

流动性外紧内松，关注海外风险释放

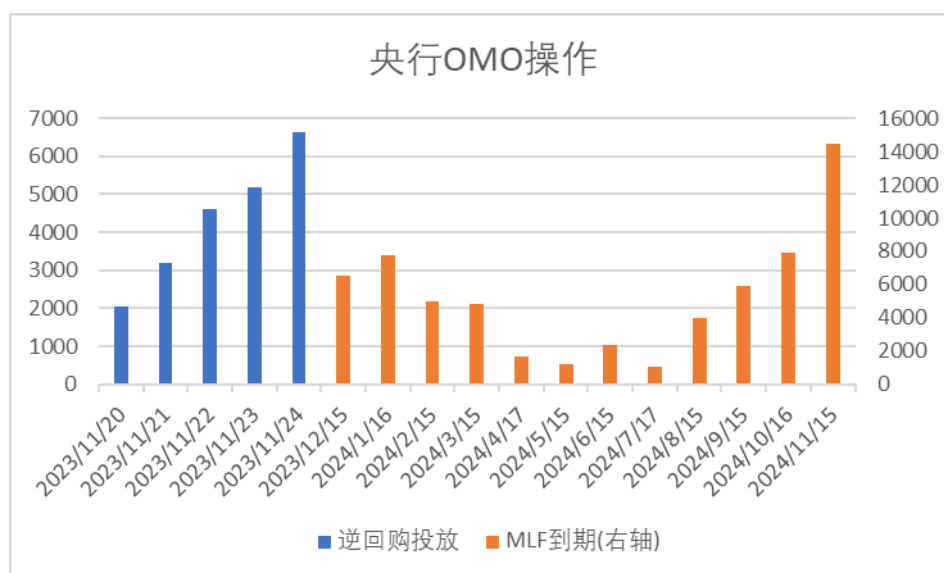
一、重要信息点评

1、11月17日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，强调各金融机构要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，提出了“三个不低于”。此后深圳二套住房最低首付比例统一下调为40%，同时扩大享受优惠政策的普通住房认定范围，地产托底力度再度加码。

2、11月21日，美联储公布11月货币政策会议纪要显示，所有决策者一致认为适合一段时间保持限制性货币政策，直到通胀显然朝目标大幅下降为止，如果收到的信息暗示实现通胀目标的进展不够，未来可能进一步收紧货币。联储表态偏鹰，但基本维持此前数据依赖的基调，继续激进加息概率较低。

3、11月22日，美国公布10月耐用品订单初值环比-5.4%，低于预期的-3.1%，前值4%，核心订单环比-0.1%，低于预期的0.1%，大幅回落主因运输设备领域回落；11月Markit制造业PMI初值49.4，低于预期的49.8，前值50，分项看，计算机和电子产品、金属制品新订单表现较好，运输设备、电气设备、家用电器和零部件订单回落，对加息较敏感的美国制造业仍延续承压，美国经济出现回落迹象

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

上周央行OMO投放21670亿，同时到期17610亿，共计净投放4060亿。MLF11月到期8500亿后等价续作14500亿，净投放6000亿。

	2023/11/16	2023/11/9	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/16	环比变化
耗煤量	187	188.4	176.6	216.2	176.7	↘
	2023/11/22	2023/11/15	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/22	环比变化
水泥沥青开工率	37.9	36.4	38.4	40	43	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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升。生产数据上周表现尚可。

	2023/11/24	2023/11/17	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/24	环比变化
地铁客运量:30DMA	7618.437419	7736.671935	7554.116129	7328.685161	4577.283652	↘
地铁客运量:30DMA:同比	66.44014222	60.50535286	54.72275945	40.05122838	-23.7258571	↗
执飞航班数:7DMA	1.186642857	1.177785714	1.2047	1.3691	0.419771429	↗
航班取消率	13.80169149	14.70265684	15.67858893	9.90730992	62.11107243	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

出行数据方面, 地铁客运量维持高位, 同时执飞航班数据有所回升。

	2023/11/19	2023/11/12	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/19	环比变化
土地成交面积	1492.7784	1248.5625	2746.3673	1239.8516	1835.706	↗
土地成交溢价率	2.32	2.53	2.44	2.42	1.72	↘
商品房成交面积	31.57302914	26.19118229	47.42750071	46.58237071	37.570357	↗
一线商品房成交面积	7.589224286	6.690620429	10.09878543	14.688239	9.551326286	↗
二线商品房成交面积	16.65228457	14.63437486	29.84735986	23.36504	19.11275814	↗
三线商品房成交面积	7.331520286	4.866187	7.481355429	8.529091714	8.906272571	↗
二手房价格	178.07	178.29	179.68	182.06	189.25	↘
一线二手房价格	223.48	223.76	225.22	227.71	228.72	↘
二线二手房价格	168.41	168.56	170.01	172.28	180.66	↘
三线二手房价格	156.31	156.63	157.94	160.39	169.01	↘
四线二手房价格	125.89	126.06	126.74	128.17	131.75	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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有所回升, 上周地产数据表现一般。

	2023/10/31	2022/10/31	2021/10/31	2020/10/31	2019/10/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2425313	2262371	1864789	1819291	1696614	7.20%
厂家零售: 当月累计值	2026235	1904833	1700746	1775503	1656579	6.37%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

汽车销量方面, 10 月汽车批发及零售销量同比增速分别为 7.20%及 6.37%, 汽车消费表现较好。

	2023/11/19	2023/11/12	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/19	环比变化
集装箱吞吐量	544.5	548.6	570	579.8	549.4	↘
	2023/11/25	2023/11/18	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/25	
CCFI指数	876.74	872.11	811.5	851.96	1563.46	↗
CICFI指数	718.48	712.35	736.36	787.54	1293.34	↗
	2023/11/30	2023/10/31	2023/9/30	2023/8/31	2023/7/31	
韩国前十日出口	3.2	-2.1	-7.8	-15.3	-14.7	↗
韩国前二十日出口	2.2	4.6	9.7	-16.6	-15.2	↘
韩国出口	#N/A	5.1	-4.4	-8.1	-16.2	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

进出口数据方面, 上周运价出行了一定的企稳继续, 同时韩国出口表现较好。

上周进出口数据有一点亮点。

	2023/11/24	2023/11/17	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/24	环比变化
农产品价格	118.5	116.82	115.78	120.87	124.06	↗
猪肉价格	19.89	20.26	20.7	22.14	33.45	↘
粮油价格	119.47	119.27	119.58	120.31	116.78	↗
蔬菜价格	4.7	4.6	4.58	5.04	4.18	↗
水果价格	6.91	6.85	6.6	6.67	6.83	↗
PTA价格	5795	5970	5830	6240	5700	↘
涤纶长丝价格	7450	7350	7495	8050	6950	↗
聚酯切片价格	6710	6750	6750	7100	6575	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回升。其中, 蔬菜及水果价格开始反弹, 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。服装方面纤维价格大体下行。上周商品价格表现一般。

	2023/11/24	2023/11/17	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/24	环比变化
煤炭价格	937	936	967	983	1265.5	↗
石油价格	80.58	80.61	87.41	95.31	85.34	↘
铜杆价格	69470	69220	68540	68310	66310	↗
铝价	18870	18750	19040	19910	19120	↗
钢材价格	111.58	111.58	107.5	108.4	108.72	----
沥青价格	3425	3570	3790	3885	3780	↘
水泥价格	110.21	110.94	109.66	106.59	153.86	↘
MDI价格	15600	15900	15400	15900	13700	↘
浮法玻璃价格	2011.5	2072.5	2123.9	2115.5	1653.3	↘
工业品指数	4015.9	4002.54	4000.42	4078.2	3681.49	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所上行, 其中煤价、铜价及铝价有所上升, 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	-0.57	-7.18	-6.70
COMEX黄金	2.94	1.87	11.88
LME铝	0.82	-1.83	-6.43
LME铜	2.09	3.68	0.81
CBOT玉米	3.37	0.94	-28.85
CBOT大豆	-0.75	1.76	-12.71
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-38.59	-328.68	-5.36
美元兑人民币	-637.00	-1665.00	2532.00
美元兑日元	-15.60	-224.75	1832.00

	2023/11/24	2023/11/19	2023/10/31	2023/1/1
ICE布油	80.15	80.62	85.62	85.99
COMEX黄金	2043.1	1983.5	1992.7	1830.1
	2023/11/24	2023/11/19	2023/10/31	2023/1/1
美元指数	103.4359	103.8218	106.7227	103.4895
美元兑人民币	7.1503	7.214	7.3168	6.8971
美元兑日元	149.4445	149.6005	151.692	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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上行, 其中大豆跌幅最大, 玉米涨幅最大。ICE 布油收于 80.15 美元, 跌 0.57%, COMEX 黄金收于 2043.1 美元, 涨 2.94%。

上周美元指数下行 38.59BP, 耐用品订单大幅下行带动美元走弱。在此背景下人民币上周升值 637 个基点, 日元升值 15.6 个基点。

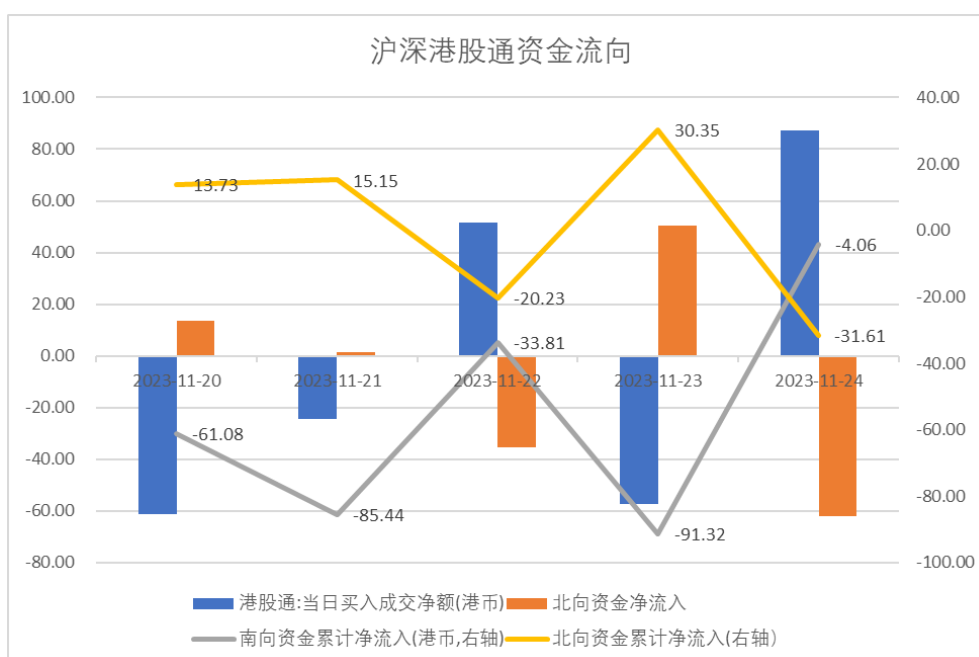
三、 市场表现回顾

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	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	13	11	0	14	1	4	0	0	1	32
	发行规模(亿元)	343.32	275.43	0.00	34.93	0.10	12.09	0.00	0.00	0.12	390.46
上上周	数量	11	11	1	5	1	11	0	0	5	33
	发行规模(亿元)	202.90	202.90	4.63	0.96	0.13	19.81	0.00	0.00	3.95	232.26
本月以来	数量	40	35	1	36	4	22	0	0	9	108
	发行规模(亿元)	858.32	678.80	4.63	112.65	0.43	56.50	0.00	0.00	7.08	1039.18
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	4	2	1	1	0	2	10	1	25
上上周	4	0	1	2	5	0	1	3	10	2	28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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 6 支, 债券类基金 (13 支) 多于股票类基金 (8 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边, 上周基金共计发行 390.46 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 24 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-31.61 亿, 较此前有所增加; 同时南向资金净流入-4.06 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
科创50	-2.98	-1.10	-9.91
创业板指	-2.45	-1.54	-17.42
中小板指	-1.94	-1.08	-15.17
偏股混合型基金指数	-1.16	0.56	-11.40
中证500	-1.08	0.76	-5.01
万得全A	-0.95	1.12	-2.46
沪深300	-0.84	-0.97	-8.62
上证50	-0.30	-0.85	-9.27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

A 股表现来看, 上周主要板块呈下行, 其中科创 50 跌 2.98%, 跌幅最大; 上证 50 跌 0.30%, 跌幅最小。市场风险偏好回落背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 1.16%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市盈率指数	-2.77	1.19	-8.15
高市净率指数	-1.69	1.22	-18.07
茅指数	-1.26	-1.88	-11.21
小盘指数	-1.10	2.27	-0.51
大盘指数	-0.80	-1.07	-9.98
绩优股指数	-0.08	0.63	-18.23
低市盈率指数	0.42	-0.58	-5.36
低市净率指数	0.66	0.16	1.41

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数跌 2.77%, 表现最差; 低 PB 指数涨 0.66%, 表现最好。市场风格中大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
通信	-3.82	有色金属	-2.73	美容护理	-27.21
电子	-3.72	电力设备	-2.14	商贸零售	-26.16
计算机	-3.65	建筑材料	-1.46	电力设备	-24.67
电力设备	-3.45	非银金融	-0.89	社会服务	-19.11
国防军工	-2.25	银行	-0.55	建筑材料	-16.93
综合	1.06	社会服务	3.91	电子	7.53
医药生物	1.61	房地产	4.25	汽车	9.55
煤炭	2.26	计算机	4.48	计算机	13.21
农林牧渔	3.28	煤炭	4.71	传媒	24.21
房地产	4.17	传媒	9.63	通信	26.46

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 24 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 13 个上涨, 18 个下跌。其中, 市场风险偏好回落背景下 TMT 行业中通讯、电子及计算机行业分别跌 3.82%、3.72%及 3.65%, 跌幅最大。同时, 成长行业中电力设备及国防军工行业也分别跌 3.45%及 2.25%, 跌幅居前。另一方面, 地产政策再次放松带动房地产行业上周涨 4.17%, 涨幅居前。此外, 市场预期猪周期见底回升背景下农林牧渔行业涨 3.28%, 涨幅居前。同时, 价格企稳背景下煤炭行业上周涨 2.26%, 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	0.60	2.61	-11.23
恒生科技指数	1.12	7.07	-2.52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

港股方面, 恒生指数涨 0.60%, 恒生科技指数涨 1.12%。美元指数回落叠加国内地产政策出台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
标普小盘600	0.23	8.28	1.41
纳斯达克指数	0.89	10.89	36.16
标普中盘400	0.93	8.20	5.35
标普500	1.00	8.72	18.75
道琼斯工业指数	1.27	7.07	6.77

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

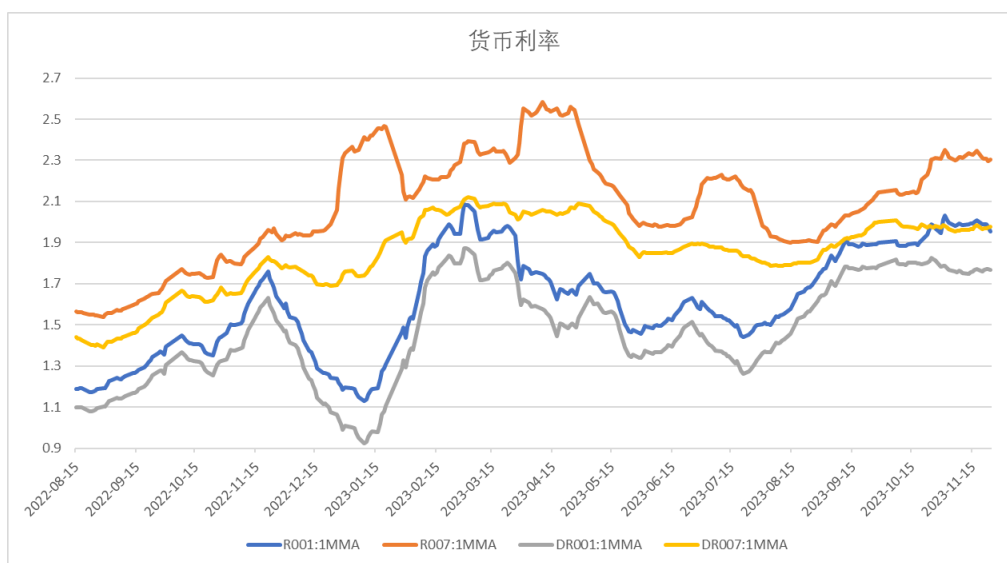
美股方面上周有所回升，其中道琼斯工业指数涨 1.27%，表现最好；标普小盘指数涨 0.23%，表现最差。美国耐用品订单数据低于预期带动美元回落，在此背景下美股有所走强。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	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	-0.51	6.56	8.79
英国富时100	-0.21	2.27	0.49
日经225	0.12	8.97	28.86
台湾加权指数	0.46	8.04	22.28
德国DAX	0.69	8.23	15.12
法国CAC40	0.81	5.91	12.65
韩国综合指数	1.08	9.60	11.64

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

其他海外市场方面，越南市场跌 0.51%，表现最差；韩国市场涨 1.08%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



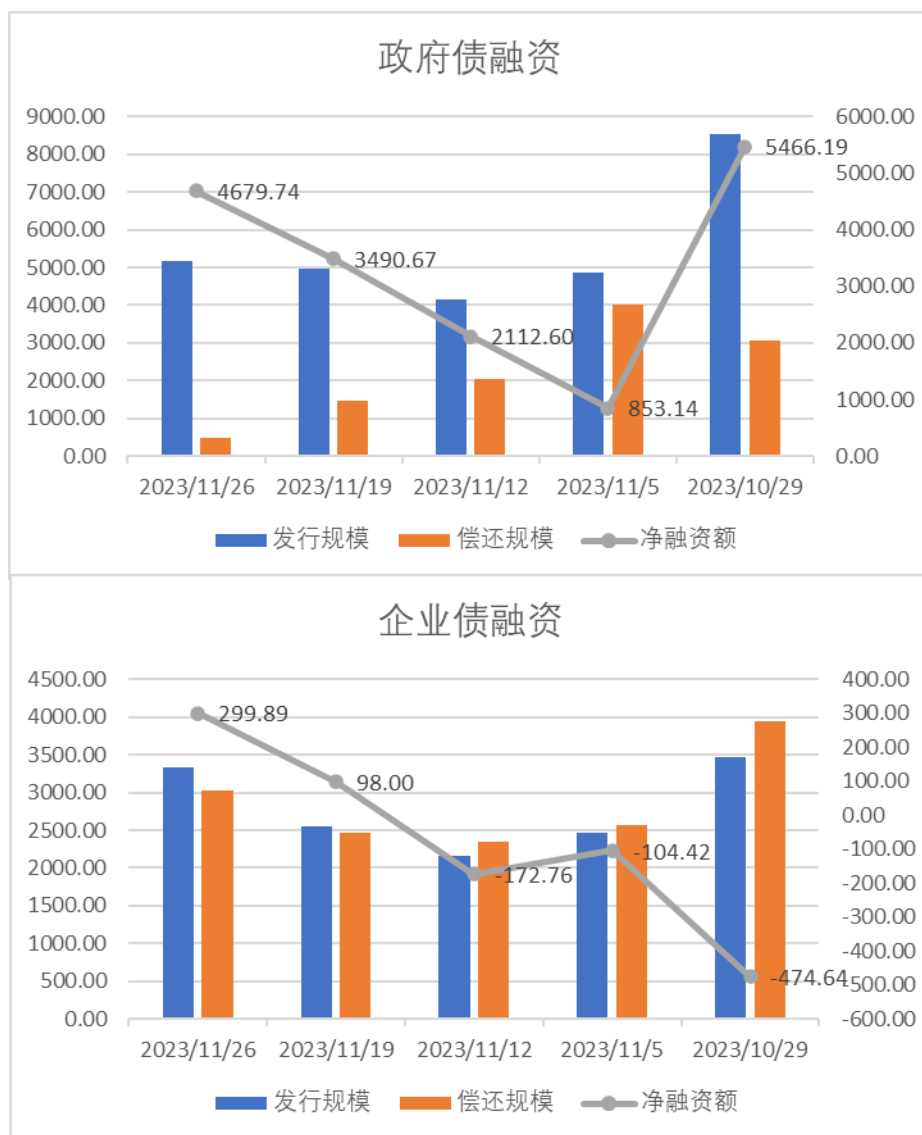
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

上周货币市场利率有所下行，DR007 一月均值降至 1.98。资金面较上上周更为宽松。

	2023/10/31	2023/11/17	2023/11/24
6M	1.08	1.07	1.2
3M	0.25	0.45	0.47
	2022/10/31	2022/11/17	2022/11/24
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/10/31	2021/11/17	2021/11/24
6M	2.1836	2.1308	2.0274
3M	2.0471	1.8605	1.5814
	2020/10/31	2020/11/17	2020/11/24
6M	2.7737	2.7754	2.7151
3M	2.751	2.7683	2.6767

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.2、0.47，低位小幅回升，23 年 11 月社融中贷款部分可能维持较弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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 4679.74 亿, 较此前有所增加; 企业债净融资额 299.89 亿, 较此前有所增加。

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, 11 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	2.33	2.49	2.60	2.71	国债	15.94	10.5	10.92	国债	-	-	-
国开债	2.48	2.58	2.67	2.77	国开债	9.75	9.19	10.09	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.76	2.91	3.07	-	AAA信用债	14.6	16.54	-	AAA信用债	27.97	32.82	40.17
AA+信用债	2.86	3.10	3.37	-	AA+信用债	24.13	27.23	-	AA+信用债	37.99	52.37	70.41
AA信用债	2.92	3.26	3.71	-	AA信用债	33.52	45.53	-	AA信用债	44.21	67.98	104.32
AA-信用债	5.33	5.67	6.13	-	AA-信用债	33.82	45.66	-	AA-信用债	285.21	309.28	345.75

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	21	11	9	5	国债	11	6	4	-1	国债	23	9	-5	-13
国开债	10	10	9	6	国开债	10	8	7	3	国开债	25	4	-16	-22
AAA信用债	6	6	2	-	AAA信用债	6	-2	-6	-	AAA信用债	0	-29	-43	-
AA+信用债	6	7	1	-	AA+信用债	4	-4	-11	-	AA+信用债	-16	-48	-55	-
AA信用债	6	2	0	-	AA信用债	4	-14	-10	-	AA信用债	-39	-61	-50	-
AA-信用债	5	1	0	-	AA-信用债	3	-14	-10	-	AA-信用债	-37	-59	-48	-

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	0.58	0.40	0.32	0.18	国债	0.02	0.07	0.06	国债	-	-	-
国开债	0.57	0.28	0.21	0.08	国开债	0.01	0.02	0.07	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.47	0.23	0.13	-	AAA信用债	0.00	0.04	-	AAA信用债	0.12	0.25	0.27
AA+信用债	0.43	0.26	0.16	-	AA+信用债	0.04	0.13	-	AA+信用债	0.07	0.32	0.45
AA信用债	0.33	0.14	0.09	-	AA信用债	0.01	0.39	-	AA信用债	0.03	0.09	0.07
AA-信用债	0.38	0.18	0.15	-	AA-信用债	0.01	0.39	-	AA-信用债	0.23	0.40	0.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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 7BP, 上行幅度最大。利率债短端上行大于长端, 1Y 国债上行 21BP, 下行幅度最大。地产政策接连出台叠加利率债大规模发行带动利率整体上行。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	-10	-2	-4	国债	-5	-1	-5	国债	-15	-14	-8
国开债	0	-1	-3	国开债	-2	-1	-5	国开债	-21	-20	-6
AAA信用债	-1	-4	-	AAA信用债	-8	-4	-	AAA信用债	-29	-14	-
AA+信用债	0	-5	-	AA+信用债	-8	-7	-	AA+信用债	-32	-8	-
AA信用债	-5	-1	-	AA信用债	-18	4	-	AA信用债	-23	11	-
AA-信用债	-5	-1	-	AA-信用债	-17	4	-	AA-信用债	-22	11	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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	-4	-4	-7	AAA信用债	-5	-10	-13	AAA信用债	-25	-33	-27
AA+信用债	-4	-3	-7	AA+信用债	-6	-12	-18	AA+信用债	-41	-51	-39
AA信用债	-4	-8	-8	AA信用债	-7	-22	-17	AA信用债	-63	-65	-34
AA-信用债	-5	-9	-9	AA-信用债	-8	-22	-17	AA-信用债	-61	-62	-32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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带动利差收窄，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	2.29	2.66	2.71	--	--
国有银行	2.20	2.53	2.54	2.52	2.57
股份银行	2.20	2.54	2.55	2.57	2.62
城商行	2.25	2.68	2.71	2.79	2.83
农商行	2.35	2.68	2.71	2.75	2.72
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1	3	4	--	--
国有银行	5	3	0	0	0
股份银行	15	2	0	1	-1
城商行	-3	3	2	5	5
农商行	5	2	0	0	-3
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	322.2	466.4	414.25	57.1	813.58948
国有银行	60	11	109	0	224
股份银行	2	9	48	1	334
城商行	163	388	152	54	206
农商行	97	59	105	3	49

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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 3BP，1Y 股份银行下行 1BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.66	2.85	2.95	AAA+	18.40	27.22	28.06	AAA+	0.045	0.312	0.185
AAA	2.72	2.91	3.08	AAA	23.97	33.40	41.03	AAA	0.049	0.226	0.237
AAA-	2.77	2.98	3.22	AAA-	28.75	40.22	55.34	AAA-	0.032	0.183	0.387
AA+	2.81	3.10	3.36	AA+	33.25	52.22	69.34	AA+	0.022	0.29	0.35
AA	2.87	3.26	3.71	AA	38.75	68.22	104.34	AA	0.006	0.089	0.058
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.77	2.97	3.12	AAA	29.38	39.62	44.61	AAA	0.084	0.36	0.196
AA+	2.83	3.06	3.23	AA+	34.97	48.51	55.56	AA+	0.05	0.192	0.062
AA	2.91	3.25	3.49	AA	42.97	67.01	82.06	AA	0.039	0.22	0.088
AA(2)	2.99	3.46	3.89	AA(2)	50.97	88.01	122.06	AA(2)	0.019	0.14	0.073

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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 目前在 5 分位左右，3Y 及 5Y 则大体位于 20-30 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	2.81	2.98	3.11	3.24	3.32	利率变化(BP)	8.75	11.63	9.00	7.88	6.95	利率分位数	0.37	0.36	0.31	0.21	0.20
当前利差	10.73	20.34	27.16	39.28	39.94	利差变化(BP)	0.24	4.43	2.99	2.65	4.02	利差分位数	0.26	0.62	0.51	0.60	0.61

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 24 日。

上周二级资本债收益率整体上行。其中 2Y 上行 11.63BP，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 0.3 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-	2.87	3.18	3.39	3.48	AAA-	17.10	33.84	47.04	48.55	AAA-	6.09	8.19	8.77	-0.03
AA+	2.89	3.22	3.43	3.54	AA+	13.38	33.07	46.12	49.22	AA+	6.09	9.18	6.77	-2.03
AA	2.98	3.35	3.79	3.92	AA	13.38	37.07	68.12	73.22	AA	3.09	0.18	-3.23	-12.03
AA-	4.08	4.68	5.26	5.39	AA-	100.38	143.07	186.12	191.22	AA-	-7.91	-9.82	-7.23	-16.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

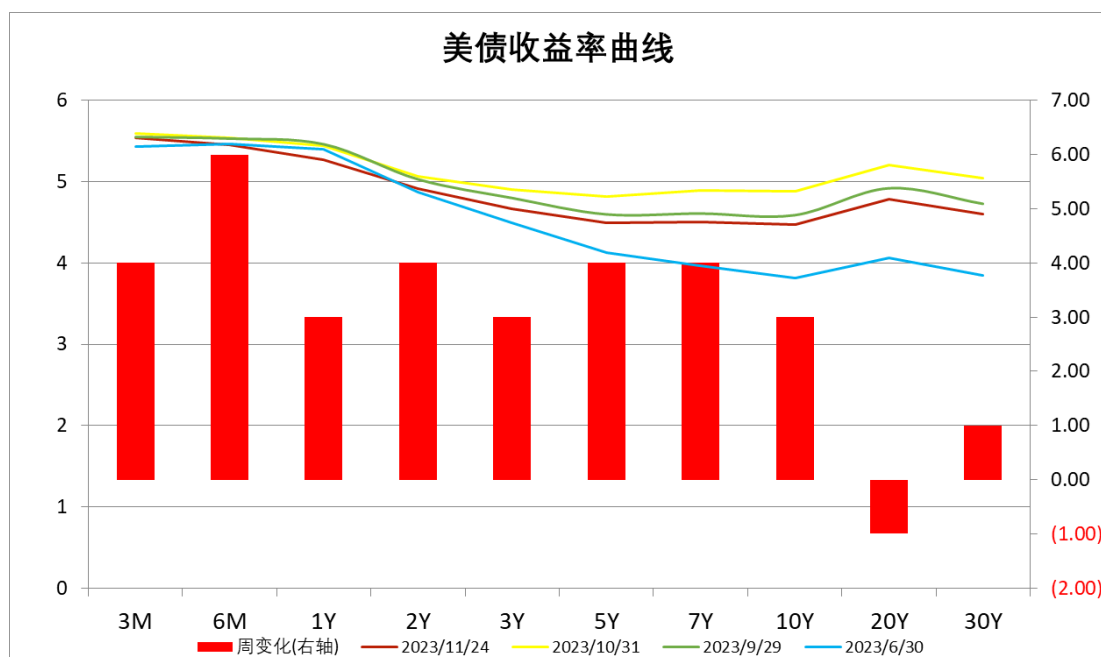
永续债方面利率短端上行长端下行，其中 10YAA-下行幅度最大，达 16.03BP；3YAA+上行幅度最大，达 9.18BP。

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	2.71	2.93	3.07	3.18	AAA级RMBS	23.18	35.05	40.38	40.48	AAA级RMBS	0.213	0.499	0.319	0.025
AAA级消金	2.85	3.03	3.20	3.43	AAA级消金	36.93	45.18	53.17	66.18	AAA级消金	0.129	0.256	0.131	0.101
AAA级企业ABS	2.89	3.17	3.42	3.57	AAA级企业ABS	41.11	59.32	74.58	80.02	AAA级企业ABS	0.003	0.069	0.077	0
AAA级ABN	2.87	3.12	3.31	3.52	AAA级ABN	38.66	54.37	64.12	75.05	AAA级ABN	0.034	0.256	0.13	0.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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，大部分券种的信用利差位于 25 分位以下，企业 ABS 及 ABN 利差分位数低于 RMBS 及消费金融 ABS。

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 24 日.

美债方面，利率整体上行。其中，6M 上行 6BP，上行幅度最大。一方面，美国耐用品订单数据低于预期带动加息预期下行，但美联储 11 月 FOMC 会议纪要略偏强硬仍使得美债利率小幅上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度再次增加，目前利差为 45BP，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 月工业增加值同比 4.6%，前值 4.5%，略高于市场预期的 4.32%，两年平均同比 4.8%，较前值回落 0.6pct，排除基数效应后，工业生产小幅减速。三大门类中，采矿业当月同比 2.9%（较上月回升 1.4pct），制造业当月同比 5.1%（较上月回升 0.1pct），电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比 1.5%（较上月回落 2pct）。分行业看，上游行业表现好于中游和下游，有色金属冶炼及压延、化工同比增速维持高位，政策预期与补库需求是主要支撑，出口支撑汽车、电气机械高位震荡，食品回落较多，医药改善幅度较大。从投资端看，地产投资继续走弱。10 月地产投资两年平均同比回落 2pct 至-13.7%。分项来看，新开工、施工、竣工面积同比-21.1%、-7.3%、13.3%，较前值分别变化-6.5、-0.2、-12.1

个百分点，存量施工继续低迷，竣工端支撑力度减弱，新开工延续回落，行业内扩表投资意愿较弱。10月地产销售面积-11%，较前值回落0.8个百分点，整体仍处于磨底状态。10月房企到位资金增速同比-16.9%，其中经营性现金流低位小幅回暖，而融资性现金流继续承压，房企现金流延续紧张，高频看地产政策出台后主要改善的是二手房销售量，传导到新房上仍需时间。10月基建投资当月同比5.6%（上月6.8%），基建投资仍是支撑，同比回落主因高基数与季末冲量动能消失有关。制造业投资同比6.2%（上月7.9%），韧性小幅回落但仍处于高位。结构上，高技术制造业如汽车、电气机械、通信电子增速小幅回落，上游的有色金属、化工增速较高。需求端，10月社会消费品零售总额两年平均同比3.5%，较前值4%继续小幅回落，季调后环比0.07%，消费继续向弱复苏回归。结构上，商品零售两年平均同比3.5%，较前值回落0.4pct，餐饮收入两年平均同比3.7%，较前值回落2.1pct，均弱于季节性。分商品看，二手房销售带动地产后周期商品改善，降价拉动汽车销量，通讯器材、办公用品也有边际改善。整体看，经济继续呈现弱企稳状态，季末冲量与政策脉冲过后10月各项数据呈小幅回落状态，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(2023/11/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	49.5
工业增加值:当月同比	----	5.23	----	4.6
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	2.5	----	2.9
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	----	----	----	-9.3
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	8.27
社会消费品零售总额:当月同比	----	12.6	----	7.6
出口金额:当月同比	----	1.9	----	-6.4
社会融资规模:当月值	----	22000	----	18452
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.3
M2:同比	----	10.5	----	10.3
社融-M2	----	----	----	-1
CPI:当月同比	----	-0.12	----	-0.2
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.65	----	-2.6

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

美国经济指标	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	趋势
实际GDP(同比)	----	----	4.90	----	----	2.10	----	----	2.20	----	----	震荡
PMI	----	46.70	49.00	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	震荡下行
消费者信心	61.30	63.80	67.90	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	↓
零售	----	2.69	3.79	3.26	2.01	1.72	3.25	-0.28	2.42	5.59	7.76	震荡
房地产	34.00	40.00	44.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	35.00	↓
耐用品订单	----	-5.40	4.05	-0.13	-5.64	4.29	1.96	1.24	3.33	-2.71	-1.27	震荡
CPI	----	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	震荡下行
核心CPI	----	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	↓
PCE	----	----	3.44	3.45	3.40	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	5.48	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	↓
非农就业	----	99.00	246.00	114.00	145.00	86.00	255.00	179.00	157.00	193.00	353.00	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	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	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	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.

4.2 股票市场观点

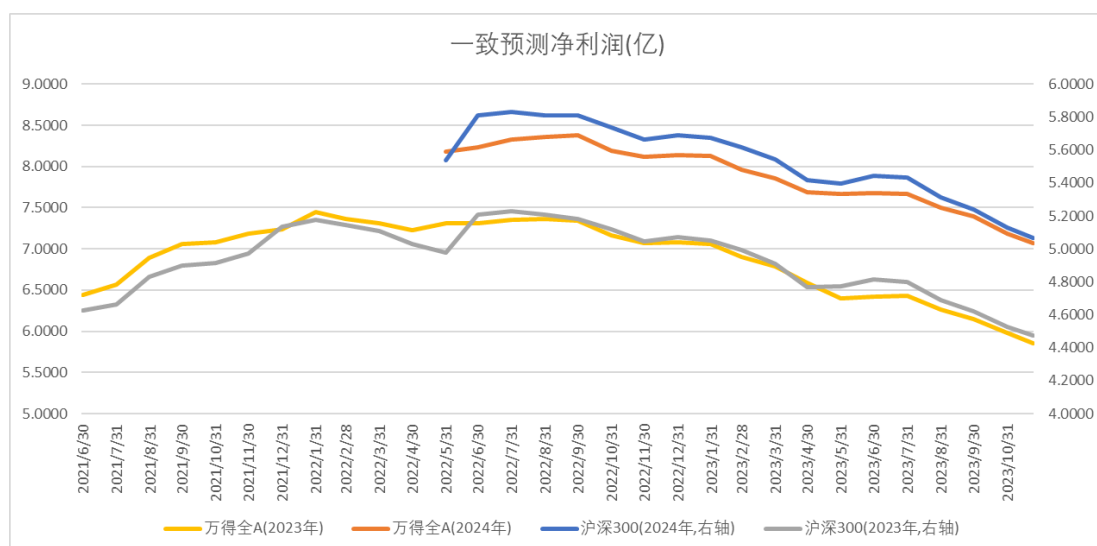
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行, 估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.62 倍, 处于 14%分位水平, 股权溢价率 3.11%, 处于 87%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	9.76	8.53	1.14	7.47	0.37	0.20	0.12	0.81
沪深300	11.07	9.19	1.21	6.26	0.07	0.08	0.00	0.98
中小板指	19.86	14.21	2.52	2.26	0.06	0.03	0.00	0.96
创业板指	28.43	19.07	3.76	0.75	0.01	0.03	0.05	0.99
中证500	22.46	15.09	1.64	1.68	0.35	0.20	0.08	0.74
万得全A	16.99	12.62	1.50	3.11	0.26	0.14	0.05	0.87

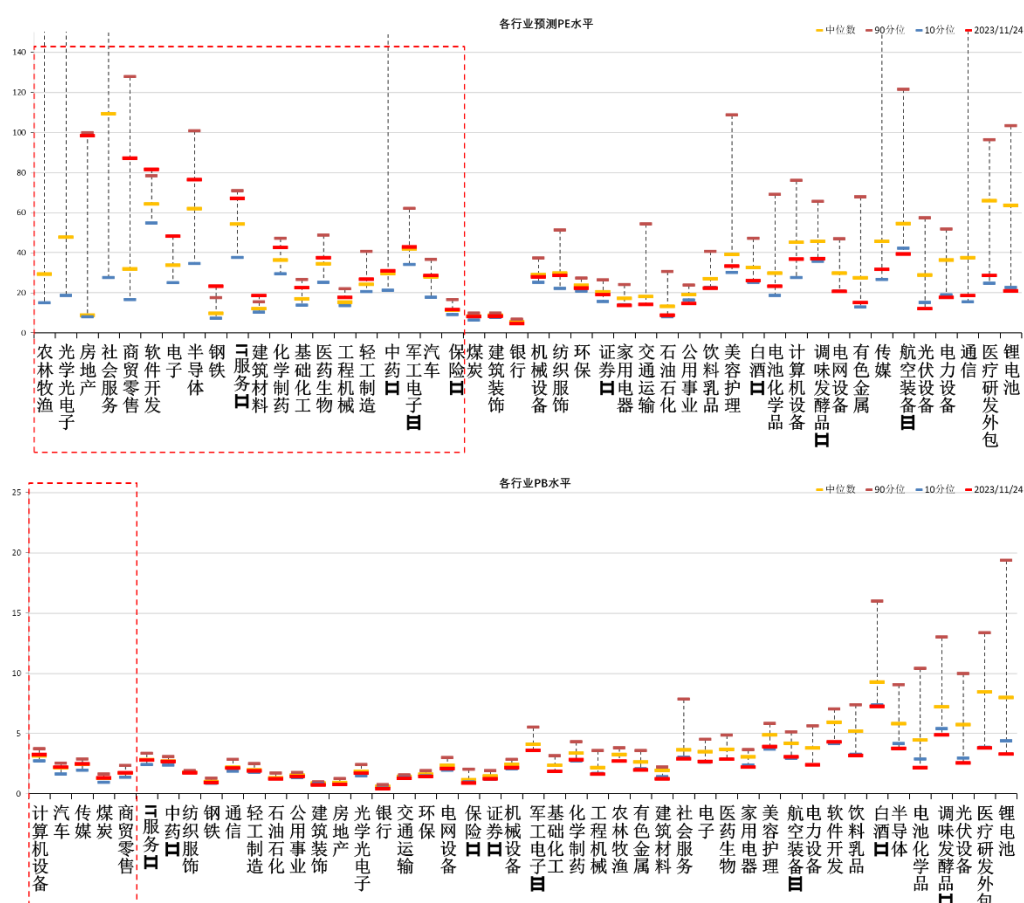
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.31	0.87	7.57	0.02	0.05	0.56
标普500	23.98	4.22	-0.30	0.57	0.76	0.02
纳斯达克指	40.72	5.30	-2.01	0.67	0.65	0.03
德国DAX	12.17	1.55	----	0.09	0.29	----
法国CAC40	13.34	1.69	----	0.14	0.44	----
英国富时100	10.02	1.58	----	0.04	0.25	----
韩国综合指	18.79	0.91	----	0.70	0.48	----
台湾加权指	16.95	1.84	----	0.61	0.38	----
日经225	19.82	1.81	----	0.67	0.69	----
胡志明指数	11.94	1.61	----	0.18	0.02	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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, 少数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 农林牧渔、计算机设备估值相对较高



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 日. 分位数为过去 5 年。

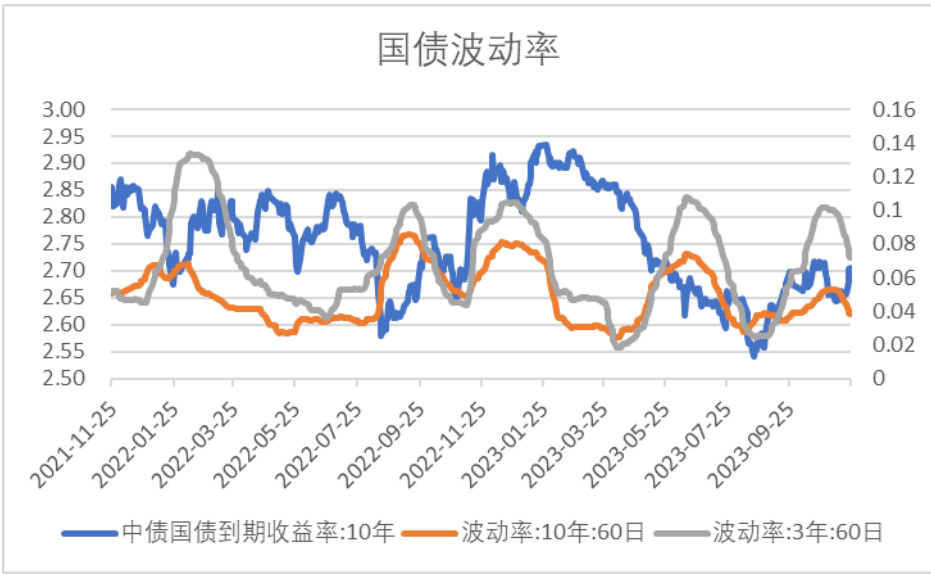
4.2.2 上周，联储纪要表态偏鹰带动海外流动性宽松预期回落，风险资产承压，A股整体回落，房地产金融政策再度放松，政策托底力度加强，带动房地产板块反弹，此外农林牧渔和煤炭表现较强。

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，支持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：

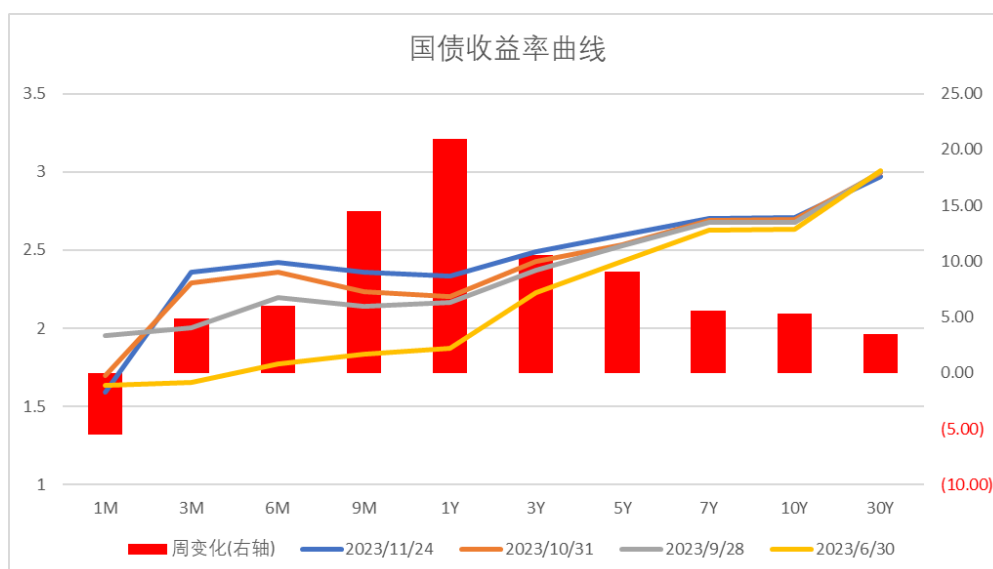
1、国内政策整体转向宽松积极，通胀与出口数据显示经济环比压力最大的时间段或已过去，此前受损严重的成长风格有反弹动能，关注消费、医药、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业。

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	102.1150	102.1450	371,368.0000	157,332.0000	-0.4532	0.2910
	0.206074285	0.2355	-48,703.0000	-7911		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 11 月 24 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 24 日

4.3.1 上周，债市承压，主要影响因素有：资金面偏紧、人大常委会审议金融工作情况报告中重提资金空转问题，加剧资金面担忧，监管部门要求涉房贷款三个不低于，同时制定 50 家房企名单，政策端托举力度增强。

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。