

美债高位回落，中美利差收敛

一、重要信息点评

1、统计局公布 10 月官方制造业 PMI49.5%，前值 50.2%，预期 50.4%，制造业产需回落，但企业预期小幅改善，大中企业景气度回落幅度大于小企业。从分项指数看，生产项与需求项回落为主要拖累项。10 月生产指数 50.9%，回落 1.8 个百分点。库存方面，10 月原材料库存指数回落 0.3 个百分点至 48.2%，产成品库存指数回升 1.8 个百分点至 48.5%，企业被动补库，但政策预期支撑企业预期继续改善，生产经营活动预期指数回升 0.1 个百分点至 55.6%。分行业看，上游企业生产活动放缓。需求端，10 月新订单指数回落 1 个百分点至 49.5%，再次回到荣枯线以下。新出口订单指数回落 1 个百分点至 46.8%，进口指数回落 0.1 个百分点至 47.5%。出口订单环比延续承压，但符合季节性。分行业看，偏下游消费品的纺织、农副食品回落幅度较大，而通用设备、汽车、通信电子环比走强。价格方面，10 月出厂价格指数回落 5.8 个百分点至 47.7%，主要原材料购进价格指数回落 6.8 个百分点至 52.6%，或与 10 月上旬多数商品价格回落有关；10 月非制造业商务活动指数回落 0.8 个百分点至 50.6%，其中服务业 PMI 回落 0.8 个百分点至 50.1%，修复放缓，弱于季节性。行业层面，国庆带动铁路运输、航空运输、住宿、餐饮维持高景气。服务业业务活动预期指数回落 0.8 个百分点至 58.1%，信心继续边际回落。建筑业 PMI 回落 2.7 个百分点至 53.5%，基建施工延续高位震荡，而地产投资与施工的继续拖累。整体看，此次 PMI 回落一方面与需求不足、政策脉冲消退有关，另一方面与季节性有关，此前季末冲量透支动能，且 9 月工作日多于往年带动 9 月供需表现偏强，10 月环比压力增大。

2、10 月 31 日，中央金融工作会议召开，会议指出当前金融领域有的矛盾和问题还很突出，加快建设金融强国，全面加强金融监管，完善金融体制，支持国有大型金融机构做优做强，体现了党中央对金融工作的集中统一领导。

3、10 月 31 日，日本央行决议继续维持基准利率不变，同时再次调整收益率曲线控制，进一步提高 YCC 的灵活性，将 1% 设为参考上限，允许 10 年期国债收益率在一定程度上超过 1%，取消以 1% 固定利率进行的连续无限量购债操作，将主要以大规模国债购买和灵活市场操作控制利率。此次为去年 12 月以来第三次调

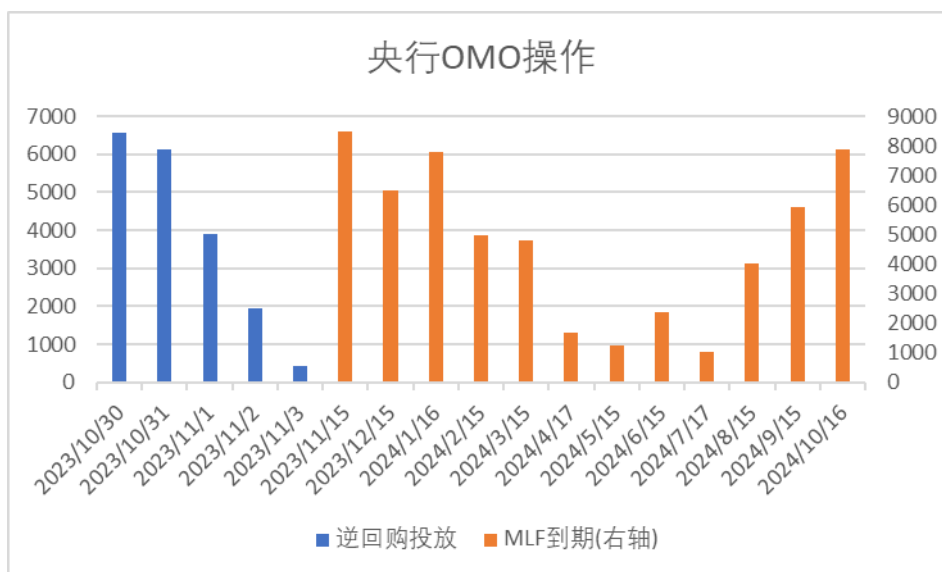
整 YCC，主因日本债市与汇率压力，基本符合市场预期。决议公布后，日本股市上行，全球风险资产价格反弹。

4、11 月 1 日，美国财政部公布季度再融资计划，下期发债规模提高 90 亿美元至 1120 亿美元，低于市场预期的 1140 亿美元，同时放缓 10 年期和 30 年期长债发行速度。计划公布后，供给端压力缓解带动 10 年期美债收益率回落。

5、11 月 2 日，美联储议息会议（FOMC）决定将联邦基金目标利率区间维持在 5.25%-5.5% 不变，连续第二次暂停加息，符合市场预期。政策声明中，对经济和劳动力市场的表述仍偏鹰派，认为经济与就业增长强劲，但将金融条件收紧纳入货币政策决策框架中，此前声明中曾强调“家庭和企业的信贷条件趋紧可能会拖累经济活动”，本次声明则增加了“金融条件趋紧”。新闻发布会上，鲍威尔表示近几个月由于长期债券收益率上升等因素，金融条件已经明显收紧，考虑到金融条件的持续变化可能对货币政策路径产生影响，美联储将密切跟踪金融发展情况，12 月的 FOMC 将基于数据做决定，不排除继续加息，不过随着以来金融条件收紧、四季度面临较多不确定性及加息的滞后效应逐步体现，美联储进一步加息必要性有所下降。此次会议后，市场预期美联储继续加息概率较低，美债利率大幅走低，美股走强。

6、11 月 3 日，美国公布 10 月非农新增就业人数 15 万人，低于预期的 18 万人，前值 29.7 万人；失业率 3.9%，预期 3.8%，前值 3.8%。平均时薪环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。劳动参与率 62.7%，预期 62.8%，前值 62.8%。同时下修 8 月和 9 月非农新增人数共 10.1 万人。此次美国非农新增就业低于预期，一方面与汽车工人罢工有关，另一方面与休闲与服务业新增就业大幅下降有关，服务业就业需求下行。数据发布后，衰退预期升温，美债利率、美元指数短线走低，美股期货、黄金走高。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

上周央行 OMO 投放 18980 亿, 同时到期 28240 亿, 共计净回笼 9260 亿。MLF11 月到期量为 8500 亿。

	2023/10/26	2023/10/19	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/26	环比变化
耗煤量	182.2	173.9	216.2	216.2	169	↗
	2023/11/1	2023/10/25	2023/9/30	2023/9/30	2022/11/1	环比变化
水泥沥青开工率	37	38.4	40	40	41	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

生产数据方面, 上周耗煤量季节性下行逐步见底, 同时水泥沥青开工率有所回落。生产数据上周表现尚可。

	2023/11/2	2023/10/26	2023/9/30	2023/9/30	2022/11/2	环比变化
地铁客运量:30DMA	7615.694516	7542.957742	7328.685161	7328.685161	4921.150323	↗
地铁客运量:30DMA:同比	54.75435654	46.55533522	40.05122838	40.05122838	-19.2800289	↗
执飞航班数:7DMA	1.183271429	1.2277	1.3691	1.3691	0.425714286	↘
航班取消率	17.06650379	13.64997388	9.90730992	9.90730992	64.31949616	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

出行数据方面, 地铁客运量维持高位, 同时执飞航班数据继续回落。

	2023/10/29	2023/10/22	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/29	环比变化
土地成交面积	2483.1286	2191.3057	1239.8516	1239.8516	2382.8145	↗
土地成交溢价率	2.8	4.69	2.42	2.42	1.73	↘
商品房成交面积	43.62472314	39.25278229	46.58237071	46.58237071	44.90130771	↗
一线商品房成交面积	10.56789071	9.603199143	14.688239	14.688239	11.29385243	↗
二线商品房成交面积	26.17469186	22.24692071	23.36504	23.36504	21.36223671	↗
三线商品房成交面积	6.882140571	7.402662429	8.529091714	8.529091714	12.24521857	↘
二手房价格	179.68	179.97	182.06	182.06	189.83	↘
一线二手房价格	225.22	225.57	227.71	227.71	228.01	↘
二线二手房价格	170.01	170.32	172.28	172.28	181.6	↘
三线二手房价格	157.94	158.25	160.39	160.39	169.69	↘
四线二手房价格	126.74	126.82	128.17	128.17	131.97	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

地产数据方面, 二手房价格继续回落, 不过商品房成交面积在二线城市带动下有所上行, 上周地产数据有所回暖。

	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 11 月 3 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。

	2023/10/29	2023/10/22	2023/9/30	2023/9/30	2022/10/29	环比变化
集装箱吞吐量	570	561.8	579.8	579.8	498.7	↗
	2023/11/4	2023/10/28	2023/9/30	2023/9/30	2022/11/4	
CCFI指数	827.84	811.5	851.96	851.96	1790.86	↗
CICFI指数	728.83	736.36	787.54	787.54	1326.73	↘
	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	4.6	9.7	-16.6	-15.2	5.2	↘
韩国出口	5.1	-4.4	-8.1	-16.1	-6	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

进出口数据方面, 上周运价维持低位, 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。

	2023/11/3	2023/10/27	2023/9/30	2023/9/30	2022/11/3	环比变化
农产品价格	115.3	116.73	120.87	120.87	127	↘
猪肉价格	20.81	20.81	22.14	22.14	35.1	----
粮油价格	119.4	119.46	120.31	120.31	116.94	↘
蔬菜价格	4.45	4.69	5.04	5.04	4.49	↘
水果价格	6.65	6.66	6.67	6.67	6.45	↘
PTA价格	5900	5830	6240	6240	5820	↗
涤纶长丝价格	7280	7495	8050	8050	7580	↘
聚酯切片价格	6790	6750	7100	7100	6920	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回落。其中, 蔬菜价格随季节性回落, 水果价格继续筑底, 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震荡。服装方面纤维价格中 PTA 及聚酯切片价格均有所回升。上周商品价格表现一般。

	2023/11/3	2023/10/27	2023/9/30	2023/9/30	2022/11/3	环比变化
煤炭价格	925	974	983	983	1575	↘
石油价格	84.89	90.48	95.31	95.31	94.67	↘
铜杆价格	68840	67730	68310	68310	65420	↗
铝价	19160	18860	19910	19910	18300	↗
钢材价格	108.37	107.5	108.4	108.4	109.5	↗
沥青价格	3760	3780	3885	3885	4295	↘
水泥价格	110.54	109.58	106.59	106.59	154.12	↗
MDI价格	15400	15400	15900	15900	14000	----
浮法玻璃价格	2123.9	2150.6	2115.5	2115.5	1733.6	↘
工业品指数	4045.12	4010.87	4078.2	4078.2	3595.91	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中铜价、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	-4.45	-1.30	-0.79
COMEX黄金	0.07	-0.28	9.51
LME铝	1.39	-0.44	-5.11
LME铜	0.96	0.34	-2.43
CBOT玉米	-0.57	-0.05	-29.55
CBOT大豆	2.61	3.58	-11.15
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-152.49	-166.86	156.46
美元兑人民币	-131.00	-122.00	4075.00
美元兑日元	-26.50	-230.90	1825.85

	2023/11/3	2023/10/29	2023/10/31	2023/1/1
ICE布油	85.23	89.17	85.62	85.99
COMEX黄金	1999.9	2016.3	1992.7	1830.1
	2023/11/3	2023/10/29	2023/10/31	2023/1/1
美元指数	105.0541	106.579	106.7227	103.4895
美元兑人民币	7.3046	7.3177	7.3168	6.8971
美元兑日元	149.383	149.648	151.692	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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, 其中石油跌幅最大, 大豆涨幅最大。ICE 布油收于 85.23 美元, 跌 4.45%, COMEX 黄金收于 1999.9 美元, 涨 0.07%。

上周美元指数下行 152.49BP, 美国 10 月 PMI 及就业数据明显走弱带动美元下行。在此背景下人民币上周升值 131 个基点, 日元升值 26.5 个基点。

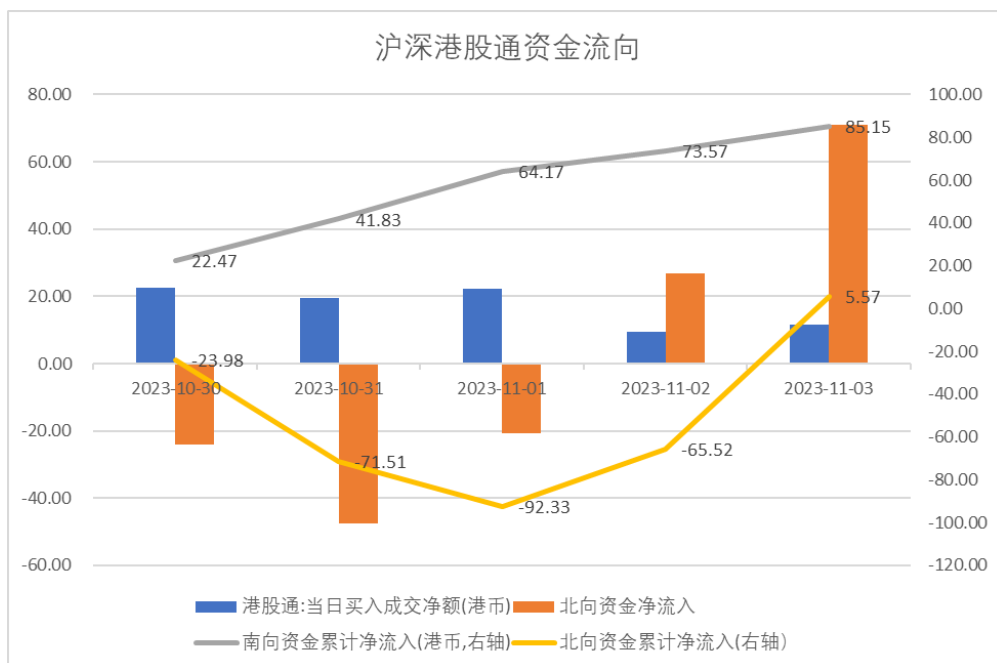
三、 市场表现回顾

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	6	4	0	6	2	7	0	0	2	21
	发行规模(亿元)	171.31	62.30	0.00	19.51	6.73	32.20	0.00	0.00	13.54	236.56
上上周	数量	11	9	0	9	2	3	0	0	0	23
	发行规模(亿元)	249.83	221.16	0.00	7.57	0.21	17.33	0.00	0.00	0.00	274.72
本月以来	数量	5	3	0	1	0	4	0	0	1	11
	发行规模(亿元)	158.72	49.71	0.00	2.73	0.00	16.79	0.00	0.00	0.64	178.88
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	3	1	2	3	2	0	0	2	9	0	22
上上周	4	3	9	4	2	1	0	0	21	1	45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 22 支, 其中普通混合型基金 3 支, 债券类基金 (11 支) 多于股票类基金 (8 支), FOF 基金申报 0 支。发行一边, 上周基金共计发行 236.56 亿, 其中股票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 11 月 3 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 5.57 亿, 较此前有所增加; 同时南向资金净流入 85.15 亿, 较此前有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
中小板指	0.03	-0.59	-14.75
中证500	0.33	-0.32	-6.04
沪深300	0.61	0.33	-7.43
万得全A	0.81	0.20	-3.35
上证50	0.91	1.06	-7.53
偏股混合型基金指数	1.02	0.23	-11.69
科创50	1.57	0.11	-8.81
创业板指	1.98	0.00	-16.13

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

A 股表现来看, 上周主要板块大体呈上行, 其中中小板指涨 0.03%, 涨幅最小; 创业板指涨 1.98%, 涨幅最大。美元下行叠加中美关系缓和背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数涨 1.02%.

	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	-1.58	-0.42	-5.21
低市净率指数	-1.25	-0.27	0.98
大盘指数	0.59	0.34	-8.69
小盘指数	0.77	0.10	-2.62
茅指数	1.09	0.25	-9.28
高市盈率指数	1.53	-0.13	-9.34
绩优股指数	2.59	1.78	-17.30
高市净率指数	3.03	1.46	-17.87

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

A 股各风格指数中, 低 PE 指数跌 1.58%, 表现最差; 高 PB 指数涨 3.03%, 表现最好。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
建筑材料	-2.12	房地产	-1.83	商贸零售	-28.24
房地产	-1.84	钢铁	-1.52	美容护理	-27.29
钢铁	-1.26	建筑材料	-1.45	电力设备	-23.50
家用电器	-1.20	有色金属	-1.36	社会服务	-21.99
纺织服饰	-1.17	综合	-1.11	房地产	-21.66
医药生物	1.67	电子	0.67	计算机	8.45
农林牧渔	1.94	机械设备	1.28	电子	8.50
食品饮料	4.27	汽车	1.85	汽车	8.84
电子	4.32	传媒	2.90	传媒	16.59
传媒	5.13	食品饮料	3.10	通信	22.36

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 15 个上涨, 16 个下跌。其中, 市场风险偏好抬升背景下 TMT 行业中传媒及电子行业分别涨 5.13%及 4.32%, 涨幅最高。同时, 消费行业中食品饮料及农林牧渔行业分别涨 4.27%及 1.94%, 涨幅居前。另一方面, 地产产业链则表现不佳, 其中建筑材料、房地产、钢铁及家用电器行业分别跌 2.12%至 1.20%不等, 跌幅最大。

	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	1.53	3.22	-10.70
恒生科技指数	3.45	4.74	-4.64

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

港股方面，恒生指数涨 1.53%，恒生科技指数涨 3.45%。美元指数回落背景下港股出现了一定程度的回升。

	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	5.07	3.05	2.76
标普500	5.85	3.92	13.51
标普中盘400	6.51	4.73	1.97
纳斯达克指数	6.61	4.88	28.78
标普小盘600	7.45	5.93	-0.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

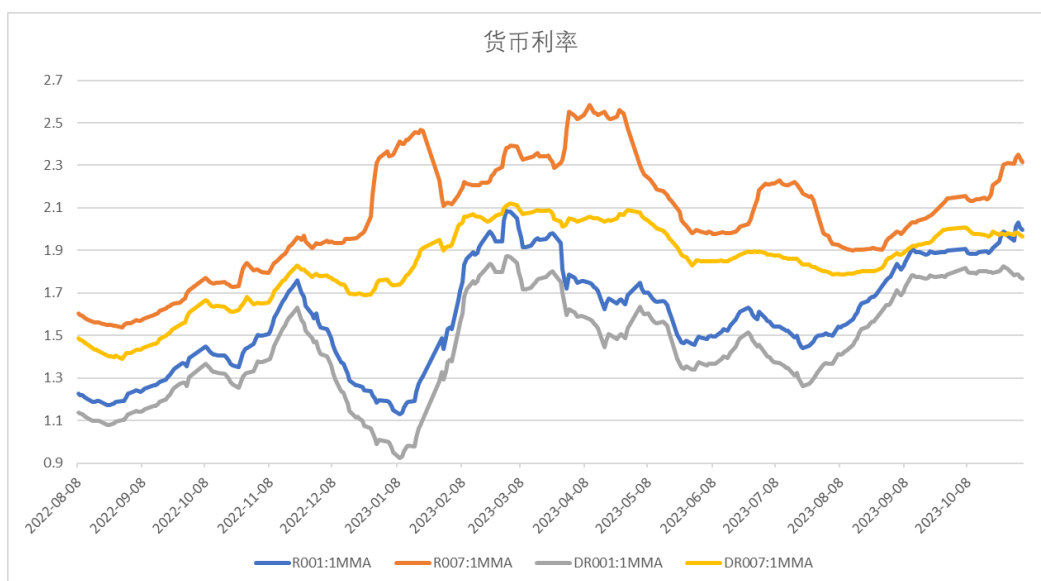
美股方面上周有所上行，其中道琼斯工业指数涨 5.07%，表现最差；标普小盘指数涨 7.45%，表现最好。超预期走弱的经济及就业数据使得加息预期大幅回落并带动利率下行，在此背景下美股有所上行。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	0.91	0.77	5.79
胡志明指数	1.52	4.73	6.92
英国富时100	1.73	1.31	-0.46
台湾加权指数	2.31	3.16	16.76
韩国综合指数	2.85	3.97	5.90
日经225	3.09	3.54	22.44
德国DAX	3.42	2.56	9.09
法国CAC40	3.71	2.35	8.36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

其他海外市场方面，印度市场涨 0.91%，表现最差；法国市场涨 3.71%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



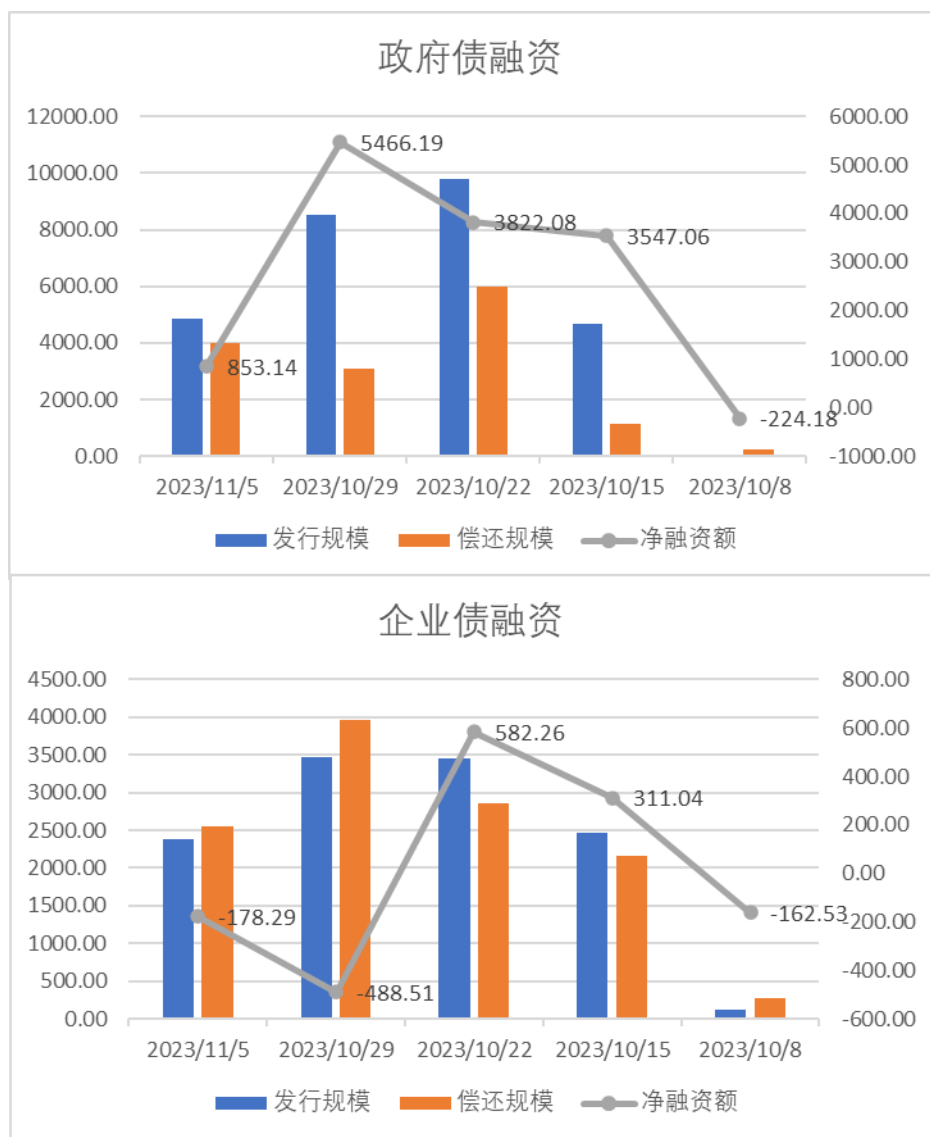
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

上周货币市场利率有所震荡，DR007 一月均值降至 1.92。资金面月末大幅波动后恢复平静。

	2023/9/28	2023/10/27	2023/11/3
6M	1.6	1.13	1.04
3M	2.2	0.4	0.5
	2022/9/30	2022/10/27	2022/11/3
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/9/30	2021/10/27	2021/11/3
6M	2.3399	2.223	2.2047
3M	2.3665	2.0912	2.0958
	2020/9/30	2020/10/27	2020/11/3
6M	3.0467	2.9182	2.9195
3M	3.0472	2.9131	2.927

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.04、0.50，维持低位震荡，23 年 10 月社融中贷款部分可能有所走弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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 853.14 亿, 较此前有所下降; 企业债净融资额-78.29 亿, 较此前有所回升。

从高频数据看, 社融中贷款低位, 债券部分中政府债相对较好, 同时企业债表现一般, 10 月社融可能结构偏差。

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	2.22	2.42	2.52	2.66	国债	20.23	9.52	14.36	国债	-	-	-
国开债	2.39	2.49	2.59	2.72	国开债	9.43	9.92	12.84	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.68	2.88	3.12	-	AAA信用债	19.89	24.03	-	AAA信用债	29.11	39.57	53.68
AA+信用债	2.79	3.09	3.44	-	AA+信用债	29.61	35.66	-	AA+信用债	39.69	59.87	85.61
AA信用债	2.85	3.34	3.77	-	AA信用债	48.34	43.07	-	AA信用债	45.9	84.81	117.96
AA-信用债	5.27	5.76	6.19	-	AA-信用债	48.34	43.07	-	AA-信用债	287.9	326.81	359.96

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	-6	-3	-3	-5	国债	0	-1	-3	-5	国债	12	2	-13	-17
国开债	0	-2	-2	-3	国开债	2	-1	-1	-3	国开债	16	-5	-24	-28
AAA信用债	-2	-5	-2	-	AAA信用债	-2	-5	-1	-	AAA信用债	-7	-31	-38	-
AA+信用债	-3	-7	-3	-	AA+信用债	-3	-6	-4	-	AA+信用债	-23	-49	-48	-
AA信用债	-3	-7	-3	-	AA信用债	-3	-6	-4	-	AA信用债	-46	-53	-45	-
AA-信用债	-3	-7	-3	-	AA-信用债	-3	-6	-4	-	AA-信用债	-43	-50	-42	-

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	0.42	0.31	0.20	0.10	国债	0.10	0.04	0.18	国债	-	-	-
国开债	0.44	0.18	0.13	0.02	国开债	0.00	0.01	0.15	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.35	0.19	0.16	-	AAA信用债	0.02	0.22	-	AAA信用债	0.14	0.54	0.75
AA+信用债	0.32	0.24	0.21	-	AA+信用债	0.10	0.42	-	AA+信用债	0.10	0.59	0.81
AA信用债	0.28	0.16	0.13	-	AA信用债	0.22	0.32	-	AA信用债	0.04	0.29	0.38
AA-信用债	0.32	0.22	0.20	-	AA-信用债	0.18	0.32	-	AA-信用债	0.26	0.59	0.71

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年11月3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，信用债利率有所下行，其中 AAA 以下的 3Y 券种均下行 7BP，下行幅度最大。利率债短端下行小于长端，1Y 国债下行 6BP，幅度最大。低于预期的 10 月 PMI 数据使得利率有所下行。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	3	-1	-2	国债	-1	-2	-2	国债	-10	-15	-5
国开债	-2	0	-1	国开债	-3	0	-2	国开债	-22	-19	-3
AAA信用债	-3	3	-	AAA信用债	-3	4	-	AAA信用债	-24	-6	-
AA+信用债	-4	4	-	AA+信用债	-3	1	-	AA+信用债	-26	1	-
AA信用债	-3	4	-	AA信用债	-3	1	-	AA信用债	-8	8	-
AA-信用债	-3	4	-	AA-信用债	-3	2	-	AA-信用债	-8	8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差有所震荡，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	-2	-3	0	AAA信用债	-4	-4	0	AAA信用债	-23	-26	-13
AA+信用债	-3	-5	0	AA+信用债	-5	-5	-3	AA+信用债	-39	-44	-24
AA信用债	-3	-5	0	AA信用债	-5	-5	-3	AA信用债	-62	-48	-21
AA-信用债	-3	-5	0	AA-信用债	-5	-5	-3	AA-信用债	-59	-45	-18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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，上周信用债下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	2.27	2.61	2.68	--	--
国有银行	2.18	2.49	2.50	2.54	2.57
股份银行	2.10	2.51	2.56	2.51	2.58
城商行	2.23	2.63	2.68	2.76	2.78
农商行	2.33	2.58	2.65	2.65	2.68
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-14	2	3	--	--
国有银行	-1	-1	-2	-1	0
股份银行	-30	-3	0	-7	-1
城商行	-18	3	-1	6	1
农商行	-17	1	-3	-6	-6
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	311.9	1755.9	865.2	60.5	2356.6
国有银行	60	862	7	0	870
股份银行	31	493	60	2	1181
城商行	203	301	619	43	231
农商行	19	100	179	16	75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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 1Y 股份银行下行 1BP，3M 国有银行下行 1BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.60	2.81	2.93	AAA+	20.90	32.36	34.61	AAA+	0.072	0.573	0.501
AAA	2.68	2.88	3.12	AAA	28.22	39.39	52.85	AAA	0.117	0.473	0.728
AAA-	2.72	2.98	3.26	AAA-	33.00	49.21	67.16	AAA-	0.079	0.474	0.763
AA+	2.77	3.09	3.44	AA+	37.50	60.21	85.16	AA+	0.059	0.521	0.792
AA	2.83	3.34	3.77	AA	44.00	85.21	118.16	AA	0.042	0.272	0.347
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.72	2.92	3.15	AAA	32.89	43.04	56.33	AAA	0.144	0.469	0.631
AA+	2.79	3.09	3.35	AA+	39.48	59.93	76.29	AA+	0.106	0.534	0.596
AA	2.87	3.31	3.64	AA	47.48	82.43	105.79	AA	0.079	0.535	0.481
AA(2)	3.00	3.59	4.07	AA(2)	60.48	110.43	148.79	AA(2)	0.084	0.421	0.368

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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，上周利差有所收窄。从利差分位数角度 1Y 降至 10 分位左右，3Y 及 5Y 则大体位于 30-50 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	2.75	2.90	3.08	3.25	3.37	利率变化(BP)	-6.41	-8.96	-9.63	-9.75	-7.90	利率分位数	0.31	0.30	0.27	0.21	0.23
当前利差	14.36	19.50	29.29	45.58	47.81	利差变化(BP)	-2.05	-4.89	-6.22	-5.04	-5.57	利差分位数	0.47	0.57	0.57	0.75	0.77

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 11 月 3 日。

上周二级资本债收益率大体呈下行。其中 4Y 下行 9.75BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.6 左右，同时利率分位数维持 0.25 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-	2.82	3.19	3.43	3.65	AAA-	21.66	39.68	53.48	59.90	AAA-	-8.02	-9.71	-9.26	4.19
AA+	2.86	3.24	3.54	3.76	AA+	18.95	36.91	56.56	62.57	AA+	-7.01	-9.71	-8.26	5.19
AA	3.04	3.63	4.17	4.39	AA	30.95	67.91	106.56	112.57	AA	-6.01	-5.71	-6.26	7.19
AA-	4.22	5.08	5.70	5.92	AA-	125.95	183.91	230.56	236.57	AA-	-6.01	-5.71	-6.26	7.19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

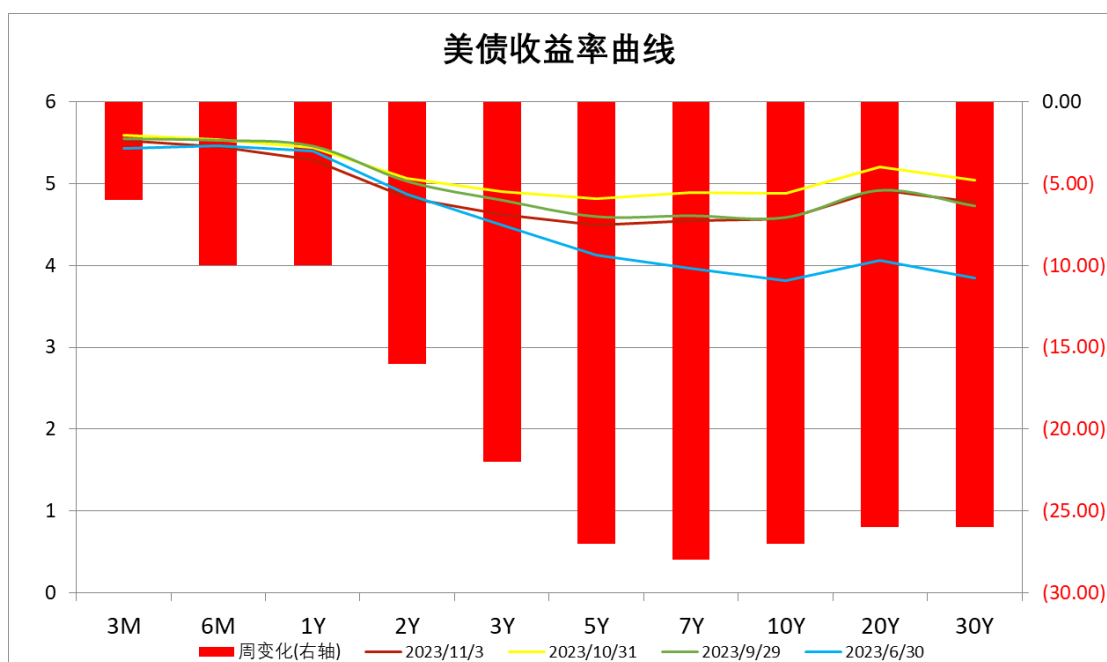
永续债方面利率走势大体下行，其中 10YAA 及 AA-上行幅度最大，达 7.19BP；3YA AA-及 AA+下行幅度最大，达 9.71BP。

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	2.55	2.88	3.07	3.27	AAA级RMBS	16.01	39.65	48.28	54.96	AAA级RMBS	0.087	0.619	0.576	0.415
AAA级消金	2.82	2.99	3.24	3.54	AAA级消金	42.26	50.19	64.99	82.92	AAA级消金	0.253	0.423	0.51	0.586
AAA级企业ABS	2.89	3.17	3.46	3.68	AAA级企业ABS	49.43	68.29	87.60	96.76	AAA级企业ABS	0.016	0.243	0.686	0.389
AAA级ABN	2.86	3.05	3.36	3.65	AAA级ABN	46.84	56.00	76.94	93.79	AAA级ABN	0.174	0.283	0.53	0.574

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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，1Y 信用利差位于 10 分位左右，而 5Y 及 10Y 券种则位于 50 分位左右。

综合我国各个债券分项来看，目前大部分信用债的利率及利差分位数均再次进入较低区间，但是由于经济复苏仍然面临较大阻力，债市整体风险不大。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.

美债方面，利率整体下行。其中，7Y 下行 28BP，下行幅度最大。最新出炉的 10 月 PMI 及非农就业数据大幅低于市场预期，使得加息预期快速降温并带动美债利率下行。同时，长端下行幅度更大使得 2Y 与 10Y 美债倒挂幅度再次增加，目前利差为 26BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 16 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

10 月官方制造业 PMI49.5%，前值 50.2%，预期 50.4%，制造业产需回落，但企业预期小幅改善。分规模看，大企业 PMI 回落 0.9 个百分点至 50.7%，中企业 PMI 回落 0.9 个百分点至 48.7%，小型企业 PMI 回落 0.1 个百分点至 47.9%，大中企业景气度回落幅度大于小企业。从分项指数看，生产项与需求项回落为主要拖累项。10 月生产指数 50.9%，回落 1.8 个百分点，生产环比回落。库存方面，10 月原材料库存指数回落 0.3 个百分点至 48.2%，产成品库存指数回升 1.8 个百分点至 48.5%，新订单-产成品库存指数回落 2.8 个百分点。10 月企业呈被动补库特征，但政策预期支撑企业预期继续改善，生产经营活动预期指数回升 0.1 个百分点至 55.6%。分行业看，上游行业为主要拖累，农副食品、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业继续保持高增长，而石油煤炭及其他燃料加工、化学

纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业低于临界点，上游企业生产活动放缓，与价格表现一致。需求端，10月新订单指数回落1个百分点至49.5%，再次回到荣枯线以下。新出口订单指数回落1个百分点至46.8%，进口指数回落0.1个百分点至47.5%。出口订单环比延续承压，但符合季节性。分行业看，偏下游消费品的纺织、农副食品回落幅度较大，而通用设备、汽车、通信电子环比走强。往后看，美国节前补库、低基数等因素对出口存在短期支撑，出口同比增速将有所修复，环比延续偏弱。价格方面，10月出厂价格指数回落5.8个百分点至47.7%，主要原材料购进价格指数回落6.8个百分点至52.6%，或与10月上旬多数商品价格回落有关，10月下旬原油带动黑色价格反弹。预计10月PPI与CPI增速回落，但高基数效应消退与财政扩张对同比读数有支撑，向上弹性取决于后续新房销售与城中村改造落地效果；10月非制造业商务活动指数回落0.8个百分点至50.6%，其中服务业PMI回落0.8个百分点至50.1%，修复放缓，弱于季节性。行业层面，国庆带动铁路运输、航空运输、住宿、餐饮维持高景气。服务业业务活动预期指数回落0.8个百分点至58.1%，信心继续边际回落。建筑业PMI回落2.7个百分点至53.5%，基建施工延续高位震荡，而地产投资与施工的继续拖累。

此次PMI回落一方面与需求不足、政策脉冲消退有关，另一方面与季节性有关，此前季末冲量透支动能，且9月工作日多于往年带动9月供需表现偏强，10月环比压力增大。整体看，经济整体仍处于小周期企稳状态，结构上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(2023/10/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49.5	50.1	↘	50.2
工业增加值:当月同比	----	4.37	----	4.5
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	4.9
固定资产投资:累计同比	----	3.41	----	3.1
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	6.2
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-9.1
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	8.64
社会消费品零售总额:当月同比	----	7.33	----	5.5
出口金额:当月同比	----	-3.81	----	-6.2
社会融资规模:当月值	----	18247.14	----	41227
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9
M2:同比	----	10.43	----	10.3
社融-M2	----	----	----	-1.3
CPI:当月同比	----	-0.05	----	----
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.61	----	-2.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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)	----	4.90	----	----	2.10	----	----	2.20	----	----	2.60	震荡
PMI	46.70	49.00	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	震荡下行
消费者信心	63.80	67.90	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	----	4.65	-0.09	-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	----	3.44	3.45	3.40	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	5.48	5.44	震荡下行
核心PCE	----	3.68	3.84	4.29	4.28	4.69	4.76	4.78	4.84	4.90	4.87	↘
非农就业	99.00	246.00	114.00	145.00	86.00	255.00	179.00	157.00	193.00	353.00	232.00	拐头向下
失业率	3.90	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	----	5.70	5.70	5.40	5.50	5.80	6.20	5.90	6.00	6.40	6.80	震荡
时薪增速	0.21	0.33	0.27	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 11 月 3 日.

4.2 股票市场观点

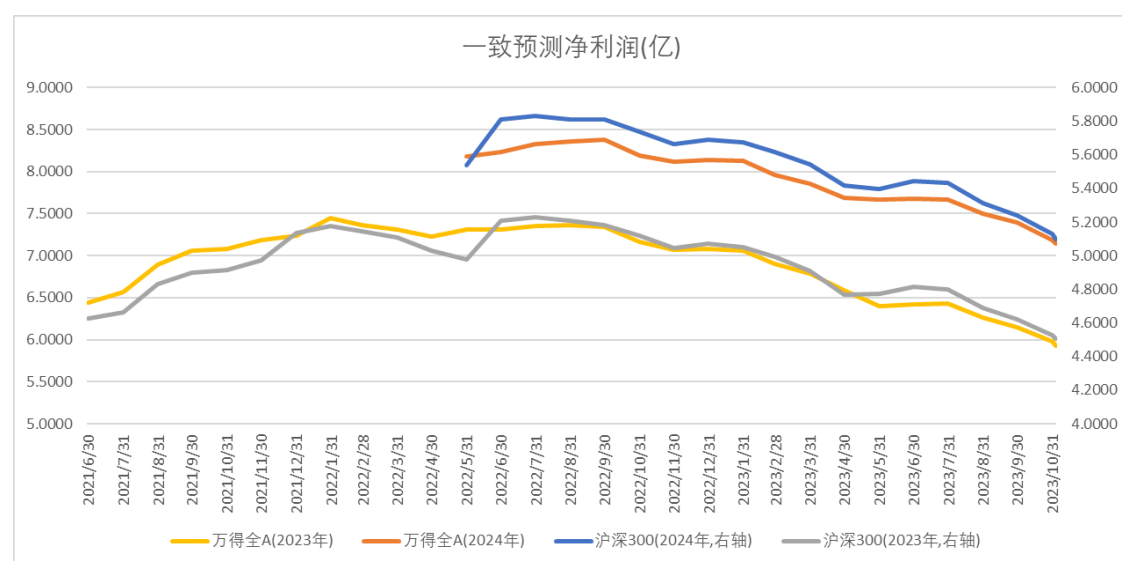
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.39 倍，处于 13%分位水平，股权溢价率 3.21%，处于 91%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	9.91	8.61	1.16	7.38	0.48	0.24	0.17	0.77
沪深300	11.18	9.22	1.23	6.23	0.10	0.10	0.00	0.97
中小板指	20.05	14.11	2.54	2.27	0.06	0.03	0.00	0.96
创业板指	28.91	19.19	3.81	0.74	0.04	0.03	0.06	0.99
中证500	22.22	14.60	1.62	1.78	0.33	0.13	0.07	0.79
万得全A	16.88	12.39	1.49	3.21	0.25	0.13	0.05	0.91

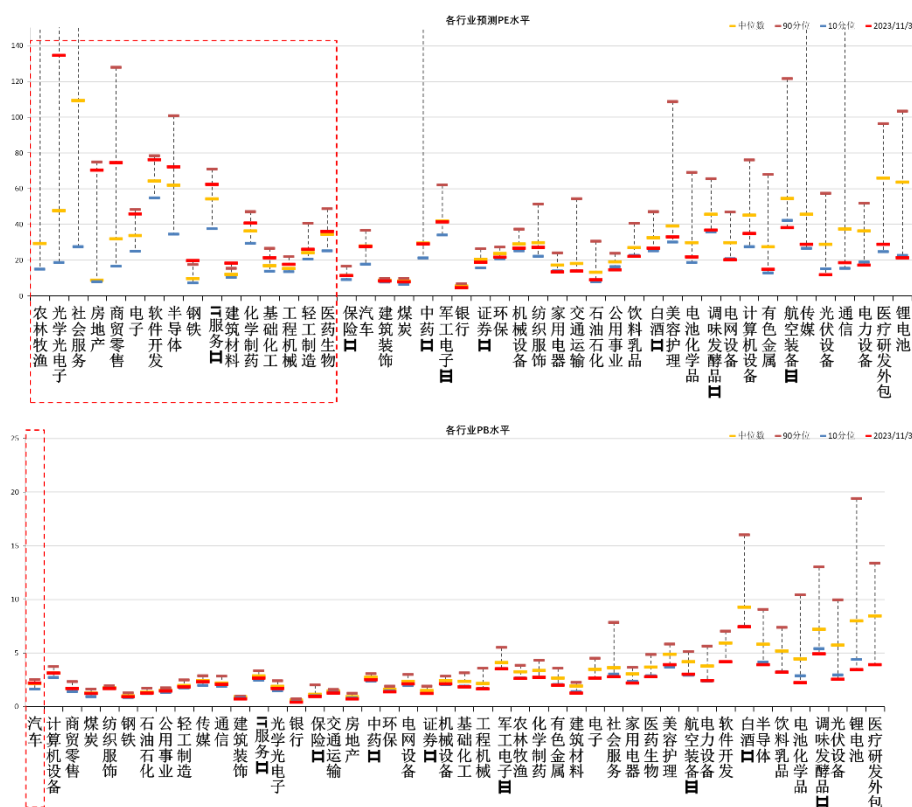
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.47	0.88	7.24	0.03	0.05	0.45
标普500	23.03	4.03	-0.23	0.49	0.63	0.02
纳斯达克指	39.65	5.01	-2.05	0.63	0.55	0.02
德国DAX	11.83	1.55	----	0.04	0.30	----
法国CAC40	12.88	1.69	----	0.09	0.45	----
英国富时100	9.91	1.55	----	0.02	0.17	----
韩国综合指	17.76	0.86	----	0.68	0.28	----
台湾加权指	15.97	1.84	----	0.55	0.39	----
日经225	17.06	1.71	----	0.45	0.45	----
胡志明指数	11.68	1.61	----	0.15	0.02	----
印度SENSEX	20.97	3.47	----	0.05	0.63	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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, 农林牧渔、社会服务估值相对较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 日. 分位数为过去 5 年。

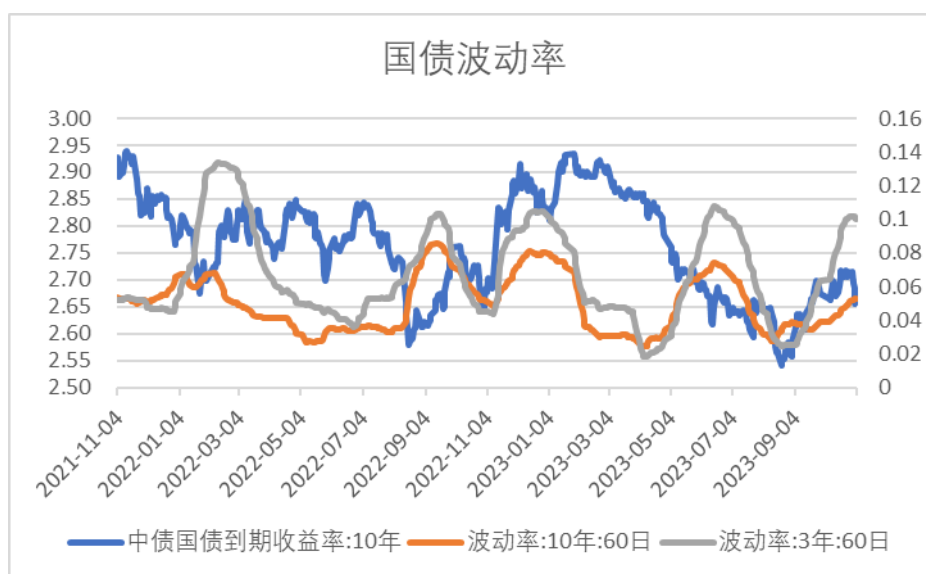
4.2.2 上周，美联储暂停加息叠加美长债发行节奏暂缓带动美债利率回落，同时非农就业低于预期支撑海外流动性预期进一步改善，中美利差收敛，A 股整体反弹，红利风格表现偏弱，科技与医药、消费等长久期大盘成长风格相对占优。

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，近期财政端发行一万亿国债，提升财政赤字率，呈扩张趋势，同时政策端在房地产、地方债和活跃资本市场等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。近期美国经济初现衰退迹象，同时金融条件明显收紧，海外流动性预期边际好转，此前压制市场估值的因素有所缓解，市场正在迎来较好做多窗口。

4.2.4 配置方向上关注：

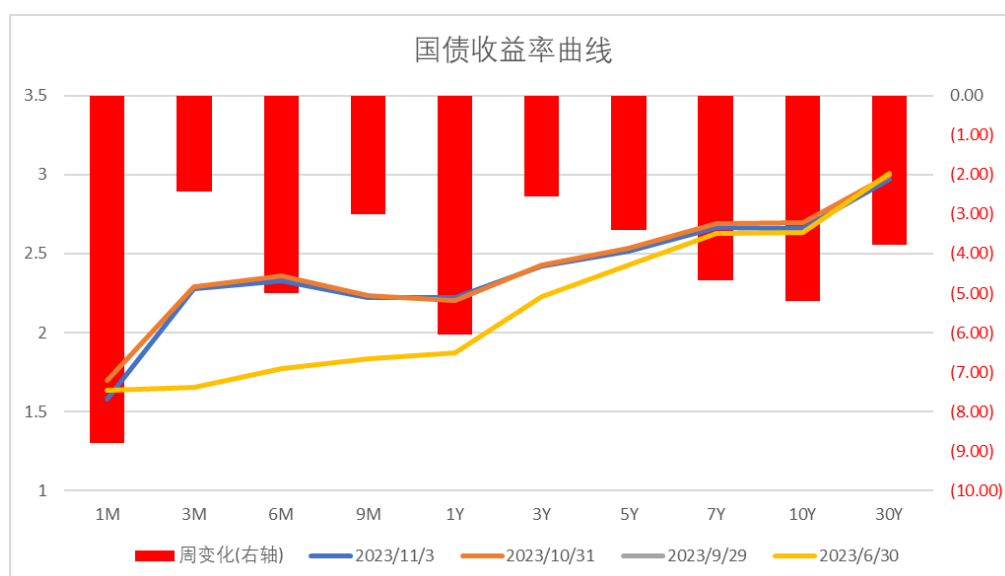
1、国内政策整体转向宽松积极，通胀与出口数据显示经济环比压力最大的时间段或已过去，此前受损严重的成长风格有反弹动能，关注消费、医药、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业。

2、随着美债利率逐步见顶，科技风格未来值得关注。



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	101.6700	101.6850	554,901.0000	171,806.0000	1.6940	0.1175
	0.11816839	0.1329	96,118.0000	-17795		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 3 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 11 月 3 日

4.3.1 上周，债市收益率回落，主要影响因素有：上半周资金面紧张、PMI 低于预期、中央金融工作会议提出保持货币政策稳健性、美联储暂停加息缓解汇率压力、市场存降准预期。

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。