

美债利率大幅上行，国内经济企稳

一、重要信息点评

1、9月官方制造业 PMI 50.2%，前值 49.7%；非制造业 PMI 51.7%，前值 51%；制造业供需改善，供给表现强于需求。生产端，9月生产指数 52.7%，回升 0.8 个百分点，原材料库存指数回升 0.1 个百分点至 48.5%，产成品库存指数回落 0.5 个百分点至 46.7%，价格和库存积极因素传导下，9月当月企业呈现向被动去库过渡状态。需求端，9月新订单指数小幅回升 0.3 个百分点至 50.5%，高于荣枯线，但绝对水平不高。新出口订单指数回升 1.1 个百分点至 47.8%，出口订单指数边际回升但仍在荣枯线以下，整体看出口下滑斜率最大阶段已经过去。非制造业方面，9月非制造业商务活动指数回升 0.7 个百分点至 51.7%，其中服务业 PMI 回升 0.4 个百分点至 50.9%，仍在扩张区间，但修复动能继续放缓。建筑业 PMI 回升 2.4 个百分点至 56.2%，基建仍有支撑。整体看，经济边际修复。

2、中秋节、国庆节假期期间，消费恢复势头较好。文化和旅游部数据中心信息显示，全国国内旅游出游 8.26 亿人次，按可比口径较 2019 年增长 4.1%，实现国内旅游收入 7534.3 亿元，按可比口径较 2019 年增长 1.5%，人均旅游消费 912 元，环比五一假期（540 元）增长 69%，客单价恢复度较高。

3、9月 29 日，美国 8 月 PCE 同比 3.5%，预期 3.5%，前值 3.3%，环比 0.4%，预期 0.5%，前值 0.2%，环比反弹主因能源价格上涨与低基数效应。核心 PCE 同比 3.9%，预期 3.9%，前值 4.2%，环比 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%，显示通胀压力继续边际放缓，数据发布后，美元指数与美债利率走低，加息预期降温。

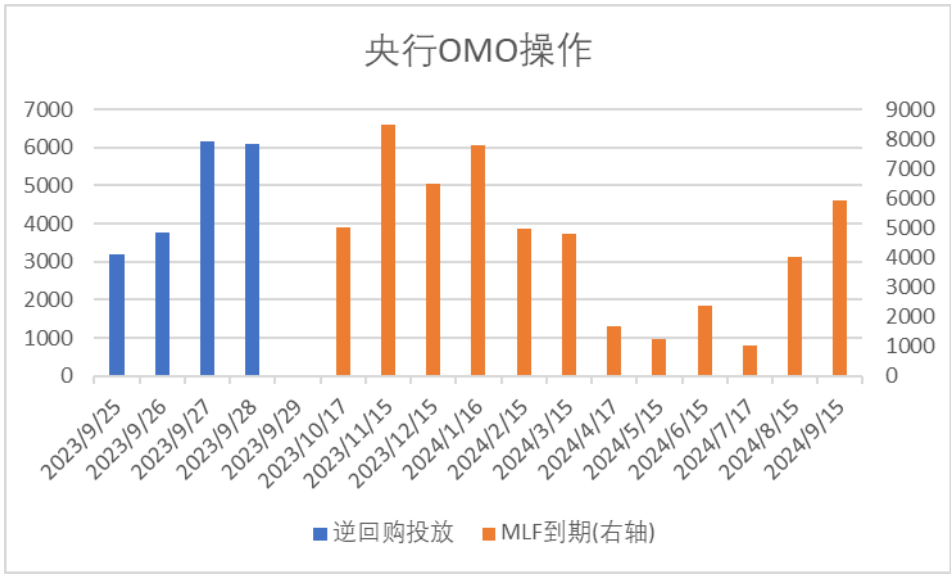
4、10月 2 日，美国 9 月 Markit 制造业 PMI 终值 49.8，预期 48.9，前值 48.9。服务业 PMI 终值 50.1，预期 50.2，前值 50.2。制造业 PMI 收缩幅度放缓，新订单指数较前值大幅上升 2.4bp 至 49.2。服务业 PMI 小幅回落，服务业出现边际降温迹象。

5、9月 30 日，美国众议院通过一项为期 45 天的短期支出法案，为美国政府提供资金至 11 月 17 日，避免了美国政府停摆。10月 3 日，美国众议院投票罢免温和派的众议院议长麦卡锡，后续两党对抗或将加剧，11 月中旬美国政府停摆风险边际增强。

6、10月6日，美国9月非农数据超预期。美国9月非农新增就业人数33.6万人，预期17万人，前值22.7万人，失业率3.8%，预期3.7%，前值3.8%。平均时薪同比4.2%，预期4.3%，前值4.3%，环比0.2%，预期0.3%，前值0.2%。劳动参与率62.8%，持平预期和前值。此次新增就业超预期主因休闲和酒店业、运输仓储业新增就业人数反弹，但更加重要的工资增速低于预期，连续两个月创21年4月以来新低，有利于通胀回落。数据发布后，美元指数先涨后跌，收跌-0.23%，美股先跌后转为上涨，11月与12月加息25bp的概率小幅上行，但主流预期仍是停止加息，24年降息预期从7月推迟至9月。

7、美国EIA数据显示，截至9月29日当周的成品车用汽油供应量降至约800万桶/日，为今年年初以来的最低水平，汽油库存增加了648.1万桶，超市场预期的16.1万桶，原油需求疲软担忧升温。供给方面，沙特阿拉伯和俄罗斯均重申坚持当前石油减产措施不变，直到今年年底，符合市场预期。9月29日至10月5日，布伦特原油大幅下跌9.58%至84.18美元。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

上上周央行 OMO 投放 19230 亿，同时到期 7660 亿，共计净投放 11570 亿。
MLF9 月到期 4000 亿后等价续作 5910 亿，净投放 1910 亿。

	2023/9/26	2023/9/19	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/26	环比变化
耗煤量	216.2	209.4	188	211.4	201.5	↗
	2023/9/27	2023/9/20	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/27	环比变化
水泥沥青开工率	40	41.6	46.1	34.6	44.2	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

生产数据方面, 假期前耗煤量有所回升, 同时水泥沥青开工率有所回落。生产数据表现一般。

	2023/10/5	2023/9/28	2023/8/31	2023/6/30	2022/10/5	环比变化
地铁客运量:30DMA	7276.9884	7385.0042	7726.5823	7260.8729	5205.5484	↘
地铁客运量:30DMA:同比	39.792926	42.945826	37.360139	38.992605	-11.82615	↘
执飞航班数:7DMA	1.3785714	1.3313714	1.3672	1.3328143	0.7048	↗
航班取消率	9.8274106	11.610615	9.6083191	8.0917339	49.354822	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

出行数据方面, 长假期间地铁客运量有所回落但仍然维持高位, 同时执飞航班数据继续回升。

	2023/10/1	2023/9/24	2023/8/31	2023/6/30	2022/10/1	环比变化
土地成交面积	1333.9831	1150.6317	751.7635	1480.9214	2449.935	↗
土地成交溢价率	3.02	1.33	2.94	3.03	3.32	↗
商品房成交面积	43.36326	41.453375	41.171465	59.45916	65.976595	↗
一线商品房成交面积	13.370903	12.527028	8.7421794	15.654121	15.440588	↗
二线商品房成交面积	22.560143	20.182253	25.970322	32.981756	37.402919	↗
三线商品房成交面积	7.4322136	8.7440934	6.4589636	10.823283	13.133087	↘
二手房价格	181.69	182.06	183.2	185.02	190.89	↘
一线二手房价格	227.67	227.71	227.48	229.75	228.3	↘
二线二手房价格	171.89	172.28	173.33	175.2	182.76	↘
三线二手房价格	159.97	160.39	161.99	163.96	170.78	↘
四线二手房价格	127.92	128.17	128.7	129.73	132.78	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

地产数据方面, 国庆假期前商品房成交面积有所回升, 但二手房价格整体回落, 过去两周地产数据表现一般。

	2023/8/31	2022/8/31	2021/8/31	2020/8/31	2019/8/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2275965	1813878	1492416	1571019	1473528	25.48%
厂家零售: 当月累计值	1895146	1736661	1472749	1564175	1479270	9.13%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

汽车销量方面, 8 月汽车批发及零售销量回升至 25.48%及 9.13%, 汽车消费表现较好。

	2023/9/24	2023/9/17	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/24	环比变化
集装箱吞吐量	579.8	596.3	583.9	571.1	501.7	↘
	2023/10/7	2023/9/30	2023/8/31	2023/6/30	2022/10/7	
CCFI指数	851.96	851.96	894.66	895.72	2328.81	----
CICFI指数	787.54	787.54	843.08	932.79	1374.98	----
	2023/9/30	2023/8/31	2023/7/31	2023/6/30	2023/5/31	
韩国前十日出口	-7.9	-15.3	-14.7	1.1	-10.2	↗
韩国前二十日出口	9.8	-16.6	-15.2	5.2	-16.1	↗
韩国出口	-4.4	-8.3	-16.2	-5.9	-15.4	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

进出口数据方面, 假期影响下我国集装箱吞吐量有所回落, 不过韩国出口有所回升。上周进出口数据表现较好。

	2023/10/6	2023/9/29	2023/8/31	2023/6/30	2022/10/6	环比变化
农产品价格	120.68	120.83	121.93	120.33	126.34	↘
猪肉价格	22.14	22.14	22.78	18.92	32	----
粮油价格	120.35	120.32	120.04	118.2	116.72	↗
蔬菜价格	5.04	5.04	5.21	4.99	4.82	----
水果价格	6.67	6.67	6.96	7.93	6.6	----
PTA价格	6265	6265	6035	5580	6180	----
涤纶长丝价格	8125	8125	7750	7340	7880	----
聚酯切片价格	7150	7150	6890	6650	7100	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

价格数据方面, 农产品价格延续季节性回落, 同时粮油价格高位有所上行。

	2023/10/6	2023/9/29	2023/8/31	2023/6/30	2022/10/6	环比变化
煤炭价格	983	983	841.5	832.5	1518	----
石油价格	84.58	95.31	86.86	74.9	94.42	↘
铜杆价格	68310	68310	70890	68950	63460	----
铝价	19910	19910	19220	18480	18370	----
钢材价格	108.4	108.4	109.42	109.19	112.76	----
沥青价格	3885	3885	3775	3730	4360	----
水泥价格	106.59	106.59	109.02	117.61	152.01	----
MDI价格	15900	15900	17100	15900	16300	----
浮法玻璃价格	2115.5	2118.3	2086.4	1966.8	1700.9	↘
工业品指数	4078.2	4078.2	3979.68	3589.04	3685.22	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

PPI 影响因素方面, 假期中石油价格及玻璃价格有所回落, 其余数据未更新。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-8.19	-8.43	-1.72
COMEX黄金	-5.07	-1.02	1.14
LME铝	0.07	-4.47	-5.72
LME铜	-2.15	-2.73	-3.91
CBOT玉米	3.20	3.30	-27.41
CBOT大豆	-2.51	-0.88	-17.08
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	49.73	-8.48	261.76
美元兑人民币	-16.00	-9.00	4003.00
美元兑日元	90.40	-9.25	1815.50

	2023/10/6	2023/9/24	2023/9/30	2023/1/1
ICE布油	84.43	92.43	92.11	85.99
COMEX黄金	1847	1944.9	1864.6	1830.1
	2023/10/6	2023/9/24	2023/9/30	2023/1/1
美元指数	106.1071	105.6098	106.1919	103.4895
美元兑人民币	7.2974	7.299	7.2983	6.8971
美元兑日元	149.2795	148.3755	149.372	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，过去两周各类期货价格大体下行，其中石油跌幅最大，玉米涨幅最大。ICE 布油收于 84.43 美元，跌 8.19%，COMEX 黄金收于 1847 美元，跌 5.07%。

过去两周美元指数上行 49.73BP，就业数据大超预期带动美元走强。在此背景下人民币过去两周升值 16 个基点，日元贬值 90.40 个基点。

三、 市场表现回顾

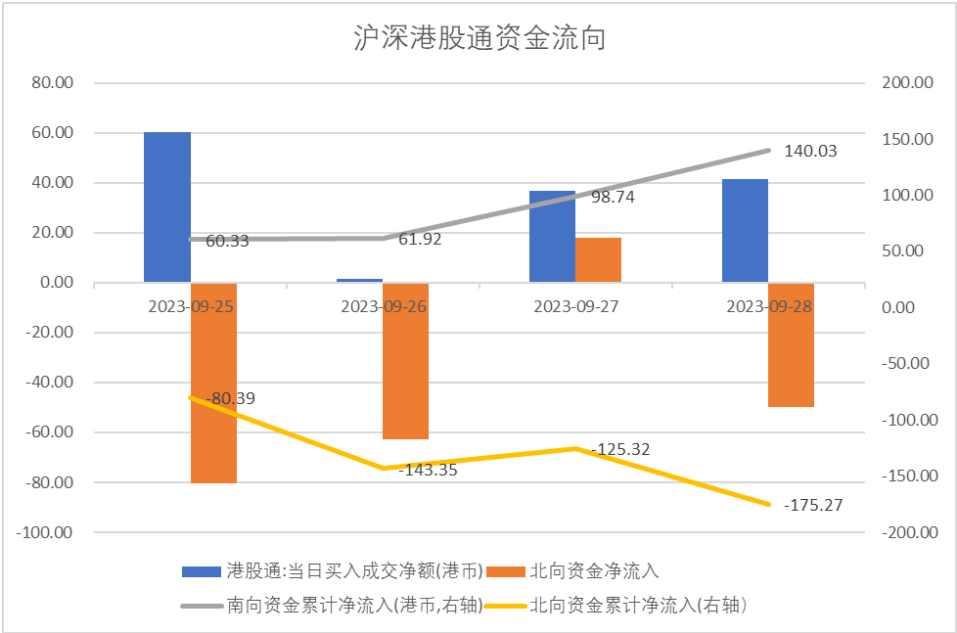
a) 股票市场

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	7	7	2	10	0	7	0	0	3	29
	发行规模(亿元)	236.51	236.51	13.12	31.07	0.00	18.79	0.00	0.00	7.20	306.69
上上周	数量	8	7	0	14	1	10	0	0	2	34
	发行规模(亿元)	182.59	143.98	0.00	18.42	0.11	16.60	0.00	0.00	4.99	222.59
本月以来	数量	28	24	1	40	2	22	0	0	4	95
	发行规模(亿元)	557.40	437.95	2.10	157.31	3.85	38.98	0.00	0.00	6.33	762.11
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	4	6	1	1	0	1	7	3	36
上上周	3	1	1	9	8	0	0	1	10	0	33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日。

基金申报与发行方面，上上周共计申报基金 36 支，其中普通混合型基金 11 支，债券类基金（9 支）少于股票类基金（13 支），FOF 基金申报 3 支。发行一

边，上上周基金共计发行 306.69 亿，发行规模有所增加，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 2023 年 10 月 6 日.

资金流动方面，上上周北向资金净流入-175.27 亿，较此前有所减少；同时南向资金净流入 140.03 亿，较此前有所减少。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-1.72	-0.13	-4.86
沪深300	-1.32	-2.01	-4.70
中小板指	-0.58	-3.98	-12.50
创业板指	-0.47	-4.69	-14.61
万得全A	-0.37	-1.09	-1.41
偏股混合型基金指数	-0.19	-2.23	-9.52
中证500	-0.14	-0.85	-2.96
科创50	0.56	-5.81	-7.51

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

A 股表现来看，主要板块大体呈下行，其中科创 50 涨 0.56%，涨幅最大；上证 50 指跌 1.72%，跌幅最大。节假日前市场风险偏好回落，在此背景下 A 股出现了一定的缩量下跌。偏股基金指数跌 0.19%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
大盘指数	-1.52	-2.07	-5.99
低市净率指数	-1.32	0.90	5.26
绩优股指数	-0.95	-2.25	-14.81
低市盈率指数	-0.91	1.45	0.35
茅指数	-0.87	-2.45	-8.56
高市净率指数	-0.64	-3.32	-15.85
高市盈率指数	-0.48	-2.07	-9.52
小盘指数	0.14	-0.18	-0.65

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-0.24	-0.31	-0.79
高市盈率指数	0.04	-1.60	-9.09
绩优股指数	0.60	-1.32	-14.00
茅指数	0.65	-1.59	-7.76
高市净率指数	0.74	-2.69	-15.31
低市净率指数	0.88	2.24	6.66
低市盈率指数	0.91	2.38	1.27
大盘指数	0.93	-0.56	-4.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

A 股各风格指数中, 小盘指数涨 0.14%, 表现最好; 大盘指数跌 1.524%, 表现最差。市场风格中小盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
非银金融	-3.14	传媒	-7.63	商贸零售	-24.25
房地产	-2.77	美容护理	-6.56	美容护理	-20.46
食品饮料	-2.45	电力设备	-5.71	电力设备	-18.63
有色金属	-2.18	房地产	-5.49	社会服务	-15.27
农林牧渔	-1.87	计算机	-4.26	农林牧渔	-14.60
传媒	0.50	机械设备	1.11	家用电器	8.45
环保	0.69	银行	2.79	石油石化	11.95
电力设备	0.87	石油石化	3.49	计算机	12.64
机械设备	1.11	医药生物	4.30	传媒	20.51
医药生物	2.63	煤炭	9.61	通信	34.61

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

行业方面, 31 个申万一级行业中 9 个上涨, 22 个下跌。其中, 某地产龙头企业实控人被采取措施使得市场对房地产行业产生一定的悲观预期, 在此背景下房地产跌 2.77%, 表现不佳。此外, 消费行业中食品饮料及农林牧渔行业分别跌 2.45%及 1.87%, 跌幅居前。另一方面, 市场预期医药行业反腐得到一定的纠偏, 在此背景下医药生物行业涨 2.63%, 涨幅最大。此外, 出口行业中电力设备及机械设备行业分别涨 1.11%及 0.87%, 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
恒生科技指数	-4.39	-6.19	-7.57
恒生指数	-3.16	-3.11	-11.60

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 6 月 2 日.

港股方面, 恒生指数跌 3.19%, 恒生科技指数跌 4.39%。美元走强对风险偏好形成压制, 在此背景下港股出现了一定程度的回落。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-1.96	-6.16	-2.90
道琼斯工业指数	-1.64	-3.50	0.79
标普中盘400	-1.61	-5.42	1.03
标普500	-0.27	-4.87	12.22
纳斯达克指数	1.66	-5.81	28.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

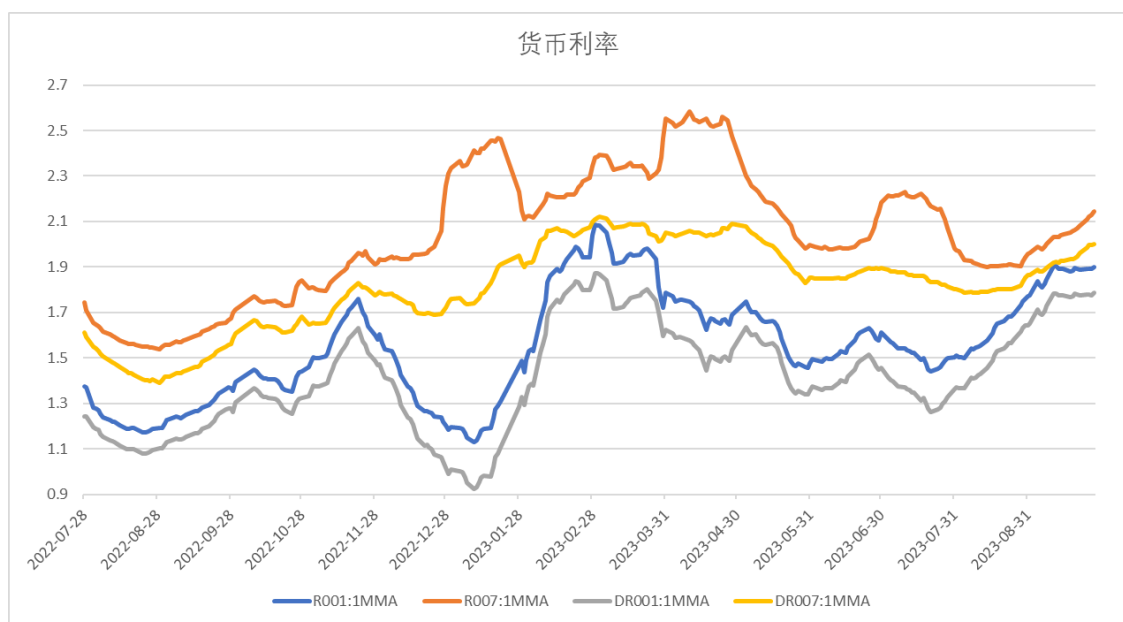
美股方面上两周有所下行, 其中纳斯达克指数涨 1.66%, 表现最好; 小盘 600 指数跌 1.96%, 表现最差。非农就业数据大超预期使得市场风险偏好下降, 在此背景下美股回落。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险, 财报显示美股盈利可能出现了一定的压力, 市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-6.40	-5.71	11.14
日经225	-4.34	-2.34	18.78
韩国综合指数	-3.96	-3.57	7.71
英国富时100	-2.46	2.27	0.57
德国DAX	-2.11	-3.51	9.38
法国CAC40	-1.74	-2.48	9.06
印度SENSEX30	0.04	1.54	8.54
台湾加权指数	1.08	-1.69	16.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

其他海外市场方面, 越南市场跌 6.40%, 表现最差; 台湾市场涨 1.08%, 表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



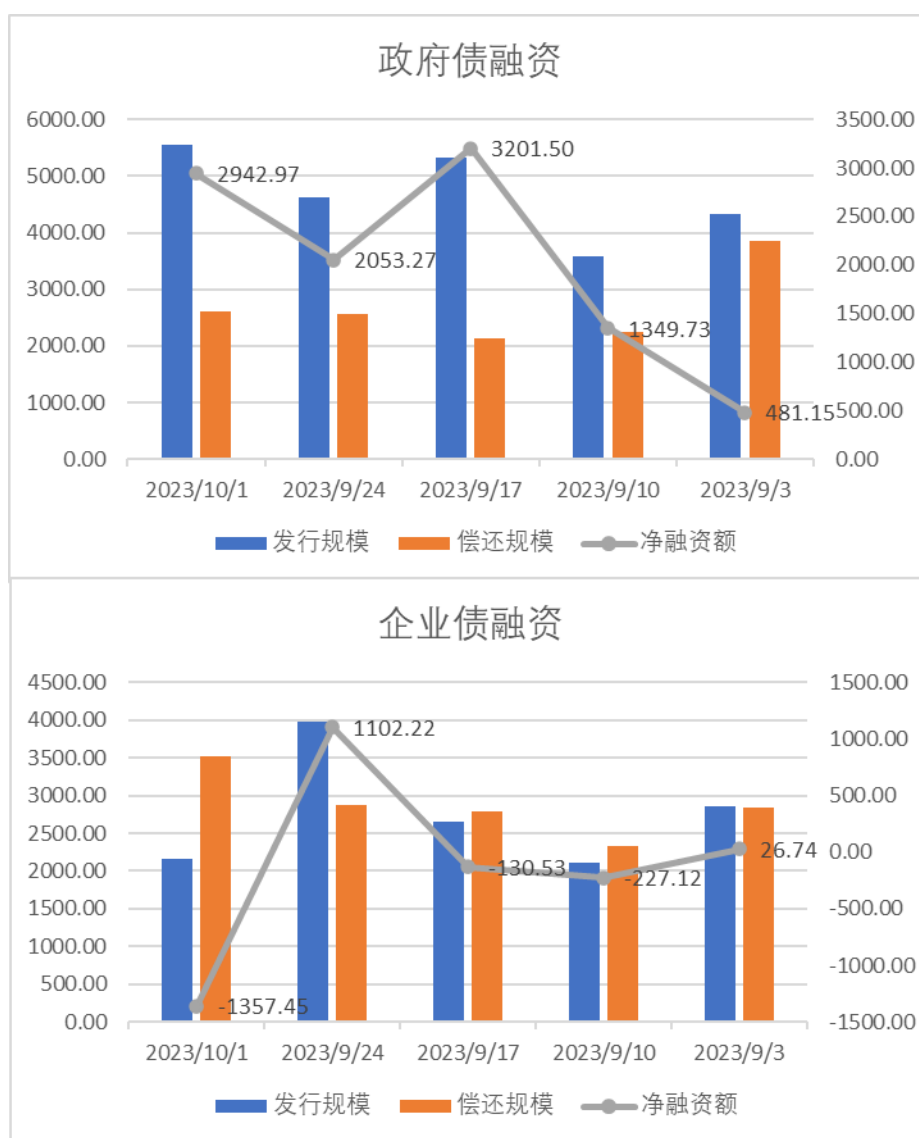
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

上上周货币市场利率有所上行, DR007 一月均值升至 2.01。资金面较此前更为紧张。

	2023/8/31	2023/9/21	2023/9/28
6M	1.26	1.42	1.6
3M	1.4	1.8	2.2
	2022/8/31	2022/9/21	2022/9/28
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/8/31	2021/9/21	2021/9/28
6M	2.2883	2.3434	2.0205
3M	2.2553	2.3605	1.6798
	2020/8/31	2020/9/21	2020/9/28
6M	2.8371	2.9935	3.0809
3M	2.7813	3.0232	3.0879

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上上周分别为 1.6、2.2，较此前有所回升，23 年 9 月社融中贷款部分可能有所回暖。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 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, 上上周政府债净融资额 2942.97 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额-1357.45 亿, 较此前有所回升。

从高频数据看, 社融中贷款回升, 债券部分中政府债相对较好, 9 月社融可能会表现较好。

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	2.15	2.37	2.52	2.67	国债	22.25	14.73	14.76	国债	-	-	-
国开债	2.23	2.44	2.56	2.73	国开债	20.84	12.65	16.82	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.56	2.89	3.09	-	AAA信用债	33.43	20.07	-	AAA信用债	33	45.59	53.01
AA+信用债	2.68	3.09	3.42	-	AA+信用债	41.23	32.97	-	AA+信用债	45.27	65.66	85.98
AA信用债	2.74	3.39	3.74	-	AA信用债	65.09	35.46	-	AA信用债	50.92	95.17	117.98
AA-信用债	5.15	5.80	6.15	-	AA-信用债	65.09	35.46	-	AA-信用债	291.92	336.17	358.98

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	-2	0	0	国债	26	15	13	12	国债	7	-3	-12	-16
国开债	-3	-1	-1	0	国开债	19	11	9	5	国开债	3	-9	-26	-25
AAA信用债	-2	5	0	-	AAA信用债	18	18	18	-	AAA信用债	-19	-29	-40	-
AA+信用债	1	3	-1	-	AA+信用债	21	17	17	-	AA+信用债	-32	-50	-51	-
AA信用债	2	6	-5	-	AA信用债	22	19	10	-	AA信用债	-56	-48	-47	-
AA-信用债	2	6	-5	-	AA-信用债	22	19	10	-	AA-信用债	-54	-46	-45	-

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	0.34	0.25	0.19	0.11	国债	0.15	0.28	0.20	国债	-	-	-
国开债	0.29	0.14	0.10	0.02	国开债	0.01	0.05	0.28	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.25	0.20	0.14	-	AAA信用债	0.29	0.10	-	AAA信用债	0.26	0.77	0.74
AA+信用债	0.26	0.24	0.19	-	AA+信用债	0.40	0.30	-	AA+信用债	0.24	0.76	0.82
AA信用债	0.21	0.21	0.11	-	AA信用债	0.62	0.17	-	AA信用债	0.10	0.49	0.37
AA-信用债	0.26	0.25	0.17	-	AA-信用债	0.60	0.15	-	AA-信用债	0.36	0.75	0.69

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年10月6日. 分位数为过去5年分位数。

债券市场方面，上上周主要债券中，信用债短端上行长端下行，3YAA及AA-上行幅度最大，达6BP。利率债短端下行大于长端，1Y国债及国开债下行3BP，幅度最大。一方面持币过节背景下短端利率债及长端信用债配置需求增加带动利率下行，同时消费前瞻数据表现较好推动利率上行。后续随着海外逐步进入衰退，我国经济可能仍将面临较大压力，因此债市上行动力主要取决于最终政策力度。往后看，我国经济弱复苏格局可能将持续一段时间，这段时间内预计货币不会大幅紧缩，虽然利率分位数偏低但债市短期风险不大。

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	1	2	0	国债	-11	-2	-1	国债	-10	-9	-4
国开债	2	0	1	国开债	-8	-2	-4	国开债	-11	-17	1
AAA信用债	7	-5	-	AAA信用债	0	0	-	AAA信用债	-10	-10	-
AA+信用债	2	-4	-	AA+信用债	-4	0	-	AA+信用债	-18	-1	-
AA信用债	4	-11	-	AA信用债	-3	-9	-	AA信用债	7	2	-
AA-信用债	4	-11	-	AA-信用债	-3	-9	-	AA-信用债	7	2	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年10月6日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差过去两周大体走阔，从分位数的角度来看目前低等级信用债获利空间相对更大。

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	5	1	AAA信用债	-1	7	9	AAA信用债	-22	-20	-13
AA+信用债	4	4	0	AA+信用债	2	6	8	AA+信用债	-35	-41	-24
AA信用债	4	6	-4	AA信用债	3	8	1	AA信用债	-58	-39	-20
AA-信用债	4	6	-4	AA-信用债	3	8	1	AA-信用债	-56	-37	-18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 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，利率债下行信用债上行使得利差走阔，目前大部分 1Y 券种仍位于偏低区间，而大部分 3Y 及 5Y 券种的信用利差分位数位于中性区间。

类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.32	2.39	2.68	--	--
国有银行	2.30	2.30	2.40	2.42	2.44
股份银行	2.23	2.33	2.45	2.48	2.40
城商行	2.36	2.42	2.55	2.57	2.70
农商行	2.35	2.35	2.65	2.54	2.60
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-13	0	14	--	--
国有银行	0	0	1	0	-4
股份银行	-10	-2	5	2	-10
城商行	-10	3	-2	-3	3
农商行	-14	-8	13	-1	-2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	1044.2	3415	1736.2	202.9	1292
国有银行	310	341	387	0	513
股份银行	375	2129	726	99	294
城商行	282	723	450	42	454
农商行	78	222	173	62	32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日。

同业存单方面，上上周同业存单发行利率大体下行，其中发行规模最多的 3M 股份银行下行 2BP，3M 城商行上行 3BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.49	2.80	2.90	AAA+	25.61	36.62	33.66	AAA+	0.155	0.685	0.446
AAA	2.54	2.88	3.09	AAA	30.10	44.22	52.53	AAA	0.157	0.625	0.72
AAA-	2.58	3.00	3.25	AAA-	34.88	56.04	68.84	AAA-	0.122	0.697	0.796
AA+	2.65	3.13	3.43	AA+	41.88	69.04	86.84	AA+	0.143	0.741	0.824
AA	2.73	3.39	3.72	AA	49.88	95.04	115.84	AA	0.123	0.471	0.27
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.58	2.92	3.13	AAA	34.93	48.35	57.06	AAA	0.196	0.59	0.649
AA+	2.67	3.09	3.35	AA+	43.52	65.24	79.01	AA+	0.195	0.655	0.673
AA	2.80	3.31	3.67	AA	56.52	87.74	110.51	AA	0.259	0.627	0.59
AA(2)	2.95	3.63	4.08	AA(2)	71.52	119.74	151.51	AA(2)	0.241	0.536	0.392

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 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，上上周利差有所回升。从利差分位数角度 1Y 升至 15 分位左右，3Y 及 5Y 则大体位于 60 分位左右。

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	2.66	2.79	3.00	3.18	3.22	利率变化(BP)	-2.72	-7.07	-7.10	-4.76	-6.29	利率分位数	0.28	0.22	0.18	0.15	0.12
当前利差	15.09	14.96	28.67	36.42	36.12	利差变化(BP)	-0.01	-4.41	-5.75	-5.93	-9.10	利差分位数	0.52	0.35	0.54	0.51	0.53

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 2023 年 6 月 2 日。

上上周二级资本债收益率大体呈下行。其中 3Y 下行 7.10BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.5 左右，同时利率分位数维持 0.2 分位左右。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.77	3.13	3.37	3.60	AAA-	25.69	41.17	51.12	57.65	AAA-	-3.07	-8.08	-3.37	4.43
AA+	2.80	3.18	3.45	3.68	AA+	23.97	40.42	53.20	59.32	AA+	-3.08	-7.08	-2.37	5.43
AA	2.95	3.58	4.12	4.35	AA	30.97	72.42	105.20	111.32	AA	-3.08	-5.08	-2.37	5.43
AA-	4.13	5.07	5.66	5.89	AA-	123.97	193.42	230.20	236.32	AA-	-3.08	-5.08	-2.37	5.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

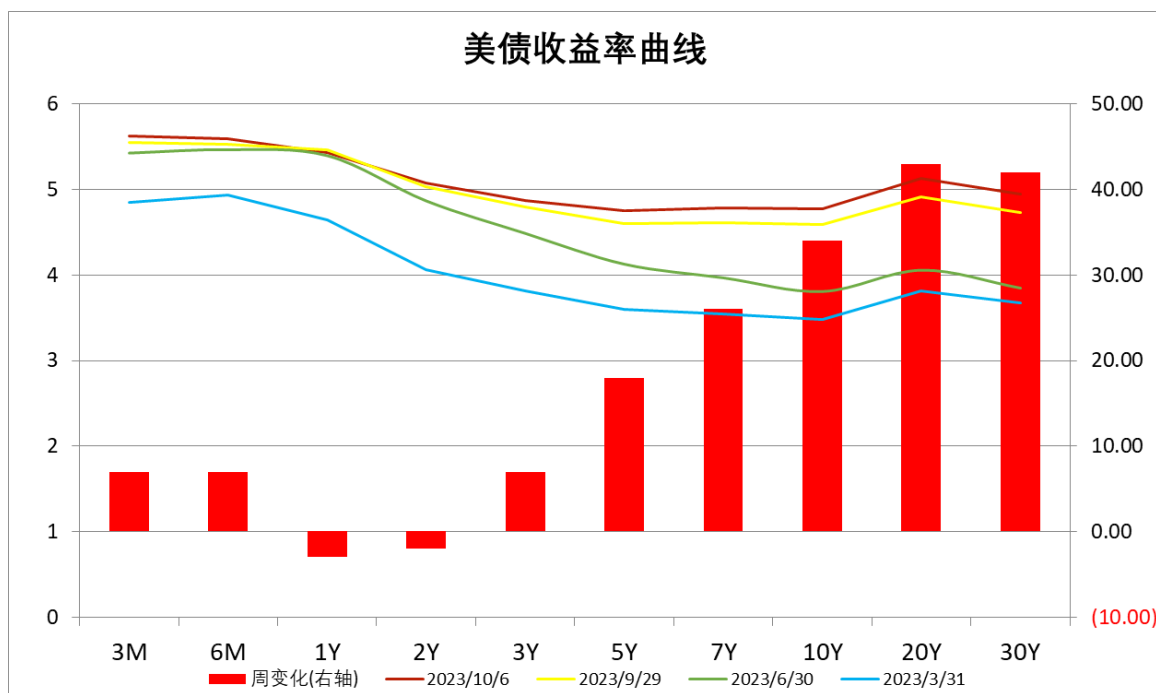
永续债方面利率走势大体下行，其中 3YAA A-下行幅度最大，达 8.08BP；10YAA+以下券种上行幅度最大，达 5.43BP。

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	2.34	2.78	3.03	3.24	AAA级RMBS	10.13	34.37	47.10	50.60	AAA级RMBS	0.009	0.47	0.536	0.273
AAA级消金	2.70	2.95	3.23	3.51	AAA级消金	46.13	51.58	66.67	77.54	AAA级消金	0.31	0.447	0.553	0.426
AAA级企业ABS	2.78	3.21	3.43	3.65	AAA级企业ABS	53.95	77.09	86.28	91.38	AAA级企业ABS	0.054	0.672	0.611	0.183
AAA级ABN	2.72	3.00	3.35	3.62	AAA级ABN	48.47	56.59	78.62	88.41	AAA级ABN	0.208	0.284	0.604	0.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 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，目前长期限的 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处于 0.3 分位数以下。

综合我国各个债券分项来看，此前随着政策接连出台利率出现了一定程度的上行，不过后续在复苏力度难以预判且利率分位数偏低的背景下预计债市可能会维持一段时间的震荡。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

美债方面，利率长端上行大于短端。其中，20Y 上行 43BP，上行幅度最大。大幅高于预期的非农就业数据推动利率上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 30BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 14 个月，历史经验来看 23 年至 24 年前后美国可能正式面临衰退，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

4.1.1 经济底部企稳，政策效果待观察

9 月官方制造业 PMI 50.2%，前值 49.7%；非制造业 PMI 51.7%，前值 51%；制造业供需改善，大企业 PMI 回升 0.8 个百分点至 51.6%，中企业 PMI 持平上月为 49.6%，小型企业 PMI 回升 0.3 个百分点至 48%，大企业景气度边际改善明显。从分项指数看，生产项与需求项均有修复，供给表现强于需求。生产端，9 月生产指数 52.7%，回升 0.8 个百分点，处于扩张状态。库存方面，9 月原材料库存指数回升 0.1 个百分点至 48.5%，产成品库存指数回落 0.5 个百分点至 46.7%，新订单-产成品库存指数回升 0.8 个百分点，价格和库存积极因素传导下，9 月当月企业呈现向被动去库过渡状态。需求端，9 月新订单指数小幅回升 0.3 个百分点至 50.5%，高于荣枯线，但绝对水平不高。新出口订单指数回升 1.1 个百分点至 47.8%，进口指数回落 1.3 个百分点至 47.6%。出口订单指数边际回升但仍在荣枯线以下，往

后看，美国经济韧性集中在服务业，整体对出口提振力度不大，目前美国批发商的家具、电子产品等耐用品库存仍处于高位，预计后续出口主要增量将集中在非耐用品补库周期上，整体看，出口下滑斜率最大阶段已经过去。价格方面，9月出厂价格指数回升1.5个百分点至53.5%，主要原材料购进价格指数回升2.9个百分点至59.4%，沙特和俄罗斯延长减产，9月原油价格反弹，叠加国内上游企业补库周期，大宗商品价格上行。预计后续PPI将逐步企稳，高基数效应消退对同比读数有支撑，向上弹性取决于后续政策效果。非制造业方面，9月非制造业商务活动指数回升0.7个百分点至51.7%，其中服务业PMI回升0.4个百分点至50.9%，仍在扩张区间，但修复动能继续放缓，生产性服务业强于消费性服务业。建筑业PMI回升2.4个百分点至56.2%，基建仍有支撑。

整体看，经济处于企稳状态回升状态。制造业供需均回到扩张区间，地产回落趋势尚未扭转，非制造业修复动能边际减弱，后续主要关注地产销售改善情况。

指标(2023/09/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	50.2	----	----	49.7
工业增加值:当月同比	----	4.81	----	4.5
GDP:不变价:当季同比	----	4.37	----	----
固定资产投资:累计同比	----	3.1	----	3.2
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	5.9
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	----	----	----	8.959009
社会消费品零售总额:当月同比	----	4.96	----	4.6
出口金额:当月同比	----	-6.81	----	-8.8
社会融资规模:当月值	----	37908.57	----	31237
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9
M2:同比	----	10.67	----	10.6
社融-M2	----	----	----	-1.6
CPI:当月同比	----	0.18	----	0.1
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.41	----	-3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

美国经济指标	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	趋势
实际GDP(同比)	----	----	----	2.10	----	----	2.20	----	----	2.60	----	震荡下行
PMI	49.00	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00	震荡
消费者信心	68.10	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	56.80	拐头向下
零售	----	2.91	1.99	1.72	3.25	-0.28	2.42	5.59	7.76	5.59	6.01	震荡
房地产	45.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	拐头向下
耐用品订单	----	0.15	-5.64	4.29	1.96	1.24	3.33	-2.71	-1.27	4.52	-3.13	震荡
CPI	----	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	震荡下行
核心CPI	----	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	↓
PCE	----	3.48	3.40	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	5.48	5.44	5.93	震荡下行
核心PCE	----	3.88	4.29	4.28	4.69	4.76	4.78	4.84	4.90	4.87	5.09	↓
失业率	3.80	3.80	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	3.40	3.50	3.60	震荡上行
职位空缺率	----	5.80	5.40	5.50	5.80	6.20	5.90	6.00	6.40	6.80	6.50	震荡
时薪增速	0.21	0.24	0.39	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.

4.2 股票市场观点

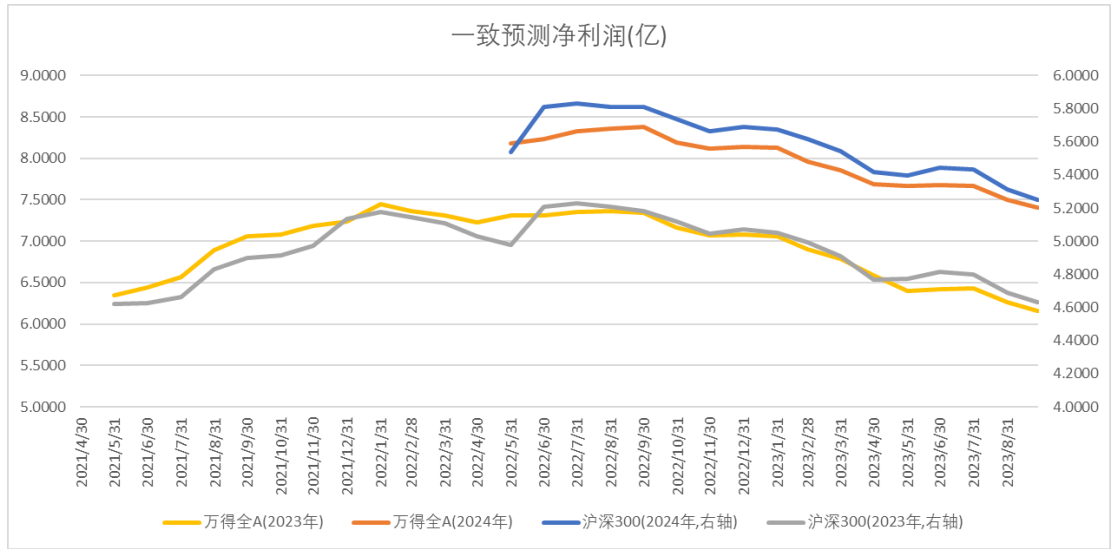
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.26 倍，处于 11%分位水平，股权溢价率 3.04%，处于 83%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	10.12	8.69	1.22	7.14	0.56	0.27	0.34	0.68
沪深300	11.52	9.25	1.29	5.95	0.16	0.10	0.05	0.92
中小板指	19.25	13.81	2.69	2.46	0.01	0.00	0.01	1.00
创业板指	29.37	18.23	4.01	0.67	0.05	0.01	0.08	0.99
中证500	23.43	14.46	1.71	1.54	0.47	0.10	0.18	0.69
万得全A	17.33	12.26	1.56	3.04	0.36	0.11	0.09	0.83

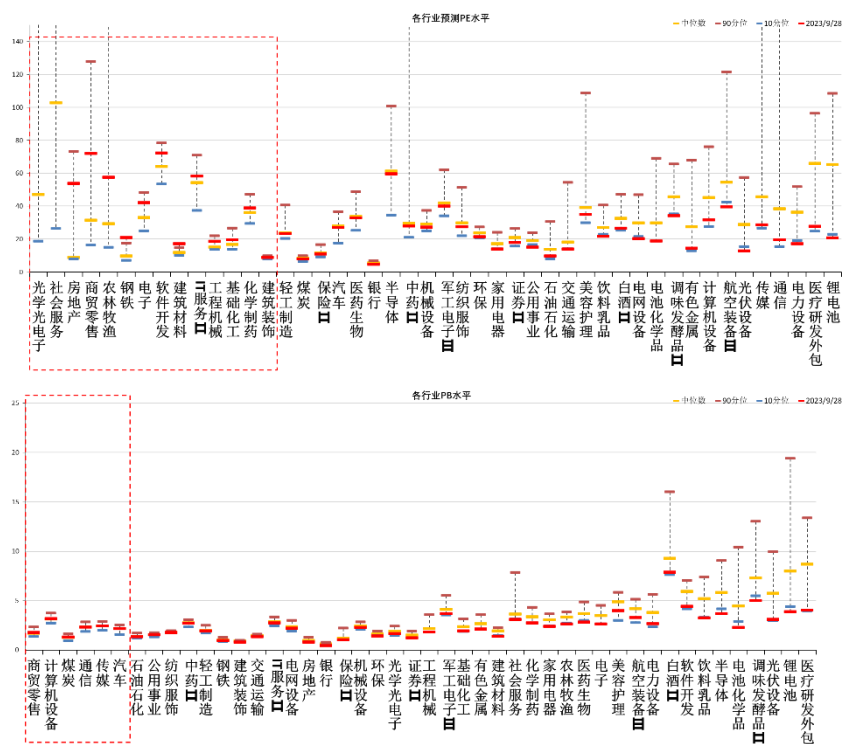
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.62	0.89	7.01	0.04	0.05	0.36
标普500	23.41	4.03	-0.32	0.52	0.64	0.00
纳斯达克指	59.47	5.34	-2.91	0.91	0.67	0.00
德国DAX	12.20	1.55	----	0.07	0.30	----
法国CAC40	13.13	1.69	----	0.10	0.46	----
英国富时100	9.74	1.62	----	0.00	0.31	----
韩国综合指	18.45	0.89	----	0.69	0.40	----
台湾加权指	14.15	1.84	----	0.34	0.41	----
日经225	16.64	1.75	----	0.41	0.54	----
胡志明指数	11.81	1.61	----	0.15	0.02	----
印度SENSEX	22.51	3.47	----	0.19	0.64	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 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，不到半数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，社会服务、房地产估值较高。



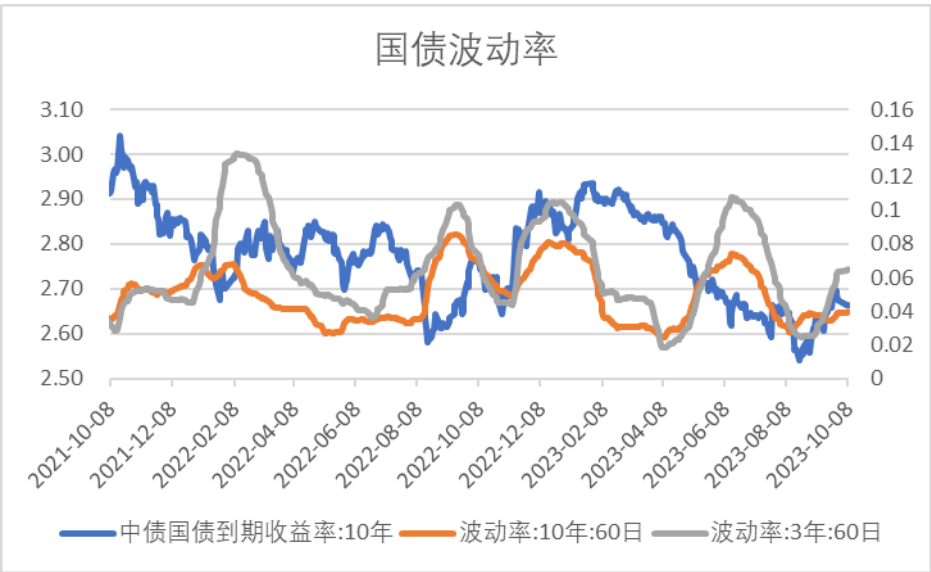
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 国庆期间，美国政府暂时避免停摆，但麦肯锡下台后，11 月不确定性增加。美国各项经济数据指向韧性较强，制造业 PMI 超预期，服务业 PMI 回落，非农新增就业超预期，市场预期政策利率更长时间维持高位，通胀预期变化不大，十年美债利率大幅走高，美债熊陡，美元走强，人民币汇率相对稳定，美股先跌后周五反弹。

4.2.3 经济数据显示在经济呈底部企稳态势，库存周期开始爬坡，企业与居民信心不足下，市场对经济内生性动力的预期仍存在分歧，近期政策端在房地产、地方债和活跃资本市场方面托底力度明显增强，当前位置市场对悲观预期的计价已经相对充分，赔率较高，后续随着海外加息周期步入尾声、稳增长政策陆续出台，此前压制市场估值的因素边际好转，市场正在迎来较好做多窗口。

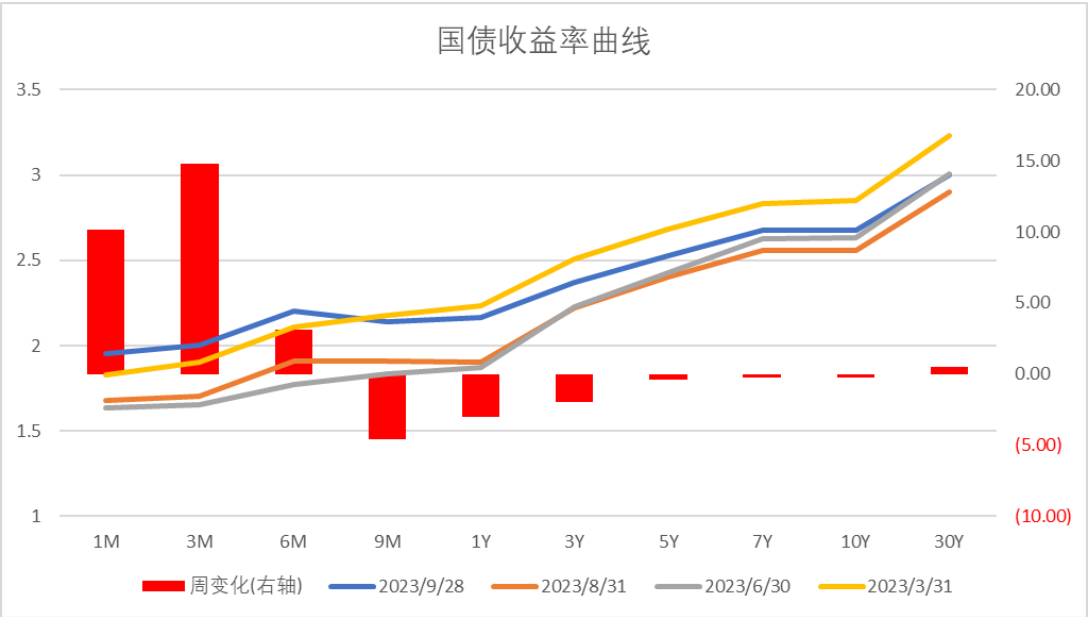
4.2.4 配置方向上关注：

- 1、国内政策定调整体转向宽松积极，通胀与出口数据显示经济环比压力最大的时间段或已过去，此前受损严重的低位顺周期风格或有反弹动能，关注消费、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业，大盘风格表现或优于小盘。
- 2、小盘科技成长风格未来仍值得关注，但仍需等待基本面催化因素出现，或会在美债利率趋势性下行时有所变现。



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)
T.CFE	101.7850	101.7800	290,104.0000	183,775.0000
	0.147586953	0.1427	-94,282.0000	-3680

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日. 括号内为第二行数据内容。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 6 日

4.3.1 短期看，政策托底经济决心较强，出台期与落地期债市收益率难以大幅下行。中期看，收入预期不改善的情况下，经济基本面向上幅度不大，加大逆周期调节的定调下，市场预期流动性延续宽松，银行理财配置力量较强，资产荒持续演绎下，债市收益率仍处于区间震荡阶段，在经济数据出现内生性改善前，债市大幅回调概率较小。整体中短利率与中短信用策略或更占优。此后政策具体落地情况及效果是关注重心。

目前我们对债券做中性略偏保守配置，对债券的配置以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债，减少信用下沉。利率债加强波段操作，逢低配置为主。

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。