

国内超跌反弹，关注预期变化

一、重要信息点评

1. 10月31日，国家统计局公布10月PMI数据。10月官方制造业PMI 49.2%，前值50.1%，非制造业PMI 48.7%，前值50.6%，均降至临界点以下。制造业方面，大中小企业景气度均有所回落，仅大企业仍处于扩张区间。从分项指数看，产需两端均放缓，10月生产指数为49.6%，超季节性回落1.9个百分点，与高频数据表现吻合。原材料库存指数回升0.1个百分点至，产成品库存指数回升0.7个百分点，反映出制造业被动补库存压力。新订单指数回落1.7个百分点至48.1%，新出口订单指数回升0.6个百分点至47.6%，进口指数回落0.2个百分点至47.9%，内需大幅回落，纺织、家具、化学纤维及橡胶塑料制品等行业供需降幅较大，新出口订单指数小幅修复但仍在收缩区间，10月中国出口集装箱运价指数跌幅较大，指向出口回落压力较大。非制造业方面，10月非制造业商务活动指数回落1.9个百分点至48.7%，其中服务业PMI回落1.9个百分点至47%，建筑业回落2个百分点至58.2%。服务业PMI继续大幅走弱，与疫情反复有关。行业层面，零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数继续低位回落，业务总量下降。基建施工高位震荡，地产施工回落。往后看，年内专项债额度下达，基建投资端有支撑，但10月下旬沥青开工率、螺纹钢、热卷价格等指标回落，显示基建落地有放缓趋势。地产方面，10月1日-28日60城新房销售面积同比下降28%，地产销售仍处于磨底状态。

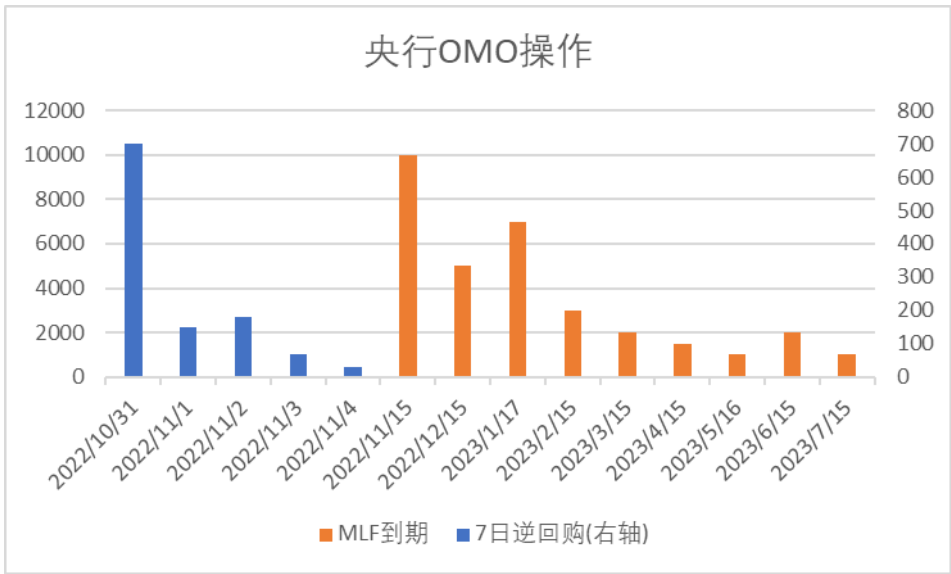
2. 11月1日，美国公布10月Markit制造业PMI终值50.4，前值49.9，预期49.9，10月ISM制造业指数50.2，前值50.9，预期50.2；9月JOLTS职位空缺1071.7（万人），前值1005.3，预期1000。数据显示随着美联储持续加息，美国经济衰退压力开始显现，国内需求放缓，但就业市场韧性犹存。

3. 11月2日，美联储的政策利率联邦基金利率的目标区间从3.00%至3.25%上调到3.75%至4.00%，加息75BP符合市场预期，美联储表态整体鸽鹰互现。本次FOMC声明中提到“在决定未来目标区间的加息速度时，委员会将考虑货币政策收紧的累积效应——货币政策对经济活动、通胀和金融发展的滞后影响。”，暗示12月或缩减加息步长。但此后发布会上，鲍威尔重申将令通胀重回2%，并强

调未来利率水平高度不确定、最终的利率将高于此前的预期，整体表态偏鹰。总体看，在失业率出现明确拐点前，博弈美联储宽松为时尚早。

4. 11月4日，美国公布10月非农数据。10月新增非农就业人口26.1万，预期20.5万，前值31.5万，新增非农就业人口依然强劲。失业率升至3.7%，预期值3.5%，前值3.5%。员工平均时薪环比上涨0.4%，前值0.3%，薪资上涨对通胀压力仍大。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

上周央行 OMO 投放 1130 亿，同时到期 8500 亿，共计净回笼 7370 亿，跨月后逆回购投放量回落至低位。后续关注 11 月 1 万亿 MLF 到期背景下央行是否会使用降准进行对冲。

生产	2022/10/8	2022/10/14	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	
高炉开工率(247家):全国	83.50	82.62	82.05	81.48	78.77	↘
	2022/9/10	2022/9/20	2022/9/30	2022/10/10	2022/10/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	209.82	214.50	213.14	210.75	206.49	↘
	2022/10/7	2022/10/14	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	301.17	293.44	299.19	305.02	305.02	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-12.72	-11.12	-11.78	-13.09	-14.21	拐头向下
	2022/10/6	2022/10/13	2022/10/20	2022/10/27	2022/11/3	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	34.09	58.91	52.14	47.64	40.97	↘
开工率:汽车轮胎:半钢胎	40.64	64.40	64.77	55.34	53.89	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

生产数据方面，高炉开工率与螺纹钢及粗钢产量持续下行，同时钢材库存也在此背景拐头向下。此外，汽车钢胎开工率继续维持下行。从生产数据来看，工业生产动能可能已经出现了一定的回落迹象。

需求	2021/11/4	2022/10/14	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	趋势
商品房成交面积:本月以来	52.93	25.59	30.72	34.20	43.83	低位回升
商品房成交面积:一线城市:本月以来	12.97	5.96	7.70	8.55	11.66	低位回升
商品房成交面积:二线城市:本月以来	30.53	13.43	16.15	17.45	24.48	低位回升
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.44	6.20	6.87	8.20	7.69	低位回升
	2022/9/25	2022/9/30	2022/10/16	2022/10/23	2022/10/31	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	23.49	31.23	36.60	36.04	28.93	——
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	8.83	15.06	25.28	22.45	17.86	——

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

需求数据方面，商品房成交面积保持快速回升，但地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距。另一方面，车辆销售数较此前有所下行但仍维持高位，反映了市场信心回落背景下消费在大量政策支持下对经济起到了一定的支撑作用。

价格	2021/11/4	2022/10/14	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	
农产品批发价格200指数	127.52	129.36	130.26	129.07	126.82	震荡
价格:生猪:外三元	16.26	27.73	28.46	27.44	26.55	↓
平均批发价:猪肉	23.02	34.15	35.67	35.07	35.14	震荡
粮油批发价格200指数	108.90	116.89	116.88	116.91	116.90	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.69	5.01	4.94	4.75	4.52	↓
平均批发价:7种重点监测水果	5.92	6.56	6.59	6.32	6.50	震荡下行
南华工业品指数	3,138.37	3,749.04	3,630.51	3,558.25	3,670.93	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	82.13	93.17	91.59	94.08	98.92	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

价格数据方面，农产品价格继续震荡。其中，蔬菜价格震荡下行，生猪价格出现了一定的见顶回落迹象，同时水果价格则维持震荡磨底，粮油价格在国际局势扰动下仍维持高位。值得注意的是，此前猪肉价格虽然转为震荡但并未回落，后续需猪价二次上行背景下 CPI 食品项压力。PPI 影响因素方面，石油价格在持续下行了一段时间后出现了一定程度的震荡。后续一方面美国在大幅释放石油储备后存在补库存需求，同时 OPEC 增产能力有待观察背景下俄罗斯石油供给缺口如何填补也引发市场担忧，不过随着海外各国加速收紧货币政策，需求走弱将带动能源价格回落，同时也带动工业品价格整体开启下行通道。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	5.31	5.31	26.96
COMEX黄金	2.49	2.49	-7.81
LME铝	6.26	6.26	-16.30
LME铜	7.72	7.72	-16.33
CBOT玉米	-0.07	-0.07	14.66
CBOT大豆	4.45	4.45	9.20

	2022/11/4	2022/10/30	2022/10/31	2022/1/1
ICE布油	98.75	94.16	92.85	77.94
COMEX黄金	1685.7	1648.3	1636.4	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体回升。其中, 随着市场预期亚洲需求转暖, 铜及铝分别涨 7.72%及 6.26%, 涨幅最大。ICE 布油期货升至 98.75 美元, COMEX 黄金价格收于 1685.7 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	10.76	-81.97	1481.38
美元兑人民币	-673.00	-1189.00	8305.00
美元兑日元	-83.50	-207.50	3154.55

	2022/11/4	2022/10/28	2022/10/31	2022/1/1
美元指数	110.7839	110.6763	111.6036	95.9701
美元兑人民币	7.1831	7.2504	7.302	6.3526
美元兑日元	146.6505	147.4855	148.7255	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

上周美元指数上行 10.76BP, 加息预期走强带动美元走强, 在此背景下人民币上周升值 673 个基点, 日元升值 83.5 个基点。

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2022/12/14	0.00%	0.00%	52.00%	48.00%	0.00%	0.00%			
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	18.60%	50.60%	30.90%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	3.80%	25.10%	46.60%	24.60%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	2.50%	17.80%	39.20%	32.10%	8.40%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	16.20%	37.00%	32.80%	10.80%	0.90%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.30%	4.00%	18.80%	36.50%	30.10%	9.60%	0.70%
2023/9/20	0.00%	0.00%	0.90%	6.60%	22.00%	35.40%	26.40%	8.00%	0.60%
2023/11/1	0.00%	0.00%	0.90%	6.10%	20.60%	34.20%	27.20%	9.60%	1.30%
2023/12/13	0.20%	1.90%	8.90%	23.20%	32.90%	23.90%	8.10%	1.00%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

美联储加息预期方面, 11 月 FOMC 会议加息 75BP 符合预期, 但市场对于 12 月加息 50BP 或 75BP 仍存在一定分歧, 同时鲍威尔会后表态使得长期加息幅度预期有所增强。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

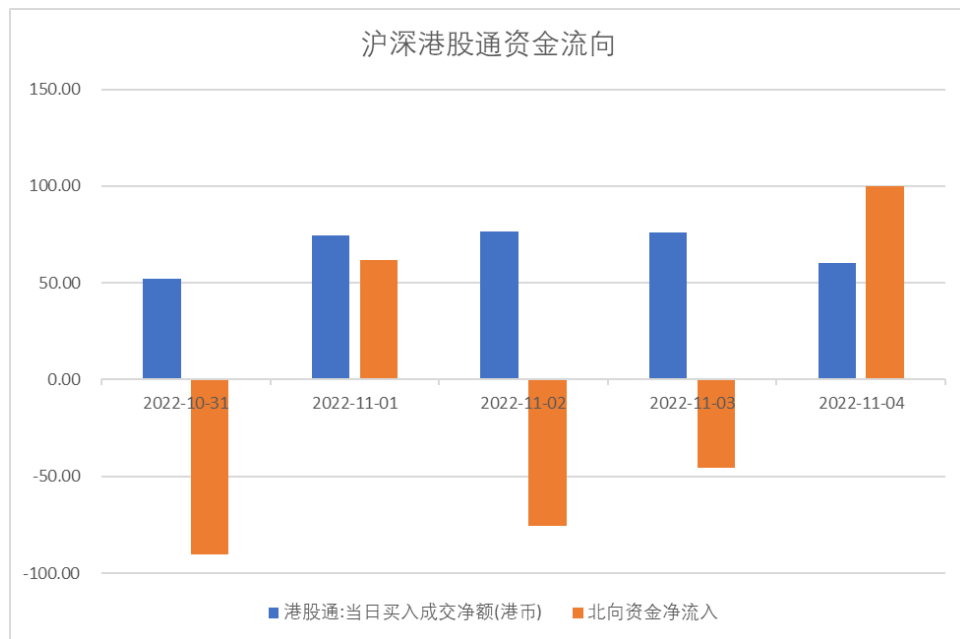
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	8	1	1	7	3	1	3	1	3	2	30
上上周	6	1	4	8	5	4	5	2	8	1	44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

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	9	8	1	2	0	6	0	0	5	23
	发行规模(亿元)	154.67	134.83	2.59	25.06	0.00	12.37	0.00	0.00	14.03	208.73
上上周	数量	10	10	1	5	2	2	0	0	4	22
	发行规模(亿元)	222.14	222.14	2.22	10.55	2.88	4.91	0.00	0.00	5.89	245.71
本月以来	数量	8	7	1	2	0	4	0	0	4	19
	发行规模(亿元)	152.57	132.73	2.59	25.06	0.00	10.16	0.00	0.00	11.79	202.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 30 支, 其中普通混合型基金 8 支, 债券类基金 (8 支) 少于股票类基金 (12 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 208.73 亿, 发行规模较上上周有所下降, 其中股票及偏股型基金发行规模有所增加。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流出 50.11 亿, 较上上周有所缓和; 同时南向资金净流入 339.72 亿, 较上上周有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	6.07	7.51	-24.62
中证500	6.08	5.62	-16.66
沪深300	6.38	7.37	-23.75
偏股混合型基金指数	6.40	6.65	-18.08
万得全A	6.75	6.78	-17.73
科创50	7.96	6.19	-23.27
中小板指	8.27	8.13	-23.41
创业板指	8.92	8.22	-26.23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

A 股表现来看，上周主要板块均有所上涨，其中创业板涨 8.92%，涨幅最大。市场预期需求将逐步回升并带动经济企稳。偏股基金指数涨 6.40%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	1.53	3.06	-13.20
低市盈率指数	2.65	4.69	-16.69
大盘指数	6.56	7.68	-24.00
小盘指数	6.85	6.18	-17.73
绩优股指数	8.11	9.59	-25.57
茅指数	8.45	9.42	-25.31
高市盈率指数	9.07	7.88	-18.97
高市净率指数	10.62	10.43	-22.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

上周 A 股各风格指数中，高 PE 指数高 PB 指数分别涨 9.07%及 10.62%，表现最好；低 PE 及低 PB 指数分别涨 2.65%及 1.53%，表现最差。反弹阶段高弹性的成长风格阶段性占优。

今年以来，A 股市场风格切换较为频繁，市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈，股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
房地产	0.61	国防军工	0.36	传媒	-32.52
煤炭	1.41	计算机	1.34	电子	-31.48
银行	1.68	通信	2.11	建筑材料	-31.11
建筑装饰	2.83	银行	2.92	非银金融	-27.04
国防军工	2.96	公用事业	3.89	食品饮料	-25.93
电力设备	9.99	美容护理	10.34	通信	-11.15
商贸零售	10.15	社会服务	10.92	社会服务	-10.30
社会服务	10.78	汽车	11.67	交通运输	-4.05
食品饮料	11.18	商贸零售	11.77	综合	6.43
汽车	12.74	食品饮料	12.72	煤炭	22.36

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

行业方面，上周申万 31 个中 31 个上涨，0 个下跌。其中，市场预期随着时间推移，我国将逐步摆脱疫情困扰，在此背景下消费相关行业均表现较好，其中汽车、食品饮料、社会服务及商贸零售涨幅均超过 10%，表现最好。此外，此前景气度较高的电力设备行业在反弹阶段占优，上周涨 9.99%，涨幅居前。另一方面，稳增长相关行业由于弹性较差上周表现不佳，其中房地产、银行、煤炭及建筑装饰分别涨 0.61%、1.41%、1.68%及 2.83%，涨幅最小。

	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	8.73	10.04	-30.93
恒生科技指数	15.63	14.43	-42.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间至 2022 年 10 月 21 日.

港股方面, 恒生指数涨 8.73%, 恒生科技指数涨 15.63%, 市场预期国内经济基本面反转带动港股大幅度反弹。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-5.65	-4.67	-33.04
标普500	-3.35	-2.62	-20.89
标普小盘600	-2.13	-2.03	-16.43
道琼斯工业指数	-1.40	-1.01	-10.83
标普中盘400	-1.20	-1.12	-15.35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

美股方面上周整体回落, 其中纳斯达克指数跌 5.65%, 跌幅居前。美联储长期加息预期走强带动市场风险偏好下滑, 在此背景下股市表现较差。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 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 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
胡志明指数	-2.94	-3.00	-33.45
日经225	0.35	-1.41	-5.53
德国DAX	1.63	1.56	-15.27
印度SENSEX30	1.65	0.34	4.63
台湾加权指数	1.36	0.59	-28.50
法国CAC40	2.29	2.39	-10.30
韩国综合指数	3.53	2.39	-21.13
英国富时100	4.07	3.39	-0.67

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

其他海外市场方面, 越南市场跌 2.94%, 表现最差; 英国市场涨 4.07%, 表现最好。新兴市场较发达国家市场表现占优。

b) 债券市场

	R001:1M MA	R007:1M MA	DR001:1 MMA	DR007:1 MMA
上周最后一天	1.50	1.80	1.38	1.65
较上上周变化(BP)	6	-4	5	-3

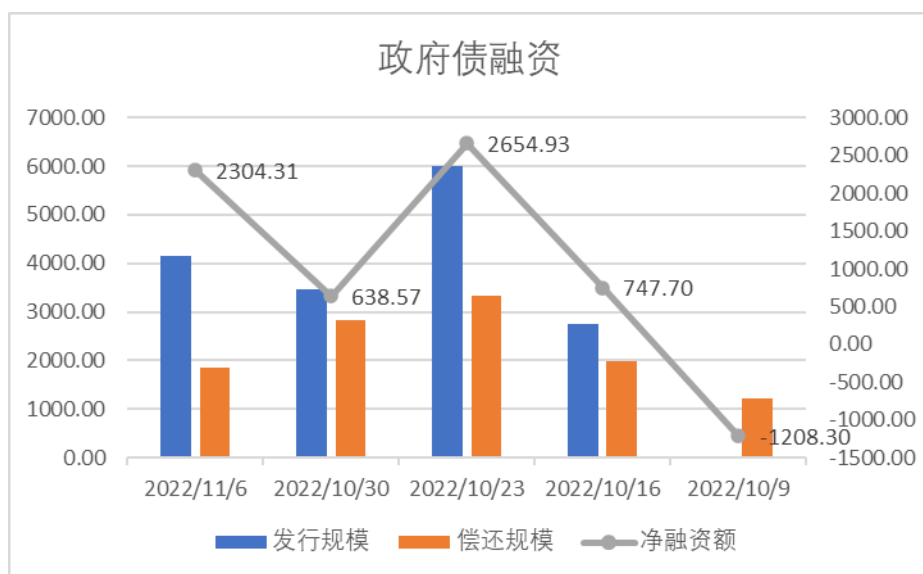
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

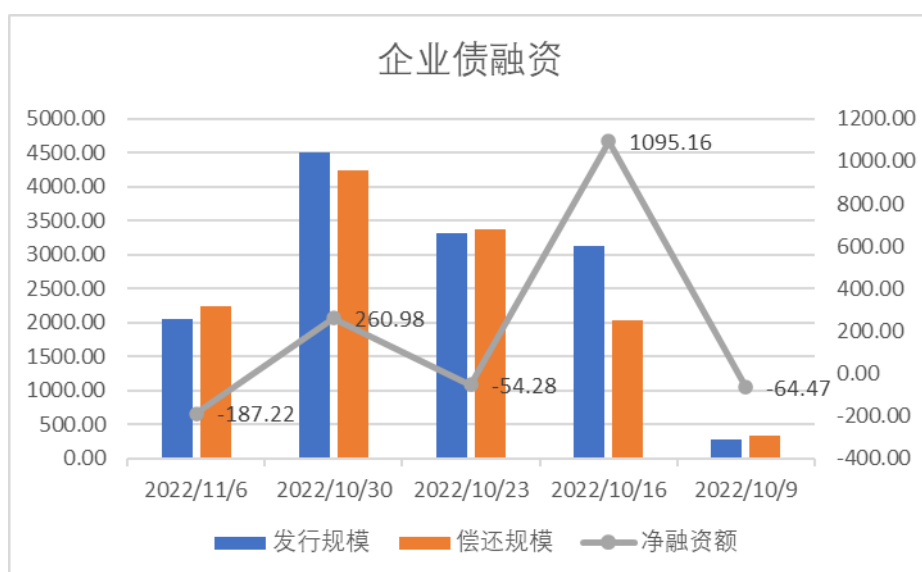
	2022/10/31	2022/10/28	2022/11/4
1Y	1.15	1.27	1.23
6M	1.15	1.27	1.25
	2021/10/31	2021/10/28	2021/11/4
1Y	2.2723	2.3012	2.3369
6M	2.1836	2.217	2.1934
	2020/10/31	2020/10/28	2020/11/4
1Y	2.8073	2.9179	2.947
6M	2.7737	2.92	2.934
	2019/11/1	2019/10/29	2019/11/5
1Y	2.8018	2.7032	2.8035
6M	2.7516	2.6289	2.7384

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

上周货币市场利率中 R001 及 R007 继续上行, R007 及 DR007 则维持震荡, 货币环境整体而言较此前更紧。

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.23、1.25, 较此前有所回落, 10 月社融可能不及市场预期。





数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 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 2304.31 亿, 较上上周有所增加; 企业债净融资额-187.22 亿, 较上上周有所走弱。

从高频数据看, 10 月社融中债券部分依靠政府托底可能出现一定的温和回升, 但企业发债及贷款部分目前来看并不乐观, 因此中长期需求回升可能仍需一段时间。

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	1.76	2.28	2.49	2.70	国债	52.2	20.39	21.36	国债	-	-	-
国开债	1.88	2.36	2.60	2.81	国开债	47.15	24.82	20.84	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.15	2.56	2.93	-	AAA信用债	41	36.92	-	AAA信用债	26.54	20.39	32.49
AA+信用债	2.46	3.02	3.59	-	AA+信用债	46.15	40.31	-	AA+信用债	41.64	40.64	56.13
AA信用债	4.83	5.39	5.96	-	AA信用债	56.15	56.31	-	AA信用债	57.64	66.64	98.13
AA-信用债	1.29	1.68	1.74	-	AA-信用债	56.15	56.31	-	AA-信用债	294.64	303.64	335.13

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	2	4	6	4	国债	3	6	6	6	国债	-48	-17	-12	-7
国开债	0	6	4	3	国开债	3	7	5	4	国开债	-43	-21	-18	-27
AAA信用债	4	0	4	-	AAA信用债	4	1	4	-	AAA信用债	-60	-40	-34	-
AA+信用债	4	1	5	-	AA+信用债	4	1	4	-	AA+信用债	-58	-36	-32	-
AA信用债	1	0	4	-	AA信用债	0	1	4	-	AA信用债	-60	-69	-58	-
AA-信用债	1	0	4	-	AA-信用债	0	1	4	-	AA-信用债	-58	-67	-56	-

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	0.06	0.10	0.10	0.08	国债	0.99	0.76	0.74	国债	-	-	-
国开债	0.07	0.06	0.07	0.02	国开债	0.53	0.62	0.51	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.08	0.02	0.03	-	AAA信用债	0.55	0.76	-	AAA信用债	0.08	0.00	0.05
AA+信用债	0.08	0.04	0.01	-	AA+信用债	0.58	0.60	-	AA+信用债	0.09	0.03	0.06
AA信用债	0.09	0.07	0.03	-	AA信用债	0.49	0.54	-	AA信用债	0.11	0.07	0.04
AA-信用债	0.08	0.15	0.11	-	AA-信用债	0.44	0.51	-	AA-信用债	0.46	0.47	0.40

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	-2	国债	3	0	0	国债	31	5	5
国开债	5	-1	-2	国开债	4	-1	-1	国开债	22	4	-9
AAA信用债	-4	3	-	AAA信用债	-3	3	-	AAA信用债	20	6	-
AA+信用债	-3	3	-	AA+信用债	-3	3	-	AA+信用债	22	3	-
AA信用债	-1	3	-	AA信用债	1	3	-	AA信用债	-9	10	-
AA-信用债	-1	3	-	AA-信用债	1	3	-	AA-信用债	-9	10	-

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	-1	AAA信用债	2	-6	-1	AAA信用债	-17	-18	-16
AA+信用债	4	-4	0	AA+信用债	2	-6	-1	AA+信用债	-14	-14	-15
AA信用债	1	-5	-1	AA信用债	-2	-6	-1	AA信用债	-16	-47	-41
AA-信用债	1	-5	-1	AA-信用债	-2	-6	-1	AA-信用债	-14	-45	-39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 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。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体上行，其中 5YAA+ 上行 5BP，幅度最大。利率债则整体长端上行大于短端，5Y 国债及 3Y 国开债上行 6BP，幅度最大。市场预期疫情管控政策边际变化将带动经济回暖，在此背景下债券收益率整体上行。整体来看，虽然我国经济企稳回升可能仍需一段时间，且这段时间内预计宽货币不会转向，但是稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续在利率分位数已经很低的背景下继续下行空间可能有限。

期限利差方面，上周利差整体震荡，目前分位数较此前有所回落但仍位于较高区间，后续可以获利空间较大。

信用利差方面，上周利差整体收窄，且目前处于较低分位数区间，除 AA- 分位数较高外其余等级期限的信用利差获利空间均较小。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.71	2.04	2.34	--	--
国有银行	1.35	1.60	1.94	2.05	2.06
股份银行	1.40	1.80	2.02	2.07	2.08
城商行	1.63	2.02	2.25	2.26	2.40
农商行	1.72	2.02	2.20	2.14	2.21
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-7	2	9	--	--
国有银行	0	0	0	5	3
股份银行	0	-6	-11	6	2
城商行	-11	3	4	1	12
农商行	0	-16	8	3	4
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	347.2	148.2	113.6	591.2	1011.4
国有银行	0	0	0	60	191
股份银行	79	4	42	342	553
城商行	268	119	55	172	194
农商行	0	25	17	17	73

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体呈上行, 其中发行规模最多的 1Y 股份银行上行 2BP, 9M 股份银行上行 6BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.13	2.51	2.89	AAA+	25.02	15.38	28.69	AAA+	0.096	0.009	0.192
AAA	2.17	2.57	2.95	AAA	28.13	21.38	34.85	AAA	0.087	0.008	0.071
AAA-	2.23	2.65	3.04	AAA-	34.89	29.21	43.19	AAA-	0.085	0.001	0.037
AA+	2.30	2.79	3.18	AA+	41.89	43.21	57.19	AA+	0.087	0.038	0.052
AA	2.39	2.94	3.61	AA	50.89	58.21	100.19	AA	0.065	0.012	0.069

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.16	2.59	2.95	AAA	27.76	23.06	34.75	AAA	0.053	0.009	0.011
AA+	2.27	2.78	3.18	AA+	38.37	41.99	57.76	AA+	0.075	0.046	0.101
AA	2.38	2.92	3.44	AA	49.37	56.49	83.26	AA	0.083	0.056	0.094
AA(2)	2.50	3.12	3.89	AA(2)	61.37	76.49	128.26	AA(2)	0.084	0.057	0.177

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 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。

中短票据方面, 从利差角度看除部分 5 年品种外各期限等级的票据与国开债之间的利差均处于 0.15 以下历史分位数区间, 获利空间不大; 相对而言长期品种配置价值更高。城投方面, 不同期限及等级的券种与国开债间的利差分位数都

在 0.2 分位数以下，且随着部分城投出现技术性违约，市场担忧这类资产可能会出现一定的风险，后续波动可能会加大。

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	2.19	2.40	2.58	2.87	3.04	利率变化(BP)	4.09	4.32	0.32	0.86	1.74	利率分位数	0.10	0.07	0.01	0.01	0.02
当前利差	3.78	4.13	9.49	16.50	23.10	利差变化(BP)	-3.26	-0.66	-1.75	-0.40	1.17	利差分位数	0.02	0.05	0.00	0.03	0.20

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 2022 年 11 月 4 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.26	2.67	3.08	3.49	AAA-	37.41	31.28	47.58	68.20	AAA-	2.59	-0.07	0.64	1.27
AA+	2.29	2.71	3.13	3.54	AA+	40.83	34.99	52.64	73.18	AA+	0.60	-1.09	0.63	1.27
AA	2.50	2.92	3.50	3.91	AA	61.83	55.99	89.64	110.18	AA	0.60	-2.09	0.63	1.27
AA-	3.54	4.01	4.60	5.01	AA-	165.83	164.99	199.64	220.18	AA-	0.60	-2.09	0.63	1.27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

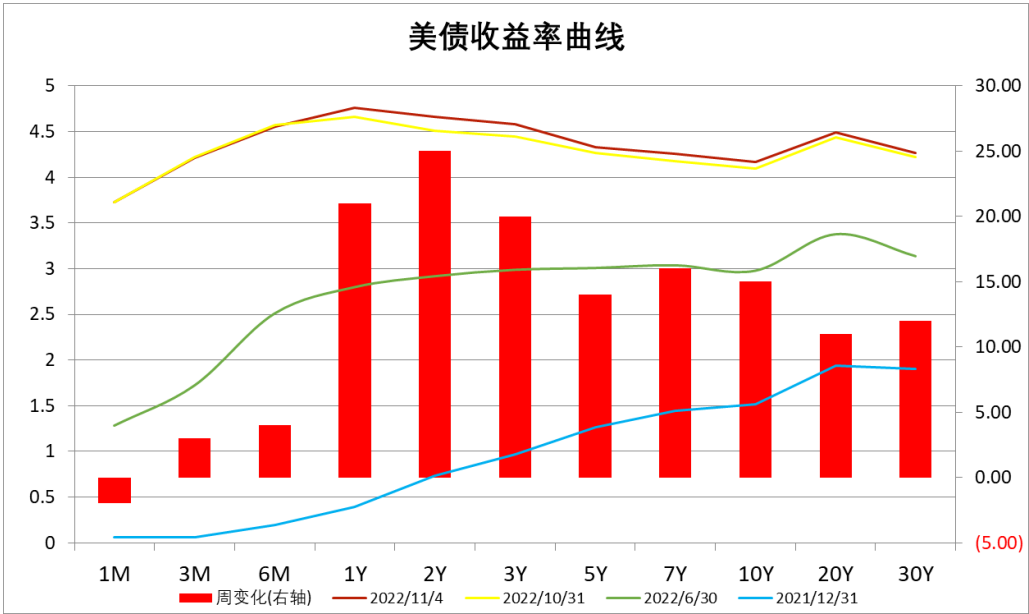
上周二级资本债收益率均有所上行。其中 2Y 上行 4.32BP，上行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.1 以下，利差位于 0.2 以下，利率及利差角度获利空间均较低。永续债方面，1YAAA-上行幅度最大，达 2.59BP。

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	2.10	2.50	2.88	3.31	AAA级RMBS	21.23	14.25	27.25	49.36	AAA级RMBS	0.063	0.015	0.018	0.073
AAA级消金	2.22	2.63	3.04	3.44	AAA级消金	33.53	27.40	43.99	62.49	AAA级消金	0.053	0.003	0.024	0.018
AAA级企业ABS	2.47	2.92	3.28	3.71	AAA级企业ABS	59.01	56.88	68.06	90.13	AAA级企业ABS	0.095	0.032	0.003	0.034
AAA级ABN	2.33	2.79	3.16	3.58	AAA级ABN	44.85	43.25	55.54	76.85	AAA级ABN	0.068	0.04	0.01	0.018

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 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，目前各个类型及期限的 ABS 与国开债间的利差均处于 0.1 及以下的极低历史分位数区间。整体来看，ABS 配置价值有限。

综合我国各个债券分项来看，各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低或极低分位数水平上，虽然经济下行叠加货币宽松使得此前利率有所下行，但在稳增长大背景下后续下行空间有限，应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

美债方面,上周 1M 下行 2BP 外其余均上行。其中,2Y 上行幅度最大,达 25BP。11 月 FOMC 会议后鲍威尔对后续加息的指引使市场预期加息将持续更久,推动美债利率再度上行。同时,2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深,目前利差为 49BP。相较于 4 月初的上一次倒挂,此次幅度更大,持续时间更长,这意味着市场对于衰退的共识更强。目前各类前瞻指标预示明年 Q2 前后美国可能正式面临衰退,同时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

指标	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	趋势
PMI	49.20	50.10	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	震荡上行
工业增加值:当月同比	----	6.30	4.20	3.80	3.90	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	5.79	5.39	↗
GDP:不变价:当季同比	----	3.90	----	----	0.40	----	----	4.80	----	----	5.19	----	拐头向上
固定资产投资完成额:累计同比	----	5.90	5.80	5.70	6.10	6.20	6.80	9.30	12.20	----	3.90	3.89	↗
固定资产投资完成额:制造业:累计同比	----	10.10	10.00	9.90	10.40	10.60	12.20	15.60	20.90	----	5.36	4.75	↗
房地产开发投资完成额:累计同比	----	-8.00	-7.40	-6.40	-5.40	-4.00	-2.70	0.70	3.70	----	5.69	6.40	↘
固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	----	11.20	10.37	9.58	9.25	8.16	8.26	10.48	8.61	----	1.80	1.56	↗
社会消费品零售总额:当月同比	----	2.50	5.40	2.70	3.10	-6.70	-11.10	-3.53	6.70	----	3.14	4.45	震荡上行
出口金额:人民币:当月同比	----	10.70	11.80	23.80	21.50	14.70	1.60	12.60	3.90	20.80	13.91	15.36	↘
社会融资规模存量:同比	----	10.60	10.50	10.70	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	震荡上行
M2:同比	----	12.10	12.20	12.00	11.40	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	拐头向下
社融-M2	----	-1.50	-1.70	-1.30	-0.60	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	拐头向上
CPI:当月同比	----	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	↗
PPI:全部工业品:当月同比	----	0.90	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日. 深红色数据为两年同比.

指标(2022/10/31)	预测值	实际值	
PMI	----	49.2	----
工业增加值:当月同比	4.9	----	----
GDP:当季同比	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.92	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	1.54	----	----
出口金额:当月同比	3.4	----	----
社会融资规模:当月值	16350	----	----
M2:同比	12.01	----	----
CPI:当月同比	2.42	----	----
PPI:当月同比	-1.16	----	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

4.1.1 经济震荡筑底, 外部不确定性犹存

10 月 PMI 再度回落至收缩区间, 产需走弱下经济底部震荡。10 月官方制造业 PMI49.2%, 前值 50.1%, 非制造业 PMI48.7%, 前值 50.6%, 均降至临界点以下。制造业方面, 从企业规模看, 大中小企业景气度均有所回落, 仅大企业仍处于扩张区间。从分项指数看, 产需两端均放缓, 10 月生产指数为 49.6%, 超季节性回落 1.9 个百分点, 与高频数据表现吻合。原材料库存指数回升 0.1 个百分点至, 产成品库存指数回升 0.7 个百分点, 反映出制造业被动补库存压力。新订单指数回落 1.7 个百分点至 48.1%, 新出口订单指数回升 0.6 个百分点至 47.6%, 进口指数回落 0.2 个百分点至 47.9%, 内需大幅回落, 纺织、家具、化学纤维及橡胶

塑料制品等行业供需降幅较大，新出口订单指数小幅修复但仍在收缩区间，10月中国出口集装箱运价指数跌幅较大，指向出口回落压力较大。非制造业方面，10月非制造业商务活动指数回落1.9个百分点至48.7%，其中服务业PMI回落1.9个百分点至47%，建筑业回落2个百分点至58.2%。服务业PMI继续大幅走弱，其中零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数继续低位回落，业务总量下降，显示疫情反复仍对服务业市场形成冲击。建筑业景气水平依旧维持高位，基建施工仍是主要支撑，而地产施工回落。往后看，年内专项债额度下达，基建投资端有支撑，但10月下旬沥青开工率、螺纹钢、热卷价格等指标回落，显示基建落地有放缓趋势。地产方面，10月1日-28日60城新房销售面积同比下降28%，地产销售仍处于磨底状态。

4.2 股票市场观点

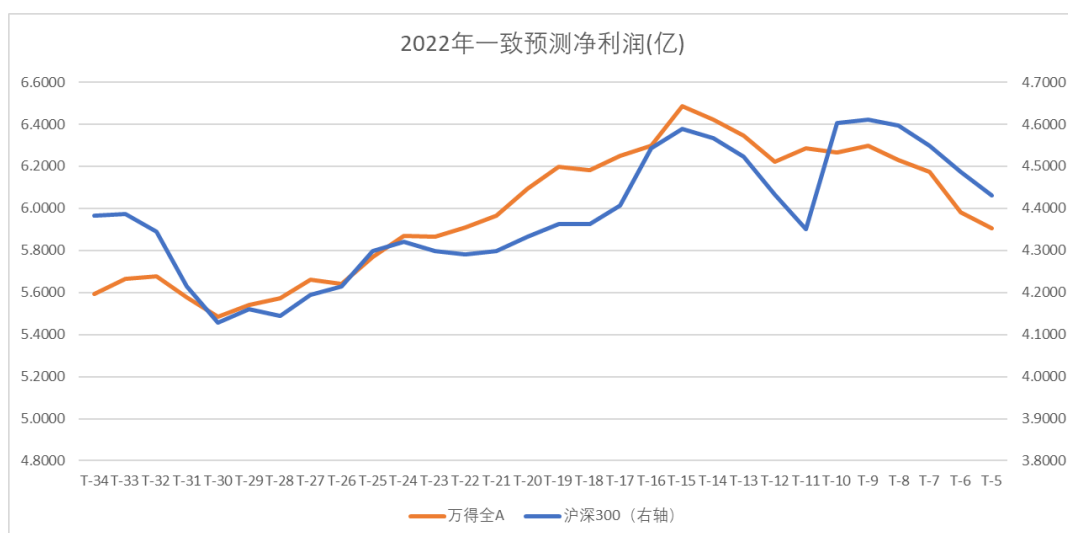
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全A预测PE12.34倍，处于12%分位水平，股权溢价率3.16%，处于90%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	8.83	7.87	1.13	8.52	0.05	0.04	0.09	0.97
沪深300	10.92	8.97	1.28	6.34	0.07	0.05	0.02	0.99
中小板指	26.47	15.86	3.36	0.97	0.27	0.06	0.25	0.95
创业板指	40.44	24.23	5.14	-0.34	0.16	0.19	0.44	0.96
中证500	23.32	14.42	1.66	1.48	0.45	0.08	0.11	0.73
万得全A	16.75	12.34	1.59	3.16	0.26	0.12	0.13	0.90

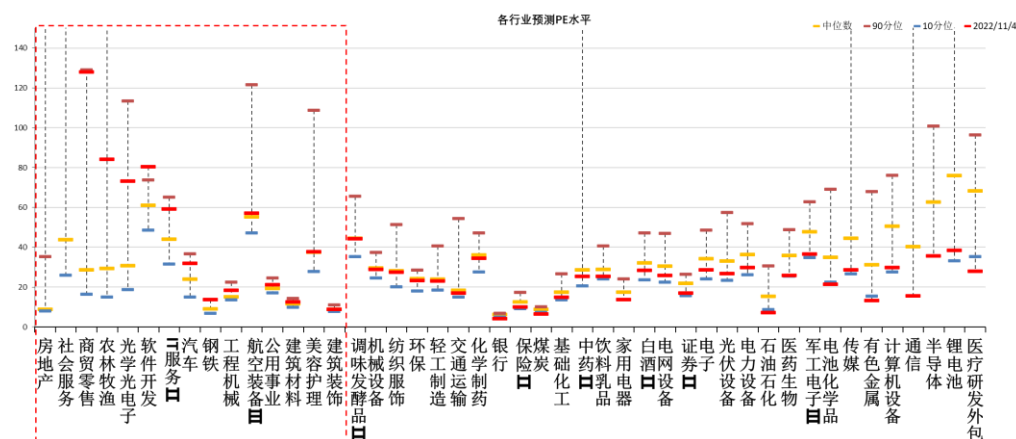
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	7.91	0.79	8.47	0.01	0.01	0.82
标普500	19.45	3.68	0.97	0.09	0.58	0.03
纳斯达克指数	27.70	3.79	-0.56	0.07	0.05	0.03
德国DAX	12.80	1.45	----	0.14	0.11	----
法国CAC40	13.12	1.62	----	0.04	0.45	----
英国富时100	13.63	1.64	----	0.07	0.24	----
韩国综合指数	10.49	0.88	----	0.14	0.32	----
台湾加权指数	9.37	1.67	----	0.01	0.27	----
日经225	26.40	1.62	----	0.77	0.15	----
胡志明指数	10.40	1.60	----	0.00	0.01	----
印度SENSEX30	22.75	3.41	----	0.19	0.80	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

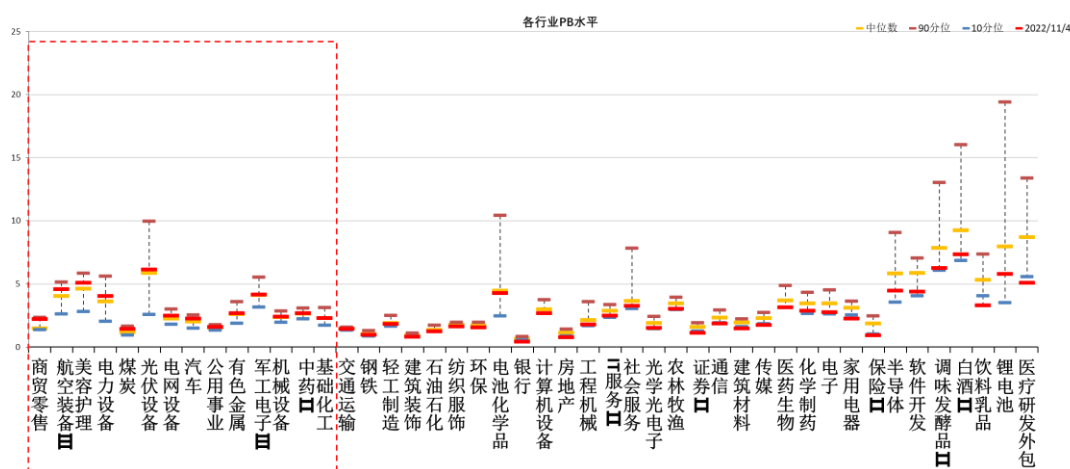


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

分行业看, 少数行业 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, 社会服务、商贸零售等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

4.2.2 上周 A 股超跌反弹，此前跌幅较大板块领涨，周内市场对防疫政策预期有边际变化叠加此前累计的超跌动能较为充足，汽车、食品饮料、社会服务领涨。港股市场全面上涨，资讯科技业、医疗保健业和非必需性消费涨幅较大。美股市场全面下跌，先抑后扬，大盘价值风格相对占优，能源、材料和工业表现较好。

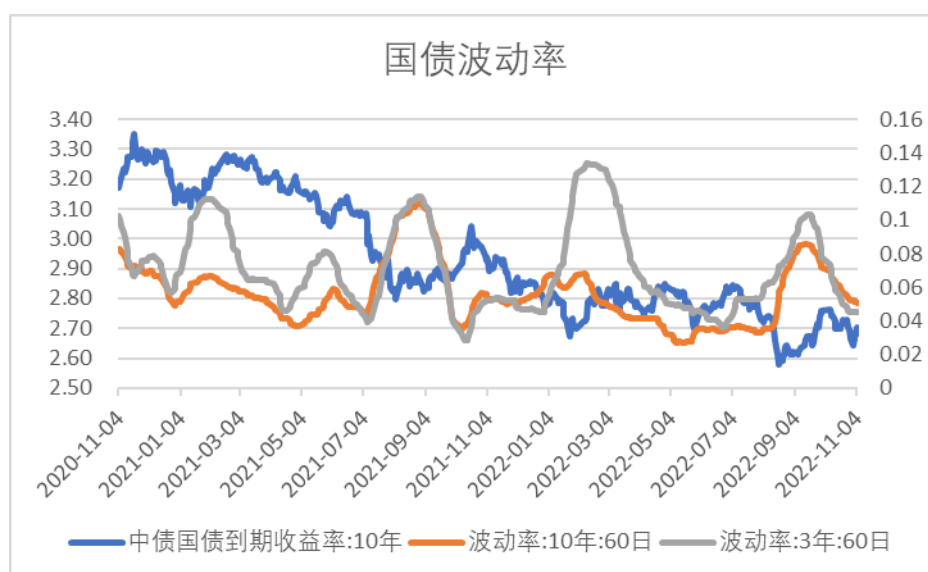
4.2.3 近期基金陆续公布三季报。整体看，三季度主动偏股型基金资产总规模环比回落 12.72%，权益仓位环比降低 1.36%，但仍处于高位。从结构看，对军工、地产、交运、计算机的配置占比明显上升，而电力设备、非银、医药遭到减持，新能源与消费行业整体超配依旧较为明显。基金整体持仓结构边际转向中小盘，赛道投资有所分化，向外扩散至具备可以博弈基本面反转可能性且拥挤度相对较低的板块。

4.2.4 10 月经济数据显示经济维持底部震荡，稳增长仍是主要支撑，海外需求下行趋势逐步确立背景下，后续内需导向行业或更占优。考虑到当前美国通胀与就业数据还未见实质性下行，美联储紧缩进程目前仍难言结束，或会对长久期核心资产形成压制。随着国内政策环境趋于稳定，后续市场关注点将逐步转向基本面本身，关注重点在居民端消费与支出拐点、美国通胀与就业数据拐点、人民币贬值压力下央行对流动性的态度，若有变化或将带领市场出现趋势拐点。

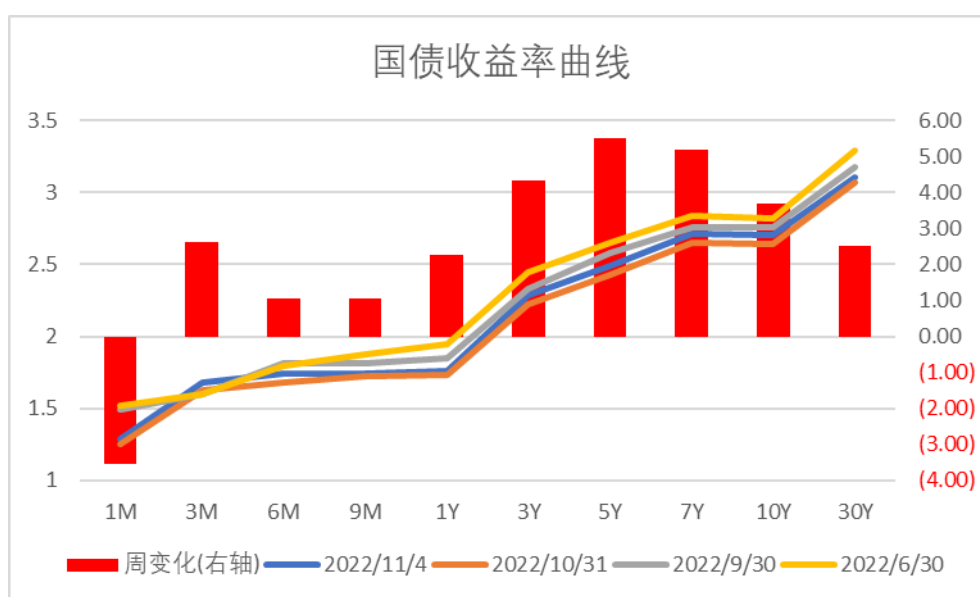
4.2.5 配置方向上关注：

1、短期内，市场风格处于板块快速轮动时期，向上向下空间均有限，以底部震荡为主，交易重心逐渐转向明年业绩预期，题材类超跌小盘成长或更占优，赛道内表现或将延续分化，机构维持高度超配行业或仍需时间消化，适度关注军工、信创、光伏辅材、汽车零部件及海上风电。

2、需求较为确定且拥挤度相对较低的农业正在逐步进入配置区间；估值相对偏低、地缘政治不确定性上升背景下，自主可控安全相关的半导体零部件或存在主题性机会。



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	101.3900	101.3550	412,983.0000	173,578.0000	-0.5045	0.3424
	-0.152641686	-0.1871	17,777.0000	-10462		



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 4 日.

- 4.3.1 上周，长端利率上行，主因周内市场对防疫政策预期变化。地产政策频出、稳增长发力或对债市交易形成压制，但地产行业的周期性下行、外需放缓使得经济难以找到大幅回暖的抓手，地产与疫情压制下，经济修复整体偏缓，同时资产荒为债市估值形成支撑，使得债市总体来说以区间震荡为主。
- 4.3.2 短期看，3 年国债期货波动率处于历史低位，年内经济修复偏缓慢，债市近期因预期变化调整后或存波段机会。此后 4 季度，社融增速趋于底部震荡，资金面大概率延续合理充裕，全球贸易进入下行周期，而政策推动基建提速对

冲出口下行，地产政策效果仍待观察。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况，同时防范增量政策如专项债提前批数额较大对债市供需层面的压力。此后信用扩张效果与货币政策仍是交易核心，国内宽信用预期增强叠加常态化货币宽松背景下，长债利率整体呈震荡格局。

目前我们对债券做中性配置，对债券的配置以久期策略为主，利率债偏波段机会，基本面不变的情况下 2.75 可参与，强化对信贷数据跟踪，强调配置时点的性价比。

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。