

政策预期降温，海外扰动加剧

一、重要信息点评

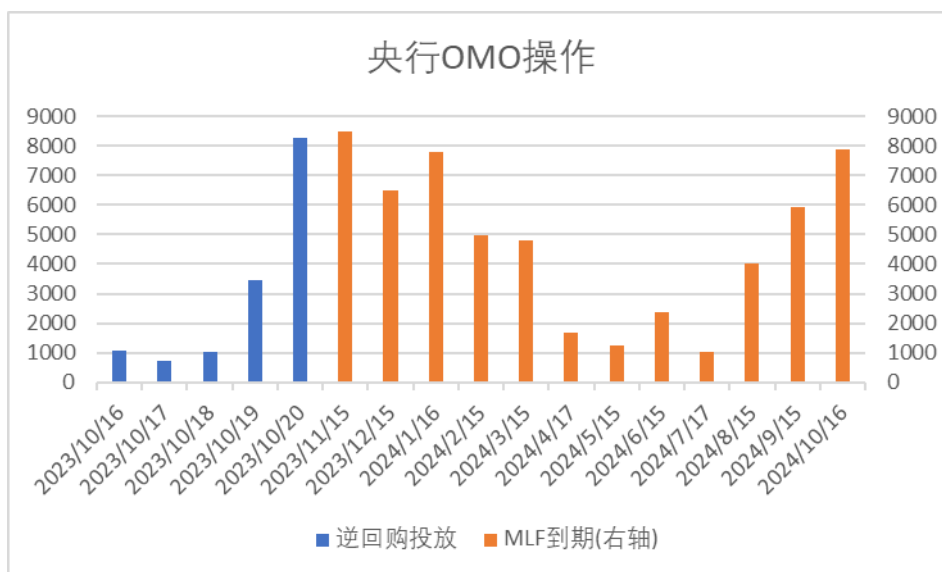
1. 10月14日，证监会调整融券相关制度，阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借，将融券保证金比例由不得低于50%上调至80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至100%。此次调整有助于减少融券资金量，活跃资本市场、提振投资者信心。

2、9月经济数据延续修复态势。9月工业增加值同比4.5%，前值4.5%，基本符合市场预期。分行业看，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼及压延加工业同比增速回落，汽车同比维持高位，食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业同比增速大幅上行，或与节假日有关，下游表现好于中游好于上游。投资端看，1-9月固定资产投资累计同比3.1%，前值3.2%，其中地产投资继续走弱，基建、制造业走强。9月地产投资累计同比-9.1%（前值-8.8%），降幅继续走阔。分项来看，新开工、施工、竣工面积两年平均同比-31%、-6.2%、8.1%，较前值分别变化4.2、-0.4、4.3个百分点，存量施工继续低迷，新开工与竣工端回升。1-9月地产销售面积当月同比-10.1，较8月回升2.1个百分点，销售边际回暖，带动新开工反弹。需求端，9月社会消费品零售总额两年平均同比4%，较前值5%小幅回落，商品零售表现强于餐饮。

3、10月17日，美国9月零售销售环比0.7%，前值0.8%，预期0.3%，核心零售销售环比0.6%，前值0.9%，预期0.2%。零售数据超预期主因汽车、零售、餐饮消费支撑，数据公布后，美联储加息预期边际升温，美债收益率上行。

4、10月19日，美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话，整体表态中性略偏鸽。鲍威尔称，通胀仍然过高，美联储致力于将通胀可持续地降至2%，要达到这一目标，可能需要一段时期低于趋势的经济增长及劳动力市场状况进一步疲软，同时强调风险和债市收益率上涨收紧了金融状况，考虑到不确定性和风险，美联储正在谨慎行事，债市收益率上升可能意味着无需更多加息。此次讲话降低了再度加息的预期，但并未提到降息的时间点。讲话后，美债短期收益率下行，但对经济韧性较强的预期支撑长债收益率进一步冲高。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

上周央行 OMO 投放 14540 亿, 同时到期 6660 亿, 共计净投放 7880 亿。MLF10 月到期 5000 亿后等价续作 7890 亿, 净投放 2890 亿。

	2023/10/12	2023/10/5	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/12	环比变化
耗煤量	176	216.2	216.2	216.2	188	↘
	2023/10/18	2023/10/11	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/18	环比变化
水泥沥青开工率	37.7	36	40	40	43	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

生产数据方面, 上周耗煤量随季节性下行, 同时水泥沥青开工率有所回升。生产数据上周表现一般。

	2023/10/19	2023/10/12	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/19	环比变化
地铁客运量:30DMA	7442.166129	7343.843871	7328.685161	7328.685161	5310.863871	↗
地铁客运量:30DMA:同比	40.13099017	39.0034613	40.05122838	40.05122838	-11.5717246	↗
执飞航班数:7DMA	1.213671429	1.267085714	1.3691	1.3691	0.3771	↘
航班取消率	15.44968701	14.3712228	9.90730992	9.90730992	68.59855109	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

出行数据方面, 地铁客运量维持高位, 同时执飞航班数据假期过后小幅回落。

	2023/10/15	2023/10/8	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/15	环比变化
土地成交面积	1658.7197	594.4704	1196.0598	1196.0598	923.9431	↗
土地成交溢价率	2.09	2.07	2.42	2.42	10.65	↗
商品房成交面积	35.46151386	13.55447486	46.58237071	46.58237071	42.097284	↗
一线商品房成交面积	9.667915	2.716504714	14.688239	14.688239	10.19209971	↗
二线商品房成交面积	17.920809	7.560886286	23.36504	23.36504	23.20570414	↗
三线商品房成交面积	7.872789857	3.277083857	8.529091714	8.529091714	8.699480143	↗
二手房价格	180.24	180.61	182.06	182.06	190.16	↘
一线二手房价格	226.22	226.41	227.71	227.71	228.44	↘
二线二手房价格	170.53	170.95	172.28	172.28	181.8	↘
三线二手房价格	158.5	158.82	160.39	160.39	170.07	↘
四线二手房价格	126.99	127.2	128.17	128.17	132.43	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

地产数据方面, 二手房价格及土地成交溢价率有所回升, 不过商品房成交面积有所下行, 上周地产数据表现一般。

	2023/9/30	2022/9/30	2021/9/30	2020/9/30	2019/9/30	同比
厂家批发: 当月累计值	2442376	2248542	1639295	1840033	1722211	8.62%
厂家零售: 当月累计值	2027604	1907663	1592120	1750884	1593666	6.29%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

汽车销量方面, 9 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 8.62%及 6.29%, 汽车消费表现较好。

	2023/10/15	2023/10/8	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/15	环比变化
集装箱吞吐量	508.2	497.8	579.8	579.8	510.8	↗
	2023/10/21	2023/10/14	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/21	
CCFI指数	817.2	819.97	851.96	851.96	1959.96	↘
CICFI指数	746.29	779.49	787.54	787.54	1344.99	↘
	2023/10/31	2023/9/30	2023/8/31	2023/7/31	2023/6/30	
韩国前十日出口	-1.7	-7.8	-15.3	-14.7	1.1	↗
韩国前二十日出口	#N/A	9.8	-16.6	-15.2	5.2	----
韩国出口	#N/A	-4.4	-8.1	-16.1	-6	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

进出口数据方面, 上周运价继续走弱, 不过韩国出口及集装箱吞吐量有所回升。上周进出口数据表现一般。

	2023/10/20	2023/10/13	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/20	环比变化
农产品价格	117.59	119.33	120.87	120.87	130.34	↘
猪肉价格	21.29	21.7	22.14	22.14	35.47	↘
粮油价格	118.01	119.59	120.31	120.31	116.88	↘
蔬菜价格	4.82	4.95	5.04	5.04	4.94	↘
水果价格	6.54	6.55	6.67	6.67	6.56	↘
PTA价格	5815	5840	6240	6240	5960	↘
涤纶长丝价格	7660	7675	8050	8050	8050	↘
聚酯切片价格	6840	6830	7100	7100	7150	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回落。其中, 蔬菜及水果价格随季节性回落, 同时猪肉价格继续回落, 粮油价格在国际局势扰动近一年后出现了一定程度的高位下行。服装方面纤维价格中 PTA 及涤纶长丝价格均有所下行。上周商品价格表现一般。

	2023/10/20	2023/10/13	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/20	环比变化
煤炭价格	1005	1017	983	983	1595	↘
石油价格	92.16	90.89	95.31	95.31	92.38	↗
铜杆价格	67360	67100	68310	68310	63680	↗
铝价	19060	19020	19910	19910	18460	↗
钢材价格	107.16	107.16	108.4	108.4	112.23	----
沥青价格	3835	3810	3885	3885	4360	↗
水泥价格	107.3	106.18	106.59	106.59	154.62	↗
MDI价格	15100	15200	15900	15900	16200	↘
浮法玻璃价格	2129.5	2129.5	2115.5	2115.5	1734.3	----
工业品指数	3971.81	3949.55	4078.2	4078.2	3630.24	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中油价、铜价、铝价、钢材价格及水泥价格有所上升, 其余商品则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	9.38	0.34	7.68
COMEX黄金	8.02	6.81	9.14
LME铝	-2.66	-7.12	-8.33
LME铜	-1.32	-4.00	-5.16
CBOT玉米	0.71	3.93	-26.97
CBOT大豆	2.86	2.14	-14.55
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	4.83	-3.65	266.59
美元兑人民币	177.00	168.00	4180.00
美元兑日元	57.00	47.75	1872.50

	2023/10/20	2023/10/8	2023/9/30	2023/1/1
ICE布油	92.51	84.43	92.11	85.99
COMEX黄金	1993.1	1847	1864.6	1830.1
	2023/10/20	2023/10/8	2023/9/30	2023/1/1
美元指数	106.1554	106.1071	106.1919	103.4895
美元兑人民币	7.3151	7.2974	7.2983	6.8971
美元兑日元	149.8495	149.2795	149.372	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面, 上周各类期货价格大体回升, 其中伦铝跌幅最大, 石油涨幅最大。ICE布油收于92.51美元, 涨9.38%, COMEX黄金收于1993.1美元, 涨8.02%。

上周美元指数上行4.83BP, 美国零售数据超预期带动美元走强。在此背景下人民币上周贬值177个基点, 日元贬值57个基点。

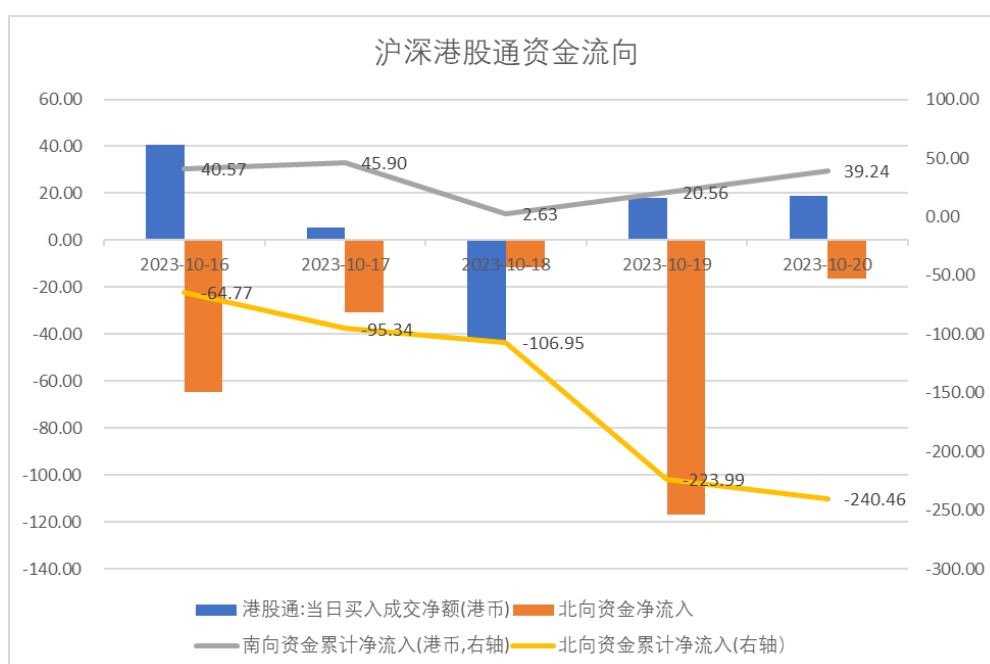
三、 市场表现回顾

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	4	3	1	4	0	3	0	0	0	12
	发行规模(亿元)	164.04	84.13	2.23	10.43	0.00	4.80	0.00	0.00	0.00	181.50
上上周	数量	2	2	0	3	0	3	0	1	2	11
	发行规模(亿元)	5.07	5.07	0.00	6.47	0.00	6.52	0.00	2.73	0.20	21.00
本月以来	数量	6	5	1	7	0	6	0	1	2	23
	发行规模(亿元)	169.11	89.20	2.23	16.90	0.00	11.32	0.00	2.73	0.20	202.50
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	4	1	3	9	4	0	1	0	13	2	37
上上周	9	0	2	5	3	0	0	1	9	0	29

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 37 支, 其中普通混合型基金 4 支, 债券类基金 (14 支) 少于股票类基金 (17 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 181.50 亿, 国庆假期后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 20 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-240.46 亿, 较此前有所减少; 同时南向资金净流入 39.24 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
创业板指	-4.99	-5.34	-19.17
中小板指	-4.70	-4.65	-16.56
万得全A	-4.27	-4.67	-6.01
偏股混合型基金指数	-4.23	-5.04	-14.08
沪深300	-4.17	-4.85	-9.33
上证50	-4.01	-4.70	-9.34
中证500	-3.72	-4.69	-7.52
科创50	-3.35	-2.93	-10.22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

A 股表现来看，上周主要板块大体呈下行，其中科创 50 跌 3.35%，跌幅最大；创业板指跌 4.99%，跌幅最大。中东战争局势升级叠加美元走强背景下 A 股出现了一定的回落。偏股基金指数跌 4.23%

	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	-5.52	-6.94	-21.69
高市盈率指数	-5.34	-3.89	-13.04
绩优股指数	-5.27	-7.50	-21.20
茅指数	-4.93	-4.80	-12.95
小盘指数	-4.77	-4.63	-5.25
大盘指数	-4.16	-4.94	-10.64
低市盈率指数	-3.26	-4.20	-3.86
低市净率指数	-2.54	-3.48	1.60

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

A 股各风格指数中，低 PB 指数跌 2.54%，表现最好；高 PB 指数跌 5.52%，表现最差。市场风格中价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
通信	-7.35	社会服务	-10.21	商贸零售	-29.96
医药生物	-6.88	传媒	-9.14	美容护理	-26.41
计算机	-6.24	食品饮料	-7.64	社会服务	-23.92
电子	-5.92	建筑材料	-7.61	电力设备	-22.94
传媒	-5.87	商贸零售	-7.54	房地产	-20.37
公用事业	-2.25	煤炭	-2.16	汽车	4.69
石油石化	-1.64	银行	-2.15	计算机	6.29
纺织服饰	-1.42	非银金融	-2.10	石油石化	6.78
非银金融	-1.18	电子	-1.31	传媒	9.50
煤炭	-0.83	汽车	0.23	通信	25.32

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 20 日.

行业方面，上周 31 个申万一级行业中 0 个上涨，31 个下跌。其中，美国算力芯片出口限制加剧背景下 TMT 行业上周表现不佳，通讯、计算机、电子及传媒行业分别跌 7.35%至 5.87%不等，跌幅居前。另一方面，原材料价格上行背景下上游行业表现较好，其中煤炭、石油石化及公用事业行业分别跌 0.83%、1.64%及 2.25%，跌幅较小。此外，成交量上升背景下纺织服装行业上周跌 1.42%，表现较好。

	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	-3.60	-3.58	-13.19
恒生科技指数	-5.61	-6.59	-11.30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

港股方面，恒生指数跌 3.60%，恒生科技指数跌 5.61%。国际局势恶化叠加美联储加息预期上行，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
纳斯达克指数	-3.16	-1.78	24.05
标普500	-2.39	-1.49	10.02
标普中盘400	-2.03	-4.35	-1.53
标普小盘600	-1.73	-5.02	-5.53
道琼斯工业指数	-1.61	-1.13	-0.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

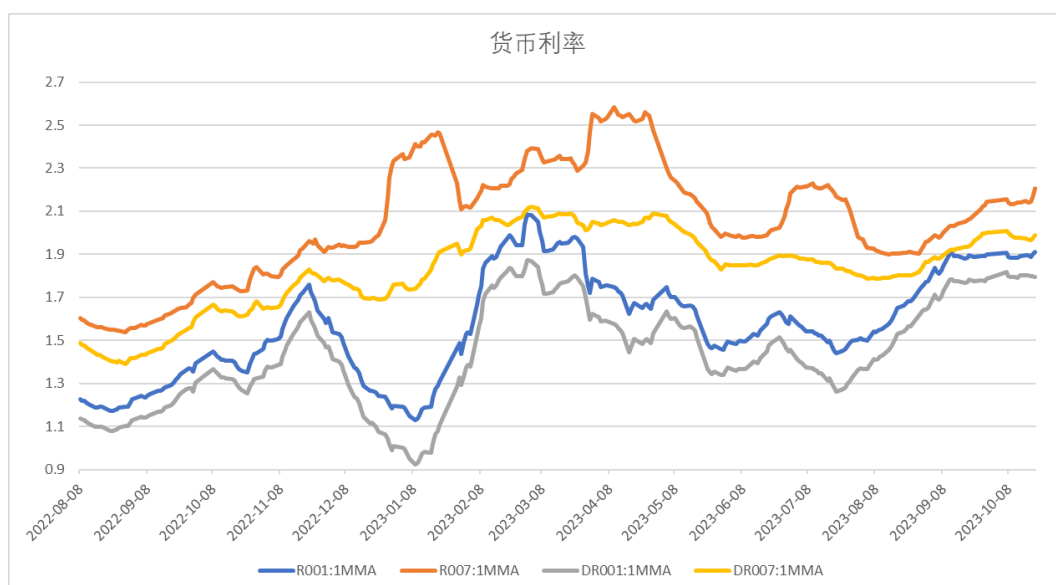
美股方面上周有所下行，其中道琼斯工业指数跌 1.61%，表现最好；纳斯达克指数跌 3.16%，表现最差。一方面，美国零售数据超预期带动加息预期上行；另一方面，海外冲突加剧使得风险偏好回落。在此背景下美股有所下行。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-4.04	-4.00	10.02
韩国综合指数	-3.30	-3.65	6.20
日经225	-3.27	-1.88	19.79
法国CAC40	-2.67	-4.47	5.29
英国富时100	-2.60	-2.71	-0.67
德国DAX	-2.56	-3.82	6.28
台湾加权指数	-2.04	0.33	16.29
印度SENSEX30	-1.34	-0.65	7.49

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

其他海外市场方面，越南市场跌 4.04%，表现最差；印度市场跌 1.34%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

上周货币市场利率有所上行, DR007 一月均值升至 1.99。资金面较上周更为紧张。

	2023/9/28	2023/10/13	2023/10/20
6M	1.6	1.28	1.21
3M	2.2	0.55	0.6
	2022/9/30	2022/10/13	2022/10/20
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/9/30	2021/10/13	2021/10/20
6M	2.3399	2.2333	2.186
3M	2.3665	2.1977	2.1078
	2020/9/30	2020/10/13	2020/10/20
6M	3.0467	2.9086	3.059
3M	3.0472	2.8505	3.0542

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.21、0.60，维持低位震荡，23 年 10 月社融中贷款部分可能有所走弱。

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	2.31	2.50	2.60	2.71	国债	19.03	9.72	10.7	国债	-	-	-
国开债	2.45	2.59	2.66	2.76	国开债	13.43	7.67	9.32	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.70	2.99	3.13	-	AAA信用债	28.92	14.7	-	AAA信用债	24.23	39.72	46.75
AA+信用债	2.80	3.18	3.46	-	AA+信用债	37.81	27.95	-	AA+信用债	34.64	59.02	79.3
AA信用债	2.87	3.43	3.75	-	AA信用债	55.33	32.36	-	AA信用债	42.06	83.96	108.65
AA-信用债	5.29	5.85	6.17	-	AA-信用债	55.33	32.36	-	AA-信用债	284.06	325.96	350.65

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	13	5	5	4	国债	14	13	7	3	国债	21	10	-5	-13
国开债	15	9	7	3	国开债	20	13	10	2	国开债	22	5	-17	-23
AAA信用债	9	7	0	-	AAA信用债	13	8	3	-	AAA信用债	-6	-21	-37	-
AA+信用债	8	5	1	-	AA+信用债	10	10	4	-	AA+信用债	-22	-40	-47	-
AA信用债	9	6	3	-	AA信用债	12	4	0	-	AA信用债	-43	-44	-47	-
AA-信用债	9	6	3	-	AA-信用债	13	5	1	-	AA-信用债	-40	-41	-44	-

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	0.54	0.39	0.30	0.16	国债	0.06	0.04	0.06	国债	-	-	-
国开债	0.52	0.27	0.18	0.04	国开债	0.00	0.00	0.05	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.36	0.30	0.17	-	AAA信用债	0.13	0.02	-	AAA信用债	0.06	0.55	0.50
AA+信用债	0.33	0.32	0.22	-	AA+信用债	0.32	0.15	-	AA+信用债	0.03	0.56	0.67
AA信用债	0.29	0.24	0.12	-	AA信用债	0.33	0.13	-	AA信用债	0.01	0.28	0.16
AA-信用债	0.32	0.29	0.19	-	AA-信用债	0.30	0.11	-	AA-信用债	0.21	0.58	0.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 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，信用债利率上行，其中 1YAAA 及 AA- 上行 13BP，上行幅度最大。利率债短端上行大于长端，1Y 国开债上行 20BP，幅度最大。9 月及 3 季度经济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	-8	0	-1	国债	-1	-6	-4	国债	-12	-14	-8
国开债	-6	-2	-4	国开债	-6	-4	-8	国开债	-18	-21	-7
AAA信用债	-1	-7	-	AAA信用债	-5	-5	-	AAA信用债	-15	-16	-
AA+信用债	-3	-4	-	AA+信用债	-1	-6	-	AA+信用债	-18	-7	-
AA信用债	-3	-3	-	AA信用债	-8	-4	-	AA信用债	-1	-2	-
AA-信用债	-3	-3	-	AA-信用债	-8	-4	-	AA-信用债	-1	-2	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差大体收窄，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	-6	-2	-7	AAA信用债	-6	-5	-7	AAA信用债	-28	-26	-20
AA+信用债	-7	-4	-6	AA+信用债	-9	-4	-6	AA+信用债	-44	-45	-30
AA信用债	-6	-3	-4	AA信用债	-8	-9	-10	AA信用债	-66	-49	-30
AA-信用债	-6	-3	-4	AA-信用债	-6	-8	-9	AA-信用债	-63	-46	-27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 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，上周利率债上行幅度更大使得利差收窄，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。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.23	2.52	2.61	--	--
国有银行	2.15	2.45	2.48	2.50	2.50
股份银行	2.15	2.44	2.50	2.53	2.58
城商行	2.25	2.54	2.65	2.77	2.75
农商行	2.30	2.52	2.63	2.70	2.66
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	6	9	8	--	--
国有银行	5	10	3	8	0
股份银行	3	7	4	6	7
城商行	9	8	11	20	10
农商行	5	7	9	23	5
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	655.1	708.4	2620.4	99.9	1031.5
国有银行	90	78	1260	33	465
股份银行	29	278	670	24	316
城商行	488	193	473	24	204
农商行	48	159	217	18	46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 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 6M 国有银行上行 3BP，6M 股份银行上行 4BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.58	2.87	2.94	AAA+	12.85	27.97	27.80	AAA+	0.01	0.343	0.17
AAA	2.69	2.96	3.13	AAA	23.30	37.18	46.40	AAA	0.036	0.377	0.472
AAA-	2.74	3.07	3.27	AAA-	29.08	48.00	60.71	AAA-	0.032	0.436	0.545
AA+	2.80	3.18	3.45	AA+	34.58	59.00	78.71	AA+	0.026	0.478	0.628
AA	2.86	3.43	3.75	AA	41.08	84.00	108.71	AA	0.014	0.259	0.131
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.75	2.98	3.18	AAA	29.51	38.78	51.14	AAA	0.083	0.323	0.456
AA+	2.80	3.15	3.38	AA+	35.10	56.67	71.09	AA+	0.05	0.421	0.466
AA	2.92	3.38	3.62	AA	47.10	79.17	95.59	AA	0.073	0.49	0.252
AA(2)	3.04	3.66	4.04	AA(2)	59.10	107.17	137.59	AA(2)	0.07	0.379	0.229

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 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，上周利差有所回落。从利差分位数角度 1Y 降至 5 分位左右，3Y 及 5Y 则大体位于 40 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	2.84	3.05	3.24	3.38	3.43	利率变化(BP)	13.03	16.09	14.72	12.06	13.57	利率分位数	0.40	0.42	0.40	0.36	0.26
当前利差	18.59	26.13	39.08	50.85	52.51	利差变化(BP)	3.88	8.59	8.28	12.96	12.06	利差分位数	0.71	0.74	0.77	0.84	0.81

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 10 月 20 日。

上周二级资本债收益率大体呈上行。其中 2Y 上行 16.09BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.8 左右，同时利率分位数维持 0.35 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-	2.91	3.31	3.52	3.60	AAA-	26.03	46.47	61.04	49.01	AAA-	12.34	10.64	7.18	2.50
AA+	2.93	3.35	3.60	3.68	AA+	22.31	44.72	63.12	50.68	AA+	11.33	9.64	7.18	2.50
AA	3.10	3.66	4.18	4.26	AA	33.31	68.72	108.12	95.68	AA	11.33	3.64	1.18	-3.50
AA-	4.28	5.14	5.71	5.79	AA-	128.31	187.72	232.12	219.68	AA-	11.33	2.64	0.18	-4.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

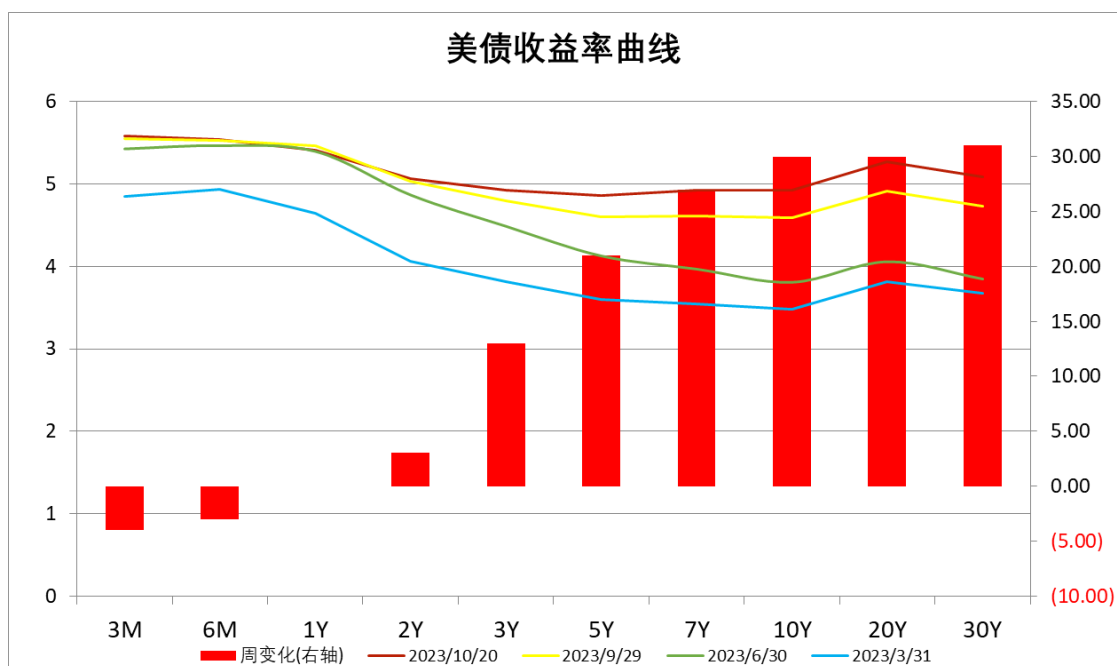
永续债方面利率走势大体上行，其中 1YAAA-上行幅度最大，达 12.34BP；10Y AA-下行幅度最大，达 4.50BP。

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	2.50	2.88	3.08	3.32	AAA级RMBS	5.10	29.22	41.48	56.61	AAA级RMBS	0.01	0.344	0.352	0.45
AAA级消金	2.86	3.03	3.27	3.60	AAA级消金	40.27	44.54	60.54	84.56	AAA级消金	0.201	0.234	0.31	0.621
AAA级企业ABS	2.91	3.24	3.48	3.74	AAA级企业ABS	45.71	65.25	81.15	98.40	AAA级企业ABS	0.009	0.149	0.32	0.462
AAA级ABN	2.88	3.08	3.39	3.71	AAA级ABN	43.03	49.55	72.49	95.43	AAA级ABN	0.091	0.145	0.346	0.626

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 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，目前短端信用利差分位数明显低于长端，10Y 券种的信用利差仍位于 50 分位左右。

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 20 日.

美债方面，利率长端上行大于短端。其中，30Y 上行 31BP，上行幅度最大。超预期的零售数据叠加持续走强的油价推动长端利率大幅上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度明显缓解，目前利差为 14BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 15 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 月经济数据延续修复态势。9 月工业增加值同比 4.5%，前值 4.5%，基本符合市场预期，季调后环比 0.36%，前值 0.5%。三大门类中，采矿业当月同比较上月回落 0.8pct，制造业当月同比较上月回落 0.4pct，电力、热力、燃气及水生产和供应业当月同比较上月回升 3.3pct。分行业看，石油和天然气开采业、黑色金属冶炼及压延加工业同比增速回落，汽车同比维持高位，食品制造业和酒、饮料和精制茶制造业同比增速大幅上行，或与节假日有关，下游表现好于中游好于上游。投资端看，1-9 月固定资产投资累计同比 3.1%，前值 3.2%，其中地产投资继续走弱，基建、制造业走强。9 月地产投资累计同比-9.1%（前值-8.8%），降幅继续走阔。分项来看，新开工、施工、竣工面积两年平均同比-31%、-6.2%、8.1%，较前值分别变化 4.2、-0.4、4.3 个百分点，存量施工继续低迷，新开工与竣工端回升。1-9 月地产销售面积当月同比-10.1，较 8 月回升 2.1 个百分点，

销售边际回暖，带动新开工反弹。9月基建投资当月同比6.8%（上月6.2%），基建投资仍是支撑。制造业投资同比7.9%（上月7.1%），整体韧性仍处于高位。结构上，上游的有色金属、化工、金属制品边际改善明显，反映补库需求，需求较强的高技术制造业如汽车、通信电子投资增速较高。需求端，消费延续弱复苏。9月社会消费品零售总额两年平均同比4%，较前值5%小幅回落，季调后环比0.02%，前值0.31%。消费继续向弱复苏回归。结构上，商品零售非季调环比5.4%，其中粮油食品烟酒、汽车、通讯器材改善明显。餐饮收入环比1.8%，商品零售表现强于餐饮，必选强于可选。融资端，9月新增社融同比多增5789亿元，强于季节性，财政府债为主要支撑。新增人民币贷款同比少增310亿元。结构上，企业贷款同比少增2339亿，其中票据融资同比多减673亿，企业短期贷款同比少增881亿元，企业中长期贷款同比少增944亿。9月企业贷款整体弱于去年同期，一方面与经营贷还房贷情况减少、企业部门实际扩张意愿偏弱有关，另一方面与去年同期政策性开发性金融工具投放量大、基数略偏高有关。居民贷款同比多增2082亿元，其中短期贷款新增3215亿元，同比多增177亿元，消费需求继续弱复苏，中长期贷款新增5470亿，同比多增2015亿，9月存量房贷利率调整等地产政策落地，二手房销量边际回暖，带动贷款需求，同时早偿情况也有边际缓解。政府债券新增9949亿元，同比多增4416亿元，贡献了本月社融的主要增量，预计此后政府债对社融仍有强支撑。9月M1同比增速2.1%，较上月回落0.1个百分点，显示企业实际投资意愿继续回落，实际信用扩张能力偏弱。

整体看，政策加码、季末冲量叠加库存周期因素支撑下，9月经济处于边际企稳状态回升状态，结构上看内生性动能依旧偏弱，预计后续政策落地叠加出口企稳将带动经济基本面延续弱复苏，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	4.5	4.55	↘	4.5
GDP:不变价:当季同比	4.9	4.46	↗	----
固定资产投资:累计同比	3.1	3.07	↗	3.2
固定资产投资:制造业:累计同比	6.2	----	----	5.9
房地产开发投资:累计同比	-9.1	----	----	-8.8
固定资产投资:基建:累计同比	8.64	----	----	8.959009
社会消费品零售总额:当月同比	5.5	4.85	↗	4.6
出口金额:当月同比	-6.2	-7.61	↗	-8.7
社会融资规模:当月值	41227	37337.33	↗	31269
社会融资规模存量:同比	9	----	----	9
M2:同比	10.3	10.63	↘	10.6
社融-M2	-1.3	----	----	-1.6
CPI:当月同比	0	0.16	↘	0.1
PPI:全部工业品:当月同比	-2.5	-2.38	↘	-3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

美国经济指标	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	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	震荡
消费者信心	63.00	68.10	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	↘
零售	----	3.44	3.37	2.01	1.72	3.25	-0.28	2.42	5.59	7.76	5.59	震荡
房地产	40.00	44.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	↘
耐用品订单	----	----	0.15	-5.64	4.29	1.96	1.24	3.33	-2.71	-1.27	4.52	震荡
CPI	----	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	震荡下行
核心CPI	----	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	↘
PCE	----	----	3.48	3.40	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	5.48	5.44	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	↘
失业率	----	3.80	3.80	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	3.40	3.50	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	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	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

4.2 股票市场观点

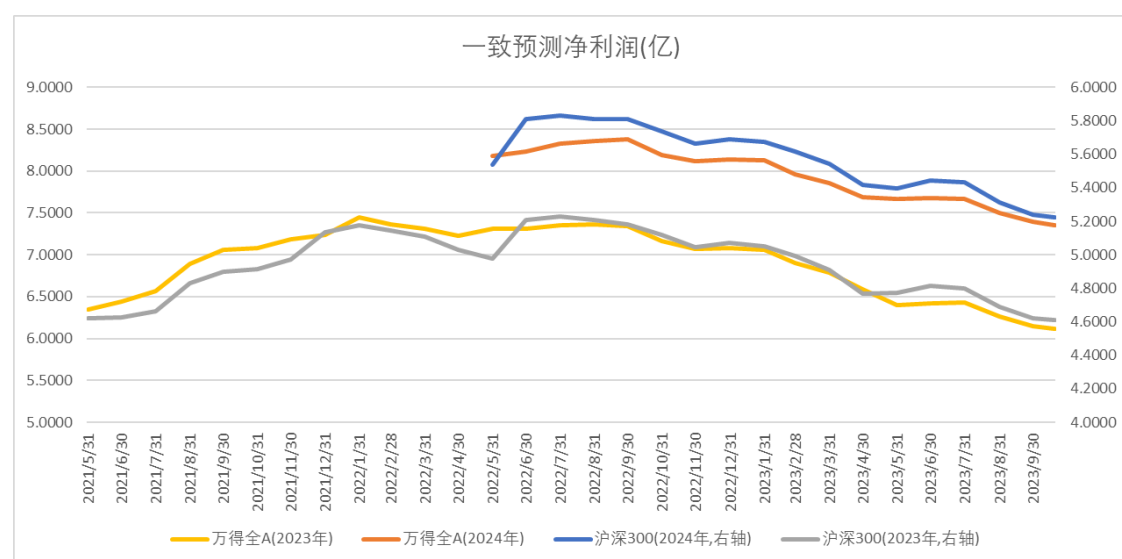
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE11.82 倍，处于 7%分位水平，股权溢价率 3.27%，处于 93%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	9.75	8.39	1.18	7.49	0.38	0.16	0.22	0.83
沪深300	11.11	8.94	1.24	6.24	0.10	0.04	0.00	0.99
中小板指	18.38	13.21	2.56	2.68	0.00	0.00	0.00	1.00
创业板指	27.69	17.42	3.77	0.85	0.00	0.00	0.07	1.00
中证500	22.21	13.88	1.62	1.74	0.34	0.04	0.08	0.78
万得全A	16.60	11.82	1.49	3.27	0.16	0.07	0.05	0.93

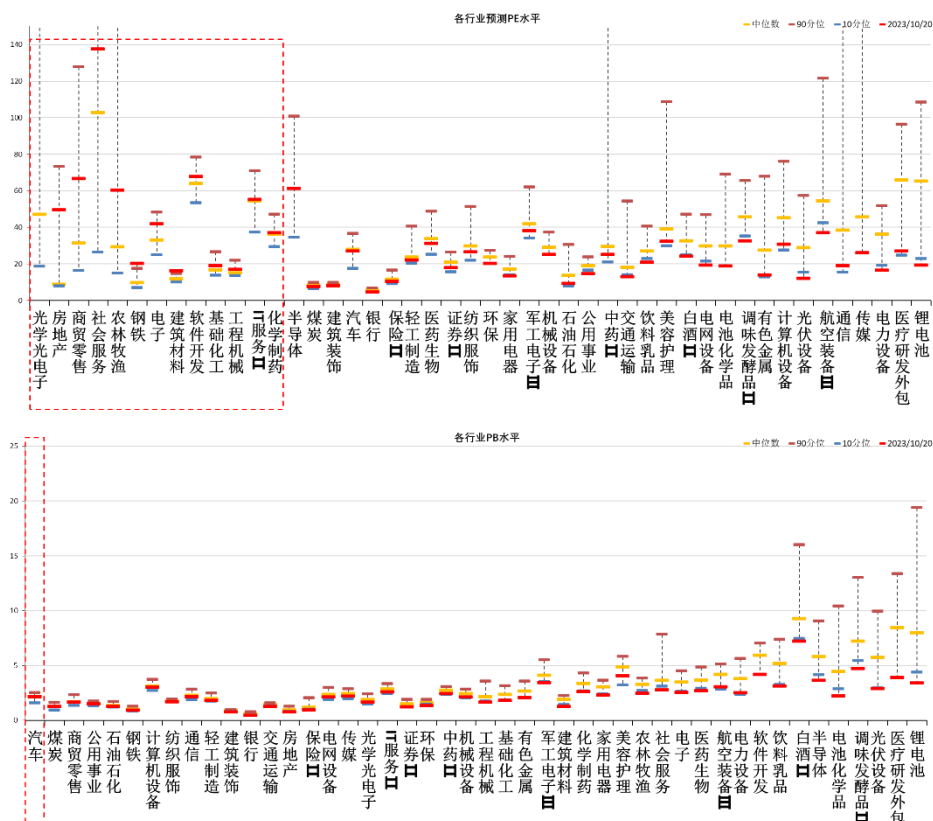
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.44	0.87	6.92	0.03	0.04	0.33
标普500	22.65	3.96	-0.51	0.47	0.60	0.00
纳斯达克指	40.39	4.88	-2.45	0.67	0.53	0.00
德国DAX	12.26	1.55	----	0.08	0.30	----
法国CAC40	12.78	1.69	----	0.07	0.46	----
英国富时100	9.58	1.49	----	0.00	0.10	----
韩国综合指	17.82	0.86	----	0.69	0.28	----
台湾加权指	15.79	1.84	----	0.53	0.40	----
日经225	16.43	1.80	----	0.38	0.68	----
胡志明指数	11.43	1.61	----	0.14	0.02	----
印度SENSEX	22.24	3.47	----	0.17	0.64	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日.

分行业看, 不到半数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 极少数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 商贸零售、房地产估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，特别国债发行预期落空，同时美国芯片制裁升级、巴以冲突持续压制风险偏好，A 股回调，美国零售数据超预期，经济韧性超预期带动 10 年美债收益率继续上行，压制全球风险资产表现，红利风格相对抗跌，长久期资产跌幅较大。

4.2.3 经济数据显示在经济呈底部企稳态势，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。

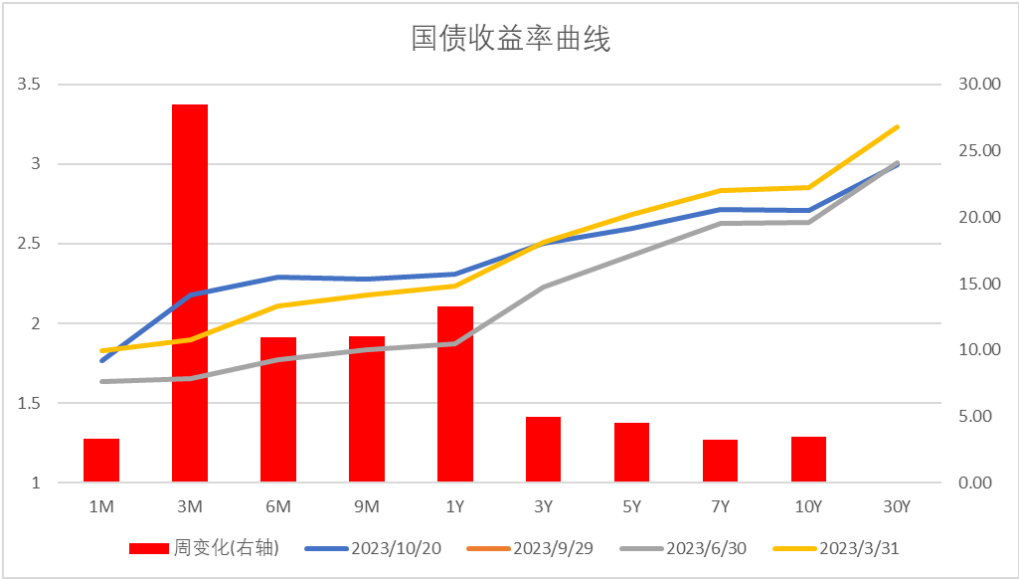
4.2.4 配置方向上关注：

1、市场对经济回升力度仍存分歧，随着美债利率逐步见顶，主题炒作型机会或会阶段性占优。2、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仍有反弹动能，关注消费、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业。



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	101.5650	101.5650	298,843.0000	187,768.0000	1.1735	0.2418
	-0.211239929	-0.2112	232,666.0000	3993		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 10 月 20 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 20 日

- 4.3.1 上周，债市收益率上行，主要影响因素有：MLF 利率维持不变、地方债供给量偏大、税期资金面紧张、经济数据偏强。
- 4.3.2 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。