

蓄势待发，以静制动

一、重要信息点评

1. 央行公布 2022 年 6 月金融数据。新增人民币贷款 28100 亿元，社会融资规模 51700 亿元，社融存量增速 10.8%，均超市场预期。6 月新增社融延续放量，主要拉动项是政府债发行和人民币贷款，专项债发行历史新高、疫情期间积压需求集中释放和企业恢复正常经营的产能修复性投资形成支撑。结构上有所改善，企业中长期贷款放量，居民贷款降幅收窄，信贷改善的背后是地产与汽车需求在政策推动下集中放量，但持续性仍需观察。M2 同比 11.4%，预期 10.8%，M1 同比 5.8%，前值 4.6%，M1 增速回升，创年内新高，主要源于房地产销售恢复，一定程度上也反映出实体景气度回暖，此后居民端的预期改善持续性是观察重点。

2. 6 月规模以上工业增加值同比 3.9%，前值 0.7%，略低于预期。分行业看，公布数据的 20 个行业中有 16 个行业增速上行，中游环比修复程度大于上游，而下游表现明显偏弱。电气设备与汽车制造业同比修复明显，一方面与上海复工后赶工有关，另一方面与多重利好政策刺激下汽车销售数据较好有关；下游的通信电子、纺服行业同比增速依旧弱于疫情前，显示需求延续偏弱，同时医药由于高基数拖累同比增速为-8.5%。从投资端看，6 月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资当月同比分别为 5.6%、12.0%、-9.4%、9.9%，较上月分别变化+1、+4.2、-1.6、+2.9 个百分点。基建和制造业投资增速高于预期，地产投资增速不及预期。逆周期调控下，政策性金融发力，预计 3 季度基建仍可持续两位数增速，但今年土地财政压力难以改观，4 季度基建有弱化可能性；制造业快速回升，后续仍需关注出口增速与库存周期的变化；地产业地产投资同比增速继续下滑，对经济形成更大拖累，新开工、施工、竣工面积同比增速继续探底，仅销售环节增速提升，但近期高频数据显示销售又有下滑，房企现金流问题与居民的悲观预期尚未扭转。从需求端看，消费数据大幅改善，社会消费品零售总额当月同比 3.1%，较上月回升 9.8 个百分点，餐饮收入增速回升幅度大于商品零售，疫情修复下消费需求回补明显，预计后续修复斜率逐渐趋于平缓。此外，就业压力依然严峻，尽管 6 月城镇调查失业率下行 0.4 个百分点至 5.5%，但结构上青年就业继续恶化，16-24 岁人口失业率上行 0.9 个百分点至 19.3%，青年群体就业压力较大，后续关注扩大投资以工代赈政策对就业的带动作用；总体来看，经济处于弱修复

期，通胀压力与外部因素制约下，结构性政策是重点，居民与企业预期改善持续性仍需观察。

3. 6月进出口数据显示出口韧性较强，进口延续偏弱，持续性仍有待观察。按美元计价，6月我国出口总额同比升17.6%，较上月提高1个百分点，高于市场预期。分商品看，6月我国高新、机电、纺织和钢材出口环比分别为8.4%、9.2%、-3.73%和32.1%，高新机电与钢材出口仍然保持强劲势头，但纺织出口已经有所回落。进口方面，6月我国进口总额同比降1%，较上月降低3个百分点，弱于市场预期。分商品看，6月我国进口主要商品环比均量价齐跌，农产品、原油、铁矿石的进口金额环比分别为-8.8%、-6.5%、-18.8%，大豆、原油、铁矿石的进口量环比分别为-16.7%、-21.8%、-3.8%。整体来看，6月进口反弹明显弱于出口，内需偏弱，同时上游产品进口进口量下降说明企业对出口继续修复预期有限，后续出口或将承压。

4. 二季度国内GDP单季实际同比0.4%，较一季度回落4.4个百分点，略低于市场预期，但仍维持正增长。经济显著回落主因疫情冲击，工业和服务业增速均出现明显下滑，服务业下滑程度更大，后续关注增量政策出台。

5. 美国6月CPI同比增长9.1%，预期8.8%，增幅创1981年以来最高，其中能源分项的拉动贡献超过3%。6月核心CPI同比增长5.9%，预期5.7%，前值6%，以房租为代表的服务业贡献上升。6月PPI同比增长11.3%，预期10.7%，前值10.8%；7月以来，大宗商品价格持续大幅回落，预计将带动CPI回落，而美联储的加息路径延续陡峭或会带动交易逻辑在7月FOMC会议前由衰退转向紧缩交易。

6. 近期，北京市医保局发布《关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，提出满足相关条件的创新性药品、医疗器械、诊疗项目可通过申报获得除外支付。DRGs临床上不利于价格更贵的创新药放量，本次除外支付政策有助于缓解此前市场对医保控费下创新药天花板下降的担忧，有利于有临床价值的创新品种加速放量，医药板块最悲观时点或正在过去，政策影响正在边际缓和，鼓励创新仍是未来大方向。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/7/15	2022/7/14	2022/7/13	2022/7/12	2022/7/11	
7天逆回购	30	30	30	30	30	150
	上周到期	150	上周投放	150	上周净投放	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

上周央行 OMO 投放 150 亿, 同时到期 150 亿, 共计净回笼 0 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	2022/5/31	2022/6/10	2022/6/20	2022/6/30	2022/7/10	
日均产量粗钢重点企业(旬)	231.93	228.86	225.79	209.91	207.48	↘
	2022/6/17	2022/6/24	2022/7/1	2022/7/8	2022/7/15	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	305.34	287.91	269.86	254.61	245.61	↘
库存主要钢材品种合计同比	8.80	4.39	-0.12	-3.79	-6.00	↘
	2022/6/16	2022/6/23	2022/6/30	2022/7/7	2022/7/14	
开工率汽车轮胎全钢胎	58.97	59.11	58.80	57.65	59.29	震荡
开工率汽车轮胎半钢胎	64.71	63.60	64.60	63.43	65.00	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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商品价格下行背景下生产动能有所回落。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	2021/7/15	2022/6/24	2022/7/1	2022/7/8	2022/7/15	趋势
商品房成交面积:本月以来	61.47	50.63	50.87	36.41	34.48	拐头向下
商品房成交面积:一线城市:本月以来	12.88	11.78	12.31	10.64	10.34	拐头向下
商品房成交面积:二线城市:本月以来	34.98	29.02	26.25	16.58	16.07	拐头向下
商品房成交面积:三线城市:本月以来	13.61	9.83	12.31	9.19	8.06	拐头向下
	2022/6/12	2022/6/19	2022/6/26	2022/6/30	2022/7/10	
过去一月日均销量乘用车厂家批发同比	9.76	38.49	53.98	79.75	87.36	↗
过去一月日均销量乘用车厂家零售同比	-5.42	5.94	24.88	48.59	49.50	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

需求数据方面, 商品房成交面积较上月明显回落, 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。另一方面, 车辆销售数据则持续上行, 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	2021/7/15	2022/6/24	2022/7/1	2022/7/8	2022/7/15	
农产品批发价格200指数	109.01	114.29	115.85	118.92	122.62	↗
价格生猪外三元	15.73	17.82	20.52	22.31	23.09	↗
平均批发价猪肉	22.24	21.75	24.55	28.98	30.51	↗
粮油批发价格200指数	106.64	116.81	116.90	116.84	116.70	高位
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.05	4.06	4.20	4.39	4.67	↗
平均批发价7种重点监测水果	6.04	7.08	6.81	6.94	7.15	震荡下行
南华工业品指数	3,166.98	3,609.50	3,638.42	3,568.61	3,232.87	震荡下行
现货价原油英国布伦特D ttd	75.68	120.17	121.58	115.76	111.08	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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，猪肉价格近期持续上行，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，不过随着海外各国加速收紧货币政策，需求走弱将带动能源回落，同时也带动工业品价格整体开启下行通道。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-3.36	-10.07	30.02
COMEX黄金	-1.91	-6.11	-6.68
LM E铝	-4.20	-5.30	-16.65
LM E铜	-8.28	-14.60	-26.19
CBOT玉米	1.47	-7.46	1.98
CBOT大豆	-1.45	-8.96	0.49

	2022/7/15	2022/7/8	2022/6/30	2022/1/1
ICE布油	101.13	107.15	109.2	77.94
COMEX黄金	1706.5	1740.9	1808	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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，铜及原油分别跌 8.28%及 3.36%，跌幅最大。ICE 布油期货收于 101.13 美元，COMEX 黄金价格收于 1706.5 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	108.66	327.60	1201.16
美元兑人民币	626.00	586.00	4046.00

	2022/7/15	2022/7/8	2022/6/30	2022/1/1
美元指数	107.9817	106.8951	104.7057	95.9701
美元兑人民币	6.7572	6.6946	6.6986	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

上周美元指数上行 108.66BP，在此背景下人民币上周贬值 626 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	70.90%	29.10%	0.00%						
2022/9/21	0.00%	0.00%	36.90%	49.20%	14.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	21.70%	44.10%	28.50%	5.80%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	7.20%	29.10%	38.90%	20.90%	3.80%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	5.80%	24.80%	37.00%	24.50%	7.20%	0.80%
2023/3/15	0.00%	0.00%	1.00%	9.20%	27.00%	34.80%	21.40%	6.10%	0.60%
2023/5/3	0.00%	0.30%	3.40%	14.40%	29.30%	30.80%	16.90%	4.50%	0.40%
2023/6/14	0.10%	1.70%	8.20%	20.80%	29.90%	24.80%	11.50%	2.70%	0.20%
2023/7/26	0.70%	4.10%	12.90%	24.20%	28.00%	19.80%	8.20%	1.80%	0.20%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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 70.90%, 同时加息 100BP 的预期为 29.1%, 较上上周有所加强。

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	1	3	1	2	0	1	1	2	2	21
上上周	8	2	1	4	1	2	4	0	7	1	30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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	9	8	1	12	0	2	0	0	1	25
	发行规模(亿元)	156.87	146.65	2.23	169.40	0.00	0.78	0.00	0.00	0.10	329.38
上上周	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
本月以来	数量	14	12	1	15	0	7	0	0	6	43
	发行规模(亿元)	269.36	256.25	2.23	182.64	0.00	112.86	0.00	0.00	3.20	570.29

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 21 支, 其中普通混合型基金 8 支, 债券类基金 (4 支) 少于股票类基金 (7 支), FOF 基金申报 2 支。发行一边, 上周基金共计发行 329.38 亿, 发行规模较上上周有所增加。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, 但近期明显回暖, 说明市场情绪有所好转。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-5.14	-7.16	-13.28
中小板指	-4.27	-3.65	-14.78
沪深300	-4.07	-5.27	-14.00
中证500	-3.24	-3.99	-15.80
万得全A	-3.00	-3.66	-12.84
科创50	-2.88	-3.02	-23.31
偏股混合型基金指数	-2.07	-2.43	-12.15
创业板指	-2.03	-1.78	-16.92

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均出现了一定幅度的回调。其中, 同时上证 50 及中小板指分别跌 5.14% 及 4.27%, 跌幅居前。经济数据低于预期叠加疫情反复及断贷事件影响市场风险偏好。偏股基金指数跌 2.07%。

	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	-5.38	-7.44	-9.40
低市净率指数	-5.08	-6.82	-7.59
绩优股指数	-4.15	-6.03	-16.49
大盘指数	-4.10	-5.23	-13.21
茅指数	-3.38	-6.02	-16.20
高市净率指数	-2.71	-2.97	-12.43
小盘指数	-2.70	-3.37	-16.12
高市盈率指数	-2.61	-1.84	-15.71

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

上周 A 股各风格指数中低 PE 及低 PB 指数分别跌 5.38%及 5.08%，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
银行	-7.17	房地产	-10.63	电子	-28.93
房地产	-6.07	银行	-9.69	计算机	-28.87
有色金属	-5.91	建筑材料	-9.44	传媒	-28.21
煤炭	-5.64	煤炭	-8.88	轻工制造	-21.76
非银金融	-5.08	商贸零售	-8.87	非银金融	-21.71
汽车	-0.88	通信	0.33	建筑装饰	-4.43
公用事业	-0.48	环保	0.35	汽车	-3.07
环保	-0.39	电力设备	2.49	电力设备	-3.02
通信	0.02	农林牧渔	3.30	农林牧渔	-1.62
电力设备	1.15	公用事业	4.33	煤炭	19.72

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 15 日.

行业方面，上周申万 31 个行业中仅电力设备行业涨 1.15%，其余均出现了一定程度的下跌。其中，银行及地产行业受到断贷风波的影响，分别跌 7.17%及 6.07%，跌幅居前。此外，随着大宗商品价格下行，有色金属及煤炭行业上周也表现不佳，分别跌 5.91%及 5.64%。另一方面，汽车、公用事业、通信及电力设备等中游制造业表现较好，可能是上游价格下降及出口数据韧性较强等原因导致的。

	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	-6.57	-7.15	-13.25
恒生科技指数	-7.66	-8.83	-21.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

港股方面，恒生指数跌 6.57%，恒生科技指数跌 7.66%。美联储加息预期再度走强，在此背景下港股大幅下行。

	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	-1.57	3.84	-26.80
标普500	-0.93	2.05	-18.95
标普中盘400	-0.72	1.53	-18.94
标普小盘600	-0.59	0.81	-18.87
道琼斯工业指数	-0.16	1.67	-13.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

美股方面, 上周美股整体回落, 其中纳斯达克指数跌 1.57%, 跌幅最大。再超预期的通胀数据及就业数据使得美联储紧缩预期再度增强, 虽然随后部分官员出面安抚市场情绪, 但股票市场风险偏好仍然受到了一定的影响。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-1.34	1.40	-7.71
德国DAX	-1.16	0.63	-19.01
韩国综合指数	-0.84	-0.07	-21.72
英国富时100	-0.52	-0.14	-3.05
法国CAC40	0.05	1.91	-15.62
台湾加权指数	0.60	-1.86	-20.13
胡志明指数	0.68	-1.53	-21.29
日经225	1.02	1.50	-6.96

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

其他海外市场方面, 印度市场跌 1.34%, 跌幅最大; 日本市场涨 1.02%, 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	1.59	1.21	1.56
较上上周变化(BP)	0	-3	0	1

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

上周货币市场利率整体仍然维持低位, 其中利率最高的 R007 仅为 1.59 %, 货币市场流动性仍然较为宽松。

债券类型-W ind二级分类	政府债	企业债	总计
上周发行规模(亿)	4208.947	2209.546	10402.29
上上周发行规模(亿)	6151.115	2694.659	10806.27
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 15 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 10402.29 亿，利率债及信用债发行规模较上上周均有所回落。

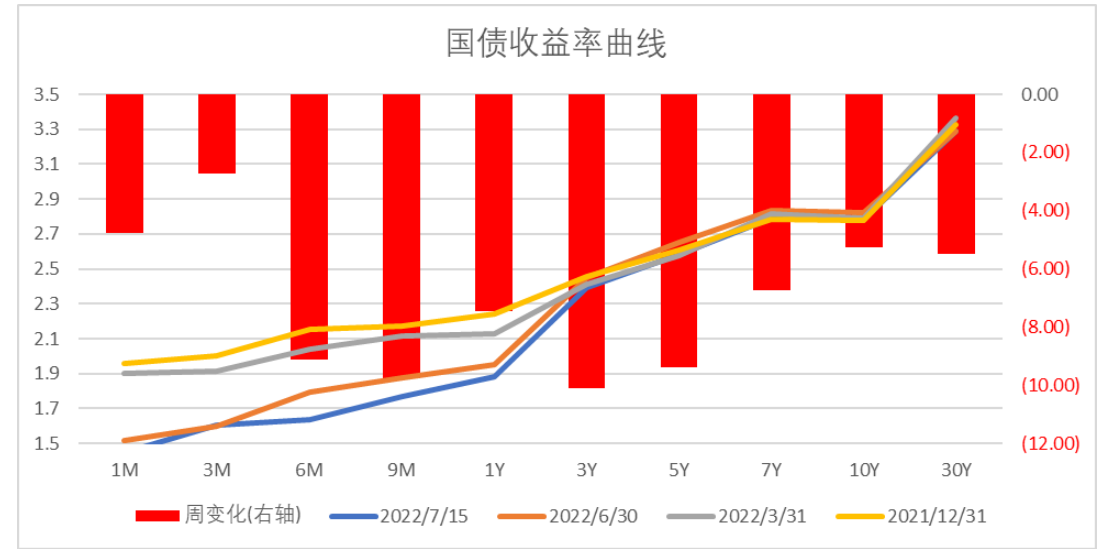
上周新发专项债规模	0
上上周新发专项债规模	269.25
本月以来新发专项债	269.25
上月新发专项债	6770.361

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

专项债发行方面，上周发行规模为 0 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，目前来看应该已经完成落实。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	-7	-10	-9	-5	国债	-7	-5	-7	-3	国债	-36	-6	-2	1
国开债	-6	-11	-9	-3	国开债	-2	-6	-3	0	国开债	-32	-2	-2	-3
AAA信用债	-9	-9	-6	-	AAA信用债	-9	-8	-11	-	AAA信用债	-44	-14	-6	-
AA+信用债	-7	-8	-6	-	AA+信用债	-8	-8	-12	-	AA+信用债	-44	-16	-10	-
AA信用债	-8	-8	-6	-	AA信用债	-8	-7	-11	-	AA信用债	-52	-54	-30	-
AA-信用债	-8	-8	-6	-	AA-信用债	-8	-7	-11	-	AA-信用债	-51	-53	-29	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体下行，其中 1Y 及 3YAAA 下行 9BP，下行幅度最大。利率债呈现出一定的短端下行幅度大于长端，其中 3Y 国开

债上行幅度最大，达 11BP。债券收益率的下行一方面反映了经济数据不及预期的背景下新一轮疫情可能会像四季度时一样影响经济，同时市场担心各地断贷情况如果持续恶化也将对后续经济运行造成较大压力。不过整体来看，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	1.81	1.98	2.20	—	—	总体	10.00	-4.12	-3.61	—	—
国有银行	0.00	1.70	1.92	2.13	2.25	国有银行	0.00	0.00	0.00	-4.00	-5.50
股份银行	1.50	1.80	2.01	2.17	2.27	股份银行	-3.00	1.17	-1.00	-0.75	-5.30
城商行	1.75	1.98	2.21	2.38	2.50	城商行	6.40	-4.06	9.68	5.58	3.77
农商行	1.87	2.05	2.18	2.32	2.40	农商行	-2.67	1.74	1.88	0.13	3.80

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中 1Y 国有银行下行幅度最大，达 5.5BP；6M 城商行上行幅度最大，达 9.68BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.26	2.75	3.10	AAA+	27.09	19.22	33.77	AAA+	0.061	0.012	0.379
AAA	2.29	2.82	3.23	AAA	29.86	26.68	46.42	AAA	0.049	0.002	0.454
AAA-	2.36	2.93	3.35	AAA-	36.61	37.53	58.34	AAA-	0.047	0.05	0.443
AA+	2.42	3.01	3.45	AA+	42.61	45.53	68.34	AA+	0.039	0.037	0.257
AA	2.52	3.26	3.92	AA	52.61	70.53	115.34	AA	0.018	0.048	0.306

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.34	2.85	3.29	AAA	34.71	29.81	52.38	AAA	0.08	0.016	0.474
AA+	2.41	2.97	3.39	AA+	41.35	41.74	62.40	AA+	0.05	0.014	0.179
AA	2.51	3.09	3.69	AA	51.35	53.24	92.90	AA	0.054	0.007	0.196
AA Q)	2.64	3.38	4.09	AA Q)	64.35	82.24	132.90	AA Q)	0.062	0.053	0.249

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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 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，相对而言 5 年品种配置价值更高。城投方面，除 5YAAA 外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	2.34	2.60	2.92	3.22	3.37	利率变化 (BP)	-14.53	-12.38	-8.32	-8.62	-6.06	利率分位数	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08
当前利差	4.71	4.15	13.93	26.99	29.41	利差变化 (BP)	-4.35	-3.20	-0.60	-4.33	0.00	利差分位数	0.02	0.00	0.02	0.25	0.34

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 15 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.43	3.02	3.48	3.77	AAA-	44.05	46.51	71.62	71.75	AAA-	-14.54	-9.89	-7.18	-3.30
AA+	2.48	3.06	3.52	3.81	AA+	48.49	50.21	75.69	75.73	AA+	-13.54	-10.89	-9.17	-5.30
AA	2.68	3.26	3.72	4.01	AA	68.49	70.21	95.69	95.73	AA	-9.54	-7.89	-9.17	-5.30
AA-	3.76	4.36	4.82	5.11	AA-	176.49	180.21	205.69	205.73	AA-	-10.54	-11.89	-13.17	-9.30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

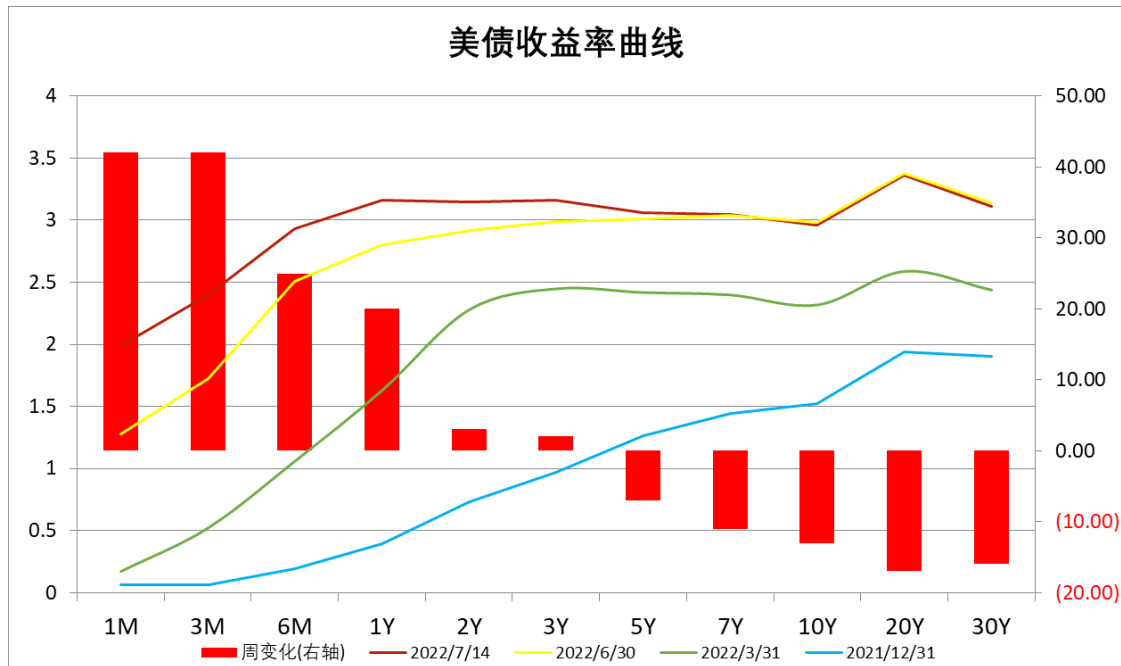
上周二级资本债收益率整体呈下行。其中 1Y 下行 14.53BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.1 以下，利差位于 0.4 分位数以下，整体配置价值较低。永续债方面，1YAAA-下行幅度最大，达 14.54BP。

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	2.85	3.16	3.58	AAA级RMBS	35.24	29.13	39.74	52.28	AAA级RMBS	0.11	0.12	0.11	0.11
AAA级消金	2.39	2.88	3.27	3.77	AAA级消金	39.83	32.30	50.50	71.18	AAA级消金	0.03	0	0.01	0.02
AAA级企业ABS	2.62	3.15	3.57	4.03	AAA级企业ABS	62.58	59.48	80.80	97.94	AAA级企业ABS	0.07	0	0.16	0.19
AAA级ABN	2.45	2.97	3.38	3.90	AAA级ABN	45.37	41.58	61.67	84.76	AAA级ABN	0.01	0	0	0.05

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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 15 日。

美债方面，上周美债收益率再度走平，短端收益率上行而长端下行。其中，1M 及 3M 上行幅度最大，达 42BP；20Y 下行幅度最大，达 17BP。通胀及就业数据走强推升加息预期并使短端利率上行，同时衰退预期增强拉动长端利率下行。此外，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度加大，目前利差为 19BP。相较于 4 月初的上一次倒挂，此次幅度更大，意味着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	50.40	↗
工业增加值:当月同比	3.90	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	5.79	5.39	5.19	4.98	5.45	5.60	↗
GDP:不变价:当季同比	0.40	—	—	4.80	—	—	5.19	—	—	4.85	—	—	↘
固定资产投资完成额:累计同比	6.10	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	10.40	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	-5.40	-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:基础设施投资:累计同比	9.55	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	3.10	-6.70	-11.10	-3.53	6.70	—	3.14	4.45	4.60	3.85	1.50	3.59	↗
出口金额:人民币:当月同比	22.00	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	10.80	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	11.40	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	-0.60	-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 15 日. 深红色数据为两年同比.

指标 (2022/06/30)	预测值	实际值	
PM I	-----	50.2	-----
工业增加值:当月同比	4.46	3.9	↓
GDP:当季同比	1.14	0.4	↓
固定资产投资:累计同比	5.94	6.1	↑
社会消费品零售总额:当月同比	-0.5	3.1	↑
出口金额:当月同比	11.86	22	↑
社会融资规模:当月值	46861.54	51733	↑
M 2:同比	10.84	11.4	↑
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 15 日

4.1.1 经济小复苏，持续性是关键

6 月社融总量与结构均明显改善，人民币贷款与政府债发行是亮点，专项债发行历史新高、疫情期间积压需求集中释放和企业恢复正常经营的产能修复性投资形成支撑。结构上，企业中长期贷款放量，居民贷款降幅收窄，信贷改善的背后是地产与汽车需求在政策推动下集中放量，此后居民端的预期改善持续性是观察重点。

6 月规模以上工业增加值略低于预期，中游环比修复程度大于上游，而下游表现明显偏弱。受益于上海复工复产与多重政策利好，电气设备与汽车制造业同比修复明显，而下游的通信电子、纺织服装行业同比增速依旧弱于疫情前，显示整体需求

依旧偏弱。从投资端看，6月固定资产投资、基建、房地产、制造业投资当月同比分别较上月分别变化+1、+4.2、-1.6、+2.9个百分点。基建和制造业投资增速高于预期，地产投资增速不及预期。逆周期调控下，政策性金融发力，预计3季度基建仍可保持较好增速，但今年土地财政压力难以改观，4季度基建有弱化可能性；地产投资同比增速继续下滑，对经济形成更大拖累，新开工、施工、竣工面积同比增速继续探底，仅销售环节增速提升，但近期高频数据显示销售又有下滑，房企现金流问题与居民的悲观预期尚未扭转。从需求端看，消费数据大幅改善，社会消费品零售总额当月同比较上月回升9.8个百分点，疫情修复下消费需求回补明显，预计后续修复斜率逐渐趋于平缓。此外，就业压力依然严峻，16-24岁人口失业率上行0.9个百分点至19.3%，青年群体就业压力较大。

总体来看，疫情冲击下，2季度GDP增速仅略高于零。6月开始，工业生产与服务环比改善，汽车行业供需两端均表现亮眼，信贷增速回升，但内生动力不足，基建持续发力，消费明显回暖，线下复苏斜率强于线上，但地产从高频数据看再次转弱，房地产企业现金流压力依然较大。经济在三季度或将处于弱复苏期，结构性政策是重点，在居民预期尚未见趋势性改善前，经济回升持续性仍需观察，而近期地产风波的持续发酵或会对居民预期再次形成压制，后续仍需观察政策的应对，7月政治局会议将是重要观察窗口。

4.1.2 通胀方面，6月通胀数据略超预期。CPI方面，猪、油价格为最大拉动项，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，结构上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

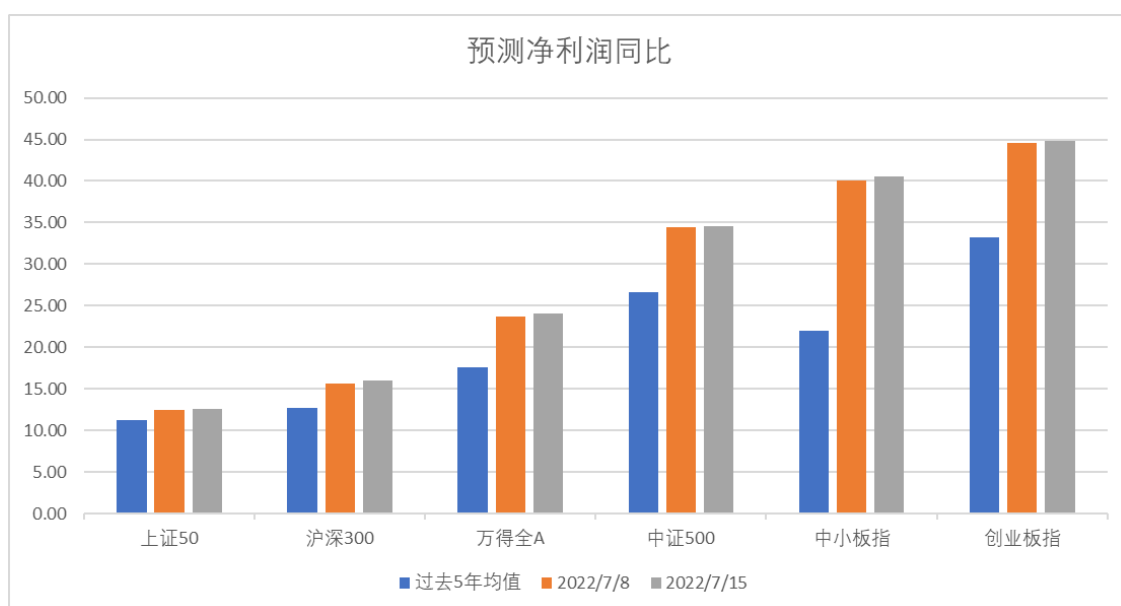
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.31 倍，处于 32%分位水平，股权溢价率 2.66%，处于 83%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	10.08	9.13	1.33	6.86	0.39	0.40	0.62	0.79
沪深300	12.26	10.74	1.48	5.10	0.34	0.34	0.36	0.84
中小板指	33.87	24.31	4.08	-0.10	0.69	0.60	0.53	0.55
创业板指	55.48	36.66	6.46	-1.25	0.61	0.70	0.62	0.81
中证500	20.23	14.83	1.74	1.89	0.19	0.07	0.14	0.88
万得全A	17.49	14.31	1.74	2.66	0.38	0.32	0.41	0.83

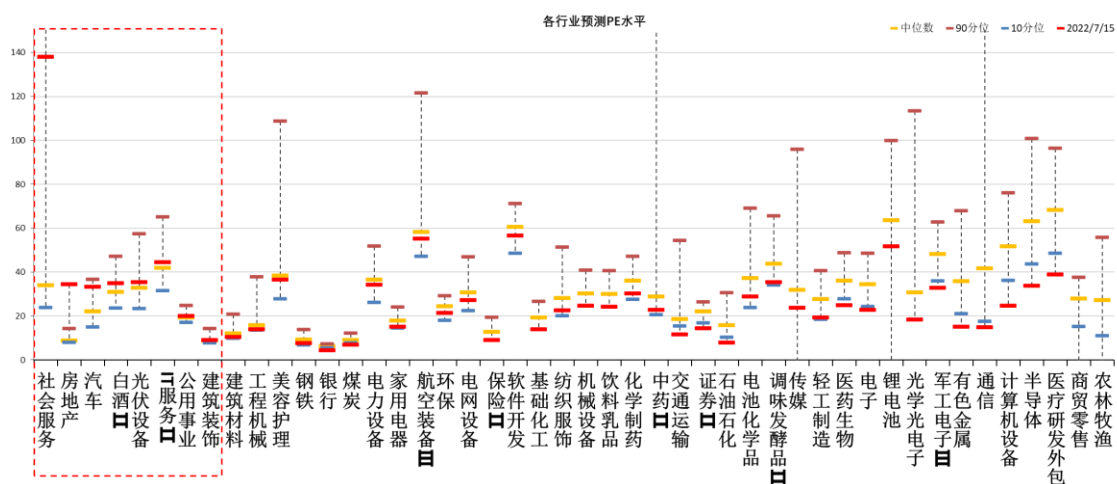
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.16	0.91	7.99	0.02	0.02	0.76
标普500	18.96	3.80	2.34	0.04	0.67	0.66
纳斯达克指数	26.74	4.26	0.81	0.03	0.23	0.56
德国DAX	11.42	1.43	-----	0.00	0.05	-----
法国CAC40	13.37	1.56	-----	0.00	0.30	-----
英国富时100	15.99	1.63	-----	0.22	0.19	-----
韩国综合指数	9.90	0.88	-----	0.04	0.30	-----
台湾加权指数	10.43	1.76	-----	0.00	0.48	-----
日经225	18.49	1.61	-----	0.59	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 15 日.

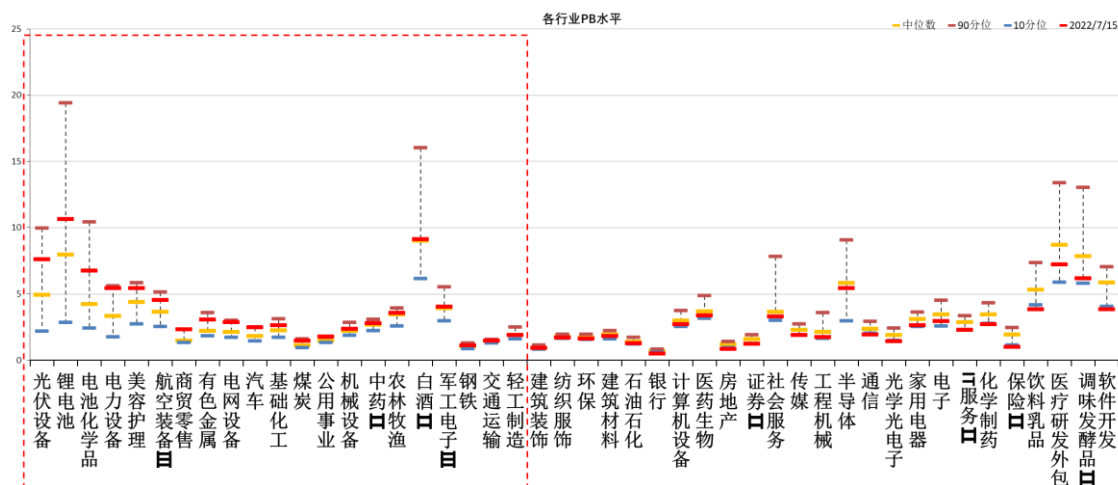


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

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 15 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

4.2.2 上周, A 股震荡回调, 国内疫情局部反复、房贷风波对风险偏好形成扰动, 新能源板块领涨, 而金融及地产产业链下跌, 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, 市场转为震荡, 博弈氛围趋浓, 尽管 6 月信贷数据表现较好, 但已被市场充分定价, 后续需要更多信用扩张与需求回暖的右侧信号, 信贷回暖趋势的延续性是关键, 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。近期需防范的风险点在于地产风波的政策应对、疫情的再次爆发与政府债额度耗尽后的增量财政政策出台情况, 7 月底的政治局会议是重要的政策观测期, 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, 经济基本面不确定性上行下或可控制仓位, 待到月底再决断。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, 近期板块交易拥挤度再次回归高位, 在信贷回暖持续性得到验证前, 板块内部以细分赛道机会为主。

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	1.88	2.40	2.58	2.79	国债	0.04	0.14	0.12	0.10
国开债	1.99	2.55	2.76	3.05	国开债	0.05	0.08	0.08	0.12
AAA信用债	2.30	2.82	3.21	-	AAA信用债	0.04	0.05	0.05	-
AA+信用债	2.43	2.96	3.39	-	AA+信用债	0.04	0.04	0.03	-
AA信用债	2.53	3.17	3.87	-	AA信用债	0.04	0.02	0.02	-
AA-信用债	4.89	5.53	6.23	-	AA-信用债	0.05	0.06	0.08	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 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	51.16	18.95	20.09	国债	-2.62	0.72	4.1	国债	0.987	0.761	0.677
国开债	56.1	20.77	29.11	国开债	-4.82	1.57	6.19	国开债	0.847	0.523	0.928
AAA信用债	51.54	39.56	-	AAA信用债	0.62	2.59	-	AAA信用债	0.879	0.876	-
AA+信用债	52.46	39.58	-	AA+信用债	2.62	-0.41	-	AA+信用债	0.885	0.79	-
AA信用债	52.46	43.58	-	AA信用债	-0.38	1.59	-	AA信用债	0.804	0.79	-
AA-信用债	63.46	70.58	-	AA-信用债	0.62	1.59	-	AA-信用债	0.781	0.876	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 15 日.

4.3.1 上周长端利率持续下行，主要影响因素包括：逆回购投放缩量但资金面仍然宽松、疫情局部反复、6 月金融与经济数据落地。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，同时机构欠配力量也对债市形成资金面的支撑，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，下周债市关注事件为 LPR 报价出炉，资金面的宽松延续性与 LPR 报价能否脱离 MLF 下调为博弈点。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 2.9 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。