

政策边际优化，关注经济基本面变化

一、重要信息点评

1、上周北京、广州、深圳等地进一步优化防疫政策。12月1日，新华社发文《封控管理要快封快解、应解尽解》。11月30日，国务院联防联控机制发布《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》，提出加快提升80岁以上人群接种率，继续提高60-79岁人群接种率，第一剂次加强免疫与全程接种时间间隔调整为3个月以上。当前新冠病毒传染性增强而毒性减弱，防控政策优化有利于减少其对人们正常生活工作的影响，助力经济恢复活力，预计后续防控政策将不断小幅度优化，老年人疫苗接种率和基础医疗条件的匹配将更受关注。

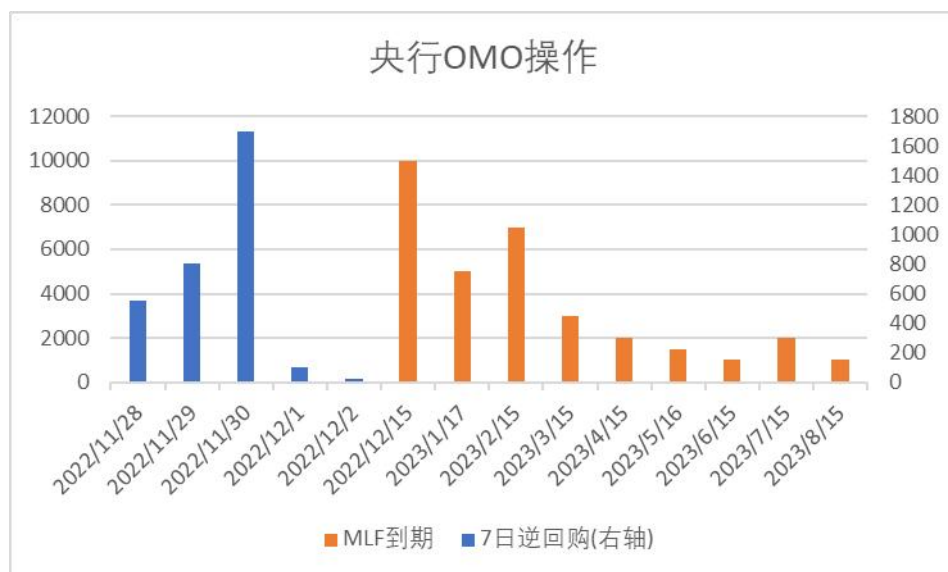
2、11月28日，房企融资“第三只箭”正式落地。证监会表示要恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，决定在股权融资方面调整优化5项措施，即恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，允许房地产企业实施重组上市；恢复上市房企和涉房上市公司再融资，允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务；调整完善房地产企业境外市场上市政策，H股上市公司再融资与A股政策保持一致；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点。目前房地产在信贷、债券、股权融资三方面均有所松绑，地产支持政策从此前的需求端转向融资端，有助于缓解市场对房企主体风险的担忧，边际缓解房企债务压力，推动行业并购整合与保交楼，短期内央国企与优质民企有望受益于政策，中长期看需求端企稳仍是重心。

3、11月30日，国家统计局发布11月PMI数据。11月官方制造业PMI 48%，前值49.2%，预期49.3，各分项继续回落，呈供需双弱态势，经济下行压力加大。从分项看，11月生产指数为47.8%，回落1.8个百分点，生产整体回落。分行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药、电气机械器材继续位于景气区间。企业生产经营活动预期回落，企业信心不足。新订单指数与新出口订单指数均回落，外需回落压力较大，内需回落幅度大于外需；11月非制造业PMI 46.7%，前值48.7%，其中服务业PMI回落1.9个百分点至45.1%，疫情反复对接触性聚集性行业影响较大，建筑业回升2.8个百分点至55.4%，基建施工维持高景气，地产施工回落压力大，地产销售仍处于磨底状态。

4、11月30日，美国公布10月核心PCE物价指数环比升0.2%，为今年7月以来最小增幅，低于市场预期的0.3%，前值0.5%。美联储主席鲍威尔表示，美联储最快12月就会放缓加息步伐，利率峰值可能略高于9月份的预期，存在相当大的不确定性，目前只看到了劳动力需求和工资增长放缓的初步迹象。此次演讲基本延续了其11月新闻发布会上的论调，没有出现此前市场担心的超预期鹰派表态，当日美股大幅上涨，加息预期降温。

5、12月2日，美国公布11月非农就业超预期强劲。11月非农就业新增26.3万人，预期20万人，失业率3.7%，持平预期。劳动参与率62.1%，预期62.3%。时薪环比上涨0.6%，同比上涨5.1%，均高于预期。分项看，制造业新增就业人数下滑，休闲酒店、教育保健等部分服务业新增就业反弹，符合其制造业PMI连续回落、消费服务业持续强劲的经济特征，就业参与率下降叠加时薪环比上涨显示就业市场结构恶化。数据公布后，降息预期出现降温，2023年底联邦基金利率预期从4.3%升至4.5%，美股、美债下跌，市场呈现紧缩交易特征，短期内预计12月放缓加息至50BP较为确定，但超预期强劲的非农或将支持美联储表态更加鹰派，高频指标看美国通胀将呈回落态势，但若薪资增速未来多次大幅超预期，仍存在加息路径进一步上调的风险，衰退宽松交易或会有所推后。自10月美国通胀数据发布后，美股市场整体回暖，反映出货币紧缩降温、经济软着陆的预期，后续薪资上涨压力、美联储表态或将加剧美国市场波动，后续拐点仍在美国经济实质性衰退信号。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

上周央行 OMO 投放 3170 亿, 同时到期 230 亿, 共计净投放 2940 亿。月末央行进行常规公开市场净投放。

生产	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	
高炉开工率(247家):全国	78.77	77.21	76.35	77.03	75.61	↓
	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
	2022/11/4	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	298.55	296.46	290.67	284.88	284.14	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-14.21	-14.79	-14.53	-14.07	-11.50	震荡
	2022/11/3	2022/11/10	2022/11/17	2022/11/24	2022/12/1	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	40.97	50.99	61.56	62.89	60.53	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	53.89	58.97	67.59	67.68	64.19	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

生产数据方面, 高炉开工率继续下行, 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。同时, 汽车钢胎开工率在回升后转为震荡。从生产数据来看, 工业生产动能仍然偏弱。

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 12 月 2 日.

需求数据方面, 商品房成交面积快速回升, 同时虽然地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距, 但在近期政策密集出台后二三线城市改善明显。

另一方面，车辆销售数据淡季下滑较为明显，疫情影响叠加补贴逐步退坡导致车辆销售难以维持高位。

价格	2021/12/2	2022/11/11	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	
农产品批发价格200指数	129.07	125.45	124.49	124.47	125.83	↗
价格:生猪:外三元	18.18	25.21	25.35	23.36	23.13	↘
平均批发价:猪肉	24.47	33.64	34.00	33.23	32.18	震荡
粮油批发价格200指数	111.33	116.98	116.80	116.78	116.72	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.54	4.29	4.21	4.21	4.44	↗
平均批发价:7种重点监测水果	6.11	6.73	6.70	6.88	6.93	↗
南华工业品指数	3,024.77	3,763.71	3,756.46	3,722.17	3,774.43	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	70.94	96.89	88.42	85.59	87.02	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

价格数据方面，农产品价格随季节性回升。其中，蔬菜价格与水果价格的季节性回升是主要原因，同时生猪价格继续高位回落，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	2.04	1.39	9.82
COMEX黄金	3.27	3.60	-0.94
LME铝	8.19	7.42	-8.96
LME铜	5.79	5.41	-12.84
CBOT玉米	-3.69	-3.44	8.98
CBOT大豆	0.30	-1.30	7.56
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-156.26	-146.67	853.97
美元兑人民币	-1445.00	-709.00	6669.00
美元兑日元	-487.10	-377.75	1918.70

	2022/12/2	2022/11/27	2022/11/30	2022/1/1
ICE布油	85.42	83.84	86.64	77.94
COMEX黄金	1811.4	1755	1782.9	1830.5
	2022/12/2	2022/11/25	2022/11/30	2022/1/1
美元指数	104.5098	106.0724	105.9765	95.9701
美元兑人民币	7.0195	7.164	7.0904	6.3526
美元兑日元	134.292	139.163	138.0695	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

期货价格方面，上周各类期货价格整体震荡回升，加息预期缓和背景下衰退担忧有所减弱。其中，铝及铜回升幅度最大。ICE 布油收于 85.42 美元，涨 2.04%，COMEX 黄金收于 1811.4 美元，涨 3.27%。

上周美元指数下行 156.26BP，美国核心通胀数据低于预期使得加息预期走弱并使得美元指数下行，在此背景下人民币上周升值 1445 个基点，日元升值 487.10 个基点。

MEETING DATE	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%	78.20%	21.80%	0.00%	0.00%		
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	46.10%	44.90%	8.90%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.20%	45.70%	32.30%	5.80%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.60%	39.10%	35.30%	11.70%	1.30%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	13.60%	39.00%	34.40%	11.30%	1.20%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.10%	3.40%	19.30%	38.00%	29.20%	9.00%	1.00%
2023/9/20	0.00%	0.00%	1.20%	8.80%	25.60%	35.00%	22.40%	6.30%	0.60%
2023/11/1	1.00%	7.50%	22.80%	33.40%	24.50%	9.00%	1.60%	0.10%	0.00%
2023/12/13	0.00%	0.70%	5.60%	18.30%	30.30%	27.10%	13.50%	3.80%	0.50%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

美联储加息预期方面，上周美联储指定的通胀目标：核心 PCE 数据出炉并低于市场预期，受此影响紧缩预期小幅缓和。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。

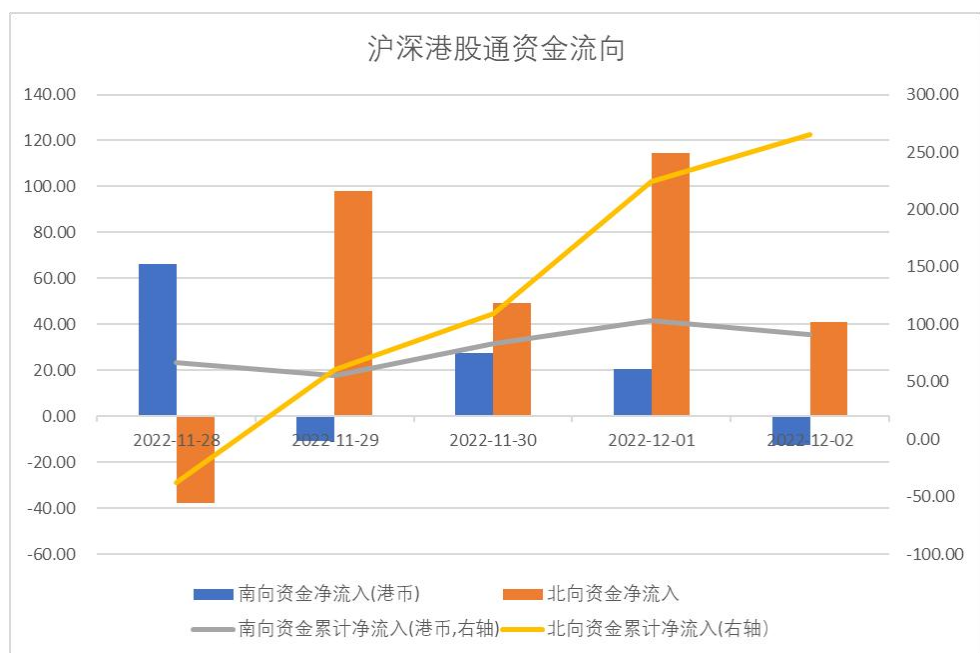
三、 市场表现回顾

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	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	12	9	0	7	1	10	0	0	2	31
	发行规模(亿元)	471.49	354.36	0.00	40.32	8.80	31.95	0.00	0.00	1.38	545.15
上上周	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
本月以来	数量	2	1	0	2	0	2	0	0	0	6
	发行规模(亿元)	14.84	6.22	0.00	20.37	0.00	5.30	0.00	0.00	0.00	40.51
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	0	1	3	1	3	0	6	3	25
上上周	8	0	10	3	0	4	6	1	5	4	41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 25 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（10 支）多于股票类基金（4 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，上周基金共计发行 545.15 亿，发行规模较上上周大幅回升，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 12 月 2 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 265.07 亿, 较上上周有所增加; 同时南向资金净流入 90.90 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
科创50	0.82	0.79	-27.90
中证500	1.32	0.19	-16.19
偏股混合型基金指数	2.16	0.84	-19.51
万得全A	2.44	0.79	-16.24
中小板指	2.47	0.97	-25.00
沪深300	2.52	0.46	-21.65
上证50	2.75	0.31	-20.15
创业板指	3.20	1.62	-28.27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所上行, 其中创业板涨 3.20%, 涨幅最大。疫情政策优化及地产政策继续出台使得市场对经济回暖产生了乐观预期, 带动股市整体上涨。偏股基金指数涨 2.16%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	1.21	-0.95	-10.22
低市净率指数	1.30	-0.94	-4.83
绩优股指数	2.03	0.13	-26.62
小盘指数	2.24	0.87	-16.60
大盘指数	2.65	0.48	-21.84
高市净率指数	3.33	1.54	-25.08
茅指数	3.54	1.47	-24.48
高市盈率指数	3.74	1.93	-22.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

上周 A 股各风格指数中, 高 PE 指数及茅指数分别涨 3.74%及 3.54%, 表现最好; 低 PE 及低 PB 指数分别涨 1.21%及 1.30%, 表现最差。上周市场大盘成长风格占优。

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
煤炭	-0.44	房地产	-2.13	电子	-33.21
钢铁	0.21	煤炭	-2.09	传媒	-26.23
公用事业	0.22	银行	-1.34	建筑材料	-23.60
国防军工	0.32	交通运输	-0.83	计算机	-22.05
有色金属	0.62	汽车	-0.75	国防军工	-21.66
纺织服饰	5.18	农林牧渔	2.60	建筑装饰	-4.53
商贸零售	6.27	计算机	2.39	房地产	-4.39
美容护理	6.43	纺织服饰	3.03	交通运输	-3.74
食品饮料	7.87	食品饮料	3.46	综合	9.59
社会服务	8.49	美容护理	3.37	煤炭	21.89

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 30 个上涨, 1 个下跌。其中, 疫情政策不断优化使得市场预期此前疫情受损的消费板块将迎来反转, 在此背景下社会服务、食品饮料、美容护理、商贸零售及纺织服装等行业分别涨 8.49%至 5.18%不等, 涨幅居前。另一方面, 高频数据显示生产端仍在下行, 导致周期制造等板块上周表现不佳, 其中煤炭跌 0.44%, 钢铁、公用事业、国防军工、有色金属等则分别涨 0.21%至 0.62%, 表现较差。

	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	6.27	0.42	-20.18
恒生科技指数	10.81	2.12	-31.60

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%, 恒 6.27 生科技指数涨 10.81%, 我国经济回暖预期带动港股上行。

	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	0.24	-0.46	-5.25
标普中盘400	0.56	-0.15	-9.43
标普小盘600	1.05	0.16	-11.15
标普500	1.13	-0.21	-14.57
纳斯达克指数	2.09	-0.06	-26.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

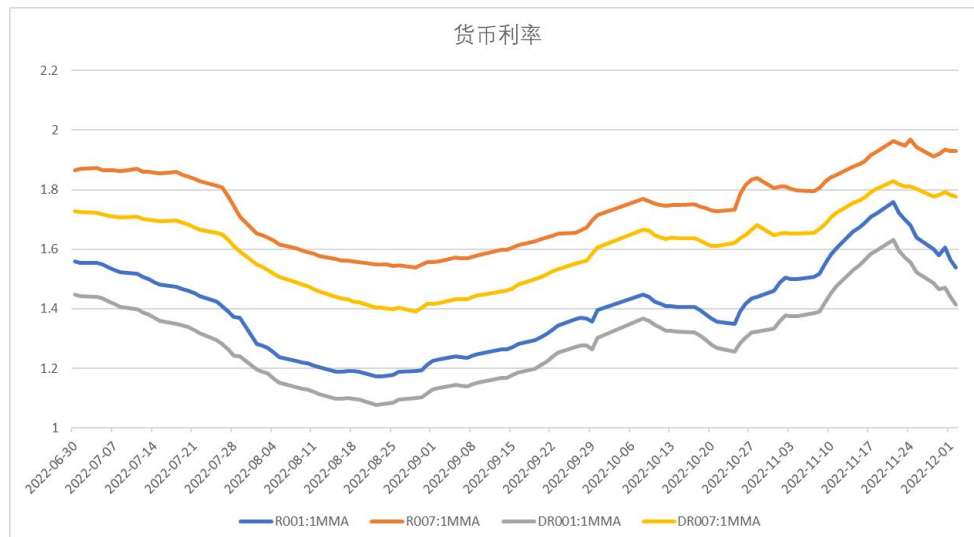
美股方面上周整体回升, 其中纳斯达克指数涨 2.09%, 涨幅最大。加息预期缓和使得市场风险偏好回升, 带动美股小幅上行。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
日经225	-1.79	-0.68	-3.52
韩国综合指数	-0.14	-1.54	-18.25
德国DAX	-0.08	0.92	-8.53
法国CAC40	0.44	0.05	-5.74
英国富时100	0.93	-0.22	2.32
印度SENSEX30	0.98	0.03	7.98
台湾加权指数	1.30	0.61	-17.83
胡志明指数	10.76	2.63	-28.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

其他海外市场方面, 日本市场跌 1.79%, 表现最差; 越南市场涨 10.76%, 表现最好。新兴市场较发达国家市场表现占优。

b) 债券市场



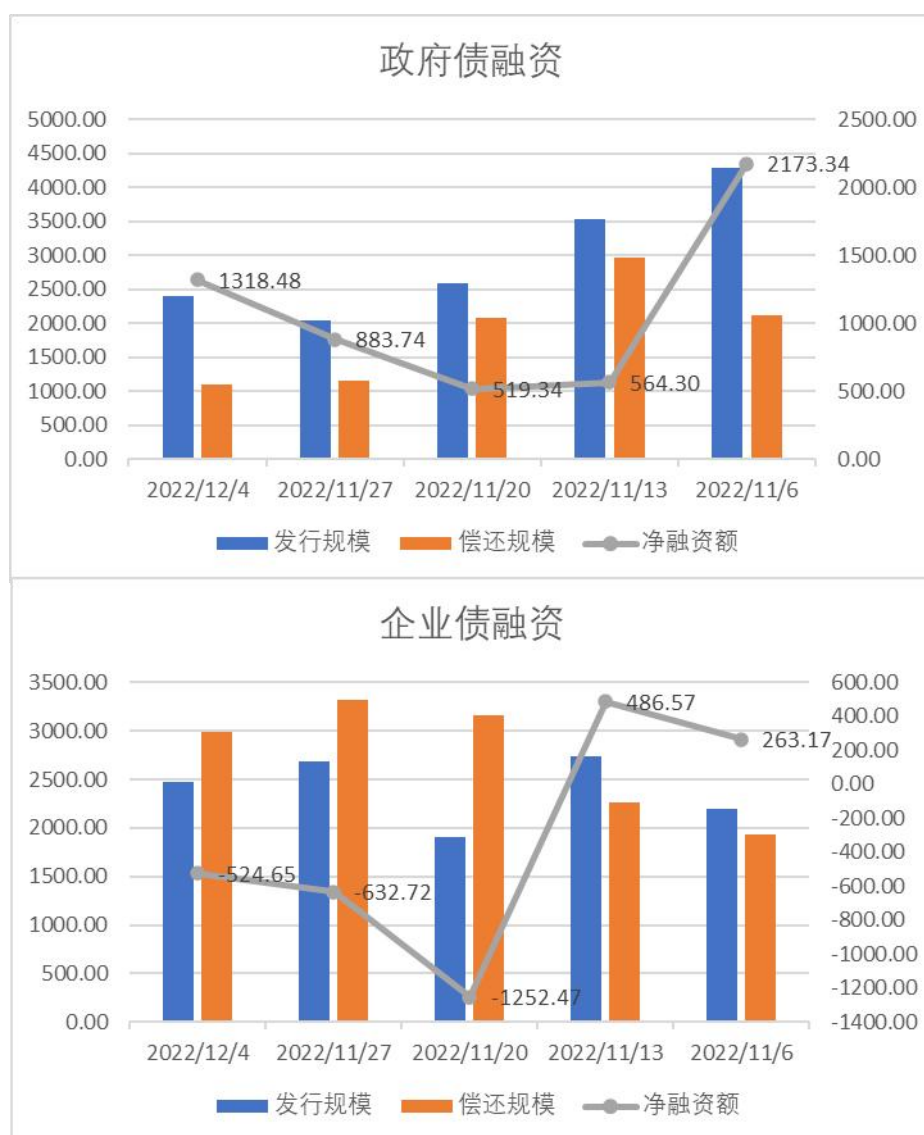
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

上周货币市场利率继续下行, DR001 一月均值降至 1.41, 货币环境整体而言较此前有所放松。

	2022/11/30	2022/11/25	2022/12/2
1Y	1.27	1.38	1.25
6M	1.2	1.35	1.17
	2021/11/30	2021/11/25	2021/12/2
1Y	2.2209	2.2717	2.2426
6M	1.9103	1.9765	1.9196
	2020/11/30	2020/11/25	2020/12/2
1Y	2.7685	2.7798	2.805
6M	2.7228	2.7081	2.7536
	2019/12/1	2019/11/26	2019/12/3
1Y	2.4553	2.244	2.5005
6M	2.4357	2.0497	2.4575

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.25、1.17，低位继续回落，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 12 月 2 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 1318.48 亿, 较上上周有所回升; 企业债净融资额-524.65 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	2.16	2.45	2.67	2.87	国债	29.19	22.29	19.74	国债	-	-	-
国开债	2.28	2.63	2.85	2.99	国开债	34.69	22.42	13.8	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.68	3.12	3.32	-	AAA信用债	44.71	19.63	-	AAA信用债	39.51	49.53	46.74
AA+信用债	3.12	3.67	3.96	-	AA+信用债	52.83	22.05	-	AA+信用债	59.64	77.78	77.41
AA信用债	5.51	6.06	6.35	-	AA信用债	54.83	29.05	-	AA信用债	83.64	103.78	110.41
AA-信用债	1.67	2.06	2.14	-	AA-信用债	54.83	29.05	-	AA-信用债	322.64	342.78	349.41

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	9	3	6	4	国债	2	-2	-2	-2	国债	-9	-1	6	9
国开债	5	7	9	6	国开债	-3	-4	-3	-2	国开债	-3	6	7	-9
AAA信用债	8	18	13	-	AAA信用债	1	4	3	-	AAA信用债	-7	16	5	-
AA+信用债	7	22	17	-	AA+信用债	1	8	6	-	AA+信用债	0	29	14	-
AA信用债	15	22	12	-	AA信用债	3	7	5	-	AA信用债	6	-4	-21	-
AA-信用债	16	23	13	-	AA-信用债	3	7	5	-	AA-信用债	10	0	-17	-

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	0.26	0.25	0.27	0.30	国债	0.47	0.85	0.61	国债	-	-	-
国开债	0.25	0.21	0.23	0.13	国开债	0.15	0.53	0.26	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.25	0.31	0.19	-	AAA信用债	0.64	0.15	-	AAA信用债	0.39	0.83	0.51
AA+信用债	0.32	0.25	0.14	-	AA+信用债	0.73	0.13	-	AA+信用债	0.47	0.87	0.61
AA信用债	0.48	0.40	0.17	-	AA信用债	0.45	0.19	-	AA信用债	0.45	0.61	0.25
AA-信用债	0.26	0.45	0.36	-	AA-信用债	0.40	0.17	-	AA-信用债	0.90	0.89	0.69

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 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, 信用债利率整体上行, 其中 3YAA- 上行 23BP, 幅度最大。利率债则整体短端上行大于长端, 1Y 国债及 5Y 国开债上行 9BP, 幅度最大。虽然 11 月 PMI 数据低于预期, 但随着防疫政策不断优化及地产政策连续出台, 市场预期经济未来将迎来复苏。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, 后续在利率分位数偏低的背景下债市可能对利空更为敏感。

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	-6	2	-2	国债	-5	0	1	国债	8	7	3
国开债	2	2	-3	国开债	-1	1	1	国开债	9	1	-16
AAA信用债	10	-5	-	AAA信用债	3	-1	-	AAA信用债	24	-12	-
AA+信用债	15	-5	-	AA+信用债	7	-2	-	AA+信用债	29	-15	-
AA信用债	7	-10	-	AA信用债	4	-2	-	AA信用债	-10	-17	-
AA-信用债	7	-10	-	AA-信用债	4	-2	-	AA-信用债	-10	-17	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周 3Y 跌幅较大导致短端走阔长端收窄, 分位数来看部分期限利差已回落至 0.2 以下的较低区间。

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	3	11	4	AAA信用债	4	8	6	AAA信用债	-4	11	-2
AA+信用债	2	15	8	AA+信用债	4	12	9	AA+信用债	4	23	7
AA信用债	10	15	3	AA信用债	6	11	8	AA信用债	10	-10	-28
AA-信用债	11	16	4	AA-信用债	6	11	8	AA-信用债	14	-6	-24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 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, 上周信用债跌幅大于利率债导致信用利差整体走阔, 目前部分券种已经进入 0.8 以上的较高分位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.10	2.46	2.54	--	--
国有银行	1.83	2.08	2.40	2.34	2.46
股份银行	1.87	2.20	2.40	2.50	2.50
城商行	2.10	2.52	2.57	2.69	2.79
农商行	2.27	2.63	2.52	2.53	2.56
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	20	1	-14	--	--
国有银行	-2	-10	46	-14	8
股份银行	27	3	-10	2	12
城商行	20	2	-5	14	11
农商行	33	19	-7	-13	-29
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	540.3	1606.3	1565.9	1104.5	952.9
国有银行	0	123	0	744	379
股份银行	105	753	416	167	236
城商行	408	673	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 12 月 2 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 城商行下行 5BP, 3M 股份银行上行 3BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.61	3.02	3.21	AAA+	33.25	39.66	35.45	AAA+	0.281	0.734	0.479
AAA	2.68	3.14	3.32	AAA	39.52	50.94	46.72	AAA	0.334	0.802	0.498
AAA-	2.78	3.25	3.43	AAA-	50.29	61.80	58.05	AAA-	0.422	0.797	0.457
AA+	2.89	3.44	3.63	AA+	61.29	80.80	78.05	AA+	0.492	0.898	0.603
AA	3.11	3.68	3.95	AA	83.29	104.80	110.05	AA	0.509	0.648	0.221
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.72	3.10	3.40	AAA	43.47	47.26	54.29	AAA	0.349	0.459	0.552
AA+	2.94	3.40	3.70	AA+	66.08	77.19	84.30	AA+	0.544	0.847	0.791
AA	3.22	3.70	3.99	AA	94.08	106.69	113.80	AA	0.639	0.847	0.7
AA(2)	3.48	4.00	4.41	AA(2)	120.08	136.69	155.80	AA(2)	0.661	0.709	0.554

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 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	2.86	3.10	3.31	3.56	3.60	利率变化(BP)	20.42	27.00	27.49	24.41	18.63	利率分位数	0.39	0.41	0.41	0.41	0.36
当前利差	24.59	26.52	43.02	45.40	47.49	利差变化(BP)	10.64	8.73	14.81	8.98	4.64	利差分位数	0.73	0.62	0.81	0.80	0.78

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 12 月 2 日。

上周二级资本债收益率均有所上行。其中 3Y 上行 27.49BP，上行幅度最大。历史来看，利差分位数已经走阔至 0.8 分位附近，同时利率分位数位于略低于中位数区间。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.93	3.51	3.78	3.85	AAA-	31.50	63.00	65.27	47.61	AAA-	20.87	26.43	16.58	14.25
AA+	2.96	3.54	3.81	3.89	AA+	29.70	55.75	58.33	41.28	AA+	20.86	26.42	16.58	14.25
AA	3.15	3.76	4.16	4.24	AA	33.70	59.75	75.33	58.28	AA	20.86	26.42	16.58	14.25
AA-	4.19	4.86	5.26	5.34	AA-	107.70	133.75	149.33	132.28	AA-	20.86	26.42	16.58	14.25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

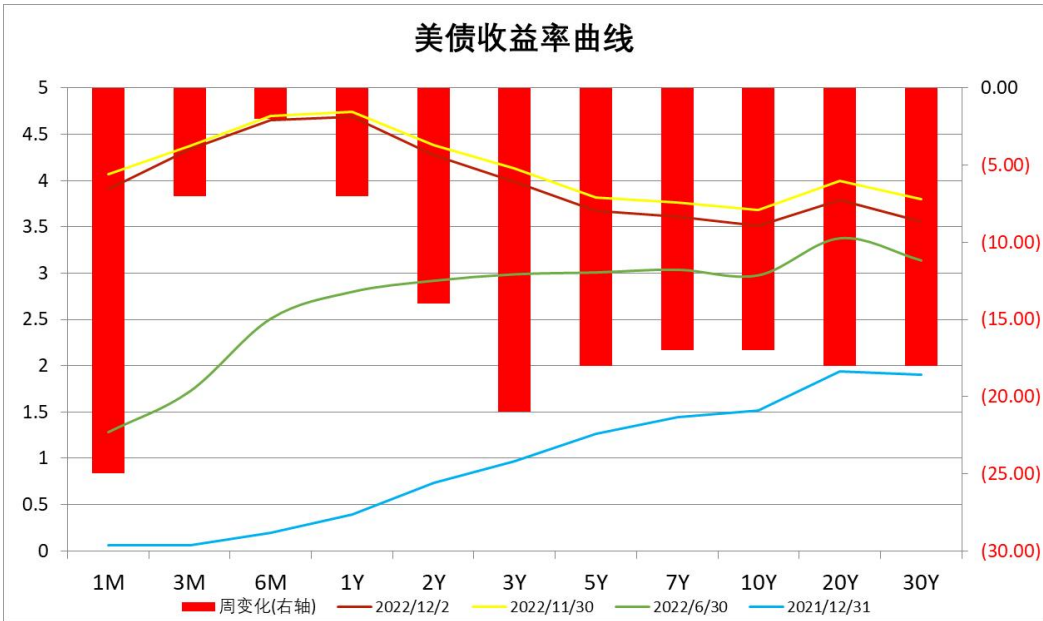
永续债方面与信用债整体较为一致，其中 3Y 上行幅度最大，达 26.43BP。

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	2.51	2.82	3.14	3.52	AAA级RMBS	23.34	19.12	28.44	53.20	AAA级RMBS	0.094	0.076	0.032	0.171
AAA级消金	2.72	3.17	3.40	3.66	AAA级消金	43.74	54.11	54.35	67.15	AAA级消金	0.166	0.356	0.112	0.04
AAA级企业ABS	2.96	3.42	3.64	3.94	AAA级企业ABS	67.84	79.58	79.04	94.79	AAA级企业ABS	0.302	0.603	0.2	0.126
AAA级ABN	2.80	3.27	3.51	3.81	AAA级ABN	52.25	64.15	65.67	81.51	AAA级ABN	0.16	0.328	0.105	0.047

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 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，除 3Y 企业 ABS 外分位数最高的 3Y 消费金融 ABS 位于 35.6%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 12 月 2 日.

美债方面, 上周短端下行小于长端。其中, 1M 下行 25BP, 幅度最大。核心 PCE 低于预期使得市场加息预期缓和并带动美债利率下行。同时, 2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深, 目前利差为 77BP, 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	48	49.3	↘	49.2
工业增加值:当月同比	----	3.9	----	5
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	5.64	----	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	----	-1.17	----	-0.5
出口金额:当月同比	----	0.61	----	-0.3
社会融资规模:当月值	----	22357.14	----	9079
社会融资规模存量:同比	----	----	----	10.3
M2:同比	----	11.74	----	11.8
社融-M2	----	----	----	-1.5
CPI:当月同比	----	1.74	----	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	----	-1.3	----	-1.3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

4.1.1 经济底部震荡, 政策边际向好

11 月 PMI 数据显示经济再度探底, 向下压力较大。11 月官方制造业 PMI 48%, 前值 49.2%, 预期 49.3, 仅高于今年 4 月的 47.4%。分规模看, 小企业生产经营压力更大。从分项指数看, 生产和需求项都有较大幅度回落。生产指数、新订单、从业人员、原材料库存指数分别回落 1.8、1.7、0.9、1.0 个百分点。从生产端看, 11 月生产指数为 47.8%, 整体回落。分行业看, 农副食品加工、食品及饮料精制茶、医药、电气机械器材的 PMI 和生产经营活动预期指数继续位于景气区间。供应商配送时间指数回落 0.4 个百分点, 部分调查企业反映受供应商交货时间滞后和客户订单减少等情况有所增加。企业生产经营活动预期回落 3.7 个百分点至 48.9%, 显示制造业企业信心继续回落。从需求端看, 11 月新订单指数回落

1.7 个百分点至 46.4%，新出口订单指数回落 0.9 个百分点至 46.7%，进口指数回落 0.8 个百分点至 47.1%，内外需均回落，内需回落幅度大于外需。从高频看，韩国 11 月出口同比大幅回落，出口集装箱运价指数继续回落，指向外需回落压力较大，预计 11 月出口同比增速进一步回落。

非制造业 PMI 46.7%，前值 48.7%，其中服务业 PMI 回落 1.9 个百分点至 45.1%，服务业继续大幅走弱，接触性聚集性行业（道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐）商务活动指数低于 38.0%，行业业务总量明显回落；建筑业 PMI 回落 2.8 个百分点至 55.4%。其中，土木工程建筑业指数提高 1.5 个点至 62.3%，显示基建施工维持高景气，前期落地的稳增长政策效力仍在，地产施工回落压力大，疫情反复影响销售和施工。地产销售方面，11 月 1 日-25 日 60 城新房销售面积同比下降 34%，其中一线下降 22%，二线下降 27%，三线下降 46%，地产销售仍处于磨底状态。

整体看，11 月 PMI 超预期回落，经济下行压力较大，内外需均走弱，服务业景气继续下行，基建施工逆市上行，地产施工回落压力依然较大，经济延续底部震荡态势。

4.1.2 近期地产与疫情防控政策边际改善。一方面，地产三支箭政策落地，房企融资端在信贷、债券、股权三方面均有所松绑，房企债务压力边际缓解。另一方面，《加强老年人新冠病毒疫苗接种工作方案》发布，为推进放开管控做准备的重要一步，同时近期北京、广州、深圳等地进一步优化防疫政策，尽管后续恢复过程或将一波三折，但长期看仍可对经济恢复多一分乐观。后续基本上短期关注地产行业施工与竣工改善情况，中长期地产销售与消费数据拐点仍是重心。

4.2 股票市场观点

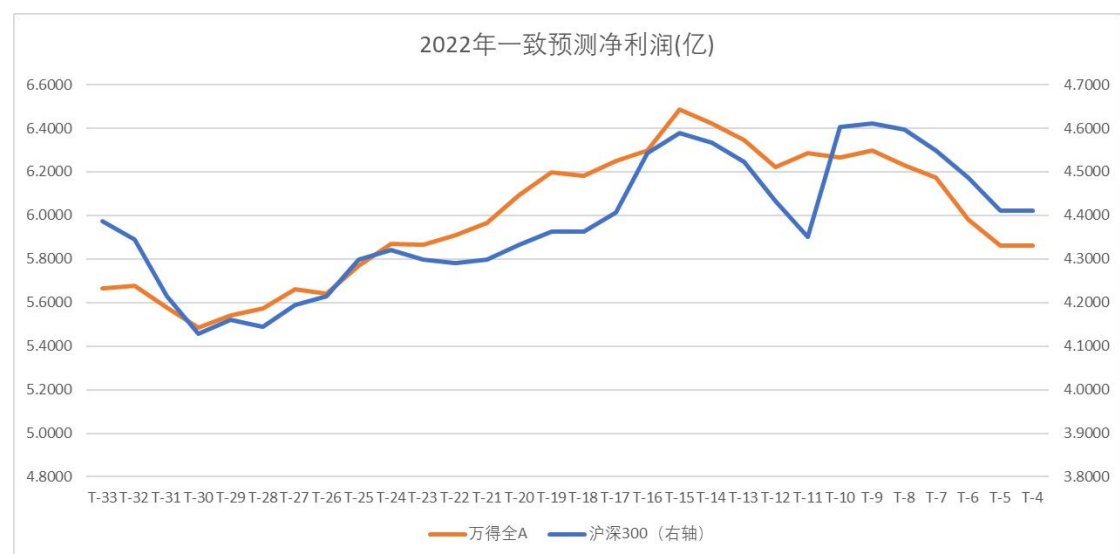
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.68 倍，处于 14%分位水平，股权溢价率 2.84%，处于 81%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	9.38	8.39	1.20	7.67	0.15	0.17	0.28	0.90
沪深300	11.30	9.31	1.32	5.86	0.14	0.12	0.09	0.92
中小板指	25.96	15.55	3.29	0.86	0.24	0.05	0.22	0.92
创业板指	39.48	23.74	4.99	-0.46	0.15	0.16	0.42	0.94
中证500	23.56	14.65	1.67	1.25	0.47	0.11	0.13	0.67
万得全A	17.15	12.68	1.63	2.84	0.36	0.14	0.24	0.81

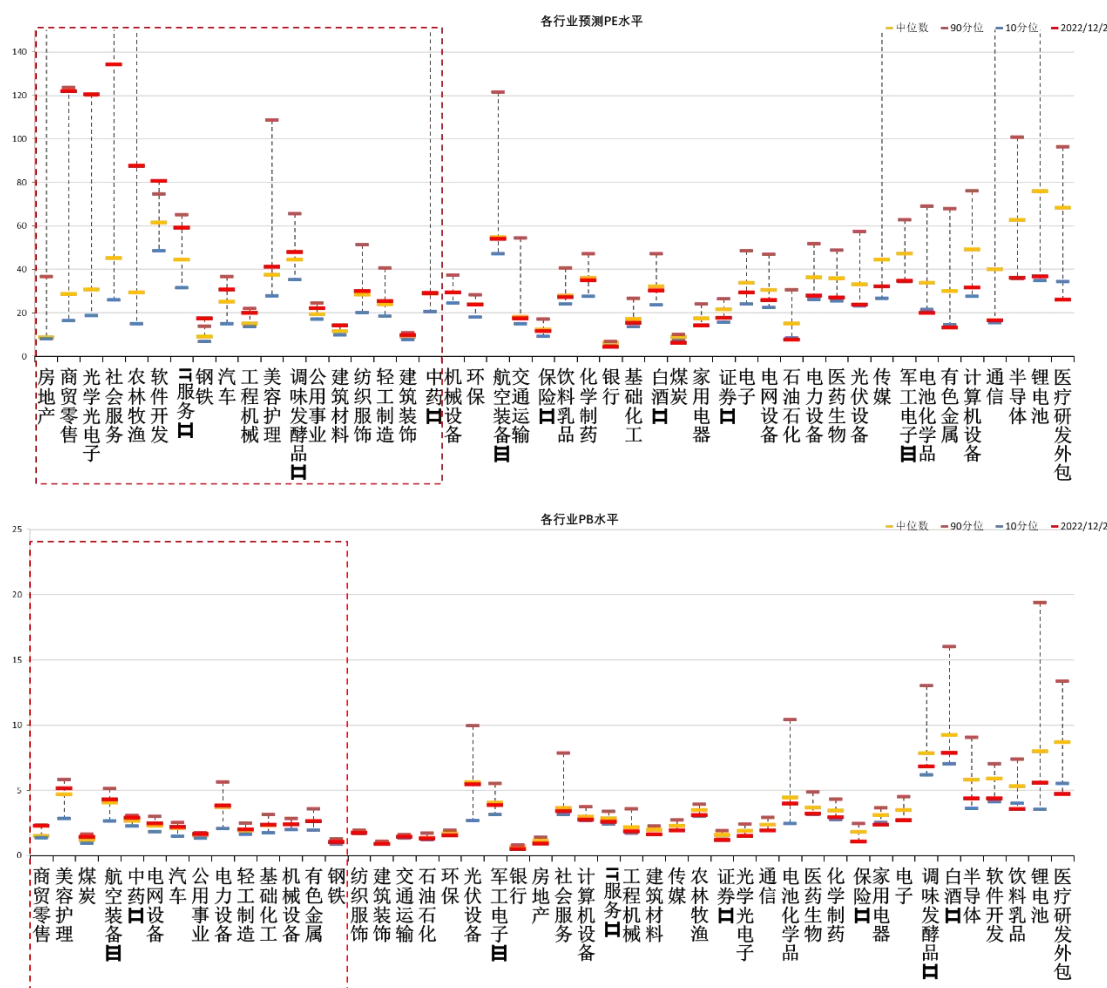
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.09	0.91	7.49	0.07	0.09	0.54
标普500	21.44	3.99	1.15	0.30	0.70	0.10
纳斯达克指	30.18	4.26	-0.20	0.16	0.20	0.18
德国DAX	13.26	1.56	----	0.17	0.32	----
法国CAC40	13.90	1.69	----	0.09	0.63	----
英国富时100	14.28	1.59	----	0.16	0.17	----
韩国综合指	11.38	0.87	----	0.31	0.31	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.57	----
日经225	19.06	1.61	----	0.61	0.14	----
胡志明指数	10.53	1.61	----	0.02	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.31	0.81	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 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 股震荡上行，煤炭、钢铁、公用事业小幅下跌，防控政策持续优化的推动下，社会服务、食品饮料反弹。港股市场全面上涨，消费、资讯科技业相对占优。美股市场全面上涨，鲍威尔表态偏鸽，加息预期边际缓解，小盘成长风格相对占优，可选消费、医疗保健表现较好。

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、疫情防控政策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。房地产融资端支持政策持续出台，但需求端数据持续疲软。疫情政策持续优化的方向确定，但后续各地感染数据与疫情对经济基本面的扰动幅度未知。尽管近期海外通胀压力有所缓解，但后续海外紧缩预期仍容易有反复。对国内市场而言，短期内居民端信贷拐点仍需等待，从海外经验看，防控放松后经济基本面是否再度向下探底取决于疫情扩散程度，但中长期看放松后的 1-2 个季度后，冲击将会逐渐弱化，经济也将呈改善趋势。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，逢调整配置将

有更高性价比。在当前风险缓释带来的反弹动能释放后，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：

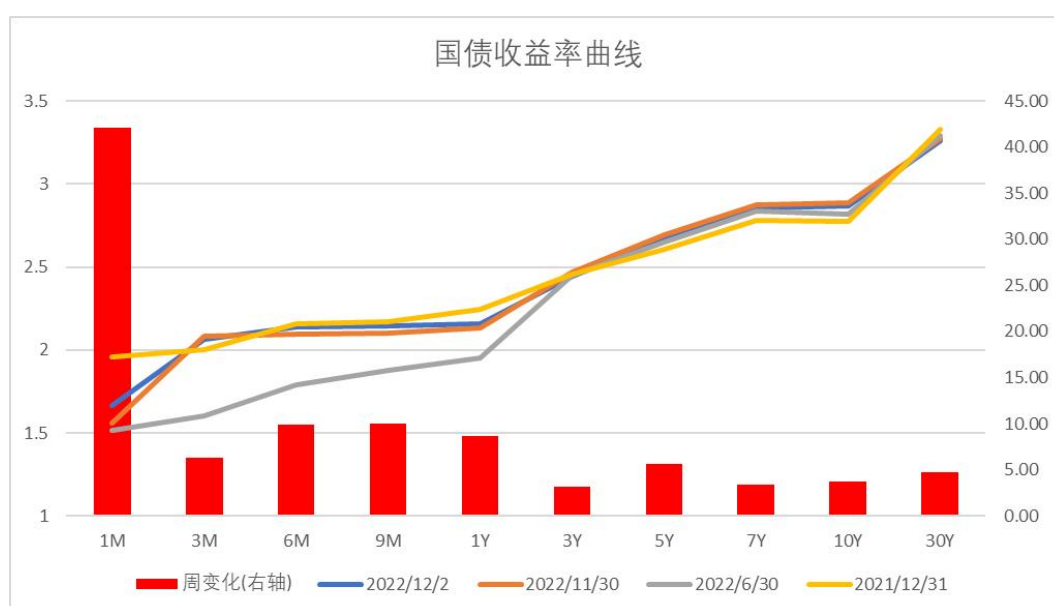
1、短期内，疫情与地产政策边际向好，释放积极信号，前期受制于信用风险或疫情压制的低位预期反转板块或迎来阶段反弹，推荐阶段性配置困境反转相关的地产产业链、医疗器械与服务、港股消费的逢低配置机会。

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信创、半导体零部件仍值得维持均衡仓位。

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	99.6100	99.6300	692,512.0000	151,936.0000	-6.2440	0.2877
	-0.58386147	-0.5639	35,354.0000	3004		



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 2 日.

4.3.1 上周，房地产政策落地、疫情防控持续优化下，债市调整，信用债与二级资本债收益率抬升较快，债市情绪偏谨慎，对 PMI 不及预期等利好表现钝化，对利空表现敏感，宽信用预期回归交易重心。目前经济基本面依旧低迷使得债市尚不具备连续大幅回调基础，但地产政策频出、防疫政策优化对债市交易形成压制，机构投资者负债端波动压力与风险偏好的降低短期内难见明显改善。

4.3.2 短期看，目前十年国债突破 2.9%，向上空间或不大，但配置时机仍需等待，中央经济工作会议或成为市场博弈时间点，会后或存阶段性交易机会，后

续短端反弹空间或大于长端，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。