

通胀略超预期，市场进入观察期

一、重要信息点评

1. 7月4日，发改委组织行业协会、部分养殖企业及屠宰企业召开会议，深入分析生猪市场供需和价格形势，提醒相关企业保持正常出栏节奏、避免盲目压栏，提出不得囤积居奇、哄抬价格的要求，研究保持生猪市场平稳运行的相关措施等。
2 季度生猪价格涨幅较大，4月初至6月底期间，生猪价格单边涨幅接近50%，一方面，去年3季度能繁存栏的快速下滑使得生猪产能的释放压力有所减弱，另一方面，猪群体重相对偏低抵消了猪肉的实际供应。生猪价格的快速上涨一定程度上带动了养殖利润的修复，2 季度母猪销量以及仔猪补栏量整体维持在相对较高水平，但产能去化仍有一定释放期，三季度生猪出栏下滑将继续支撑猪价，预计三季度国内生猪价格仍呈震荡上行趋势，养殖企业后续仍有一定的压栏惜售动力，供应面或将持续偏紧。
2. 7月7日，继取消星标后，行程卡查询时间范围由14天调整为7天，该调整是对《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》的具体落实，有利于促进人员流动、方便人员出行。
3. 7月7日，美联储公布6月议息会议纪要，内容与此前会议召开时发布内容基本一致。纪要指出，美联储官员认为7月FOMC会议上将加息50个基点或75个基点；大多数参与者认为经济增长存在下行风险，包括美联储加息可能产生超出预期的影响；将2022年美国GDP增速预期从3月份的2.8%大幅下调至1.7%，同时大幅上调2022年PCE预期0.9个百分点至5.2%，但分别下调了2023年和2024年PCE预期0.1个百分点。整体来看，本次会议纪要中，长期通胀预期保持在2.0%不变，美联储抗击通胀决心不变，预计7月大概率加息75bp。
4. 7月7日，李克强总理在福建主持召开东南沿海省份政府主要负责人经济形势座谈会，分析当前经济形势，并提出下一步经济工作要努力稳住本地和外来务工人员就业、加快提升港口等对外枢纽集疏运水平，同时要持续优化营商环境，避免一刀切、层层加码的问题。会议在强调在做好疫情防控的同时，也重点强调要打通产业链供应链堵点，避免层层加码，一定程度上缓解了市场对疫情再次扩散的担忧。

5. 6月通胀数据略超预期。6月CPI同比2.5%，预期2.4%，前值2.1%，环比持平。核心CPI同比1.0%，前值0.9%，基本持平于季节性。PPI同比6.1%，预期6.0%，前值6.4%，环比持平。

6月CPI涨幅扩大，猪、油价格为最大拉动项。从食品项看，猪肉价格全月平均涨幅为2.9%，而受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果、水产品、牛羊肉价格均有下行，粮食价格涨幅趋缓。从非食品项看，国内汽油和柴油价格分别上涨6.7%和7.2%，拉动交通工具燃料分项上涨，而疫情修复下飞机票和旅游价格分别上涨19.2%和1.2%，宾馆住宿价格由上月下降0.7%转为上涨0.3%。但其他类别环比大多低于季节性，显示当前经济复苏呈结构性压力。预计未来经济小复苏背景下，核心CPI涨幅相对有限，但猪价上行或会推动CPI持续上行。

6月PPI降幅有所收窄，分项看，生产资料价格环比由上涨0.1%转为下降0.1%，生活资料价格上涨0.3%，涨幅与上月相同。分行业看，行业涨跌分化明显。生产资料中，石油、天然气、煤炭等能源价格上涨，黑色、有色、非金属相关上中游行业价格下滑明显。6月中下旬开始，海外衰退风险增加叠加国内钢材需求走弱、近期地产端需求恢复不及预期促成价格下跌。生活资料中，衣着、食品、日用品上涨，耐用品价格下跌，衣着类价格受成本上涨和需求改善提振。

整体来看，CPI同比上行主因海外能源价格传导与猪价上行影响，后续仍需警惕猪油共振可能带来的通胀超预期，而PPI则反映出经济小复苏下日常消费回暖与地产需求持续偏弱的组合，预计下半年高基数效应与海外大宗商品衰退交易将带动PPI持续回落。同时，PPI将逐步向CPI传导，企业或以需求改善为契机向下游释放过去积累的成本压力。

6. 7月8日，美国劳工部发布6月非农就业报告，非农就业新增37.2万，大超市场预期的26.8万人；失业率3.6%，符合市场预期；劳动力参与率62.2%，略低于预期的62.4%，前值62.3%；平均每小时工资同比增长5.1%，前值5.2%，预期5%。6月非农就业数据显示美国劳动力市场持续强劲，服务业就业增幅明显，制造业就业已恢复至疫情前正常水平，失业率与平时时薪增速较上月没有显著变化，工资水平对通胀的推动作用有所缓解。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/7/8	2022/7/7	2022/7/6	2022/7/5	2022/7/4	
7天逆回购	30	30	30	30	30	150
	上周到期	4000	上周投放	150	上周净投放	-3850

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

上周央行OMO 投放 150 亿, 同时到期 4000 亿, 共计净回笼 3850 亿。近期央行OMO 开始转向, 显示央行希望引导宽货币尽快向宽信用过渡。

生产	2022/5/20	2022/5/31	2022/6/10	2022/6/20	2022/6/30	
日均产量粗钢重点企业(旬)	229.91	231.93	228.86	225.79	209.91	\
	2022/6/10	2022/6/17	2022/6/24	2022/7/1	2022/7/8	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	305.60	305.34	287.91	269.86	269.86	震荡下行
库存主要钢材品种合计同比	8.67	8.80	4.39	-0.12	-3.79	\
	2022/6/9	2022/6/16	2022/6/23	2022/6/30	2022/7/7	
开工率汽车轮胎全钢胎	53.03	58.97	59.11	58.80	57.65	震荡
开工率汽车轮胎半钢胎	63.36	64.71	63.60	64.60	63.43	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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转为震荡。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	2021/7/8	2022/6/17	2022/6/24	2022/7/1	2022/7/8	趋势
商品房成交面积:本月以来	64.45	43.72	50.63	50.87	36.38	↗
商品房成交面积:一线城市:本月以来	15.05	10.60	11.78	12.31	10.64	↗
商品房成交面积:二线城市:本月以来	34.96	23.57	29.02	26.25	16.58	↗
商品房成交面积:三线城市:本月以来	14.44	9.55	9.83	12.31	9.16	↗
	2022/6/5	2022/6/12	2022/6/19	2022/6/26	2022/6/30	
过去一月日均销量乘用车厂家批发同比	-5.24	9.76	38.49	53.98	79.75	↗
过去一月日均销量乘用车厂家零售同比	-14.51	-5.42	5.94	24.88	48.59	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

需求数据方面, 商品房成交面积仍在上行但较上月有所回落, 背后原因可能是上月末部分城市存在冲量情况, 同时地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距。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汽车消费在大量政策支持下得到了一定的修复。

价格	2021/7/7	2022/6/16	2022/6/23	2022/6/30	2022/7/7	
农产品批发价格200指数	108.23	114.50	114.40	115.60	118.83	拐头向上
价格生猪外三元	16.10	16.62	17.52	20.39	23.35	↗
平均批发价猪肉	22.43	21.19	21.67	24.10	29.09	↗
粮油批发价格200指数	106.43	116.89	116.81	117.00	116.84	高位
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.06	4.09	4.10	4.15	4.37	低位回升
平均批发价7种重点监测水果	5.81	7.30	7.14	6.97	6.93	震荡下行
南华工业品指数	3,147.31	3,933.31	3,708.08	3,731.97	3,565.63	高位震荡
现货价原油英国布伦特Dtd	74.40	124.34	117.45	120.54	114.65	高位震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

价格数据方面，农产品价格季节性见底回升。其中，蔬菜价格低位回升，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明显加大，后续仍需关注 CPI 食品项的上行压力。PPI 影响因素方面，石油价格有一定的震荡下行特征但仍位于高位。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	-1.72	-4.71	37.76
COMEX黄金	-3.67	-4.21	-4.80
LM E铝	-0.08	-1.11	-12.97
LM E铜	-5.87	-7.47	-20.03
CBOT玉米	0.93	-4.32	5.44
CBOT大豆	-4.06	-5.38	4.44

	2022/7/8	2022/7/1	2022/6/30	2022/1/1
ICE布油	107.15	111.48	109.2	77.94
COMEX黄金	1740.9	1812.9	1808	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

期货价格方面，上周各类期货价格除玉米外均有所下行。其中，铜及大豆分别跌 5.87%及 4.06%，跌幅最大。ICE 布油期货收于 107.15 美元，COMEX 黄金价格收于 1740.9 美元。

	上周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	177.91	218.94	1092.50
美元兑人民币	-69.00	-40.00	3420.00

	2022/7/8	2022/7/1	2022/6/30	2022/1/1
美元指数	106.8951	105.116	104.7057	95.9701
美元兑人民币	6.6946	6.7015	6.6986	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

上周美元指数上行 106.8951BP，在此背景下人民币上周升值 69 个基点。

MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	92.40%	7.60%	0.00%						
2022/9/21	0.00%	0.00%	66.50%	31.40%	2.10%	0.00%	0.00%	0.00%	
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	31.80%	49.70%	17.40%	1.10%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	4.50%	34.40%	45.10%	15.10%	1.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	3.30%	26.50%	42.30%	23.00%	4.70%	0.30%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	2.70%	22.40%	39.50%	26.40%	7.90%	1.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.40%	5.30%	24.70%	37.80%	23.90%	7.00%	0.90%
2023/6/14	0.00%	0.10%	2.40%	13.10%	29.90%	32.20%	17.10%	4.60%	0.60%
2023/7/26	0.10%	1.10%	7.20%	20.60%	30.90%	25.50%	11.50%	2.80%	0.30%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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 92.4%，较上上周有所加强，甚至产生了 7.6%加息 100BP 的预期。

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	8	2	1	3	1	2	4	0	7	1	29
上上周	9	0	2	3	2	7	0	2	8	3	36

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏股混合型基金	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	5	4	0	2	0	4	0	0	5	16
	发行规模(亿元)	112.48	109.60	0.00	6.98	0.00	109.10	0.00	0.00	3.10	231.66
上上周	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
本月以来	数量	5	4	0	3	0	5	0	0	5	18
	发行规模(亿元)	112.48	109.60	0.00	13.24	0.00	112.08	0.00	0.00	3.10	240.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 29 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（13 支）多于股票类基金（7 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 231.66 亿，发行规模较上上周有所减少，回落至正常区间。值得注意的是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，但上周则明显回暖，市场情绪随近期股票市场回暖有明显好转。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-1.71	-2.13	-8.58
沪深300	-0.85	-1.25	-10.36
中证500	-0.53	-0.77	-12.98
万得全A	-0.40	-0.68	-10.14
偏股混合型基金指数	-0.03	-0.37	-10.29
中小板指	0.60	0.66	-10.98
创业板指	1.28	0.25	-15.20
科创50	1.38	-0.15	-21.04

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

A 股表现来看，上周主要板块呈现了一定的窄幅震荡。其中，科创板和创业板本别涨 1.38%和 1.28%，涨幅最大。同时上证 50 跌 1.71%，表现不佳。偏股基金指数跌 0.03%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-2.25	-2.74	-13.28
低市盈率指数	-2.02	-2.17	-4.24
绩优股指数	-1.89	-1.96	-12.88
低市净率指数	-1.75	-1.83	-2.65
大盘指数	-0.82	-1.19	-9.50
小盘指数	-0.61	-0.69	-13.79
高市净率指数	0.15	-0.27	-9.99
高市盈率指数	0.95	0.79	-13.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

上周 A 股各风格指数中高 PE 和高 PB 指数表现较好, 分别涨 0.95% 及 0.15%。另一方面, 低 PE 及茅指数则跌 2.02% 及 2.25%, 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
建筑材料	-4.76	社会服务	-6.49	电子	-25.34
房地产	-4.36	商贸零售	-5.24	计算机	-25.12
煤炭	-3.63	建筑材料	-4.88	传媒	-24.93
商贸零售	-3.58	房地产	-4.86	国防军工	-19.14
食品饮料	-3.11	美容护理	-4.42	轻工制造	-17.99
钢铁	1.34	电力设备	1.32	汽车	-2.21
国防军工	1.49	有色金属	1.77	综合	-1.37
电力设备	2.51	钢铁	3.10	有色金属	-0.64
公用事业	3.19	公用事业	5.33	农林牧渔	2.02
农林牧渔	6.63	农林牧渔	7.63	煤炭	26.87

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 8 日.

行业方面, 随着近期猪肉价格大幅上涨, 市场对于新一轮猪周期开启产生了一定预期。在此背景下农林牧渔行业上周涨 6.63%, 涨幅最高。此外, 随着上游能源价格下行, 电力设备及公用事业行业的成本有所下降, 分别涨 2.51% 及 3.19%, 涨幅居前。另一方面, 房地产及建筑材料行业上周分别跌 4.36% 及 4.76%, 表现不佳。背后原因可能是商品房成交面积冲高回落导致市场对房地产行业产生了一定的恐慌情绪, 同时中报季来临前市场担心二季度疫情影响施工导致部分企业恐不及预期。此外, omicron 新变种在国内被发现, 市场对于新一轮疫情产生了一定的担心, 在此背景下商贸零售及食品饮料行业上周表现不佳, 分别跌 3.58% 及 3.11%。

	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	-0.61	-0.61	-7.15
恒生科技指数	-1.27	-1.27	-15.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

港股方面, 恒生指数跌 0.61%, 恒生科技指数跌 1.27%。美联储加息预期再度走强, 在此背景下港股小幅震荡下行。

	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	4.56	5.50	-25.63
标普500	1.94	3.01	-18.19
标普中盘400	1.07	2.27	-18.35
道琼斯工业指数	0.77	1.83	-13.76
标普小盘600	0.47	1.41	-18.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

美股方面, 上周美股整体回升, 其中纳斯达克指数涨 4.56%, 涨幅最大。后续随着美股财报季来临, 关注上市公司基本面是否已经开始出现恶化。

	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	-2.30	-2.20	-21.82
英国富时100	0.38	0.38	-2.55
台湾加权指数	0.85	-2.44	-20.61
德国DAX	1.36	1.60	-18.24
法国CAC40	1.72	1.86	-15.66
韩国综合指数	1.96	0.77	-21.06
日经225	2.24	0.47	-7.90
印度SENSEX30	2.99	2.78	-6.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

其他海外市场方面, 越南市场跌 2.30%, 跌幅最大; 印度市场涨 2.99%, 涨幅最高。上周欧洲市场表现相对较差, 亚洲市场表现相对较好。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.28	1.62	1.21	1.55
较上上周变化(BP)	-22	-15	-21	-12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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 1.62 %, 货币市场流动性仍然较为宽松。

	政府债	企业债	总计
上周发行规模(亿)	6261.115	2694.659	10916.27
上上周发行规模(亿)	7088.294	2775.742	11944.44
下周计划发行规模(亿)	2609.447	893.02	4185.367

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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 10916.27 亿, 利率债及信用债发行规模较上上周均有所回落。

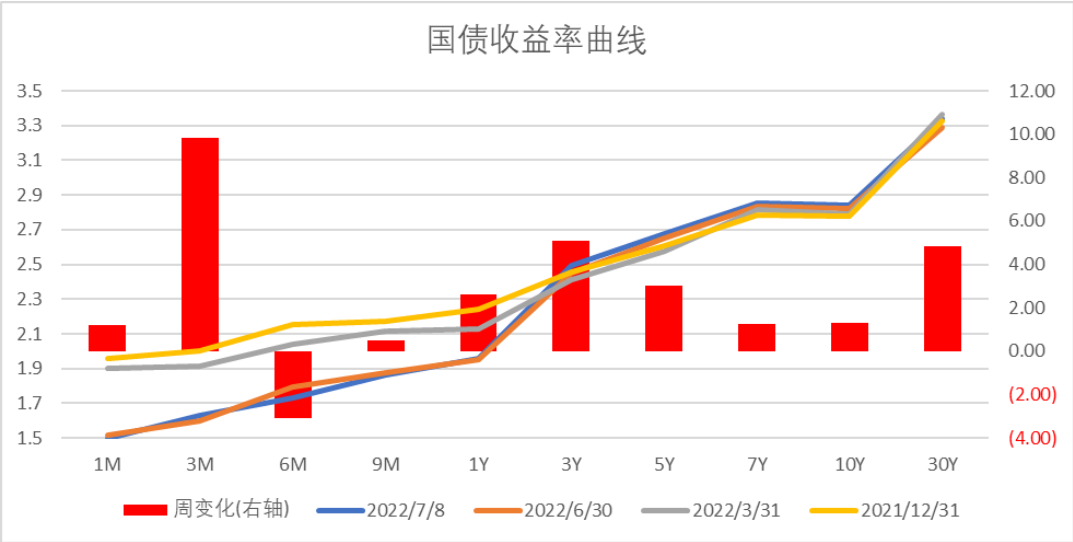
上周新发专项债规模	269.25
上上周新发专项债规模	2653.529
本月以来新发专项债	269.25
上月新发专项债	6770.361

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

专项债发行方面, 上周发行规模为 269.25 亿元, 较上上周回落明显。此前国务院要求地方尽快将本年的专项债额度发行完毕, 目前已经进入尾声。此外, 对比 21 年前 5 个月 (累计 10143.95 亿), 22 年 (累计 20339 亿) 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	5	3	1	国债	1	5	3	2	国债	-28	4	7	6
国开债	5	5	6	3	国开债	4	5	6	3	国开债	-26	9	7	0
AAA信用债	0	3	-3	-	AAA信用债	0	1	-5	-	AAA信用债	-35	-5	0	-
AA+信用债	-1	2	-4	-	AA+信用债	-1	0	-6	-	AA+信用债	-37	-8	-4	-
AA信用债	0	3	-3	-	AA信用债	0	1	-5	-	AA信用债	-44	-46	-24	-
AA-信用债	0	3	-3	-	AA-信用债	0	1	-5	-	AA-信用债	-43	-45	-23	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

债券市场方面, 上周主要债券中, 信用债整体呈震荡, 其中 5YAA+下行 4BP, 下行幅度最大; 同时 3YAAA、AA 及 AA-则上行 3BP, 上行幅度最大。利率债呈现出一定的短端上行幅度大于长端, 其中 3M 国债上行幅度最大, 达 10BP。债券收

益率的震荡一方面反映了央行收缩 OMO 操作对短端利率产生了一定的推升作用，同时新一轮疫情可能会冲击经济拉动利率下行。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	1.74	2.04	2.28	--	--	总体	-17.45	-29.75	14.35	--	--
国有银行	2.15	1.70	1.92	2.17	2.30	国有银行	0.00	0.00	-8.00	-2.00	2.00
股份银行	1.53	1.85	2.02	2.18	2.33	股份银行	-17.00	3.29	3.50	-7.00	2.43
城商行	1.74	2.05	2.19	2.47	2.49	城商行	-12.41	-36.00	-1.50	-2.33	-7.63
农商行	1.90	2.04	2.16	2.32	2.36	农商行	-15.33	-6.40	-6.33	10.00	-9.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中 3M 城商行下行幅度最大，达 36BP；9M 农商行上行幅度最大，达 10BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.36	2.84	3.17	AAA+	30.86	18.13	31.69	AAA+	0.144	0.006	0.309
AAA	2.39	2.93	3.30	AAA	33.90	26.72	44.46	AAA	0.113	0	0.37
AAA-	2.45	3.02	3.39	AAA-	39.64	35.56	53.38	AAA-	0.098	0.016	0.282
AA+	2.51	3.11	3.49	AA+	45.64	44.56	63.38	AA+	0.088	0.016	0.147
AA	2.62	3.31	3.98	AA	56.64	64.56	112.38	AA	0.042	0.001	0.261

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.40	2.93	3.32	AAA	34.98	27.05	46.88	AAA	0.082	0	0.247
AA+	2.49	3.05	3.43	AA+	43.62	38.98	57.89	AA+	0.087	0.002	0.113
AA	2.57	3.20	3.72	AA	51.62	53.48	86.39	AA	0.058	0.009	0.124
AA Q)	2.69	3.46	4.12	AA Q)	63.62	79.48	126.39	AA Q)	0.05	0.038	0.164

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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 0.3 以上历史分位数区间，其余券种的获利空间不大，甚至部分券种利差已经创新低。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都在 0.25 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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.48	2.75	3.03	3.33	3.44	利率变化 (BP)	-2.26	-3.01	-3.84	-2.18	-2.87	利率分位数	0.08	0.09	0.10	0.14	0.14
当前利差	12.96	9.17	15.31	32.48	29.15	利差变化 (BP)	0.59	-3.44	-3.40	-2.40	-3.12	利差分位数	0.25	0.02	0.03	0.46	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 8 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.58	3.12	3.55	3.80	AAA-	52.67	45.66	69.63	72.07	AAA-	2.02	-2.85	-1.79	0.05
AA+	2.61	3.17	3.61	3.86	AA+	56.11	50.36	75.69	78.05	AA+	0.02	-2.84	-1.79	0.05
AA	2.77	3.34	3.81	4.06	AA	72.11	67.36	95.69	98.05	AA	3.02	1.16	-1.79	0.05
AA-	3.86	4.48	4.95	5.20	AA-	181.11	181.36	209.69	212.05	AA-	-0.98	-5.84	-9.79	-7.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

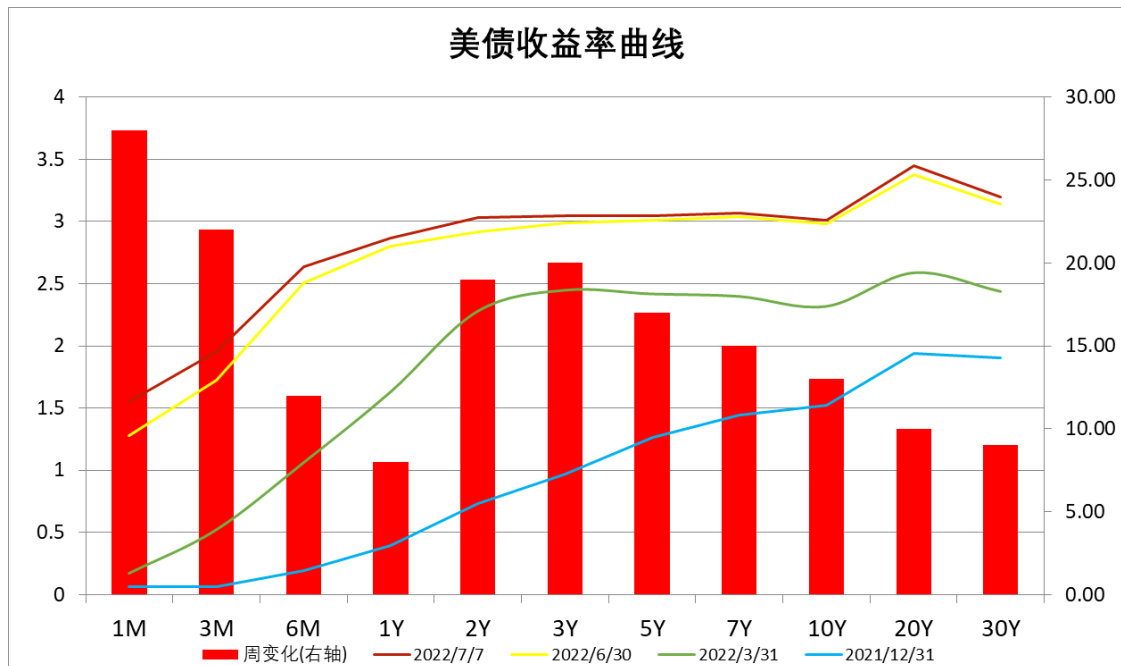
上周二级资本债收益率整体呈下行。其中 3Y 下行 3.84BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.1 左右，利差位于 0.5 分位数以下，整体配置价值较低。永续债方面，1YAA 上行幅度最大，达 3.02BP；5YAA- 下行幅度最大，达 9.79BP。

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	2.35	2.87	3.16	3.58	AAA级RMBS	29.77	20.46	30.98	49.44	AAA级RMBS	0.05	0.03	0.03	0.05
AAA级消金	2.46	2.99	3.34	3.78	AAA级消金	40.55	32.33	48.54	69.30	AAA级消金	0.04	0	0	0
AAA级企业ABS	2.68	3.26	3.64	4.02	AAA级企业ABS	62.36	59.51	78.84	94.02	AAA级企业ABS	0.06	0	0.11	0.07
AAA级ABN	2.55	3.08	3.45	3.89	AAA级ABN	49.40	41.61	59.71	81.04	AAA级ABN	0.03	0	0	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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 与国开债间利差均处于 0.2 及以下的极低历史分位数区间，部分券种甚至已经创新低。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 8 日。

美债方面，上周美债收益率再度走平，短端收益率上行大于长端。其中，1M 上行幅度最大，达 28BP。此外，2Y 与 10Y 美债再度倒挂，目前利差为 2BP。此外，相较于 4 月初的上一次倒挂，目前市场对于衰退的共识更强，关注未来美国经济衰退的幅度。

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
PM I	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	50.10	50.10	↗
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	-----
M 2 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:M 2	-----	-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	2.50	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	6.10	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 8 日. 深红色数据为两年同比.

指标 Q2022/06/30)	预测值	实际值
PM I	-----	50.2
工业增加值:当月同比	4.35	-----
GDP:当季同比	1.11	-----
固定资产投资:累计同比	5.92	-----
社会消费品零售总额:当月同比	-0.68	-----
出口金额:当月同比	12.02	-----
社会融资规模:当月值	46454.55	-----
M 2 同比	10.79	-----
CPI:当月同比	2.39	2.5
PPI:当月同比	6.05	6.1

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

4.1.1 6 月经济小复苏，通胀略超预期

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。非制造业方面，服务业景气面环比改善明显，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 月疫情缓解与政策加码对经济形成支撑，但疫情长尾效应、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 通胀方面，6月通胀数据略超预期。6月CPI同比2.5%，预期2.4%，前值2.1%。核心CPI同比1.0%，前值0.9%。PPI同比6.1%，预期6.0%，前值6.4%。CPI与PPI数据均环比持平。CPI方面，猪、油价格为最大拉动项。从食品项看，猪肉价格全月平均涨幅为2.9%，而受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果、水产品、牛羊肉价格均有下行，粮食价格涨幅趋缓。从非食品项看，国内汽油和柴油价格上涨拉动交通工具燃料分项，而疫情修复下飞机票和旅游价格也呈上涨趋势。未来仍需警惕猪价三季度上行或会推动CPI超预期上行。PPI方面，6月PPI降幅有所收窄，生产资料价格环比由上涨0.1%转为下降0.1%，生活资料价格上涨0.3%，涨幅持平上月。分行业看，行业涨跌分化明显。生产资料中，石油、天然气、煤炭等能源价格上涨，黑色、有色、非金属相关上中游行业价格下滑明显。6月中下旬开始，海外衰退风险增加叠加国内钢材需求走弱、近期地产端需求恢复不及预期促成价格下跌。生活资料中，衣着、食品、日用品上涨，耐用品价格下跌，衣着类价格受成本上涨和需求改善提振。

整体来看，CPI同比上行主因海外能源价格传导与猪价上行影响，后续仍需警惕猪油共振可能带来的通胀超预期，而PPI则反映出经济小复苏下日常消费回暖与地产需求持续偏弱的组合，预计下半年高基数效应与海外大宗商品衰退交易将带动PPI持续回落。同时，PPI与CPI剪刀差继续收窄，企业或以需求改善为契机向下游释放过去积累的成本压力。

4.1.3 流动性方面，上周央行连续5天以利率招标方式开展30亿元逆回购操作，累计净回笼资金3850亿元，规模为自4月初以来最大，且是自2021年1月以来首次进行小于100亿/天的公开市场操作，尽管目前市场流动性总量仍较为宽松，但此轮操作或标志着央行货币政策转向正常化。新一轮猪周期打开通胀上行空间的可能性、中美隔夜利率倒挂等因素或会在未来促使资金面由宽松收敛至中性水平。

4.1.4 疫情的反复冲击下，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

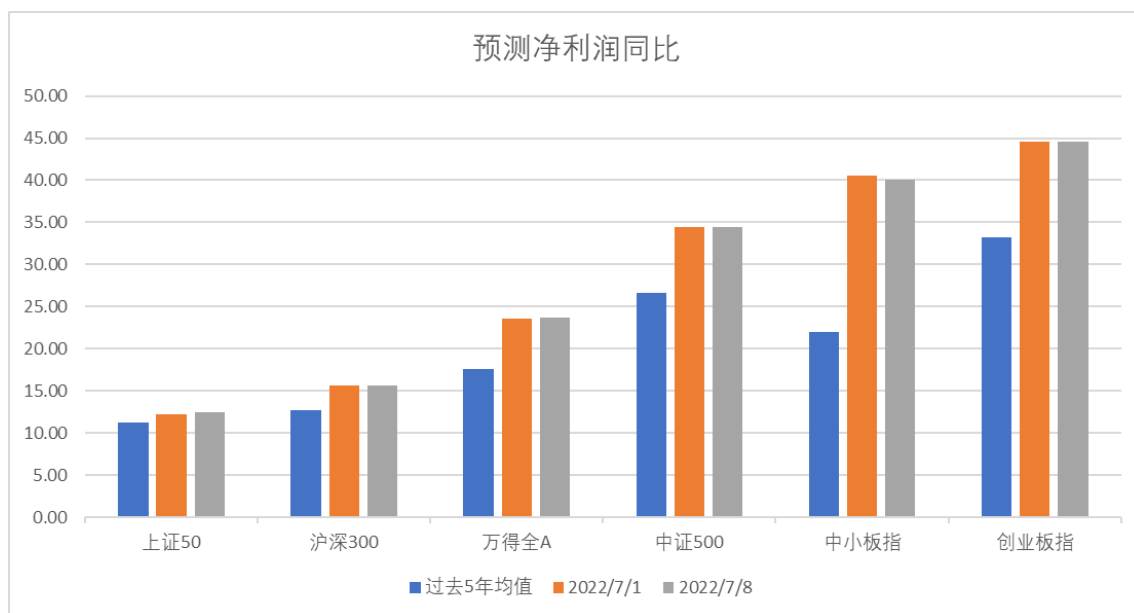
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.85 倍，处于 43%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	10.69	9.69	1.38	6.27	0.50	0.58	0.76	0.61
沪深300	12.81	11.24	1.52	4.72	0.46	0.50	0.46	0.70
中小板指	35.06	25.24	4.25	-0.23	0.78	0.76	0.61	0.50
创业板指	56.67	37.50	6.58	-1.32	0.65	0.73	0.64	0.79
中证500	20.87	15.32	1.79	1.71	0.25	0.14	0.22	0.83
万得全A	18.10	14.85	1.79	2.44	0.46	0.43	0.45	0.75

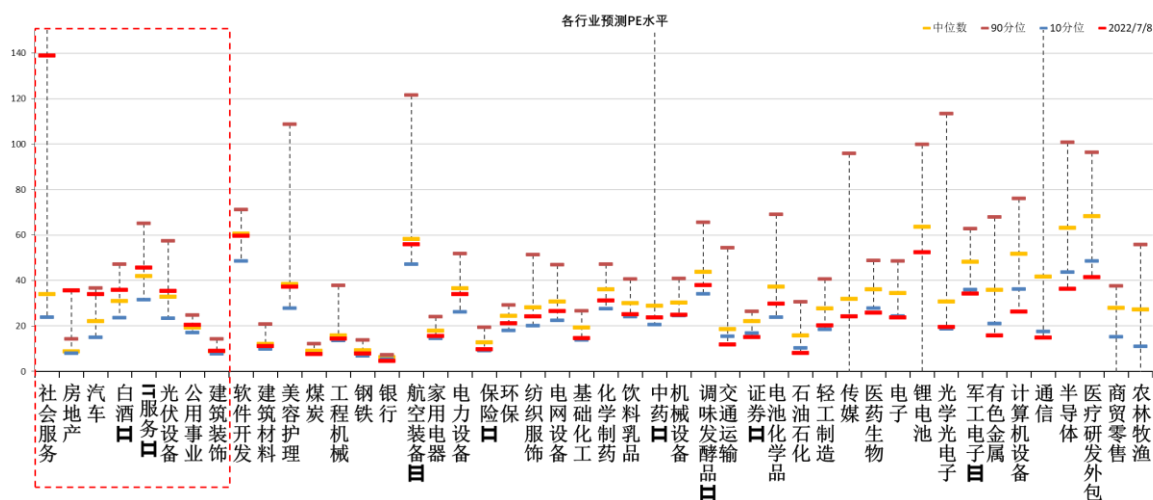
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.85	0.98	7.06	0.22	0.12	0.50
标普500	19.09	3.85	2.15	0.04	0.68	0.49
纳斯达克指数	27.23	4.34	0.58	0.04	0.28	0.43
德国DAX	11.42	1.43	-----	0.00	0.05	-----
法国CAC40	13.37	1.56	-----	0.00	0.30	-----
英国富时100	15.88	1.62	-----	0.20	0.18	-----
韩国综合指数	9.90	0.88	-----	0.04	0.30	-----
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	0.47	-----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

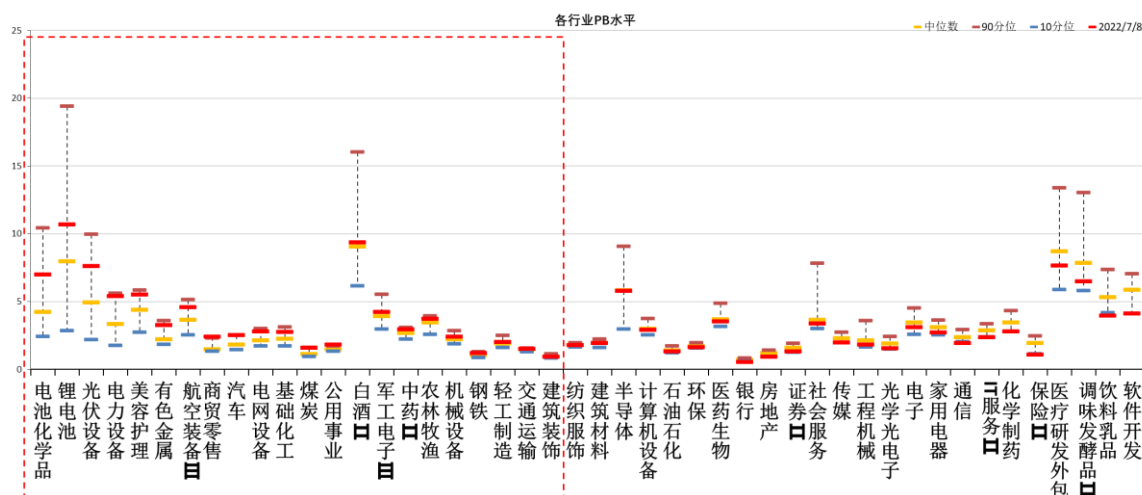


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

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 8 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

4.2.2 上周，A 股趋于震荡整理，国内疫情局部反复、货币政策边际收敛对风险偏好形成扰动，猪周期反转带动农林牧渔板块领涨，电力设备、汽车、医疗服务表现强势，而上游资源、后疫情及消费类板块、房地产产业链下跌，板块上涨连续性一般，市场轮动速度明显加快。

4.2.3 目前宏观基本面仍是强预期、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，后续仍需重点关注宏观流动性边际变化情况与未来经济宽信用的主要支撑点。短期内，以新能源与大消费医药板块均衡配置为主，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、疫情修复后周期的医药、消费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消费场景增多的医美、医疗服务、CXO、食品、啤酒。

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	1.96	2.50	2.68	2.84	国债	0.08	0.19	0.20	0.18
国开债	2.05	2.66	2.85	3.08	国开债	0.08	0.15	0.16	0.14
AAA信用债	2.40	2.90	3.27	-	AAA信用债	0.05	0.08	0.07	-
AA+信用债	2.51	3.04	3.45	-	AA+信用债	0.05	0.06	0.05	-
AA信用债	2.62	3.25	3.93	-	AA信用债	0.05	0.05	0.04	-
AA-信用债	4.98	5.61	6.29	-	AA-信用债	0.07	0.09	0.11	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 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	53.78	18.23	15.99	国债	2.47	-2.07	-1.71	国债	0.997	0.72	0.405
国开债	60.92	19.2	22.92	国开债	0.34	1.1	-3.4	国开债	0.929	0.461	0.708
AAA信用债	50.92	36.97	-	AAA信用债	2.48	-6.22	-	AAA信用债	0.865	0.809	-
AA+信用债	49.84	39.99	-	AA+信用债	1.48	-5.2	-	AA+信用债	0.835	0.802	-
AA信用债	52.84	41.99	-	AA信用债	2.48	-6.2	-	AA信用债	0.812	0.739	-
AA-信用债	62.84	68.99	-	AA-信用债	2.48	-6.2	-	AA-信用债	0.767	0.861	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 8 日.

4.3.1 上周长端利率小幅震荡上行，主要影响因素包括：逆回购投放缩量但资金面仍然宽松、国际油价大跌、疫情局部反复。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，且国内通胀预期有所升温，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，预计总体大概率改善。长期看，本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局成为2022年全球经济的重要特征，后续仍需观察货币政策态度。国内宽信用预期增强叠加常态化货币宽松背景下，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，仍以票息策略为主，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。