

经济数据小幅回升，关注海外风险释放

一、重要信息点评

1. 8月31日，国家统计局公布8月PMI数据。8月官方制造业PMI为49.4%，前值49%，非制造业PMI为52.6%，前值53.8%，均略超市场预期。制造业方面，大中企业景气好转，小企业继续恶化。从生产端看，各分项指数中，生产指数走平，新订单、原材料库存和从业人员指数分别回升0.7、0.1、0.3个百分点，纺织、化工、非金属矿物制品等高耗能且需求受疫情及高温影响较大的行业生产拖累显著，原材料库存指数回升0.1个百分点，产成品库存指数回落2.8个百分点，企业生产经营活动预期指数回升0.3个点，反映出制造业被动去库存、生产经营活动预期边际改善的特征。从需求端看，新出口订单指数与进口指数双双回升，但从高频数据看，8月出口数据或会回落，而内需或有边际修复。

非制造业方面，8月非制造业商务活动指数回落1.2个百分点至52.6%，其中服务业PMI回落0.9个百分点至51.9%，修复节奏继续放缓，生产性服务业回落幅度较大，或与高温限电有关。建筑业PMI回落2.7个百分点至56.5%，显示高温抑制建筑施工，同时地产景气度延续下行。预计后续天气好转，基建和地产竣工链景气度会有修复，建筑业新订单指数和业务活动预期指数均有所回升，基建将逐步进入发力期。

2. 8月31日，欧元区8月调和CPI同比上升9.1%，预期9%，前值8.9%；环比上升0.5%，预期0.4%，前值0.1%；核心调和CPI同比上升4.3%，预期4.1%，前值4%。从分项来看，能源价格依旧为最大拉动项，同时非能源工业产品以及服务价格均出现加速上涨的现象，显示通胀压力正由能源部门向各部门传导。

3. 9月2日，美国公布非农数据，美国8月季调后非农就业人口增31.5万人，预期30万人，前值52.6万人。失业率意外升至3.7%，预期3.5%。就业参与率升至62.4%，为2020年3月以来最高。8月时薪环比上升0.3%，预期0.4%。非农就业人数与失业率共同指向美国就业增长有所放缓，平均时薪涨幅低于预期、劳动参与率回升，表明更多人回到劳动力市场，数据发布后，美股回升，但此后再次转跌。非农数据维持在20万人以上、JOLTs职位空缺数大幅超预期共同预示劳动力紧缺形势依旧严峻，同时美国经济韧性犹在，还可承受大幅度加息。后续仍需关注8月通胀数据。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/9/2	2022/9/1	2022/8/31	2022/8/30	2022/8/29	
7天逆回购	20	20	20	20	20	100
	上周到期	100	上周投放	100	上周净投放	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

上周央行 OMO 投放 100 亿, 同时到期 100 亿, 共计净回笼 0 亿, 在宽货币转化为宽信用之前预计央行将维持较低数量的 OMO 操作。

生产	2022/8/5	2022/8/12	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	
高炉开工率(247家):全国	72.70	76.24	77.90	80.14	80.85	↗
	2022/7/10	2022/7/20	2022/7/31	2022/8/10	2022/8/20	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	207.48	203.79	189.02	194.33	199.63	↗
	2022/8/5	2022/8/12	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	245.59	252.88	265.18	269.46	293.81	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-15.02	-17.52	-20.84	-19.52	-17.84	↘
	2022/8/4	2022/8/11	2022/8/18	2022/8/25	2022/9/1	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	56.72	59.35	56.81	58.63	58.05	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	64.01	64.44	61.33	61.66	62.41	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

生产数据方面, 高炉开工率与螺纹钢及粗钢产量一并上行, 同时钢材库存则延续了此前的下行趋势, 钢材数据一定程度上反应了商品价格企稳背景下生产动能有所回升。另一方面, 汽车轮胎开工率维持震荡。从生产数据来看, 工业生产随企业预期回落了一段时间后开始有一定的企稳迹象。

需求	2021/9/1	2022/8/11	2022/8/18	2022/8/25	2022/9/1	趋势
商品房成交面积:本月以来	48.03	37.29	37.16	37.48	37.18	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	12.40	9.64	9.70	10.05	9.57	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	27.92	20.16	19.45	19.14	17.74	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	7.71	7.49	8.02	8.29	9.88	低位
	2022/7/31	2022/8/7	2022/8/14	2022/8/21	2022/8/28	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	47.99	47.48	49.03	44.99	26.61	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	15.04	16.11	21.46	27.46	24.13	高位

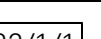
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

需求数据方面, 商品房成交面积继续维持低位, 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, 车辆销售数较此前有所下行但仍维持高位, 反映了市场信心回落背景下汽车消费在大量政策支持下对经济起到了一定的支撑作用。

价格	2021/9/2	2022/8/12	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	
农产品批发价格200指数	113.22	121.14	122.39	124.83	129.79	↗
价格:生猪:外三元	14.20	21.60	21.63	22.44	23.56	震荡
平均批发价:猪肉	20.96	29.21	28.84	29.13	30.05	震荡
粮油批发价格200指数	107.73	116.55	116.62	116.56	116.56	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.60	4.57	4.78	4.96	5.46	↗
平均批发价:7种重点监测水果	5.28	6.70	6.98	6.74	6.70	震荡下行
南华工业品指数	3,227.46	3,691.83	3,552.08	3,744.36	3,557.54	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	74.13	103.17	97.28	99.66	94.40	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

价格数据方面, 农产品价格继续季节性上行。其中, 蔬菜价格在极端天气影响下超季节性上行, 生猪价格也开始二次回升, 同时水果价格则维持震荡磨底, 粮油价格在国际局势扰动下仍维持高位。值得注意的是, 猪肉价格也随生猪价格一起震荡回升, 后续需关注极端天气影响下 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	 -5.79	 -4.66	 -19.93
COMEX黄金	 -1.55	 -0.79	 -5.80
LME铝	 -7.56	 -3.60	 -17.90
LME铜	 -7.46	 -3.97	 -22.31
CBOT玉米	 0.00	 -1.92	 -11.97
CBOT大豆	 -2.84	 -0.89	 -6.01

	2022/9/2	2022/8/27	2022/8/31	2022/1/1
ICE布油	93.28	98.9	94.96	77.94
COMEX黄金	1722.6	1750.8	1722.7	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体回落。其中, 铜及铝分别跌 7.46%及 7.56%, 跌幅最大。ICE 布油期货跌至 93.28 美元, COMEX 黄金价格收于 1722.6 美元。市场在鲍威尔喊话后转为交易衰退。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	 75.57	 93.25	 1364.20
美元兑人民币	 312.00	 135.00	 5504.00

	2022/9/2	2022/8/26	2022/8/31	2022/1/1
美元指数	109.6121	108.8564	108.6796	95.9701
美元兑人民币	6.903	6.8718	6.8895	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

上周美元指数上行 75.57BP，紧缩预期推升美元指数，在此背景下人民币上周贬值 312 个基点。

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	43.00%	57.00%	0.00%	0.00%			
2022/11/2	0.00%	7.50%	45.40%	47.10%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.30%	9.20%	45.50%	44.90%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.20%	5.90%	31.90%	45.10%	16.80%	0.00%
2023/3/15	0.00%	0.20%	4.40%	25.00%	41.60%	24.30%	4.50%
2023/5/3	0.00%	0.30%	5.10%	25.60%	41.10%	23.70%	4.30%
2023/6/14	0.10%	1.20%	8.90%	28.50%	37.80%	20.00%	3.50%
2023/7/26	0.30%	2.70%	12.80%	30.30%	34.30%	16.80%	2.80%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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 75BP，在此基础上 11 月继续加息 50BP。短期加息预期有所转弱但长期预期增强。

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	13	0	2	0	3	3	1	0	5	3	30
上上周	4	0	0	2	3	3	1	1	7	4	25

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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	11	8	1	5	0	9	0	0	7	33
	发行规模(亿元)	237.11	120.36	2.26	73.09	0.00	45.27	0.00	0.00	9.40	367.12
上上周	数量	10	9	1	1	0	12	0	0	1	25
	发行规模(亿元)	374.32	300.62	22.31	2.40	0.00	80.13	0.00	0.00	0.72	479.88
本月以来	数量	4	2	0	2	0	4	0	0	0	10
	发行规模(亿元)	18.83	2.00	0.00	60.09	0.00	16.28	0.00	0.00	0.00	95.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 30 支，其中普通混合型基金 13 支，债券类基金（9 支）多于股票类基金（5 支），FOF 基金申报 3 支。发行一边，上周基金共计发行 369.12 亿，发行规模较上上周有所回落，其中股票及偏股型基金发行规模小幅上升。

	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	-4.06	-1.45	-23.77
中小板指	-3.59	-0.94	-20.22
偏股混合型基金指数	-2.86	-0.68	-16.17
中证500	-2.36	-0.10	-16.44
万得全A	-2.20	-0.40	-14.81
沪深300	-2.04	-1.35	-18.56
科创50	-1.52	0.05	-26.32
上证50	-1.47	-1.83	-17.20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所下跌, 其中创业板跌 4.06%, 跌幅最大。疫情反复及人民币贬值背景下 A 股受到了一定的压制。偏股基金指数跌 2.86%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
高市净率指数	-3.67	-1.70	-19.93
高市盈率指数	-3.05	-0.27	-19.86
小盘指数	-2.24	0.41	-16.47
绩优股指数	-2.23	-2.18	-21.65
大盘指数	-2.17	-1.45	-18.21
茅指数	-1.58	-1.50	-22.59
低市盈率指数	-0.45	-0.46	-9.71
低市净率指数	0.05	-0.11	-7.01

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

上周 A 股各风格指数中低 PB 指数涨 0.05%, 涨幅居前。另一方面, 高 PB 及高 PE 指数分别跌 3.67%及 3.05%, 表现较差。高弹性的成长风格在市场下跌时也面临更大的风险。

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
电力设备	-7.03	食品饮料	-3.11	计算机	-28.02
有色金属	-6.46	有色金属	-1.82	电子	-27.58
汽车	-5.22	社会服务	-1.78	传媒	-24.68
煤炭	-4.52	商贸零售	-1.73	建筑材料	-22.87
基础化工	-3.91	美容护理	-1.61	医药生物	-22.85
通信	0.85	综合	1.03	交通运输	-5.32
传媒	1.14	计算机	1.09	石油石化	-3.63
轻工制造	1.58	煤炭	1.18	农林牧渔	-0.41
房地产	1.92	国防军工	1.90	综合	3.84
家用电器	2.33	通信	2.49	煤炭	32.00

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

行业方面, 上周申万 31 个行业中 22 个下跌, 9 个上涨。欧洲能源紧缺有所缓解使得市场预期新能源需求回落, 在此背景下电力设备、有色金属及煤炭分别跌 7.03%、6.46%及 4.52%, 表现不佳。此外, 高频数据显示汽车行业销量虽然位于高位但较市场过于乐观的预期有一定差距, 导致汽车行业跌 5.22%, 跌幅居前。另一方面, 房地产及地产后周期的家用电器行业上周则表现较好, 分别涨 1.92%及 2.33%, 背后原因可能是市场对地产行业的悲观预期有所缓解。

	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	-3.56	-2.52	-16.86
恒生科技指数	-3.69	-3.05	-26.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

港股方面, 恒生指数跌 3.56%, 恒生科技指数跌 3.69%, 美元走强背景下港股表现不佳。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普小盘600	-5.19	-1.87	-17.11
标普中盘400	-4.29	-1.56	-15.80
纳斯达克指数	-4.21	-1.57	-25.66
标普500	-3.29	-0.78	-17.66
道琼斯工业指数	-2.99	-0.61	-13.81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

美股方面, 上周美股整体回落, 其中标普中盘 600 跌 5.19%, 跌幅最大。紧缩预期加强使得市场对后续衰退力度及流动性环境产生了一定的担忧, 美股此前持续了一个多月的反弹已经结束。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 年美国经济将面临衰退风险, 后续美股盈利面临压制, 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
台湾加权指数	-3.96	-2.80	-19.46
日经225	-3.46	-1.57	-3.96
韩国综合指数	-2.89	-2.53	-19.08
英国富时100	-1.97	-0.04	-1.40
法国CAC40	-1.70	0.69	-13.78
胡志明指数	-0.16	0.00	-14.53
印度SENSEX30	-0.05	-1.23	0.94
德国DAX	0.61	1.68	-17.84

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

其他海外市场方面, 德国市场涨 0.61%, 表现最好; 台湾及日本分别跌 3.96% 及 3.46%, 表现最差。美联储加息预期走强背景下新兴市场表现优于发达国家市场。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.25	1.58	1.16	1.43
较上上周变化(BP)	-9	-21	-9	-28

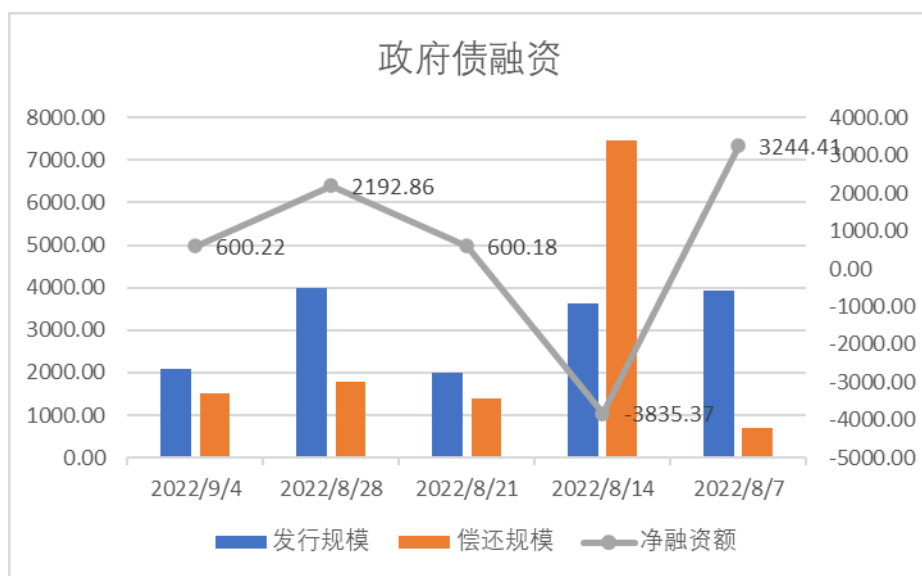
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

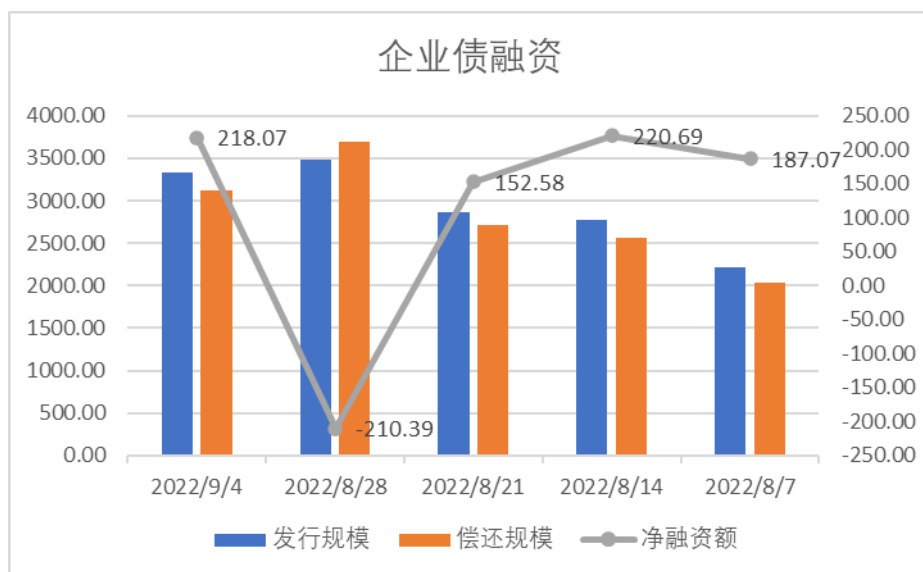
	2022/9/1	2022/8/26	2022/9/2
1Y	1.36	1.6	1.4
6M	1.3	1.78	1.36
	2021/9/1	2021/8/26	2021/9/2
1Y	2.3269	2.3284	2.2971
6M	2.2557	2.2431	2.2337
	2020/9/1	2020/8/26	2020/9/2
1Y	2.8048	2.7783	2.7943
6M	2.7565	2.7758	2.7891
	2019/9/2	2019/8/27	2019/9/3
1Y	2.8199	2.843	2.776
6M	2.8158	2.8371	2.744

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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 为 1.58%, 虽然较此前有所上升但货币市场流动性仍然较为宽松。

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.4、1.36, 8 月底利率较此前明显回升但市场预期社融结构问题可能仍然不容乐观。





数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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 600.22 亿, 较上上周有所减少; 企业债净融资额 218.07 亿, 较上上周有所增加。

从高频数据看, 8 月社融中贷款及债券发行量预计较 7 月有所改善但结构问题能否好转则需要观察, 预计中长期需求回升可能仍需一段时间。

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	1.72	2.18	2.40	2.62	国债	46.37	21.94	22.02	国债	-	-	-
国开债	1.83	2.31	2.50	2.79	国开债	48.09	18.58	29.71	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.04	2.59	2.92	-	AAA信用债	54.68	33.86	-	AAA信用债	20.98	27.57	42.85
AA+信用债	2.29	2.97	3.61	-	AA+信用债	57.84	40.66	-	AA+信用债	36.08	45.83	67.91
AA信用债	4.66	5.34	5.98	-	AA信用债	67.84	63.66	-	AA信用债	46.08	65.83	110.91
AA-信用债	1.15	1.44	1.67	-	AA-信用债	67.84	63.66	-	AA-信用债	283.08	302.83	347.91

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	-7	-8	-4	-2	国债	-2	-1	0	0	国债	-52	-28	-21	-15
国开债	-8	-11	-5	-4	国开债	-1	-2	-1	-1	国开债	-49	-26	-29	-29
AAA信用债	-6	-7	-4	-	AAA信用债	-2	-2	0	-	AAA信用债	-71	-37	-35	-
AA+信用债	-4	-1	-4	-	AA+信用债	-2	0	0	-	AA+信用债	-77	-74	-57	-
AA信用债	-3	0	-3	-	AA信用债	-1	1	0	-	AA信用债	-75	-72	-55	-
AA-信用债	-10	-2	-2	-	AA-信用债	-13	-3	0	-	AA-信用债	-81	-56	-49	-

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	0.04	0.05	0.03	国债	0.92	0.86	0.77	国债	-	-	-
国开债	0.04	0.03	0.03	0.00	国开债	0.56	0.36	0.92	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.04	0.02	0.01	-	AAA信用债	0.90	0.64	-	AAA信用债	0.01	0.07	0.35
AA+信用债	0.01	0.01	0.00	-	AA+信用债	0.89	0.62	-	AA+信用债	0.02	0.08	0.35
AA信用债	0.03	0.03	0.03	-	AA信用债	0.80	0.69	-	AA信用债	0.01	0.05	0.26
AA-信用债	0.03	0.04	0.06	-	AA-信用债	0.79	0.64	-	AA-信用债	0.34	0.48	0.67

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	4	2	国债	1	0	0	国债	25	7	5
国开债	-2	5	2	国开债	-2	2	0	国开债	23	-3	0
AAA信用债	-1	4	-	AAA信用债	0	2	-	AAA信用债	34	3	-
AA+信用债	0	2	-	AA+信用债	0	2	-	AA+信用债	34	3	-
AA信用债	3	-2	-	AA信用债	2	0	-	AA信用债	3	18	-
AA-信用债	3	-2	-	AA-信用债	2	-1	-	AA-信用债	3	18	-

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	-1	0	0	AAA信用债	-22	-11	-6
AA+信用债	5	6	3	AA+信用债	-1	0	0	AA+信用债	-20	-9	-3
AA信用债	5	9	2	AA信用债	-1	2	0	AA信用债	-28	-48	-28
AA-信用债	6	10	3	AA-信用债	0	3	0	AA-信用债	-26	-46	-26

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体下行，其中 1YAA-下行 10BP，下行幅度最大。利率债整体短端下行幅度大于长端，其中 3Y 国开债下行幅度最大，达 11BP。一方面，局部高温及疫情反复对经济复苏再度形成掣肘；另一方面，宽松的资金面推动短端利率下行幅度大于长端。整体来看，虽然我国经济企稳回升可能仍需一段时间，且这段时间内预计宽货币不会转向，但是稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续在利率分位数已经很低的背景下继续下行空间可能有限。

期限利差方面，上周利差整体走阔，且目前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，各等级信用债利差均有所走阔但仍处于较低分位数区间。整体看除 AA-及 5 年期品种分位数较高外其余等级期限的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	1.48	1.71	2.28	--	--
国有银行	0.00	1.67	1.70	1.96	1.90
股份银行	1.30	1.43	1.83	1.85	1.96
城商行	1.44	1.69	2.11	2.04	2.24
农商行	1.42	1.65	2.64	2.05	2.18
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	5	2	20	--	--
国有银行	0	0	0	4	-5
股份银行	10	-3	1	-9	-3
城商行	-3	7	18	0	8
农商行	-5	-8	59	-6	-1
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	96.4	43.3	12.4	43.8	200.9
国有银行	0	0	0	0	0
股份银行	60	9	0.5	4	8.5
城商行	35.9	30.3	9.5	21.7	189.4
农商行	0.5	4	2.4	18.1	3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体呈上行, 其中 6M 农商行上行幅度最大, 达 59BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.01	2.55	2.91	AAA+	17.69	24.36	41.49	AAA+	0.015	0.145	0.751
AAA	2.09	2.59	2.97	AAA	25.92	28.43	47.32	AAA	0.036	0.042	0.507
AAA-	2.16	2.67	3.09	AAA-	32.68	36.28	59.68	AAA-	0.029	0.052	0.503
AA+	2.22	2.74	3.16	AA+	38.68	43.28	66.68	AA+	0.026	0.032	0.237
AA	2.30	2.94	3.66	AA	46.68	63.28	116.68	AA	0.01	0.014	0.344

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.08	2.60	2.99	AAA	24.78	28.67	49.21	AAA	0.015	0.028	0.34
AA+	2.17	2.77	3.19	AA+	34.42	45.61	69.24	AA+	0.019	0.083	0.375
AA	2.26	2.88	3.38	AA	43.42	57.11	88.74	AA	0.019	0.045	0.142
AA(2)	2.37	3.05	3.77	AA(2)	54.42	74.11	127.74	AA(2)	0.018	0.024	0.168

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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, 从利差角度看部分五年品种开始出现配置价值, 但其余各期限等级的票据与国开债之间的利差均处于 0.15 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, 除 5YAAA 及 AA+ 外其余不同期限及等级的券种与国开债间的利差分位数都在 0.2 分位数以下, 且随着部分城

投出现技术性违约，市场担忧这类资产可能会出现一定的风险，后续波动可能会加大。

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	2.11	2.36	2.66	2.91	3.05	利率变化(BP)	-3.49	-7.69	-8.24	-9.27	-6.18	利率分位数	0.04	0.01	0.01	0.00	0.00
当前利差	10.58	5.53	14.94	17.09	14.82	利差变化(BP)	1.10	-0.90	-1.43	-3.93	-3.08	利差分位数	0.20	0.04	0.06	0.01	0.00

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 9 月 2 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.19	2.76	3.14	3.45	AAA-	36.49	45.46	64.47	66.11	AAA-	-1.58	-6.78	-7.47	0.00
AA+	2.24	2.80	3.20	3.51	AA+	40.92	49.17	70.54	72.09	AA+	-0.58	-6.78	-5.47	2.00
AA	2.46	3.06	3.53	3.84	AA	62.92	75.17	103.54	105.09	AA	1.42	-2.78	-5.47	2.00
AA-	3.51	4.15	4.62	4.93	AA-	167.92	184.17	212.54	214.09	AA-	2.42	-1.78	-4.47	3.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

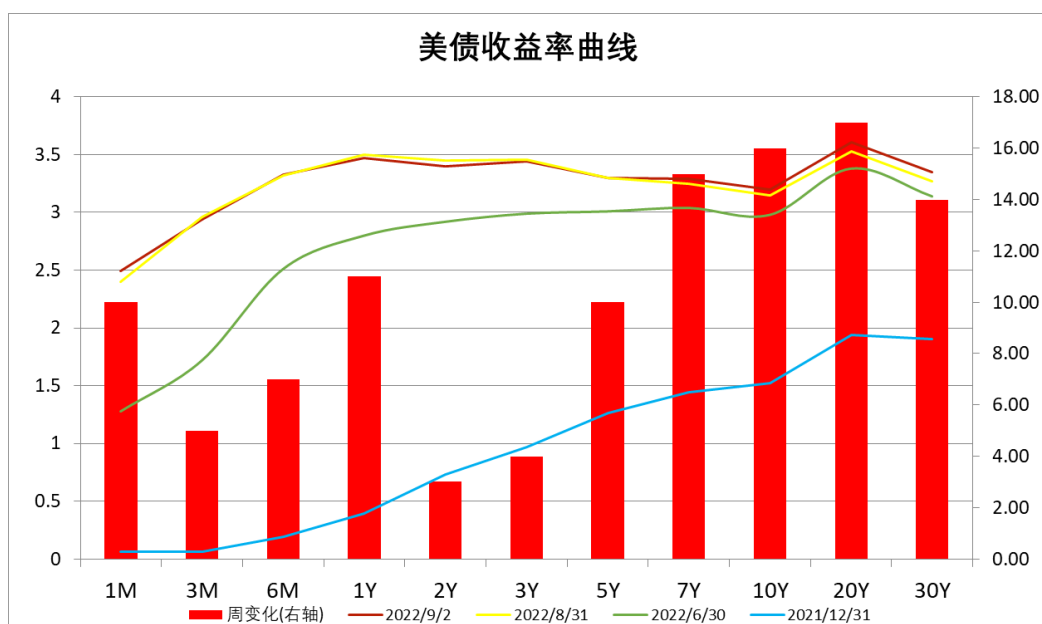
上周二级资本债收益率整体呈下行。其中 4Y 下行 9.27BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.05 以下，利差位于 0.20 分位数以下，利差角度获利空间较低。永续债方面，5YAAA 下行幅度最大，达 7.47BP；10YAA-上行幅度最大，达 3BP。

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	2.01	2.57	2.98	3.41	AAA级RMBS	18.29	25.78	48.02	61.31	AAA级RMBS	0.021	0.094	0.376	0.235
AAA级消金	2.18	2.69	3.10	3.58	AAA级消金	35.39	38.22	60.53	79.14	AAA级消金	0.018	0.057	0.157	0.179
AAA级企业ABS	2.39	2.98	3.35	3.87	AAA级企业ABS	56.24	67.44	85.14	107.28	AAA级企业ABS	0.036	0.128	0.372	0.526
AAA级ABN	2.29	2.80	3.21	3.73	AAA级ABN	46.56	48.72	71.03	93.50	AAA级ABN	0.039	0.069	0.131	0.267

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 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部分 5Y 及以上品种外均处于 0.15 及以下的极低历史分位数区间，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，虽然经济下行叠加货币宽松使得此前利率有所下行，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 9 月 2 日.

美债方面，上周美债收益率整体上行。其中，20Y 上行幅度最大，达 17BP。PMI 及单位劳工成本显示美国通胀仍难以消退，叠加此前美联储释放的鹰派信号共同推升美债利率。在此背景下，2Y 与 10Y 美债倒挂有所缓解，目前利差为 20BP。相较于 4 月初的上一次倒挂，此次幅度更大，持续时间更长，这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

指标	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	趋势
PMI	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	震荡
工业增加值当月同比	----	3.80	3.90	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	5.79	5.39	5.19	4.98	↑
GDP:不变价当月同比	----	----	0.40	----	----	4.80	----	----	5.19	----	----	4.85	↓
固定资产投资完成额:累计同比	----	5.70	6.10	6.20	6.80	9.30	12.20	----	3.90	3.89	3.93	4.00	↓
固定资产投资完成额:制造业:累计同比	----	9.90	10.40	10.60	12.20	15.60	20.90	----	5.36	4.75	3.99	3.60	↓
房地产开发投资完成额:累计同比	----	-6.40	-5.40	-4.00	-2.70	0.70	3.70	----	5.69	6.40	6.75	7.19	↓
固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	----	9.58	9.25	8.16	8.26	10.48	8.61	----	1.80	1.56	1.86	1.97	↑
社会消费品零售总额:当月同比	----	2.70	3.10	-6.70	-11.10	-3.53	6.70	----	3.14	4.45	4.60	3.85	↑
出口金额:人民币:当月同比	----	23.90	21.80	14.80	1.60	12.70	3.90	20.80	13.92	15.36	13.45	13.77	↑
社会融资规模存量:同比	----	10.70	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	↑
M2:同比	----	12.00	11.40	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	↑
社融-M2	----	-1.30	-0.60	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	1.30	1.70	↑
CPI:当月同比	----	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	↑
PPI:全部工业品:当月同比	----	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50	10.70	↓

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日. 深红色数据为两年同比.

指标(2022/08/31)	预测值	实际值	
PMI	49.2	49.4	↗
工业增加值:当月同比	3.95	----	----
GDP:当季同比	----	----	----
固定资产投资:累计同比	4.88	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	5.16	----	----
出口金额:当月同比	13.74	----	----
社会融资规模:当月值	21000	----	----
M2:同比	11.64	----	----
CPI:当月同比	2.79	----	----
PPI:当月同比	3.17	----	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

4.1.1 经济数据环比修复，弱复苏仍是主基调

8 月官方制造业 PMI 为 49.4%，前值 49%，预期 49.2%；非制造业 PMI 为 52.6%，前值 53.8%，预期 52.3%。

制造业 PMI 边际改善，但仍处于荣枯线以下，预期有改善。分规模看，大中企业景气好转，小企业继续恶化。从分项指数看，除生产外其他各项指数均拉动 PMI 上行，生产指数持平前值，纺织、化工、非金属矿物制品等行业拖累显著，主因高耗能且需求受疫情及高温影响较大，农副食品加工、食品饮料等必选消费行业景气度较高。库存方面，新订单-产成品库存反映的经济动能指数回升 4 个百分点，企业生产经营活动预期指数回升 0.3 个点，反映出制造业去库存、生产经营活动预期边际改善的特征。需求端看，8 月新订单指数回升 0.7 个百分点至 49.2%，新出口订单指数回升 0.7 个百分点至 48.1%。价格方面，8 月出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别回升 4.4 和 3.9 个百分点，均仍低于荣枯线，显示 8 月 PPI 降幅边际收窄但延续下行。

非制造业方面，8 月非制造业商务活动指数回落 1.2 个百分点至 52.6%，其中服务业 PMI 回落 0.9 个百分点至 51.9%，建筑业回落 2.7 个百分点至 56.5%。服务业 PMI 修复节奏继续放缓，预期也有所下滑，其中生产性服务业回落幅度较大，或与高温限电有关。行业层面，住宿、餐饮、金融等行业商务活动指数在扩张区间，而房地产、租赁及商务服务指数在收缩区间。8 月建筑业 PMI 回落 2.7 个百分点至 56.5%。其中，土木建筑业指数环比下降 1 个点至 57.1%，房屋建筑业下降 3.6 个点至 55.4%，显示高温抑制建筑施工，同时地产景气度延续下行。建筑业新订单指数和业务活动预期指数已经分别回升 1.3 和 1.9 个百分点，预计后续天气好转，基建和地产竣工链景气度会有修复。

总体看，预计后续经济基本面依然处于震荡中驻底的弱复苏状态，重点关注一手房销售数据，预计 9 月高温限电结束、督导组进度地方改善政策落地情况将对经济形成一定支撑。

4.1.2 近期美联储表态再次偏鹰，美国 8 月就业数据显示新增非农就业人数上涨而失业率回升，劳动力市场增长有所放缓但依然较为强劲，同时美国 8 月制造业 PMI 数据超预期，显示美国经济韧性仍可承受大幅度加息，外围市场的交易逻辑逐步由之前的滞涨转为紧缩与衰退，但在目前组合下，预计美债收益率大概率不会击穿此前高点 3.5%。短端加息预期将取决于 8 月美国通胀数据，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。此外，中美双方政治与经济方面的博弈或将会对市场形成反复扰动。

4.2 股票市场观点

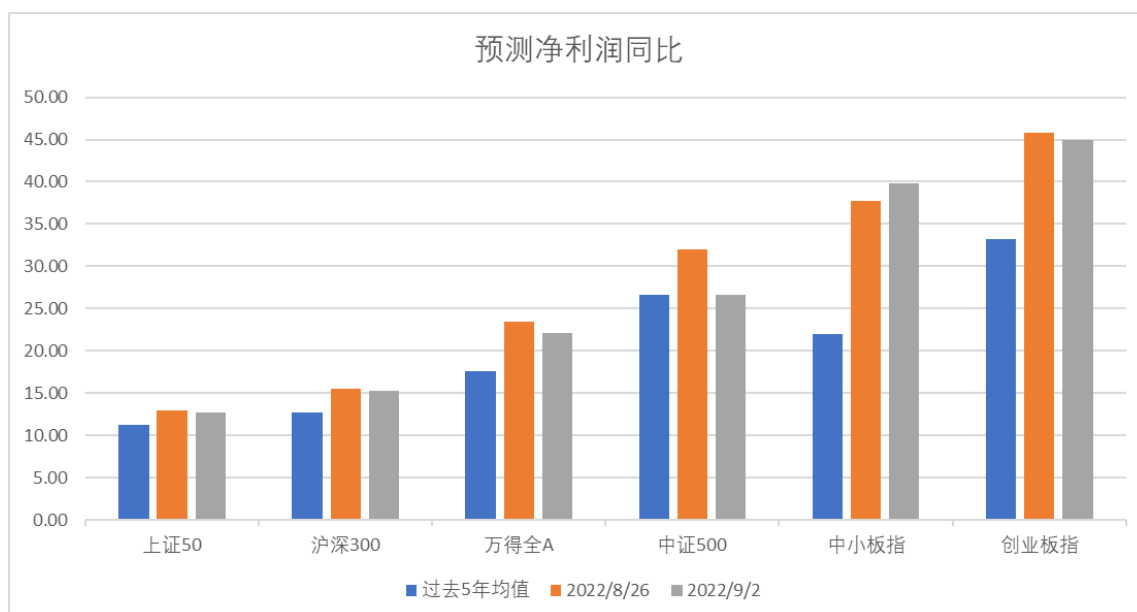
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.16 倍，处于 9%分位水平，股权溢价率 3.02%，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	9.61	8.29	1.25	7.62	0.22	0.10	0.45	0.93
沪深300	11.65	9.22	1.38	5.79	0.15	0.07	0.16	0.95
中小板指	30.85	16.33	3.64	0.45	0.46	0.05	0.39	0.82
创业板指	47.92	23.82	5.60	-0.71	0.32	0.13	0.49	0.93
中证500	21.82	13.42	1.69	1.79	0.33	0.00	0.10	0.82
万得全A	17.19	12.16	1.67	3.02	0.33	0.09	0.28	0.88

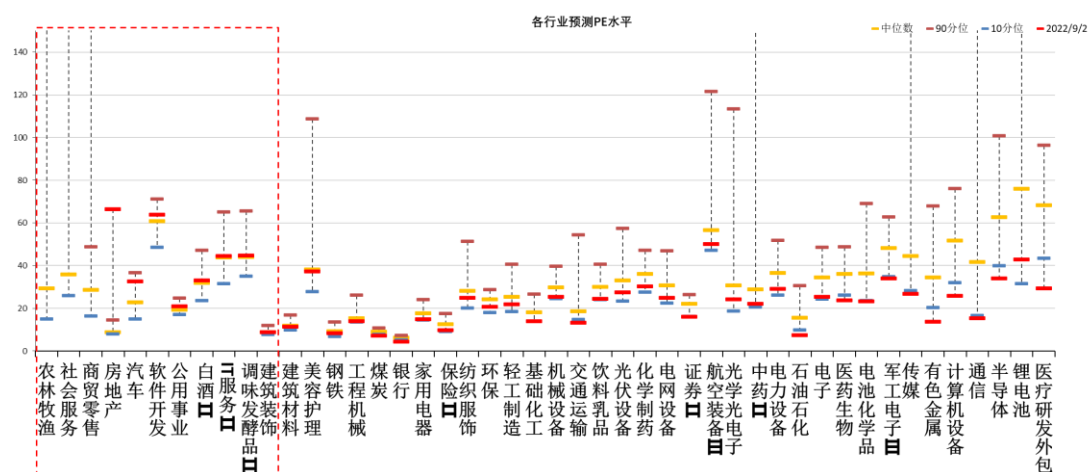
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.17	0.92	7.70	0.04	0.05	0.64
标普500	20.09	3.86	1.78	0.11	0.66	0.32
纳斯达克指数	28.72	4.28	0.28	0.08	0.22	0.30
德国DAX	12.56	1.45	----	0.09	0.08	----
法国CAC40	12.89	1.59	----	0.00	0.36	----
英国富时100	14.08	1.61	----	0.10	0.17	----
韩国综合指数	10.18	0.90	----	0.07	0.37	----
台湾加权指数	10.61	1.94	----	0.02	0.66	----
日经225	27.90	1.66	----	0.81	0.24	----
胡志明指数	13.74	2.11	----	0.09	0.20	----
印度SENSEX30	22.67	3.35	----	0.15	0.76	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

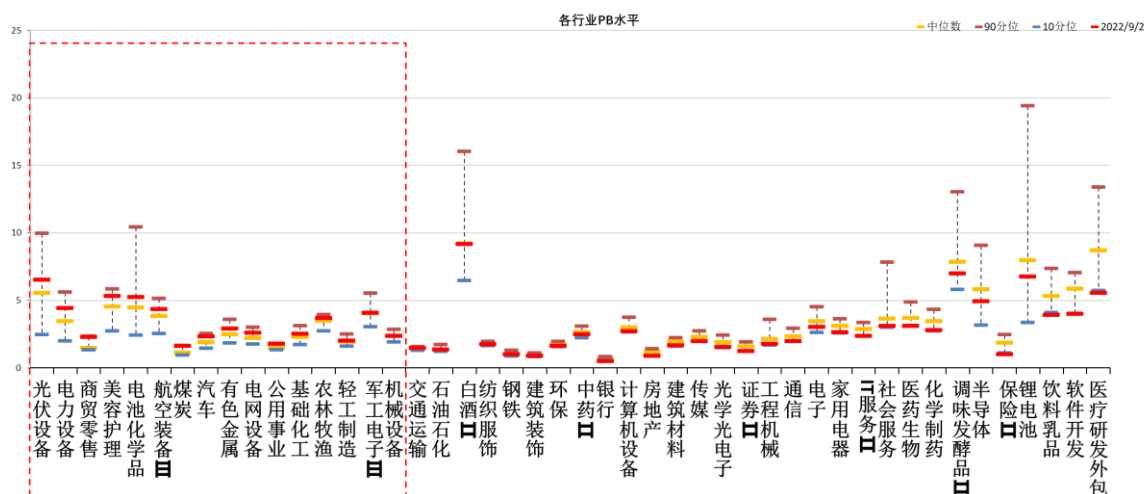


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

分行业看, 少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 少数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 电力设备、光伏等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日. 数值为绝对值。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

4.2.2 上周, A 股延续回落, 上证 50 与科创 50 占优。鲍威尔超预期鹰派言论导致美债收益率大幅上行, 压制成长股表现, 欧洲天然气补库进度超预期下天然气价格大跌、欧盟计划制定能源价格上限、以及部分个股交易因素对新老能源板块形成压力。稳经济定调再次升温, 地产链表现强势, 通讯技术突破、元宇宙产业图谱发布等消息带动科技板块有所表现。

4.2.3 2022 年 2 季度, A 股盈利增速仍处于寻底阶段, 全 A 两非 Q2 单季净利润增速-5.2%, 增速回落压力较大。拆解来看, 毛利率环比降 0.4pct, Q2 工业生产经营受限压制收入增速, 上游成本压力仍处于高位震荡, 毛利率修复受限, 费用率环比下降 0.7pct, 其中财务与销售费用大幅回落, 或与企业经营预期调整、缩减费用开支有关, 总资产周转率环比降速, 或显示企业生产经营活动受限且开工不足, 研发费用小幅回暖, 或显示企业预期正在触底回升。全 A 两非 ROETTM 延续回落, 毛利率延续低位(成本继续承压)而费用全面收缩(费用管控能力提升)带动净利率微弱改善, ROE 明显改善的行业集中在新老能源行业。从边际变化来看, 结构上, 各行业间净利润增速差异有所收敛, 中游制造、地产、医药、TMT 部分板块利润增速回落, 消费服务、金融地产、公用事业负增幅度收窄, 显示其在盈利下行阶段的韧性犹存, 农业、煤炭、电新、非银利润增长有所加速。风格上, 经济走弱下, 沪深 300 盈利韧性犹存, 中小市值板块利润下行趋势更为明显, 中证 500 盈利增速大幅下降, 中证 1000 小幅回落。

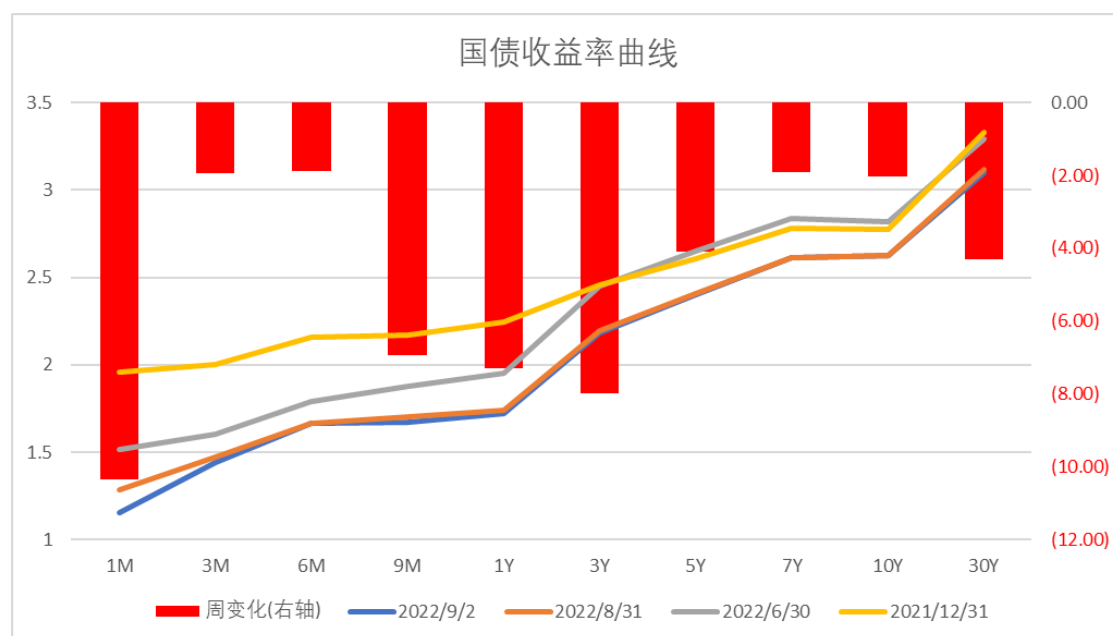
4.2.3 8 月数据显示经济继续震荡中筑底, 年内经济自身波动幅度较窄, 流动性将延续充裕状态, M2-社融剪刀差进一步走阔显示宏观剩余流动性较为充裕, 短期内权益市场仍以震荡为主。政治局会议对各项政策的定调使得目前基本格局暂时难以被打破, 美联储近期表态后美国远端加息预期升温, 或会对高估值个股形成压制, 近期市场也呈现出风格收敛的表现。后续关注重点在中长期信贷的确定性向上趋势拐点、海外步入实质性衰退引发外需大幅回落冲击国内制造业、疫情防控实质性放松、地产需求侧企稳的时间点, 四点因素中若有变化或将带领市场风格发生转变。

4.2.4 配置方向上关注:

1、短期内，市场风格进入板块快速轮动的再平衡时期，美联储超预期鹰派及经济恢复斜率的不确定性或会对市场形成压力，成长与价值风格表现再次出现收敛，但目前经济基本面弱现实+弱预期的组合尚未发生改变，预计成长龙头为中长期主线，近期或会出现较好买点，后续重点关注出口数据回落与企业中长贷出现拐点的时间节点。

2、疫情修复后周期的医药与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，等待拐点出现后右侧介入或有更高性价比，推荐关注创新医疗器械(政策拐点或在逐步显现)、食品。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 2 日.

4.3.1 上周长端利率震荡下行，主要影响因素包括：疫情再次散点式爆发、财政部半年度财政政策执行报告提及谋划增量工具、制造业 PMI 小幅超预期。经济基本面最悲观预期充分释放后，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，同时资产荒为债市估值形成支撑，使得债市总体来说以区间震荡为主。

4.3.2 短期看，仍需关注 8 月出口与社融数据。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，三季度经济弱复苏与充裕流动性的组合下，对债券的配置仍以哑铃型策略为主，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。