

政策定调积极，关注后续效果

一、重要信息点评

1、7月24日，中共中央政治局会议召开，会议对房地产、资本市场及地方债方面的定调超出市场预期。宏观政策定调方面，由之前的“恢复和扩大内需”变成“用好政策空间、找准发力方向、推动经济高质量发展、加强逆周期调节和政策储备。”资本市场定调方面，从之前的“维护资本市场平稳运行”变成“活跃资本市场，提振投资者信心”。房地产方面，首次在7月会议上删去了“房住不炒”，改为“市场供求关系发生了重大变化，适时调整优化房地产政策”。地方债方面，从“严控隐性债务”变成了“优化地方债务”。产业方面，延续强调大力推进现代化产业体系，鼓励人工智能发展。会议整体基调延续高质量发展，但定调上更偏积极和宽松，对改善经济的迫切性比之前更强。

2、7月27日，住建部就建筑业高质量发展和房地产市场平稳健康发展召开企业座谈会，释放较强积极信号。住建部表示要大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低首套住房首付比例和贷款利率、改善型住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。此次表态为政策层面首次提出认房不认贷，此前二三线城市对房贷记录的认定已有边际放松，此次放松将主要利好此前未有放松动作的一线城市。此前北京二套房首付在60%-80%，上海50%-70%，此后若实行认房不认贷，无房有贷人群在北京首付比例可降至35%-40%，上海可降至35%，该举措有利于减轻购房、换房压力，释放一线城市的改善性购房需求。

3、7月27日，美联储宣布加息25bp，维持缩表进程，符合预期，声明中表态增量信息较少，并未给出明确指引。经济定调方面，声明中表述由此前的温和增长变为适度增长，边际增强。会后，鲍威尔表态未排除9月加息可能，并强调今年不降息，未来决策决定取决于数据，不过在通胀达到2%之前可能会降息、未来缩表和降息可以同时进行。会后，市场反应平淡，仍定价7月为最后一次加息、最快明年3月降息。预计此后9月或11月是否加息将极大程度取决于后面两个月通胀数据表现。

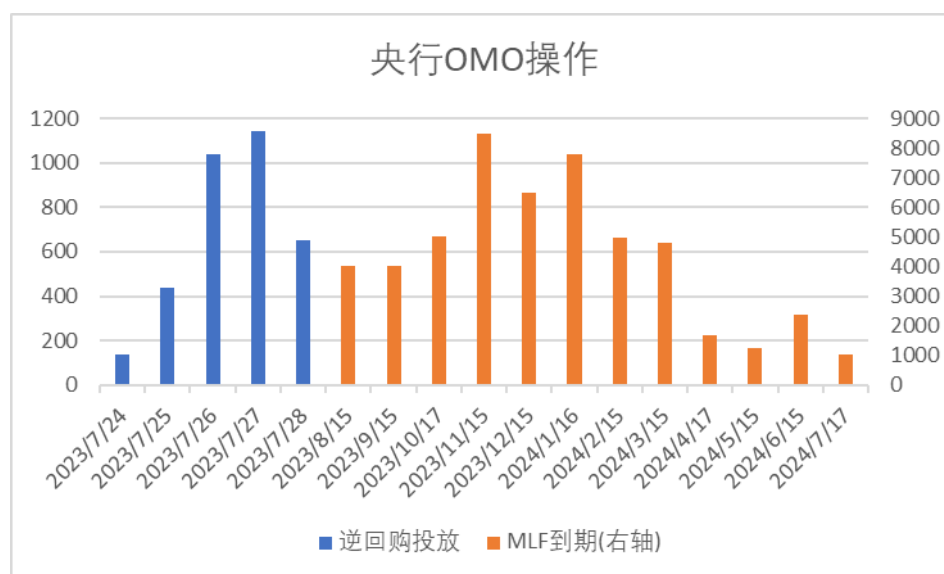
4、7月27日，美国公布二季度GDP环比折年率季调后初值2.4%，前值2%，预期1.8%。实际个人消费支出季率初值1.6%，预期1.2%，前值4.2%。二季度核心PCE物价指数环比折年增速季节调后初值3.8%，预期4%，前值4.9%。二季度

美国经济数据高于预期，主因个人消费支出及非住宅类投资韧性较强。核心 PCE 上涨速度放缓，但仍大幅高于 2%，叠加较强的经济数据，市场对美联储的加息预期升温，数据发布后，10 年期美债利率走高，美股走低。

5、7 月 28 日，日本央行宣布将关键短期利率维持在-0.1%不变，保持 10 年期日债收益率波动范围在±0.5%左右，但增加收益率曲线控制的灵活性，强调±0.5%是参考区间而非

刚性限制区间，将固定利率无限量购债操作的购债利率由 0.5%上调为 1%，相当于将 YCC 硬上限由 0.5%提升至 1%。此次日银再度调升 YCC，释放边际紧缩信号，但同时强调本次提高 YCC 灵活性的调整是为未来风险做准备，目的是增强 YCC 的可持续性，并不意味着向货币政策正常化迈出了步伐。预计此次 YCC 调整对资产价格影响小于 22 年 12 月，此次调整主要调整了硬上限而并未改变波动范围，部分在市场预期之内，在日银宣布 YCC 政策调整后日元互换利率升至 0.73%左右，仍在 1%硬上限之下，突破压力不大。日元汇率方面，近期美日利差扩大下，日元反而升值，显示市场或对 YCC 调整已有一定计价，后续本次 YCC 调整对日元升值的推动幅度或许有限。美债方面，日银 YCC 政策调整可能引发套息交易平仓并回流日本，美债收益率或将存在小幅上行压力，但去年 12 月日央行扩大 YCC 区间后，10 年期美债利率与日本 10 年期 OIS 同幅度上行一周左右后回调，预计此次上行压力持续时间不会太长。后续随着欧美央行加息接近尾声，日银外部压力有所降低，是否进一步调整 YCC 将主要取决于其核心通胀黏性。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

上周央行 OMO 投放 3410 亿, 同时到期 1120 亿, 共计净投放 2290 亿。MLF8 月到期量为 4000 亿。

	2023/7/18	2023/7/11	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/18	环比变化
耗煤量	228	240.4	211.4	211.4	223	↘
	2023/7/28	2023/7/21	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/28	环比变化
高炉开工率	82.14	83.6	84.09	84.09	73.16	↘
	2023/7/26	2023/7/19	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/26	环比变化
水泥沥青开工率	37.9	35.2	34.6	34.6	37.5	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

生产数据方面, 高温缓解背景下耗煤量上周有所回落, 水泥沥青开工率有所回暖, 但高炉开工率有所回落。生产数据上周表现一般。

	2023/7/27	2023/7/20	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/27	环比变化
地铁客运量:30DMA	7770.6884	7652.1329	7260.8729	7260.8729	5758.2487	↗
地铁客运量:30DMA:同比	34.948815	33.292434	38.992605	38.992605	-10.91105	↗
执飞航班数:7DMA	1.4010143	1.3859429	1.3328143	1.3328143	1.1421	↗
航班取消率	8.034584	8.8991765	8.0917339	8.0917339	31.391866	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

出行数据方面, 地铁客运量维持高位, 同时执飞航班数据表现较好。预计 7 月社零表现较好。

	2023/7/23	2023/7/16	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/23	环比变化
土地成交面积	1219.3445	909.8871	1480.9214	1480.9214	2566.12	↗
土地成交溢价率	4.03	6.35	3.03	3.03	3.21	↘
商品房成交面积	32.660845	27.745831	59.45916	59.45916	41.953384	↗
一线商品房成交面积	9.0342644	8.175029	15.654121	15.654121	11.10301	↗
二线商品房成交面积	16.132349	14.138107	32.981756	32.981756	23.122331	↗
三线商品房成交面积	7.4942311	5.4326943	10.823283	10.823283	7.7280439	↗
二手房价格	184.1	184.21	185.02	185.02	192.43	↘
一线二手房价格	227.94	228.45	229.75	229.75	227.05	↘
二线二手房价格	174.53	174.44	175.2	175.2	184.77	↗
三线二手房价格	162.96	163.22	163.96	163.96	172.83	↘
四线二手房价格	129.57	129.58	129.73	129.73	133.46	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

地产数据方面, 商品房成交面积及土地成交面积有所回升, 但二手房价格及土地成交溢价率整体回落, 上周地产数据表现一般。

	2023/6/30	2022/6/30	2021/6/30	2020/6/30	2019/6/30	同比
厂家批发: 当月累计值	2229708	2108618	1196765	1561048	1205953	5.74%
厂家零售: 当月累计值	1895822	1924319	1251066	1510989	1376431	-1.48%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

汽车销量方面,6月汽车批发及零售销量同比高基数下回落至5.74%及-1.48%,汽车消费表现较好。

	2023/7/23	2023/7/16	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/23	环比变化
集装箱吞吐量	551.1	567.7	571.1	571.1	534.1	↘
	2023/7/29	2023/7/22	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/29	
CCFI指数	863.37	866.08	895.72	895.72	3188.61	↘
CICFI指数	884.33	896.98	932.79	932.79	1377.72	↘
	2023/7/31	2023/6/30	2023/5/31	2023/4/30	2023/3/31	
韩国前十日出口	-14.8	1.1	-10.2	-11.9	-16.8	↘
韩国前二十日出口	-15.2	5.2	-16.1	-11.1	-17.8	↘
韩国出口	#N/A	-6	-15.4	-14.4	-13.9	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

进出口数据方面,上周集装箱吞吐量、韩国出口大幅回落及运价均出现回落。上周进出口数据表现不佳。

	2023/7/28	2023/7/21	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/28	环比变化
农产品价格	118.03	118.44	120.33	120.33	122.9	↘
猪肉价格	19.86	18.78	18.92	18.92	29.03	↗
粮油价格	118.41	118.4	118.2	118.2	116.44	↗
蔬菜价格	4.81	4.88	4.99	4.99	4.78	↘
水果价格	7.35	7.48	7.93	7.93	7.08	↘
PTA价格	5935	5935	5580	5580	5795	↘
涤纶长丝价格	7650	7600	7340	7340	7800	↗
聚酯切片价格	6800	6850	6650	6650	7075	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

价格数据方面,农产品价格上周高位继续回落。其中,蔬菜价格和水果价格均随季节性下行,同时猪肉价格出现一定的回升,粮油价格在国际局势扰动近一年后出现了一定程度的高位震荡。服装方面纤维价格整体回落。上周商品价格表现一般。

	2023/7/28	2023/7/21	2023/6/30	2023/6/30	2022/7/28	环比变化
煤炭价格	858	875	830	830	1148	↘
石油价格	84.99	81.07	74.9	74.9	107.14	↗
铜杆价格	69800	69500	68930	68930	60780	↗
铝价	18360	18300	18540	18540	18360	↗
钢材价格	146.83	143.83	143.45	143.45	150.39	↗
沥青价格	3810	3785	3730	3730	4270	↗
水泥价格	110.78	111.92	117.61	117.61	142.57	↘
MDI价格	16300	15900	15900	15900	15800	↗
浮法玻璃价格	1915.6	1915.6	1966.8	1966.8	1732.6	↘
工业品指数	3835.36	3772	3589.04	3589.04	3621.04	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

PPI 影响因素方面，工业品指数上周走强，其中石油价格、铜价、铝价、钢材价格、沥青价格及 MDI 价格有所走强，其余则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	3.97	13.13	-1.89
COMEX黄金	-0.40	2.13	7.26
LME铝	1.02	3.10	-6.35
LME铜	2.64	6.08	3.62
CBOT玉米	-0.98	0.47	-21.74
CBOT大豆	-1.36	9.24	-9.27
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	63.28	-166.03	-177.10
美元兑人民币	-365.00	-1019.00	2533.00
美元兑日元	-62.75	-314.15	1004.10

	2023/7/28	2023/7/23	2023/6/30	2023/1/1
ICE布油	84.29	80.89	75.19	85.99
COMEX黄金	1958.8	1963.9	1927.8	1830.1
	2023/7/28	2023/7/21	2023/6/30	2023/1/1
美元指数	101.7185	101.0857	103.3788	103.4895
美元兑人民币	7.1504	7.1869	7.2523	6.8971
美元兑日元	141.1655	141.793	144.307	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格表现震荡，其中大豆跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 84.29 美元，涨 3.97%，COMEX 黄金收于 1958.8 美元，跌 0.40%。

上周美元指数上行 63.28BP，7 月 FOMC 加息 25BP 落地，同时美联储官员强调年内不会降息带动美元上行。在此背景下人民币上周升值 365 个基点，日元升值 62.75 个基点。

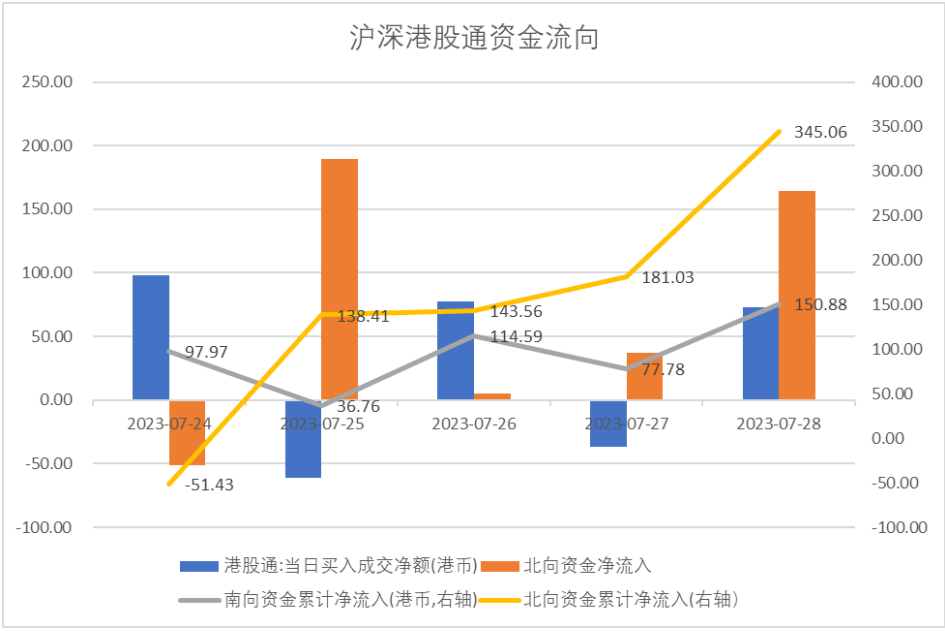
三、市场表现回顾

a) 股票市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	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	6	6	4	10	2	1	0	0	6	27
	发行规模(亿元)	141.25	141.25	10.84	76.84	5.18	0.10	0.00	0.00	7.56	236.59
上上周	数量	6	6	3	4	0	3	0	0	2	18
	发行规模(亿元)	44.48	44.48	9.71	32.99	0.00	8.62	0.00	0.00	0.37	96.18
本月以来	数量	19	19	8	25	5	9	0	0	10	71
	发行规模(亿元)	383.60	383.60	22.93	147.09	25.02	23.17	0.00	0.00	11.26	588.06
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	0	6	1	0	2	3	11	0	31
上上周	3	0	1	6	3	2	0	0	10	1	26

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 31 支，其中普通混合型基金 7 支，债券类基金（16 支）多于股票类基金（8 支），FOF 基金申报 0 支。发行一边，上周基金共计发行 236.59 亿，发行规模有所回升，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模小幅回落。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入 345.06 亿，较此前有所增加；同时南向资金净流入 150.88 亿，较此前有所增加。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	0.74	-4.23	0.29
偏股混合型基金指数	1.72	-1.53	-2.99
中证500	1.98	0.74	3.95
中小板指	2.22	-0.83	-2.66
创业板指	2.61	0.20	-5.42
万得全A	2.76	1.73	4.85
沪深300	4.47	3.91	3.13
上证50	5.49	6.22	0.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

A 股表现来看，上周主要板块均呈上行，其中上证 50 涨 5.49%，涨幅最大；科创 50 涨 0.74%，涨幅最小。政治局会议召开及地产政策密集出台背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数涨 1.72%

	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	0.44	-3.94	-2.39
小盘指数	1.45	-1.52	5.96
高市净率指数	3.05	0.50	-8.17
绩优股指数	3.94	4.65	-6.65
茅指数	4.62	4.92	0.38
大盘指数	4.74	4.24	1.96
低市盈率指数	5.33	4.80	5.33
低市净率指数	6.34	6.62	10.75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

A 股各风格指数中, 低 PB 指数跌 0.51%, 表现最好; 高 PE 指数跌 3.36%, 表现最差。市场风格上价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
传媒	-3.08	传媒	-10.11	商贸零售	-17.63
电子	-0.88	通信	-7.25	美容护理	-10.07
通信	-0.68	国防军工	-5.08	综合	-7.85
公用事业	-0.43	计算机	-4.99	电力设备	-7.16
农林牧渔	-0.40	电力设备	-3.80	农林牧渔	-6.93
银行	6.28	建筑材料	8.06	家用电器	13.72
建筑材料	6.73	钢铁	8.26	非银金融	14.13
钢铁	7.27	食品饮料	9.26	计算机	21.20
房地产	9.78	房地产	12.03	传媒	28.32
非银金融	11.44	非银金融	13.56	通信	39.74

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 26 个上涨, 5 个下跌。其中, 今年表现强势的 TMT 行业出现了一定的回落, 传媒、电子及通信行业分别跌 3.08%至 0.68 不等, 跌幅最大。此外, 高温天气有所缓解背景下用电量出现一定的下行, 在此背景下公用事业行业跌 0.43%, 表现不佳。另一方面, 政治局会议提到“活跃资本市场, 提振投资者信心”, 使市场对二级市场成交量产生了一定的乐观预期, 在此背景下非银金融行业涨 11.44%, 涨幅最大。同时, 政治局会议也提到“中国房地产市场供求关系发生重大变化”, 叠加地产政策接连出台使地产产业链相关行业情绪明显回升, 其中房地产、钢铁、建筑材料及银行分别涨 9.78%至 6.28% 不等, 涨幅居前。

	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	4.41	5.29	0.68
恒生科技指数	8.83	14.20	8.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 6 月 2 日.

港股方面，恒生指数涨 4.41%，恒生科技指数涨 8.83%。国内政策落地背景下港股有所回升。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普中盘400	0.41	3.61	11.79
道琼斯工业指数	0.66	3.06	6.98
标普500	1.01	2.96	19.34
标普小盘600	1.14	4.50	9.81
纳斯达克指数	2.02	3.83	36.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

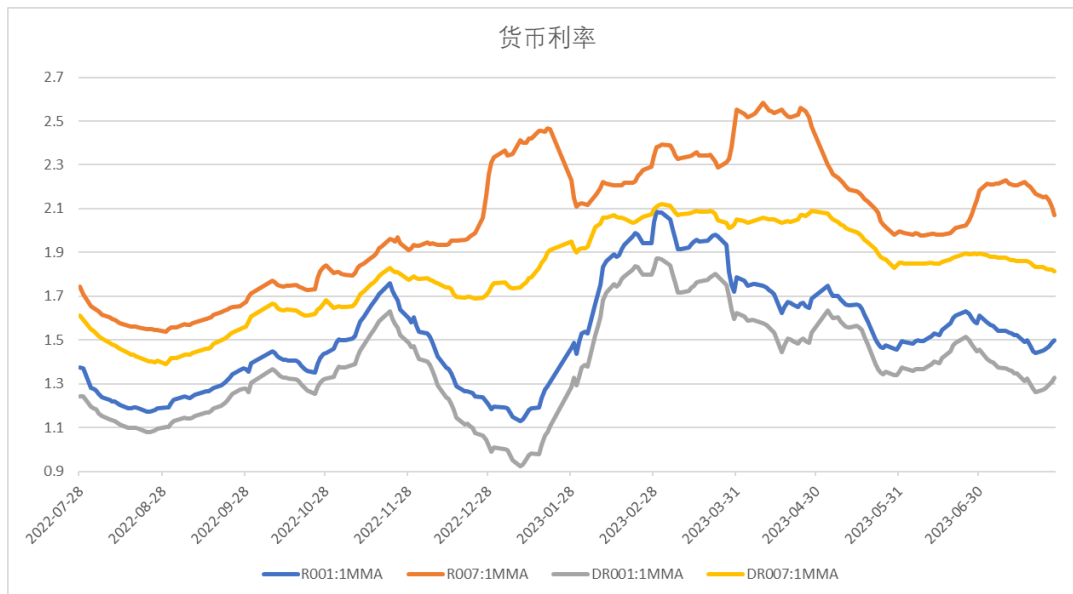
美股方面上周整体呈上行，其中纳斯达克指数涨 2.02%，表现最好；标普中盘 400 指数涨 0.41%，表现最差。核心 PCE 低于预期使得市场软着陆预期进一步升温，在此背景下美股整体回升。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-0.79	2.17	8.74
韩国综合指数	-0.06	1.59	16.63
英国富时100	0.40	2.16	3.25
法国CAC40	0.59	1.03	15.49
日经225	1.11	-1.30	25.54
台湾加权指数	1.54	2.23	22.32
德国DAX	1.81	1.99	18.29
胡志明指数	1.87	7.17	19.33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

其他海外市场方面，越南市场涨 1.87%，表现最好；印度市场跌 0.79%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



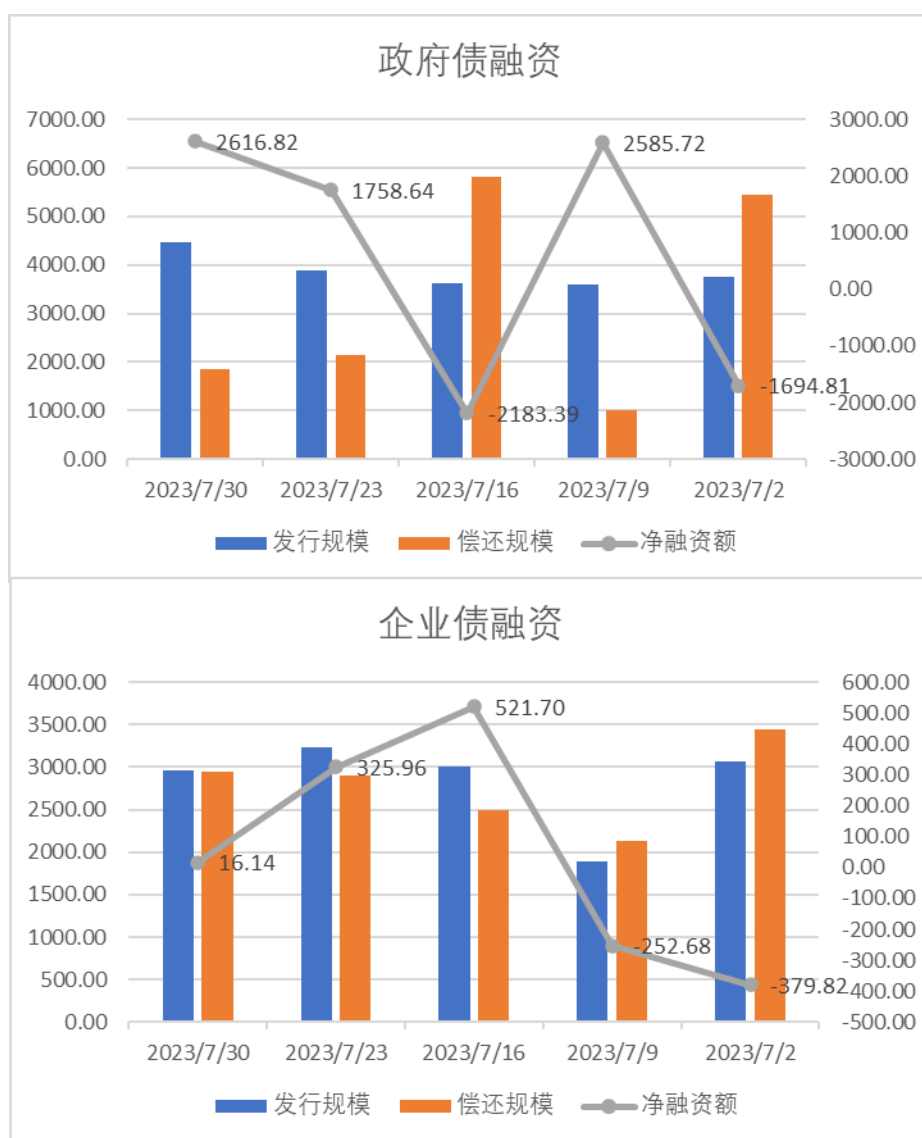
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

上周货币市场利率有所分化, DR007 一月均值降至 1.82, 同时 DR001 则升至 1.33。

	2023/6/28	2023/7/21	2023/7/28
6M	1.5	1.35	1.02
3M	1.5	1.47	0.9
	2022/6/30	2022/7/21	2022/7/28
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/6/30	2021/7/21	2021/7/28
6M	2.9691	2.5384	2.3257
3M	2.97	2.44	1.7551
	2020/6/30	2020/7/21	2020/7/28
6M	2.8628	2.8431	2.7122
3M	3.095	2.8611	2.7305

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.02、0.9, 较此前大幅回落, 23 年 7 月社融中贷款部分可能维持偏弱。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 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 2616.82 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 16.14 亿, 较此前有所回落。

从高频数据看, 社融中贷款表现不佳, 债券部分相对较好, 7 月社融可能会表现一般。

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	1.82	2.24	2.44	2.65	国债	42.67	19.62	21.23	国债	-	-	-
国开债	2.04	2.38	2.56	2.76	国开债	34.07	18.34	19.84	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.41	2.73	3.03	-	AAA信用债	32.25	29.81	-	AAA信用债	37.06	35.24	46.71
AA+信用债	2.52	2.98	3.36	-	AA+信用债	45.59	38.22	-	AA+信用债	47.98	59.5	79.38
AA信用债	2.61	3.37	3.75	-	AA信用债	75.59	38.22	-	AA信用债	56.98	98.5	118.38
AA-信用债	5.01	5.79	6.17	-	AA-信用债	77.59	38.22	-	AA-信用债	296.98	340.5	360.38

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	8	4	5	5	国债	-5	2	2	2	国债	-28	-16	-20	-18
国开债	-2	3	5	3	国开债	-5	1	3	-1	国开债	-19	-16	-27	-23
AAA信用债	4	8	5	-	AAA信用债	-8	-9	-4	-	AAA信用债	-35	-46	-47	-
AA+信用债	5	5	4	-	AA+信用债	-9	-7	-3	-	AA+信用债	-50	-60	-57	-
AA信用债	3	9	7	-	AA信用债	-7	-4	-1	-	AA信用债	-70	-50	-47	-
AA-信用债	4	10	8	-	AA-信用债	-6	-2	1	-	AA-信用债	-69	-47	-44	-

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	0.09	0.08	0.09	0.07	国债	0.84	0.71	0.73	国债	-	-	-
国开债	0.14	0.09	0.07	0.01	国开债	0.20	0.29	0.43	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.14	0.10	0.08	-	AAA信用债	0.24	0.40	-	AAA信用债	0.41	0.34	0.51
AA+信用债	0.13	0.12	0.12	-	AA+信用债	0.50	0.51	-	AA+信用债	0.30	0.56	0.67
AA信用债	0.12	0.17	0.09	-	AA信用债	0.90	0.23	-	AA信用债	0.18	0.54	0.37
AA-信用债	0.17	0.21	0.16	-	AA-信用债	0.92	0.22	-	AA-信用债	0.45	0.83	0.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年7月28日. 分位数为过去5年分位数。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体上行，其中3YAA-上行10BP，上行幅度最大。利率债短端上行大于长端，1Y国债上行8BP，幅度最大。政治局会议召开并开始出台地产行业相关政策，在此背景下利率出现了一定程度的上行。后续随着海外逐步进入衰退，我国经济可能仍将面临较大压力，因此债市上行动力主要取决于最终政策力度。往后看，我国经济弱复苏格局可能将持续一段时间，这段时间内预计货币不会大幅紧缩，虽然利率分位数偏低但债市短期风险不大。

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	-4	1	0	国债	7	0	0	国债	12	-4	2
国开债	5	3	-2	国开债	6	3	-4	国开债	3	-11	4
AAA信用债	3	-3	-	AAA信用债	-1	4	-	AAA信用债	-12	-1	-
AA+信用债	-1	-1	-	AA+信用债	3	3	-	AA+信用债	-10	3	-
AA信用债	5	-2	-	AA信用债	4	2	-	AA信用债	20	3	-
AA-信用债	5	-2	-	AA-信用债	5	2	-	AA-信用债	22	3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年7月28日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差有所震荡，从分位数的角度来看目前5Y-3Y利差处于偏低区间，低等级信用债3Y-1Y获利空间相对更大。

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	7	5	-1	AAA信用债	-3	-9	-8	AAA信用债	-15	-30	-20
AA+信用债	8	2	-2	AA+信用债	-4	-7	-7	AA+信用债	-31	-44	-30
AA信用债	6	6	1	AA信用债	-2	-4	-5	AA信用债	-51	-34	-20
AA-信用债	7	7	2	AA-信用债	-1	-2	-3	AA-信用债	-50	-31	-17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 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。

信用利差方面，上周信用债上行幅度更大使得信用利差走阔，目前大部分 3Y
及 5Y 券种的信用利差分位数均位于中性区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.09	2.22	2.34	--	--
国有银行	1.92	2.07	2.06	2.26	2.31
股份银行	1.90	2.07	2.15	2.27	2.32
城商行	2.07	2.21	2.34	2.45	2.53
农商行	2.11	2.24	2.33	2.43	2.57
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	9	8	1	--	--
国有银行	1	2	-4	1	0
股份银行	0	2	-5	1	1
城商行	6	3	1	6	3
农商行	9	7	-2	9	11
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	416.3	1668.8	549.1	711.7	2342.9
国有银行	134	805	9	366	933
股份银行	85	450	102	81	951
城商行	159	319	361	235	429
农商行	38	95	77	30	31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体上行，其中发行规模最多的 1Y
股份银行上行 1BP，1Y 国有银行上行 0BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.35	2.71	2.86	AAA+	31.24	32.84	29.93	AAA+	0.289	0.554	0.265
AAA	2.42	2.74	3.03	AAA	37.52	35.63	46.93	AAA	0.374	0.301	0.501
AAA-	2.46	2.89	3.21	AAA-	42.32	50.46	64.25	AAA-	0.321	0.496	0.661
AA+	2.51	2.96	3.34	AA+	46.82	57.46	77.25	AA+	0.262	0.422	0.569
AA	2.59	3.37	3.75	AA	55.32	98.46	118.25	AA	0.176	0.528	0.32
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.46	2.74	3.11	AAA	41.45	36.09	54.13	AAA	0.384	0.232	0.553
AA+	2.52	2.97	3.34	AA+	48.04	59.02	77.09	AA+	0.314	0.481	0.617
AA	2.62	3.24	3.68	AA	58.04	85.52	111.59	AA	0.274	0.561	0.613
AA(2)	2.80	3.66	4.13	AA(2)	76.04	127.52	156.59	AA(2)	0.279	0.59	0.481

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 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。

中短票据及城投方面，上周利差有所走阔。从利差分位数角度短端回升至 20-30 分位左右，3Y 及 5Y 获利空间更大。

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	2.72	2.95	3.14	3.16	利率变化(BP)	6.86	10.86	11.66	12.11	7.22	利率分位数	0.15	0.15	0.14	0.11	0.06
当前利差	12.14	17.19	28.71	41.30	36.03	利差变化(BP)	3.43	3.66	7.23	6.75	2.90	利差分位数	0.36	0.42	0.52	0.60	0.50

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 2023 年 6 月 2 日。

上周二级资本债收益率整体上行。其中 4Y 上行 12.11BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.4 左右，同时利率分位数维持 0.1 分位左右。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.59	3.09	3.36	3.47	AAA-	23.64	43.00	55.39	43.41	AAA-	7.71	13.78	9.02	3.84
AA+	2.64	3.14	3.46	3.57	AA+	22.89	42.72	60.48	48.08	AA+	8.70	13.78	8.03	2.84
AA	3.07	3.60	3.99	4.10	AA	59.89	80.72	97.48	85.08	AA	6.70	7.78	-0.97	-6.16
AA-	4.25	4.99	5.50	5.61	AA-	152.89	192.72	219.48	207.08	AA-	2.70	10.78	1.03	-4.16

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

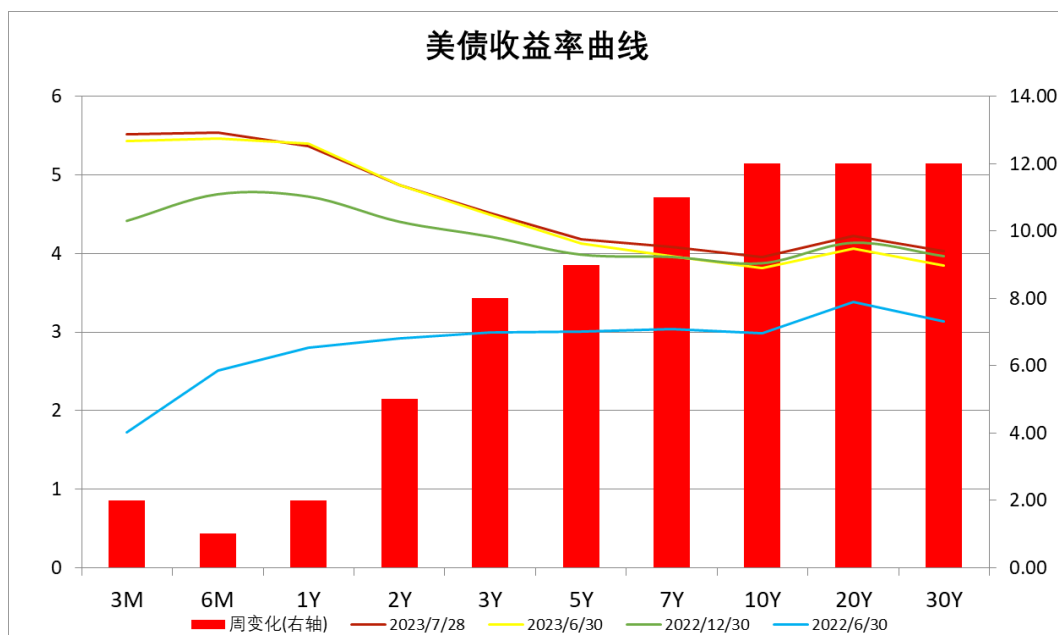
永续债方面利率走势短端上行长端震荡，其中 3YAAA 及 AA+ 上行幅度最大，达 13.78BP；10YAA 下行幅度最大，达 4.16BP。

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	2.47	2.77	2.99	3.26	AAA级RMBS	43.03	39.12	42.85	50.02	AAA级RMBS	0.465	0.531	0.357	0.201
AAA级消金	2.56	2.91	3.18	3.48	AAA级消金	51.45	52.88	61.08	72.04	AAA级消金	0.423	0.44	0.302	0.197
AAA级企业ABS	2.69	3.09	3.38	3.67	AAA级企业ABS	64.67	70.51	81.69	90.40	AAA级企业ABS	0.338	0.29	0.326	0.102
AAA级ABN	2.62	3.03	3.29	3.60	AAA级ABN	57.92	64.42	73.03	83.91	AAA级ABN	0.387	0.475	0.338	0.204

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 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，目前长期限的 ABS 与国开债间的利差相较于其他券种更低，其中 10Y 券种的信用利差基本处于 0.2 分位数以下。

综合我国各个债券分项来看，随着经济复苏出现一定的震荡，债券利率由于配置需求走出来一波小牛市，后续在复苏力度难以预判且利率分位数偏低的背景下预计债市可能会维持一段时间的震荡。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

美债方面，利率整体呈上行。其中，10Y 以上券种均上行 12BP，上行幅度最大。7 月 FOMC 会议加息 25BP，同时会后美联储官员强调年内不会降息，在此背景下美债利率有所上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 91BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 12 个月，历史经验来看 23 年 Q3 前后美国可能正式面临衰退，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

4.1.1 经济底部震荡，居民与企业预期待改善

6 月经济数据呈底部震荡态势。生产端，6 月规模以上工业增加值两年平均同比 4.1%，较前值小幅回升 0.9 个百分点，呈环比改善态势。分行业看，上游的有色化工、黑色金属和中游的汽车、电气机械两年同比增速回升；投资端，地产投资跌幅扩大，基建、制造业韧性较强。6 月地产投资累计同比 -7.9%，前值 -7.2%，当月同比 -10.3%，降幅环比走阔 0.2pct，尚未企稳。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积当月同比 -18.2%、-30.2%、-6.6%、16.3%，较上月分别变化 -15.2%、-2.9%、-0.4%、-8.1 个百分点，销售、新开工与施工降幅继续扩大，竣工端是亮点，但支撑力度边际减弱。行业内扩表投资意愿较弱，拿地与新开工走弱将对后续形成拖累。6 月基建投资当月同比 12.3%，上月 10.7%，基建投资回升而不含电力的基建投资回落，显示电力行业投资增速较高。6 月制造业投资同比 6%，上

月 5.1%，韧性仍处于高位。结构上，高技术制造业如汽车、电气机械、化学原料增速较高。需求端，消费延续修复动能。6 月社会消费品零售总额两年平均同比 3.1%，较前值 2.5%回升，季调后环比 0.23%，前值 0.42%。结构上，商品零售非季调环比 5.5%，餐饮收入非季调环比 7.4，均高于季节性。分商品看，家电、汽车、服装、通讯器材两年平均增速较高。就业方面，6 月城镇调查失业率与上月持平，但结构性压力继续增大，预计后续就业压力与收入预期将逐步传导至社零端。整体看，6 月供给端规模以上工业增加值环比改善，而服务业生产回落；投资端，制造业与基建保持高韧性，而地产各项继续走弱；消费端延续修复态势，就业结构性压力继续增大。融资端，6 月新增社融同比少增 9726 亿元，结构有边际改善，企业中长贷继续强势，而此前偏弱的居民贷款边际改善。企业贷款同比多增 687 亿，一方面银行季末冲量意愿增强，另一方面与政策驱动基建投资维持强势有关。居民贷款同比多增 1157 亿元，其中短期贷款新增 4914 亿元，同比多增 632 亿元，消费需求继续弱复苏。居民中长期贷款新增 4630 亿，同比多增 463 亿，或与居民提前还贷现象缓解有关，6 月地产销售延续偏弱，居民中长贷改善持续性仍需观察。6 月 M1 同比增速 3.1%，较上月回落 1.6 个百分点，企业投资意愿继续回落，实体信用扩张能力偏弱。M2 同比增速 11.3%，较上月回落 0.3 个百分点，其中居民存款同比多增、财政存款同比多减，显示居民端扩张动能依旧偏弱，而财政加大发力。M2-M1 剪刀差扩大 1.3 个百分点，货币活化程度继续放缓。

指标(2023/07/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	49
工业增加值:当月同比	----	5.7	----	4.4
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	6.3
固定资产投资:累计同比	----	4	----	3.8
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	6
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-7.9
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	10.71
社会消费品零售总额:当月同比	----	6.07	----	3.1
出口金额:当月同比	----	-7.6	----	-12.4
社会融资规模:当月值	----	----	----	42241
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9
M2:同比	----	----	----	11.3
社融-M2	----	----	----	-2.3
CPI:当月同比	----	-0.32	----	----
PPI:全部工业品:当月同比	----	-4.5	----	-5.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

美国经济指标	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	趋势
实际GDP(同比)	----	2.40	----	----	2.00	----	----	2.60	----	----	3.20	震荡下行
PMI	----	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	震荡下行
消费者信心	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	56.80	59.90	58.60	↗
零售	----	1.70	3.19	-0.28	2.42	5.59	7.76	5.59	6.01	8.48	9.79	震荡下行
房地产	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	38.00	46.00	↗
耐用品订单	----	4.70	1.98	1.24	3.33	-2.71	-1.27	4.52	-3.13	0.96	0.29	震荡下行
CPI	----	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70	8.20	↘
核心CPI	----	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	6.30	6.60	↘
PCE	----	2.97	3.82	4.32	4.17	5.04	5.36	5.30	5.66	6.13	6.29	震荡下行
核心PCE	----	4.10	4.58	4.65	4.61	4.65	4.69	4.62	4.80	5.10	5.20	震荡下行
失业率	----	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	3.40	3.50	3.60	3.70	3.50	震荡上行
职位空缺率	----	----	5.90	6.20	5.90	6.00	6.40	6.80	6.50	6.40	6.60	震荡上行
时薪增速	----	0.36	0.36	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	0.31	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.

4.2 股票市场观点

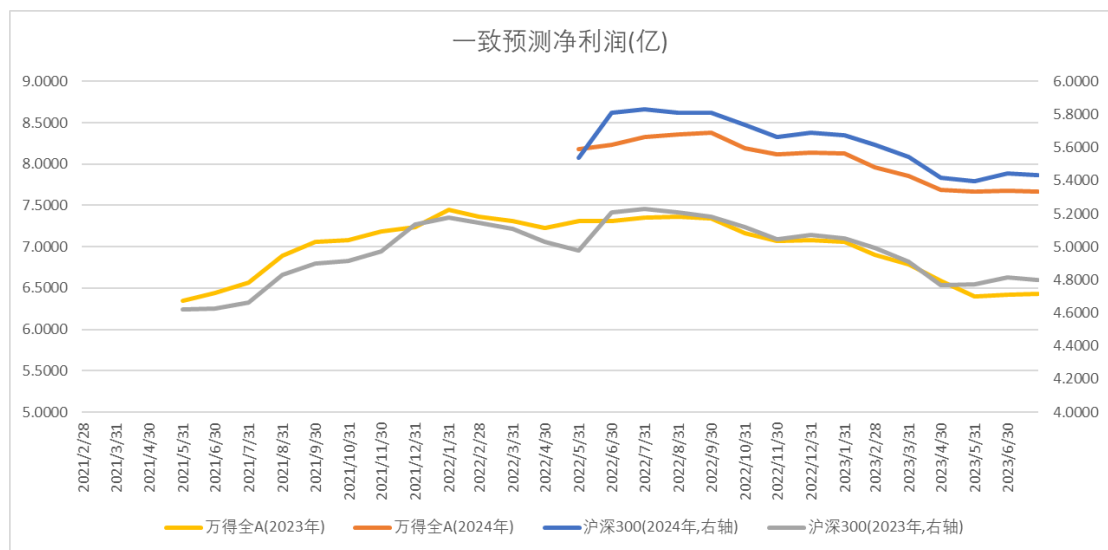
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE17.81 倍，处于 52%分位水平，股权溢价率 2.85%，处于 78%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	10.12	9.69	1.31	7.12	0.58	0.72	0.70	0.69
沪深300	12.05	10.71	1.41	5.54	0.40	0.49	0.35	0.82
中小板指	20.93	17.39	3.09	2.02	0.08	0.26	0.15	0.99
创业板指	31.93	25.21	4.61	0.37	0.08	0.30	0.24	1.00
中证500	23.32	16.98	1.84	1.53	0.48	0.47	0.51	0.72
万得全A	17.81	14.75	1.67	2.85	0.52	0.59	0.41	0.78

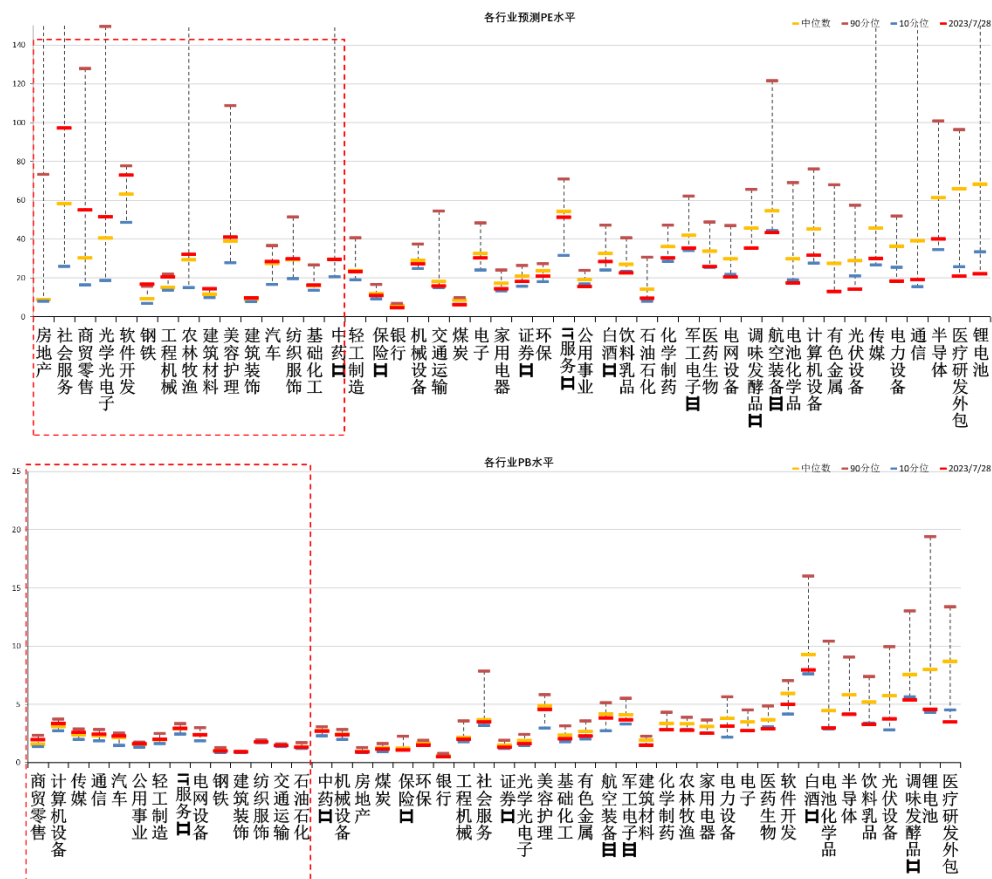
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.34	0.96	6.75	0.17	0.21	0.30
标普500	25.73	4.31	-0.07	0.68	0.80	0.00
纳斯达克指	41.39	5.31	-1.54	0.72	0.67	0.00
德国DAX	13.52	1.55	----	0.24	0.30	----
法国CAC40	14.53	1.69	----	0.21	0.49	----
英国富时100	11.55	1.60	----	0.03	0.25	----
韩国综合指	15.97	0.96	----	0.59	0.64	----
台湾加权指	14.60	1.84	----	0.45	0.45	----
日经225	18.40	1.86	----	0.55	0.74	----
胡志明指数	13.05	1.61	----	0.22	0.02	----
印度SENSEX	23.33	3.47	----	0.32	0.68	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 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，不到半数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数，社会服务、房地产估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股全面收涨。上证 50 与沪深 300 表现明显强于中证 1000，房地产、建筑材料、非银金融领涨，政治局会议定调超预期、住建部房地产方面明确落实认房不认贷，政策预期升温下，北向资金回流，低位顺周期风格表现偏强，TMT 领跌。

4.2.3 经济数据显示在经济呈底部震荡态势，企业与居民信心不足下市场对经济内生性动力的整体偏弱，近期政策端可见明显转向，对托底经济迫切性大幅增强，同时房地产方面强调支持刚需和改善性住房，相比之前压制减轻。当前位置市场对悲观预期的计价已经相对充分，后续随着海外加息周期步入尾声、稳增长政策陆续出台，此前压制市场估值的因素边际好转，市场正在迎来较好做多窗口。

4.2.4 配置方向上关注：

1、国内政策定调整体转向宽松积极，此前受损严重的低位顺周期风格或有反弹动能，关注建材、部分中上游周期、家电、消费及非耐用品出口链等行业，大盘风格表现或优于小盘。

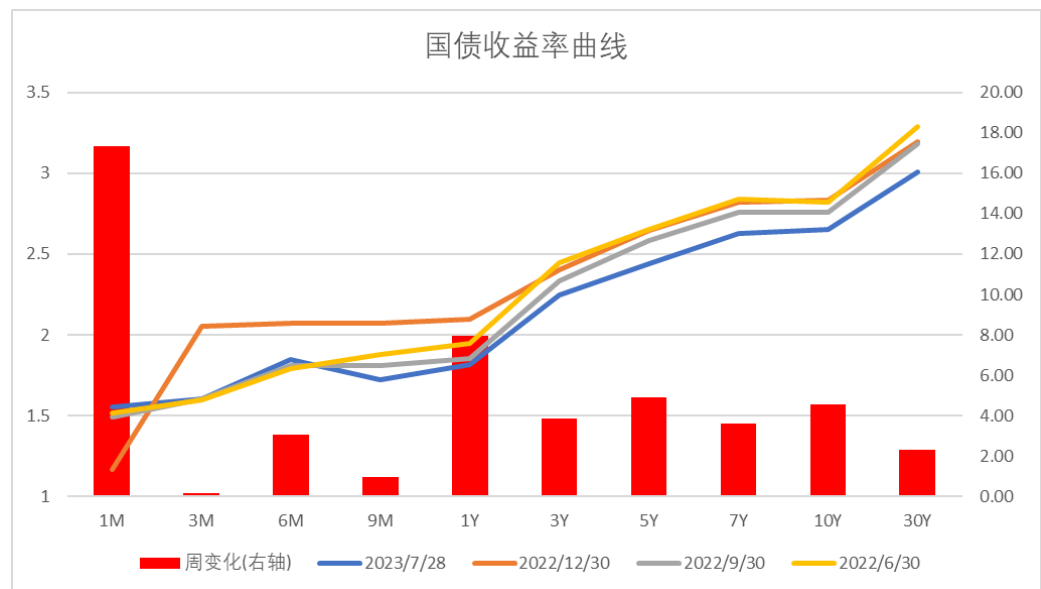
2、小盘科技成长风格未来仍值得关注，但仍需等待 8 月底催化因素出现，或与美股科技板块有共振表现。

4.3 债券市场观点



国债期货 合约	收盘价 (涨跌)	结算价 (涨跌)	成交量 (变动值)	持仓量 (周增仓)	IRR	基差
T.CFE	102.0600	102.0650	457,508.0000	201,759.0000	1.2009	0.1986
	-0.180937943	-0.1760	86,459.0000	-10885		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日. 括号内为第二行数据内容。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 7 月 28 日

4.3.1 上周长端利率上行，主要影响因素为：国常会指出在超大特大城市积极稳步推进城中村改造、政治局及住建部释放积极信号。

4.3.2 短期看，政策基调变化叠加资金风险偏好上升，债市或会出现阶段性调整。中期看，收入预期不改善的情况下，经济基本面向上幅度不大，流动性延续宽松，银行理财配置力量较强，资产荒持续演绎下，债市收益率仍处于区间震荡阶段。整体中短利率与中短信用策略或更占优。此后政策具体落地情况及效果是关注重心，同时提防负债端赎回风险。

目前我们对债券做中性配置，对债券的配置以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债，减少信用下沉。利率债加强波段操作。

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。