

景气度小幅回落，关注预期扭转

一、重要信息点评

1. 7月28日，政治局会议召开，分析当前经济形势和经济工作。本次政治局会议基本延续了近期国常会等会议的基调，充分肯定上半年经济工作的同时淡化全年经济增长目标，更加强调力争实现最好结果，‘疫情要防住、经济要稳住、发展要安全’的三大要求维持不变，动态清零政策依旧排在重点靠前位置，稳增长方面表态更加温和，“财政政策要有效弥补社会需求不足，货币政策要保持流动性合理充裕”，流动性充裕最终落脚到宽信用的政策大方向不变，但财政政策工具的数量和强度相比此前会议有所下降，地方专项债以推动落地为主，略低于市场预期，支持地方政府用足用好专项债限额的表述可能指向近1.5万亿的剩余限额的使用。房地产政策重点放在保交楼、稳民生，房住不炒依旧是主基调，政策以托底为主，同时地方上或有一定边际放松空间。产业层面上，对新能源提出要加大力度规划建设新能源供给消纳体系，电网升级和新能源配套储能建设的重要性提升，但相比4月政治局会议，促消费的政策表述有所弱化，更多以托底为主。

2. 近期稳房地产市场相关消息频出，7月26日房地产纾困项目与金融机构对接商洽会召开，数家房企、信达、中金、浙商银行等金融机构参与会议，纾困项目企业代表与金融机构、有意兼并重组、合作发展解决项目困难的企业展开对接交流。7月27日，郑州市召开7家重点企业在郑项目情况汇报会议。此外，市场传闻相关部门正考虑设立千亿级房地产纾困基金，但目前募集资金及运作模式尚无定论。

3. 7月28日，国家主席习近平应约同美国总统拜登通话，两国元首就中美关系以及双方关心的问题进行了坦率沟通和交流。习近平强调，中美应该就宏观经济政策协调、维护全球产业链供应链稳定、保障全球能源和粮食安全等重大问题保持沟通。违背规律搞脱钩断链，无助于提振美国经济，也将使世界经济变得更加脆弱。

4. 7月官方制造业PMI回落1.2个百分点至49%，低于市场预期。非制造业PMI回落0.9个百分点至53.8%，符合市场预期。

制造业PMI降至荣枯线以下，景气度超预期回落，从分项指数看，各分项指数均回落，整体呈产需双弱格局。生产端分行业看，纺织、石油煤炭、黑色金属等高

耗能行业拖累显著，而农副食品加工、食品制造、专用设备、运输设备行业景气度较高，疫后修复动能弱化、疫情反复、地产风险、需求不足影响生产修复持续性。同时，7月原材料库存指数回落0.2个百分点至47.9%，企业生产经营活动预期指数收缩3.2个点，反映出制造业主动去库存、生产经营活动预期偏负面的特征。需求端看，7月新订单指数回落1.9个百分点，新出口订单指数回落2.1个百分点，外需走弱压力显现。一方面与疫后积压订单赶工效应消退有关，另一方面与海外PMI下行有关。价格方面，7月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别下行6.2和11.6个百分点，中下游制造业成本压力继续减轻。

服务业PMI回落1.5个百分点至52.8%，建筑业回升2.6个百分点至59.2%。服务业指数虽然回落，但仍在扩张区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数仍在复苏，而保险、居民服务等可选消费相关服务业指数在收缩区间。

建筑业PMI为59.2%，创年内新高。其中，土木建筑业指数环比回升0.2个点至58.1%，房屋建筑业回升1.8个点至59%，显示稳增长继续落地，同时地产活动改善，可能与各地政府加紧推进保交楼导致地产施工进度加快有关。

5. 美国二季度实际GDP年化季环比-0.9%，预期为0.4%，前值-1.6%，连续两个季度萎缩，其中个人消费支出年化季环比1%，同样不及预期。美国GDP连续两个季度环比负增长，且二季度GDP环比负增的原因与一季度负增相比，拖累因素从进出口转为投资与库存，意味着未来经济实质性衰退压力更大，若此后大宗价格不再大幅超预期，联储紧缩或已进入下半场。

6. 7月28日，美联储公布7月份加息决议，将美国联邦基金利率上调75BP至2.25%-2.5%的范围，符合预期。同时美联储主席鲍威尔在例行新闻发布会上的表态较为鸽派，首次表明另一次非同寻常的大幅加息将取决于数据，在某个时间点放慢加息节奏可能会是适宜的。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/7/29	2022/7/28	2022/7/27	2022/7/26	2022/7/25	
7天逆回购	20	20	20	50	50	160
	上周到期	280	上周投放	160	上周净投放	-120

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

上周央行 OMO 投放 160 亿, 同时到期 280 亿, 共计净回笼 120 亿。近期央行每日 OMO 降至 20 亿左右, 显示央行希望引导宽货币尽快向宽信用过渡。

生产	2022/7/1	2022/7/8	2022/7/15	2022/7/22	2022/7/29	
高炉开工率(247家)全国	80.79	78.53	76.98	73.16	71.61	↘
	2022/6/10	2022/6/20	2022/6/30	2022/7/10	2022/7/20	
日均产量粗钢(重点企业)(旬)	228.86	225.79	209.91	207.48	203.79	↘
	2022/7/1	2022/7/8	2022/7/15	2022/7/22	2022/7/29	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	269.86	254.61	245.61	230.29	230.29	↘
库存主要钢材品种合计同比	-0.12	-3.79	-6.00	-9.58	-12.42	↘
	2022/6/30	2022/7/7	2022/7/14	2022/7/21	2022/7/28	
开工率汽车轮胎全钢胎	58.80	57.65	59.29	55.56	58.67	震荡
开工率汽车轮胎半钢胎	64.60	63.43	65.00	64.77	64.20	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

生产数据方面, 高炉开工率和粗钢产量维持下行, 螺纹钢产量震荡下行, 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, 信心回落给工业生产带来了一定的下行压力。

需求	2021/7/29	2022/7/8	2022/7/15	2022/7/22	2022/7/29	趋势
商品房成交面积:本月以来	63.56	42.05	41.15	41.64	42.25	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	11.11	10.64	10.34	10.77	10.39	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	37.78	22.22	22.73	22.92	23.77	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	14.67	9.19	8.09	7.95	8.09	低位
	2022/6/26	2022/6/30	2022/7/10	2022/7/17	2022/7/24	
过去一月日均销量乘用车:厂家批发:同比	53.98	79.75	87.36	70.50	61.02	高位
过去一月日均销量乘用车:厂家零售:同比	24.88	48.59	49.50	44.61	34.36	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

需求数据方面, 商品房成交面积回落至低位, 市场信心在断贷风波下受到较大冲击, 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, 车辆销售数据虽然有所下行但仍然维持高位, 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, 但后续随着补贴退坡可能会持续面临一定下行压力。

价格	2021/7/29	2022/7/8	2022/7/15	2022/7/22	2022/7/29	
农产品批发价格200指数	111.78	118.92	122.62	123.48	122.64	拐头向下
价格生猪外三元	15.61	22.31	23.09	22.73	21.04	震荡
平均批发价猪肉	21.96	28.98	30.51	29.94	29.27	震荡
粮油批发价格200指数	107.31	116.84	116.70	116.42	116.43	高位
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.46	4.39	4.67	4.79	4.73	震荡
平均批发价7种重点监测水果	5.63	6.94	7.15	7.08	7.01	震荡下行
南华工业品指数	3,258.55	3,568.61	3,232.87	3,407.37	3,610.03	震荡下行
现货价原油 英国布伦特D ttd	75.77	115.76	111.08	110.26	114.31	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

价格数据方面,农产品价格季节性上行开始见顶。其中,蔬菜价格转为震荡,生猪价格持续上行也告一段落,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,猪肉价格也在上行一段时间后转为震荡,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	5.71	-4.61	33.71
COMEX黄金	3.20	-1.36	-2.51
LM E铝	0.28	1.51	-11.58
LM E铜	6.34	-4.03	-18.47
CBOT玉米	10.28	0.40	4.89
CBOT大豆	11.99	1.06	10.02

	2022/7/29	2022/7/22	2022/6/30	2022/1/1
ICE布油	104	98.75	109.2	77.94
COMEX黄金	1782.7	1725.3	1808	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

期货价格方面,上周各类期货价格整体上涨。其中,玉米及大豆分别涨 10.28% 及 11.99%,涨幅最大。ICE 布油期货跌重回 100 以上收于 104 美元,COMEX 黄金价格收于 1782.7 美元。商品市场对于衰退的预期有所减弱。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-71.57	113.04	986.60
美元兑人民币	-70.00	459.00	3919.00

	2022/7/29	2022/7/22	2022/6/30	2022/1/1
美元指数	105.8361	106.5518	104.7057	95.9701
美元兑人民币	6.7445	6.7515	6.6986	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

上周美元指数下行 71.57BP，此前欧洲央行超预期加息及美联储 FOMC 会议较预期更为温和是主要推动原因。在此背景下人民币上周升值 70 个基点。

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2022/9/21	0.00%	0.00%	0.00%	72.00%	28.00%	0.00%	0.00%		
2022/11/2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.00%	30.40%	1.60%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	32.30%	50.10%	16.70%	0.80%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.10%	47.80%	21.10%	2.90%	0.10%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	8.70%	34.20%	39.50%	15.40%	2.00%	0.10%
2023/5/3	0.00%	0.00%	3.20%	18.00%	36.20%	30.80%	10.60%	1.30%	0.00%
2023/6/14	0.00%	1.50%	10.40%	26.90%	33.50%	20.90%	6.00%	0.70%	0.00%
2023/7/26	0.50%	4.60%	16.10%	29.20%	29.10%	15.70%	4.20%	0.50%	0.00%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

美联储加息预期方面，目前市场预期 9 月 FOMC 会议将继续加息 50BP，在此基础上 11 月继续加息 50BP。

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	7	1	2	1	1	6	0	1	2	2	23
上上周	6	0	1	2	6	2	1	0	4	0	22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 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	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	10	10	3	11	3	8	0	0	3	35
	发行规模(亿元)	144.85	144.85	6.45	291.84	1.66	82.62	0.00	0.00	12.68	538.43
上上周	数量	3	3	1	10	3	6	0	0	7	27
	发行规模(亿元)	30.68	30.68	5.54	37.80	11.09	45.31	0.00	0.00	23.53	142.85
本月以来	数量	27	25	5	36	6	21	0	0	16	105
	发行规模(亿元)	444.88	431.77	14.21	512.27	12.75	240.79	0.00	0.00	39.41	1251.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 23 支，其中普通混合型基金 7 支，债券类基金（9 支）多于股票类基金（5 支），FOF 基金申报 2 支。发行一边，上周基金共计发行 538.43 亿，发行规模较上上周有所增加。股票基金发行规模已经进入正常区间。

	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	-2.44	-4.99	-19.63
上证50	-1.97	-8.70	-14.72
沪深300	-1.61	-7.02	-15.59
中小板指	-0.59	-5.28	-16.23
偏股混合型基金指数	-0.44	-2.91	-12.58
万得全A	-0.28	-2.67	-11.94
中证500	0.07	-2.48	-14.48
科创50	0.36	-1.52	-22.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

A 股表现来看, 上周主要板块整体下跌。其中, 创业板指跌 2.44%, 跌幅居前; 科创 50 涨 0.36%, 涨幅居前。主要板块呈现出了一定的震荡下行。偏股基金指数跌 0.44%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-2.78	-9.24	-19.35
茅指数	-2.28	-8.84	-18.72
大盘指数	-1.73	-7.37	-15.17
高市净率指数	-1.61	-5.70	-14.89
高市盈率指数	-1.25	-1.98	-15.83
低市盈率指数	-0.36	-6.91	-8.88
低市净率指数	-0.09	-5.56	-6.34
小盘指数	0.67	-0.11	-13.28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

上周 A 股各风格指数中茅指数及绩优股指数分别跌 0.74%及 1.22%, 表现相对较差。另一方面, 小盘指数涨 0.67, 涨幅居前。近期市场由此前的估值风格轮动转为市值风格轮动, 同时小盘股表现相对优于大盘股。

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
医药生物	-3.77	建筑材料	-10.06	电子	-27.17
食品饮料	-2.75	食品饮料	-9.69	传媒	-25.64
社会服务	-2.24	银行	-9.31	计算机	-24.41
交通运输	-2.15	社会服务	-9.21	非银金融	-21.40
建筑装饰	-1.97	非银金融	-8.13	医药生物	-20.68
石油石化	1.57	农林牧渔	3.36	有色金属	-3.95
煤炭	2.12	公用事业	4.05	农林牧渔	-1.84
机械设备	2.22	汽车	5.09	综合	0.36
汽车	2.34	机械设备	5.15	汽车	1.68
房地产	2.85	环保	5.33	煤炭	20.96

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 29 日.

行业方面, 上周申万 31 个行业中 15 个下跌, 16 个上涨。其中, 生物医药、食品饮料、社会服务及交通运输等疫情受损行业上周分别跌 3.77%、2.75%、2.24%, 及 2.15%。背后原因可能是 7 月政治局会议一方面并没出台大规模刺激的计划, 同时市场对于疫情管控措施进一步放开的预期也有所落空。 另一方面, 随着断贷风波没有进一步扩散, 市场对地产市场的避险情绪有所出清, 带动房地产行业

涨 2.85%，涨幅最高。同时，汽车行业在政策鼓励背景下近期表现亮眼，上周涨 2.34%，不过后续需要警惕财政鼓励退坡后销量能否延续。此外，海外衰退预期降温背景下上周大宗商品市场表现较好，带动 PPI 相关行业上周涨幅居前，其中煤炭及石油石化分别涨 2.12% 及 1.57%。

	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	-2.20	-7.79	-13.85
恒生科技指数	-5.80	-11.07	-23.63

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

港股方面，恒生指数跌 2.20%，恒生科技指数跌 5.80%。某互联网生鲜零售头部企业宣布解散使市场对于平台经济产生了一定的恐慌情绪，带动港股下跌。

道琼斯工业指数	2.97	6.73	-9.61
标普500	4.26	9.11	-13.34
标普小盘600	4.62	9.93	-11.54
纳斯达克指数	4.70	12.35	-20.80
标普中盘400	4.84	10.75	-11.59

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

美股方面，上周美股整体回升，其中标普小盘 400 指数涨 4.84%，涨幅最大。7 月 FOMC 加息 75BP，符合市场预期，同时对未来加息的指引较市场预期更为温和。在此背景下美股有所反弹。不过需要注意的是，LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示美国经济将面临衰退风险，后续美股盈利面临压制，因此未来美股可能还会出现下行。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
日经225	-0.40	5.34	-3.44
台湾加权指数	0.34	1.18	-17.67
胡志明指数	0.97	0.73	-19.49
德国DAX	1.74	5.48	-15.11
英国富时100	2.02	3.54	0.53
韩国综合指数	2.44	5.10	-17.67
印度SENSEX30	2.67	8.58	-1.17
法国CAC40	3.73	8.87	-9.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

其他海外市场方面，日本市场跌 0.40%，表现最差；法国市场涨 3.72%，表现最好。美元贬值背景下各国资金回流美国压力有所减轻。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.44	1.70	1.27	1.63
较上上周变化(BP)	17	14	9	15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

国股银票	2022/7/1	2022/7/22	2022/7/29
1Y	1.52	1.51	0.7
6M	1.5	1.48	0.2
	2021/7/1	2021/7/22	2021/7/29
1Y	2.6896	2.5808	2.3384
6M	2.6548	2.5106	2.1244
	2020/7/1	2020/7/22	2020/7/29
1Y	2.3151	2.8522	2.6167
6M	2.3166	2.906	2.6189
	2019/7/2	2019/7/23	2019/7/30
1Y	3.2064	2.8653	2.4188
6M	3.2412	2.8275	2.3833

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 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 1.57 %, 货币市场流动性仍然较为宽松。

国股银票转贴现利率上周分别为 0.7、0.2, 7 月社融数据结构可能不容乐观。

债券发行	上周发行规模(亿)	上上周发行规模(亿)	本月以来发行规模(亿)	下周计划发行规模(亿)
政府债	3331.844	5410.969	----	2961.312
其中:专项债	149.96	193.76	612.97	-----
企业债	2550.78	3203.271	----	1473.47
总计	10167.62	12833.54	----	5331.382

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 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 10167.62 亿, 利率债及信用债发行规模较上上周均有所下行。

专项债发行方面, 上周发行规模为 149.96 亿元, 较上上周有所回落。政治局会议提到用足用好专项债务限额, 后续市场对于提前使用 2023 年额度产生了一定的预期。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。

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	1.86	2.32	2.51	2.76	国债	46.05	19.08	24.24	国债	-	-	-
国开债	1.88	2.47	2.69	2.93	国开债	59.43	22.11	23.65	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.13	2.69	3.00	-	AAA信用债	56.45	31.03	-	AAA信用债	25.1	22.12	31.04
AA+信用债	2.36	3.05	3.69	-	AA+信用债	58.62	38.81	-	AA+信用债	37.19	36.38	53.08
AA信用债	4.72	5.41	6.05	-	AA信用债	68.62	64.81	-	AA信用债	48.19	57.38	100.08
AA-信用债	1.29	1.50	1.66	-	AA-信用债	68.62	64.81	-	AA-信用债	284.19	293.38	336.08

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	-1	-3	0	国债	-6	-9	-10	-4	国债	-35	-10	-6	1
国开债	-5	-1	-1	-4	国开债	-8	-9	-6	-9	国开债	-38	-5	-5	-12
AAA信用债	-8	-3	-7	-	AAA信用债	-26	-18	-29	-	AAA信用债	-61	-24	-24	-
AA+信用债	-7	-3	-6	-	AA+信用债	-24	-17	-26	-	AA+信用债	-68	-64	-45	-
AA信用债	-7	-3	-6	-	AA信用债	-24	-17	-26	-	AA信用债	-67	-63	-44	-
AA-信用债	-5	-3	-1	-	AA-信用债	-20	-5	-11	-	AA-信用债	-65	-45	-47	-

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	0.04	0.08	0.07	0.07	国债	0.93	0.73	0.86	国债	-	-	-
国开债	0.04	0.05	0.05	0.02	国开债	0.89	0.54	0.68	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.03	0.03	0.01	-	AAA信用债	0.94	0.52	-	AAA信用债	0.03	0.00	0.02
AA+信用债	0.00	0.00	0.00	-	AA+信用债	0.93	0.58	-	AA+信用债	0.01	0.00	0.01
AA信用债	0.03	0.03	0.04	-	AA信用债	0.83	0.74	-	AA信用债	0.01	0.00	0.08
AA-信用债	0.04	0.04	0.04	-	AA-信用债	0.81	0.68	-	AA-信用债	0.35	0.40	0.46

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	-1	-1	4	国债	-4	-1	7	国债	25	4	8
国开债	5	0	-2	国开债	0	4	-2	国开债	34	1	-6
AAA信用债	4	-5	-	AAA信用债	6	-12	-	AAA信用债	35	0	-
AA+信用债	4	-3	-	AA+信用债	7	-9	-	AA+信用债	34	2	-
AA信用债	4	-4	-	AA信用债	7	-10	-	AA信用债	3	19	-
AA-信用债	4	-4	-	AA-信用债	7	-10	-	AA-信用债	3	19	-

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	2	1	-5	AAA信用债	-13	-6	-23	AAA信用债	-18	-17	-18
AA+信用债	2	1	-3	AA+信用债	-13	-6	-19	AA+信用债	-19	-18	-18
AA信用债	2	1	-4	AA信用债	-12	-5	-19	AA信用债	-26	-56	-39
AA-信用债	2	1	-4	AA-信用债	-12	-5	-19	AA-信用债	-25	-55	-38

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年7月29日. 信用利差为信用债与相同期限国开债之间的利差。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体下行，其中1YAAA下行8BP，下行幅度最大。利率债整体也呈下行，其中1Y国开债下行幅度最大，达10BP。债券收益率的整体下行一方面反映了市场对于周末公布的PMI数据低于预期的博弈，同时政治局会议没有申明今年GDP5.5%目标后市场预期后续经济可能还存在一定压力。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。

期限利差方面，上周 3Y-1Y 利差整体走阔，同时 5Y-3Y 利差有所收窄。整体来看期限利差仍位于较高分位数区间，后续可以获利空间较大。

信用利差方面，各等级信用债中短端信用利差均有所走阔，同时长端有所收窄。整体看除 AA-分位数较高外其余等级信用利差获利空间均较小。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.72	1.96	2.14	--	--
国有银行	0.00	1.67	1.82	2.00	2.05
股份银行	1.55	1.60	2.00	2.07	2.13
城商行	1.67	1.94	2.06	2.24	2.42
农商行	1.64	2.13	2.06	2.25	2.32
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2	-4	-8	--	--
国有银行	0	-3	-8	-13	-10
股份银行	5	-14	9	-4	-1
城商行	-6	-4	-23	-8	-11
农商行	-3	6	-25	-5	-4
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	8.5	40.5	14	15.3	762
国有银行	0	0	0	0	102.5
股份银行	0	1	0.5	0	379
城商行	8.5	37.5	13.5	15.3	261.5
农商行	0	2	0	0	19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中 6M 农商行下行幅度最大，达 25BP；6M 股份银行上行幅度最大，达 9BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.11	2.62	2.98	AAA+	23.29	14.88	28.56	AAA+	0.032	0.001	0.186
AAA	2.16	2.69	3.05	AAA	28.05	21.86	35.98	AAA	0.04	0.001	0.08
AAA-	2.22	2.79	3.18	AAA-	33.80	31.71	48.89	AAA-	0.027	0.002	0.156
AA+	2.27	2.88	3.28	AA+	38.80	40.71	58.89	AA+	0.016	0.003	0.07
AA	2.41	3.13	3.79	AA	52.80	65.71	109.89	AA	0.027	0.008	0.229

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.15	2.70	3.16	AAA	27.67	22.82	46.85	AAA	0.01	0.001	0.237
AA+	2.23	2.80	3.27	AA+	35.31	32.77	57.87	AA+	0.012	0.001	0.104
AA	2.31	2.96	3.60	AA	43.31	48.27	90.37	AA	0.008	0.003	0.159
AA Q)	2.45	3.16	4.02	AA Q)	57.31	68.27	132.37	AA Q)	0.022	0.001	0.234

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 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，目前各期限等级的票据与国开债之间的利差均处于 0.25 以下历史分位数区间，获利空间不大，相对而言 5 年品种配置价值更高。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	2.18	2.45	2.76	3.08	3.25	利率变化 (BP)	-5.88	-5.41	-8.47	-6.95	-7.54	利率分位数	0.04	0.03	0.02	0.01	0.02
当前利差	7.05	2.41	10.89	21.84	29.30	利差变化 (BP)	2.28	0.65	-0.11	-0.30	-0.30	利差分位数	0.07	0.00	0.01	0.08	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 29 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.27	2.85	3.32	3.71	AAA-	39.35	37.32	62.18	77.76	AAA-	-6.88	-8.06	-9.56	-2.68
AA+	2.33	2.89	3.37	3.76	AA+	44.79	42.02	67.25	82.74	AA+	-6.88	-8.06	-9.56	-2.68
AA	2.55	3.11	3.60	3.99	AA	66.79	64.02	90.25	105.74	AA	-5.88	-7.06	-8.56	-1.68
AA-	3.59	4.16	4.65	5.04	AA-	170.79	169.02	195.25	210.74	AA-	-6.88	-9.06	-10.56	-3.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

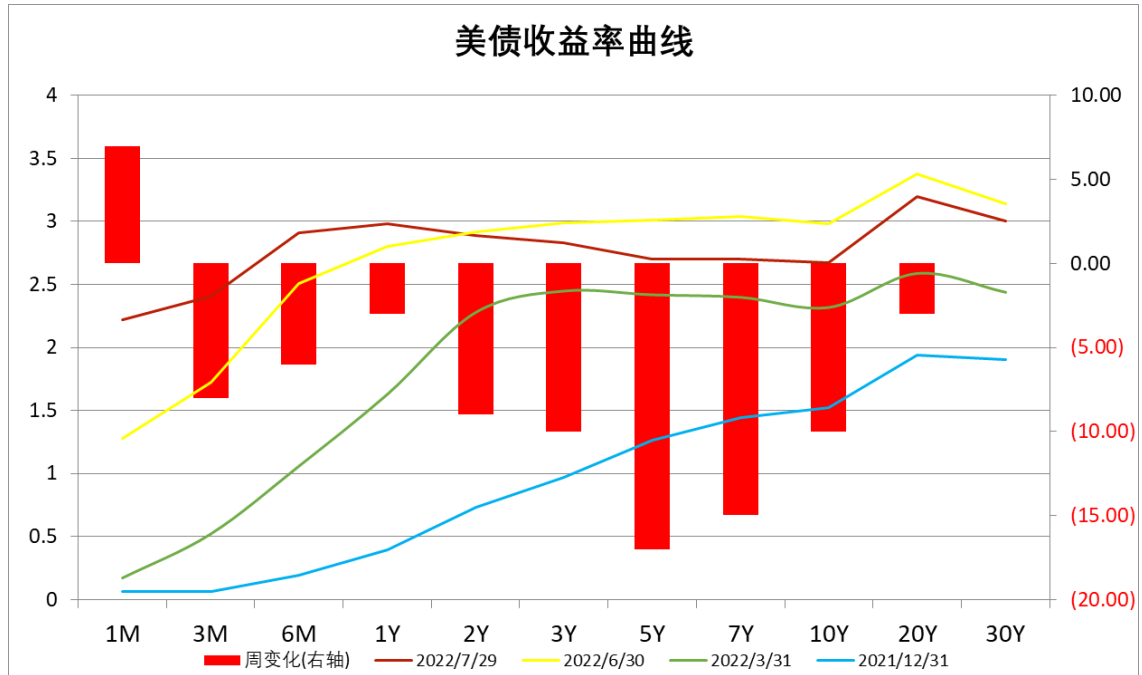
上周二级资本债收益率整体呈下行。其中 3Y 下行 8.47BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.1 以下，利差位于 0.4 分位数以下，整体配置价值较低。永续债方面，5YAA-下行幅度最大，达 10.56BP。

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	2.26	2.75	3.02	3.54	AAA 级 RMBS	38.58	27.61	32.69	61.37	AAA 级 RMBS	0.167	0.097	0.038	0.233
AAA 级 消金	2.32	2.79	3.13	3.76	AAA 级 消金	44.03	31.35	43.53	82.51	AAA 级 消金	0.075	0.008	0.004	0.234
AAA 级 企业 ABS	2.48	3.01	3.41	4.01	AAA 级 企业 ABS	59.77	53.54	71.35	108.31	AAA 级 企业 ABS	0.045	0.004	0.012	0.529
AAA 级 ABN	2.36	2.85	3.23	3.89	AAA 级 ABN	48.16	38.10	53.82	96.49	AAA 级 ABN	0.039	0.004	0.002	0.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 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 与国开债间的利差除 10Y 品种外均处于 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。而长期品种近期受到断贷风波影响风险有所增加。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 29 日.

美债方面，上周美债收益率再度走平，短端收益率下行幅度不及长端。其中，1M 上行幅度最大，达 7BP；5Y 下行幅度最大，达 17BP。7 月 FOMC 加息符合市场预期，同时较为温和的未来加息指引拉动利率整体下行，同时长端利率在衰退预期的作用下下行幅度更大。此外，2Y 与 10Y 美债持续倒挂，目前利差为 22BP。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。目前各类前瞻指标预示明年 Q2 前后美国可能正式面临衰退，同时关注未来美国经济衰退的幅度。

四、资产配置观点

指标	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	趋势
PPI	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	50.10	震荡
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	↗
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	---
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	↘
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	↘
固定资产投资完成额基础设施建设投资累计同比	---	9.25	8.16	8.26	10.48	8.61	---	1.80	1.56	1.86	1.97	2.30	↗
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	↗
出口金额人民币当月同比	---	22.00	15.10	1.80	12.70	4.10	20.90	13.92	15.36	13.45	13.77	13.34	↗
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	↗
M2 同比	---	11.40	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	8.20	↗
社融 M2	---	-0.60	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	1.30	1.70	2.10	↘
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	↗
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	↘

数据来源: Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日. 深红色数据为两年同比.

指标(2022/07/31)	预测值	实际值	
PMI	50.2	49	↘
工业增加值:当月同比	4.4	-----	-----
GDP:当季同比	-----	-----	-----
固定资产投资:累计同比	6.2	-----	-----
社会消费品零售总额:当月同比	5	-----	-----
出口金额:当月同比	18.35	-----	-----
社会融资规模:当月值	15650	-----	-----
M2:同比	11.4	-----	-----
CPI:当月同比	2.6	-----	-----
PPI:当月同比	5.25	-----	-----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

4.1.1 景气小幅回落，弱复苏仍是主基调

继 6 月经济强修复后，7 月 PMI 数据显示经济景气度有所回落。7 月官方制造业 PMI 为 49%，前值 50.2%，预期 50.4%；非制造业 PMI 为 53.8%，前值 54.7%，预期 53.8%。

制造业 PMI 降至荣枯线以下，景气度超预期回落，分规模看，中型企业产需回落明显。从分项指数看，各分项指数均回落，整体呈产需双弱格局。生产端回落幅度更大，主因纺织、石油煤炭、黑色金属等高耗能行业拖累显著，而农副食品加工、食品制造、专用设备、运输设备行业景气度较高。疫后修复动能弱化、疫情反复、地产风险、需求不足影响生产修复持续性。同时，新订单-产成品库存指数大幅回落 1.3 个百分点，企业生产经营活动预期指数收缩 3.2 个点，反映出制造业主动去库存、生产经营活动预期偏负面的特征。需求端看，7 月新出口订单指数回落 2.1 个百分点，外需走弱压力逐步显现。价格方面，7 月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别下行 6.2 和 11.6 个百分点，中下游制造业成本压力继续减轻。

非制造业方面，服务业 PMI 回落 1.5 个百分点至 52.8%，虽有所下行但仍在扩张区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数仍在扩张区间，而保险、居民服务等可选消费相关服务业指数在收缩区间。建筑业 PMI 回升 2.6 个百分点至 59.2%，创年内新高。其中，土木建筑业指数环比回升 0.2 个点至 58.1% 房屋建筑业回升 1.8 个点至 59% 显示稳增长继续落地，同时地产活动改善，或与各地政府加紧推进保交楼使得地产施工进度加快有关。

4.1.2 通胀方面，7月PPI或会加速下行。受海外衰退预期影响，以原油为首的海外定价大宗商品价格下行，而国内保价稳供政策与较弱的下游需求带动钢、煤价格走低。但仍需关注到7月中旬以来海外能源供给担忧导致能源价格再次上行，外围定价商品或将维持高位震荡。而内需方面，大宗下跌与企业主动去库的链条循环逐渐形成，内需定价大宗商品仍有下行空间，PPI与CPI剪刀差或会快速收敛，此外仍需关注猪肉价格上涨对下半年CPI的压力。

4.1.3 政策方面，上周召开政治局会议，部署下半年经济工作。本次会议定调上淡化全年经济增长目标，疫情防控依然排在首位，货币政策方面流动性保持合理充裕，但财政政策工具的数量和强度相比此前会议有所下降，地方专项债以推动落地为主，而房地产政策重点放在保交楼、稳民生，而非强刺激，底线思维较为明确。从水泥、沥青等上游高频数据来看，7月以来实物工作量的落地速度环比加快，三季度基建端或会成为企业中长贷扩张的主要支撑，而地产在房住不炒基调下或会持续弱势，对下游需求及地方政府财政形成拖累。总体来看，7-8月中长贷回升的动力偏弱，预计此后经济仍是弱复苏与合理充裕流动性的组合，

4.1.4 疫情的反复冲击下，二季度大概率是企业盈利低点，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

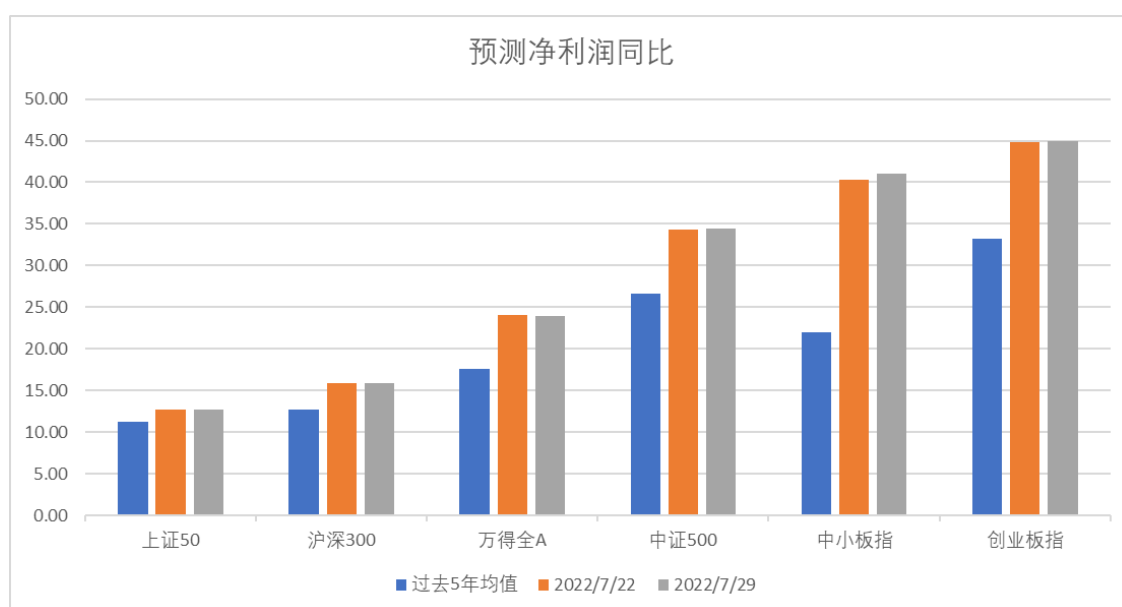
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全A预测PE14.45倍，处于35%分位水平，股权溢价率2.74%，处于85%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	10.00	9.05	1.32	7.07	0.37	0.37	0.60	0.85
沪深300	12.09	10.60	1.46	5.34	0.28	0.30	0.30	0.90
中小板指	33.27	23.83	4.00	0.08	0.63	0.55	0.50	0.64
创业板指	53.31	35.27	6.18	-1.05	0.51	0.65	0.57	0.86
中证500	20.41	15.08	1.77	1.97	0.21	0.11	0.18	0.89
万得全A	17.63	14.45	1.76	2.74	0.40	0.35	0.43	0.85

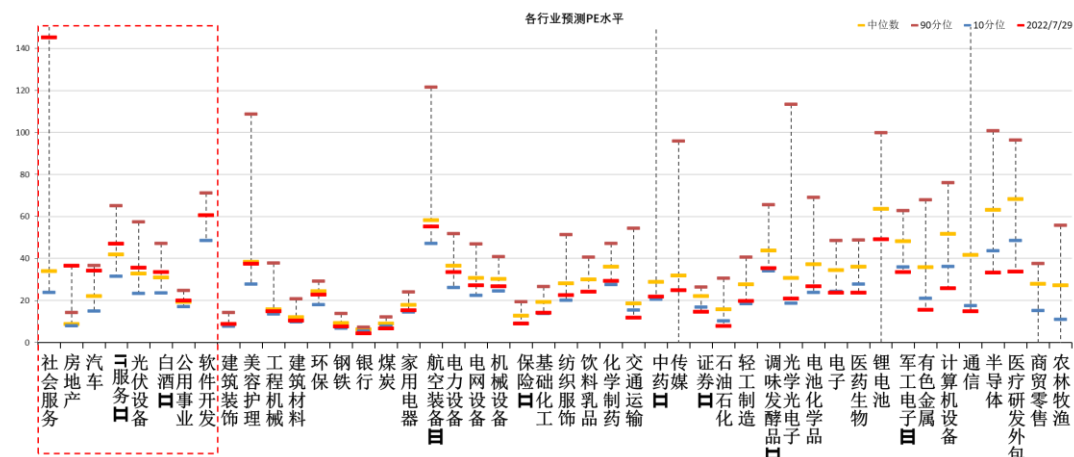
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.10	0.90	8.32	0.02	0.02	0.82
标普500	20.53	4.11	2.20	0.14	0.74	0.52
纳斯达克指数	29.59	4.59	0.71	0.09	0.48	0.52
德国DAX	12.36	1.49	-----	0.07	0.12	-----
法国CAC 40	13.10	1.66	-----	0.00	0.56	-----
英国富时100	14.00	1.69	-----	0.09	0.29	-----
韩国综合指数	10.06	0.93	-----	0.05	0.43	-----
台湾加权指数	10.76	1.83	-----	0.02	0.60	-----
日经225	19.17	1.70	-----	0.67	0.34	-----
胡志明指数	12.92	2.00	-----	0.05	0.13	-----
印度SENSEX30	22.36	3.29	-----	0.11	0.75	-----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

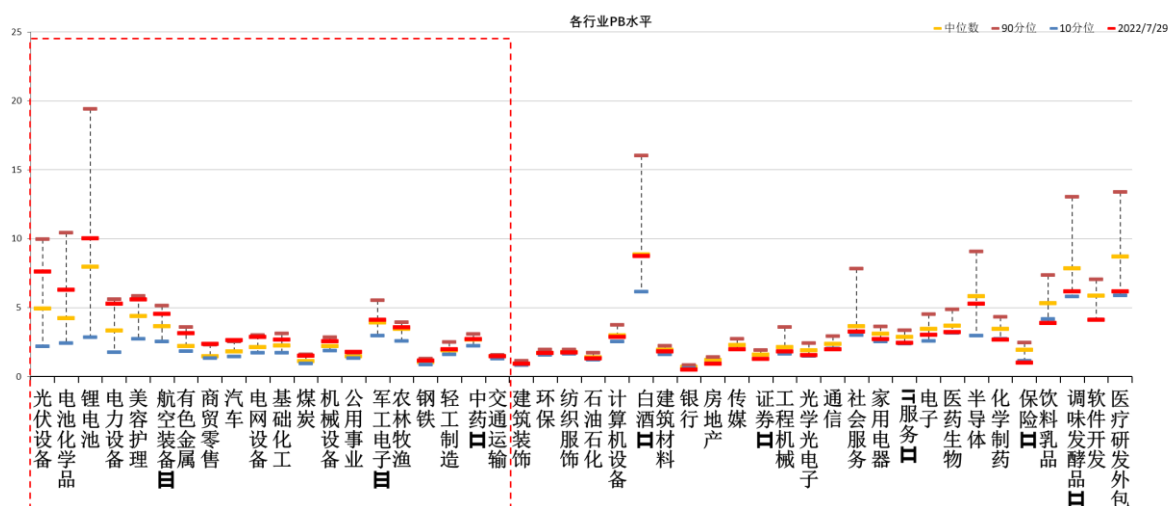


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

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 29 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 日.

4.2.2 上周，A 股震荡回调，国内疫情局部反复、政治局会议定调对风险偏好形成扰动，大小盘风格延续分化，板块上涨连续性一般，市场轮动速度明显加快。

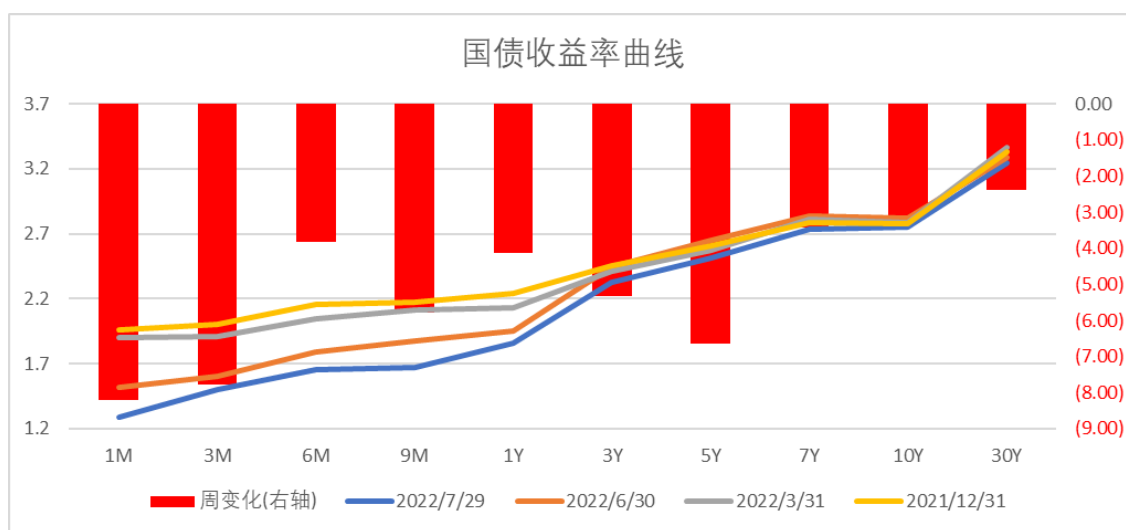
4.2.3 目前宏观基本面仍是弱复苏、充足流动性的组合，市场博弈氛围较浓，政治局会议对各项政策的定调使得目前基本面格局暂时难以被打破，短期内，市场以区间震荡为主，后续关注重点在中长期信贷的确定性向上趋势拐点、海外步入实质性衰退引发外需大幅回落冲击国内制造业、疫情防控实质性放松的时间点，三点因素中若有变化或将带领市场风格发生转变。

4.2.4 配置方向上关注：

1、短期内，基本面较为利好景气成长行业，以板块内部细分赛道机会为主，成长风格内部或有高低切换，或可关注：机器人、元宇宙、智能驾驶等主题性机会。

- 2、与政策相关度较高的基建、地产竣工链以博弈性质的波段机会为主。
- 3、疫情修复后周期的消费正在逐步进入中长期配置区间，或会在中长债拐点确认后有所表现，等待拐点出现后右侧介入或有更高性价比，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



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 7 月 29 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、政治局会议定调经济工作。经济基本面的爬坑方向确定，对债市交易空间形成压制，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区间震荡为主。三季度经济弱复苏与充裕流动性的组合下，对债券的配置仍以骑乘策略与票息策略为主。

4.3.2 短期看，地产链复苏预期降温与政策不搞大规模刺激的定调或会带动利率下行。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。

目前我们对债券做中性配置，仍以票息策略为主，利率债偏波段机会，基本面不变的情况下 2.85 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。