

海外利率回落，基本面预期承压

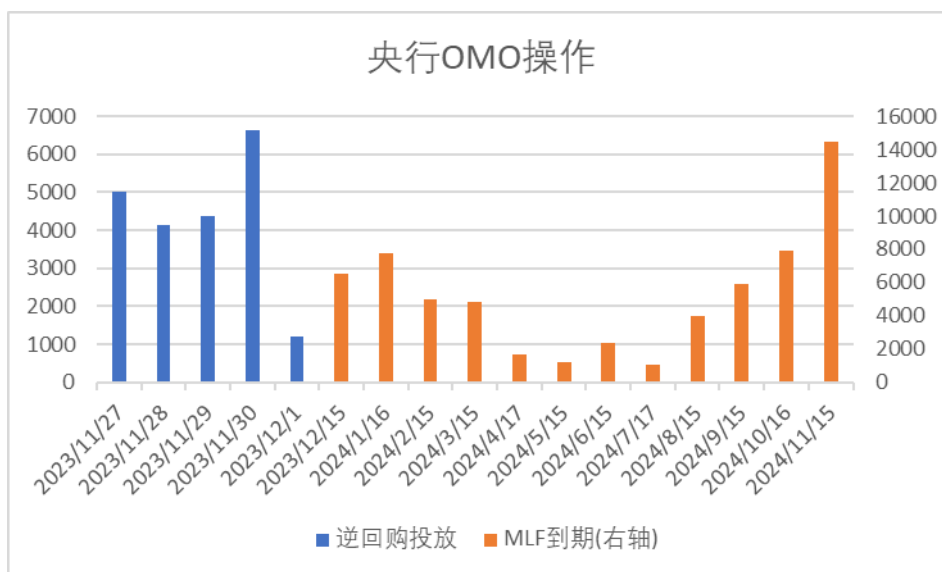
一、重要信息点评

1、11月27日，央行发布《2023年三季度中国货币政策执行报告》，此次报告延续了近期一系列会议精神，此外表述中首次提及“以债务拉动经济增长的效能降低，推动经济加快转型的紧迫性上升”，进一步强化稳地产，包括落实“金融16条”、一视同仁满足房企的合理融资需求、加大对城中村改造等“三大工程”支持力度等。稳汇率决心更强，强化“三个坚决”，指出将“积极主动加强货币政策与财政政策协同”。

2、11月30日，统计局公布11月官方制造业PMI49.4，预期49.7，前值49.5，供需延续回落。生产端，11月生产指数50.7%，回落0.2个百分点，原材料库存指数回落0.2个百分点，产成品库存指数回落0.3个百分点，制造业处于去库状态，企业生产经营活动预期指数较上月上升0.2个百分点。需求侧，11月新订单指数49.4%，回落0.1个百分点，需求继续弱于供给。新出口订单指数46.3%，较上月回落0.5pct，出口环比动能延续走弱。结构上，医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业新订单指数维持高景气，此前低库存支撑的化纤、纺织景气度边际回落。价格方面，原材料价格指数50.7%，较上月回落1.9pct，11月原油价格回落，黑色、水泥价格回升。非制造业方面，11月官方非制造业PMI为50.2，预期50.9，前值50.6。其中服务业商务活动指数49.3%，较上月下降0.8个pct，主因国庆出游回落及流感。建筑业商务活动指数较上月上升1.5pct，与临近年末竣工加速有关。整体看，11月PMI延续走弱，主因需求偏弱，内生性动力不足，后续仍需观察政策落地效果。

3、11月30日，美国公布10月PCE物价指数同比3%，前值3.4%，符合预期；环比0%，预期0.1%，前值0.4%，放缓主因能源价格下跌。核心PCE环比0.2%，前值0.3%，符合预期，核心通胀继续降温推动美联储降息预期升温。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

上周央行 OMO 投放 21360 亿, 同时到期 21670 亿, 共计净回笼 310 亿。MLF12 月到期量为 6500 亿。

	2023/11/23	2023/11/16	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/23	环比变化
耗煤量	190.9	187	176.6	216.2	183.3	↗
	2023/11/29	2023/11/22	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/29	环比变化
水泥沥青开工率	36.8	37.9	38.4	40	38.2	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

生产数据方面, 上周耗煤量数据季节性回升, 同时水泥沥青开工率有所回落。生产数据上周表现一般。

	2023/11/30	2023/11/24	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/30	环比变化
地铁客运量:30DMA	7613.590968	7710.856452	7554.116129	7328.685161	4194.619458	↘
地铁客运量:30DMA:同比	81.50850259	68.45922251	54.72275945	40.05122838	-29.4352407	↗
执飞航班数:7DMA	1.184757143	1.186642857	1.2047	1.3691	0.321342857	↘
航班取消率	13.77134064	13.80169149	15.67858893	9.90730992	70.42792349	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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。

	2023/11/26	2023/11/19	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/26	环比变化
土地成交面积	511.425	1547.3719	2746.3673	1239.8516	2625.447	↘
土地成交溢价率	2.35	2.25	2.44	2.42	5.94	↗
商品房成交面积	33.32805686	31.57302914	47.42750071	46.58237071	40.02988757	↗
一线商品房成交面积	8.555106143	7.589224286	10.09878543	14.688239	8.846621714	↗
二线商品房成交面积	18.18089657	16.65228457	29.84735986	23.36504	19.67076671	↗
三线商品房成交面积	6.592054143	7.331520286	7.481355429	8.529091714	11.51249914	↘
二手房价格	177.95	178.07	179.68	182.06	189.08	↘
一线二手房价格	223.25	223.48	225.22	227.71	228.34	↘
二线二手房价格	168.35	168.41	170.01	172.28	180.51	↘
三线二手房价格	156.24	156.31	157.94	160.39	168.98	↘
四线二手房价格	125.75	125.89	126.74	128.17	131.6	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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 12 月 1 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。

	2023/11/26	2023/11/19	2023/10/31	2023/9/30	2022/11/26	环比变化
集装箱吞吐量	582.9	544.5	570	579.8	557.3	↗
	2023/12/1	2023/11/24	2023/10/31	2023/9/30	2022/12/1	
CCFI指数	857.72	876.74	811.5	851.96	1563.46	↘
CICFI指数	730.25	718.48	736.36	787.54	1279.76	↗
	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	7.8	5.1	-4.4	-8.1	-16.2	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

进出口数据方面, 上周运价及集装箱吞吐量出现了一定的企稳, 同时韩国出口表现较好。上周进出口数据表现较好。

	2023/12/1	2023/11/24	2023/10/31	2023/9/30	2022/12/1	环比变化
农产品价格	119.91	118.5	115.78	120.87	125.53	↗
猪肉价格	20.19	19.89	20.7	22.14	31.87	↗
粮油价格	119.91	119.47	119.58	120.31	116.73	↗
蔬菜价格	4.73	4.7	4.58	5.04	4.39	↗
水果价格	7.04	6.91	6.6	6.67	6.86	↗
PTA价格	5680	5795	5830	6240	5515	↘
涤纶长丝价格	7500	7450	7495	8050	6750	↗
聚酯切片价格	6650	6710	6750	7100	6440	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回升。其中, 蔬菜及水果价格持续反弹, 同时猪肉价格维持 20 元左右震荡, 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。

	2023/12/1	2023/11/24	2023/10/31	2023/9/30	2022/12/1	环比变化
煤炭价格	930	937	967	983	1347.5	↘
石油价格	78.88	80.58	87.41	95.31	86.88	↘
铜杆价格	70300	69470	68540	68310	67190	↗
铝价	18660	18870	19040	19910	19290	↘
钢材价格	111.62	112.21	107.5	108.4	108.47	↘
沥青价格	3465	3425	3790	3885	3460	↗
水泥价格	113.53	110.21	109.66	106.59	152.06	↗
MDI价格	15400	15600	15400	15900	13700	↘
浮法玻璃价格	2011.5	2011.5	2123.9	2115.5	1641.4	----
工业品指数	3997	4015.9	4000.42	4078.2	3736.23	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中铜价、沥青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	-1.14	-4.01	-7.39
COMEX黄金	4.43	1.19	14.54
LME铝	-0.72	-0.63	-7.49
LME铜	2.33	2.49	3.02
CBOT玉米	0.00	1.42	-28.89
CBOT大豆	0.92	-0.30	-11.88
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-24.07	-31.12	-29.43
美元兑人民币	-123.00	11.00	2409.00
美元兑日元	-263.40	-138.65	1568.60

	2023/12/1	2023/11/25	2023/11/30	2023/1/1
ICE布油	79.56	80.15	80.35	85.99
COMEX黄金	2091.7	2003.7	2056.1	1830.1
	2023/12/1	2023/11/25	2023/11/30	2023/1/1
美元指数	103.1952	103.4359	103.5064	103.4895
美元兑人民币	7.138	7.1503	7.1369	6.8971
美元兑日元	146.8105	149.4445	148.197	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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, 其中石油跌幅最大, 黄金涨幅最大。ICE 布油收于 79.56 美元, 跌 1.14%, COMEX 黄金收于 2091.7 美元, 涨 4.43%。

上周美元指数下行 24.07BP, 10 月 PCE 延续此前的下行趋势叠加 11 月 PMI 维持低位带动美元走弱。在此背景下人民币上周升值 123 个基点, 日元升值 263.4 个基点。

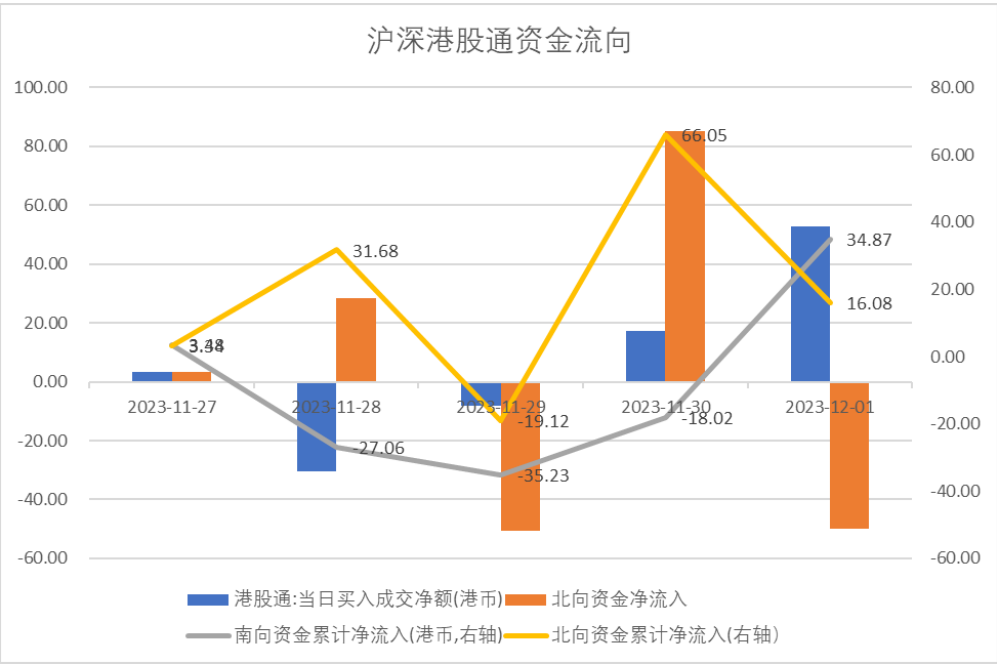
三、 市场表现回顾

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	15	14	1	9	0	5	0	0	1	31
	发行规模(亿元)	194.54	143.90	2.46	83.35	0.00	8.29	0.00	0.00	0.11	288.75
上上周	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
本月以来	数量	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	27.35	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	27.35
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	8	0	3	1	4	0	0	1	13	1	31
上上周	3	1	4	2	1	1	0	2	10	1	25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 31 支, 其中普通混合型基金 8 支, 债券类基金 (14 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 288.75 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 12 月 1 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入 16.08 亿, 较此前有所增加; 同时南向资金净流入 34.87 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	-1.92	-0.19	-16.81
上证50	-1.63	-0.59	-10.75
沪深300	-1.56	-0.38	-10.04
创业板指	-0.60	0.19	-17.92
万得全A	-0.57	0.20	-3.01
偏股混合型基金指数	-0.28	-0.11	-11.65
中证500	-0.06	0.39	-5.07
科创50	0.32	0.21	-9.62

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

A 股表现来看, 上周主要板块呈下行, 其中科创 50 涨 0.32%, 涨幅最大; 中小板跌 1.92%, 跌幅最大。PMI 低于预期背景下 A 股出现了一定的下行。偏股基金指数跌 0.28%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-2.41	-0.97	-13.35
绩优股指数	-1.95	-0.95	-19.83
大盘指数	-1.78	-0.47	-11.58
低市盈率指数	-1.68	-0.10	-6.95
低市净率指数	-1.67	0.23	-0.28
高市净率指数	-0.16	0.12	-18.20
小盘指数	-0.11	0.39	-0.62
高市盈率指数	1.09	1.26	-7.14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数涨 1.09%, 表现最好; 茅指数跌 2.41%, 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
房地产	-4.89	家用电器	-1.41	美容护理	-29.96
美容护理	-3.77	食品饮料	-1.37	电力设备	-26.81
建筑材料	-3.37	汽车	-1.27	商贸零售	-26.05
电力设备	-2.85	美容护理	-1.20	房地产	-20.87
家用电器	-2.19	农林牧渔	-1.11	建筑材料	-19.73
电子	1.27	建筑装饰	1.04	汽车	8.40
通信	1.80	社会服务	1.31	电子	8.39
传媒	1.82	通信	2.36	计算机	14.36
社会服务	2.98	计算机	2.37	传媒	26.48
煤炭	3.03	传媒	5.31	通信	28.74

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 12 个上涨, 19 个下跌。其中, PMI 低于预期背景下顺周期行业中地产产业链表现不佳, 其中房地产、建筑材料及家用电器行业分别跌 4.89%、3.37%及 2.19%, 跌幅居前。另一方面, 气温连续下降使

得市场预期煤炭行业维持供需紧平衡格局，在此背景下煤炭上周涨 3.03%，涨幅最高。此外，海外 AI 应用出现落地迹象带动 TMT 行业上涨，其中传媒、通讯及电子行业分别上涨 1.82%、1.80%及 1.27%，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
恒生指数	-4.15	-1.25	-14.92
恒生科技指数	-4.82	-1.76	-7.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

港股方面，恒生指数跌 4.15%，恒生科技指数跌 4.82%。国内经济数据低于预期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	0.38	0.55	36.67
标普500	0.77	0.59	19.67
道琼斯工业指数	2.42	0.82	9.35
标普中盘400	2.55	2.42	8.03
标普小盘600	2.62	2.89	4.06

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

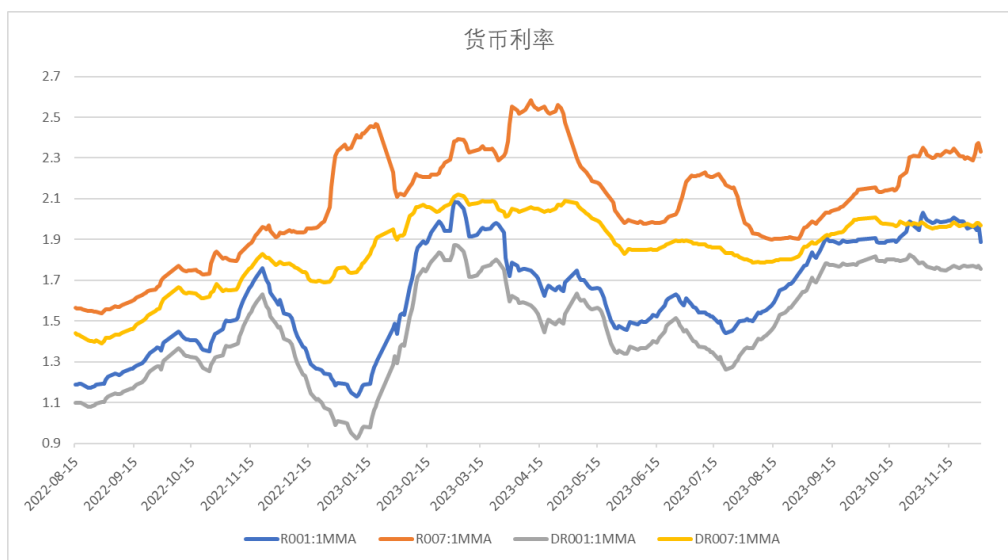
美股方面上周有所回升，其中标普小盘指数涨 2.62%，表现最好；纳斯达克盘指数涨 0.38%，表现最差。美国 PCE 数据维持下行叠加 PMI 维持弱势带动美元回落，在此背景下美股有所走强。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
日经225	-0.58	-0.17	28.12
韩国综合指数	0.34	-1.19	12.01
英国富时100	0.55	1.01	1.04
胡志明指数	0.60	0.73	9.44
法国CAC40	0.73	0.48	13.48
台湾加权指数	0.87	0.03	23.35
德国DAX	2.22	1.04	17.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

其他海外市场方面，日本市场跌 0.58%，表现最差；德国市场涨 2.22%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



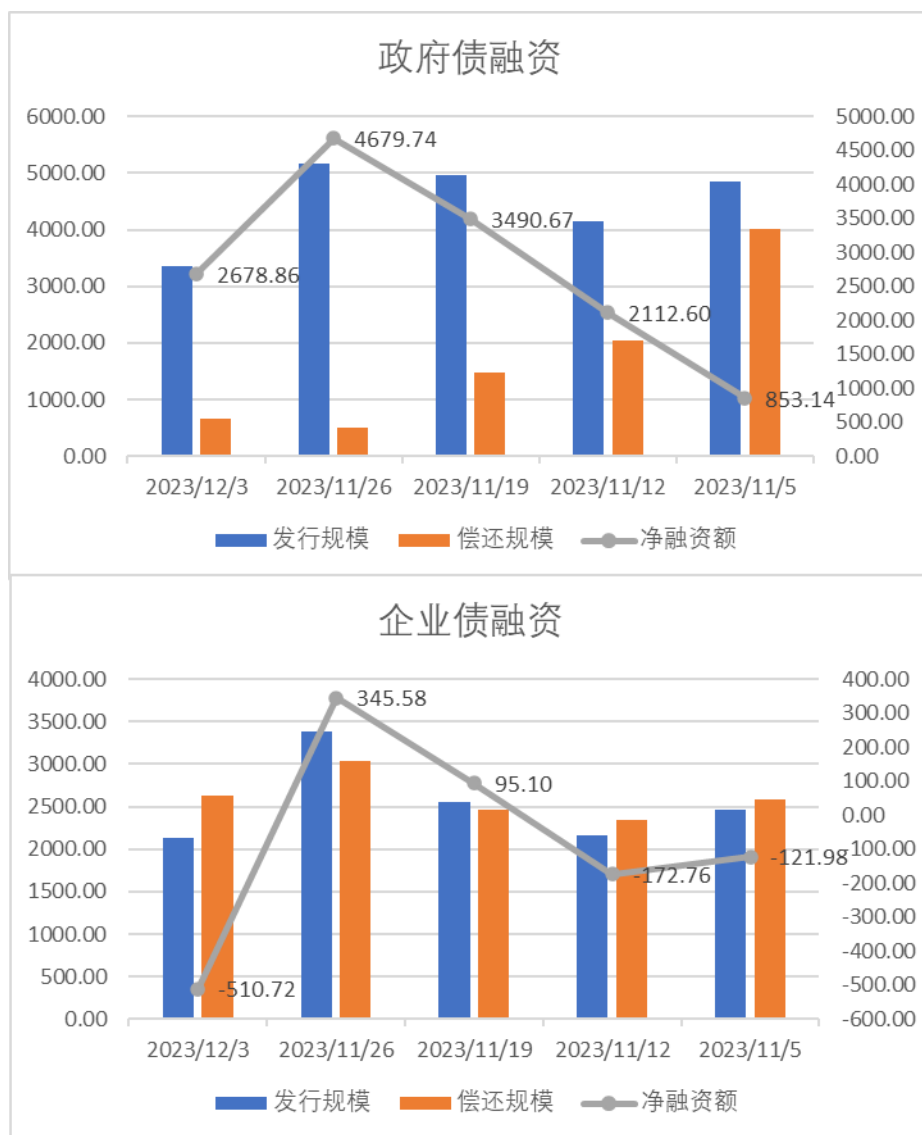
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

上周货币市场利率有所下行，DR007 一月均值降至 1.97。资金面较上上周更为宽松。

	2023/10/31	2023/11/24	2023/12/1
6M	1.08	1.2	1.09
3M	0.25	0.47	0.35
	2022/10/31	2022/11/24	2022/12/1
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/10/31	2021/11/24	2021/12/1
6M	2.1836	2.0274	1.9753
3M	2.0471	1.5814	1.3153
	2020/10/31	2020/11/24	2020/12/1
6M	2.7737	2.7151	2.7455
3M	2.751	2.6767	2.7247

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.09、0.35，低位小幅回落，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 12 月 1 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 2678.86 亿, 较此前有所减少; 企业债净融资额-510.72 亿, 较此前有所减少。

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	2.34	2.47	2.57	2.66	国债	12.86	9.4	9.6	国债	-	-	-
国开债	2.50	2.57	2.67	2.77	国开债	7.14	9.94	9.59	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.81	2.93	3.09	-	AAA信用债	12.22	16.1	-	AAA信用债	30.91	35.99	42.15
AA+信用债	2.91	3.13	3.38	-	AA+信用债	21.42	24.98	-	AA+信用债	41.07	55.35	70.39
AA信用债	2.97	3.25	3.68	-	AA信用债	27.85	43.24	-	AA信用债	47.29	68	101.3
AA-信用债	5.38	5.67	6.10	-	AA-信用债	28.15	43.37	-	AA-信用债	288.29	309.3	342.73

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	1	-2	-3	-4	国债	-1	-1	-2	-2	国债	25	7	-8	-17
国开债	2	-1	0	0	国开债	-4	-2	-1	0	国开债	27	3	-16	-22
AAA信用债	5	3	2	-	AAA信用债	-1	-1	0	-	AAA信用债	5	-26	-41	-
AA+信用债	5	2	0	-	AA+信用债	-1	-2	-2	-	AA+信用债	-11	-45	-55	-
AA信用债	5	-1	-3	-	AA信用债	-1	-2	-1	-	AA信用债	-33	-62	-53	-
AA-信用债	5	-1	-3	-	AA-信用债	-1	-2	-1	-	AA-信用债	-31	-59	-51	-

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	0.60	0.38	0.27	0.11	国债	0.01	0.05	0.04	国债	-	-	-
国开债	0.59	0.27	0.21	0.08	国开债	0.00	0.03	0.06	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.52	0.27	0.15	-	AAA信用债	0.00	0.03	-	AAA信用债	0.21	0.40	0.34
AA+信用债	0.50	0.29	0.16	-	AA+信用债	0.03	0.09	-	AA+信用债	0.14	0.43	0.45
AA信用债	0.36	0.13	0.07	-	AA信用债	0.00	0.32	-	AA信用债	0.07	0.09	0.03
AA-信用债	0.46	0.18	0.12	-	AA-信用债	0.00	0.32	-	AA-信用债	0.29	0.41	0.38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年12月1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，信用债利率短端上行长端下行，其中1Y券种整体上行5BP, 上行幅度最大。利率债短端上行长端下行，10Y国债下行4BP，下行幅度最大。一方面，PMI数据低于预期带动利率下行，同时短端利率受到债券供需影响有所抬升。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	-1	国债	0	-1	0	国债	-18	-15	-9
国开债	-3	1	0	国开债	2	1	0	国开债	-24	-19	-6
AAA信用债	-2	0	-	AAA信用债	0	1	-	AAA信用债	-32	-14	-
AA+信用债	-3	-2	-	AA+信用债	-1	-1	-	AA+信用债	-35	-10	-
AA信用债	-6	-2	-	AA信用债	-1	0	-	AA信用债	-28	8	-
AA-信用债	-6	-2	-	AA-信用债	-1	0	-	AA-信用债	-28	9	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年12月1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仅部分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	3	3	2	AAA信用债	3	1	1	AAA信用债	-22	-29	-25
AA+信用债	3	3	0	AA+信用债	3	0	-1	AA+信用债	-38	-48	-39
AA信用债	3	0	-3	AA信用债	3	0	0	AA信用债	-60	-65	-37
AA-信用债	3	0	-3	AA-信用债	3	0	0	AA-信用债	-58	-62	-35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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，上周利差整体走阔，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。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.56	2.73	2.74	--	--
国有银行	2.40	2.62	2.60	2.60	2.60
股份银行	2.43	2.65	2.64	2.57	2.65
城商行	2.58	2.72	2.74	2.85	2.85
农商行	2.63	2.79	2.74	2.71	2.74
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	25	7	5	--	--
国有银行	20	9	6	8	4
股份银行	23	11	9	0	3
城商行	29	3	8	15	5
农商行	28	12	3	-4	2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	1140.5	949.2	248.1	25.32	766.71
国有银行	138	188	4	2	318
股份银行	678	524	35	0	338
城商行	236	183	124	12	100
农商行	89	55	85	11	12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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 1M 股份银行上行 23BP，3M 股份银行上行 11BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.69	2.88	2.97	AAA+	19.27	30.76	30.21	AAA+	0.057	0.489	0.288
AAA	2.76	2.94	3.10	AAA	25.43	36.38	42.92	AAA	0.072	0.358	0.324
AAA-	2.80	2.99	3.23	AAA-	30.21	42.20	56.23	AAA-	0.051	0.252	0.418
AA+	2.85	3.12	3.36	AA+	35.21	55.20	69.23	AA+	0.042	0.381	0.345
AA	2.92	3.25	3.67	AA	42.21	68.20	100.23	AA	0.037	0.09	0.017
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.80	2.97	3.11	AAA	30.29	39.77	43.79	AAA	0.095	0.369	0.169
AA+	2.87	3.08	3.26	AA+	36.88	50.66	58.74	AA+	0.072	0.246	0.121
AA	2.96	3.26	3.50	AA	45.88	69.16	83.24	AA	0.073	0.266	0.098
AA(2)	3.05	3.45	3.91	AA(2)	54.88	88.16	124.24	AA(2)	0.046	0.143	0.104

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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，上周利差有所走阔。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	2.83	2.98	3.10	3.22	3.30	利率变化(BP)	2.29	-0.25	-1.54	-2.27	-2.43	利率分位数	0.40	0.36	0.29	0.19	0.18
当前利差	12.32	17.69	24.85	35.66	35.15	利差变化(BP)	1.59	-2.65	-2.31	-3.62	-4.79	利差分位数	0.37	0.47	0.43	0.48	0.51

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 12 月 1 日。

上周二级资本债收益率整体下行。其中 5Y 下行 2.43BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.4 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-	2.89	3.18	3.37	3.49	AAA-	17.86	33.17	42.78	49.58	AAA-	1.46	0.10	-1.90	1.26
AA+	2.90	3.20	3.41	3.53	AA+	14.15	30.41	41.86	48.25	AA+	1.46	-1.89	-1.90	-0.74
AA	3.01	3.33	3.74	3.88	AA	17.15	35.41	60.86	69.25	AA	3.46	-1.89	-4.90	-3.74
AA-	4.11	4.62	5.21	5.35	AA-	106.15	137.41	180.86	189.25	AA-	3.46	-5.89	-4.90	-3.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

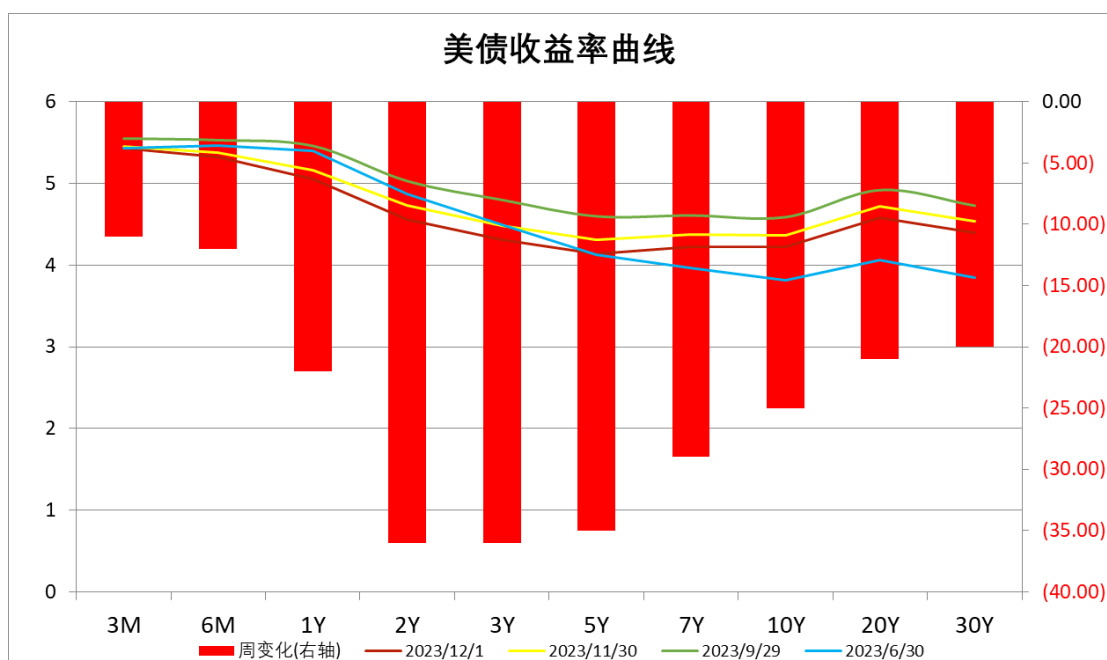
永续债方面利率短端上行长端下行，其中 3YAA-下行幅度最大，达 5.89BP；1YAA 及 AA-上行幅度最大，达 3.46BP。

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	2.72	2.95	3.10	3.21	AAA级RMBS	22.25	37.89	43.29	44.57	AAA级RMBS	0.195	0.586	0.44	0.108
AAA级消金	2.88	3.05	3.22	3.49	AAA级消金	38.39	48.16	55.06	72.02	AAA级消金	0.172	0.381	0.168	0.236
AAA级企业ABS	2.95	3.19	3.44	3.58	AAA级企业ABS	45.24	62.09	76.47	81.59	AAA级企业ABS	0.017	0.107	0.121	0.008
AAA级ABN	2.90	3.15	3.33	3.57	AAA级ABN	40.12	57.35	66.01	79.86	AAA级ABN	0.056	0.361	0.176	0.126

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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 12 月 1 日.

美债方面，利率整体下行。其中，2Y 及 3Y 下行 36BP，下行幅度最大。一方面，PCE 数据与此前公布的 CPI 数据保持一致显示通胀仍处于下行通道中，同时 PMI 数据维持低位表面经济仍在走弱带动降息预期走强，在此背景下美债利率大幅下行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 34BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 17 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 经济底部震荡，政策效果待观察

11 月官方制造业 PMI49.4，预期 49.7，前值 49.5，供需延续回落。生产端，11 月生产指数 50.7%，回落 0.2 个百分点，原材料库存指数回落 0.2 个百分点，产成品库存指数回落 0.3 个百分点，制造业处于去库状态，企业生产经营活动预期指数较上月上升 0.2 个百分点。需求侧，11 月新订单指数 49.4%，回落 0.1 个百分点，需求继续弱于供给。新出口订单指数 46.3 %，较上月回落 0.5pct，出口环比动能延续走弱。结构上，医药、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业新订单指数维持高景气，此前低库存支撑的化纤、纺织景气度边际回落。价格方面，原材料价格指数 50.7%，较上月回落 1.9pct，11 月原油价格回落，黑色、水泥价格回升。非制造业方面，11 月官方非制造业 PMI 为 50.2，预期 50.9，前值 50.6。

其中服务业商务活动指数 49.3%，较上月下降 0.8 个 pct，主因国庆出游回落及流感。建筑业商务活动指数较上月上升 1.5pct，与临近年末竣工加速有关。整体看，11 月 PMI 延续走弱，主因需求偏弱，结构上内生性动能依旧偏弱，预计后续政策落地叠加出口同比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	49.4	----	----	49.5
工业增加值:当月同比	----	4.83	----	4.6
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	2.58	----	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	----	11.8	----	7.6
出口金额:当月同比	----	1.98	----	-6.4
社会融资规模:当月值	----	19398	----	18452
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9.3
M2:同比	----	10.23	----	10.3
社融-M2	----	----	----	-1
CPI:当月同比	----	-0.11	----	-0.2
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.82	----	-2.6

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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)	----	----	5.20	----	----	2.10	----	----	2.20	----	----	震荡
PMI	46.70	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	----	3.01	3.42	3.41	3.37	3.20	3.96	4.45	4.44	5.19	5.48	震荡下行
核心PCE	----	3.46	3.65	3.80	4.25	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 12 月 1 日.

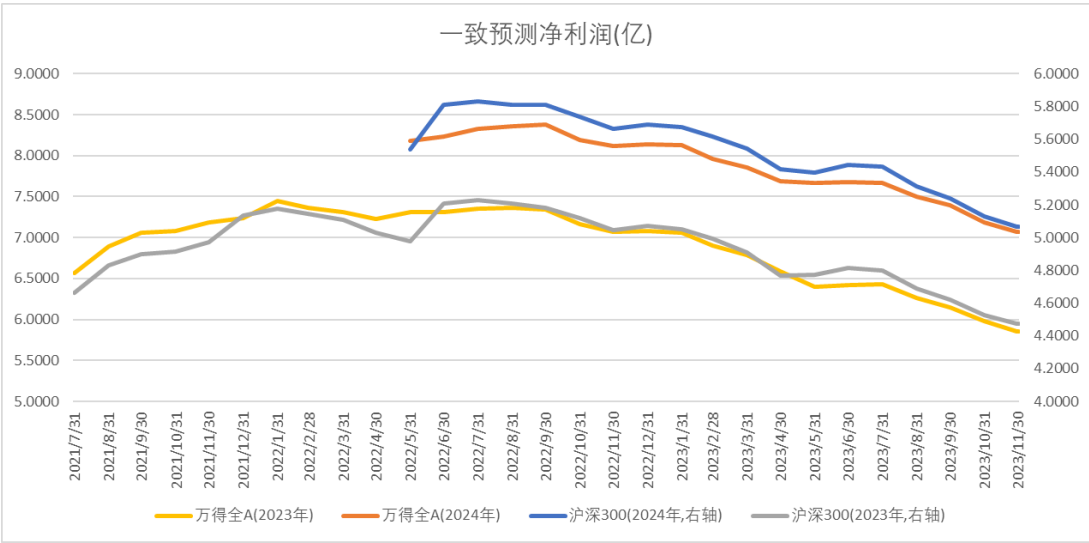
4.2 股票市场观点

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 PE12.58 倍，处于 14%分位水平，股权溢价率 3.14%，处于 88%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

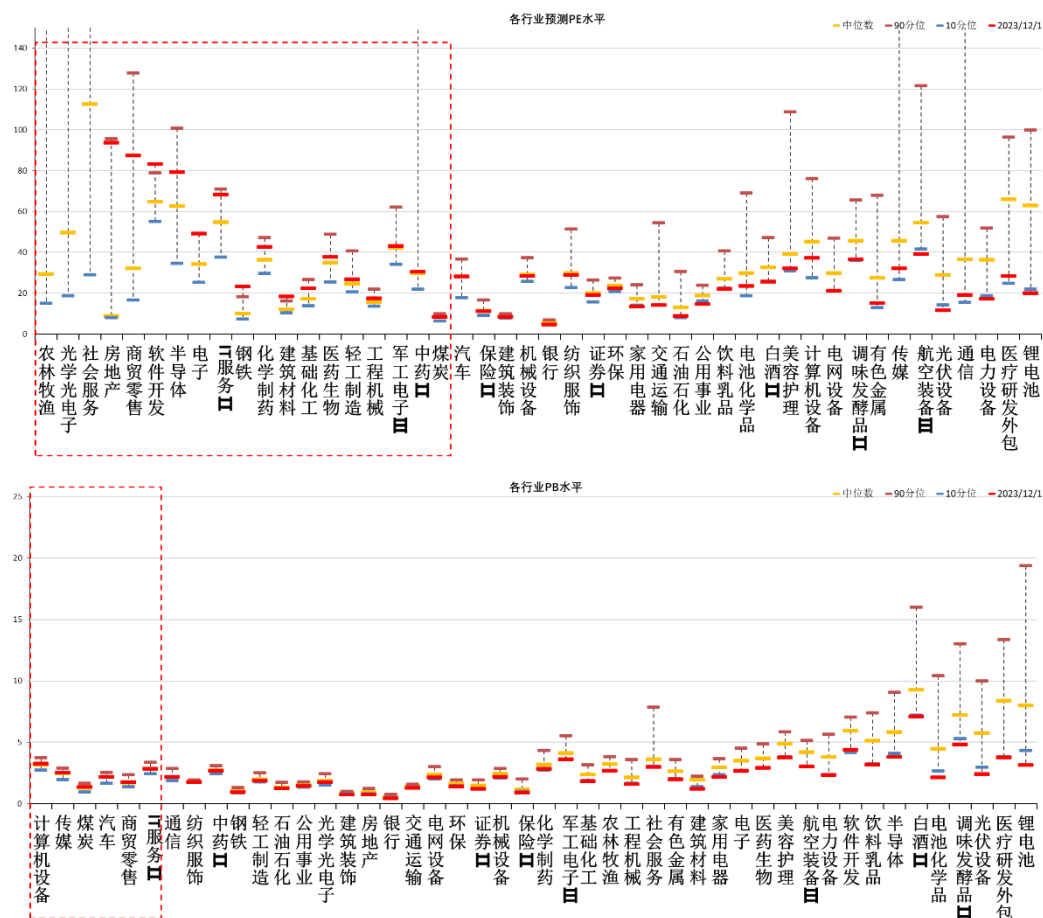
指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	9.65	8.42	1.13	7.59	0.30	0.15	0.09	0.86
沪深300	10.95	9.08	1.20	6.37	0.05	0.07	0.00	0.99
中小板指	19.43	13.91	2.46	2.38	0.03	0.02	0.00	0.97
创业板指	28.24	18.95	3.73	0.77	0.01	0.03	0.04	0.99
中证500	22.48	15.15	1.64	1.68	0.35	0.22	0.09	0.74
万得全A	16.93	12.58	1.50	3.14	0.24	0.14	0.04	0.88
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	8.01	0.84	8.27	0.01	0.02	0.79		
标普500	23.94	4.21	-0.04	0.56	0.76	0.07		
纳斯达克指	40.75	5.28	-1.77	0.67	0.64	0.06		
德国DAX	12.33	1.55	----	0.11	0.29	----		
法国CAC40	13.31	1.69	----	0.14	0.43	----		
英国富时100	9.96	1.57	----	0.03	0.22	----		
韩国综合指	19.09	0.92	----	0.70	0.52	----		
台湾加权指	16.90	1.84	----	0.61	0.37	----		
日经225	19.77	1.80	----	0.66	0.67	----		
胡志明指数	11.97	1.61	----	0.18	0.02	----		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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 12 月 1 日. 分位数为过去 5 年。

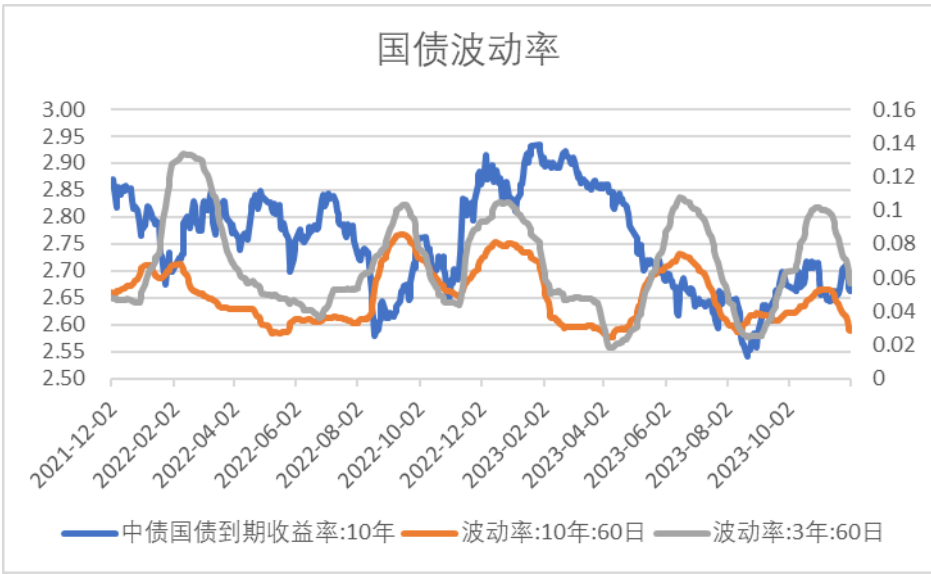
4.2.2 上周，美国 10 月 PCE 延续降温，带动美债利率明显回落，但国内 11 月制造业 PMI 延续收缩，国内基本面预期承压，A 股延续回调，TMT 板块占优。

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，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：

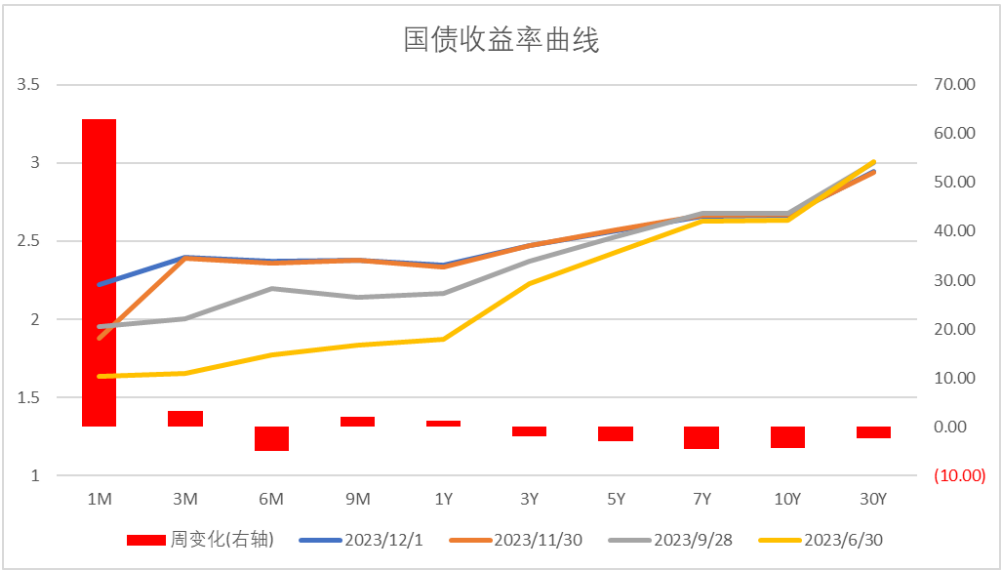
1、国内政策整体转向宽松积极，通胀与出口数据显示经济环比压力最大的时间段或已过去，此前受损严重的成长风格有反弹动能，关注消费、医药、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业。

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	101.6250	101.6600	427,524.0000	136,016.0000	2.5513	0.0009
	-0.401822904	-0.3675	37,969.0000	8260		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 12 月 1 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 12 月 1 日

- 4.3.1 上周，债市利率窄幅震荡，主要影响因素有：央行发布三季度货币政策执行报告，11 月制造业 PMI 连续两个月处于收缩区间。
- 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。