

经济数据超预期，海外通胀韧性偏强

一、重要信息点评

1、央行公布 2024 年 1 月金融数据。1 月新增社融 6.5 万亿元，高于市场预期，前值 1.94 万亿元，同比多增 5044 亿元。新增人民币贷款 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元，高于预期，结构上企业中长贷回落幅度大，居民端改善是主要支撑，主要为二手房销售带来的居民中长贷改善与春节错位影响。企业端，企业贷款同比少增 8200 亿元，其中企业短期贷款同比少增 500 亿元，企业中长期贷款同比少增 1900 亿，企业中长贷延续拖累，显示当前企业经营预期偏悲观。居民端，居民贷款同比多增 7229 亿元，其中短期贷款新增 3528 亿元，同比多增 3187 亿元，消费需求边际改善；中长期贷款新增 6272 亿，同比多增 4041 亿，居民中长贷改善，但 1 月新房销售数据回落，主要支撑或为二手房销售回暖。

2、据文旅部数据，24 年春节假期期间，全国国内旅游出游人次为 4.74 亿人次，按可比口径较 19 年同期增长 19.0%。总花费为 6326.87 亿元，按可比口径较 19 年同期增长 7.7%。人均旅游花费为 1334.78 元，按可比口径恢复至 19 年同期的 90.5%。春节假期出行和消费数据明显恢复，实现开门红。

3、美国公布 1 月通胀数据超预期。1 月美国 CPI 同比增速 3.1%，前值 3.4%，高于市场预期 2.9%。核心 CPI 同比增速 3.9%，与前值持平，高于市场预期 3.7%。结构上看，居住成本环比涨幅扩大，能源服务价格环比反弹，同时娱乐、教育和通信、非家用食品等环比增速提升，显示美国服务业需求仍有韧性。数据发布后，美联储降息预期再次降温，春节期间 10Y 美国国债上行 15bp。

4、OpenAI 宣布推出全新的生成式人工智能模型“Sora”，使用这款模型可以用文本生成长达一分钟的视频，视频可具有多个角色、特定类型的运动、精确主题和背景细节等复杂场景。

二、市场表现回顾

a) 股票市场

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	5.54	4.36	1.14
沪深300	5.83	4.65	-1.93
万得全A	5.72	2.66	-10.27
中证500	12.86	9.65	-5.14
中小板指	9.60	7.55	-9.44
偏股混合型基金指数	6.66	4.89	-9.86
创业板指	11.38	9.76	-8.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 8 日.

A 股表现来看, 上周主要板块在国家队托市背景下大幅反弹, 其中中证 500 和创业板分别反弹 12.86%和 11.38%, 反弹幅度较大, 偏股基金指数上涨 6.66%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	7.91	6.86	-5.01
低市盈率指数	3.68	2.25	4.51
茅指数	8.76	7.15	-5.64
低市净率指数	3.07	1.29	3.21
大盘指数	5.93	4.90	-1.48
高市净率指数	8.77	7.32	-11.77
小盘指数	10.70	6.52	-11.86
高市盈率指数	4.68	0.61	-21.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 8 日.

A 股各风格指数中, 小盘指数上涨 10.77%, 高市盈率市值上涨 8.77%, 茅指数和绩优股分别上涨 8.76%、7.91%, 小盘成长和龙头股反弹明显。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
建筑装饰	-0.69	综合	-7.27	计算机	-22.39
综合	-0.58	环保	-5.57	综合	-21.25
纺织服饰	0.66	建筑装饰	-5.47	电子	-19.88
房地产	1.00	轻工制造	-3.47	社会服务	-17.05
环保	1.03	纺织服饰	-3.12	轻工制造	-16.97
电力设备	8.43	国防军工	4.43	石油石化	-0.42
电子	8.64	电子	5.30	非银金融	-0.06
美容护理	9.01	食品饮料	5.72	家用电器	1.54
国防军工	9.26	医药生物	6.40	银行	6.84
医药生物	10.31	美容护理	6.59	煤炭	8.41

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 8 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业仅建筑装饰和综合 2 个行业下跌, 其他行业均上涨。成长行业涨幅较大, 医药、军工、美护、电子、电力设备分别上涨 10.31%、9.26%、9.01%、8.64%、8.43%

		上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
HSLHI	恒生指数	1.37	2.54	-4.15
HSTECH.HI	恒生科技指数	2.74	5.41	-11.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 9 日.

港股方面, 恒生指数涨 1.37%, 恒生科技指数涨 2.74%, 反弹幅度不及 A 股

		上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
DJI.GI	道琼斯工业指数	0.04	1.51	2.49
SP600.SPI	标普小盘600	1.16	0.69	-1.01
SPX.GI	标普500	1.37	3.14	4.94
SP400.SPI	标普中盘400	1.49	2.02	1.68
IXIC.GI	纳斯达克指数	2.31	4.15	5.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 9 日.

美股方面上周(2月5日-2月9日)有所上行, 其中纳斯达克指数涨 2.31%, 表现最好; 道琼斯工业指数涨 0.04%, 涨幅最小。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(2月10日-2月16日, 受 13 日公布的美国通胀数据超预期影响, 美股小幅下跌)。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。

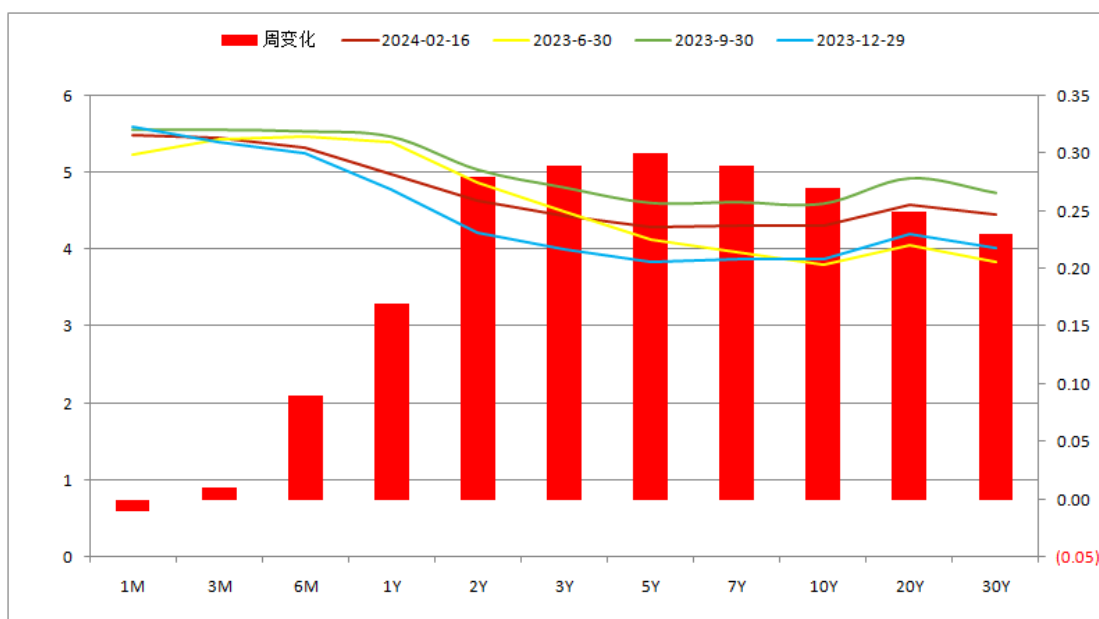
a) 债券市场

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	1.93	2.19	2.30	2.44	国债	0.45	0.33	0.32	0.32
国开债	2.06	2.33	2.44	2.61	国开债	0.44	0.34	0.32	0.32
AAA信用债	2.42	2.59	2.74	-	AAA信用债	0.45	0.35	0.32	-
AA+信用债	2.52	2.71	2.88	-	AA+信用债	0.43	0.32	0.32	-
AA信用债	2.58	2.85	3.04	-	AA信用债	0.41	0.32	0.32	-
AA-信用债	4.81	5.09	5.38	-	AA-信用债	0.37	0.32	0.32	-

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	4	0	2	1	国债	5	0	1	1	国债	-15	-10	-10	-12
国开债	-5	0	4	2	国开债	-5	1	3	2	国开债	-14	-2	-5	-7
AAA信用债	-5	-1	0	-	AAA信用债	-7	-4	-2	-	AAA信用债	-15	-16	-19	-
AA+信用债	-5	1	-2	-	AA+信用债	-7	-2	-4	-	AA+信用债	-17	-16	-31	-
AA信用债	-5	1	-4	-	AA信用债	-7	0	-10	-	AA信用债	-18	-25	-50	-
AA-信用债	-6	-1	-2	-	AA-信用债	-12	-4	-8	-	AA-信用债	-29	-35	-50	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 18 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, 国债短端上行, 国开债和信用债短端下行, 其中 1Y 国债上行 4BP, 1 年期国开债和信用债收益率上行 5-6BP。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。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 18 日, 周变化统计的区间为 2 月 2 日—2 月 18 日.

美债方面, 2 月 13 日美国公布 1 月 CPI 同比 3.1%, 核心 CPI 同比 3.9% 均高于预期, 受此影响美债收益率上行明显, 2Y 期以上期限美债利率上行幅度均超 20BP, 经济软着陆预期下 10Y 以上期限利率上行不及 2Y 期, 目前 2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所增加, 目前利差为 34BP, 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。

三、 资产配置观点

3.1.1 经济底部震荡, 需求仍是核心矛盾

1 月官方制造业 PMI 49.2%, 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。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。融资端，1 月新增社融 6.5 万亿元，高于市场预期，同比多增 5044 亿元。新增人民币贷款 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元，结构上企业中长贷回落幅度大，居民端改善是主要支撑。企业贷款同比少增 8200 亿元，其中企业短期贷款同比少增 500 亿元，企业中长期贷款同比少增 1900 亿，企业中长贷延续拖累，显示当前企业经营预期偏悲观。居民贷款同比多增 7229 亿元，其中短期贷款新增 3528 亿元，同比多增 3187 亿元，消费需求边际改善；中长期贷款新增 6272 亿，同比多增 4041 亿，居民中长贷改善，但 1 月新房销售数据回落，主要支撑或为二手房销售回暖。

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	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	趋势
PMI	49.20	49.00	49.40	49.50	50.20	49.70	↗
工业增加值:当月同比		6.80	6.60	4.60	4.50	4.50	
GDP:不变价:当季同比		5.20	0.00	0.00	4.90	0.00	
固定资产投资完成额:累计同比		3.00	2.90	2.90	3.10	3.20	
固定资产投资完成额:制造业:累计同比		6.50	6.30	6.20	6.20	5.90	
房地产开发投资完成额:累计同比		-9.60	-9.40	-9.30	-9.10	-8.80	
社会消费品零售总额:当月同比		7.40	10.10	7.60	5.50	4.60	
社会融资规模存量:同比	9.50	9.50	9.40	9.30	9.00	9.00	持平
M2:同比	8.70	9.70	10.00	10.30	10.30	10.60	↘
CPI:当月同比	-0.80	-0.30	-0.50	-0.20	0.00	0.10	
PPI:全部工业品:当月同比	-2.50	-2.70	-3.00	-2.60	-2.50	-3.00	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 18 日.

3.2 股票市场观点

3.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于偏低水平。

近期万得全 A 预测 PE15.45 倍，处于 0.02%分位水平，股权溢价率 3.87%，处于 99%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	9.61	8.55	1.11	7.80	0.26	0.20	0.09	0.89
沪深300	10.95	9.23	1.21	6.52	0.05	0.10	0.05	0.96
中小板指	17.68	12.84	2.23	3.05	0.01	0.01	0.01	0.99
创业板指	25.47	17.78	3.46	1.32	0.01	0.03	0.01	0.99
中证500	20.84	14.64	1.60	2.19	0.20	0.13	0.03	0.93
万得全A	15.45	11.68	1.37	3.87	0.01	0.02	0.01	0.99

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 2 月 18 日.

3.2.2 春节前一周，汇金宣布扩大 ETF 增持范围，监管层出台加强融券业务监管等举措，A 股各大指数均明显反弹，大盘蓝筹表现占优，风格切换及雪球敲入带来的资金面压力带动微盘股持续杀跌。春节期间，美国通胀数据超预期，降息预期推迟，美债收益率上行。国内金融数据超预期叠加春节期间消费数据表现较好，港股反弹，科技板块领涨。

3.2.3 经济数据显示在经济呈底部震荡态势，需求不足是主要矛盾，市场对经济内生性动力的信心偏弱。近期发改委表态支持民营经济发展，北上广深及多个二线城市楼市限购政策优化，各大银行推出针对房地产发展新模式的金融服务方案，地产融资协调机制加速落地，但 1 月新房销售数据延续回落，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，但需求偏弱下大幅向上的动力不足。

3.2.4 配置方向上关注：

1、国内政策整体偏呵护，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、家电及非耐用消费品出口链等行业。

2、随着美联储逐步进入降息周期，科技风格值得关注，关注事件催化。

3.3 债券市场观点

3.3.1 中短期看，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，支持债市行情，但当前债市定价隐含较乐观预期，同时春节错位等因素影响下，基本面信号指引减弱，预计市场后续对政策博弈将更加频繁，关注两会等政策信息。

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。