

国内政策频出，海外紧缩预期暂缓

一、重要信息点评

1. 11月7日，海关总署公布10月出口数据，出口超预期回落，进口延续低迷。以美元计价，中国10月进口-0.7%，预期0.3%，前值0.3%，出口同比-0.3%，预期3.4%，前值5.7%。分地区看，对美国、欧洲出口下行压力较大，外需持续回落。分商品看，地产后周期、电脑、服装、玩具等同比增速显著下滑，机械设备、集成电路等机电中间品有所转弱，汽车产业链出口维持高景气。

2. 11月9日，统计局公布10月通胀数据。中国10月CPI同比2.1%，预期2.4%，前值2.8%。环比0.1%，持平季节性；核心CPI同比0.6%，持平前值。环比0.1%，持平季节性；PPI同比降1.3%，预期降1.1%，前值涨0.9%。环比0.2%。CPI超预期下行，其中猪价和蛋价拉动食品项上升，非食品项回落，主因交通燃料价格、交通和通信、房租走弱，反映出居民出行半径缩短与汽油需求降低、地产周期下行和就业压力较大。核心CPI继续维持低位，终端需求偏弱。PPI同比转负，超预期下行：生产资料价格环比0.1%，前值-0.2%；生活资料价格环比0.5%，前值0.1%；30个行业中，涨幅前三的行业为煤炭开采、农副和有色开采，后三为油气开采、黑色开采和化学纤维。冬季储煤需求提升，煤炭开采价格上涨明显。国内定价商品价格走势偏弱，反映地产开工依旧偏弱。整体看，通胀数据显示国内经济循环延续偏弱，CPI体现居民收入预期偏弱及场景制约对消费的压制，PPI中黑色价格下行反映地产延续底部震荡。

3. 11月10日，央行公布2022年10月金融数据。10月新增社融9079亿元，预期1.65万亿元，前值3.53万亿元。社融存量增速10.3%，前值10.6%，低于市场预期；新增人民币贷款6152亿元，预期8242亿元，前值2.47万亿元，企业与居民延续分化。企业贷款同比多增1525亿，前值为9370亿，其中票据融资同比多增745亿，企业短期贷款同比多减1555亿，企业中长期贷款同比多增2433亿，需求偏弱下，票据再次冲量，同时中长期贷款同比多增反映出此前政策性银行工具和结构性货币政策工具效力继续存在支撑作用。此外，企业短贷回落，或与此前季末冲量对后续的挤出效应有关。居民贷款同比少增4827亿，前值1175亿，其中短期贷款新增-512亿元，同比多减938亿元，反映消费景气度有所降低。中长期贷款新增322亿，同比少增3889亿，一方面与此前9月房企冲业绩

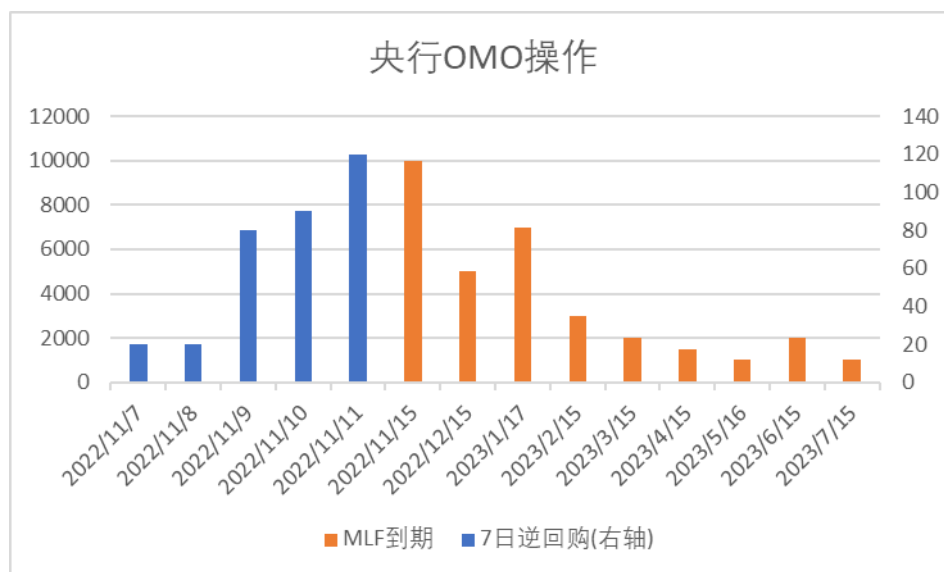
的挤出有关，另一方面也反映出房地产销售依然处于压力较大阶段，且居民提前还贷意愿足，楼市压力犹存。10月M2同比增速11.8%，较上月下降0.3个百分点，M2-社融增速差持平前值，流动性延续高位震荡。人民币存款同比多减9493亿元，其中住户存款同比少减，非银存款大幅同比少增，显示居民避险情绪加重，储蓄意愿较高。整体看，10月金融数据回落，结构上企业与居民延续分化，政策对经济延续强支撑，实体部门需求偏弱，且今年信贷季末冲量行为相对更明显。

4. 11月10日，中共中央政治局常务委员会研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，强调采取更为精准的防控举措。11月11日，国务院联防联控机制公布优化疫情防控的20条措施，包括：密接管理措施调整为5+3，风险区由调整为高低两类，不再判定密接的密接，取消入境航班熔断机制，严禁随意静默长时间不解封等。防疫措施进一步精准化与科学化，且不排除后续防疫措施将进一步优化的可能性，有利于后续内需的释放。

5. 上周多项房企融资端利好政策出台。11月8日，交易商协会发文表示将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；11月9日，中债信用增进公司发布《关于接收民营企业债券融资支持工具房企增信业务材料的通知》，以实际行动支持民营房企发债融资。11月10日，交易商协会表示已经受理200亿元储架式注册发行，同时还有多家民营房企也在沟通对接发债注册意向。近期地产政策释放边际利好，地产链景气度有望边际改善。

6. 11月10日，美国公布10月通胀数据。美国10月CPI同比7.7%，预期7.9%，前值8.2%；环比0.4%，预期0.6%，前值0.4%；核心CPI同比6.3%，预期6.5%，前值6.6%；环比0.3%，预期0.5%，前值0.6%；降幅均好于市场预期，通胀压力边际缓解，核心通胀呈见顶迹象，主因医疗服务同比下行幅度较大，二手车与能源价格延续下行，但住宅分项延续上行。数据公布后，美股大涨，美元指数走弱，加息预期大幅降温，海外紧缩压力有所缓解。

二、 市场影响因素



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

上周央行 OMO 投放 330 亿, 同时到期 1130 亿, 共计净回笼 800 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	2022/10/14	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	2022/11/11	
高炉开工率(247家):全国	82.62	82.05	81.48	78.77	77.21	↘
	2022/9/20	2022/9/30	2022/10/10	2022/10/20	2022/10/31	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	214.50	213.14	210.75	206.49	202.91	↘
	2022/10/14	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	2022/11/11	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	293.44	299.19	305.02	298.55	296.46	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-11.12	-11.78	-13.09	-14.21	-14.79	拐头向下
	2022/10/13	2022/10/20	2022/10/27	2022/11/3	2022/11/10	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	58.91	52.14	47.64	40.97	50.99	震荡下行
开工率:汽车轮胎:半钢胎	64.40	64.77	55.34	53.89	58.97	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 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, 汽车钢胎开工率有所回升但仍呈现一定的震荡下行特征。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	2021/11/11	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	2022/11/11	趋势
商品房成交面积:本月以来	49.04	30.72	34.20	43.86	37.05	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.55	7.70	8.55	11.66	9.18	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	27.50	16.15	17.45	24.48	19.79	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.99	6.87	8.20	7.72	8.08	低位
	2022/9/30	2022/10/16	2022/10/23	2022/10/31	2022/11/6	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	31.23	36.60	36.04	28.93	9.13	↘
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	15.06	25.28	22.45	17.86	5.24	↘

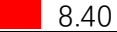
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 日.

需求数据方面，商品房成交面积在月初回升后快速回落，同时地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距。另一方面，车辆销售数据也出现了一定程度的下滑，反映了市场信心不足背景下消费也开始回落。

价格	2021/11/11	2022/10/21	2022/10/28	2022/11/4	2022/11/11	
农产品批发价格200指数	131.33	130.26	129.07	126.82	125.45	震荡
价格:生猪:外三元	17.54	28.46	27.44	26.55	25.21	↘
平均批发价:猪肉	24.00	35.67	35.07	35.14	33.64	震荡
粮油批发价格200指数	110.29	116.88	116.91	116.90	116.98	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.83	4.94	4.75	4.52	4.29	↘
平均批发价:7种重点监测水果	5.95	6.59	6.32	6.50	6.73	拐头向上
南华工业品指数	3,160.25	3,630.51	3,558.25	3,670.93	3,763.71	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	83.32	91.59	94.08	98.92	96.89	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 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，同时水果价格则开始随季节性拐头向上，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	 -2.85	 2.12	 23.12
COMEX黄金	 5.82	 7.87	 -2.97
LME铝	 4.35	 11.15	 -12.45
LME铜	 6.07	 13.79	 -11.62
CBOT玉米	 -3.45	 -3.42	 10.83
CBOT大豆	 -0.72	 3.68	 8.40

	2022/11/11	2022/11/6	2022/10/31	2022/1/1
ICE布油	95.76	98.75	92.85	77.94
COMEX黄金	1774.2	1685.7	1636.4	1830.5

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

期货价格方面，上周各类期货价格整体震荡回升。其中，随着加息预期转弱，铜及黄金分别涨 6.07%及 5.82%，涨幅最大。ICE 布油期货降至 95.76 美元，COMEX 黄金价格收于 1774.2 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-437.56	-519.53	1043.82
美元兑人民币	-760.00	-1949.00	7545.00
美元兑日元	-785.35	-992.85	2369.20

	2022/11/11	2022/11/4	2022/10/31	2022/1/1
美元指数	106.4083	110.7839	111.6036	95.9701
美元兑人民币	7.1071	7.1831	7.302	6.3526
美元兑日元	138.797	146.6505	148.7255	115.105

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

上周美元指数下行 437.56BP, 通胀数据回落带动美元指数下行, 在此背景下人民币上周升值 760 个基点, 日元升值 785.35 个基点。

MEETING DA	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	80.60%	19.40%	0.00%	0.00%		
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	53.20%	40.20%	6.60%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.20%	48.30%	27.40%	4.10%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.60%	43.30%	31.10%	8.20%	0.70%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.60%	43.20%	31.20%	8.30%	0.80%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.00%	5.30%	25.10%	39.30%	23.80%	5.90%	0.50%
2023/9/20	0.00%	0.00%	2.10%	13.30%	30.80%	33.10%	16.70%	3.70%	0.30%
2023/11/1	0.00%	1.20%	8.40%	23.10%	32.10%	23.90%	9.40%	1.80%	0.10%
2023/12/13	0.70%	5.60%	17.50%	28.70%	27.00%	14.90%	4.70%	0.80%	0.10%

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

美联储加息预期方面, 通胀数据低于预期带动加息预期大幅走弱, 目前市场预期 12 月大概率加息 50BP。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

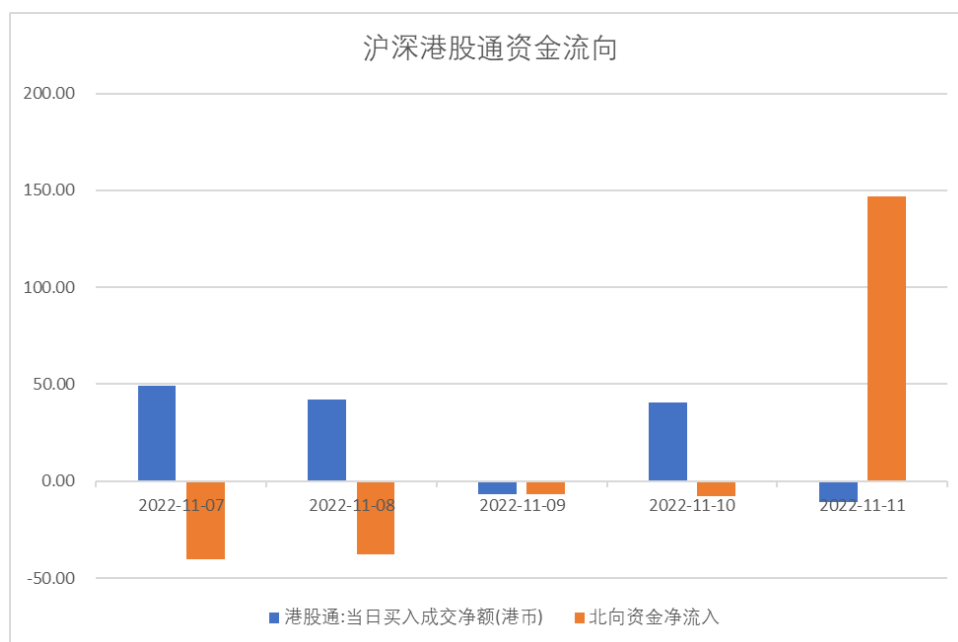
基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	11	2	1	8	4	6	4	1	8	4	49
上上周	8	1	1	7	3	1	3	1	3	2	30

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

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	18	16	2	5	1	6	0	0	1	32
	发行规模(亿元)	269.84	173.74	4.19	19.55	2.42	11.92	0.00	0.00	2.83	308.35
上上周	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
本月以来	数量	26	23	3	7	1	10	0	0	5	51
	发行规模(亿元)	422.41	306.47	6.78	44.61	2.42	22.08	0.00	0.00	14.63	510.52

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

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 49 支, 其中普通混合型基金 11 支, 债券类基金 (19 支) 多于股票类基金 (15 支), FOF 基金申报 4 支。发行一边, 上周基金共计发行 308.35 亿, 发行规模较上上周有所上升, 其中股票及偏股型基金发行规模有所回落。



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

资金流动方面, 上周北向资金净流入 54 亿, 较上上周有所增加; 同时南向资金净流入 113.47 亿, 较上上周有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	-4.62	1.28	-26.82
创业板指	-1.87	6.19	-27.61
中小板指	-1.47	6.55	-24.53
偏股混合型基金指数	-1.35	5.22	-19.18
中证500	0.08	5.71	-16.59
万得全A	0.20	6.99	-17.56
沪深300	0.56	7.97	-23.32
上证50	2.02	9.67	-23.10

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

A 股表现来看, 上周主要板块表现分化, 其中上证 50 涨 2.02%, 涨幅最大; 同时科创板跌 4.62%, 跌幅最大。市场呈现出了一定的均值回归特征。偏股基金指数跌 1.35%

	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	-3.61	3.99	-21.89
高市净率指数	-2.00	8.22	-24.12
茅指数	-0.79	8.56	-25.90
小盘指数	-0.05	6.13	-17.77
绩优股指数	0.32	9.94	-25.33
大盘指数	0.74	8.48	-23.44
低市盈率指数	3.61	8.47	-13.68
低市净率指数	3.68	6.85	-10.00

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

上周 A 股各风格指数中, 高 PE 指数高 PB 指数分别跌 3.61%及 2.00%, 表现最差; 低 PE 及低 PB 指数分别涨 3.61%及 3.68%, 表现最好。市场风格与上上周相比完全相反。

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
电力设备	-3.42	国防军工	-2.82	电子	-33.55
国防军工	-3.17	通信	0.33	传媒	-29.49
电子	-3.03	计算机	1.29	建筑材料	-27.54
汽车	-2.35	电子	3.24	食品饮料	-25.14
通信	-1.25	公用事业	4.28	非银金融	-24.82
钢铁	3.77	商贸零售	12.65	建筑装饰	-9.33
轻工制造	3.95	有色金属	13.15	社会服务	-8.93
传媒	4.49	食品饮料	13.92	交通运输	-3.91
建筑材料	5.19	建筑材料	14.21	综合	8.38
房地产	10.24	房地产	14.78	煤炭	24.44

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 11 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 23 个上涨, 8 个下跌。其中, 受交易商协会“第二支箭”消息提振, 市场对地产行业产生了积极预期, 房地产上周涨 10.24%, 涨幅最高。同时也带动房屋建造相关的建筑材料、轻工制造及钢铁行业上周分别涨 5.19%、3.95%及 3.77%, 涨幅居前。另一方面, 此前表现较好的科技及高端制造行业上周表现不佳, 其中电力设备、国防军工、电子、汽车及通信上周分别跌 3.42%至 1.25%不等, 跌幅居前。

	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	7.21	17.97	-25.95
恒生科技指数	6.97	22.41	-38.43

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 7.21%, 恒生科技指数涨 6.97%, 加息预期缓和带动港股继续反弹。

	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	4.15	3.10	-7.13
标普小盘600	5.19	3.06	-12.09
标普中盘400	5.25	4.07	-10.90
标普500	5.90	3.12	-16.22
纳斯达克指数	8.10	3.05	-27.62

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

美股方面上周整体回升，其中纳斯达克指数涨 8.10%，涨幅居前。通胀及就业数据带动加息预期缓和，在此背景下市场风险偏好回升，股市表现较好。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	-4.27	-7.14	-36.29
英国富时100	-0.23	3.15	-0.90
印度SENSEX30	1.39	1.73	6.98
法国CAC40	2.78	5.23	-7.81
日经225	3.91	2.45	-1.83
德国DAX	5.68	7.33	-10.45
韩国综合指数	5.74	8.26	-16.61
台湾加权指数	7.53	8.17	-23.11

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

其他海外市场方面，越南市场跌 4.27%，表现最差；台湾市场涨 7.53%，表现最好。发达市场较新兴国家市场表现占优。

b) 债券市场

	R001:1M MA	R007:1M MA	DR001:1 MMA	DR007:1 MMA
上周最后一天	1.60	1.85	1.48	1.72
较上上周变化(BP)	10	5	10	7

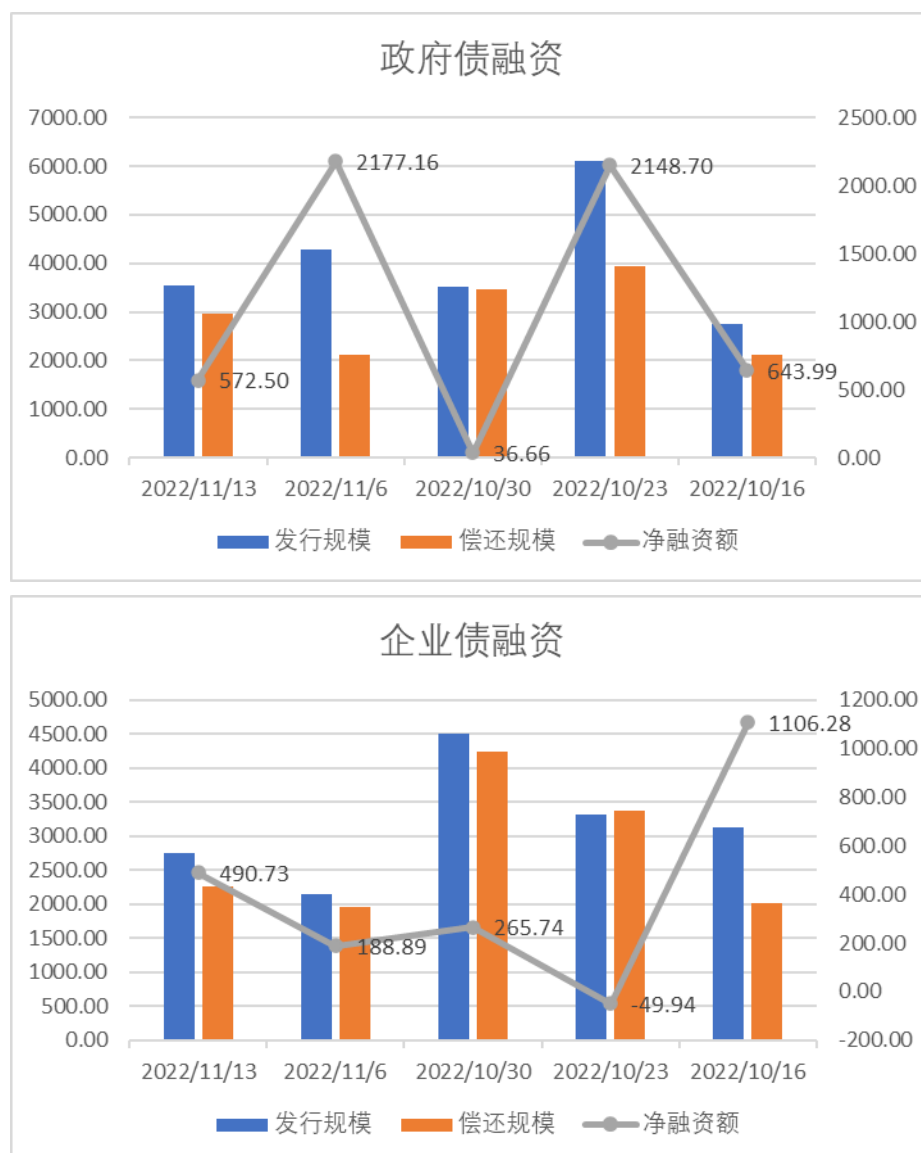
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 日.

	2022/10/31	2022/11/4	2022/11/11
1Y	1.15	1.23	1.24
6M	1.15	1.25	1.16
	2021/10/31	2021/11/4	2021/11/11
1Y	2.2723	2.3369	2.3044
6M	2.1836	2.1934	2.0968
	2020/10/31	2020/11/4	2020/11/11
1Y	2.8073	2.947	2.7782
6M	2.7737	2.934	2.7467
	2019/11/1	2019/11/5	2019/11/12
1Y	2.8018	2.8035	2.6819
6M	2.7516	2.7384	2.6187

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

上周货币市场利率继续上行，R007 一月均值升至 1.85，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 1.24、1.16，较此前有所回落，11 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 11 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 572.50 亿, 较上上周有所下降; 企业债净融资额 490.73 亿, 较上上周有所增加。

从高频数据看, 11 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	1.96	2.36	2.53	2.74	国债	40.27	17.07	20.06	国债	-	-	-
国开债	2.03	2.48	2.68	2.85	国开债	44.47	20.56	17.1	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.30	2.67	3.02	-	AAA信用债	37.12	34.81	-	AAA信用债	26.86	19.51	33.76
AA+信用债	2.56	3.10	3.68	-	AA+信用债	39.27	40.2	-	AA+信用债	38.96	33.76	53.4
AA信用债	4.93	5.47	6.05	-	AA信用债	54.27	57.2	-	AA信用债	52.96	62.76	99.4
AA-信用债	1.25	1.81	1.81	-	AA-信用债	54.27	57.2	-	AA-信用债	289.96	299.76	336.4

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	20	8	5	3	国债	23	14	11	9	国债	-28	-9	-7	-4
国开债	15	12	8	4	国开债	17	19	13	8	国开债	-28	-9	-10	-23
AAA信用债	15	11	9	-	AAA信用债	19	12	13	-	AAA信用债	-45	-29	-25	-
AA+信用债	12	5	5	-	AA+信用债	16	6	9	-	AA+信用债	-46	-31	-27	-
AA信用债	10	8	9	-	AA信用债	10	9	13	-	AA信用债	-50	-61	-49	-
AA-信用债	10	8	9	-	AA-信用债	10	9	13	-	AA-信用债	-48	-59	-47	-

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	0.16	0.17	0.14	0.11	国债	0.79	0.56	0.64	国债	-	-	-
国开债	0.14	0.11	0.10	0.05	国开债	0.41	0.43	0.38	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.10	0.08	0.06	-	AAA信用债	0.44	0.67	-	AAA信用债	0.09	0.01	0.07
AA+信用债	0.11	0.07	0.05	-	AA+信用债	0.44	0.60	-	AA+信用债	0.07	0.00	0.01
AA信用债	0.12	0.11	0.08	-	AA信用债	0.43	0.56	-	AA信用债	0.07	0.04	0.05
AA-信用债	0.06	0.20	0.16	-	AA-信用债	0.39	0.52	-	AA-信用债	0.38	0.43	0.42

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	-12	-3	-1	国债	-9	-3	-2	国债	19	2	3
国开债	-3	-4	-4	国开债	1	-6	-5	国开债	19	-1	-13
AAA信用债	-4	-2	-	AAA信用债	-7	1	-	AAA信用债	16	4	-
AA+信用债	-7	0	-	AA+信用债	-10	3	-	AA+信用债	15	3	-
AA信用债	-2	1	-	AA信用债	-1	4	-	AA信用债	-11	11	-
AA-信用债	-2	1	-	AA-信用债	-1	4	-	AA-信用债	-11	11	-

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	-1	1	AAA信用债	2	-7	0	AAA信用债	-16	-19	-15
AA+信用债	-3	-7	-3	AA+信用债	-1	-13	-4	AA+信用债	-17	-21	-17
AA信用债	-5	-4	1	AA信用债	-7	-10	0	AA信用债	-21	-51	-39
AA-信用债	-5	-4	1	AA-信用债	-7	-10	0	AA-信用债	-19	-49	-37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 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 1YAAA 上行 15BP，幅度最大。利率债则整体短端上行大于长端，1Y 国债上行 20BP，幅度最大。虽然十月数据显示经济复苏力度不及预期，但美国加息预期缓和提振市场风险偏好，在此背景下股债呈现一定的跷跷板效应。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，上周利差整体收窄，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	1.84	2.13	2.31	--	--
国有银行	1.35	1.88	1.94	2.20	2.23
股份银行	1.75	2.05	2.20	2.23	2.24
城商行	1.74	2.13	2.24	2.37	2.45
农商行	1.83	2.09	2.37	2.36	2.42
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	13	12	0	--	--
国有银行	0	28	0	15	17
股份银行	35	25	18	17	16
城商行	11	11	6	17	10
农商行	12	7	17	22	21
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	429.5	636.1	510.8	649.2	1139.9
国有银行	0	94	0	335	231
股份银行	72	229	78	194	200
城商行	327	301	258	59	597
农商行	31	13	174	62	112

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 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 城商行上行 10BP，9M 国有银行上行 15BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.25	2.60	2.96	AAA+	21.97	12.82	27.84	AAA+	0.067	0.004	0.167
AAA	2.31	2.69	3.05	AAA	28.35	21.75	37.26	AAA	0.092	0.012	0.119
AAA-	2.37	2.76	3.13	AAA-	34.11	28.59	44.60	AAA-	0.077	0.002	0.069
AA+	2.44	2.91	3.28	AA+	41.11	43.59	59.60	AA+	0.08	0.047	0.101
AA	2.53	3.06	3.71	AA	50.11	58.59	102.60	AA	0.062	0.015	0.093

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.32	2.69	3.02	AAA	29.15	21.31	34.04	AAA	0.065	0.006	0.008
AA+	2.44	2.86	3.24	AA+	40.75	38.24	56.05	AA+	0.096	0.022	0.07
AA	2.55	3.02	3.53	AA	51.75	54.74	84.55	AA	0.116	0.048	0.11
AA(2)	2.68	3.19	3.96	AA(2)	64.75	71.74	127.55	AA(2)	0.123	0.027	0.169

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 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 0.1 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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.44	2.62	2.79	3.01	3.13	利率变化(BP)	24.29	22.10	20.50	14.69	9.13	利率分位数	0.14	0.13	0.10	0.07	0.06
当前利差	12.07	10.33	14.12	22.20	26.03	利差变化(BP)	8.29	6.20	4.63	5.70	2.93	利差分位数	0.33	0.16	0.07	0.18	0.29

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 11 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.48	2.85	3.22	3.51	AAA-	45.01	37.22	53.78	65.43	AAA-	22.29	17.95	13.95	1.24
AA+	2.53	2.89	3.27	3.56	AA+	49.43	40.94	58.84	70.41	AA+	23.29	17.96	13.95	1.24
AA	2.72	3.10	3.62	3.91	AA	68.43	61.94	93.84	105.41	AA	21.29	17.96	11.95	-0.76
AA-	3.76	4.19	4.72	5.01	AA-	172.43	170.94	203.84	215.41	AA-	21.29	17.96	11.95	-0.76

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

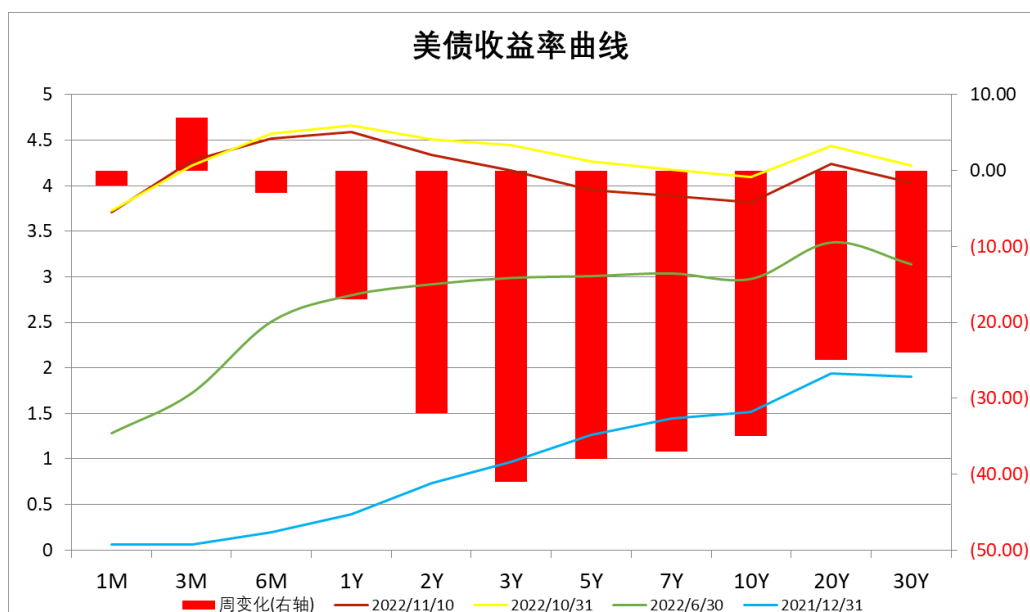
上周二级资本债收益率均有所上行。其中 1Y 上行 24.29BP，上行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.15 以下，但部分券种利差开始走阔至 0.2 分位数以上，与此前相比性价比有所提升。永续债方面，1YAA+上行幅度最大，达 23.29BP。

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	2.19	2.57	2.94	3.34	AAA级RMBS	15.79	9.19	25.67	48.27	AAA级RMBS	0.019	0.003	0.012	0.053
AAA级消金	2.27	2.75	3.11	3.47	AAA级消金	23.57	27.78	42.90	62.17	AAA级消金	0.001	0.009	0.013	0.018
AAA级企业ABS	2.60	2.98	3.38	3.75	AAA级企业ABS	56.50	50.38	69.59	89.81	AAA级企业ABS	0.06	0.004	0.02	0.032
AAA级ABN	2.39	2.87	3.23	3.62	AAA级ABN	36.15	39.13	55.06	76.53	AAA级ABN	0.004	0.012	0.011	0.018

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

美债方面,上周 3M 上行 7BP 外其余均下行。其中,3Y 下行幅度最大,达 41BP。10 月通胀数据超预期回落,同时就业高频数据显示失业情况已经开始恶化,二者共同作用使得市场加息预期大幅放缓,并带动美债收益率大幅下行。同时,2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深,目前利差为 52BP。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	7.00	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	10.30	10.60	10.50	10.70	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	震荡
M2:同比	11.80	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	-1.50	-1.70	-1.30	-0.60	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	震荡上行
CPI:当月同比	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	震荡上行
PPI:全部工业品:当月同比	-1.30	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 11 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	4.96	----	----
GDP:当季同比	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.91	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	1.75	----	----
出口金额:当月同比	3.68	-0.3	↘
社会融资规模:当月值	16500	9079	↘
M2:同比	12.01	11.8	↘
CPI:当月同比	2.42	2.1	↘
PPI:当月同比	-1.05	-1.3	↘

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

4.1.1 经济底部震荡，外部不确定性暂缓

生产端看，10 月 PMI 再度回落至收缩区间，产需均走弱。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，产需两端均放缓，制造业被动补库存压力犹存。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，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。

融资端看，10 月新增社融 9079 亿元，不及预期的 1.65 万亿元。新增人民币贷款 6152 亿元，同样低于预期，企业与居民延续分化。企业贷款中，票据融资同比多增，企业短期贷款同比多减，企业中长期贷款同比多增，需求偏弱下，票据再次冲量，同时中长期贷款同比多增反映出此前政策性银行工具和结构性货币政策工具效力继续存在支撑作用。居民贷款同比少增 4827 亿，前值 1175 亿，其中短期贷款同比多减 938 亿元，反映消费景气度有所降低，居民中长期贷款同比少增 3889 亿，一方面与此前 9 月房企冲业绩的挤出有关，另一方面也反映出房地产销售依然处于压力较大阶段，且居民提前还贷意愿足，楼市压力犹存。10 月 M2 同比增速 11.8%，较上月下降 0.3 个百分点，M2-社融增速差持平前值，流动性延续高位震荡。人民币存款同比多减 9493 亿元，其中住户存款同比少减，非银存款大幅同比少增，显示居民避险情绪加重，储蓄意愿较高。整体看 10 月社融不及预期，企业与居民延续分化，消费与地产是主要拖累项，经济政策支撑特征明显，实体部门需求与信心偏弱。

进出口方面，10月出口超预期回落，进口延续低迷，均低于市场预期。以美元计价，中国10月进口-0.7%，预期0.3%，前值0.3%，出口同比-0.3%，预期3.4%，前值5.7%。分结构看，地产后周期、电脑、服装、玩具等同比增速显著下滑，机电产品为主要拖累，汽车产业链出口维持高景气。进口增速转负，进一步凸显我国内需偏弱。

4.2 股票市场观点

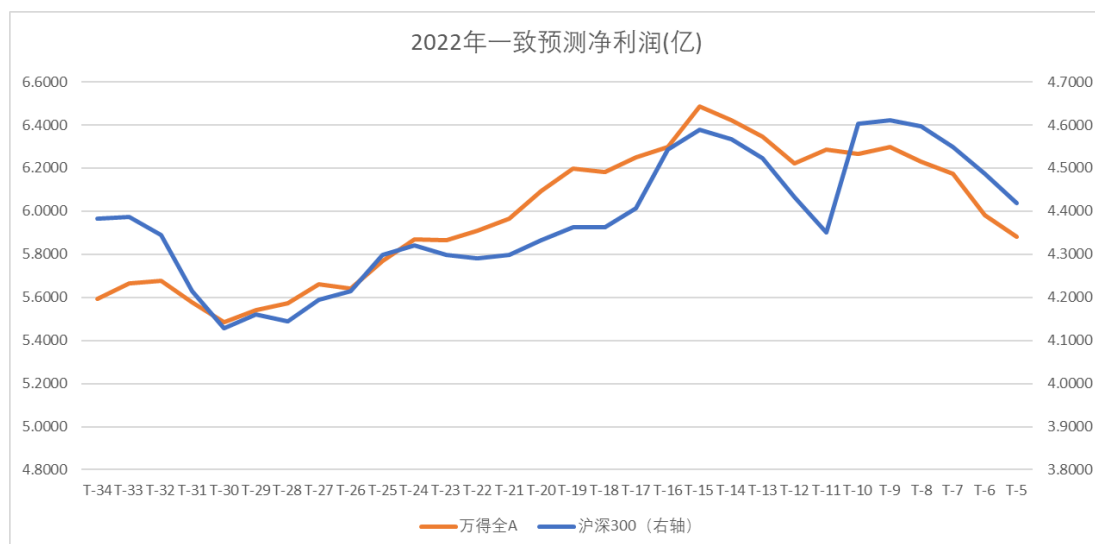
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全A预测PE12.41倍，处于12%分位水平，股权溢价率3.1%，处于87%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	9.02	8.06	1.15	8.24	0.06	0.08	0.16	0.96
沪深300	11.01	9.06	1.29	6.23	0.09	0.07	0.04	0.99
中小板指	26.08	15.66	3.31	0.98	0.24	0.05	0.23	0.95
创业板指	39.66	23.86	5.04	-0.33	0.15	0.17	0.43	0.96
中证500	23.32	14.48	1.66	1.44	0.46	0.09	0.11	0.72
万得全A	16.79	12.41	1.60	3.10	0.27	0.12	0.14	0.87

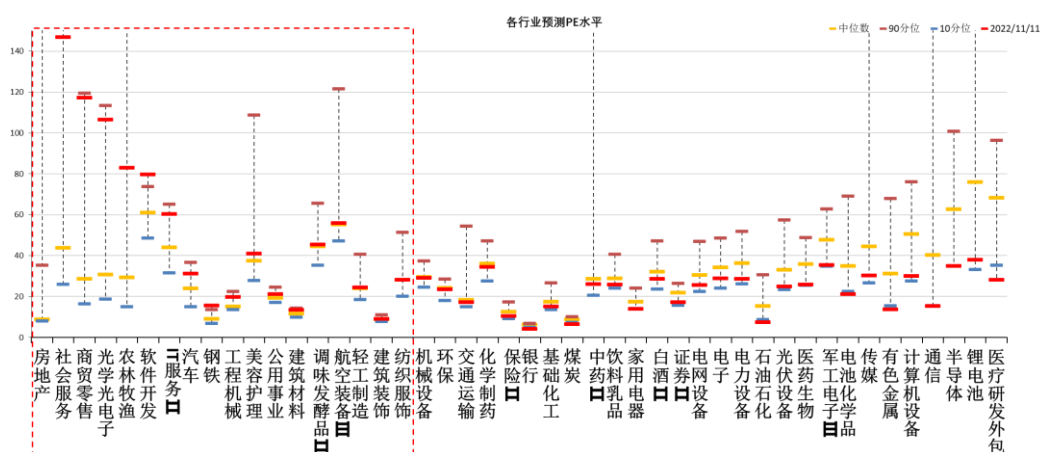
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.41	0.84	8.94	0.02	0.02	0.89
标普500	20.81	3.91	1.03	0.22	0.67	0.05
纳斯达克指数	30.50	4.11	-0.48	0.17	0.14	0.07
德国DAX	13.44	1.53	----	0.17	0.24	----
法国CAC40	13.58	1.65	----	0.07	0.54	----
英国富时100	13.35	1.64	----	0.05	0.23	----
韩国综合指数	11.74	0.92	----	0.37	0.46	----
台湾加权指数	10.20	1.77	----	0.03	0.50	----
日经225	26.79	1.66	----	0.77	0.26	----
胡志明指数	9.96	1.53	----	0.00	0.01	----
印度SENSEX30	23.23	3.44	----	0.26	0.81	----

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

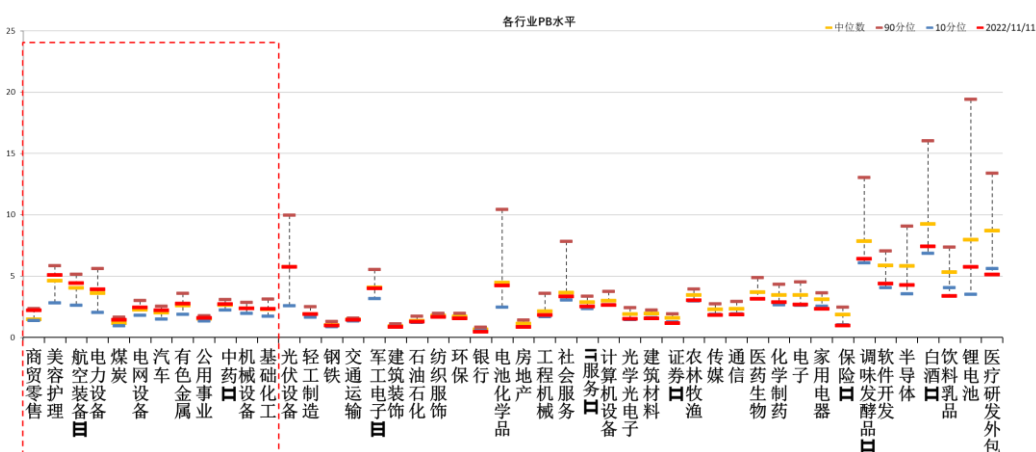


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 11 日.

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、房地产等行业估值较高。



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



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

4.2.2 上周 A 股表现分化，V 型反弹，新能源、半导体、军工等赛道股表现疲软，房地产在政策带动下反弹，前期下跌幅度较大板块表现相对占优。港股市场全面上涨，原材料业、地产建筑业和金融业涨幅较大。美股市场全面上涨，先抑后扬，小盘成长风格相对占优，信息技术、电信服务表现较好。

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。

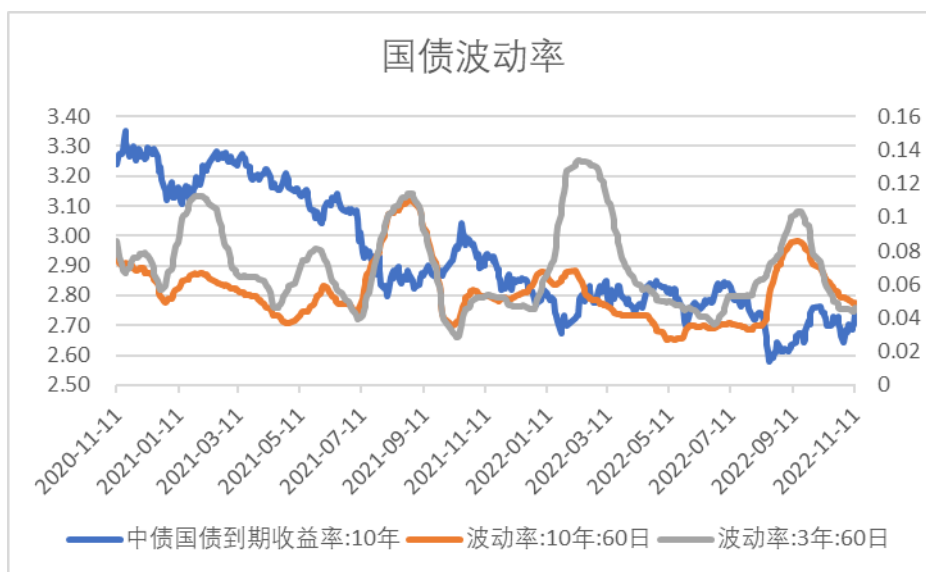
4.2.4 10 月经济数据显示经济仍处于驻底阶段，稳增长仍是主要支撑，海外需求下行趋势逐步确立背景下，后续内需导向行业或更占优。此前我们关注的三大因素：地产信用、疫情与内需情况及美国通胀与就业情况近期出现阶段性边际变化。从外围看，美国 10 月通胀数据出现见顶迹象，好于预期的数据公布后，美元指数走弱，加息预期降温，海外紧缩压力有所缓解，利好风险资产。目前阶段仍处于美联储加息步长拐点，而非转为释放流动性的开端，当前阶段难言海外紧缩进程结束，此后海外市场也会逐步转向博弈下一个就业数据。对国内市场而言，A 股对海外流动性正在逐步脱敏，最终交易核心将落脚到国内经济基本面上，后续仍需关注居民端信用扩张情况。

4.2.5 配置方向上关注：

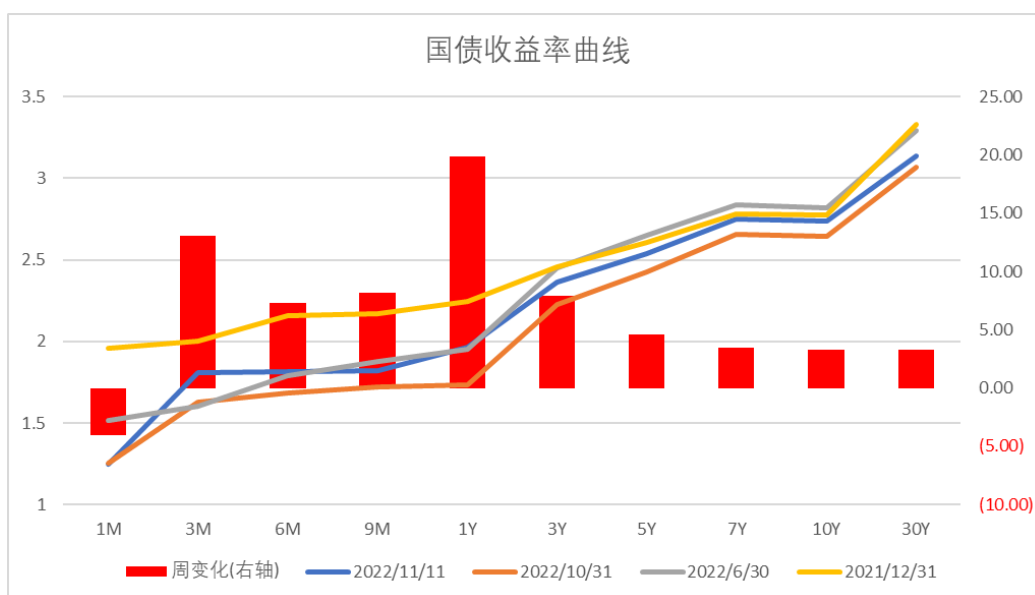
1、短期内，多项房企融资端利好政策出台，地产信用风险有所缓解，政策正在推动纾困资金逐步下沉至企业，叠加近期防疫政策优化，释放积极信号，部分低位反转板块或迎来阶段反弹，推荐配置困境反转相关的地产产业链及稳增长相关且处于相对低位的基建链。

2、后续海外流动性预期、地产信用及内需改善预期极容易出现反复，机构维持高度超配行业或仍需时间消化，安全相关的军工、信创、半导体零部件仍值得维持一定仓位。

4.3 债券市场观点



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	101.1200	101.0950	503,398.0000	154,745.0000	-0.1297	0.2486
	-0.428339324	-0.4530	90,415.0000	-18833		



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

- 4.3.1 上周，长端利率上行，主要影响因素有：资金面收敛、社融不及预期、国务院联防联控机制公布优化疫情防控的 20 条措施、地产“第二支箭”。地产政策频出、防疫政策优化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，近期经济预期有所修复，疫情防控措施进一步优化，地产政策边际放松，当前位置上，债市调整压力较大。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，同时防范理财赎回、年底机构止盈带来的压力。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。