

政策面逐步落地，海外预期反复

一、重要信息点评

1、12月12日，央行公布11月金融数据。11月新增社融1.99亿元，预期2.17亿元，前值9079亿元，社融存量增速10.0%，前值10.3%。新增人民币贷款1.21亿元，低于预期的1.32亿元，前值6152亿元，各项托底政策效果尚未显现。结构上，企业中长贷维持韧性，居民贷款继续走弱。企业贷款同比多增3158亿，其中票据融资同比少增56亿元，企业短期贷款同比多减651亿元，企业中长期贷款同比多增3950亿，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。非标融资同比少减2275亿，延续改善趋势。其中委托贷款转为多减，或与前期投放的专项金融工具于10月落地有关，信托贷款大幅少减，应与保交楼融资支持有关。企业债融资同比少增3410亿元，城投债净融资大幅减少，与财政承压、政策监管、理财赎回有关。居民端，居民贷款同比少增4710亿元，其中短期贷款同比少增992亿元，消费景气度继续低迷，居民中长期贷款新增2103亿，居民提前还贷意愿足，地产下行压力仍大。政府债同比少增1638亿，受政府债前置影响，8月以来政府债持续形成拖累。M2同比12.4%，预期11.7%，同比高增应与理财赎回有关。整体看，11月金融数据继续回落，结构上延续分化，居民端为最大拖累项，政策支撑特征依旧明显，消费、地产等内生动力偏弱。

2、12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，强调我国扩大内需机遇和挑战都有新的发展变化，必须坚定实施扩大内需战略，准确把握国内市场发展规律，未雨绸缪，趋利避害，不断释放内需潜力，充分发挥内需拉动作用，建设更加强大的国内市场，推动我国经济平稳健康可持续发展。预计后续各地促消费政策有望进一步加码出台。

3、12月15日，统计局公布11月经济数据。生产端看，11月工业增加值同比2.2%，前值5%，预期3.7%，季调环比-0.31%，前值0.19%。三大门类中，制造业与公用事业边际降速。分行业看，化工、有色、金属制品同比增速边际提升，汽车制造、电子、医药同比增速较上月下行幅度较大，结构上上游表现更强，与去年双限双控低基数有关，汽车增速大幅回落，与汽车零售下滑一致，电子主要与供应链扰动有关。预计短期内出口回落与疫情闯关将继续压制工业生产。投资端看，11月固定资产投资累计同比5.3%，前值5.8%，预期5.6%，其中地产投资

继续下滑，销售、新开工、施工、竣工面积当月同比-33.3%、-50.8%、-52.6%、-20.2%，各分项指标全部回落，近期政策托底情况仍需观察，此前需先看到竣工端改善提升居民保交楼信心。基建投资当月同比 13.9%，维持高位震荡。制造业投资同比 6.2%，同比增速略微下滑，与基数效应有关。结构上，金属制品、电气设备、通用设备和专用设备保持较高增速，一方面和国内技术改造再贷款政策支持有关，另一方面和基建购置设备需求有关。有色、化学原料和通信电子增速下滑幅度较大，主要和出口下行及供应链扰动有关。需求端看，11 月社会消费品零售总额当月同比-5.9%，比上月回落 5.4 个百分点，大幅低于市场预期的 -2.5%。其中，商品零售增速回落 6.1 个百分点至-5.6%，餐饮收入增速回落 0.3 个百分点至-8.4%，除粮油食品和中西药品外，其它商品零售总额同比均有回落。就业方面，11 月 31 个大城市城镇调查失业率上行 0.7 个百分点至 6.7%，就业继续恶化。整体看，11 月基本面继续下行，生产、地产、消费均走弱，仅基建继续维持高增速。

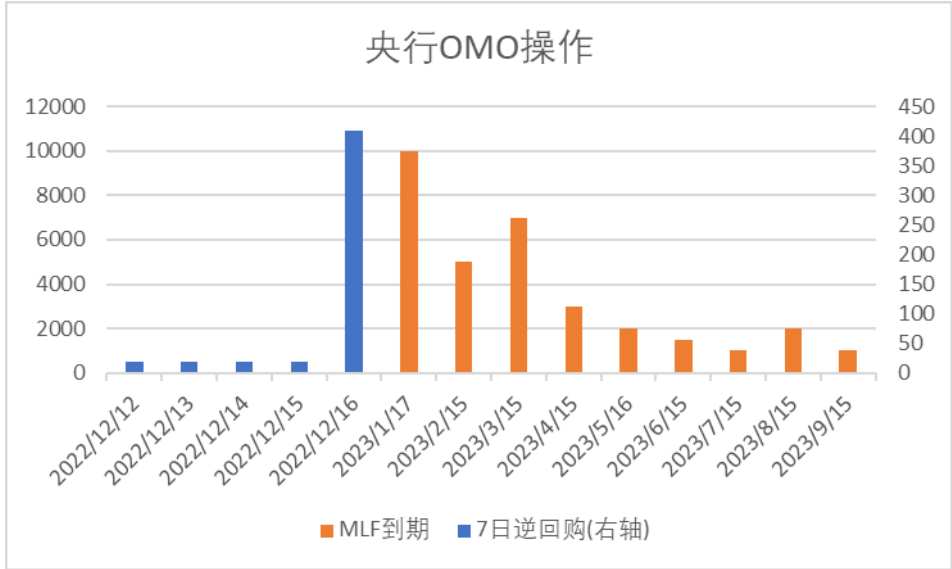
4、2022 年 12 月 15 日，中央经济工作会议召开，分析总结当前经济形势，并部署明年经济工作。其中，对明年经济的定调为“明年经济运行有望总体回升，努力实现明年经济发展主要预期目标”，并未出现更具体的表述，略低于市场。政策重心更加注重提振内需，大力提振市场信心，预计消费将成为明年拉动经济重心。此次扩大内需方向共提出三大抓手：住房改善、新能源汽车、养老服务，同时提出加快建设现代化产业体系，保证产业体系自主可控、加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳的应用推广，预计明年几个方向会有更多产业政策出台。房地产方面，此次会议依旧提出房住不炒，但位置有所后移，同时提出“推动房地产向新发展模式平稳过渡”，并未提出具体的需求端提振方案，预计明年房地产行业处于弱复苏状态，后续修复情况主要取决于经济在放开后的修复情况。货币政策与财政政策基本延续此前定调，货币政策强调精准有利，财政政策加力提效。整体看，本次经济工作会议更加强调内需与居民信心，总体基调变化不大，后续仍需等待具体经济刺激方案出台。

5、12 月 13 日，美国公布 11 月 CPI 数据回落幅度超预期。11 月 CPI 同比 7.1%，前值 7.7%，预期 7.3%。核心 CPI 同比 6.0%，前值 6.3%，预期 6.1%。从分项看，

住宅分项同比较上月提升 0.2 个百分点，为通胀最大驱动，医疗护理商品分项与上月持平，其他分项同比增速均有所降低，美国通胀压力有所缓解。

6、12 月 14 日，美联储公布 12 月 FOMC 决议，加息 50BP 符合预期，点阵图鹰于市场预期。此次会议上调了明后两年的核心通胀和失业率预期，下调了 GDP 预期，23 年 4 季度预期失业率 4.5 及 0.5 的 GDP 预期对应了经济的温和衰退。更新后的点阵图显示，官员们预期 23 年会加息 75bp，且不会降息，该加息路径较此前市场预期的 23 年下半年开始降息更加鹰派。此外，鲍威尔再次重申抗击通胀决心，表示 2% 的通胀目标不会上调或取消，在确信美国通胀率向 2% 靠拢之前不会降息。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

上周央行 OMO 投放 490 亿，同时到期 100 亿，共计净投放 390 亿。此外，MLF 到期 5000 亿背景下央行增量续作 6500 亿，净投放 1500 亿。

生产	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	
高炉开工率(247家):全国	76.35	77.03	75.61	75.89	75.97	震荡下行
	2022/10/31	2022/11/10	2022/11/20	2022/11/30	2022/12/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	202.91	198.68	200.20	202.85	198.67	低位震荡
	2022/11/18	2022/11/25	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	290.67	284.88	284.14	287.64	284.93	震荡下行
库存:主要钢材品种:合计:同比	-14.53	-14.07	-11.50	-5.80	-3.32	↗
	2022/11/17	2022/11/24	2022/12/1	2022/12/8	2022/12/15	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	61.56	62.89	60.53	60.36	56.51	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	67.59	67.68	64.19	66.13	64.83	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

生产数据方面，高炉开工率及螺纹钢产量震荡下行，粗钢产量低位震荡磨底，同时钢材库存维持震荡上行。同时，汽车钢胎开工率在回升后转为震荡。从生产数据来看，工业生产动能有低位企稳迹象，不过疫情短期快速攀升仍会对经济造成一定扰动。

需求	2021/12/16	2022/11/25	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	趋势
商品房成交面积:本月以来	49.90	37.86	45.96	42.65	42.40	震荡上行
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.16	9.17	10.05	9.62	9.79	震荡上行
商品房成交面积:二线城市:本月以来	29.29	19.42	25.79	23.30	22.29	震荡上行
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.44	9.27	10.13	9.74	10.31	震荡上行
	2022/11/13	2022/11/20	2022/11/27	2022/11/30	2022/12/11	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	-0.41	0.91	3.27	31.15	19.81	震荡
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	-2.00	2.70	0.55	26.42	21.38	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

需求数据方面，商品房成交面积震荡回升，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，车辆销售数据重新回升至 20%以上的增速，一定程度上反映了疫情管控优化后消费需求有所释放。

价格	2021/12/16	2022/11/25	2022/12/2	2022/12/9	2022/12/16	
农产品批发价格200指数	125.95	124.47	125.83	126.32	125.51	震荡上行
价格:生猪:外三元	16.74	23.36	23.13	22.54	20.25	↓
平均批发价:猪肉	23.93	33.23	32.18	32.12	30.13	↓
粮油批发价格200指数	111.94	116.78	116.72	116.87	117.09	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.12	4.21	4.44	4.56	4.57	震荡上行
平均批发价:7种重点监测水果	6.20	6.88	6.93	6.69	6.80	震荡上行
南华工业品指数	3,174.01	3,722.17	3,774.43	3,784.30	3,835.64	高位震荡
现货价:原油:英国布伦特Dtd	74.92	85.59	87.02	77.64	79.16	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金... 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

价格数据方面，农产品价格随季节性震荡上行。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，猪肉价格在震荡一段时间后开始回落，后续需关注疫情管控优化后服务业供需错配带来的通胀压力。PPI 影响因素方面，石油价格维持震荡下行。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，不过随着海外各国货币政策收紧，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	4.15	-5.92	1.90
COMEX黄金	-0.43	3.12	-1.40
LME铝	-4.09	-0.02	-15.26
LME铜	-2.81	3.30	-14.58
CBOT玉米	1.48	-2.39	10.16
CBOT大豆	-0.32	1.34	10.43
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-7.91	-112.99	887.65
美元兑人民币	149.00	-1191.00	6187.00
美元兑日元	14.50	-134.90	2161.55

	2022/12/16	2022/12/11	2022/11/30	2022/1/1
ICE布油	79.26	76.82	86.64	77.94
COMEX黄金	1803	1809.4	1782.9	1830.5
	2022/12/16	2022/12/9	2022/11/30	2022/1/1
美元指数	104.8466	104.9257	105.9765	95.9701
美元兑人民币	6.9713	6.9564	7.0904	6.3526
美元兑日元	136.7205	136.5755	138.0695	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体震荡, 其中铝价跌幅最大, 石油涨幅最大。ICE 布油收于 79.26 美元, 涨 4.15%, COMEX 黄金收于 1803 美元, 跌 0.43%。

上周美元指数下行 7.91BP, 12 月 FOMC 加息幅度符合预期后美元小幅贬值, 在此背景下人民币上周贬值 149 基点, 日元贬值 14.5 个基点。

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.00%	25.00%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.70%	54.50%	14.70%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.90%	50.00%	22.30%	2.80%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%	25.30%	49.60%	21.90%	2.70%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.10%	7.20%	31.90%	42.00%	16.70%	2.00%
2023/9/20	0.00%	0.00%	2.70%	16.10%	35.60%	32.90%	11.40%	1.30%
2023/11/1	0.00%	1.50%	10.00%	26.70%	34.10%	21.20%	5.90%	0.60%
2023/12/13	1.10%	8.10%	23.00%	32.50%	24.10%	9.30%	1.80%	0.10%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

美联储加息预期方面, 12 月 FOMC 加息 50BP 符合市场预期, 但美联储官员对于未来通胀和加息的指引相较市场预期更为激进。在此背景下, 市场预期 23 年 2 月的 FOMC 会议将继续加息 25BP, 后续则在此基础上继续加息 25-50BP。

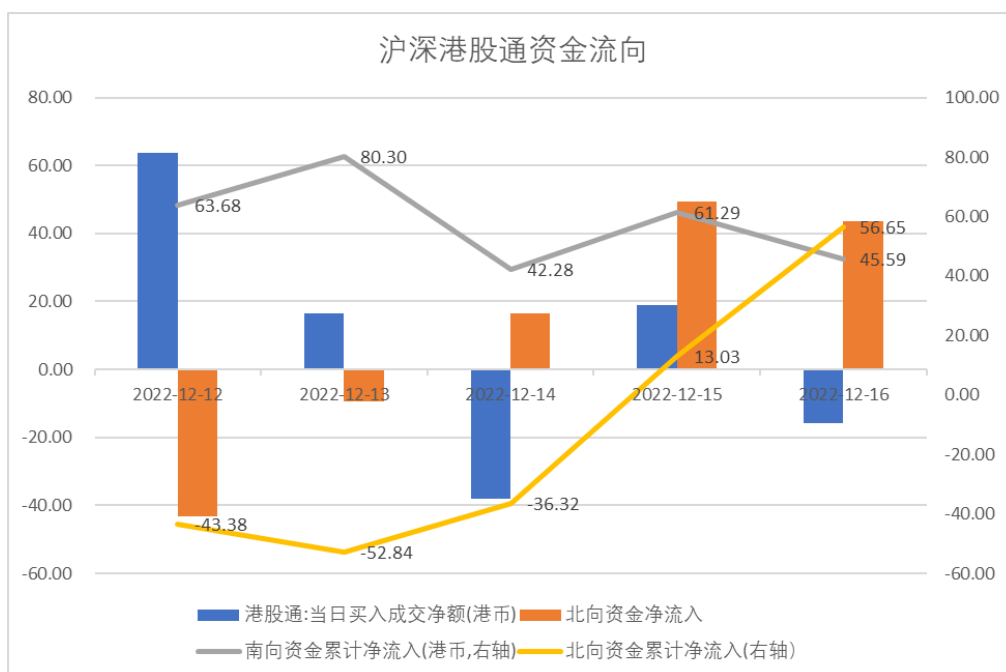
三、 市场表现回顾

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	11	9	1	7	1	9	0	0	3	31
	发行规模(亿元)	189.08	121.13	1.34	9.83	0.11	40.07	0.00	0.00	11.21	251.53
上上周	数量	20	18	1	5	0	7	0	0	2	35
	发行规模(亿元)	576.00	449.08	0.11	3.54	0.00	17.91	0.00	0.00	3.10	600.67
本月以来	数量	36	31	2	14	1	18	0	0	5	75
	发行规模(亿元)	860.77	657.29	1.45	33.74	0.11	63.27	0.00	0.00	14.32	973.55
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	5	1	0	0	3	0	0	0	3	4	16
上上周	4	1	1	0	1	1	3	0	7	0	18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 16 支, 其中普通混合型基金 5 支, 债券类基金 (4 支) 多于股票类基金 (3 支), FOF 基金申报 4 支。发行一边, 上周基金共计发行 251.53 亿, 发行规模较上上周大幅下降, 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 12 月 16 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 56.65 亿, 较上上周有所减少; 同时南向资金净流入 45.59 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	-2.33	-2.19	-30.03
偏股混合型基金指数	-2.05	-0.28	-20.40
创业板指	-1.94	1.21	-28.56
中证500	-1.93	-1.35	-17.48
中小板指	-1.91	1.48	-24.62
万得全A	-1.54	0.76	-16.27
沪深300	-1.10	2.63	-19.96
上证50	-0.68	3.14	-17.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所回落, 其中科创 50 跌 2.33%, 跌幅最大。本周出炉的经济数据普遍低于预期, 同时疫情大规模爆发对经济复苏形成了一定的扰动, 在此背景下股市表现不佳。偏股基金指数跌 2.05%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-3.01	-0.49	-27.07
高市盈率指数	-2.63	-0.67	-24.54
低市盈率指数	-2.15	0.15	-9.13
小盘指数	-1.81	-0.61	-17.83
低市净率指数	-1.64	-0.04	-3.97
高市净率指数	-1.09	2.84	-24.12
大盘指数	-1.07	3.08	-19.81
茅指数	-0.32	5.61	-21.41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

上周 A 股各风格指数中, 大盘指数及茅指数分别跌 1.07%及 0.32%, 表现最好; 高 PE 及绩优股指数分别跌 2.63%及 3.01%, 表现最差。上周市场大盘风格占优。

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
有色金属	-4.33	煤炭	-5.10	电子	-33.46
电力设备	-3.77	公用事业	-4.55	传媒	-27.02
基础化工	-3.35	国防军工	-4.12	国防军工	-24.90
建筑装饰	-2.89	机械设备	-2.43	计算机	-24.31
煤炭	-2.83	环保	-2.18	电力设备	-23.56
医药生物	0.36	家用电器	5.08	房地产	-4.18
美容护理	0.51	社会服务	6.17	社会服务	-2.50
农林牧渔	0.80	商贸零售	6.36	交通运输	0.43
食品饮料	1.75	美容护理	6.41	综合	12.78
社会服务	2.92	食品饮料	12.86	煤炭	18.15

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 16 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 5 个上涨, 26 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、农林牧渔及美容护理等行业分别涨 2.92%至 0.51%不等, 涨幅居前。同时, 大规模疫情使得市场预期居民端对药物及医疗的需求短期内将有所抬升, 在此背景下医药生物行业上周涨 0.36%, 表现较好。另一方面, 高频数据反映短期疫情扰动影响生产及经济活动, 同时随着海外需求走弱带动出口下行, 制造业上

中下游均有所承压。其中，有色金属、电力设备、基础化工、建筑材料及煤炭等行业上周分别跌 4.33%至 2.83%不等，表现不佳。

	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	-2.26	4.59	-16.87
恒生科技指数	-5.04	9.24	-26.83

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 2.26%，恒生科技指数跌 5.04%，我国经济仍有一定下行压力使得港股有所回落。

	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	-2.72	-6.65	-31.57
标普小盘600	-2.70	-7.15	-17.63
标普中盘400	-2.15	-6.26	-14.97
标普500	-2.08	-5.58	-19.17
道琼斯工业指数	-1.66	-4.83	-9.41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

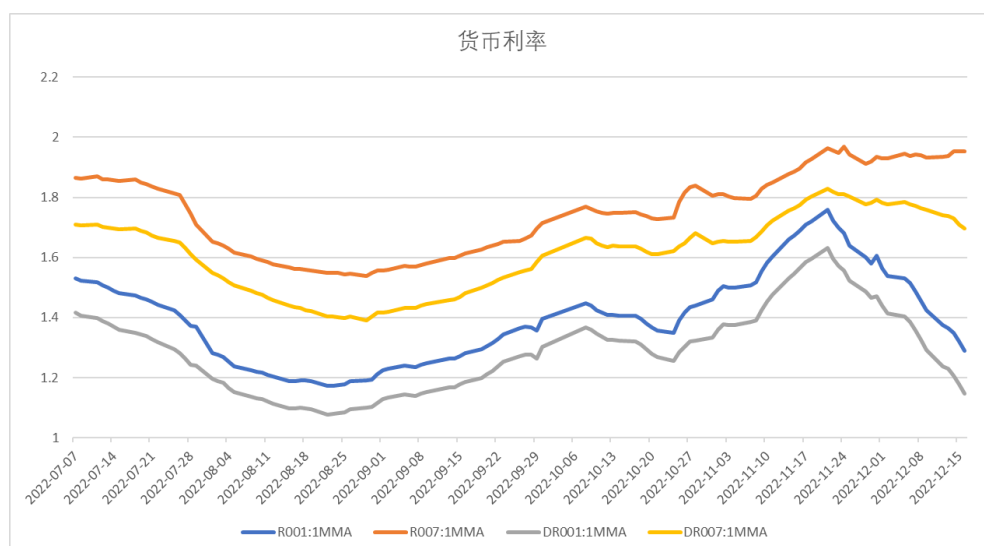
美股方面上周整体回落，其中纳斯达克指数跌 2.72%，跌幅最大。加息预期上行使得市场风险偏好回落，带动美股下行。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-3.37	-4.24	-9.79
德国DAX	-3.32	-3.50	-12.54
英国富时100	-1.93	-3.18	-0.71
日经225	-1.34	-1.58	-4.39
韩国综合指数	-1.21	-4.55	-20.74
台湾加权指数	-1.20	-2.36	-20.26
印度SENSEX30	-1.11	-2.21	5.56
胡志明指数	1.06	0.99	-29.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

其他海外市场方面，越南市场涨 1.06%，表现最好；法国市场跌 3.37%，表现最差。新兴市场较发达国家市场表现占优。

b) 债券市场



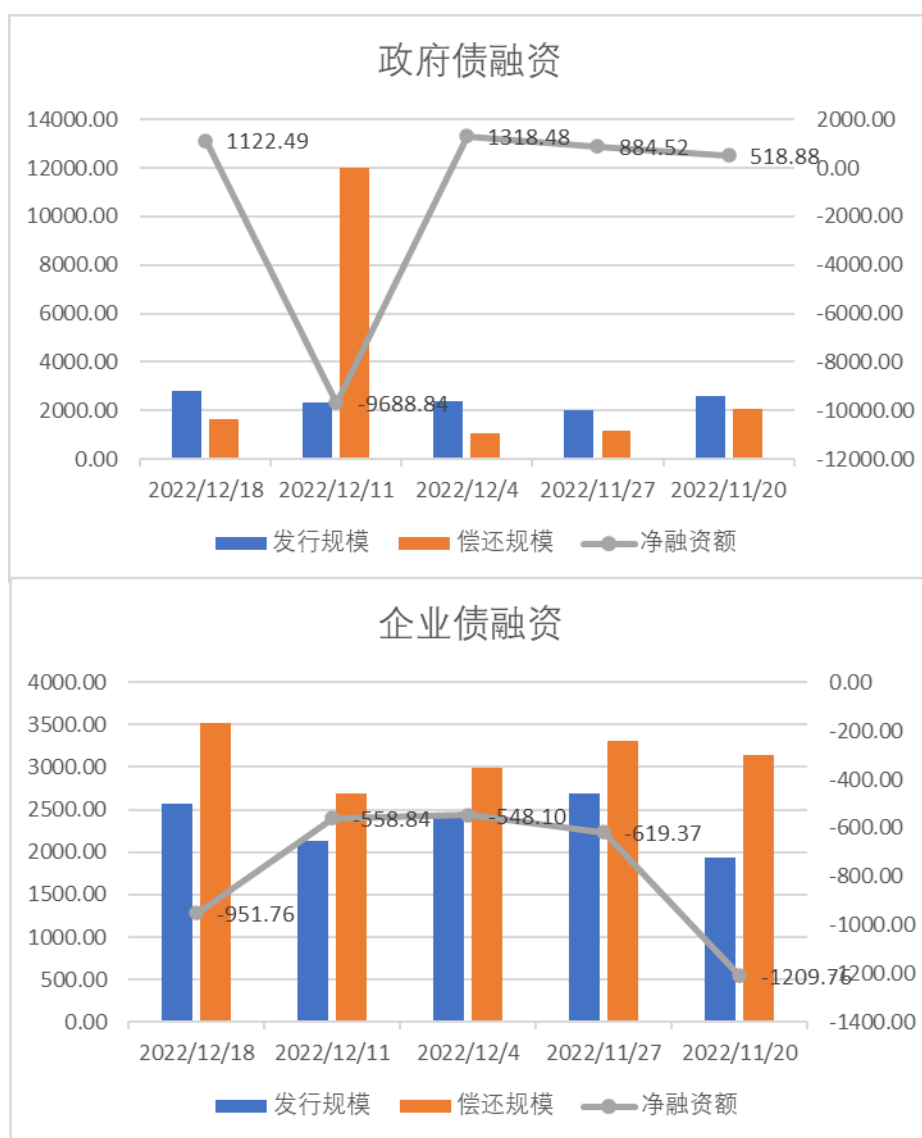
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

上周货币市场利率继续下行, DR001 一月均值降至 1.15, 货币环境整体而言较此前有所放松。

	2022/11/30	2022/12/9	2022/12/16
1Y	1.27	1.29	1.27
6M	1.2	1.11	1.02
	2021/11/30	2021/12/9	2021/12/16
1Y	2.2209	1.9226	1.6402
6M	1.9103	1.4315	1.0623
	2020/11/30	2020/12/9	2020/12/16
1Y	2.7685	2.8446	2.7284
6M	2.7228	2.8046	2.5186
	2019/12/1	2019/12/10	2019/12/17
1Y	2.4553	2.4839	2.6532
6M	2.4357	2.4008	2.6015

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.27、1.02, 维持低位震荡, 关注疫情管控优化后利率能否企稳回升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 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 1122.49 亿, 较上上周有所回升; 企业债净融资额-951.76 亿, 较上上周有所回落。

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	2.32	2.53	2.71	2.89	国债	21.41	17.42	18.04	国债	-	-	-
国开债	2.48	2.77	2.90	3.04	国开债	28.84	12.65	13.88	国开债	-	-	-
AAA信用债	3.02	3.46	3.62	-	AAA信用债	44.13	15.84	-	AAA信用债	53.81	69.1	72.29
AA+信用债	3.53	4.04	4.27	-	AA+信用债	50.25	16.26	-	AA+信用债	79.94	101.35	104.96
AA信用债	5.92	6.43	6.66	-	AA信用债	51.25	22.26	-	AA信用债	104.94	127.35	136.96
AA-信用债	2.05	2.11	2.19	-	AA-信用债	51.25	22.26	-	AA-信用债	343.94	366.35	375.96

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	3	3	-3	0	国债	18	6	1	0	国债	7	7	10	11
国开债	8	1	-2	0	国开债	17	11	1	3	国开债	17	20	11	-5
AAA信用债	15	11	12	-	AAA信用债	35	38	33	-	AAA信用债	27	50	35	-
AA+信用债	17	12	12	-	AA+信用债	41	46	38	-	AA+信用债	41	67	46	-
AA信用债	19	13	12	-	AA信用债	44	45	36	-	AA信用债	48	34	10	-
AA-信用债	19	13	12	-	AA-信用债	44	45	36	-	AA-信用债	52	38	14	-

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	0.38	0.29	0.31	0.33	国债	0.20	0.57	0.48	国债	-	-	-
国开债	0.39	0.32	0.26	0.18	国开债	0.05	0.08	0.27	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.46	0.50	0.37	-	AAA信用债	0.62	0.10	-	AAA信用债	0.67	1.00	0.97
AA+信用债	0.59	0.54	0.29	-	AA+信用债	0.65	0.08	-	AA+信用债	0.74	1.00	0.98
AA信用债	0.75	0.73	0.45	-	AA信用债	0.39	0.11	-	AA信用债	0.72	0.92	0.68
AA-信用债	0.66	0.50	0.39	-	AA-信用债	0.32	0.10	-	AA-信用债	0.99	1.00	0.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 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 1YAA 及 AA- 上行 19BP，幅度最大。利率债则整体短端上行大于长端，1Y 国开债上行 8BP，幅度最大。虽然 11 月经济及社融数据低于预期，但随着经济工作会议召开、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	0	-6	2	国债	-12	-5	-1	国债	0	2	1
国开债	-7	-3	2	国开债	-6	-9	1	国开债	3	-9	-16
AAA信用债	-5	2	-	AAA信用债	3	-5	-	AAA信用债	23	-15	-
AA+信用债	-6	1	-	AA+信用债	5	-8	-	AA+信用债	26	-21	-
AA信用债	-7	0	-	AA信用债	1	-9	-	AA信用债	-14	-24	-
AA-信用债	-7	0	-	AA-信用债	1	-9	-	AA-信用债	-14	-24	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周整体收窄，从分位数的角度来看目前 3Y-1Y 利差处于中性区间，5Y-3Y 利差空间较小。

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	7	10	11	AAA信用债	10	17	17	AAA信用债	3	20	9
AA+信用债	11	13	13	AA+信用债	14	24	22	AA+信用债	14	36	20
AA信用债	10	12	12	AA信用债	15	22	20	AA信用债	19	2	-16
AA-信用债	10	12	12	AA-信用债	15	22	20	AA-信用债	23	6	-12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 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，目前大部分券种已经进入 0.9 以上的极高分位数区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.65	2.68	2.79	--	--
国有银行	1.95	2.30	2.53	2.63	2.67
股份银行	2.40	2.35	2.76	2.50	2.71
城商行	2.65	2.69	2.83	2.97	2.96
农商行	2.85	2.72	2.81	2.88	2.90
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	27	15	17	--	--
国有银行	0	0	14	29	16
股份银行	20	10	24	-7	11
城商行	22	14	22	32	9
农商行	35	15	19	18	9
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	889.5	967.8	920	168.6	626.3
国有银行	0	0	52	20	139
股份银行	176	146	118	107	29
城商行	689	705	488	29	421
农商行	24	117	262	13	38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日。

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体上行，其中发行规模最多的 3M 城商行上行 14BP，1M 城商行上行 22BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.87	3.26	3.43	AAA+	38.97	49.14	53.26	AAA+	0.469	0.97	0.96
AAA	3.00	3.48	3.63	AAA	52.20	70.72	73.42	AAA	0.645	0.996	0.974
AAA-	3.12	3.64	3.79	AAA-	63.98	86.58	89.75	AAA-	0.688	0.998	0.966
AA+	3.29	3.83	3.98	AA+	80.98	105.58	108.75	AA+	0.746	0.998	0.987
AA	3.57	4.11	4.29	AA	108.98	133.58	139.75	AA	0.749	0.945	0.756
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	3.14	3.53	3.63	AAA	66.01	75.75	73.49	AAA	0.653	0.992	0.944
AA+	3.45	3.94	4.07	AA+	96.63	116.67	117.49	AA+	0.861	1	0.999
AA	3.99	4.32	4.45	AA	150.63	155.17	154.99	AA	0.97	0.985	0.983
AA(2)	4.27	4.59	4.88	AA(2)	178.63	182.17	197.99	AA(2)	0.953	0.934	0.882

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 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，随着信用债快速下跌，信用利差整体走阔，目前大部分券种与国开债之间的利差已经进入 0.9 以上的极高分位数区间。

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	3.17	3.49	3.66	3.79	3.80	利率变化(BP)	6.11	9.63	4.01	2.28	3.01	利率分位数	0.54	0.58	0.59	0.52	0.47
当前利差	37.08	50.74	65.47	57.19	54.58	利差变化(BP)	-3.31	7.98	0.70	-3.62	-5.65	利差分位数	0.98	1.00	0.99	0.94	0.85

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 16 日。

上周二级资本债收益率均有所上行。其中 2Y 上行 9.63BP，上行幅度最大。历史来看，利差分位数已经走阔至 0.9 分位以上，同时利率分位数维持中位数区间震荡。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	3.33	4.01	4.14	4.26	AAA-	52.68	99.63	88.10	76.78	AAA-	12.39	15.94	11.08	19.00
AA+	3.38	4.05	4.19	4.31	AA+	49.88	93.40	82.16	70.45	AA+	12.38	15.95	11.08	19.00
AA	3.70	4.40	4.58	4.70	AA	66.88	109.40	102.16	90.45	AA	25.38	28.95	15.08	23.00
AA-	4.62	5.33	5.52	5.64	AA-	129.88	166.40	160.16	148.45	AA-	18.38	21.95	9.08	17.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

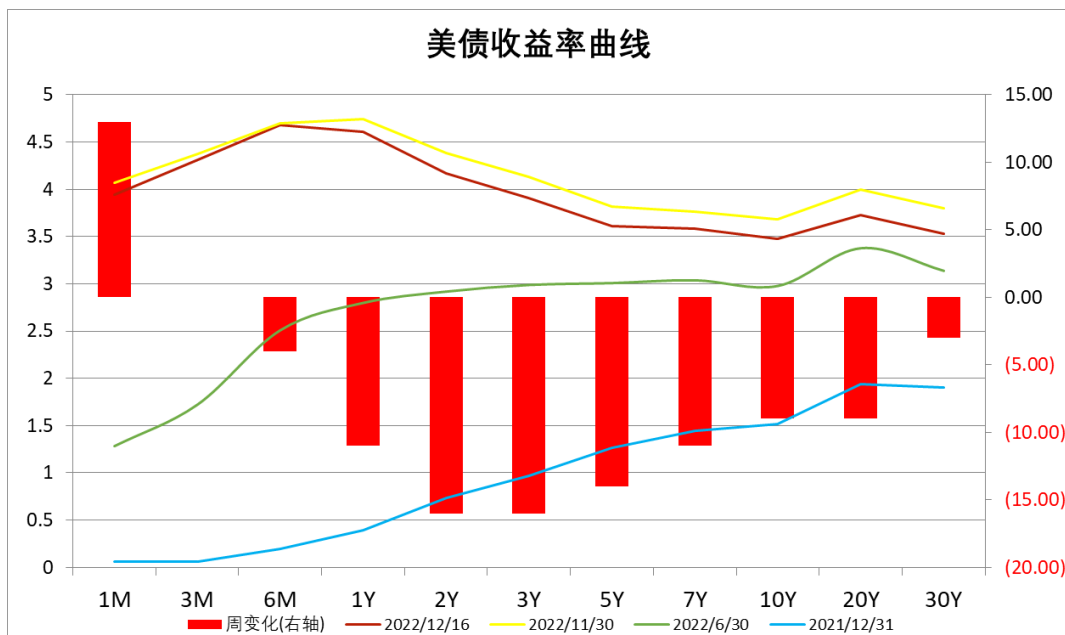
永续债方面与信用债整体较为一致，其中 3Y AA 上行幅度最大，达 28.95BP。

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	2.57	2.91	3.20	3.56	AAA级RMBS	16.75	14.84	28.48	52.63	AAA级RMBS	0.034	0.028	0.038	0.164
AAA级消金	2.92	3.39	3.56	3.75	AAA级消金	51.68	63.41	63.93	71.62	AAA级消金	0.304	0.526	0.323	0.077
AAA级企业ABS	3.00	3.58	3.76	4.00	AAA级企业ABS	59.90	82.11	84.29	96.76	AAA级企业ABS	0.123	0.683	0.405	0.197
AAA级ABN	2.98	3.50	3.67	3.90	AAA级ABN	57.55	73.45	75.25	85.98	AAA级ABN	0.246	0.541	0.292	0.142

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 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，大部分券种的信用利差仍处于 0.3 分位数以下。整体来看，ABS 相对其他信用债的回调幅度更小。

综合我国各个债券分项来看，近期债券收益率对利空消息更为敏感，同时信用债上行幅度大于利率债。后续随着疫情爆发高峰期结束，债市核心关注点将会向信用扩张及经济企稳转向。



数据来源: Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

美债方面，上周除 1M 及 3M 外整体呈下行。其中，2Y 及 3Y 下行 16BP，幅度最大。12 月 FOMC 加息 50BP 落地符合预期，同时虽然美联储官员对于后续紧缩的态度较市场预期更为激进，但经济即将迎来衰退的担忧拉动美债收益率下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂小幅缓解，目前利差为 69BP，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	2.2	3.69	↘	5
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.3	5.64	↘	5.8
固定资产投资:制造业:累计同比	9.3	----	----	9.7
房地产开发投资:累计同比	-9.8	----	----	-8.8
固定资产投资:基建:累计同比	11.65	----	----	11.39
社会消费品零售总额:当月同比	-5.9	-2.47	↘	-0.5
出口金额:当月同比	-8.7	-1.5	↘	-0.3
社会融资规模:当月值	19900	21735.82	↘	9079
社会融资规模存量:同比	10	----	----	10.3
M2:同比	12.4	11.72	↗	11.8
社融-M2	-2.4	----	----	-1.5
CPI:当月同比	1.6	1.65	↘	2.1
PPI:全部工业品:当月同比	-1.3	-1.46	↗	-1.3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

4.1.1 经济压力仍大, 政策持续优化

11 月各项数据显示经济再度探底, 向下压力较大。融资端看, 11 月新增社融 1.99 亿元, 低于预期的 2.17 亿元, 前值 9079 亿元。新增人民币贷款 1.21 亿元, 低于预期的 1.32 亿元, 各项托底政策效果尚未显现。结构上, 企业中长贷维持韧性, 居民贷款继续走弱。企业贷款同比多增 3158 亿, 其中票据融资同比少增 56 亿元, 企业短期贷款同比多减 651 亿元, 企业中长期贷款同比多增 3950 亿, 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。非标融资延续改善趋势, 非标压降力度持续降低, 其中信托贷款大幅少减, 应与保交楼融资支持有关。企业债融资同比少增 3410 亿元, 城投债净融资大幅减少, 与财政承压、政策监管、理财赎回有关。居民端, 居民贷款同比少增 4710 亿元, 其中短期贷款同比少增 992 亿元, 消费景气度继续低迷, 居民中长期贷款新增 2103 亿, 居民提前还贷意愿足, 地产下行压力仍大。M2 同比高增, 应与理财赎回有关。

生产端看, 11 月工业增加值超预期回落, 同比 2.2%, 前值 5%, 预期 3.7%。分行业看, 化工、有色、金属制品同比增速边际提升, 汽车制造、电子、医药同比增速较上月下行幅度较大, 结构上上游表现更强, 与去年双限双控低基数有关, 汽车增速大幅回落, 与汽车零售下滑一致, 电子主要与供应链扰动有关。预计短期内出口回落与疫情闯关将继续压制工业生产。

投资端看, 11 月基建投资维持高位震荡, 地产各项数据进一步下行, 制造业投资增速小幅回落。11 月固定资产投资累计同比 5.3%, 前值 5.8%, 预期 5.6%, 其中地产投资继续下滑, 销售、新开工、施工、竣工面积当月同比-33.3%、-50.8%、-52.6%、-20.2%, 各分项指标全部回落。基建投资当月同比 13.9%, 维持高位震荡。制造业投资同比 6.2%, 同比增速略微下滑, 与基数效应有关。结构上, 金属制品、电气设备、通用设备和专用设备保持较高增速, 有色、化学原料和通信电子增速下滑幅度较大, 主要和出口下行及供应链扰动有关。

需求端看, 11 月社会消费品零售总额当月同比较上月回落 5.4 个百分点, 大幅低于市场预期。其中, 商品零售增速回落 6.1 个百分点至-5.6%, 餐饮收入增速回落 0.3 个百分点至-8.4%, 除粮油食品和中西药品外, 其它商品零售总额同比均有回落。

整体看，11月各项经济数据超预期回落，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，居民端与企业端延续分化，消费、地产等内生动力偏弱，经济延续底部震荡态势。

4.1.2 政策层面上，近期地产与疫情防控政策边际改善。地产政策面右侧出现，供给端托底政策持续出台。防疫新十条落地，疫情管控开始转向，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。近期政策信号显示内需成为拉动经济重要抓手，中央经济工作会议将扩内需放在核心位置，同时提出住房改善、新能源汽车、养老服务三大方向。后续基本面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

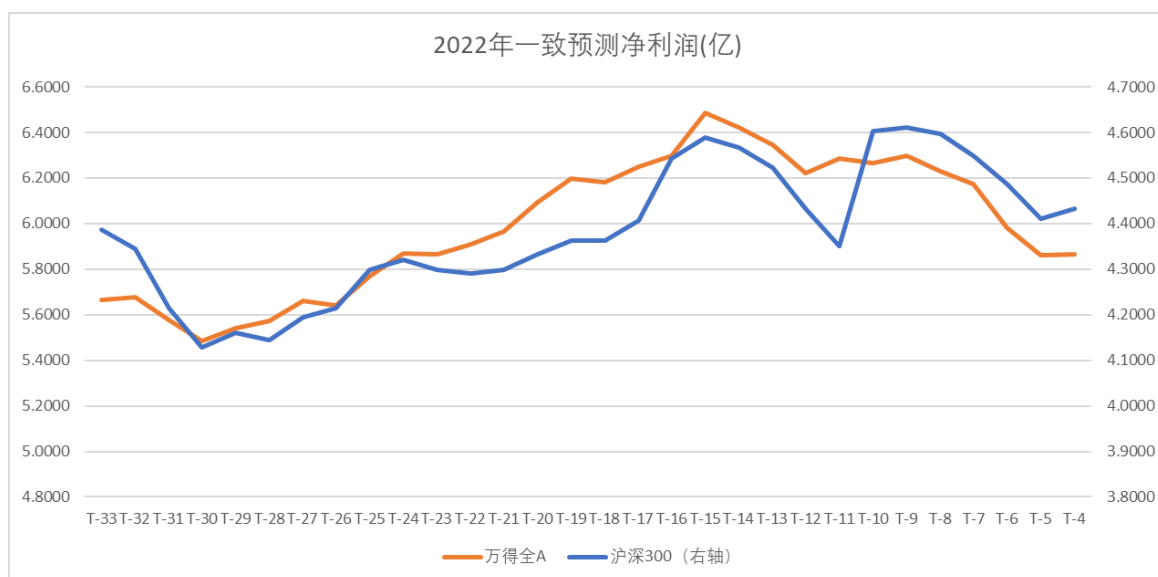
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全A预测PE12.68倍，处于14%分位水平，股权溢价率2.79%，处于80%分位水平。整体看A股估值处于合理水平。

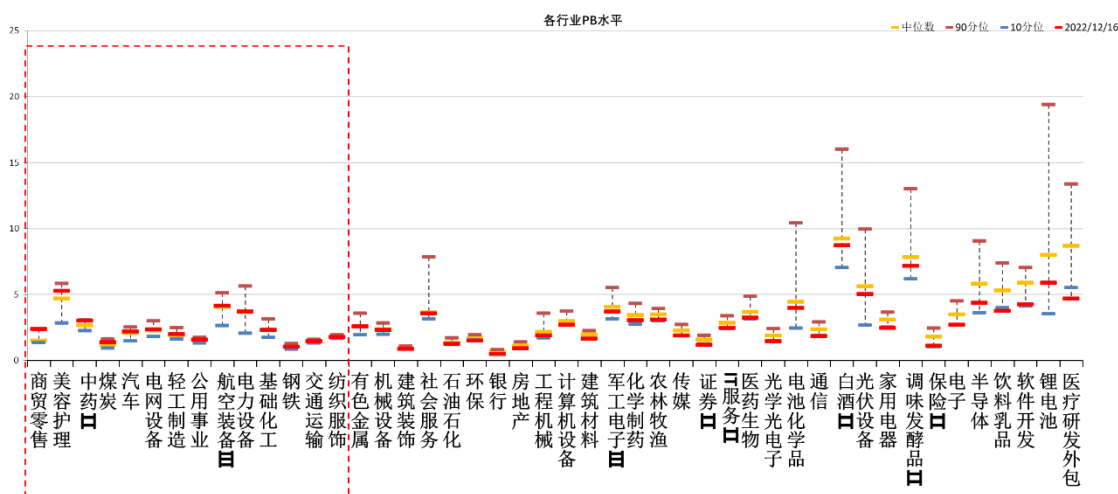
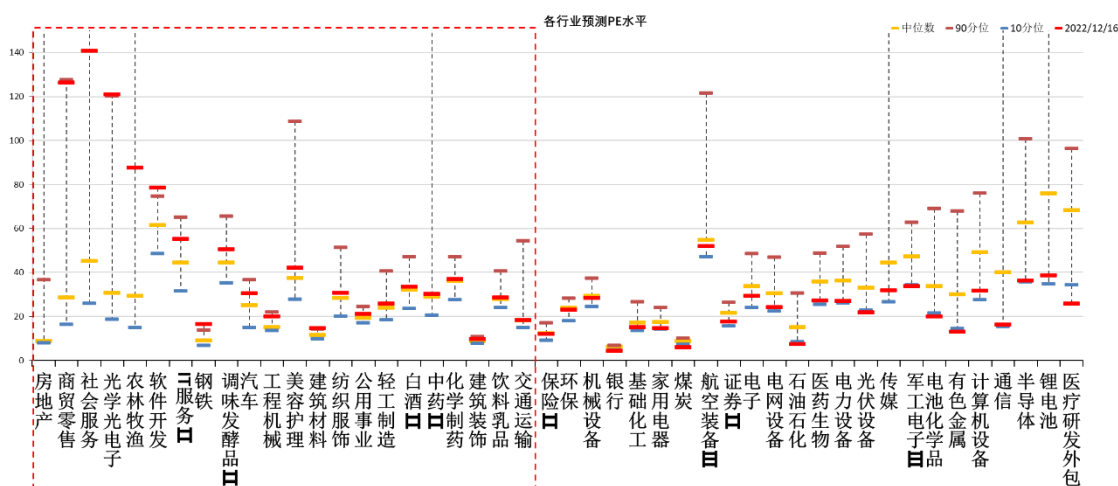
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	9.46	8.51	1.26	7.53	0.20	0.21	0.53	0.87
沪深300	11.54	9.52	1.36	5.63	0.18	0.14	0.18	0.88
中小板指	23.99	15.37	3.34	1.13	0.14	0.04	0.26	0.96
创业板指	39.30	23.69	5.02	-0.49	0.15	0.16	0.42	0.93
中证500	23.44	14.92	1.75	1.23	0.47	0.14	0.20	0.66
万得全A	17.17	12.68	1.63	2.79	0.36	0.14	0.24	0.80

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	9.54	0.96	7.00	0.20	0.18	0.40
标普500	20.18	3.77	1.48	0.15	0.60	0.26
纳斯达克指	28.15	4.00	0.07	0.09	0.08	0.26
德国DAX	13.17	1.55	----	0.17	0.30	----
法国CAC40	13.87	1.69	----	0.09	0.61	----
英国富时100	14.10	1.57	----	0.15	0.15	----
韩国综合指	11.44	0.88	----	0.32	0.32	----
台湾加权指	10.65	1.84	----	0.06	0.56	----
日经225	18.82	1.59	----	0.58	0.10	----
胡志明指数	10.53	1.61	----	0.02	0.02	----
印度SENSEX	23.49	3.47	----	0.31	0.80	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.



分行业看, 少于半数行业 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 股调整，社会服务、食品饮料、农林牧渔领涨。港股市场下跌，能源业、电讯业相对占优。美股市场全面下跌，FOMC 超预期放鹰压制市场表现，大盘价值风格相对占优，公用事业、能源表现较好。

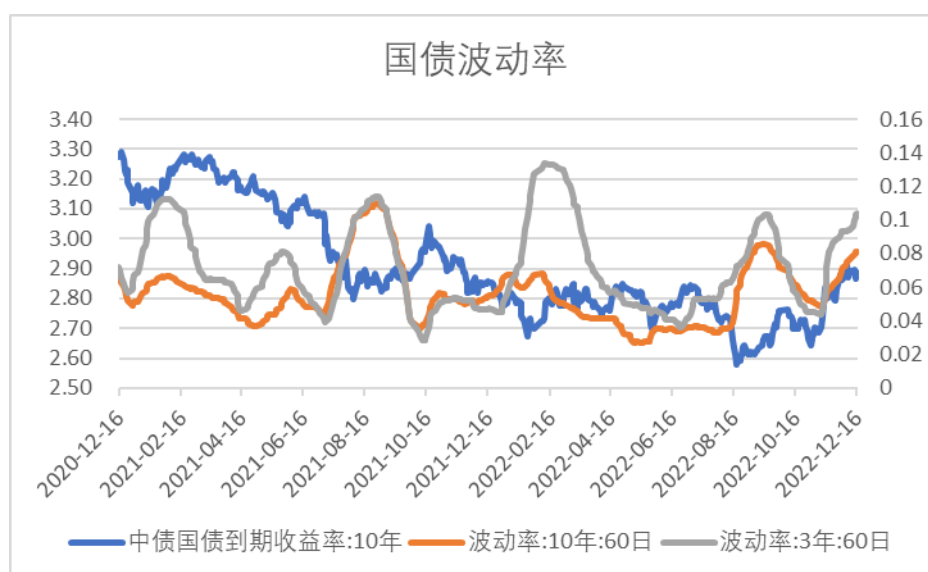
4.2.3 各项经济数据显示经济仍处于驻底阶段，近期地产信用、疫情防控政策及美国通胀与就业情况的边际变化是推动市场反弹的主要因素，但向好的预期与疲弱的现实之间仍存在分化。房地产需求端仍需政策出台，疫情政策转向方向确定，但后续各地感染数据与疫情对经济基本面的扰动幅度未知。尽管海外通胀压力有所缓解，但后续 23 年降息节奏仍存不确定性。对国内市场而言，短期内居民端信贷拐点仍需等待，从海外经验看，防控政策转向后经济基本面是否再度向下探底取决于疫情扩散程度，但中长期看放松后的 1-2 个季度后，冲击将会逐渐弱化，经济也将呈改善趋势。当前强预期与弱现实的博弈下，市场仍以震荡的结构化行情为主，逢调整配置将有更高性价比。在当前风险缓释带来的反弹动能释放后，预计年底交易核心将逐步回归基本面，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：

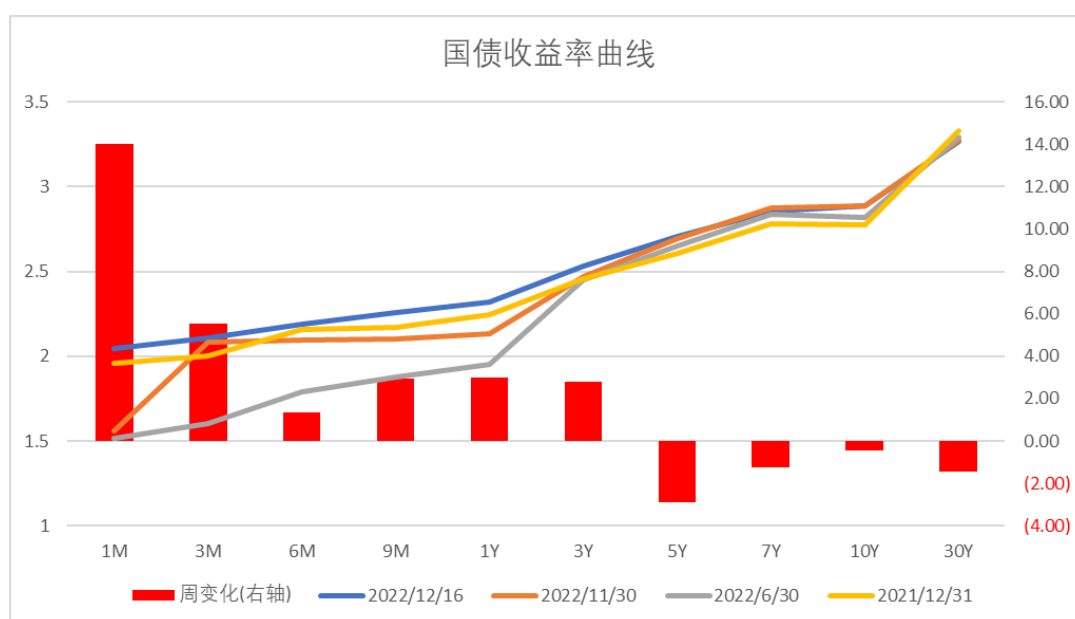
1、短期内，疫情与地产政策边际向好，释放积极信号，前期受制于信用风险或疫情压制的低位预期反转板块或迎来阶段反弹，推荐阶段性配置困境反转相关的地产产业链、医药、港股消费的逢低配置机会。

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，中期看中小盘个股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	99.9950	99.9950	523,319.0000	151,198.0000	-0.4810	0.7834
	0.215474043	0.2155	-106,345.0000	2622		



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 12 月 16 日.

4.3.1 上周，债市趋于震荡，短端收益率抬升幅度大于长端，债市情绪偏谨慎，主要影响因素为：11 月经济数据偏弱、央行未调整 MLF 利率，市场降息预期落空。目前债市逐步计价地产与疫情防控变化影响，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，但市场预期 23 年 2 季度经济可能开始反弹，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，目前十年国债配置时机仍需等待，或存阶段性交易机会，理财赎回行为是观察重点。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，前期超调的商业银行二级资本债值得关注，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。