2.41	2.40
城商行	2.32	2.49	2.52	2.56	2.71
农商行	2.40	2.52	2.54	2.57	2.68
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2	0	4	--	--
国有银行	-2	-7	0	0	-2
股份银行	2	-6	-4	-3	-5
城商行	-4	2	1	0	7
农商行	2	5	4	4	12
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	316.2	979.3	578.1	543.02	105.70455
国有银行	130	105	0	0	0
股份银行	64	596	270	383	4
城商行	102	205	235	158	101
农商行	21	73	74	3	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日。

同业存单方面，上周发行利率大体下行，其中发行规模最多的 3M 股份银行下行 6BP，9M 股份银行下行 3BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.46	2.62	2.76	AAA+	28.19	25.49	27.69	AAA+	0.263	0.239	0.16
AAA	2.51	2.65	2.82	AAA	33.16	29.25	33.62	AAA	0.296	0.09	0.037
AAA-	2.56	2.73	2.90	AAA-	38.19	36.57	42.43	AAA-	0.251	0.098	0.031
AA+	2.61	2.78	2.95	AA+	43.19	41.57	47.43	AA+	0.229	0.024	0.002
AA	2.66	2.92	3.15	AA	48.19	55.57	67.43	AA	0.143	0.005	0
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.55	2.69	2.83	AAA	37.49	32.62	35.09	AAA	0.333	0.122	0.021
AA+	2.61	2.78	2.94	AA+	43.08	41.51	46.04	AA+	0.217	0.048	0.003
AA	2.68	2.88	3.10	AA	50.08	52.01	61.54	AA	0.14	0.033	0.001
AA(2)	2.75	3.02	3.44	AA(2)	57.08	66.01	95.54	AA(2)	0.077	0.012	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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进入 10 分位以内。

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	2.57	2.65	2.74	2.82	2.86	利率变化(BP)	0.27	-5.30	-4.71	-4.00	-4.20	利率分位数	0.21	0.12	0.06	0.00	0.00
当前利差	11.74	11.76	16.27	17.30	15.71	利差变化(BP)	3.69	-3.02	-0.75	-3.90	-4.75	利差分位数	0.35	0.21	0.14	0.06	0.04

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 28 日。

上周二级资本债收益率有所下行。其中 2Y 下行 5.30BP，幅度最大。历史来看，短端利率及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-	2.62	2.80	2.95	3.13	AAA-	16.57	22.42	24.54	34.69	AAA-	-5.59	-5.16	-3.06	-2.44
AA+	2.63	2.82	2.97	3.15	AA+	12.85	17.67	19.62	29.36	AA+	-5.59	-5.16	-4.06	-4.44
AA	2.73	2.93	3.21	3.39	AA	12.85	17.67	29.62	39.36	AA	-3.59	-6.16	-6.06	-9.44
AA-	3.27	3.66	4.11	4.37	AA-	45.85	69.67	96.62	114.36	AA-	-13.59	-12.16	-10.06	-15.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

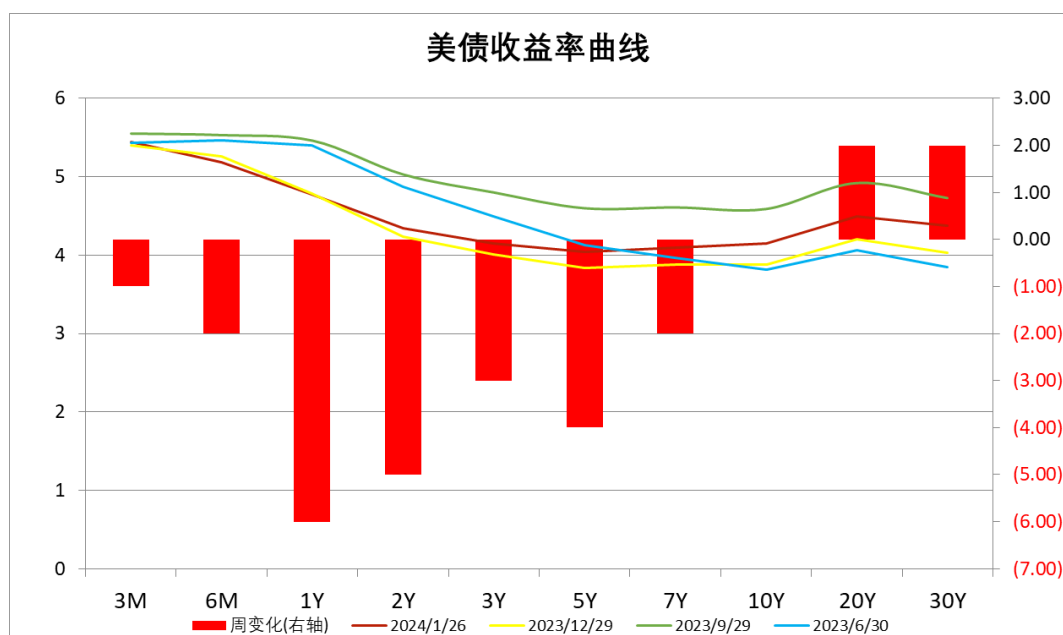
永续债方面利率大体下行，其中 10YAAA-下行 2.44BP，下行幅度最小；10YAA-下行幅度最大，达 15.44BP。

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	2.54	2.69	2.86	2.97	AAA级RMBS	36.34	32.95	37.69	32.40	AAA级RMBS	0.452	0.423	0.269	0
AAA级消金	2.68	2.79	2.94	3.23	AAA级消金	50.17	43.29	45.76	57.97	AAA级消金	0.478	0.206	0.056	0.009
AAA级企业ABS	2.71	2.90	3.14	3.29	AAA级企业ABS	52.99	53.66	66.17	64.54	AAA级企业ABS	0.106	0.023	0.005	0
AAA级ABN	2.70	2.89	3.05	3.29	AAA级ABN	52.08	52.48	56.71	63.81	AAA级ABN	0.353	0.216	0.035	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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 20 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 28 日.

美债方面，利率大体呈下行。其中 1Y 下行 6BP，下行幅度最大。虽然 4 季度 GDP 数据明显高于预期，但价格指数指向通胀下行带动经济软着陆预期升温，在此背景下美债利率有所下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 19BP，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 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 月工业增加值同比 6.8%，前值 6.6%，两年平均同比 4%，较前值回落 0.4pct。分行业看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比增速回落；医药制造业同比增速上行，汽车、通信电子、电气机械是亮点。投资端看，地产投资继续走弱，基建、制造业韧性强。12 月地产投资累计同比-9.6%（前值-9.4%），降幅小幅走阔，两年平均同比-12.7%（前值-15.4%）。分项来看，新开工、施工、竣工面积两年平均同比-29.8%、-7.2%、3.9%，较前值分别变化-2、-0.3、9.5 个百分点，存量施工继续低迷，竣工端大幅回升，主因保交楼推动竣工端上行，但行业内扩表投资意愿较弱，拿地与新开工延续低位。12 月地产整体仍有向下

惯性。基建投资当月同比 10.7%（上月 5.3%），万亿国债增发，基建投资仍是支撑。制造业投资同比 8.2%（上月 7.1%），韧性仍处于高位。结构上，传统行业与高技术制造业如汽车、电气机械、化学原料、专用设备增速均有提升。需求端，12 月社会消费品零售总额两年平均同比 2.7%，较前值 1.8%小幅回升，季调后环比 0.42%，消费继续弱复苏。结构上，商品零售两年同比小幅回升至 2.3%，前值 1%；餐饮收入两年同比回落至 5.6%，前值 7.3%。商品零售强于餐饮收入，必选优于可选，服装、通讯器材、汽车维持韧性，地产链表现偏弱。融资端，12 月新增社融 1.94 万亿元，同比多增 6342 亿元，企业中长贷回落幅度大，居民短贷改善，延续政府债支撑总量结构，实际信用扩张与需求端偏弱。新增人民币贷款同比少增 2300 亿元，前值 1.09 万亿元。结构上，企业贷款同比少增 3721 亿元，其中企业短期贷款同比多减 219 亿元，企业中长期贷款同比少增 3498 亿，企业中长贷下滑幅度较大，延续此前结构。12 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、“保交楼”专项借款、设备更新改造再贷款投放量大造成的基数偏高有关。居民贷款同比多增 468 亿元，其中短期贷款新增 759 亿元，同比多增 872 亿元，消费需求继续弱复苏；中长期贷款新增 1462 亿，同比少增 403 亿，居民中长贷改善幅度在逐月回落，此轮地产政策带来的修复呈现脉冲性。政府债券同比多增 6470 亿元，继续贡献了本月社融的主要增量，预计此后政府债维持多增；M2 同比 9.7%，预期 10.1%，前值 10%；M1 同比 1.3%，前值 1.3%，货币活化程度延续偏弱；

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撑。

指标(2024/01/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	49
工业增加值:当月同比	----	----	----	6.8
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	5.2
固定资产投资:累计同比	----	----	----	3
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	6.5
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-9.6
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	8.24
社会消费品零售总额:当月同比	----	----	----	7.4
出口金额:当月同比	----	----	----	2.3
社会融资规模:当月值	----	----	----	19401
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.5
M2:同比	----	----	----	9.7
社融-M2	----	----	----	-0.2
CPI:当月同比	----	-0.13	----	-0.3
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.35	----	-2.7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

美国经济指标	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	趋势
实际GDP(同比)	----	3.30	----	----	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	震荡下行
消费者信心	78.80	69.70	61.30	63.80	67.90	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	震荡上行
零售	----	4.03	4.06	2.36	3.72	3.26	2.01	1.72	3.25	-0.28	2.42	震荡上行
房地产	44.00	37.00	34.00	40.00	44.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	拐头向上
耐用品订单	----	0.02	5.45	-5.13	4.03	-0.13	-5.64	4.29	1.96	1.24	3.33	震荡
CPI	----	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	震荡下行
核心CPI	----	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	↓
PCE	----	2.60	2.64	2.93	3.37	3.35	3.31	3.20	3.96	4.45	4.44	震荡下行
核心PCE	----	2.93	3.15	3.38	3.59	3.73	4.19	4.28	4.69	4.76	4.78	↓
非农就业	----	216.00	173.00	105.00	262.00	165.00	236.00	105.00	281.00	217.00	217.00	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	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	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	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.

4.2 股票市场观点

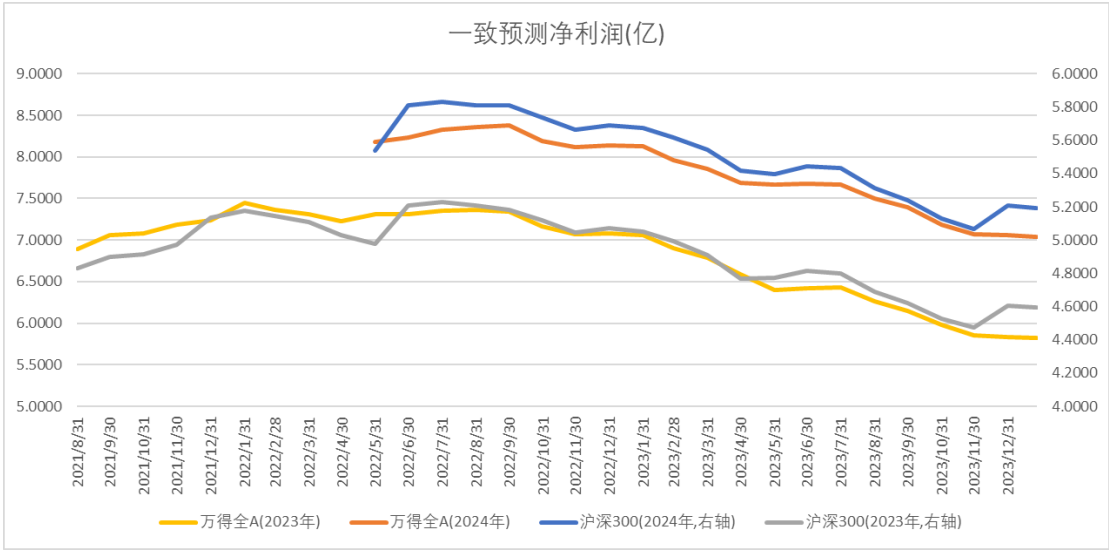
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE11.96 倍，处于 4%分位水平，股权溢价率 3.61%，处于 99%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	9.44	8.39	1.09	7.95	0.18	0.13	0.08	0.92
沪深300	10.85	9.09	1.20	6.57	0.04	0.07	0.03	0.97
中小板指	17.76	12.59	2.24	2.98	0.00	0.00	0.00	1.00
创业板指	24.81	16.91	3.36	1.38	0.00	0.00	0.00	1.00
中证500	20.39	14.19	1.56	2.26	0.13	0.06	0.01	0.95
万得全A	15.99	11.96	1.41	3.61	0.03	0.04	0.00	0.99

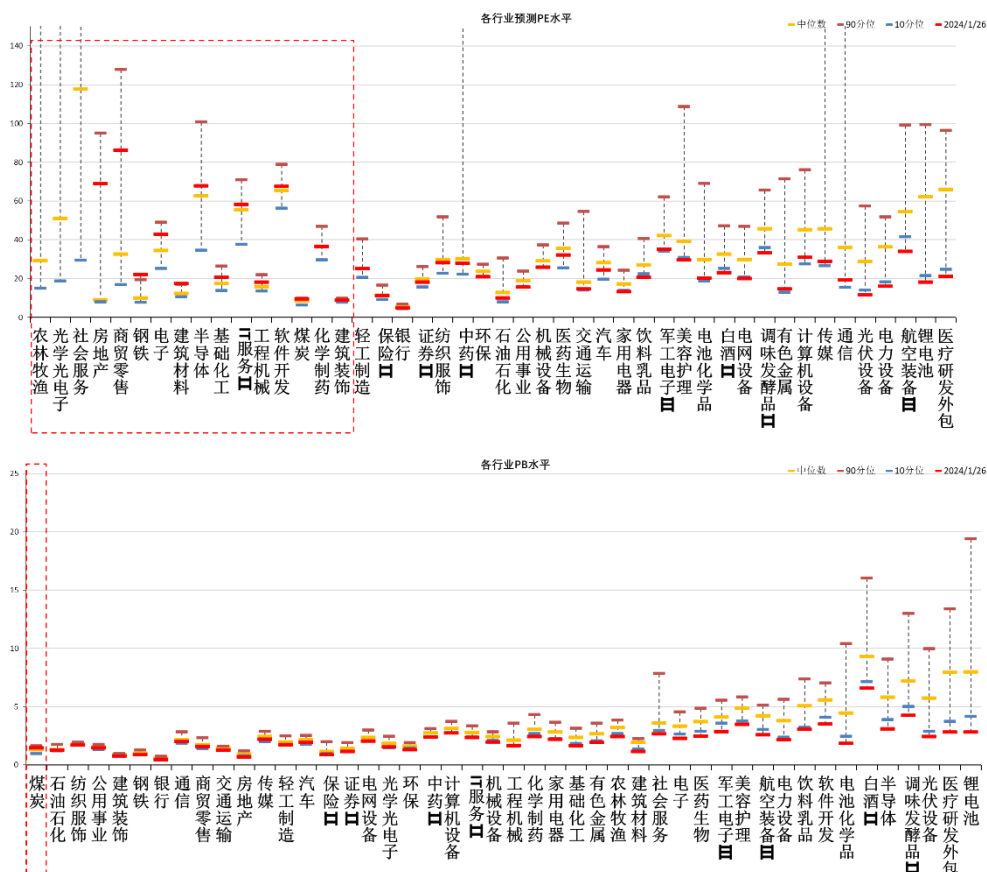
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	7.87	0.83	8.55	0.02	0.03	0.81
标普500	25.43	4.54	-0.22	0.66	0.89	0.03
纳斯达克指	43.60	5.77	-1.86	0.76	0.74	0.06
德国DAX	12.79	1.55	----	0.19	0.26	----
法国CAC4	13.48	1.69	----	0.18	0.40	----
英国富时1	10.12	1.62	----	0.06	0.60	----
韩国综合指	18.16	0.90	----	0.65	0.41	----
台湾加权指	19.08	1.84	----	0.80	0.34	----
日经225	21.11	1.92	----	0.72	0.81	----
胡志明指数	12.79	1.61	----	0.29	0.02	----
印度SENSE	22.57	3.47	----	0.23	0.58	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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



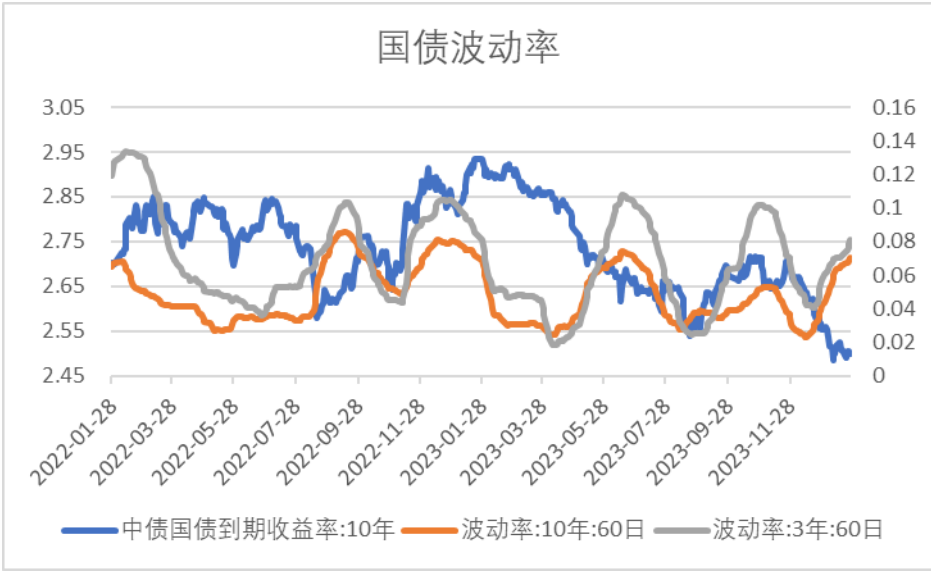
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，全面降准叠加地产融资端政策放松缓解地产企业偿债压力，政策带动 A 股整触底回升，价值风格相对占优。

4.2.3 经济数据显示在经济呈底部企稳态势，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。近期美国经济软着陆概率增大，政策预期触底，此前压制市场估值的因素有所缓解，市场正在迎来做多窗口。

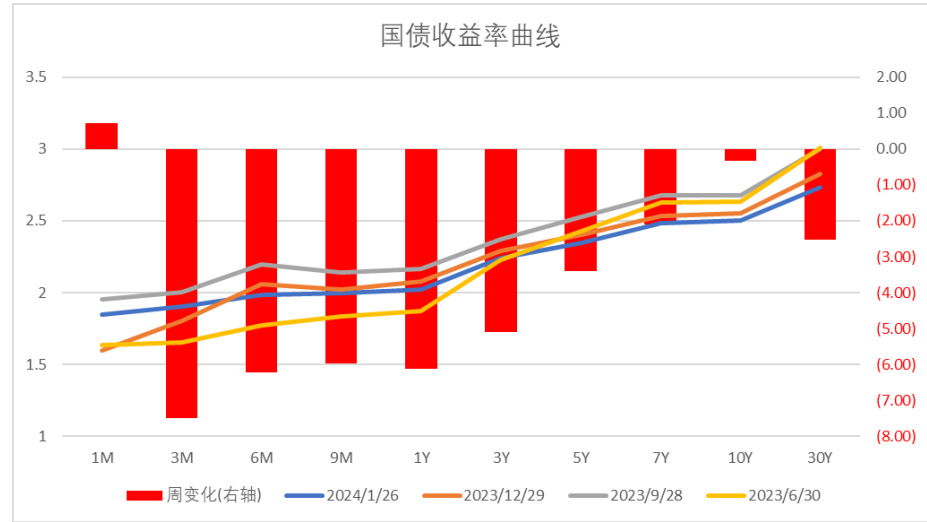
4.2.4 配置方向上关注：

- 1、国内政策整体转向宽松积极，通胀与出口数据显示经济环比压力最大的时间段或已过去，此前受损严重的成长风格有反弹动能，关注消费、医药、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业。
- 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	102.8550	102.8500	406,716.0000	173,935.0000	1.6661	0.1302
	-0.121382793	-0.1262	42,692.0000	-11547		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 1 月 28 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 28 日

4.3.1 上周，债市小幅波动，主要影响因素有：央行超预期降准、1 月 LPR 维持不变、地产拓宽经营性物业贷款的资金用途。

4.3.2 整体看，企业预期与居民收入预期不改善的情况下，经济基本面大幅改善可能性不大，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，债市大幅回调概率较小，将持续存在波段机会。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。