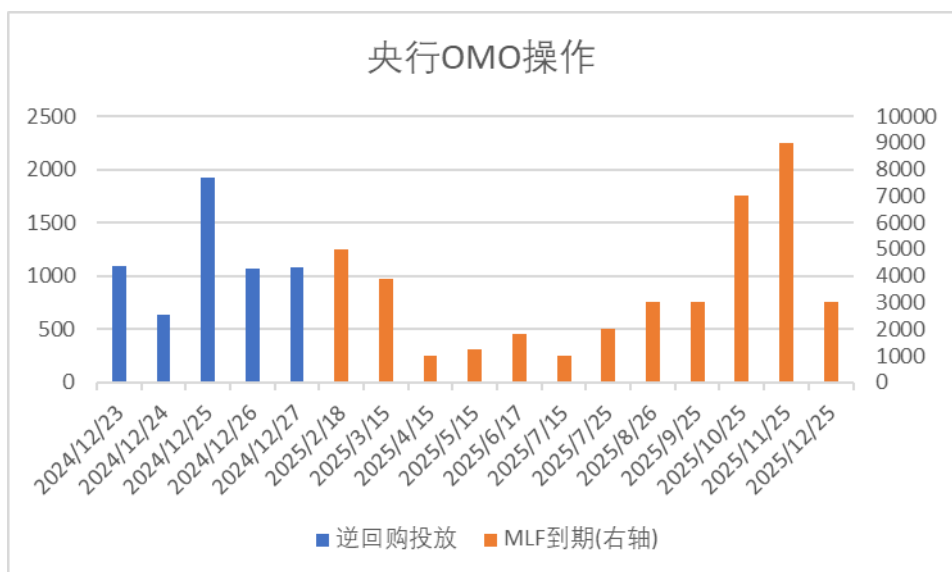


## MLF 续作 3000 亿，人大常委会通过增值税法

### 一、重要信息点评

- 1、针对网上流传的退市传言，中国证监会新闻发言人王利表示，退市是有严格标准的，请广大投资者多从法定渠道了解相关信息，防止被不全面、不准确的信息所误导。证监会将依法平稳推进退市监管，维护市场平稳运行。相关媒体报道指出将会退市的 36 家退市风险警示（\*ST）公司，有不少正在或者已经通过改善经营、并购重组、破产重整等方式化解退市风险。
- 2、2025 年全国两会召开时间确定。十四届全国人大三次会议将于 2025 年 3 月 5 日在北京召开，会议议程包括审议政府工作报告；审查 2024 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展规划草案的报告、2025 年国民经济和社会发展规划草案；审查 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告、2025 年中央和地方预算草案等。全国政协十四届三次会议于 2025 年 3 月 4 日在北京召开。
- 3、央行 12 月 25 日开展 3000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限 1 年，最高投标利率 2.30%，最低投标利率 1.90%，中标利率 2.00%。本月 MLF 缩量续作反映市场流动性充裕，资金面保持宽松态势。
- 4、十四届全国人大常委会第十三次会议在北京人民大会堂闭幕。会议经表决，通过了增值税法、关于修改监察法的决定、新修订的科学技术普及法
- 5、当地时间 12 月 27 日，有“美联储传声筒”之称的《华尔街日报》著名记者尼克·蒂米劳斯最新撰文指出，美联储正在努力地施展“平衡术”，即避免与当选总统特朗普发生对抗，同时应对其政策带来的潜在通胀压力。蒂米劳斯表示，在通往 2025 年的路上，美联储主席鲍威尔正在走钢丝：他试图避免与特朗普对抗，但他的一些同事已经表现出对这位候任总统的政策可能重燃通胀压力的不安。
- 6、美国 11 月耐用品订单初值环比下降 1.1%，预估为-0.3%，但扣除飞机非国防资本耐用品订单环比增长了 0.7%。

### 二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

上周央行 OMO 投放 5801 亿, 同时到期 16783 亿, 共计净回笼 10982 亿。此外, 12 月 MLF 到期 14500 亿后等价续作 3000 亿, 净回笼 11500 亿。

|         | 2024/12/27 | 2024/12/20 | 2024/11/30 | 2024/9/30 | 2023/12/28 | 环比变化 |
|---------|------------|------------|------------|-----------|------------|------|
| 高炉开工率   | 78.69      | 79.61      | 81.6       | 78.25     | 77.69      | ↘    |
|         | 2024/12/25 | 2024/12/18 | 2024/11/30 | 2024/9/30 | 2023/12/26 | 环比变化 |
| 水泥沥青开工率 | 25.9       | 28.5       | 32.5       | 28.2      | 32.2       | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

生产数据方面, 上周高炉开工率下行, 同时水泥沥青开工有所回落。

|           | 2024/12/22  | 2024/12/15  | 2024/11/30  | 2024/9/30   | 2023/12/23  | 环比变化 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| 土地成交面积    | 5044.0336   | 4327.0222   | 0           | 0           | 0           | ↗    |
| 土地成交溢价率   | 9.31        | 1.9         | 0           | 0           | 0           | ↗    |
| 商品房成交面积   | 47.29497957 | 45.69302671 | 52.53157    | 37.74253271 | 43.74557029 | ↗    |
| 一线商品房成交面积 | 10.96665643 | 14.16597629 | 13.21546171 | 10.35587843 | 9.882066429 | ↘    |
| 二线商品房成交面积 | 27.68161    | 23.35800871 | 31.85152486 | 17.20524029 | 25.80718229 | ↗    |
| 三线商品房成交面积 | 8.646713143 | 8.169041714 | 7.464583429 | 10.181414   | 8.056321571 | ↗    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

地产数据方面, 土拍溢价率有所上行, 同时商品房成交面积大体回升, 地产数据表现较好。

|             | 2024/11/30 | 2023/11/30 | 2022/11/30 | 2021/11/30 | 2020/11/30 | 同比     |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------|
| 厂家批发: 当月累计值 | 2942615    | 2572073    | 2006537    | 2084749    | 1981269    | 14.41% |
| 厂家零售: 当月累计值 | 2445651    | 2061791    | 1699536    | 1789901    | 1854093    | 18.62% |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

汽车销量方面, 24 年 11 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 14.41%及 18.62%, 汽车销量数据大幅回升。

|          | 2024/12/22 | 2024/12/15 | 2024/11/30 | 2024/9/30 | 2023/12/23 | 环比变化 |
|----------|------------|------------|------------|-----------|------------|------|
| 集装箱吞吐量   | 581.5      | 613.3      | 601.7      | 646.9     | 482.6      | ↘    |
|          | 2024/12/28 | 2024/12/21 | 2024/11/30 | 2024/9/30 | 2023/12/29 |      |
| CCFI指数   | 1515.07    | 1491.29    | 1474       | 1638.42   | 909.19     | ↗    |
| CICFI指数  | 734.62     | 733.98     | 762.57     | 796.55    | 730.5      | ↗    |
|          | 2024/12/31 | 2024/11/30 | 2024/10/31 | 2024/9/30 | 2024/8/31  |      |
| 韩国前十日出口  | 12.4       | -17.9      | 33         | 24.5      | 16.4       | ↗    |
| 韩国前二十日出口 | 6.8        | 5.7        | -3.1       | -1.2      | 18.4       | ↗    |
| 韩国出口     | #N/A       | 1.4        | 4.6        | 7.1       | 10.9       | ---- |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

进出口数据方面, 上周出口运价上行, 同时韩国前二十日出口数据有所回升。

|        | 2024/12/27 | 2024/12/20 | 2024/11/30 | 2024/9/30 | 2023/12/28 | 环比变化 |
|--------|------------|------------|------------|-----------|------------|------|
| 农产品价格  | 121.85     | 121.13     | 121.43     | 134.59    | 125.91     | ↗    |
| 猪肉价格   | 22.17      | 22.81      | 23.51      | 25.45     | 20.47      | ↘    |
| 粮油价格   | 113.74     | 114.07     | 114.25     | 114.67    | 119.52     | ↘    |
| 蔬菜价格   | 5.13       | 5.03       | 5.03       | 6.4       | 5.2        | ↗    |
| 水果价格   | 7.21       | 7.16       | 7.24       | 7.32      | 7.16       | ↗    |
|        |            |            |            |           |            |      |
| PTA价格  | 4770       | 4815       | 4725       | 4860      | 5830       | ↘    |
| 涤纶长丝价格 | 6945       | 6910       | 6650       | 6930      | 7500       | ↗    |
| 聚酯切片价格 | 6060       | 6080       | 6020       | 6120      | 6695       | ↘    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回升。其中, 水果蔬菜价格有所上行, 同时猪肉价格降至 22.17 元。纤维方面价格有所回落。此前猪肉价格持续走弱, 对 CPI 形成一定压制。

|        | 2024/12/27 | 2024/12/20 | 2024/11/30 | 2024/9/30 | 2023/12/28 | 环比变化 |
|--------|------------|------------|------------|-----------|------------|------|
| 煤炭价格   | 758        | 767        | 818        | 867       | 921        | ↘    |
| 石油价格   | 74.17      | 72.94      | 72.94      | 71.77     | 78.39      | ↗    |
|        |            |            |            |           |            |      |
| 铜杆价格   | 74990      | 74450      | 74660      | 79740     | 70590      | ↗    |
| 铝价     | 19700      | 19850      | 20340      | 20440     | 19590      | ↘    |
|        |            |            |            |           |            |      |
| 钢材价格   | 97.47      | 97.39      | 96.58      | 92.85     | 112.32     | ↗    |
| 沥青价格   | 3565       | 3565       | 3495       | 3485      | 3460       | ---- |
| 水泥价格   | 130.5      | 131.49     | 134.07     | 124.3     | 113.38     | ↘    |
| MDI价格  | 18100      | 18000      | 17900      | 18000     | 15300      | ↗    |
| 浮法玻璃价格 | 1406.2     | 1406.2     | 1432.7     | 1168.3    | 2022       | ---- |
|        |            |            |            |           |            |      |
| 工业品指数  | 3729.43    | 3727.93    | 3783.5     | 3931.59   | 4045.18    | ↗    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 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、钢材价格及 MDI 价格有所回升, 煤价、铝价及水泥价格则有所回落。

|         | 本周涨跌幅  | 本月涨跌幅  | 今年以来涨跌幅  |
|---------|--------|--------|----------|
| ICE布油   | 1.46   | 2.48   | -4.44    |
| COMEX黄金 | -0.33  | -1.66  | 27.26    |
| LME铝    | 0.89   | -1.43  | 7.26     |
| LME铜    | 0.45   | -0.32  | 4.94     |
| CBOT玉米  | 1.68   | 4.79   | -3.71    |
| CBOT大豆  | 1.12   | 0.08   | -23.71   |
|         | 本周涨跌BP | 本月涨跌BP | 今年以来涨跌BP |
| 美元指数    | 17.43  | 223.90 | 669.31   |
| 美元兑人民币  | 17.00  | 561.00 | 1987.00  |
| 美元兑日元   | 146.00 | 807.10 | 1696.90  |

|         | 2024/12/27 | 2024/12/22 | 2024/11/30 | 2024/1/1 |
|---------|------------|------------|------------|----------|
| ICE布油   | 73.62      | 72.6       | 72.09      | 77.08    |
| COMEX黄金 | 2636.5     | 2640.5     | 2673.9     | 2071.8   |
|         | 2024/12/27 | 2024/12/22 | 2024/11/30 | 2024/1/1 |
| 美元指数    | 108.0151   | 107.8408   | 105.7761   | 101.322  |
| 美元兑人民币  | 7.2986     | 7.2969     | 7.2425     | 7.0999   |
| 美元兑日元   | 157.8505   | 156.3905   | 149.7795   | 140.8815 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 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回升，其中黄金跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 73.62 美元，涨 1.46%，COMEX 黄金收于 2636.5 美元，跌 0.33%。

上周美元指数上行 17.43BP，耐用品订单维持韧性并推动美元走强。在此背景下人民币上周贬值 17 个基点，日元贬值 146 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       | 7       | 6      | 1       | 15     | 1    | 9       | 0       | 0       | 2     | 34      |
|        | 发行规模(亿元) | 156.32  | 96.32  | 2.50    | 89.76  | 0.18 | 55.88   | 0.00    | 0.00    | 2.51  | 306.97  |
| 上上周    | 数量       | 12      | 8      | 0       | 9      | 0    | 3       | 0       | 0       | 0     | 24      |
|        | 发行规模(亿元) | 352.52  | 193.25 | 0.00    | 45.90  | 0.00 | 4.98    | 0.00    | 0.00    | 0.00  | 403.41  |
| 本月以来   | 数量       | 34      | 24     | 2       | 38     | 4    | 16      | 0       | 0       | 3     | 93      |
|        | 发行规模(亿元) | 1088.08 | 599.77 | 6.73    | 185.39 | 7.24 | 79.98   | 0.00    | 0.00    | 3.37  | 1363.55 |
| 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       | 12     | 5       | 2      | 0    | 0       | 2       | 6       | 2     | 32      |
| 上上周    | 3        | 1       | 9      | 6       | 1      | 1    | 0       | 1       | 6       | 0     | 28      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 32 支，其中普通混合型基金 3 支，债券类基金（8 支）少于股票类基金（19 支），FOF 基金申报 2 支。发行一边，上周基金共计发行 306.97 亿，其中股票型基金发行规模有所回升。

b) 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 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 万得全A      | -0.61   | 0.38    | 12.63   |
| 中证500     | -0.30   | 0.81    | 8.66    |
| 创业板指      | -0.22   | -0.86   | 16.58   |
| 偏股混合型基金指数 | 0.13    | 0.72    | 5.11    |
| 中小板指      | 0.25    | 0.08    | 8.27    |
| 科创50      | 0.73    | 1.11    | 19.55   |
| 沪深300     | 1.36    | 1.65    | 16.03   |
| 上证50      | 2.01    | 2.92    | 16.14   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

A 股表现来看, 上周主要板块有所分化, 其中万得全 A 跌 0.61%, 跌幅最大; 上证 50 涨 2.01%, 涨幅最大。此前持续创新高的微盘股有所回调, 另一方面红利风格有所补涨。偏股基金指数涨 0.13%。

|        | 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 | -1.07   | -0.11   | 14.92   |
| 小盘指数   | -0.99   | 0.05    | 5.50    |
| 高市净率指数 | 0.12    | 0.44    | 2.51    |
| 茅指数    | 0.17    | -0.41   | 9.53    |
| 绩优股指数  | 0.96    | 1.07    | -6.33   |
| 大盘指数   | 1.47    | 1.84    | 16.83   |
| 低市净率指数 | 1.57    | 2.88    | 26.49   |
| 低市盈率指数 | 2.45    | 3.39    | 20.83   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数跌 1.07%, 表现最差; 低 PE 指数涨 2.45%, 表现最好。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 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 传媒   | -7.22   | 房地产  | -6.95   | 医药生物 | -12.33  |
| 社会服务 | -5.43   | 电力设备 | -4.47   | 农林牧渔 | -9.09   |
| 计算机  | -4.25   | 医药生物 | -3.36   | 食品饮料 | -7.21   |
| 纺织服饰 | -3.85   | 有色金属 | -3.23   | 美容护理 | -5.93   |
| 房地产  | -3.54   | 计算机  | -3.17   | 纺织服饰 | -4.73   |
| 家用电器 | 0.33    | 汽车   | 3.87    | 电子   | 23.56   |
| 交通运输 | 1.17    | 家用电器 | 4.19    | 家用电器 | 27.14   |
| 公用事业 | 1.19    | 电子   | 4.76    | 非银金融 | 34.07   |
| 石油石化 | 1.99    | 银行   | 6.56    | 通信   | 34.23   |
| 银行   | 3.84    | 通信   | 8.78    | 银行   | 34.23   |

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 10 个上涨, 21 个下跌。其中, 红利风格补涨背景下银行、石油石化、公用事业、交通运输及家用电器分别涨 3.84%至

0.93%不等，涨幅最高。另一方面，小市值居多的传媒、社会服务、计算机及纺织服装跌 7.22%至 3.85%不等，跌幅最大。

|        | 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   | 1.87    | 3.43    | 17.85   |
| 恒生科技指数 | 2.12    | 4.25    | 20.57   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

港股方面，恒生指数涨 1.87%，恒生科技指数涨 2.12%。全球经济预期回升背景下港股有所上行。

|         | 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 | -0.02   | -7.57   | 7.45    |
| 道琼斯工业指数 | 0.85    | -4.27   | 14.07   |
| 标普中盘400 | 0.46    | -6.76   | 12.84   |
| 标普500   | 0.67    | -1.02   | 25.18   |
| 纳斯达克指数  | 0.76    | 2.62    | 31.38   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

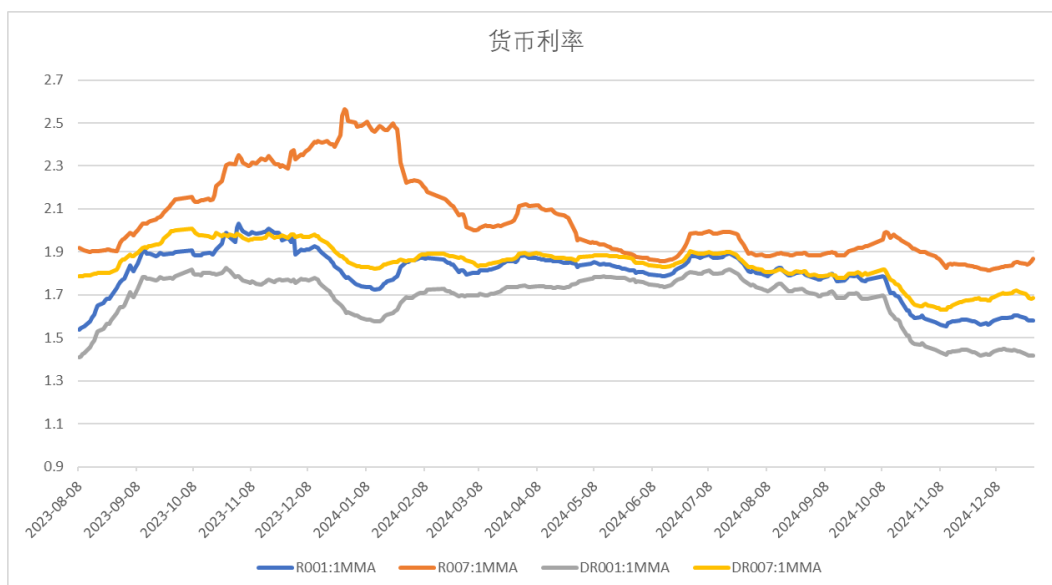
美股方面上周有所上行，其中标普小盘 600 指数跌 0.02%，表现最差；纳斯达克指数涨 0.76%，表现最好。美国耐用品订单数据显示经济维持韧性，在此背景下美股有所上行。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 24 年美国经济将面临衰退风险，随着财报恶化，市场定价已经开始由降息转为衰退。

|            | 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     | 0.03    | -2.08   | -9.43   |
| 德国DAX      | 0.50    | 1.82    | 19.30   |
| 英国富时100    | 0.81    | -1.66   | 5.39    |
| 印度SENSEX30 | 0.84    | -1.38   | 8.94    |
| 法国CAC40    | 1.11    | 1.66    | -2.49   |
| 胡志明指数      | 1.40    | 1.97    | 12.85   |
| 台湾加权指数     | 3.40    | 4.55    | 29.81   |
| 日经225      | 4.08    | 5.43    | 20.37   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

其他海外市场方面，韩国市场涨 0.03%，表现最差；日本市场涨 4.08%，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 12 月 27 日.

上周货币市场利率有所下行, DR007 一月均值降至 1.68。资金面较上上周更为宽松。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

债券融资方面，上周政府债净融资额-386.88 亿，较此前有所回落；企业债净融资额-545.47 亿，较此前有所回落。12 月政府债维持大额净发行，预计对社融中债券分项提供一定支撑。

| 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     | 1.04 | 1.15 | 1.41 | 1.69 | 国债     | 11.38 | 25.28 | 28.7   | 国债     | -      | -      | -     |
| 国开债    | 1.23 | 1.39 | 1.46 | 1.76 | 国开债    | 15.45 | 7.01  | 29.99  | 国开债    | -      | -      | -     |
| AAA信用债 | 1.72 | 1.80 | 1.92 | -    | AAA信用债 | 8.44  | 11.94 | -      | AAA信用债 | 48.61  | 41.6   | 46.53 |
| AA+信用债 | 1.83 | 1.93 | 2.07 | -    | AA+信用债 | 10.73 | 13.37 | -      | AA+信用债 | 59.43  | 54.71  | 61.07 |
| AA信用债  | 1.89 | 2.08 | 2.35 | -    | AA信用债  | 18.91 | 26.25 | -      | AA信用债  | 66.19  | 69.65  | 88.89 |
| AA-信用债 | 2.74 | 3.12 | 3.44 | -    | AA-信用债 | 38.07 | 32.34 | -      | AA-信用债 | 150.45 | 173.07 | 198.4 |

| 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   | 4  | 3  | -1  | 国债       | -34 | -29 | -28 | -34 | 国债       | -104 | -114 | -99  | -86 |
| 国开债      | -11 | -4 | 1  | -1  | 国开债      | -43 | -39 | -35 | -36 | 国开债      | -97  | -96  | -103 | -92 |
| AAA信用债   | -1  | -1 | -2 | -   | AAA信用债   | -23 | -28 | -30 | -   | AAA信用债   | -86  | -94  | -101 | -   |
| AA+信用债   | 1   | 0  | -1 | -   | AA+信用债   | -21 | -23 | -27 | -   | AA+信用债   | -87  | -93  | -112 | -   |
| AA信用债    | 2   | -3 | 4  | -   | AA信用债    | -24 | -28 | -29 | -   | AA信用债    | -87  | -102 | -119 | -   |
| AA-信用债   | -1  | -4 | 1  | -   | AA-信用债   | -27 | -33 | -48 | -   | AA-信用债   | -237 | -232 | -244 | -   |

| 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     | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 国债      | 0.04  | 0.93  | 0.87   | 国债      | -    | -    | -    |
| 国开债    | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 国开债     | 0.10  | 0.08  | 0.86   | 国开债     | -    | -    | -    |
| AAA信用债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -    | AAA信用债  | 0.02  | 0.07  | -      | AAA信用债  | 0.88 | 0.75 | 0.56 |
| AA+信用债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -    | AA+信用债  | 0.04  | 0.08  | -      | AA+信用债  | 0.80 | 0.56 | 0.31 |
| AA信用债  | 0.01 | 0.00 | 0.02 | -    | AA信用债   | 0.08  | 0.21  | -      | AA信用债   | 0.58 | 0.30 | 0.18 |
| AA-信用债 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | -    | AA-信用债  | 0.11  | 0.14  | -      | AA-信用债  | 0.12 | 0.11 | 0.08 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 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，信用债大体下行，其中 3YAA-下行 4BP，下行幅度最大。同时利率债有所震荡，其中 1Y 国开债下行 11BP，下行幅度最大。虽然政府债大额净发行告一段落后 MLF 及 OMO 大幅净回笼，但降准预期较强背景下债市仍震荡向下。往后看，随着政策出现了一定程度的转向，市场开始定价经济复苏，后续债市走势仍取决于政策实际效果。

| 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         | -2    | -1    | -4     | 国债         | 5     | 1     | -6     | 国债         | -10   | 14    | 13     |
| 国开债        | 7     | 5     | -2     | 国开债        | 3     | 4     | -1     | 国开债        | 1     | -7    | 11     |
| AAA信用债     | -1    | 0     | -      | AAA信用债     | -5    | -2    | -      | AAA信用债     | -8    | -6    | -      |
| AA+信用债     | -1    | -1    | -      | AA+信用债     | -2    | -4    | -      | AA+信用债     | -6    | -19   | -      |
| AA信用债      | -5    | 7     | -      | AA信用债      | -4    | 0     | -      | AA信用债      | -15   | -17   | -      |
| AA-信用债     | -3    | 5     | -      | AA-信用债     | -5    | -15   | -      | AA-信用债     | 5     | -11   | -      |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 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，30 年国债利率维持 1.95，大部分券种期限利差维持较低分位数区间。

| 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     | 10 | 2  | -3 | AAA信用债     | 19 | 11 | 5   | AAA信用债     | 11   | 1    | 2    |
| AA+信用债     | 11 | 3  | -2 | AA+信用债     | 22 | 16 | 8   | AA+信用债     | 10   | 2    | -9   |
| AA信用债      | 13 | 1  | 3  | AA信用债      | 19 | 11 | 7   | AA信用债      | 10   | -6   | -16  |
| AA-信用债     | 10 | 0  | 0  | AA-信用债     | 15 | 7  | -12 | AA-信用债     | -140 | -137 | -141 |

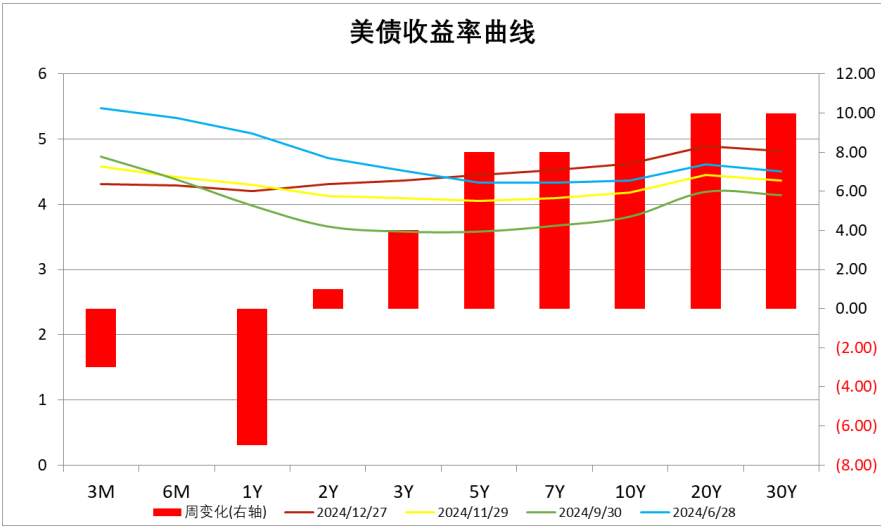
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。分位数为过去 5 年分位数。

信用利差方面，上周利率债下行幅度更大使得利差走阔。历史来看，大部分信用债利差分位数恢复中性区间。

| 最新收益率 |       |        |        |       |        |
|-------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 类型    | 1M    | 3M     | 6M     | 9M    | 1Y     |
| 总体    | 1.81  | 1.86   | 1.82   | --    | --     |
| 国有银行  | 1.65  | 1.63   | 1.70   | 1.70  | 1.68   |
| 股份银行  | 1.64  | 1.67   | 1.71   | 1.71  | 1.70   |
| 城商行   | 1.75  | 1.77   | 1.79   | 1.86  | 1.82   |
| 农商行   | 1.90  | 1.80   | 1.87   | 1.87  | 1.75   |
|       |       |        |        |       |        |
| 一周变化  |       |        |        |       |        |
| 类型    | 1M    | 3M     | 6M     | 9M    | 1Y     |
| 总体    | -1    | 8      | 9      | --    | --     |
| 国有银行  | 0     | -3     | 3      | 4     | 4      |
| 股份银行  | -6    | 4      | 2      | 2     | 5      |
| 城商行   | -6    | -5     | -2     | 16    | -3     |
| 农商行   | 5     | -10    | 1      | 12    | -14    |
|       |       |        |        |       |        |
| 发行规模  |       |        |        |       |        |
| 类型    | 1M    | 3M     | 6M     | 9M    | 1Y     |
| 总计    | 354.2 | 2245.8 | 2763.8 | 522.7 | 3589.6 |
| 国有银行  | 54    | 691    | 570    | 230   | 1237   |
| 股份银行  | 4     | 735    | 1317   | 143   | 1861   |
| 城商行   | 245   | 718    | 740    | 92    | 418    |
| 农商行   | 51    | 103    | 137    | 58    | 73     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

同业存单方面，上周发行利率大体上行，其中发行规模最多的 1Y 股份银行上行 5BP，为 1.70%；6M 股份银行上行 2BP，为 1.71%。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

美债方面，上周利率整体上行，其中 10Y 以上均上行 10BP，上行幅度最大；1Y 下行 7BP，下行幅度最大。耐用品订单数据超预期背景下美债利率有所上行。

同时，随着美联储正式开启降息，后续关注国际政治环境扰动下美国经济能否平稳落地。

四、 资产配置观点

4.1.1 央行大幅净回笼，海外订单维持韧性

上周，国内基本面数据进入真空期，同时 MLF 大幅净回笼 11500 亿，进一步增强降准预期。往后看，市场预期增量政策尤其是货币政策将进一步发力，有望带动居民信心回升及经济企稳。不过这一过程需要一定时间，期间宏观数据仍会面临一定波动。海外方面，耐用品订单虽然整体低于预期但扣除国防用品后仍表现强劲，显示经济仍然维持一定韧性。降息预期方面，目前市场中性预期 25 年 3 月或 5 月继续进行降息，全年降息幅度为 38BP，与上上周持平。

| 指标(2024/12/31) | 预测值    | 实际值      |      | 2024/11/30 |
|----------------|--------|----------|------|------------|
| PMI            | ----   | ----     | ---- | 50.30      |
| 工业增加值:当月同比     | ----   | ----     | ---- | 5.40       |
| GDP:当季同比       | 5.08   | ----     | ---- | ----       |
| 固定资产投资:累计同比    | 3.48   | ----     | ---- | 3.30       |
| 制造业投资:累计同比     | 9.22   | ----     | ---- | 9.30       |
| 基建投资:累计同比      | 8.4    | ----     | ---- | 9.39       |
| 地产投资:累计同比      | -10.28 | ----     | ---- | -10.40     |
| 社会消费品零售总额:当月同比 | 6.4    | ----     | ---- | 3.00       |
| 出口金额:当月同比      | 11     | ----     | ---- | 6.70       |
| 进口金额:当月同比      | ----   | ----     | ---- | -3.90      |
| 社会融资规模:当月值     | ----   | ----     | ---- | 23,262.00  |
| 社融规模:同比        | 7.93   | ----     | ---- | 7.80       |
| 人民币贷款:当月值      | ----   | ----     | ---- | 5,800.00   |
| 人民币贷款:同比       | 8      | ----     | ---- | 7.40       |
| M1:同比          | -6.5   | ----     | ---- | -3.70      |
| M2:同比          | 7.52   | ----     | ---- | 7.10       |
| CPI:当月同比       | 0.17   | ----     | ---- | 0.20       |
| PPI:当月同比       | -2.13  | ----     | ---- | -2.50      |
| 1年存款利率(央行)     | 1.5    | ----     | ---- | 1.50       |
| 1年贷款利率(央行)     | ----   | ----     | ---- | 4.35       |
| 美元兑人民币汇率       | 7.23   | 7.280425 | ↗    | 7.21       |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

| 美国经济指标    | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-07 | 2024-06 | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-02 | 趋势   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| 实际GDP(同比) | ----    | ----    | ----    | 3.10    | ----    | ----    | 3.00    | ----    | ----    | 1.60    | ----    | 震荡   |
| PMI       | ----    | 48.40   | 46.50   | 47.20   | 47.20   | 46.80   | 48.50   | 48.70   | 49.20   | 50.30   | 47.80   | 震荡下行 |
| 消费者信心     | 74.00   | 71.80   | 70.50   | 70.10   | 67.90   | 66.40   | 68.20   | 69.10   | 77.20   | 79.40   | 76.90   | 震荡上行 |
| 零售        | ----    | 4.00    | 4.62    | 0.28    | 2.09    | 4.29    | -0.10   | 3.12    | 3.82    | 2.16    | 6.25    | 震荡   |
| 房地产       | 46.00   | 46.00   | 43.00   | 41.00   | 39.00   | 41.00   | 43.00   | 45.00   | 51.00   | 51.00   | 48.00   | ↗    |
| 耐用品订单     | ----    | -1.05   | 0.24    | -0.38   | -0.85   | 9.82    | -6.87   | 0.09    | 0.23    | 0.80    | 1.20    | 震荡下行 |
| CPI       | ----    | 2.70    | 2.60    | 2.40    | 2.50    | 2.90    | 3.00    | 3.30    | 3.40    | 3.50    | 3.20    | ↗    |
| 核心CPI     | ----    | 3.30    | 3.30    | 3.30    | 3.20    | 3.20    | 3.30    | 3.40    | 3.60    | 3.80    | 3.80    | ---- |
| PCE       | ----    | 2.44    | 2.31    | 2.10    | 2.28    | 2.47    | 2.44    | 2.57    | 2.72    | 2.81    | 2.59    | 拐头向上 |
| 核心PCE     | ----    | 2.82    | 2.79    | 2.66    | 2.73    | 2.67    | 2.63    | 2.67    | 2.89    | 2.98    | 2.93    | 震荡上行 |
| 非农就业      | ----    | 227.00  | 36.00   | 255.00  | 78.00   | 144.00  | 118.00  | 216.00  | 108.00  | 310.00  | 236.00  | 震荡上行 |
| 失业率       | ----    | 4.20    | 4.10    | 4.10    | 4.20    | 4.30    | 4.10    | 4.00    | 3.90    | 3.80    | 3.90    | 震荡   |
| 职位空缺率     | ----    | ----    | 4.60    | 4.40    | 4.70    | 4.60    | 4.80    | 4.90    | 4.80    | 5.00    | 5.30    | 震荡   |
| 时薪增速      | ----    | 0.37    | 0.42    | 0.31    | 0.43    | 0.23    | 0.32    | 0.37    | 0.17    | 0.38    | 0.14    | 震荡下行 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

4.2 股票市场观点

4.2.1 五年分位数角度，目前 A 股估值处于偏低水平。

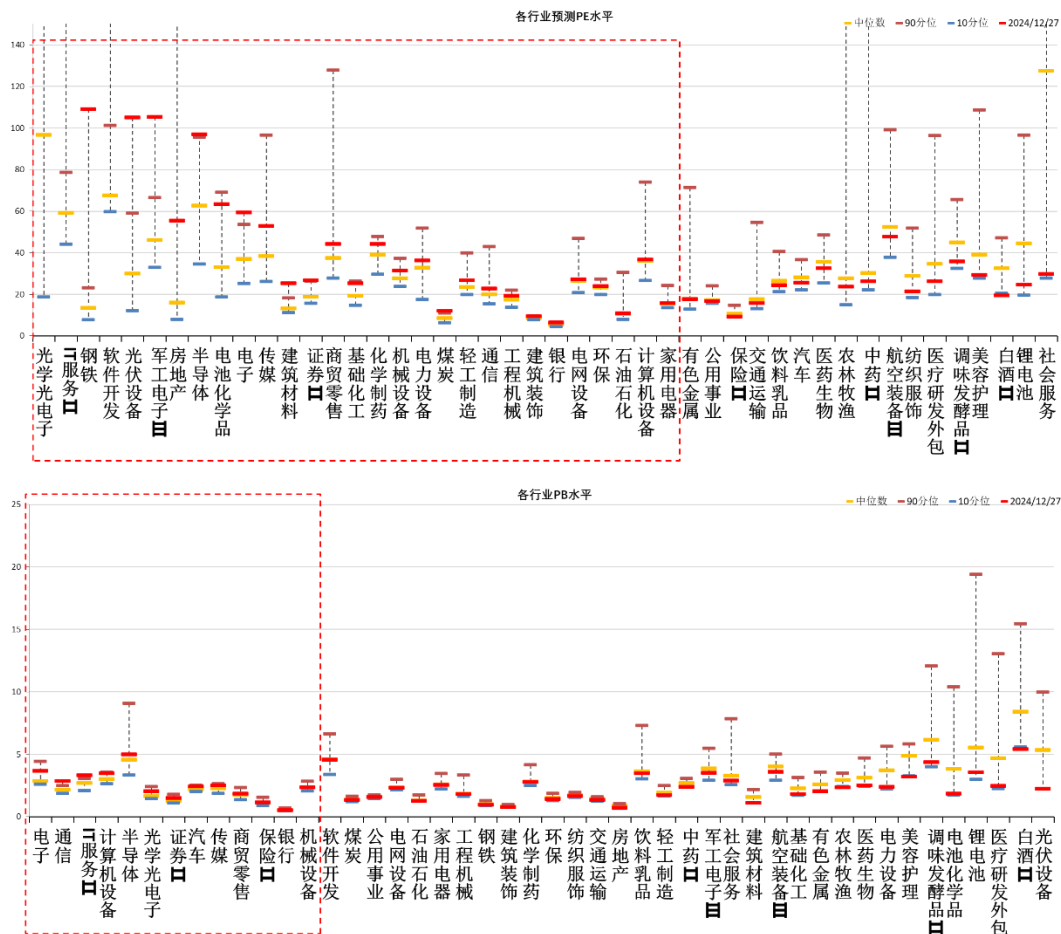
近期万得全 A 预测 PE15.17 倍，处于 66%分位水平，股权溢价率 3.55%，处于 88%分位水平。A 股大幅回升后估值重新回到中性区间。

| 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  | 11.20 | 10.47 | 1.25 | 7.17  | 0.77  | 0.82 | 0.52 | 0.53  |
| 沪深300 | 13.01 | 11.47 | 1.39 | 5.93  | 0.67  | 0.75 | 0.45 | 0.75  |
| 中小板指  | 24.69 | 16.89 | 2.58 | 2.29  | 0.35  | 0.36 | 0.21 | 0.84  |
| 创业板指  | 34.20 | 22.92 | 4.17 | 1.17  | 0.31  | 0.26 | 0.24 | 0.88  |
| 中证500 | 28.35 | 20.01 | 1.86 | 1.77  | 0.86  | 0.75 | 0.62 | 0.65  |
| 万得全A  | 18.85 | 15.17 | 1.60 | 3.55  | 0.66  | 0.66 | 0.33 | 0.88  |

| 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     | 9.18  | 0.96 | 6.27  | 0.33  | 0.48 | 0.23  |
| 标普500    | 28.86 | 5.17 | -1.16 | 0.77  | 0.98 | 0.00  |
| 纳斯达克指    | 47.21 | 6.75 | -2.50 | 0.81  | 0.99 | 0.00  |
| 德国DAX    | 16.72 | 1.77 | ----  | 0.63  | 0.76 | ----  |
| 法国CAC40  | 15.49 | 1.83 | ----  | 0.46  | 0.52 | ----  |
| 英国富时100  | 19.04 | 1.74 | ----  | 0.75  | 0.82 | ----  |
| 韩国综合指    | 12.68 | 0.84 | ----  | 0.26  | 0.06 | ----  |
| 台湾加权指    | 22.67 | 1.84 | ----  | 0.88  | 0.16 | ----  |
| 日经225    | 19.02 | 2.06 | ----  | 0.44  | 0.87 | ----  |
| 胡志明指数    | 13.07 | 1.57 | ----  | 0.37  | 0.16 | ----  |
| 印度SENSEX | 22.95 | 3.82 | ----  | 0.24  | 0.90 | ----  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日.

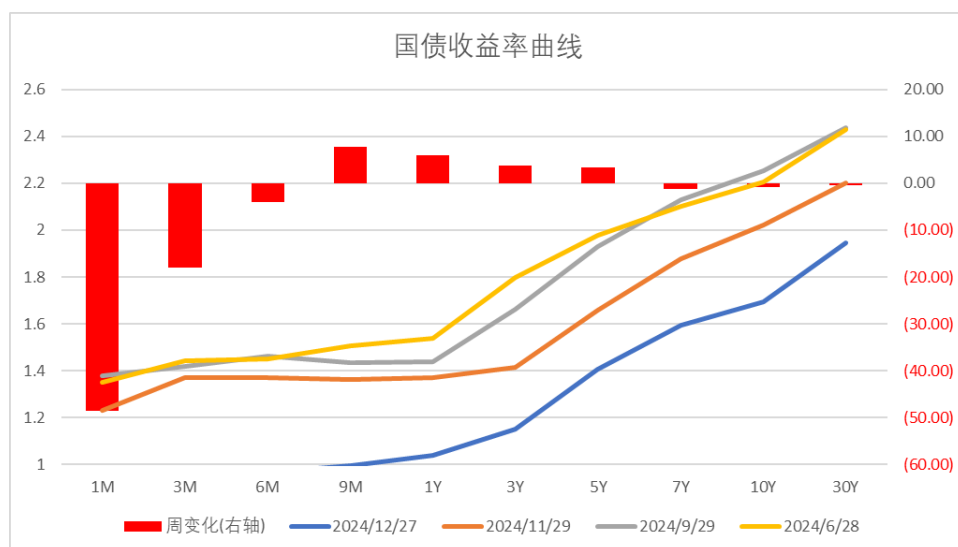
分行业看，预测 PE 约半数行业高于过去 5 年估值中位数，PB 方面约四分之一行业高于过去 5 年估值中位数，电子、计算机、军工估值相对较高



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.3 往后看，随着政策密集出台，顺周期板块相对占优，配置方向上关注：

- 1、存量房贷利率下调、个税减免等政策利好的内需相关板块。
- 2、特朗普交易利好的自主可控、军工、电子等相关主题。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2024 年 12 月 27 日

### 4.3 债券市场观点

4.3.1 中短期看，政策密集出台后市场风险偏好回暖，资金流出债市。虽然政策实际效果有待观察但由于汇率压力缓解政策空间加大，现阶段复苏逻辑无法证伪，债市仍面临一定波动，建议短期以风险规避策略为主。

**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。