

政策边际向好，现实预期折返跑

一、重要信息点评

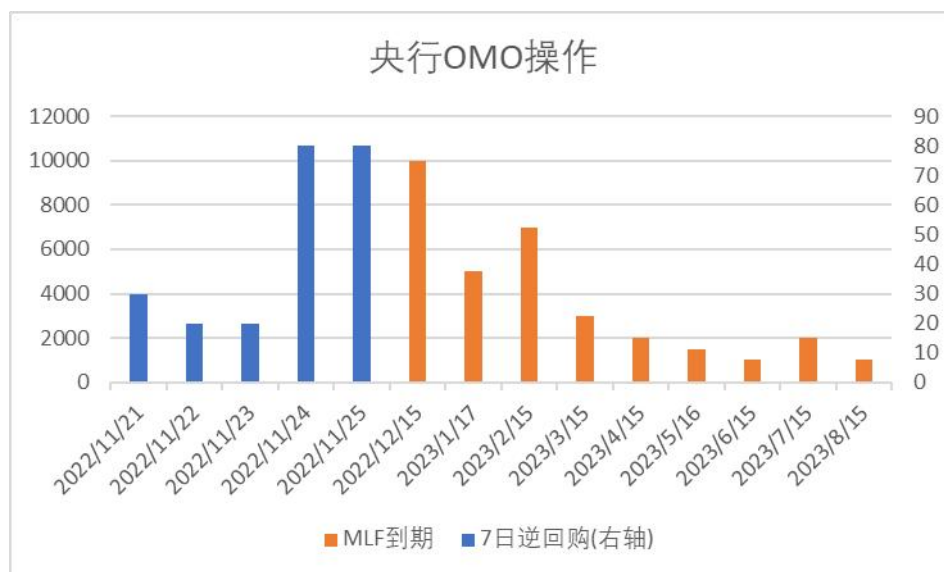
1、11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上指出要探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥，刺激低估值中字头蓝筹股上涨。

2、11月23日，央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，金融16条正式落地。通知中提出要稳定房地产开发贷款投放，积极做好“保交楼”金融服务，特别要求对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。该规定阶段性优化房地产项目并购融资政策，并从融资端对民营房企形成支持。

3、11月23日，国常会提出适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕。11月25日，央行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，节奏上略早于预期，符合过往规律，但降准幅度略低于预期。此次降准有助于降低银行负债端成本、稳定市场预期，整体看流动性仍以合理充裕为主，更进一步货币政策导向仍要等待12月会议定调。

4、11月23日，美联储公布11月FOMC会议纪要显示，大多数美联储官员支持放慢加息步伐，鉴于货币政策存在不确定的滞后性，放缓加息速度将更好地让FOMC评估其实现充分就业和价格稳定目标的进展，多名官员认为终端利率将会比市场此前的预期水平高。纪要发布后，12月加息50BP的概率升高，美联储加息预期有所放缓。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

上周央行 OMO 投放 230 亿, 同时到期 4010 亿, 共计净回笼 3780 亿。此外, 虽然周中传出降准的消息令市场感到意外, 但最终 25BP 的幅度却低于市场预期。

生产	2022/10/28	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	
高炉开工率(247家):全国	81.48	78.77	77.21	76.35	77.03	低位企稳
	2022/10/10	2022/10/20	2022/10/31	2022/11/10	2022/11/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	210.75	206.49	202.91	198.68	200.20	低位企稳
	2022/10/28	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	305.02	298.55	296.46	290.67	284.88	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-13.09	-14.21	-14.79	-14.53	-14.07	震荡
	2022/10/27	2022/11/3	2022/11/10	2022/11/17	2022/11/24	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	47.64	40.97	50.99	61.56	62.89	震荡上行
开工率:汽车轮胎:半钢胎	55.34	53.89	58.97	67.59	67.68	震荡上行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

生产数据方面, 高炉开工率与螺纹钢及粗钢产量低位企稳转为震荡, 同时钢材库存维持震荡下行。同时, 汽车钢胎开工率在回升后转为震荡。从生产数据来看, 工业生产动能回落一段时间后出现了小幅改善的迹象。

需求	2021/11/25	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	趋势
商品房成交面积:本月以来	49.70	43.86	37.09	36.68	37.85	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.75	11.66	9.18	8.94	9.17	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	26.21	24.48	19.79	19.46	19.42	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	11.75	7.72	8.12	8.29	9.25	低位
	2022/10/23	2022/10/31	2022/11/6	2022/11/13	2022/11/20	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	36.04	28.93	9.13	8.57	-31.93	↘
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	22.45	17.86	5.24	6.53	-23.50	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 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, 车辆销售数据淡季下滑较为明显, 反映了市场信心不足背景下消费也开始回落。

价格	2021/11/25	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	
农产品批发价格200指数	130.15	126.82	125.45	124.49	124.47	震荡
价格:生猪:外三元	18.45	26.55	25.21	25.35	23.36	↘
平均批发价:猪肉	24.50	35.14	33.64	34.00	33.23	震荡
粮油批发价格200指数	111.37	116.90	116.98	116.80	116.78	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.72	4.52	4.29	4.21	4.21	↘
平均批发价:7种重点监测水果	6.07	6.50	6.73	6.70	6.88	↗
南华工业品指数	3,213.71	3,670.93	3,763.71	3,756.46	3,722.17	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	82.52	98.92	96.89	88.42	85.59	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

价格数据方面, 农产品价格继续随季节性底部震荡。其中, 蔬菜价格季节性震荡下行, 生猪价格继续高位回落, 同时水果价格则开始随季节性回升, 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, 后续需关注 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下行特征。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	-4.31	-10.59	7.79
COMEX黄金	0.03	6.70	-4.02
LME铝	-2.67	6.94	-15.76
LME铜	-1.06	5.83	-17.80
CBOT玉米	-0.30	-2.20	12.22
CBOT大豆	0.61	2.62	7.30
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-89.54	-553.12	1010.23
美元兑人民币	443.00	-1380.00	8114.00
美元兑日元	-120.40	-956.25	2405.80

	2022/11/25	2022/11/20	2022/10/31	2022/1/1
ICE布油	83.84	87.74	92.85	77.94
COMEX黄金	1755	1752	1636.4	1830.5
	2022/11/25	2022/11/18	2022/10/31	2022/1/1
美元指数	106.0724	106.9678	111.6036	95.9701
美元兑人民币	7.164	7.1197	7.302	6.3526
美元兑日元	139.163	140.367	148.7255	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体震荡回落。其中, 市场对衰退的担忧加深, 石油价格回落幅度最大。ICE 布油收于 87.74 美元, 跌 4.31%, COMEX 黄金收于 1752 美元, 涨 0.03%。

上周美元指数下行 89.54BP，美国经济数据低于预期使得加息预期走强并使得美元指数下行，在此背景下人民币上周贬值 443 个基点，日元升值 120.40 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%	75.80%	24.20%	0.00%	0.00%			
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	34.00%	52.70%	13.30%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	9.90%	39.50%	41.20%	9.40%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	7.60%	32.50%	40.80%	16.90%	2.20%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	7.00%	30.50%	40.10%	18.80%	3.40%	0.20%
2023/7/26	0.00%	0.00%	1.20%	11.10%	32.20%	36.40%	16.10%	2.80%	0.10%
2023/9/20	0.00%	0.30%	3.80%	16.60%	33.30%	31.10%	12.70%	2.10%	0.10%
2023/11/1	0.20%	2.00%	10.20%	24.90%	32.20%	21.90%	7.40%	1.10%	0.10%
2023/12/13	1.30%	7.10%	19.30%	29.50%	25.80%	12.90%	3.50%	0.50%	0.00%
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%	75.80%	24.20%	0.00%	0.00%			
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	40.70%	48.10%	11.20%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	8.30%	42.20%	40.60%	8.90%	0.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	5.20%	29.70%	41.20%	20.60%	3.30%	0.00%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	4.70%	27.50%	40.20%	22.50%	4.80%	0.30%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.90%	9.30%	30.00%	36.70%	19.00%	3.90%	0.20%
2023/9/20	0.00%	0.30%	3.40%	15.50%	32.00%	31.30%	14.40%	2.80%	0.20%
2023/11/1	0.10%	1.90%	9.60%	23.90%	31.70%	22.80%	8.50%	1.50%	0.10%
2023/12/13	1.30%	7.00%	19.20%	29.10%	25.70%	13.20%	3.80%	0.50%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

美联储加息预期方面，上周美国经济及就业数据均较此前有所恶化，受此影响市场紧缩预期小幅缓和。目前市场预期 12 月大概率加息 50BP，同时后续随着经济下滑及中期选举尘埃落定，美联储对于加息的政治诉求可能会有所减弱，带动加息预期进一步回落。

三、 市场表现回顾

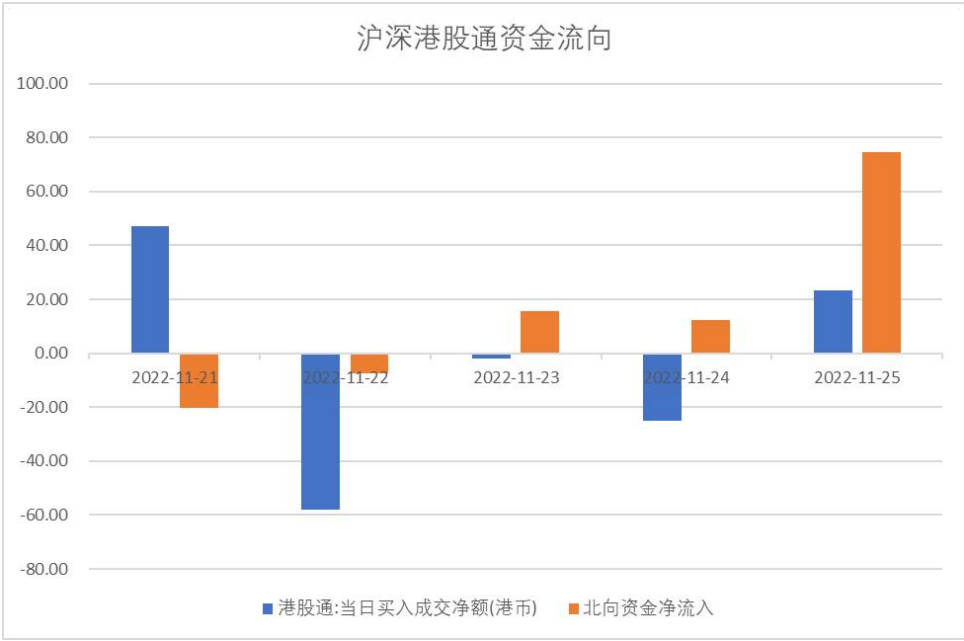
a) 股票市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	16	15	1	9	3	11	0	0	3	40
	发行规模(亿元)	119.56	112.79	2.70	41.19	4.96	28.85	0.00	0.00	4.85	197.15
上上周	数量	15	15	1	7	2	5	0	0	2	30
	发行规模(亿元)	227.45	227.45	2.13	22.03	0.74	19.56	0.00	0.00	0.34	271.50
本月以来	数量	57	53	5	23	6	26	0	0	10	121
	发行规模(亿元)	769.42	646.71	11.62	107.83	8.12	70.49	0.00	0.00	19.82	979.17
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	0	10	3	0	4	6	1	5	4	41
上上周	7	1	1	2	0	1	5	3	10	3	33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 41 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（16 支）多于股票类基金（13 支），FOF 基金申报 4 支。发行一边，

上周基金共计发行 197.15 亿，发行规模较上上周有所下降，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所回升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入 74.48 亿，较上上周有所减少；同时南向资金净流出 14.80 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
创业板指	-3.36	1.95	-30.50
科创50	-3.10	-1.02	-28.48
中小板指	-3.03	3.34	-26.80
偏股混合型基金指数	-2.18	2.59	-21.21
中证500	-1.68	4.83	-17.28
万得全A	-1.35	6.12	-18.24
沪深300	-0.68	7.61	-23.57
上证50	-0.08	10.83	-22.29

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

A 股表现来看，上周主要板块均有所下行，其中创业板跌 3.36%，跌幅最大。疫情反复使得股市表现较弱。偏股基金指数跌 2.18%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-3.52	3.42	-27.49
高市盈率指数	-3.43	-0.63	-25.36
茅指数	-3.04	6.85	-27.06
小盘指数	-1.78	5.27	-18.43
绩优股指数	-0.95	5.90	-28.08
大盘指数	-0.74	7.88	-23.85
低市盈率指数	3.33	11.47	-11.29
低市净率指数	3.92	11.54	-6.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PE 指数及高 PB 指数分别跌 3.43%及 3.52%, 表现最差; 低 PE 及低 PB 指数分别涨 3.33%及 3.92%, 表现最好。上周市场大盘价值风格占优。

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
社会服务	-5.94	国防军工	-5.57	电子	-33.72
计算机	-5.47	计算机	-0.55	传媒	-29.78
传媒	-5.26	通信	0.45	食品饮料	-26.51
医药生物	-4.88	电力设备	0.74	计算机	-24.68
美容护理	-4.65	电子	2.98	建筑材料	-24.65
石油石化	2.68	非银金融	11.69	房地产	-7.58
银行	4.05	食品饮料	11.84	交通运输	-5.48
煤炭	4.46	建筑装饰	12.70	建筑装饰	-5.15
建筑装饰	5.03	建筑材料	18.77	综合	5.84
房地产	5.09	房地产	20.90	煤炭	22.42

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 25 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 11 个上涨, 20 个下跌。其中, 疫情反复导致服务消费相关行业上周表现不佳, 其中社会服务及美容护理行业分别跌 5.94%及 4.65%, 跌幅较大。此外, 成长类行业在市场下跌时跌幅更大, 此前反弹较多的计算机、传媒及医药生物行业上周分别跌 5.47%、5.26%及 4.88%, 跌幅居前。另一方面, 随着政策接连出台, 市场预期地产及相关行业将低位企稳, 因此房地产及地产后周期的建筑装饰行业分别涨 5.09 及 5.03%, 涨幅最大。此外, 上周市场对“中字头”企业进行了一定的估值重塑, 在此背景下煤炭、银行及石油石化行业涨 4.46%至 2.68%不等, 涨幅居前。

	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	-2.33	19.65	-24.89
恒生科技指数	-6.48	22.71	-38.28

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

港股方面, 恒生指数跌 2.33%, 恒生科技指数跌 6.48%, 我国经济基本面走弱导致港股出现了一定程度的回调。

	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	0.72	2.17	-28.24
标普小盘600	1.17	3.08	-12.08
标普500	1.53	3.98	-15.53
道琼斯工业指数	1.78	4.93	-5.48
标普中盘400	1.95	5.20	-9.94

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

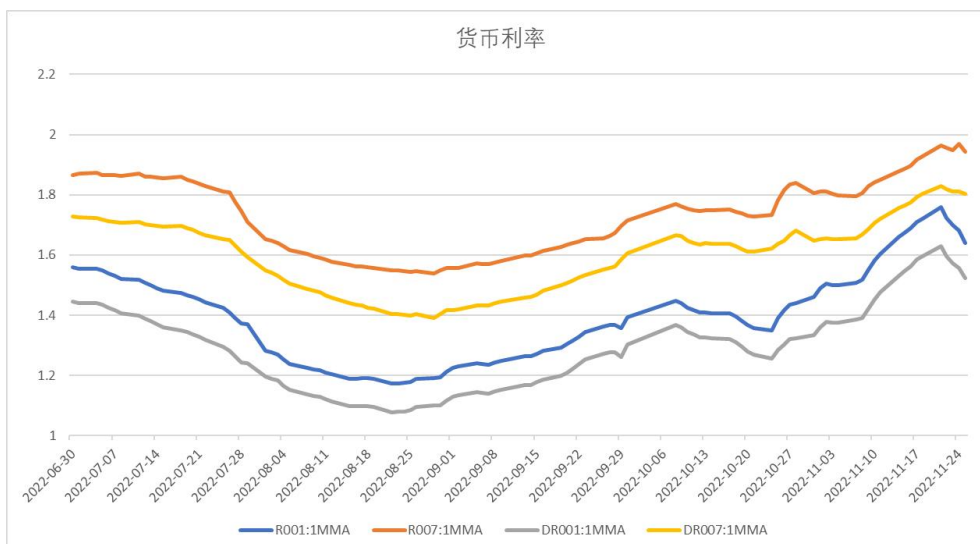
美股方面上周整体回升, 其中标普中盘 400 指数涨 1.95%, 涨幅最大。加息预期缓和使得市场风险偏好回升, 带动美股小幅上行。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-0.27	6.29	-18.13
胡志明指数	0.22	-5.49	-35.16
德国DAX	0.76	9.72	-8.46
印度SENSEX30	1.02	2.55	6.93
法国CAC40	1.02	7.11	-6.16
英国富时100	1.37	5.53	1.38
日经225	1.37	2.52	-1.77
台湾加权指数	1.89	14.12	-18.88

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

其他海外市场方面, 韩国市场跌 0.27%, 表现最差; 台湾市场涨 1.89%, 表现最好。发达市场较新兴国家市场表现占优。

b) 债券市场



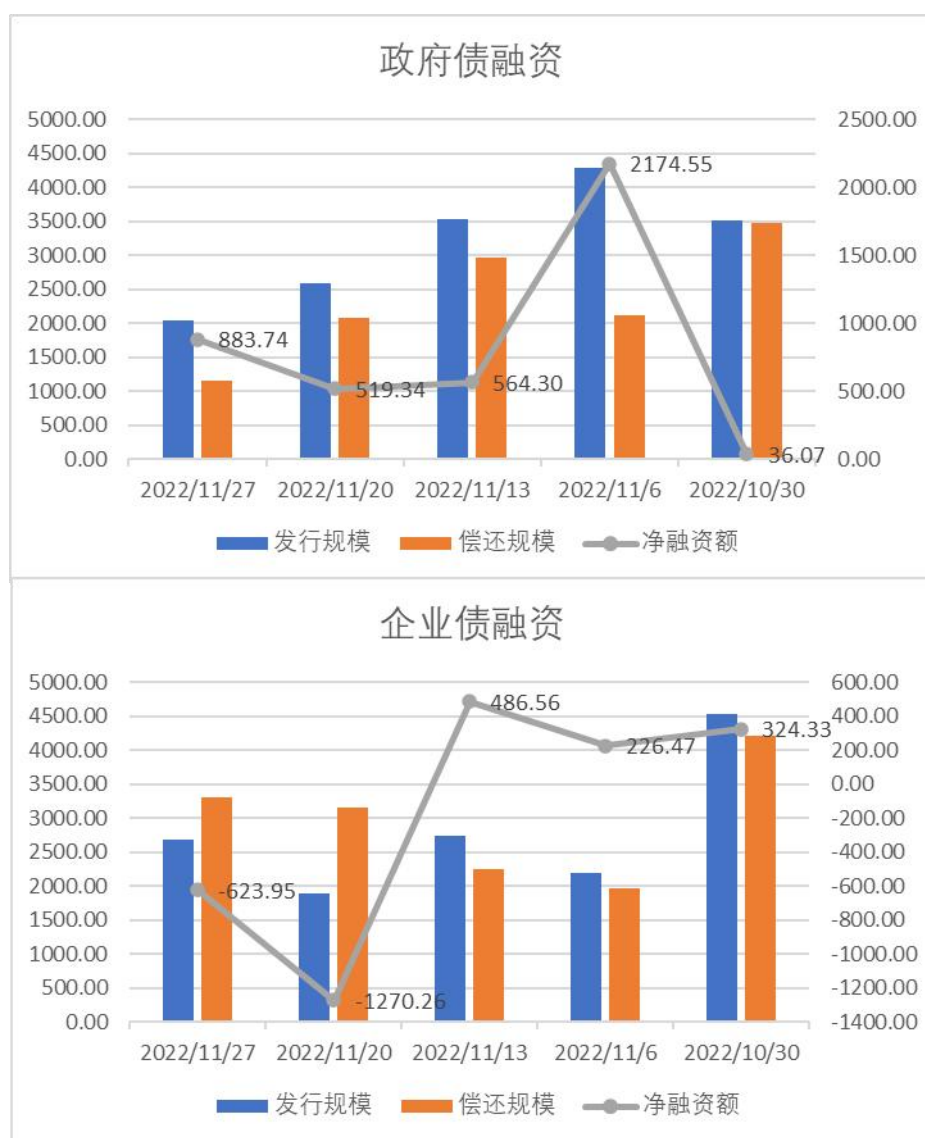
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

上周货币市场利率在降准消息的影响下拐头向下,DR001 一月均值降至 1.52, 货币环境整体而言较此前有所放松。

	2022/10/31	2022/11/18	2022/11/25
1Y	1.15	1.32	1.38
6M	1.15	1.3	1.35
	2021/10/31	2021/11/18	2021/11/25
1Y	2.2723	2.3177	2.2717
6M	2.1836	2.1116	1.9765
	2020/10/31	2020/11/18	2020/11/25
1Y	2.8073	2.7901	2.7798
6M	2.7737	2.7355	2.7081
	2019/11/1	2019/11/19	2019/11/26
1Y	2.8018	2.5729	2.244
6M	2.7516	2.4943	2.0497

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.38、1.35, 较此前有所回升但仍位于低位, 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 25 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 883.74 亿, 较上上周有所回升; 企业债净融资额-623.95 亿, 较上上周有所回升。

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	2.07	2.42	2.61	2.83	国债	34.69	19.9	21.56	国债	-	-	-
国开债	2.23	2.56	2.76	2.93	国开债	32.57	20.4	16.81	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.60	2.95	3.19	-	AAA信用债	34.89	24.23	-	AAA信用债	36.43	38.75	42.58
AA+信用债	2.97	3.45	3.83	-	AA+信用债	38.01	26.65	-	AA+信用债	57.56	63	69.25
AA信用债	5.35	5.83	6.21	-	AA信用债	48.01	38.65	-	AA信用债	73.56	89	107.25
AA-信用债	1.25	2.00	2.04	-	AA-信用债	48.01	38.65	-	AA-信用债	311.56	327	345.25

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	-10	-6	-1	0	国债	34	19	19	19	国债	-17	-4	1	5
国开债	-10	-6	-3	-1	国开债	37	27	21	16	国开债	-8	-1	-2	-15
AAA信用债	-14	-11	-6	-	AAA信用债	49	40	30	-	AAA信用债	-15	-1	-8	-
AA+信用债	-7	-1	2	-	AA+信用债	55	44	33	-	AA+信用债	-7	7	-4	-
AA信用债	-6	0	-6	-	AA信用债	51	44	29	-	AA信用债	-9	-26	-34	-
AA-信用债	-5	1	-5	-	AA-信用债	52	45	30	-	AA-信用债	-6	-23	-31	-

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	0.21	0.22	0.23	0.24	国债	0.64	0.73	0.74	国债	-	-	-
国开债	0.23	0.15	0.15	0.08	国开债	0.11	0.42	0.37	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.20	0.17	0.10	-	AAA信用债	0.37	0.26	-	AAA信用债	0.31	0.45	0.37
AA+信用债	0.22	0.18	0.09	-	AA+信用债	0.41	0.22	-	AA+信用债	0.43	0.60	0.40
AA信用债	0.27	0.21	0.13	-	AA信用债	0.35	0.25	-	AA信用债	0.35	0.34	0.17
AA-信用债	0.06	0.36	0.27	-	AA-信用债	0.24	0.24	-	AA-信用债	0.78	0.76	0.61

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 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 1YAAA 下行 14BP，幅度最大。利率债则整体短端下行大于长端，1Y 国债及国开债下行 10BP，幅度最大。国内疫情再度反复影响经济复苏，同时降准缓解市场对流动性冲击的担忧，在此背景下债市有所回升。不过，我国经济企稳回升可能仍需一段时间，这段时间内预计货币不会大幅紧缩，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债市可能维持震荡。

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	4	5	2	国债	-15	0	0	国债	13	5	5
国开债	4	3	1	国开债	-10	-6	-5	国开债	7	-1	-13
AAA信用债	2	5	-	AAA信用债	-9	-9	-	AAA信用债	14	-7	-
AA+信用债	5	4	-	AA+信用债	-11	-10	-	AA+信用债	14	-11	-
AA信用债	5	-6	-	AA信用债	-7	-14	-	AA信用债	-17	-8	-
AA-信用债	5	-6	-	AA-信用债	-7	-14	-	AA-信用债	-17	-8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周短端下行大于长端导致利差整体走阔，分位数来看仅国债方面维持较高区间。

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	-4	-6	-3	AAA信用债	12	13	9	AAA信用债	-7	0	-6
AA+信用债	3	4	5	AA+信用债	18	17	12	AA+信用债	1	8	-1
AA信用债	4	5	-3	AA信用债	14	17	8	AA信用债	-1	-25	-31
AA-信用债	5	6	-2	AA-信用债	15	18	9	AA-信用债	2	-22	-28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 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，上周利差整体震荡走阔，部分品种利差分位数进入较高区间，后续市场可能会博弈错杀机会。

最新收益率						
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	
总体	1.90	2.44	2.64	--	--	
国有银行	1.85	2.18	1.94	2.48	2.38	
股份银行	1.60	2.17	2.50	2.48	2.39	
城商行	1.90	2.50	2.60	2.58	2.68	
农商行	1.94	2.42	2.57	2.63	2.78	
一周变化						
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	
总体	-18	-3	4	--	--	
国有银行	0	-17	0	-4	-7	
股份银行	-23	-23	-6	-12	-15	
城商行	-21	1	7	-7	0	
农商行	-13	-4	-6	0	13	
发行规模						
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	
总计	409.9	1135.2	1530.4	1101.5	927.9	
国有银行	0	80	0	744	370	
股份银行	75	368	380	164	221	
城商行	308	630	806	170	292	
农商行	27	57	345	23	46	

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体下行，其中发行规模最多的 6M 城商行上行 7BP，9M 国有银行下行 4BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.53	2.85	3.07	AAA+	29.41	29.23	30.71	AAA+	0.16	0.358	0.276
AAA	2.60	2.94	3.19	AAA	36.76	38.33	42.33	AAA	0.258	0.352	0.315
AAA-	2.71	3.05	3.30	AAA-	47.53	49.19	53.67	AAA-	0.356	0.41	0.323
AA+	2.80	3.24	3.49	AA+	56.53	68.19	72.67	AA+	0.389	0.64	0.421
AA	2.99	3.45	3.81	AA	75.53	89.19	104.67	AA	0.416	0.333	0.124
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.59	2.89	3.29	AAA	36.12	32.92	52.66	AAA	0.17	0.121	0.5
AA+	2.82	3.23	3.52	AA+	58.72	66.85	75.67	AA+	0.436	0.661	0.574
AA	3.04	3.47	3.83	AA	80.72	91.35	107.17	AA	0.512	0.675	0.564
AA(2)	3.26	3.73	4.25	AA(2)	102.72	117.35	149.17	AA(2)	0.477	0.552	0.462

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 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，随着市场快速下跌，信用利差整体走阔，目前大部分券种已经回归到正常区间。

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	2.66	2.83	3.03	3.32	3.41	利率变化(BP)	-20.48	-18.25	-10.75	-7.04	-7.20	利率分位数	0.24	0.22	0.18	0.21	0.19
当前利差	13.95	17.79	28.21	36.42	42.85	利差变化(BP)	-5.64	-5.98	1.65	-0.43	2.65	利差分位数	0.39	0.37	0.51	0.59	0.73

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 25 日。

上周二级资本债收益率均有所下行。其中 1Y 下行 20.48BP，下行幅度最大。历史来看，利差分位数已经恢复至中位数附近，但利率分位数仍位于偏低区间。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.72	3.24	3.61	3.71	AAA-	20.41	49.25	62.68	36.47	AAA-	-19.03	-0.56	0.95	-0.09
AA+	2.76	3.27	3.64	3.75	AA+	17.61	40.02	53.74	28.14	AA+	-19.03	-0.55	-0.05	-1.09
AA	2.95	3.49	3.99	4.10	AA	21.61	45.02	70.74	45.14	AA	-19.03	1.45	-0.05	-1.09
AA-	3.99	4.59	5.09	5.20	AA-	95.61	121.02	146.74	121.14	AA-	-19.03	2.45	-0.05	-1.09

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

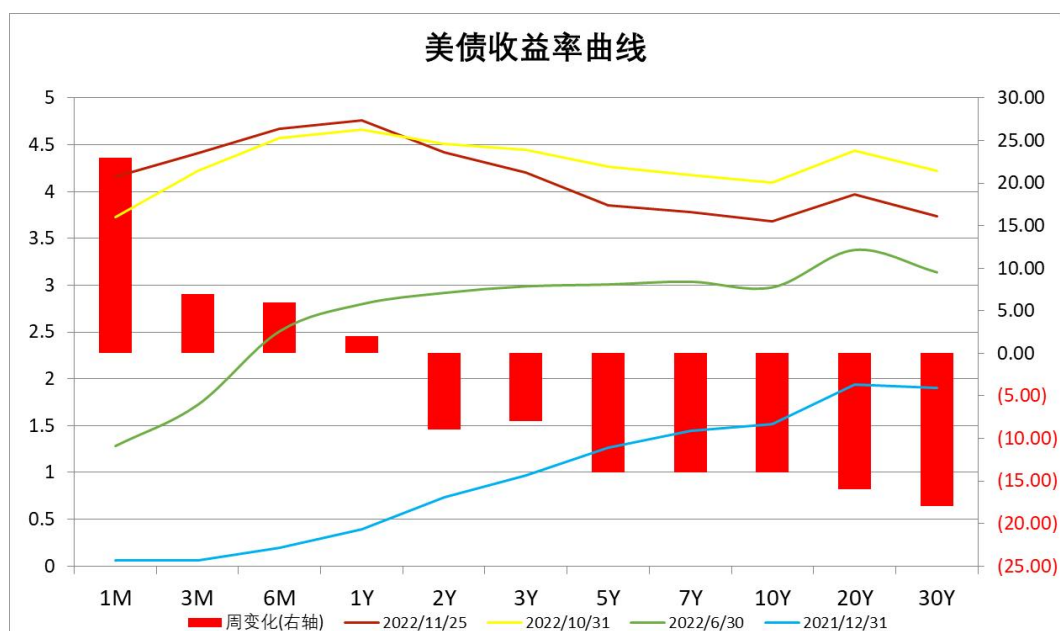
永续债方面与信用债整体较为一致，其中 1Y 下行幅度最大，达 19.03BP。

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	2.49	2.74	3.05	3.49	AAA级RMBS	25.94	18.65	29.09	56.11	AAA级RMBS	0.101	0.061	0.04	0.213
AAA级消金	2.63	2.97	3.26	3.63	AAA级消金	39.79	41.50	49.97	69.58	AAA级消金	0.114	0.151	0.068	0.048
AAA级企业ABS	2.88	3.27	3.51	3.90	AAA级企业ABS	64.61	70.81	74.66	97.22	AAA级企业ABS	0.2	0.249	0.08	0.205
AAA级ABN	2.74	3.07	3.38	3.77	AAA级ABN	51.22	51.54	61.29	83.94	AAA级ABN	0.15	0.156	0.064	0.089

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 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 与国开债间的利差相较于其他券种更低，分位数最高的 3Y 企业 ABS 位于 24.9%分位。整体来看，ABS 相对风险可能更大。

综合我国各个债券分项来看，近债券收益率随着市场恐慌情绪消退债市及疫情反复出现了一定程度的下行，后续债市核心关注点仍在地产及疫情防控上。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

美债方面，上周短端上行长端下行。其中，30Y 下行 18BP，同时 1M 上行 23BP。经济及就业数据已经开始出现一定的恶化信号，在此背景下市场对加息的预期有所缓和，但对衰退的担忧有所加深。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深，目前利差为 74BP，而上次出现这种程度的倒挂则是 40 年之前的第二次石油危机期间。目前来看市场一致预期明年 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(2022/11/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	49.2
工业增加值:当月同比	----	5	----	5
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	5.65	----	5.8
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	9.7
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-8.8
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	11.39
社会消费品零售总额:当月同比	----	4.1	----	-0.5
出口金额:当月同比	----	4	----	-0.3
社会融资规模:当月值	----	22000	----	9079
社会融资规模存量:同比	----	10.4	----	10.3
M2:同比	----	2.01	----	11.8
社融-M2	----	-0.92	----	-1.5
CPI:当月同比	----	----	----	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	----	----	----	-1.3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

4.1.1 经济底部震荡，外部不确定性暂缓

10 月经济数据再度向下探底。10 月工业增加值同比增速回落，显示需求端走弱。固定资产投资累计同比回落，基建投资高位震荡，制造业投资增速回落到疫情以来最低位置，地产进一步下行。需求端看，10 月消费超预期回落，社会消费品零售总额当月同比较上月回落 3 个百分点。融资端看，10 月新增社融与新增人民币贷款低于预期，企业与居民延续分化。企业中长期贷款同比多增，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，居民贷款延续回落，消费景气度有所降低，房地产销售依然压力较大。整体看，10 月经济在疫情冲击、外需下行与季节性效应影响下走弱，企业与居民融资需求延续分化，内外需均下行，实体部门需求与信心偏弱，政策支撑特征明显。

4.1.2 从高频数据看，上周涤纶长丝开工率、石油沥青开工率下滑，而高炉开工率企稳震荡，汽车轮胎开工率回升，生产数据表现分化。11 月商品房销售延续疲弱，环比回升幅度低于季节性，疫情扩散速度有所加快，乘用车零售与批发数量同比下降，集运运价延续下行，内外需求端偏冷。

4.2 股票市场观点

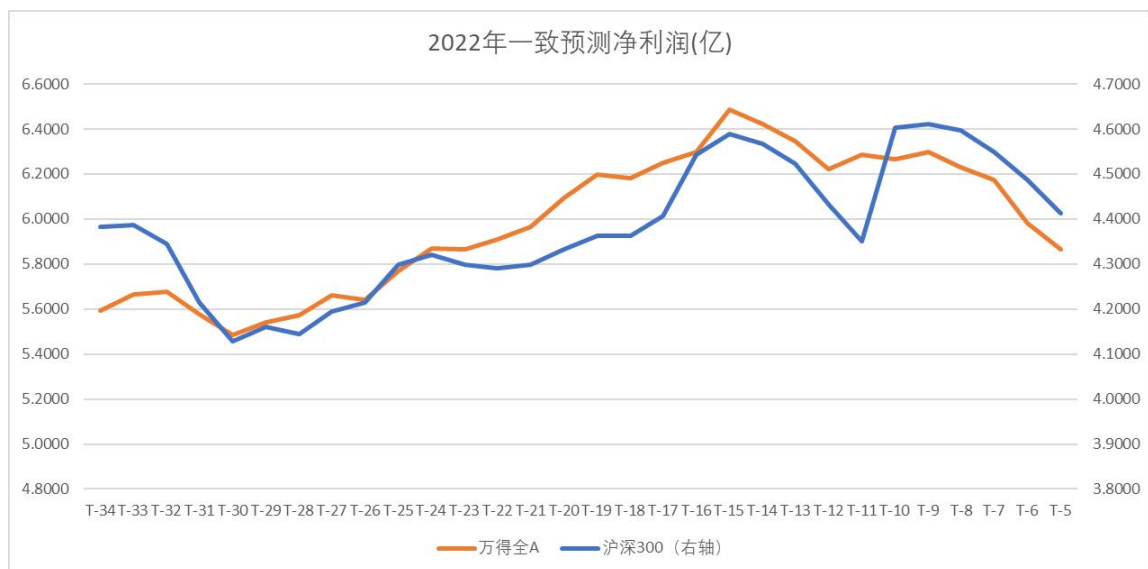
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.41 倍，处于 13%分位水平，股权溢价率 3.03%，处于 85%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	9.18	8.20	1.17	7.97	0.09	0.12	0.21	0.94
沪深300	11.08	9.13	1.30	6.09	0.10	0.09	0.05	0.96
中小板指	25.28	15.14	3.21	1.03	0.19	0.02	0.15	0.95
创业板指	38.17	22.95	4.84	-0.31	0.13	0.11	0.40	0.96
中证500	23.24	14.44	1.65	1.37	0.45	0.08	0.11	0.70
万得全A	16.78	12.41	1.60	3.03	0.27	0.13	0.14	0.85

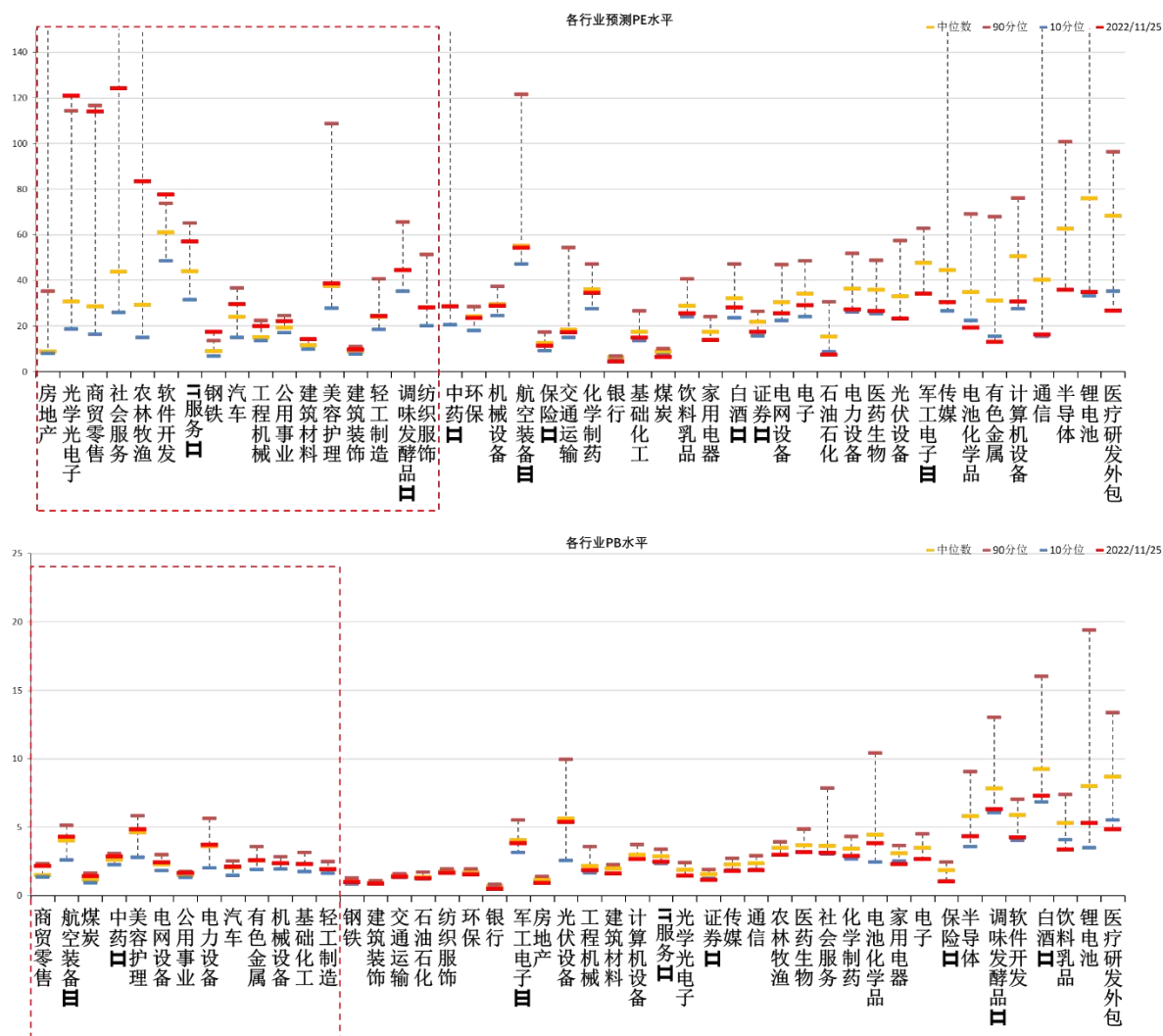
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.66	0.87	7.87	0.03	0.03	0.68
标普500	21.14	3.94	1.05	0.27	0.68	0.06
纳斯达克指	30.51	4.10	-0.40	0.18	0.13	0.10
德国DAX	13.26	1.56	----	0.17	0.31	----
法国CAC40	13.89	1.69	----	0.09	0.62	----
英国富时100	13.86	1.66	----	0.12	0.28	----
韩国综合指	11.53	0.88	----	0.33	0.35	----
台湾加权指	10.79	1.86	----	0.07	0.59	----
日经225	19.14	1.62	----	0.62	0.15	----
胡志明指数	10.17	1.56	----	0.01	0.01	----
印度SENSEX	23.41	3.46	----	0.30	0.81	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 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, 商贸零售、房地产等行业估值较高。



4.2.2 上周 A 股震荡下行，板块表现分化，社会服务、计算机跌幅较大，政策推动下，房地产、建筑装饰反弹，低位蓝筹风格占优。港股市场全面下跌，疫情反复扰动市场经济预期，能源业、地产建筑业和电讯业相对占优。美股市场全面上涨，加息预期边际缓解，大盘成长风格相对占优，材料、金融、公用事业表现较好。

4.2.3 各项经济数据显示经济仍处于驻底阶段，近期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边际变化，向好的预期与疲弱的现实之间产生分化。房地产纾困计划持续出台，但需求端数据持续疲软。疫情政策持续优化的方向确定，但后续各地形势演化与疫情对经济基本面的扰动幅度未知。尽管近期海外紧缩压力有所缓解，但目前阶段仍处于美联储加息步长拐点，后续海外紧缩预期仍容易有反复。对国内市场而言，短期内信贷拐点仍需等待，当前强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡的结构化行

情为主，最终交易核心仍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。

4.2.4 配置方向上关注：

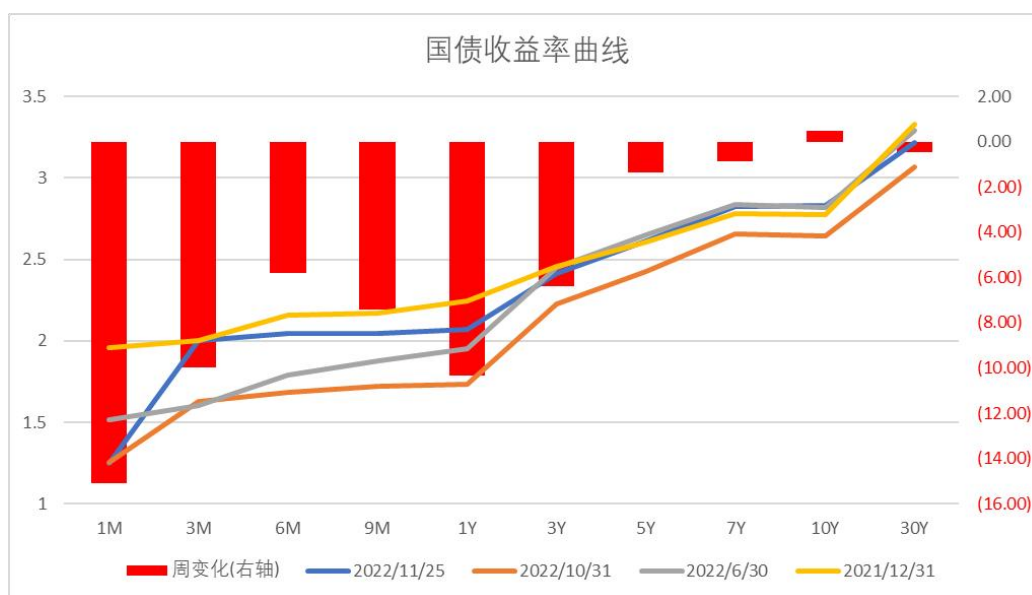
1、短期内，疫情与地产政策边际向好，释放积极信号，部分低位预期反转板块或迎来阶段反弹，推荐阶段性配置困境反转相关的地产产业链与医疗器械的题材性机会。

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，中长期看安全相关的军工、信创、半导体零部件仍值得维持仓位。

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	99.7550	99.8100	657,158.0000	148,932.0000	-8.4783	0.5726
	-0.01503458	0.0401	-166,756.0000	17431		



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 11 月 25 日.

4.3.1 上周，债市震荡小幅反弹，自 17 日、18 日央行连续净投放后，国常会提出降准，隔夜资金利率回落，流动性较之前边际宽裕，但地产政策频出下，债市情绪偏谨慎，资金利率在带动市场反弹后影响逐步钝化，宽信用预期逐步回归交易重心。地产政策频出、防疫政策优化对债市交易形成压制，但地产行业的需求端改善尚未出现、外需大幅度放缓使得经济难以找到大幅回暖的抓手，经济修复节奏不确定性犹存，同时资产荒为债市估值形成支撑，使得债市尚不具备连续大幅回调基础。

4.3.2 短期看，近期资金利率在政策呵护下重新下行，带动债市有所反弹，但疫情防控措施进一步优化，地产政策边际放松仍会对债市形成压制，后续短端反弹空间或大于长端，近期仍需关注月底票据利率预示的 11 月信贷情况。后续宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况仍是观察重点。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，短端博弈机会优于长端，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。