

经济延续震荡，海外表态偏鹰

一、重要信息点评

1、1月30日，国资委印发《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》，首次提出对资产评估项目实施分类管理，并健全完善数据资产等资产交易流转定价方式，催化中字头行情不断演绎。

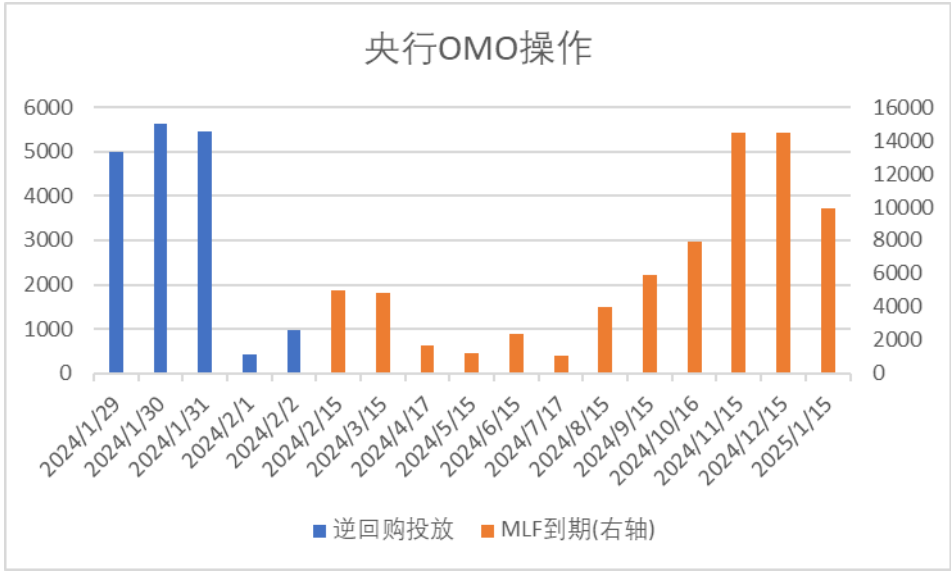
2、1月31日，统计局公布1月官方制造业PMI 49.2%，前值49%，符合预期；非制造业PMI 50.7%，前值50.4%；分规模看，大企业PMI回升0.4个百分点至50.4%，中企业PMI回升0.2个百分点至48.9%，小型企业PMI回落0.1个百分点至47.2%，大中企业景气度好于小企业。从分项指数看，生产指数回升1.1个百分点，延续扩张区间；新订单指数回升0.3个百分点，就业人员指数回落0.1个百分点，生产项与需求项小幅修复，生产依旧强于需求。出口订单指数处于历史偏低水平，整体内外需表现延续偏弱，后续关注美国制造业周期回升可能带来的拉动；1月非制造业商务活动指数回升0.3个百分点至50.6%，其中服务业PMI回升0.8个百分点至50.1%，重回扩张区间。行业层面，航空运输、铁路运输、邮政维持高景气，住宿、餐饮行业边际修复，资本市场服务、房地产景气偏弱。服务业业务活动预期指数回升1.8个百分点至59.7%，信心边际回升。建筑业PMI回落3个百分点至53.5%，增发国债实物工作量尚未落地，同时寒潮天气也有影响。整体看，此次PMI回升一方面与寒潮天气消退有关，另一方面与节前企业提前备货有关，需求整体延续偏弱。

3、1月31日，1月美联储议息会议（FOMC）声明公布，各位委员一致决定将联邦基金目标利率区间维持在5.25%-5.5%，符合市场预期，声明中表述偏鹰派。鲍威尔表示，将在3月会议上深入讨论是否需要调整缩表节奏，3月降息并非基准情形，美联储在对通胀持续向2%的目标水平发展有更大的信心（greater confidence）时，降低利率才是合适的，对通胀下行提出了更高要求。发布会后，市场宽松预期明显回落，3月降息预期从60%降至35%左右。

4、2月2日，美国公布1月非农数据，新增非农就业35.3万，大幅高于市场预期的18.5万。失业率为3.7%，低于市场预期；平均时薪同比增长4.5%，高于市场预期。结构上看，教育和保健服务、专业和商业服务、零售业新增就业较多，形成主要支撑，而休闲和酒店业1月新增就业较前值回落较多，或与假期

结束有关。此次数据显示当前美国就业市场延续偏紧，数据公布后，市场预期美联储大概率 5 月降息。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

上周央行 OMO 投放 17470 亿，同时到期 19770 亿，共计净回笼 2300 亿。MLF2 月到期量为 4990 亿。

	2024/1/23	2024/1/16	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/23	环比变化
耗煤量	223.6	226.2	230	230	127.5	↘
	2024/1/31	2024/1/24	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/31	环比变化
水泥沥青开工率	27.4	28.9	31.3	31.3	27.1	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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落。生产数据上周表现一般。

	2024/2/2	2024/1/26	2023/12/31	2023/12/31	2023/2/2	环比变化
地铁客运量:30DMA	7554.196774	7802.828065	7631.506452	7631.506452	4443.389355	↘
地铁客运量:30DMA:同比	70.00978692	96.09903547	131.7708389	131.7708389	-10.354028	↘
执飞航班数:7DMA	1.3973	1.319671429	1.183271429	1.183271429	1.246814286	↗
航班取消率	8.522876062	9.47779988	16.00855845	16.00855845	14.59758305	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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。

	2024/1/28	2024/1/21	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/28	环比变化
土地成交面积	1108.2247	1679.316	3605.1968	3605.1968	1362.7665	↘
土地成交溢价率	4.89	2.32	2.98	2.98	0.62	↗
商品房成交面积	25.25949929	27.316763	56.39728929	56.39728929	2.341386286	↘
一线商品房成交面积	7.576787143	8.665970286	9.934893143	9.934893143	0.466587571	↘
二线商品房成交面积	12.74751	13.78425029	35.80289957	35.80289957	1.094282571	↘
三线商品房成交面积	4.935202143	4.866542429	10.65949657	10.65949657	0.780516143	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

地产数据方面, 商品房成交面积临近春节假期有所回落, 不过土地溢价率有所上行, 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 2 月 4 日.

汽车销量方面, 23 年 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。

	2024/1/28	2024/1/21	2023/12/31	2023/12/31	2023/1/28	环比变化
集装箱吞吐量	537.4	572.2	557.4	557.4	494	↘
	2024/2/2	2024/1/26	2023/12/31	2023/12/31	2023/2/2	
CCFI指数	1464.81	1403	909.19	909.19	1160.59	↗
CICFI指数	806.33	783.32	730.5	730.5	1217.09	↗
	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	18	5	7.4	4.9	-4.4	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

进出口数据方面, 上周出口运价继续回升, 同时韩国出口数据表现较好。出口维持一定韧性。

	2024/2/2	2024/1/26	2023/12/31	2023/12/31	2023/2/2	环比变化
农产品价格	132.38	126.05	125.98	125.98	134.91	↗
猪肉价格	21.79	20.37	20.45	20.45	21.94	↗
粮油价格	119.32	119.22	119.53	119.53	117.61	↗
蔬菜价格	5.77	5.18	5.21	5.21	6.12	↗
水果价格	7.3	7.15	7.2	7.2	7.58	↗
PTA价格	5910	6015	5915	5915	5435	↘
涤纶长丝价格	7730	7700	7600	7600	7475	↗
聚酯切片价格	6960	6970	6750	6750	6500	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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 21.79 元, 粮油价格维持高位震荡。服装方面纤维价格大体下行。上周商品价格表现中规中矩。

	2024/2/2	2024/1/26	2023/12/31	2023/12/31	2023/2/2	环比变化
煤炭价格	901	904	921	921	1142.5	↘
石油价格	77.33	83.55	77.04	77.04	82.17	↘
铜杆价格	69460	69590	69970	69970	69800	↘
铝价	18890	19130	19510	19510	19030	↘
钢材价格	112.38	112.67	112.9	112.9	115.22	↘
沥青价格	3550	3530	3460	3460	3710	↗
水泥价格	107.82	108.93	113.37	113.37	136.32	↘
MDI价格	16000	15800	15200	15200	16200	↗
浮法玻璃价格	2040.4	2040.4	2016.6	2016.6	1700.6	----
工业品指数	3942.6	4068.7	4005.96	4005.96	3891.73	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中沥青价格及 MDI 价格有所上升, 其余均有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-6.37	-5.85	0.82
COMEX黄金	1.97	0.30	-0.71
LME铝	-1.67	-1.67	-6.19
LME铜	-0.95	-1.75	-1.11
CBOT玉米	-0.78	-1.12	-6.05
CBOT大豆	-1.76	-2.52	-8.47
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	49.11	44.20	264.35
美元兑人民币	151.00	232.00	916.00
美元兑日元	21.60	144.10	750.40

	2024/2/2	2024/1/27	2024/1/31	2024/1/1
ICE布油	77.67	83.02	80.69	77.08
COMEX黄金	2057.1	2018.2	2057.7	2071.8
	2024/2/2	2024/1/27	2024/1/31	2024/1/1
美元指数	103.9655	103.4744	103.5235	101.322
美元兑人民币	7.1915	7.1764	7.1683	7.0999
美元兑日元	148.3855	148.1695	146.9445	140.8815

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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, 其中原油跌幅最大, 黄金涨幅最大。ICE 布油收于 77.67 美元, 跌 6.37%, COMEX 黄金收于 2057.1 美元, 涨 1.97%。

上周美元指数上行 49.11BP, 美国经济及就业数据超预期带动美元上行。在此背景下人民币上周贬值 151 个基点, 日元贬值 21.6 个基点。

三、 市场表现回顾

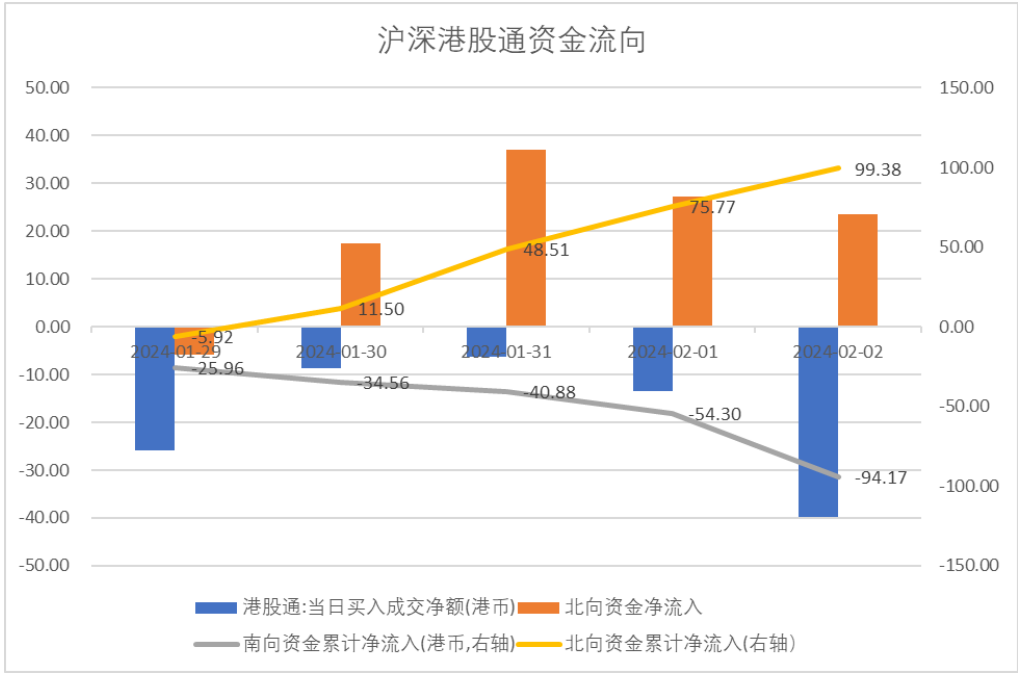
a) 基金市场

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	10	0	14	0	10	0	0	0	35
	发行规模(亿元)	124.03	103.02	0.00	22.37	0.00	33.71	0.00	0.00	0.00	180.10
上上周	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
本月以来	数量	1	1	0	6	0	5	0	0	0	12
	发行规模(亿元)	3.04	3.04	0.00	19.42	0.00	22.19	0.00	0.00	0.00	44.64
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	3	0	4	11	4	1	1	1	14	1	40
上上周	5	1	1	3	5	0	0	0	8	1	24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 40 支, 其中普通混合型基金 3 支, 债券类基金 (17 支) 少于股票类基金 (19 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边, 上周基金共计发行 180.10 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 2 月 4 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 99.38 亿, 较此前有所减少; 同时南向资金净流入-94.17 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	-9.74	-1.67	-20.96
万得全A	-9.27	-2.89	-15.12
中证500	-9.23	-2.85	-15.95
中小板指	-8.91	-1.87	-17.37
创业板指	-7.85	-1.46	-18.03
偏股混合型基金指数	-7.13	-1.66	-15.48
沪深300	-4.63	-1.11	-7.33
上证50	-3.69	-1.12	-4.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

A 股表现来看, 上周主要板块大幅下行, 其中上证 50 跌 3.69%, 跌幅最小; 科创 50 跌 9.74%, 跌幅最大。国内经济预期进一步走弱背景下 A 股出现了一定的回落。偏股基金指数跌 7.13%。

	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	-14.04	-3.89	-24.82
小盘指数	-11.87	-3.77	-20.38
高市净率指数	-8.15	-1.34	-18.89
茅指数	-7.33	-1.48	-13.24
绩优股指数	-6.59	-0.97	-11.97
大盘指数	-4.28	-0.97	-7.00
低市净率指数	-3.65	-1.73	0.14
低市盈率指数	-3.32	-1.38	0.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

A 股各风格指数中, 低 PE 指数跌 3.32%, 表现最好; 高 PE 指数跌 14.04%, 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
综合	-15.15	综合	-6.73	计算机	-26.65
社会服务	-15.08	环保	-6.54	电子	-26.25
计算机	-14.20	建筑装饰	-4.81	国防军工	-24.00
轻工制造	-14.09	社会服务	-4.78	医药生物	-21.48
环保	-14.04	轻工制造	-4.61	机械设备	-20.83
公用事业	-4.46	通信	-1.37	石油石化	-4.64
食品饮料	-4.44	农林牧渔	-1.30	公用事业	-3.61
煤炭	-2.34	食品饮料	-0.81	家用电器	-2.72
家用电器	-2.06	家用电器	-0.77	煤炭	4.89
银行	-0.59	银行	-0.55	银行	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 2 月 4 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 0 个上涨, 31 个下跌。其中, 微盘股进一步走弱背景下小市值行业表现不佳, 其中综合、社会服务、轻工制造及环保分别跌 15.15%至 14.04%不等, 跌幅较大。此外, 成长行业中计算机行业跌 14.20%,

跌幅居前。另一方面，防御型板块上周相对占优，其中红利类的银行、煤炭及公用事业分别跌 0.59%、2.34%及 4.46%，同时消费类的家用电器及食品饮料分别跌 2.06%及 4.44%，跌幅最小。

	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	-2.62	0.31	-8.88
恒生科技指数	-4.47	1.27	-19.14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

港股方面，恒生指数跌 2.62%，恒生科技指数跌 4.47%。国内经济预期走弱叠加美元上行上行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	-1.27	0.67	-3.39
标普中盘400	0.12	1.28	-0.52
纳斯达克指数	1.12	3.07	4.11
标普500	1.88	2.33	3.96
道琼斯工业指数	1.43	1.32	2.56

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

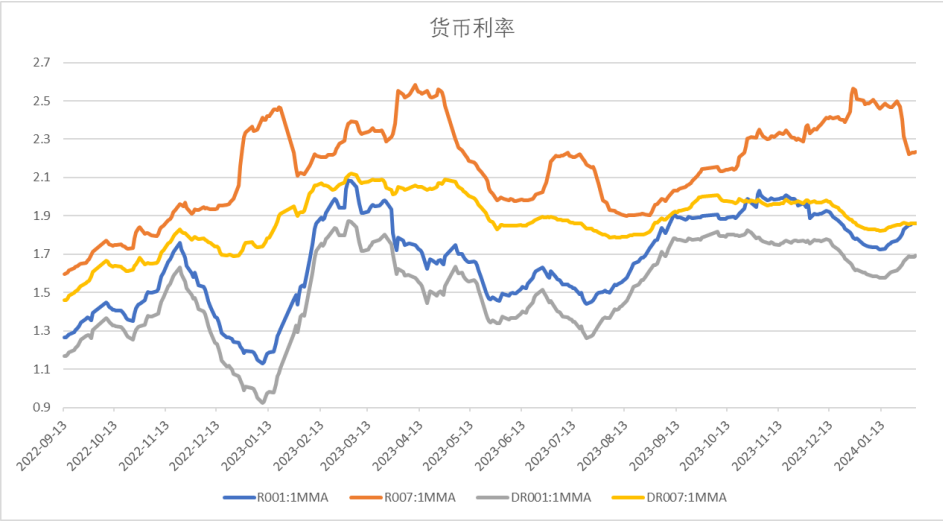
美股方面上周有所上行，其中道琼斯工业指数涨 1.43%，表现最好；标普小盘指数跌 1.27%，表现最差。美国经济及就业数据再度超预期，带动软着陆预期上行，在此背景下美股有所回升。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-0.55	-0.84	0.65
胡志明指数	-0.27	0.71	3.77
英国富时100	-0.26	-0.20	-1.52
德国DAX	-0.25	0.09	0.99
台湾加权指数	0.36	0.95	0.72
日经225	1.14	-0.35	8.05
印度SENSEX30	1.96	0.46	-0.21
韩国综合指数	5.52	4.73	-1.51

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

其他海外市场方面，法国市场跌 0.55%，表现最差；韩国市场涨 5.52%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

a) 债券市场



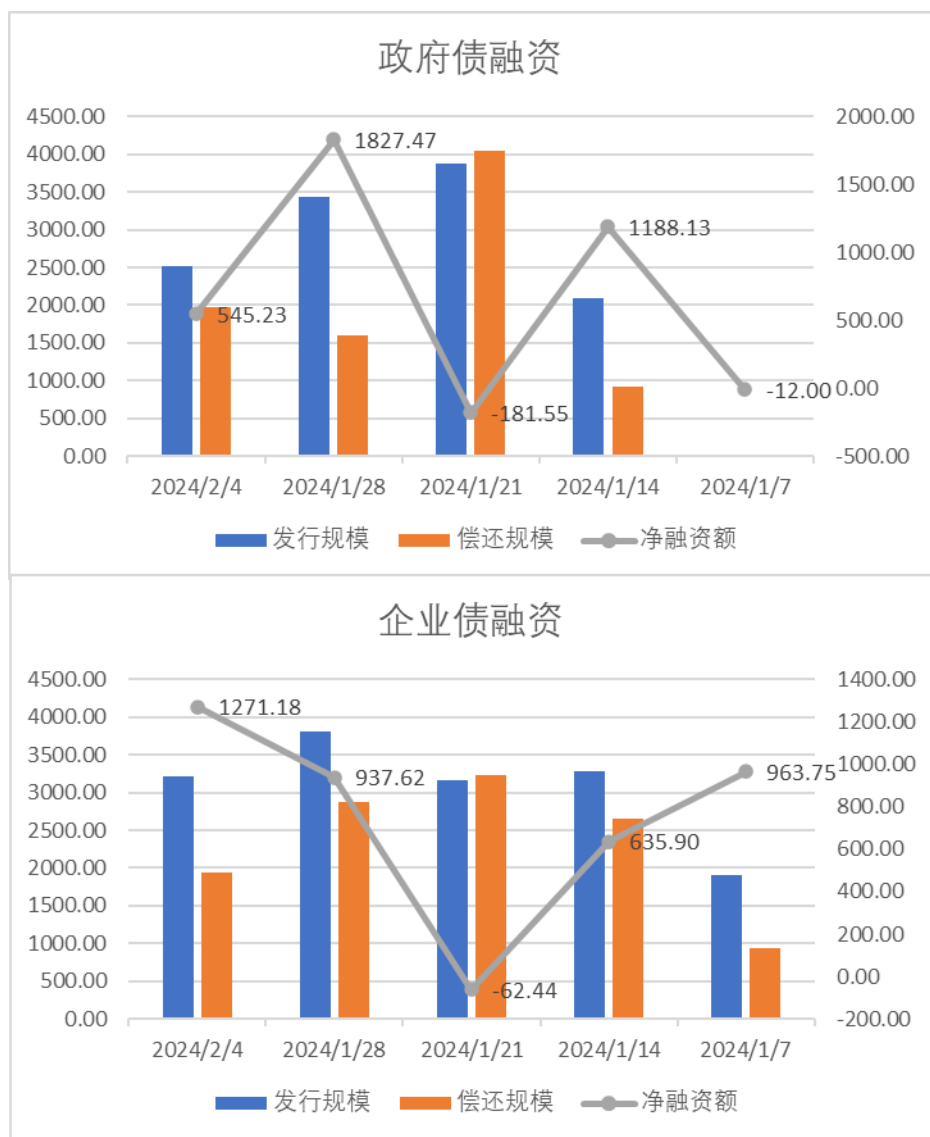
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

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	2024/1/26	2024/2/2
6M	1.18	1.98	1.61
3M	0.4	2.22	1.78
	2022/12/31	2023/1/26	2023/2/2
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/12/31	2022/1/26	2022/2/2
6M	2.4128	2.6674	3.1466
3M	2.4863	2.7117	3.6979
	2020/12/31	2021/1/26	2021/2/2
6M	2.5218	3.4592	3.2315
3M	2.3705	3.5513	3.2868

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.61、1.78，较上上周有所回落，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 2 月 4 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 545.23 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额 1271.18 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	1.89	2.19	2.28	2.42	国债	29.83	9.13	14.45	国债	-	-	-
国开债	2.10	2.32	2.40	2.59	国开债	21.99	7.71	18.75	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.47	2.60	2.74	-	AAA信用债	12.42	14.85	-	AAA信用债	36.82	27.25	34.39
AA+信用债	2.57	2.70	2.90	-	AA+信用债	12.42	20.62	-	AA+信用债	46.9	37.33	50.24
AA信用债	2.63	2.84	3.08	-	AA信用债	21.6	23.97	-	AA信用债	52.28	51.89	68.15
AA-信用债	4.87	5.10	5.40	-	AA-信用债	23.05	29.98	-	AA-信用债	276.77	277.83	300.1

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	-13	-5	-6	-8	国债	2	2	0	-3	国债	-19	-10	-12	-13
国开债	-7	-4	-8	-6	国开债	0	1	-1	-2	国开债	-10	-2	-9	-9
AAA信用债	-7	-8	-6	-	AAA信用债	-5	-6	-5	-	AAA信用债	-11	-15	-19	-
AA+信用债	-7	-8	-7	-	AA+信用债	-5	-6	-5	-	AA+信用债	-12	-17	-29	-
AA信用债	-7	-7	-16	-	AA信用债	-5	-5	-10	-	AA信用债	-14	-26	-46	-
AA-信用债	-15	-13	-16	-	AA-信用债	-10	-8	-10	-	AA-信用债	-24	-34	-48	-

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	0.15	0.05	0.03	0.00	国债	0.47	0.05	0.22	国债	-	-	-
国开债	0.23	0.05	0.02	0.00	国开债	0.09	0.01	0.39	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.20	0.05	0.00	-	AAA信用债	0.02	0.03	-	AAA信用债	0.48	0.09	0.09
AA+信用债	0.19	0.01	0.00	-	AA+信用债	0.00	0.03	-	AA+信用债	0.35	0.01	0.00
AA信用债	0.16	0.00	0.00	-	AA信用债	0.00	0.03	-	AA信用债	0.17	0.00	0.00
AA-信用债	0.10	0.00	0.00	-	AA-信用债	0.00	0.08	-	AA-信用债	0.14	0.04	0.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年2月4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5YAA及AA-下行16BP，下行幅度最大。利率债短端下行大于长端，1Y国债下行13BP，幅度最大。经济预期进一步走弱带动债券利率下行。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	8	-1	-1	国债	0	-2	-3	国债	9	-2	-1
国开债	4	-4	2	国开债	1	-2	0	国开债	8	-7	-1
AAA信用债	-1	2	-	AAA信用债	-1	0	-	AAA信用债	-4	-3	-
AA+信用债	-1	1	-	AA+信用债	-1	0	-	AA+信用债	-5	-11	-
AA信用债	0	-9	-	AA信用债	0	-6	-	AA信用债	-12	-20	-
AA-信用债	2	-3	-	AA-信用债	2	-3	-	AA-信用债	-10	-14	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2024年2月4日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差有所震荡，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	0	-4	2	AAA信用债	-4	-7	-4	AAA信用债	-1	-13	-10
AA+信用债	0	-4	1	AA+信用债	-4	-7	-4	AA+信用债	-3	-15	-20
AA信用债	0	-3	-8	AA信用债	-4	-6	-9	AA信用债	-4	-24	-37
AA-信用债	-8	-9	-8	AA-信用债	-9	-9	-9	AA-信用债	-14	-32	-39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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	2.17	2.47	2.50	--	--
国有银行	2.08	2.25	2.31	2.30	2.34
股份银行	2.10	2.25	2.33	2.31	2.33
城商行	2.19	2.46	2.44	2.57	2.52
农商行	2.40	2.46	2.45	2.46	2.68
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-16	2	-3	--	--
国有银行	-15	-7	-10	-14	-8
股份银行	-15	-10	-8	-10	-7
城商行	-13	-3	-8	1	-20
农商行	0	-6	-9	-11	0
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	300.6	82.7	392.2	473.1	1942.5
国有银行	93	4	12	96	1755
股份银行	87	8	69	60	104
城商行	115	64	230	277	84
农商行	6	7	81	40	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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 1Y 国有银行
下行 8BP，9M 城商行上行 1BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.41	2.54	2.69	AAA+	30.33	22.04	29.39	AAA+	0.347	0.126	0.248
AAA	2.44	2.59	2.75	AAA	33.87	26.34	35.22	AAA	0.316	0.047	0.08
AAA-	2.49	2.66	2.83	AAA-	38.91	33.66	43.03	AAA-	0.283	0.04	0.043
AA+	2.54	2.71	2.88	AA+	43.91	38.66	48.03	AA+	0.258	0.005	0.004
AA	2.59	2.86	3.04	AA	48.91	53.16	64.03	AA	0.154	0	0
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.51	2.64	2.78	AAA	40.23	32.13	38.11	AAA	0.439	0.114	0.06
AA+	2.55	2.71	2.85	AA+	44.82	39.02	45.07	AA+	0.284	0.028	0.003
AA	2.61	2.82	2.99	AA	50.82	49.52	58.57	AA	0.156	0.019	0.001
AA(2)	2.68	2.93	3.31	AA(2)	57.82	60.52	90.57	AA(2)	0.085	0.002	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.50	2.58	2.67	2.73	2.77	利率变化(BP)	-7.26	-7.05	-6.99	-8.94	-9.97	利率分位数	0.16	0.09	0.04	0.00	0.00
当前利差	9.22	9.13	13.75	15.64	11.50	利差变化(BP)	-2.52	-2.63	-2.52	-1.66	-4.21	利差分位数	0.20	0.14	0.06	0.03	0.01

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 2 月 4 日。

上周二级资本债收益率有所下行。其中 5Y 下行 9.97BP，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-	2.57	2.73	2.84	2.92	AAA-	16.34	20.08	19.26	21.84	AAA-	-4.97	-6.81	-11.04	-20.59
AA+	2.58	2.76	2.87	2.95	AA+	12.61	15.33	15.34	17.51	AA+	-4.98	-6.81	-10.04	-19.59
AA	2.65	2.85	3.10	3.21	AA	12.61	13.33	23.34	28.51	AA	-7.98	-8.81	-11.04	-17.59
AA-	3.06	3.50	3.90	4.11	AA-	36.61	61.33	86.34	101.51	AA-	-20.98	-16.81	-21.04	-25.59

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

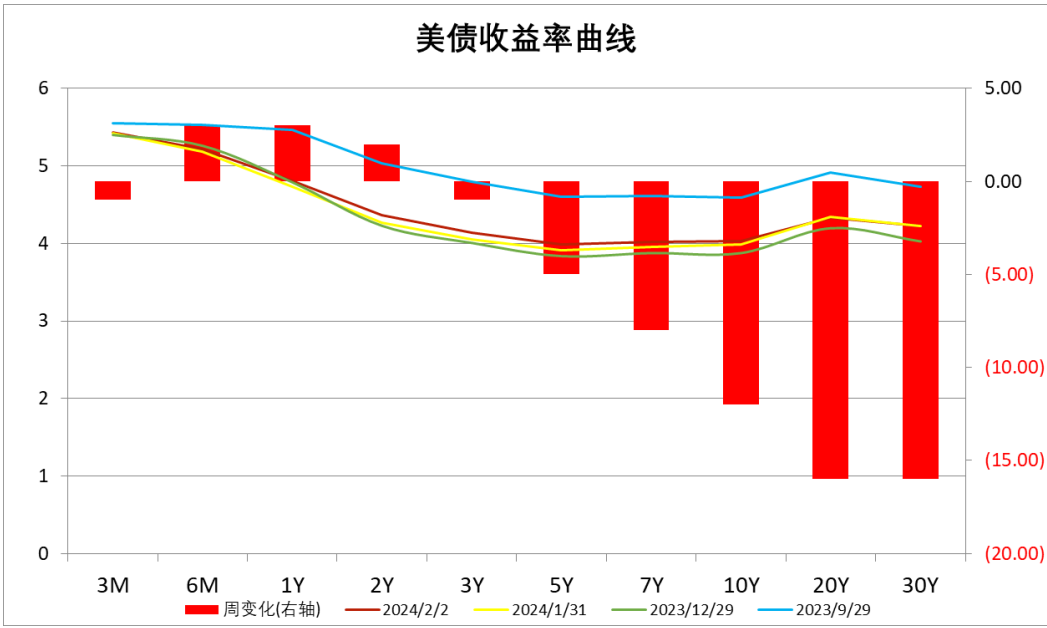
永续债方面利率大体下行，其中 1YAAA-下行 4.97BP，下行幅度最小；10YAA-下行幅度最大，达 25.59BP。

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	2.48	2.64	2.80	2.89	AAA级RMBS	37.21	31.19	39.93	30.61	AAA级RMBS	0.465	0.364	0.322	0.001
AAA级消金	2.61	2.73	2.87	3.13	AAA级消金	50.88	40.38	47.36	54.42	AAA级消金	0.513	0.142	0.069	0.001
AAA级企业ABS	2.64	2.83	3.08	3.20	AAA级企业ABS	53.23	50.75	67.77	60.99	AAA级企业ABS	0.11	0.009	0.018	0.001
AAA级ABN	2.63	2.82	2.98	3.19	AAA级ABN	52.96	49.57	58.31	60.26	AAA级ABN	0.376	0.147	0.054	0.001

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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 2 月 4 日.

美债方面，短端上行长端下行。其中 6M 及 1Y 上行 3BP，上行幅度最大，同时 20Y 及 30Y 下行 16BP，下行幅度最大。虽然 PMI 及非农就业数据高于预期带动降息预期走弱，但软着陆预期上行带动长端利率下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所增加，目前利差为 33BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 19 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，需求仍是核心矛盾

1 月官方制造业 PMI49.2%，前值 49%。从分项指数看，生产项与需求项小幅修复，生产依旧强于需求。生产指数回升 1.1 个百分点，延续扩张区间，生产环比修复。库存方面，1 月原材料库存指数回落 0.1 个百分点至 47.6%，产成品库存指数回升 1.6 个百分点至 49.4%，新订单-产成品库存指数回落 1.3 个百分点。1 月企业呈被动去库特征，企业预期改善幅度收敛，生产经营活动预期指数回落 1.9 个百分点至 54%。分行业看，上游行业相对偏强，低库存形成支撑，汽车、医药、服装行业维持景气，中间品、消费景气回落。新订单指数回升 0.3 个百分点至 49%，继续在荣枯线以下。新出口订单指数回升 1.4 个百分点至 47.2%，进口指数回升 0.3 个百分点至 46.7%。出口订单指数处于历史偏低水平，整体内外需表现延续偏弱，后续关注美国制造业周期回升可能带来的拉动。价格方面，1 月出厂价格指数回落 0.7 个百分点至 47%，主要原材料购进价格指数回落 1.1 个百分点至 50.4%，1 月地缘政治因素带动原油价格反弹，但需求偏弱下水泥、黑色价格下行。1 月非制造业商务活动指数回升 0.3 个百分点至 50.6%，其中服务业 PMI 回升 0.8 个百分点至 50.1%，重回扩张区间。行业层面，航空运输、铁路运输、邮政维持高景气，住宿、餐饮行业边际修复，资本市场服务、房地产景气偏弱。服务业业务活动预期指数回升 1.8 个百分点至 59.7%，信心边际回升。建筑业 PMI 回落 3 个百分点至 53.5%，增发国债实物工作量尚未落地，同时寒潮天气也有影响。整体看，此次 PMI 回升一方面与寒潮天气消退有关，另一方面与节前企业提前备货有关，基本面仍处于底部震荡状态。

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，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	49.2	----	----	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	----	10.5	----	9.7
社融-M2	----	----	----	-0.2
CPI:当月同比	----	-0.4	----	-0.3
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.51	----	-2.7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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	49.10	47.10	46.70	46.70	49.00	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	震荡
消费者信心	79.00	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	----	-0.01	5.42	-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	353.00	333.00	182.00	165.00	246.00	210.00	184.00	240.00	303.00	278.00	146.00	震荡
失业率	3.70	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	----	5.40	5.40	5.30	5.60	5.70	5.40	5.50	5.80	6.20	5.90	震荡
时薪增速	0.55	0.38	0.38	0.26	0.29	0.21	0.42	0.48	0.30	0.39	0.48	震荡上行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.

4.2 股票市场观点

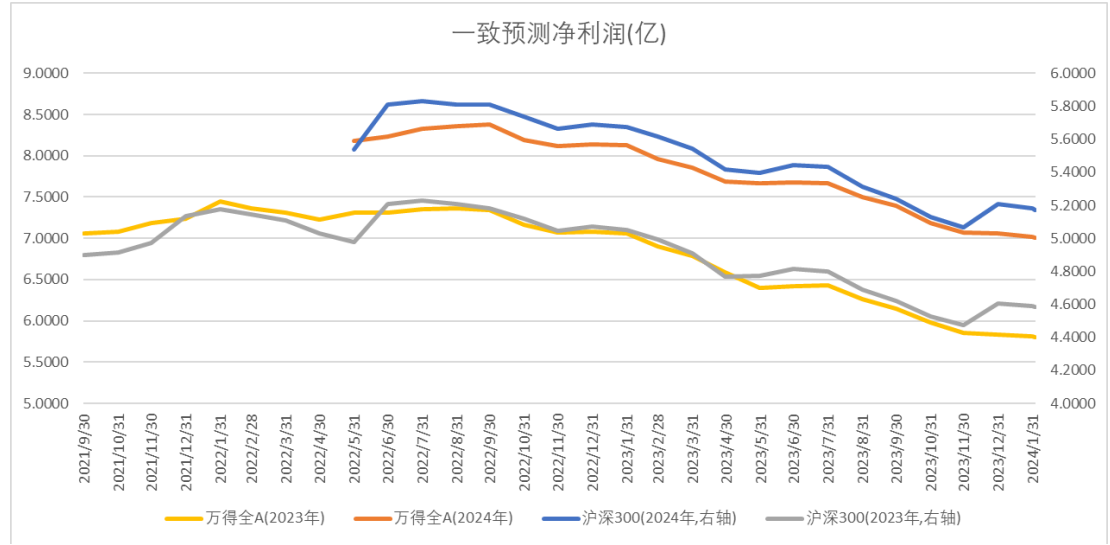
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE11.12 倍，处于 0%分位水平，股权溢价率 4.17%，处于 100%分位水平。整体看 A 股估值处于偏低水平。

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	9.23	8.21	1.06	8.24	0.10	0.08	0.05	0.94
沪深300	10.50	8.83	1.16	6.93	0.01	0.03	0.00	1.00
中小板指	16.20	11.71	2.04	3.58	0.00	0.00	0.00	1.00
创业板指	22.88	15.89	3.10	1.78	0.00	0.00	0.00	1.00
中证500	18.55	12.98	1.42	2.80	0.04	0.01	0.00	0.99
万得全A	14.80	11.12	1.31	4.17	0.01	0.00	0.00	1.00

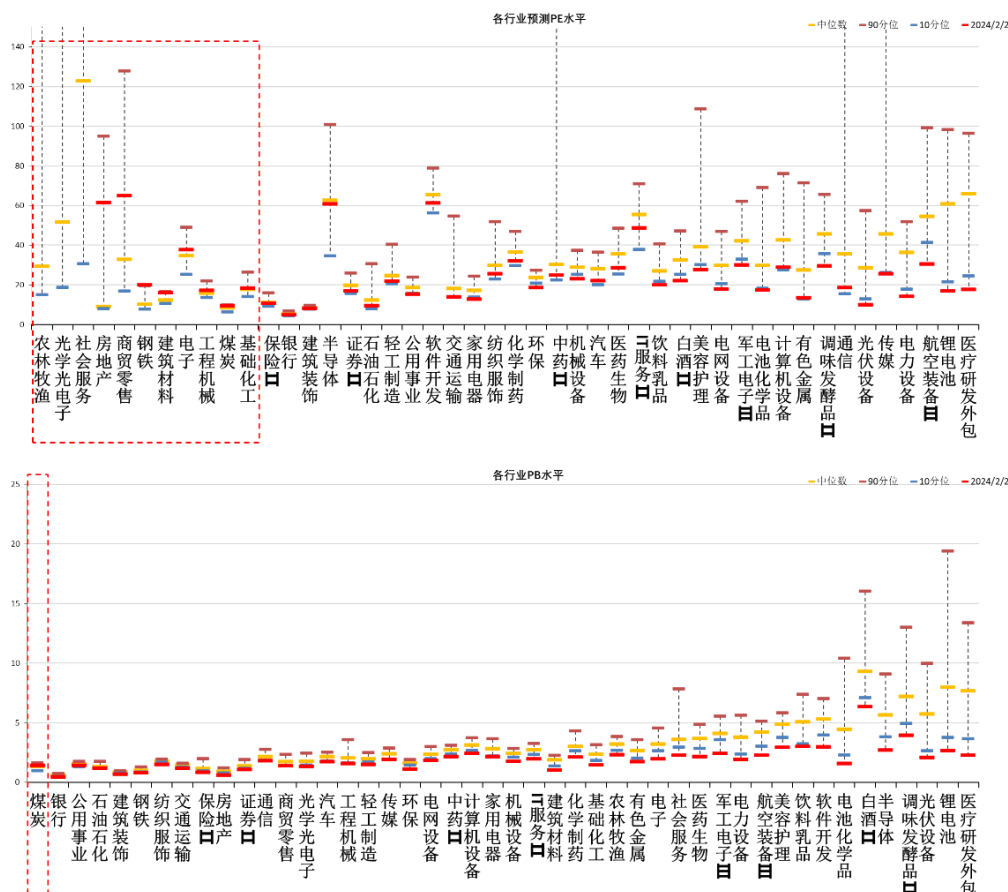
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	7.70	0.81	8.96	0.01	0.02	0.89
标普500	25.30	4.53	-0.08	0.65	0.88	0.07
纳斯达克指	41.15	5.68	-1.60	0.66	0.71	0.10
德国DAX	12.80	1.55	----	0.19	0.25	----
法国CAC40	13.72	1.69	----	0.22	0.39	----
英国富时100	10.05	1.60	----	0.05	0.52	----
韩国综合指	19.20	0.95	----	0.70	0.62	----
台湾加权指	19.16	1.84	----	0.80	0.34	----
日经225	21.37	1.95	----	0.73	0.84	----
胡志明指数	13.03	1.61	----	0.32	0.02	----
印度SENSEX	22.90	3.47	----	0.29	0.57	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周, PMI 数据显示国内生产强于需求的格局延续, 海外美联储对降息态度偏谨慎, 同时资金面与筹码结构压力引起市场关注, A 股调整幅度较大, 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信心不足, 近期财政端发行一万亿国债, 提升财政赤字率, 同时近期住建部放松多地限购政策, 释放融资端政策积极信号, 但当前地产销售端延续偏弱, 政策支持效果仍需观察。当前位置市场对悲观预期的计价已经相对充分, 赔率较高, 但需求偏弱下向上动力不足。

4.2.4 配置方向上关注:

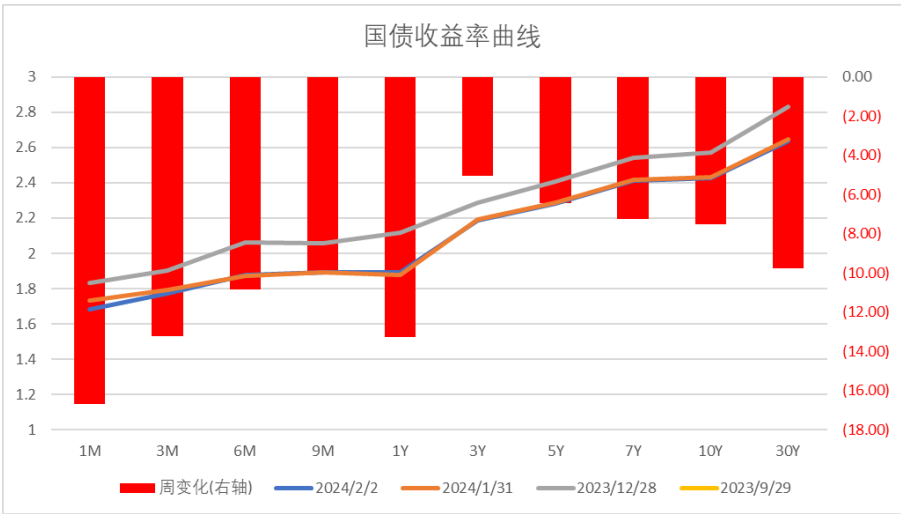
1、国内政策整体转向宽松积极, 后续若资金面压力出清或需求端呈现边际改善态势, 此前受损严重的成长风格有反弹动能, 关注消费、医药、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业。

2、随着美联储逐步进入降息周期, 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	103.1500	103.1600	401,461.0000	181,495.0000	-2.1710	0.6384
	0.238083669	0.2478	-5,255.0000	7560		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 4 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 2 月 4 日

- 4.3.1 上周, 债市收益率下行, 主要影响因素有: 周末广州出台地产放松政策、1 月 PMI 小幅超预期、上海出台地产放松政策。
- 4.3.2 短期看, 政策托底经济决心较强, 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。