

复苏预期升温，外冷内热持续

一、重要信息点评

1. 疫情管控政策积极调整：6月28日，国务院联防联控机制发布第九版新冠肺炎防控方案，将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”。6月29日，国家工信部取消通信行程卡“星号”标记。隔离防控时长的调整与行程卡摘星一定程度上便利人员流动和物流恢复，防疫政策的调整对经济复苏有积极影响，消费需求有望得到提振。

2. 6月30日，国务院常务会议决定运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限2年。该工具大概率为市场化发行政策性金融债，可以解决基建项目资本金断档期问题，但仍无法完全填补今年财政收支缺口，7月底政治局会议上更多增量财政政策仍可期待。

3. 6月30日，国家统计局发布6月PMI数据。6月官方制造业PMI上行0.6个百分点至50.2%，前值49.6，预期50.5。从分项指数看，生产指数与新订单指数均回到扩张改善区间，生产修复快于需求，产成品库存指数回落，制造业被动去库存的复苏期特征，生产经营活动预期改善，供应效率显著改善。通胀压力继续缓解，中下游制造业成本压力减轻，预计PPI回落节奏加快。6月非制造业商PMI大幅超预期，其中服务业PMI回升7.2个百分点至54.3%，建筑业回升4.4个百分点至56.6%：

非制造业PMI上行6.9个百分点至54.7%，前值47.8，预期50.5。服务业景气面环比改善明显，反映了疫后大幅回补现象。土木建筑业指数环比回落4.8个百分点至57.9%，或与近期南方降雨洪涝影响户外施工进度有关。

总体来看，6月疫情缓解与政策加码下，经济呈小复苏状态，企业生产经营情况与5月份相比发生积极变化，企业产需加快释放，服务业市场需求有所回暖。

4. 6月30日，美国商务部公布美国5月份PCE物价指数年率为4.7%，创去年11月以来新低，较前值有所回落，意外低于市场预期，一定程度上减小了美联储进一步紧缩的概率。但同时，美国5月个人收入环比增长0.5%，与前值持平，

个人消费支出环比增长 0.2%，低于前值 0.6%，经通胀调整后 5 月支出实际上环比下降 0.4%，为今年以来首次下降，加剧了市场对经济衰退的担忧。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/7/1	2022/6/30	2022/6/29	2022/6/28	2022/6/27	
7天逆回购	100	800	1000	1100	1000	4000
	上周到期	1000	上周投放	4000	上周净投放	3000

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

上周央行 OMO 投放 4000 亿，同时到期 1000 亿，共计净投放 3000 亿，属于跨月常规操作。近期央行 OMO 保持平稳，显示货币处在央行较为满意的合理宽松区间。

生产	2022/5/10	2022/5/20	2022/5/31	2022/6/10	2022/6/20	
日均产量粗钢重点企业(旬)	230.53	229.91	231.93	228.86	225.79	↘
	2022/6/3	2022/6/10	2022/6/17	2022/6/24	2022/7/1	
主要钢厂产量 螺纹钢全国当周值	297.62	305.60	305.34	287.91	287.91	震荡下行
库存 主要钢材品种合计 同比	8.65	8.67	8.80	4.39	-0.12	↘
	2022/6/2	2022/6/9	2022/6/16	2022/6/23	2022/6/30	
开工率 汽车轮胎 全钢胎	56.09	53.03	58.97	59.11	58.80	↗
开工率 汽车轮胎 半钢胎	64.92	63.36	64.71	63.60	64.60	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

生产数据方面，粗钢产量维持下行，螺纹钢产量开始震荡下行，同时钢材库存也延续了下行趋势，钢材数据一定程度上反应了疫情缓和后生产动能有所回落。另一方面，汽车轮胎开工率在持续恢复了一段时间后维持震荡上行。从生产数据来看，疫情缓解后生产需求修复性的回补可能已经告一段落。

需求	2021/7/1	2022/6/10	2022/6/17	2022/6/24	2022/7/1	趋势
商品房成交面积 本月以来	72.95	32.77	43.32	49.86	48.91	↗
商品房成交面积 一线城市 本月以来	17.40	7.98	10.20	11.01	10.55	↗
商品房成交面积 二线城市 本月以来	37.71	16.27	23.57	29.02	26.25	↗
商品房成交面积 三线城市 本月以来	17.84	8.53	9.55	9.83	12.11	↗
	2022/5/31	2022/6/5	2022/6/12	2022/6/19	2022/6/26	
过去一月日均销量 乘用车 厂家批发 同比	1.66	3.88	18.46	47.27	37.20	↗
过去一月日均销量 乘用车 厂家零售 同比	-14.69	-9.75	0.78	9.90	20.06	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

需求数据方面，商品房成交面积加速上行显示各地房地产政策开始收到成效，虽然地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距，但缺口正在逐步收窄。此外，车辆销售数据也持续上行，反映了本轮全国大范围疫情后消费得到了一定的修复。

价格	2021/6/30	2022/6/9	2022/6/16	2022/6/23	2022/6/30	
农产品批发价格200指数	109.41	115.21	114.50	114.40	115.60	拐头向上
价格生猪外三元	16.42	16.01	16.62	17.52	20.39	↗
平均批发价猪肉	22.99	21.04	21.19	21.67	24.10	↗
粮油批发价格200指数	106.53	116.61	116.89	116.81	117.00	高位
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.17	4.04	4.09	4.10	4.15	低位
平均批发价7种重点监测水果	5.96	7.47	7.30	7.14	6.97	震荡下行
南华工业品指数	3,088.65	4,135.71	3,933.31	3,708.08	3,731.97	高位震荡
现货价原油 英国布伦特D td	76.26	128.99	124.34	117.45	120.54	高位震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

价格数据方面, 农产品价格季节性见底回升。其中, 蔬菜价格低位企稳, 生猪价格加速上行, 同时水果价格则维持震荡下行, 粮油价格在俄乌局势扰动下仍维持高位。值得注意的是, 猪肉价格上周上行斜率有所加大, 后续仍需关注 CPI 食品项的上行压力。PPI 影响因素方面, 石油价格上上周有所回落后上周再度回升。后续一方面美国在大幅释放石油储备后存在补库存需求, 同时 OPEC 增产能力有待观察背景下俄罗斯石油供给缺口如何填补也引发市场担忧, 因此石油价格在需求下行前恐将维持高位, 同时也带动工业品价格整体高位震荡。

	上周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-4.72	-0.86	-43.33
COMEX黄金	-0.92	-0.25	-0.86
LM E铝	-0.36	-0.10	-12.07
LM E铜	-4.21	-4.12	-17.13
CBOT玉米	-7.40	-7.15	2.32
CBOT大豆	-1.43	-5.61	4.18

	2022/7/1	2022/6/24	2022/6/30	2022/1/1
ICE布油	111.48	108.99	109.2	77.94
COMEX黄金	1812.9	1828.1	1808	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格除石油外均有所下行。其中, 铜及玉米分别跌 4.21%及 7.40%, 跌幅最大。ICE 布油期货收于 111.48 美元, COMEX 黄金价格收于 1812.9 美元。

	上周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	98.57	41.03	914.59
美元兑人民币	117.00	29.00	3489.00

	2022/7/1	2022/6/24	2022/6/30	2022/1/1
美元指数	105.116	104.1303	104.7057	95.9701
美元兑人民币	6.7015	6.6898	6.6986	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

上周美元指数上行 98.57BP, 在此背景下人民币上周贬值 117 个基点。

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	17.40%	82.60%	0.00%	0.00%						
2022/9/21	0.00%	0.00%	14.30%	70.80%	14.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	8.60%	48.40%	37.10%	5.90%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	18.00%	45.70%	29.70%	4.50%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	1.60%	14.70%	40.00%	33.00%	9.70%	0.90%	0.00%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	1.40%	13.00%	36.60%	33.90%	12.80%	2.10%	0.10%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.80%	8.20%	26.90%	35.10%	21.50%	6.50%	0.90%	0.10%
2023/6/14	0.00%	0.40%	4.40%	17.20%	30.80%	28.50%	14.30%	3.80%	0.50%	0.00%
2023/7/26	0.20%	2.30%	10.40%	23.60%	29.70%	21.80%	9.40%	2.30%	0.30%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

美联储加息预期方面, 目前市场预期 7 月 FOMC 会议将继续加息 75BP, 在此基础上 9 月继续加息 50BP。概率方面, 7 月加息 75BP 的概率为 82.6%, 较上上周有所回落。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

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	9	0	2	3	2	7	0	2	8	3	36
上上周	7	0	1	5	2	5	4	0	4	2	30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

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	15	12	2	9	0	9	0	0	2	37
	发行规模(亿元)	483.15	282.99	21.33	68.55	0.00	23.78	0.00	0.00	0.22	597.04
上上周	数量	12	8	2	0	0	6	0	0	4	24
	发行规模(亿元)	325.34	132.23	4.06	0.00	0.00	20.60	0.00	0.00	21.19	371.19
本月以来	数量	0	0	0	1	0	1	0	0	0	2
	发行规模(亿元)	0.00	0.00	0.00	6.26	0.00	2.98	0.00	0.00	0.00	9.24

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 36 支, 其中普通混合型基金 9 支, 债券类基金 (17 支) 多于股票类基金 (7 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边, 上周基金共计发行 597.04 亿, 发行规模较上上周有所增加, 同时相比此前仍属于较大规模发行。此前股票市场的剧烈波动导致股票类基金发行规模大幅低于债券类基金。

	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	-1.50	-1.02	-16.27
科创50	-1.13	-1.50	-22.11
偏股混合型基金指数	1.08	-0.35	-10.27
中证500	1.10	-0.24	-12.51
万得全A	1.37	-0.28	-9.78
沪深300	1.64	-0.41	-9.59
中小板指	2.21	0.06	-11.51
上证50	2.37	-0.43	-7.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

A 股表现来看, 上周主要板块最后中除创业板及科创板分别跌 1.50%及 1.13%外其余均有所上涨。其中, 上证 50 涨 2.37%, 涨幅最大。防疫政策力度有所下降使市场对后续经济复苏力度产生一定的乐观情绪。偏股基金指数涨 1.08%。

	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	0.84	-0.15	-14.26
小盘指数	1.06	-0.07	-13.25
低市净率指数	1.33	-0.09	-0.92
高市净率指数	1.44	-0.41	-10.12
低市盈率指数	1.56	-0.15	-2.27
大盘指数	1.77	-0.37	-8.75
茅指数	3.24	-0.50	-11.28
绩优股指数	3.87	-0.07	-11.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

上周 A 股各风格指数中绩优股及茅指数表现较好, 分别涨 3.87 及 3.24%。另一方面, 高 PE 及小盘指数则仅上涨 0.84%及 1.06%, 表现相对较差。

今年以来, A 股市场风格切换较为频繁, 市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈, 股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
汽车	-3.70	社会服务	-3.79	电子	-24.45
电力设备	-2.47	美容护理	-1.97	计算机	-24.07
非银金融	-1.30	商贸零售	-1.73	传媒	-23.28
农林牧渔	-0.85	交通运输	-1.40	国防军工	-20.32
国防军工	-0.66	传媒	-1.32	轻工制造	-15.83
房地产	4.27	基础化工	1.14	交通运输	-2.10
有色金属	4.28	有色金属	1.59	建筑装饰	-2.02
建筑材料	4.36	钢铁	1.73	综合	-1.83
商贸零售	4.75	环保	2.00	有色金属	-0.81
煤炭	5.85	公用事业	2.07	煤炭	31.64

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

行业方面, 上周呈现了一定的热点切换。汽车、电力设备及国防军工三个此前表现较好的成长行业上周分别跌 3.70%、2.47%, 及 0.66%, 跌幅居前。另一方面, 4 月疫情后修复阶段表现平平的稳增长相关行业上周表现较好。其中, 煤炭、建筑材料, 及房地产行业上周分别涨 5.85%、4.36%及 4.27%, 涨幅居前。此外, 受到疫情管控政策放松的影响, 市场对终端消费及服务产生了乐观情绪, 商贸零售涨 4.75%, 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	0.65	0.00	-6.57
恒生科技指数	0.53	0.00	-14.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

港股方面, 恒生指数涨 0.65%, 恒生科技指数涨 0.53%。美国市场参与者开始为衰退定价, 在此背景下美联储紧缩预期有所缓和, 港股整体小幅回暖。

	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	-4.13	0.90	-28.87
标普500	-2.21	1.06	-19.74
标普中盘400	-1.65	1.19	-19.22
道琼斯工业指数	-1.28	1.05	-14.42
标普小盘600	-1.20	0.93	-18.78

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

美股方面, 上周美股整体回落, 其中纳斯达克指数跌 4.13%, 涨幅最大。美国 PCE 低于预期使市场担心需求下行导致美国经济衰退, 在此背景下美股表现不佳。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-6.27	-3.26	-21.27
韩国KOSDAQ	-2.77	-2.14	-29.45
法国CAC40	-2.34	0.14	-17.08
德国DAX	-2.33	0.23	-19.34
日经225	-2.10	-1.73	-9.92
英国富时100	-0.56	-0.01	-2.92
印度SENSEX30	0.34	-0.21	-9.18
胡志明指数	1.13	0.11	-19.98

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

其他海外市场方面, 台湾市场跌 6.27%, 跌幅最大; 越南市场涨 1.13%, 涨幅最高。上周亚洲及欧洲市场表现相对较差, 新兴市场表现相对较好。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.50	1.76	1.42	1.67
较上上周变化(BP)	1	-48	-1	-12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

上周货币市场利率整体在跨月后回落至低位, 其中利率最高的 R007 仅为 1.76 %, 货币市场流动性仍然较为宽松。

债券类型-W ind 二级分类	上周发行规模(亿)	上上周发行规模(亿)	下周计划发行规模(亿)
政府债	7088.2936	8486.0587	3965.2153
企业债	2352.2774	2375.007258	1210.162723
总计	11522.471	14836.26596	5430.978023

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日. 政府债和企业债中均不包含同业存单。

债券发行方面, 上周总计发行 11522.47 亿, 利率债及信用债发行规模较上上周均有所回落。

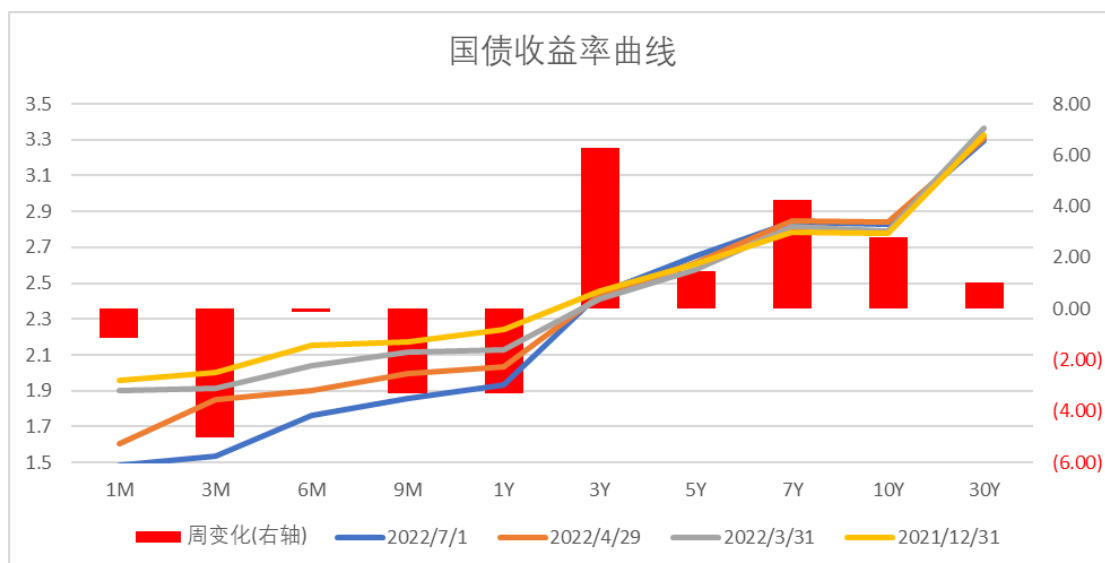
上周新发专项债规模	2653.529
上上周新发专项债规模	2260.748
本月以来新发专项债	0
上月新发专项债	6770.361

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

专项债发行方面, 上周发行规模为 2653.529 亿元, 较上上周增加。此前国务院要求地方尽快将本年的专项债额度发行完毕, 因此近期专项债发行规模有所增加。此外, 对比 21 年前 5 个月 (累计 10143.95 亿), 22 年财政前置的特征非常明显。

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-3	6	1	3	国债	-2	0	0	0	国债	-31	-1	4	5
国开债	-2	2	3	5	国开债	-1	0	0	1	国开债	-31	4	1	-3
AAA信用债	0	1	2	-	AAA信用债	0	-2	-2	-	AAA信用债	-36	-8	4	-
AA+信用债	0	1	2	-	AA+信用债	0	-2	-2	-	AA+信用债	-36	-10	1	-
AA信用债	2	1	2	-	AA信用债	0	-2	-2	-	AA信用债	-44	-49	-20	-
AA-信用债	2	1	2	-	AA-信用债	0	-2	-2	-	AA-信用债	-43	-48	-19	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体呈窄幅震荡上行，各期限等级的券种上行 2BP 以内。利率债呈现出一定的短端下行，长端上行，其中 3M 国债下行幅度最大，达 5BP；3Y 上行幅度最大，达 6BP。债券收益率的震荡反映了 PMI 虽然进入 50 以上的扩张区间，但市场对于经济是否真正回暖存在一定分歧。其中部分观点认为 50.2 的复苏力度低于预期，同时也有部分观点认为这是由于配送时间指数的编制逻辑出现了反转对 PMI 产生了一定的拖累。整体来看，此前由于疫情反复导致债券收益率整体下行了一段时间，但需要注意的是稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续收益率下行空间有限。

最新收益率						一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.92	2.33	2.24	—	—	总体	-1.48	34.25	9.34	—	—
国有银行	2.15	1.70	2.00	2.19	2.28	国有银行	0.00	-5.00	0.00	0.00	1.00
股份银行	1.70	1.82	1.99	2.25	2.30	股份银行	5.00	5.71	3.00	0.50	0.70
城商行	1.87	2.41	2.42	2.56	2.57	城商行	-11.57	41.68	22.81	10.56	-2.59
农商行	2.05	2.10	2.22	2.22	2.46	农商行	4.00	8.17	-5.92	-14.71	7.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈上行，其中 9M 农商行下行幅度最大，达 14.71BP；3M 城商行上行幅度最大，达 41.68BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.35	2.82	3.20	AAA+	34.07	21.12	40.94	AAA+	0.243	0.043	0.713
AAA	2.39	2.93	3.31	AAA	38.85	31.82	51.85	AAA	0.243	0.07	0.652
AAA-	2.45	3.03	3.41	AAA-	44.59	41.68	61.77	AAA-	0.212	0.146	0.549
AA+	2.50	3.11	3.48	AA+	49.59	49.68	68.77	AA+	0.172	0.105	0.265
AA	2.60	3.30	3.98	AA	59.59	68.68	118.77	AA	0.075	0.025	0.372

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.40	2.92	3.30	AAA	39.17	31.28	51.04	AAA	0.191	0.031	0.418
AA+	2.48	3.05	3.43	AA+	47.81	44.21	64.05	AA+	0.183	0.033	0.223
AA	2.57	3.19	3.70	AA	56.81	57.71	90.55	AA	0.143	0.025	0.169
AA Q)	2.68	3.49	4.13	AA Q)	67.81	87.71	133.55	AA Q)	0.094	0.085	0.263

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 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。

中短票据方面，目前仅高等级 5Y 票据与国开债之间的利差处于较高历史分位数区间，其余券种的获利空间不大。城投方面，不同期限及等级的券种与国开债间的利差分位数基本都在 0.3 分位数以下，配置价值不大。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	利率变化 (BP)	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.46	2.75	3.02	3.31	3.43	利率变化 (BP)	-3.20	-0.88	-2.74	-1.36	-3.35	利率分位数	0.07	0.10	0.10	0.12	0.13
当前利差	11.84	14.13	19.68	33.21	29.38	利差变化 (BP)	-0.12	1.80	-0.17	-0.98	-3.82	利差分位数	0.21	0.17	0.10	0.47	0.33

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 2022 年 7 月 1 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.56	3.15	3.57	3.80	AAA-	55.32	53.52	77.53	74.73	AAA-	1.18	3.02	0.06	1.07
AA+	2.61	3.19	3.63	3.86	AA+	60.76	58.21	83.59	80.71	AA+	3.18	5.01	0.06	1.07
AA	2.74	3.32	3.83	4.06	AA	73.76	71.21	103.59	100.71	AA	1.18	3.01	1.06	2.07
AA-	3.87	4.53	5.05	5.28	AA-	186.76	192.21	225.59	222.71	AA-	0.18	-0.99	-1.94	-0.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

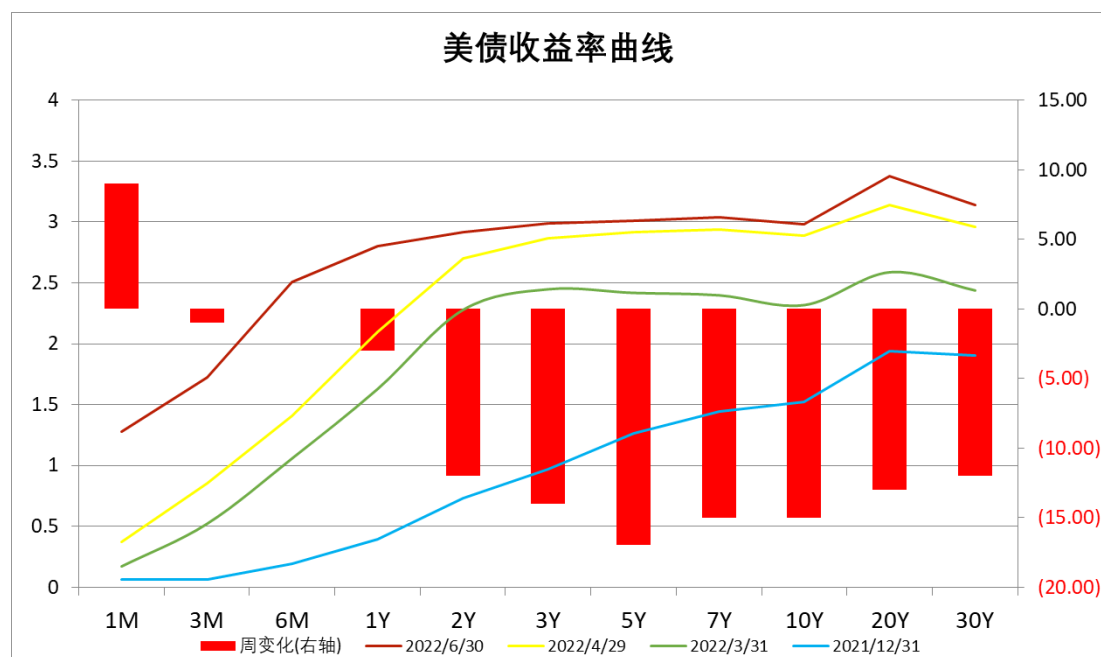
上周二级资本债收益率整体呈下行。其中 5Y 下行 3.35BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.1 左右，利差位于 0.5 分位数以下，整体配置价值较低。永续债方面，3YAA+上行幅度最大，达 5.01BP；5YAA-下行幅度最大，达 1.94BP。

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	2.43	2.91	3.22	3.59	AAA级RMBS	41.99	29.33	42.95	52.92	AAA级RMBS	0.21	0.11	0.18	0.11
AAA级消金	2.48	2.99	3.35	3.76	AAA级消金	47.44	37.45	55.93	70.37	AAA级消金	0.09	0.01	0.02	0
AAA级企业ABS	2.70	3.26	3.66	4.01	AAA级企业ABS	68.93	64.63	86.23	95.09	AAA级企业ABS	0.22	0.04	0.38	0.09
AAA级ABN	2.56	3.08	3.46	3.88	AAA级ABN	55.40	46.73	67.10	82.11	AAA级ABN	0.08	0.01	0.03	0.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 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，目前各个类型及期限的 ABS 中仅企业 ABS 与国开债间利差稍高，其余均处于 0.2 及以下的极低历史分位数区间。整体来看，ABS 配置价值有限。

综合我国各个债券分项来看，各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低或极低分位数水平上，虽然此前疫情扰动导致部分券种有所下行，但在稳增长大背景下后续下行空间有限，应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日。

美债方面，上周美债收益率除 1M、6M 外整体呈下行。其中，1M 上行 9BP，上行幅度最大；同时，5Y 则下行 17BP，下行幅度最大。核心 PCE 不及预期后美国证券市场开始担心需求下行并开始为衰退定价，拉动债券收益率下行。

四、资产配置观点

指标	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	趋势
PMI	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	50.10	50.40	↗
工业增加值当月同比	----	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	5.79	5.39	5.19	4.98	5.45	5.60	拐头向上
GDP 不变价当季同比	----	----	----	4.80	----	----	5.19	----	----	4.85	----	----	↘
固定资产投资完成额累计同比	----	6.20	6.80	9.30	12.20	----	3.90	3.89	3.93	4.00	4.20	4.18	↘
固定资产投资完成额制造业累计同比	----	10.60	12.20	15.60	20.90	----	5.36	4.75	3.99	3.60	3.12	2.63	↘
房地产开发投资完成额累计同比	----	-4.00	-2.70	0.70	3.70	----	5.69	6.40	6.75	7.19	7.70	7.95	↘
固定资产投资完成额基础设施建设投资累计同比	----	8.16	8.26	10.48	8.61	----	1.80	1.56	1.86	1.97	2.30	2.68	----
社会消费品零售总额当月同比	----	-6.70	-11.10	-3.53	6.70	----	3.14	4.45	4.60	3.85	1.50	3.59	拐头向上
出口金额人民币当月同比	----	15.30	1.90	12.90	4.20	21.00	13.92	15.37	13.46	13.78	13.35	8.96	↘
社会融资规模存量同比	----	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	----
M2 同比	----	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	8.20	8.30	↗
社融 M2	----	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	1.30	1.70	2.10	2.40	↘
CPI 当月同比	----	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	----
PPI 全部工业品当月同比	----	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50	10.70	9.50	9.00	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日. 深红色数据为两年同比.

4.1.1 6 月经济小复苏，稳增长持续发力

6 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 均回升至荣枯线以上，经济延续疫后复苏状态。

制造业方面，生产和新订单指数均回到扩张区间，生产修复快于需求。产成品库

存回落，反映出制造业被动去库存，呈现出典型的复苏期特征。新出口订单韧性较强，前期积压订单的赶工生产继续对出口形成支撑，但后面仍需关注外需下行对出口增速的压制。价格层面看，原材料价格回落，中下游成本压力正在逐步减轻。

非制造业方面，服务业景气面环比改善明显，生产性服务业的回升幅度大于消费性服务业，景气靠前的主要是受益于政策和场景约束解除的交通运输和餐饮，疫后回补现象明显。建筑业 PMI 回升，但仍低于季节性，主因地产拖累，基建依旧持续发力。往后看，短期内专项债发行使用密度比较高，三季度基建投资大概率继续提速，此后更多增量财政政策值得关注。

总体来看，6 月在疫情缓解与政策加码下，经济呈修复态势，制造业 PMI 虽低于市场预期，但主因配送指数倒挂，经济真实改善幅度更大，整体经济改善力度与 2020 年疫后相比偏弱，疫情的长尾效应、地产和出口的压力、美联储加息的制约等因素导致本轮经济呈小复苏状态。

4.1.2 地产方面，本轮地产周期属于“供给偏低+需求偏弱+政策小松”组合，基本面底在 2 季度基本出现。从高频数据看，近期地产销售在显著回暖，截止到 6 月 28 日，30 大中城市日均成交面积同比读数-13%，相比 5 月降幅显著收窄，其中一二线的成交面积修复比较明显，三线城市托底效果不强。此次改善除了托底政策效果有所体现外，还受到一些短期因素影响，后续修复持续性仍待观察。预计后续地产销售数据呈环比弱改善趋势，同比因低基数效应跌幅收窄。

4.1.3 从高频数据看，3 个月国股票据转贴现利率较 5 月低点已回升超 1.5 个百分点，显示信贷融资需求有所改善，6 月社融数据结构或会有所修复。由于基建、房地产边际改善的需求存在滞后性，同时当下钢厂利润端薄弱，部分钢厂主动限产，叠加梅雨季节影响基建工程进度，钢厂开工率持续下降；汽车销量显著改善，6 月前 19 日乘用车日均零售销量同比回升 24%，相较 5 月的全月同比-17%显著提升，购置税政策的强势推出、疫情管控进一步放开对车市复苏有一定促进作用。

4.1.4 疫情的反复冲击成为二季度经济的主要拖累因素，生产活动受到限制，尽管货币政策和财政政策等政策环境继续保持宽松，但稳增长效果会受到一定影响，二季度大概率是企业盈利低点，出口数据在疫后回补的支撑下短期内韧性较足，

但后续仍需观察海外经济衰退带来的需求下降及零售商高库存积压可能带来的出口回落可能对制造业带来的压力。

4.2 股票市场观点

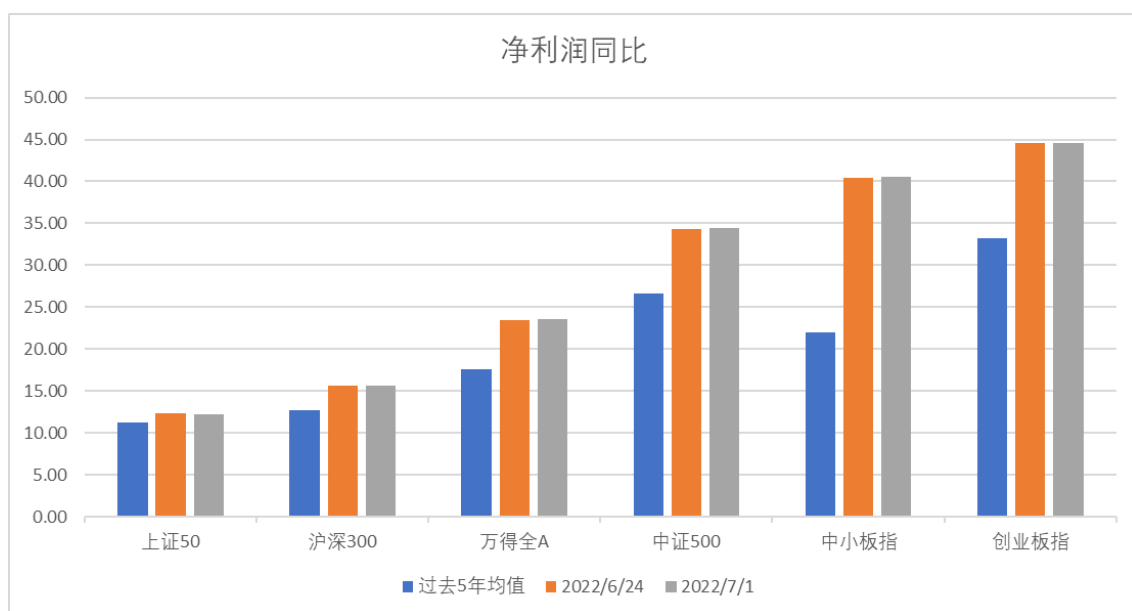
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.95 倍，处于 45%分位水平，股权溢价率 2.44%，处于 75%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	10.83	9.84	1.39	6.18	0.53	0.61	0.80	0.59
沪深300	12.94	11.35	1.53	4.67	0.47	0.53	0.47	0.69
中小板指	34.85	25.00	4.20	-0.19	0.77	0.72	0.58	0.51
创业板指	55.51	36.72	6.73	-1.25	0.62	0.71	0.65	0.81
中证500	21.01	15.40	1.80	1.70	0.25	0.14	0.23	0.83
万得全A	18.21	14.95	1.79	2.44	0.47	0.45	0.45	0.75

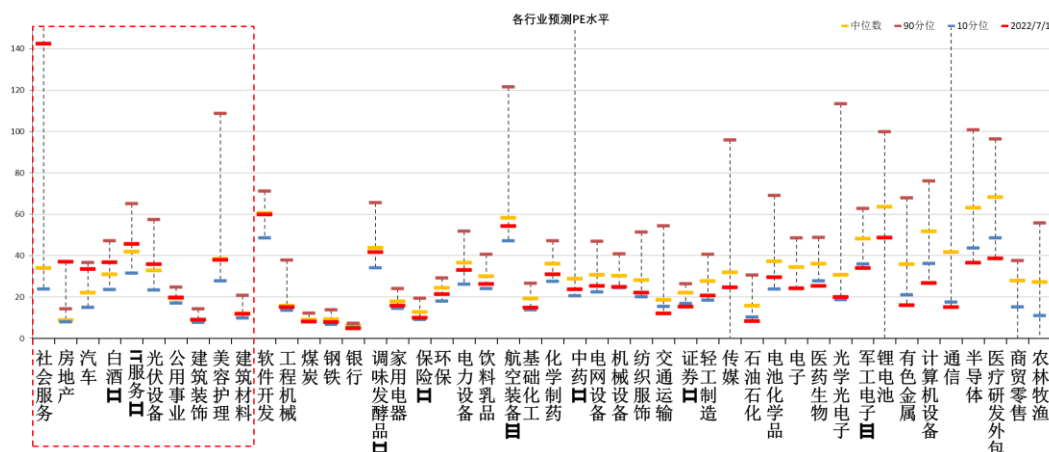
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.96	0.99	7.16	0.25	0.13	0.54
标普500	18.65	3.76	2.48	0.02	0.67	0.76
纳斯达克指数	26.03	4.15	0.96	0.01	0.19	0.66
德国DAX	11.42	1.43	-----	0.00	0.05	-----
法国CAC40	13.37	1.56	-----	0.00	0.31	-----
英国富时100	16.49	1.73	-----	0.25	0.42	-----
韩国KOSDAQ	27.45	1.69	-----	0.00	0.22	-----
台湾加权指数	10.43	1.76	-----	0.00	0.48	-----
日经225	18.49	1.61	-----	0.60	0.13	-----
胡志明指数	13.07	2.02	-----	0.04	0.12	-----
印度SENSEX30	21.42	3.06	-----	0.06	0.48	-----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

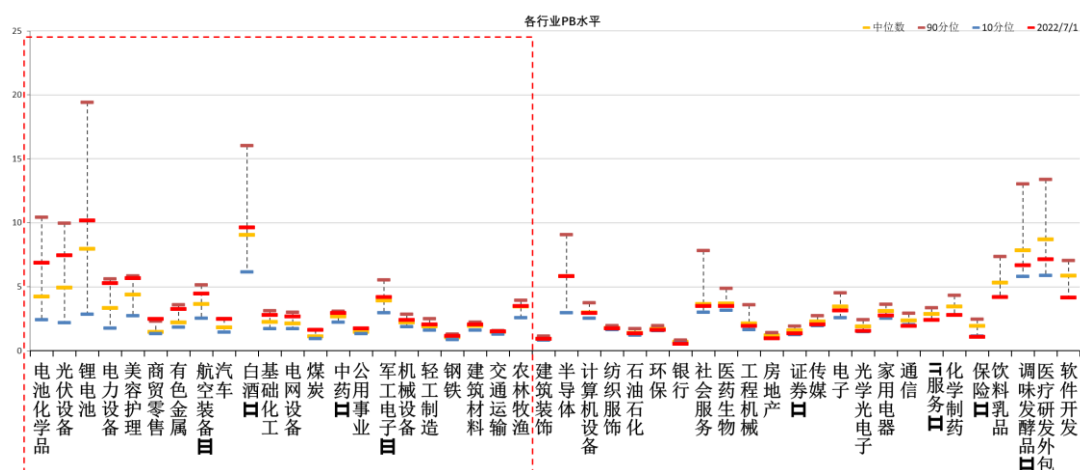


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

分行业看, 少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 半数左右的行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 电池、光伏等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

4.2.2 上周, 在海外市场下跌的背景下, A 股延续上涨, 疫情防控政策放松、经济修复预期提升下, 消费板块表现较好, 同时中报业绩确定性逐渐对市场风格产生影响, 煤炭及新能源上游等能源资源品表现强势。

4.2.3 目前宏观基本面仍是宽货币、弱信用、强预期、弱现实的组合, 超跌反弹动能兑现后, 市场博弈氛围趋浓, 后续需要更多信用扩张与需求回暖的右侧信号, 7 月仍是重要的基本面观测期, 社融结构改善较总量更为重要, 房地产销售数据持续性与企业中长贷是重点。短期内, 以新能源与大消费医药板块均衡配置为主, 适度超配中报业绩更为确定的板块, 市场风格或会逐渐转向长久期下游品种。若下半年内生性信用扩张能够逐步显现, 战略性看多科创、光伏板块。

4.2.4 配置方向上关注:

1、短期内, 市场分化与波动将会加剧, 对此次反弹中比较强势的高景气成长板块如汽车、新能源以跟随交易信号为主。

2、疫情修复后周期的消费医药正在逐步进入中长期配置区间, 或会在中长贷拐点确认后有所表现。随着宽货币向宽信用的逐步传导, 宏观预期趋于稳定, 对业绩高增长与远期成长性的偏好或会相对升温, 同时稳增长的迫切性带动营商环境趋于稳定, 有利于去年受损于政策压制的高盈利行业的基本面改善, 推荐关注与经济复苏相关性较高、受益于营商环境改善及上游降价的食品、啤酒、医美、医疗服务。

3、通胀主线下的煤炭、有色、石油石化等上游板块正在为海外经济衰退定价, 后续景气程度仍需观察海外通胀与经济回落速度, 板块与中游制造形成明显跷跷板效应。

4.3 债券市场观点

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	1.93	2.45	2.65	2.83	国债	0.07	0.17	0.18	0.16
国开债	2.01	2.61	2.79	3.06	国开债	0.06	0.13	0.12	0.12
AAA信用债	2.39	2.88	3.31	-	AAA信用债	0.05	0.06	0.09	-
AA+信用债	2.51	3.02	3.50	-	AA+信用债	0.05	0.06	0.08	-
AA信用债	2.61	3.22	3.97	-	AA信用债	0.05	0.03	0.06	-
AA-信用债	4.97	5.58	6.33	-	AA-信用债	0.07	0.07	0.14	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

期限利差				期限利差一周变化				期限利差分位数			
	3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y
国债	51.31	20.3	17.7	国债	9.58	-4.84	1.32	国债	0.99	0.813	0.514
国开债	60.58	18.1	26.32	国开债	4.07	1.68	1.75	国开债	0.926	0.403	0.842
AAA信用债	48.44	43.19	-	AAA信用债	1.02	0.46	-	AAA信用债	0.815	0.944	-
AA+信用债	48.36	45.19	-	AA+信用债	1.01	-0.54	-	AA+信用债	0.8	0.919	-
AA信用债	50.36	48.19	-	AA信用债	1.01	0.46	-	AA信用债	0.768	0.886	-
AA-信用债	60.36	75.19	-	AA-信用债	-0.99	0.46	-	AA-信用债	0.709	0.92	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 1 日.

4.3.1 上周债券市场表现偏弱, 经济高频数据持续回暖、疫情防控政策放松等利空因素对债市形成压力。经济基本面的爬坑对债市交易空间形成压力, 但地产行业的周期性下行、出口份额的回落及全球贸易增速的下滑、资金来源不足对基建投资的约束使得经济短期内难以找到大幅回暖的抓手, 使得债市总体来说以震荡为主。在目前背景下, 宽信用趋势难以改变, 且外围通胀高居不下, 组合仍应保持短久期防守策略为主。信用债配置上采取保守配置, 主要关注中高等级短端信用债, 获取票息收益为主。转债仍应以防守为主, 发掘中低价投资机会为主。

4.3.2 短期看, 7月中旬发布的经济数据将会对债市走势形成较大影响。长期看, 预计本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局将成为 2022 年全球经济的重要特征, 但数据显示国内通胀压力不大, 不会对货币政策形成掣肘, 货币政策仍会维持偏松状态。国内宽信用预期增强叠加宽货币政策的背景下, 长债利率呈震荡格局。此后 4 季度, 随着稳增长政策逐步带动经济企稳, 货币政策或会有所收敛, 叠加美联储加息, 或会对债市造成一定压力。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况。

目前我们对债券做保守配置, 利率债偏博弈机会, 基本面不变的情况下 3.0 可参与, 强化对信贷数据跟踪, 强调配置时点的性价比。

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。