

国内预期回落，海外利率走高

一、重要信息点评

1、8月8日，以美元计价，中国7月出口金额同比-14.5%，低于市场预期的-11.4%，前值-12.4%，无明显亮点。进口同比-12.4%，预期-4.8%，前值-6.8%；分国别看，对俄罗斯出口维持高增，对主要生产国及消费国的出口增速大多数维持负增，东盟和欧盟出口为主要拖累，对韩国&美国出口增速跌幅小幅收窄。结构上看，机电产品、劳动密集型产品、高新技术产品、地产后周期产品同比增速均回落，海外需求回落去叠加库存周期形成压制；从产品看，主要支撑项仍是汽车包括底盘、汽车零配件、船舶，手机出口有改善，增速转正，或因苹果提前备货。整体看，此次出口数据继续回落，低于市场预期数值。此次回落一方面与去年5-7月的高基数有关，5-7月出口金额两年平均同比-0.6%、-3.6%和-5.7%，回落幅度比表征略小。另一方面与海外去库周期、需求回落有关。此外价格因素也有拖累。预计后续出口价格将继续拖累出口金额表现，同比增速在基数效应和美国制造业补库支撑下将边际回升，但整体环比仍将偏弱。

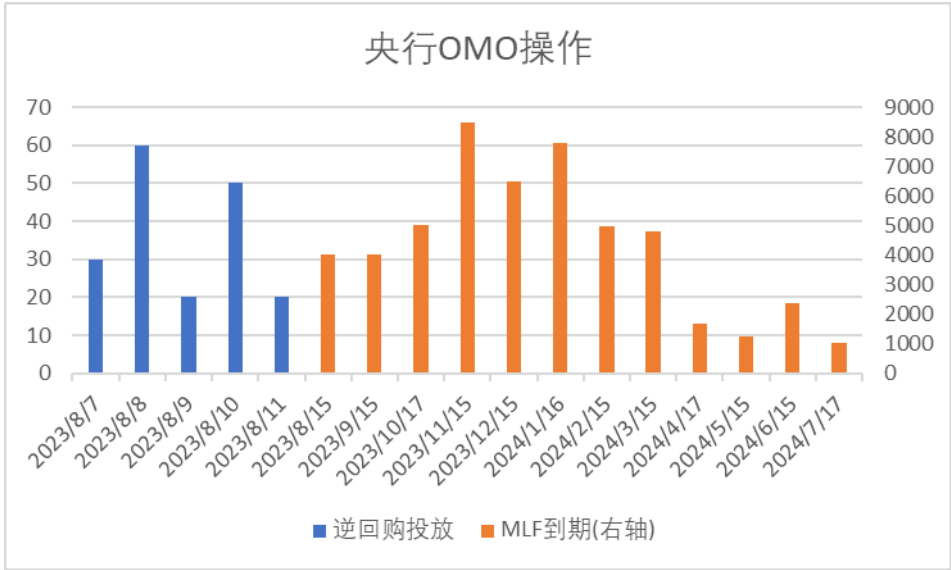
2、8月9日，中国7月CPI同比-0.3%，预期-0.5%，环比0.2%；核心CPI环比0.5%；PPI同比-4.4%，预期-4.1%，前值-5.4%。7月核心CPI边际回升，主因出行服务价格拉动。CPI增速转负，主因蔬菜、水果价格拖累，服务分项有所改善。PPI生产资料、生活资料同比降幅持续收窄，煤炭、黑色等产业链价格降幅收窄。

3、8月10日，央行公布2023年7月金融数据。7月新增社融5282亿元，新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿，社融总量低于市场预期，低于季节性，结构走弱，人民币贷款从主要支撑项转为主要拖累项。分项看，企业贷款同比少增499亿，其中票据融资同比多增、企业短期贷款同比多减、企业中长期贷款同比少增，一方面季末冲量后银行放贷意愿减弱，另一方面与政策端开始防止空转套利有关。居民贷款同比多减3224亿元，其中短期贷款同比多减，消费需求继续弱复苏；中长期贷款同比多减，一方面与居民提前还贷诉求较强有关，另一方面与银行普惠小微贷款基本完成目标、继续投放居民经营性贷款意愿偏低有关。7月M1同比增速较上月回落0.7个百分点，M2同比增速较上月回落0.6个百分点，企业投资意愿继续回落，实体信用扩张能力偏弱。整体看，7月社融总量低于预期，主因此前冲量对7月的透支以及实际融资需求偏弱，居民信贷仍是主要

拖累，同时企业中长贷支撑力度开始减弱，后续主要关注一线地产政策及一揽子化债计划。

4、8月10日，美国公布7月CPI同比3.2%，前值3.0%，预期3.3%；环比0.2%，前值0.2%，符合预期。核心CPI同比4.7%，前值4.8%，环比0.2%，前值0.2%，符合预期，主因二手车价格降幅扩大推动核心商品通胀回落，租金项加速回落推动住房通胀放缓。数据公布后，9月加息预期边际降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

上周央行 OMO 投放 180 亿，同时到期 530 亿，共计净回笼 350 亿。MLF8 月到
期量为 4000 亿。

	2023/8/3	2023/7/27	2023/6/30	2023/6/30	2022/8/3	环比变化
耗煤量	235.2	229	211.4	211.4	223	↗
	2023/8/11	2023/8/4	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/11	环比变化
高炉开工率	83.8	83.36	82.14	84.09	72.7	↗
	2023/8/9	2023/8/2	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/9	环比变化
水泥沥青开工率	45.3	42.2	37.9	34.6	35.8	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

生产数据方面，台风结束后耗煤量上周有所回升，同时水泥沥青开工率及高
炉开工率有所回暖。生产数据上周表现较好。

	2023/8/10	2023/8/3	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/10	环比变化
地铁客运量:30DMA	7744.9229	7753.95	7641.5116	7260.8729	5710.7426	↘
地铁客运量:30DMA:同比	35.620242	35.158305	35.764114	38.992605	-1.992226	↗
执飞航班数:7DMA	1.4222	1.3758571	1.3635143	1.3328143	1.2197714	↗
航班取消率	6.2403466	9.7401198	10.43821	8.0917339	28.042542	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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。

	2023/8/6	2023/7/30	2023/6/30	2023/6/30	2022/8/6	环比变化
土地成交面积	1502.2407	986.0583	1480.9214	1480.9214	2123.6731	↗
土地成交溢价率	4.19	4.83	3.03	3.03	3.55	↘
商品房成交面积	27.414582	35.322379	59.45916	59.45916	39.908478	↘
一线商品房成交面积	6.6867946	9.7516041	15.654121	15.654121	10.156106	↘
二线商品房成交面积	15.267877	18.418344	32.981756	32.981756	21.791208	↘
三线商品房成交面积	5.4599113	7.1524311	10.823283	10.823283	7.9611643	↘
二手房价格	183.6	183.89	185.02	185.02	192.19	↘
一线二手房价格	227.6	227.95	229.75	229.75	226.92	↘
二线二手房价格	173.68	174.16	175.2	175.2	184.47	↘
三线二手房价格	162.62	162.8	163.96	163.96	172.55	↘
四线二手房价格	129.25	129.45	129.73	129.73	133.52	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

地产数据方面, 商品房成交面积有所回升, 但二手房价格及土地成交面积整体回落, 上周地产数据表现较差。

	2023/7/31	2022/7/31	2021/7/31	2020/7/31	2019/7/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2016649	2119359	1386296	1434396	1318357	-4.85%
厂家零售: 当月累计值	1734191	1768331	1466658	1424971	1351647	-1.93%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

汽车销量方面, 7 月汽车批发及零售销量同比高基数下回落至 -4.85% 及 -1.93%, 汽车消费表现一般。

	2023/8/6	2023/7/30	2023/6/30	2023/6/30	2022/8/6	环比变化
集装箱吞吐量	498.8	550.4	571.1	571.1	547.6	↘
	2023/8/12	2023/8/5	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/12	
CCFI指数	874.58	864.39	863.37	895.72	3073.28	↗
CICFI指数	860.32	883.35	884.33	932.79	1388.17	↘
	2023/8/31	2023/7/31	2023/6/30	2023/5/31	2023/4/30	
韩国前十日出口	-15.3	-14.7	1.1	-10.2	-11.9	↘
韩国前二十日出口	#N/A	-15.2	5.2	-16.1	-11.1	----
韩国出口	#N/A	-16.5	-6	-15.4	-14.4	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

进出口数据方面, 上周集装箱吞吐量、韩国出口及进口运价均出现回落。上周进出口数据表现不佳。

	2023/8/11	2023/8/4	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/11	环比变化
农产品价格	120.12	118.69	118.36	120.33	120.77	↗
猪肉价格	22.84	22.17	20.81	18.92	29.54	↗
粮油价格	118.52	118.44	118.41	118.2	116.55	↗
蔬菜价格	4.95	4.76	4.81	4.99	4.59	↗
水果价格	7.19	7.15	7.35	7.93	6.75	↗
PTA价格	5860	5875	5935	5580	5935	↘
涤纶长丝价格	7685	7680	7650	7340	7850	↗
聚酯切片价格	6820	6820	6800	6650	7100	↘
	2023/8/4	2023/7/28	2023/6/30	2023/6/30	2022/8/4	环比变化
农产品价格	118.69	118.03	120.33	120.33	121.24	↗
猪肉价格	22.17	19.86	18.92	18.92	28.98	↗
粮油价格	118.44	118.41	118.2	118.2	116.48	↗
蔬菜价格	4.76	4.81	4.99	4.99	4.5	↘
水果价格	7.15	7.35	7.93	7.93	6.95	↘
PTA价格	5875	5935	5580	5580	6105	↘
涤纶长丝价格	7680	7650	7340	7340	8000	↗
聚酯切片价格	6820	6800	6650	6650	7250	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所上行。其中, 蔬菜价格和水果价格均随季节性见底回升, 同时猪肉价格继续回升, 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。服装方面纤维价格中涤纶长丝价格继续回升。上周商品价格表现较强。

	2023/8/11	2023/8/4	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/11	环比变化
煤炭价格	828	839	853	830	1140	↘
石油价格	86.4	86.24	85.56	74.9	99.6	↗
铜杆价格	69480	70660	70700	68930	63340	↘
铝价	18530	18530	18370	18540	18810	↘
钢材价格	143.35	145.08	146.57	143.45	154.04	↘
沥青价格	3790	3810	3810	3730	4335	↘
水泥价格	109.44	109.83	110.49	117.61	142.55	↘
MDI价格	16900	17200	16600	15900	15000	↘
浮法玻璃价格	1960.4	1960.4	1960.4	1966.8	1677.2	↘
工业品指数	3817.6	3812.08	3843.58	3589.04	3657.54	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周在石油价格带动下有所上行, 其余商品则有所回落。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	0.57	2.75	0.95
COMEX黄金	-1.54	-0.75	6.54
LME铝	-2.42	-1.96	-8.39
LME铜	-3.24	-4.24	-0.92
CBOT玉米	-2.01	-8.11	-28.19
CBOT大豆	-2.03	-5.52	-14.29
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	87.33	99.86	-61.25
美元兑人民币	626.00	908.00	3386.00
美元兑日元	319.85	267.85	1383.10

	2023/8/11	2023/8/6	2023/7/31	2023/1/1
ICE布油	86.73	86.15	85.23	85.99
COMEX黄金	1945.7	1978.2	2003.7	1830.1
	2023/8/11	2023/8/4	2023/7/31	2023/1/1
美元指数	102.877	102.0037	101.8784	103.4895
美元兑人民币	7.2357	7.1731	7.1449	6.8971
美元兑日元	144.9555	141.757	142.277	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格整体回落，其中伦铜跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 86.73 美元，涨 0.57%，COMEX 黄金收于 1945.7 美元，跌 1.54%。

上周美元指数上行 86.73BP，美国 CPI 同比回升至 3.2% 背景下美元有所上行。在此背景下人民币上周贬值 626 个基点，日元贬值 319.85 个基点。

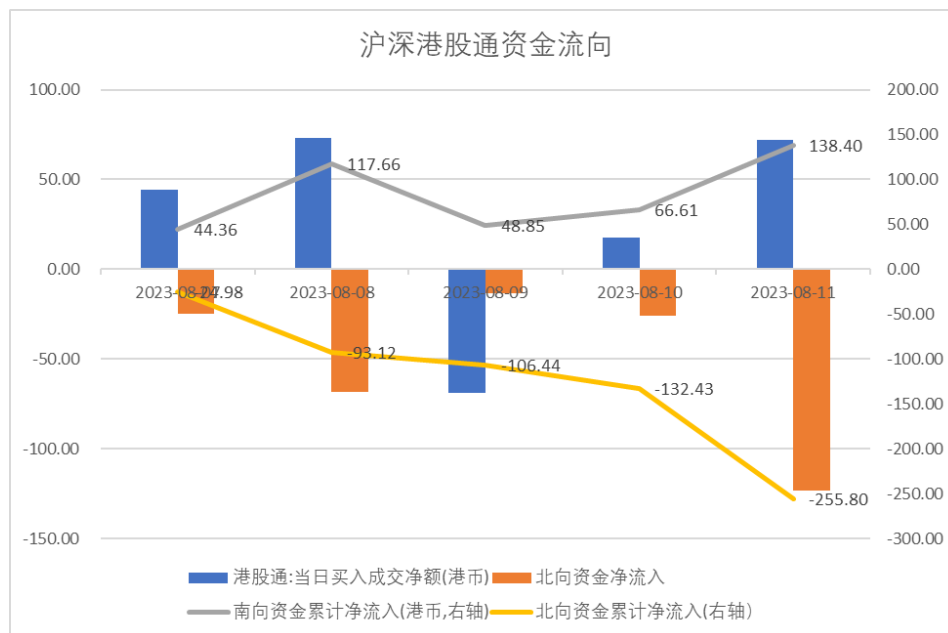
三、 市场表现回顾

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	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	6	6	2	3	0	6	0	0	2	19
	发行规模(亿元)	111.33	111.33	3.04	4.49	0.00	5.30	0.00	0.00	7.13	131.28
上上周	数量	3	2	2	5	0	2	0	0	5	17
	发行规模(亿元)	98.98	77.75	8.58	21.62	0.00	9.90	0.00	0.00	4.99	144.07
本月以来	数量	9	8	3	7	0	8	0	0	4	31
	发行规模(亿元)	210.31	189.08	8.02	23.50	0.00	15.19	0.00	0.00	7.38	264.40
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	0	2	21	2	0	0	0	2	1	35
上上周	10	0	2	4	1	2	0	1	10	2	32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日。

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 35 支，其中普通混合型基金 7 支，债券类基金（2 支）少于股票类基金（25 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 131.28 亿，发行规模有所回落，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 8 月 11 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-255.80 亿, 较此前有所下降; 同时南向资金净流入 138.40 亿, 较此前有所回升。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	-3.79	-3.12	-2.20
中证500	-3.51	-2.87	0.88
沪深300	-3.39	-3.25	0.33
中小板指	-3.38	-3.17	-4.58
创业板指	-3.37	-2.22	-6.81
万得全A	-3.32	-3.13	2.30
偏股混合型基金指数	-3.11	-3.06	-5.63
上证50	-3.02	-3.18	-2.52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中上证 50 跌 3.02%, 跌幅最小; 科创 50 跌 3.79%, 跌幅最大。7 月进出口数据及社融数据表现不佳, 在此背景下 A 股出现了一定的回落。偏股基金指数跌 3.11%

	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	-3.83	-3.37	-11.22
茅指数	-3.72	-3.62	-2.46
小盘指数	-3.67	-3.18	2.72
低市净率指数	-3.58	-3.51	8.32
高市盈率指数	-3.58	-3.42	-5.02
大盘指数	-3.50	-3.42	-0.92
低市盈率指数	-3.25	-3.97	1.95
绩优股指数	-3.17	-3.58	-10.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

A 股各风格指数中, 绩优股指数跌 3.17%, 表现最好; 高 PB 指数跌 3.83%, 表现最差。市场风格呈现一定的普跌。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
通信	-6.26	建筑材料	-5.72	商贸零售	-19.63
建筑材料	-4.87	家用电器	-5.72	美容护理	-14.96
家用电器	-4.79	纺织服饰	-5.37	综合	-9.79
房地产	-4.59	美容护理	-5.04	农林牧渔	-9.33
机械设备	-4.48	汽车	-5.03	医药生物	-8.86
基础化工	-1.95	煤炭	-2.13	建筑装饰	10.58
医药生物	-1.48	公用事业	-1.81	非银金融	13.76
交通运输	-1.37	石油石化	-1.71	计算机	20.74
煤炭	-0.73	计算机	-1.20	传媒	29.03
石油石化	-0.56	非银金融	-1.06	通信	35.36

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 0 个上涨, 31 个下跌。其中, 海外算力芯片发布新产品对我国 TMT 行业形成压制, 在此背景下通信行业跌 6.26%, 跌幅最大。此外, 高频数据表现不佳叠加地产政策落空对地产产业链形成压制, 在此背景下建筑材料、家用电器及房地产行业分别跌 4.87%、4.79%及 4.59%, 跌幅居前。另一方面, CPI 数据好于预期使得上游行业表现较好, 其中石油石化、煤炭、交通运输及基础化工分别跌 0.56%至 1.95%不等, 跌幅较小。

	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	-2.38	-5.00	-3.57
恒生科技指数	-4.98	-6.08	3.50

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 6 月 2 日.

港股方面, 恒生指数跌 2.38%, 恒生科技指数跌 4.98%。国内经济数据不佳叠加美元上行导致港股出现了一定程度的回落。

	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	-1.90	-4.89	30.37
标普小盘600	-1.26	-3.02	7.44
标普中盘400	-0.78	-2.49	9.47
标普500	-0.31	-2.72	16.27
道琼斯工业指数	0.62	-0.78	6.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

美股方面上周大体呈下行, 其中纳斯达克指数跌 1.90%, 表现最差; 道琼斯工业指数涨 0.62%, 表现最好。7 月美国 CPI 虽然低于预期但同步下行趋势明显转弱, 同时美联储官员表态仍然强硬, 在此背景下美股整体回落。需要注意的是,

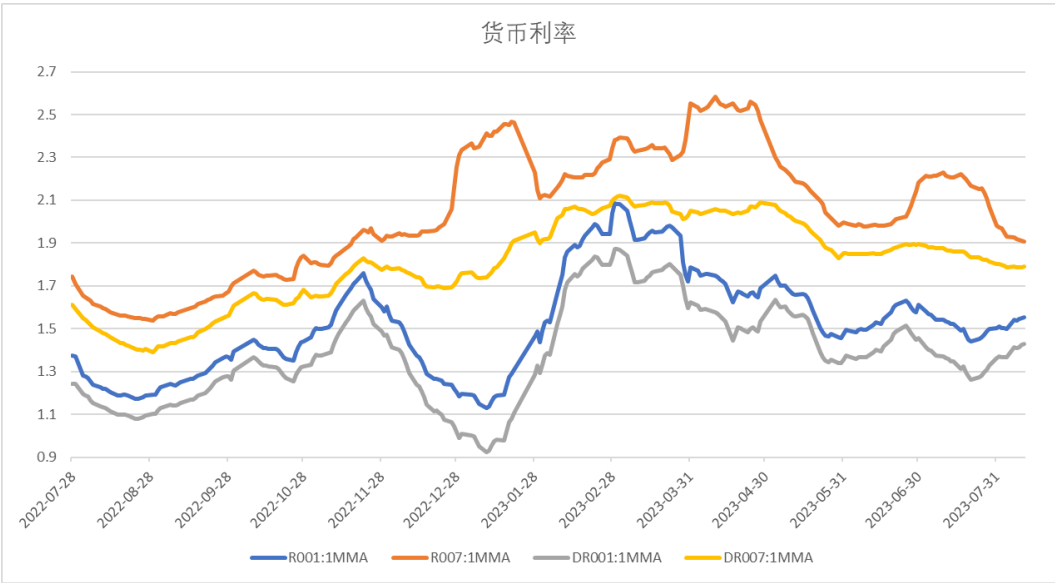
此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险,财报显示美股盈利可能出现了一定的压力,市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
台湾加权指数	-1.44	-3.17	17.43
德国DAX	-0.75	-3.74	13.71
印度SENSEX30	-0.61	-1.81	7.37
英国富时100	-0.53	-2.28	0.97
韩国综合指数	-0.44	-1.57	15.87
胡志明指数	0.32	0.61	21.54
法国CAC40	0.34	-2.10	13.38
日经225	0.87	-2.11	24.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

其他海外市场方面，越南市场涨 1.53%，表现最好；德国市场跌 3.14%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



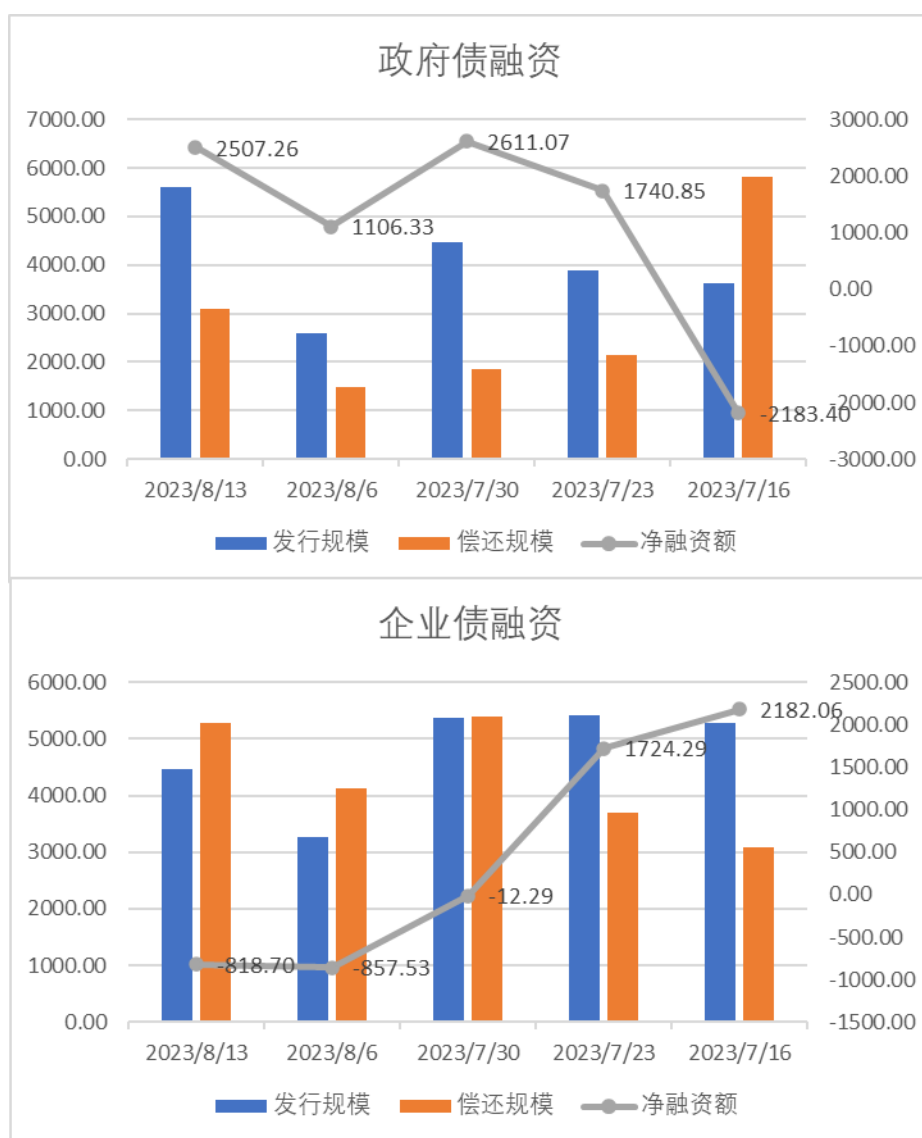
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

上周货币市场利率有所分化，R007 一月均值降至 1.91，同时 DR001 则升至 1.43。

	2023/7/31	2023/8/3	2023/8/10
6M	1.04	1.25	1.21
3M	0.85	1.34	1.31
	2022/7/31	2022/8/3	2022/8/10
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/7/31	2021/8/3	2021/8/10
6M	1.9456	2.3441	2.1449
3M	1.2117	2.2914	2.0393
	2020/7/31	2020/8/3	2020/8/10
6M	2.5332	2.6033	2.72
3M	2.4899	2.5552	2.7202

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.21、1.31，较此前有所回落，23 年 8 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 8 月 11 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 2507.26 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额-818.70 亿, 较此前有所回落。

从高频数据看, 社融中贷款表现不佳, 债券部分中政府债相对较好, 8 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	1.83	2.26	2.42	2.64	国债	42.68	16.43	21.65	国债	-	-	-
国开债	2.00	2.37	2.52	2.74	国开债	37.84	14.65	21.68	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.36	2.71	3.00	-	AAA信用债	35.49	28.71	-	AAA信用债	36.11	33.76	47.82
AA+信用债	2.46	2.94	3.33	-	AA+信用债	48.82	38.11	-	AA+信用债	46.04	57.02	80.48
AA信用债	2.53	3.29	3.72	-	AA信用债	76.82	42.11	-	AA信用债	53.04	92.02	119.48
AA-信用债	4.94	5.70	6.13	-	AA-信用债	76.82	42.11	-	AA-信用债	294.04	333.02	360.48

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	2	-1	-1	国债	2	0	-3	-2	国债	-27	-15	-22	-20
国开债	-1	0	-1	-1	国开债	-3	-2	-6	-3	国开债	-24	-17	-31	-25
AAA信用债	-5	-4	-1	-	AAA信用债	-8	-5	-4	-	AAA信用债	-40	-48	-50	-
AA+信用债	-7	-4	0	-	AA+信用债	-10	-7	-4	-	AA+信用债	-56	-63	-60	-
AA信用债	-8	-5	0	-	AA信用债	-12	-8	-4	-	AA信用债	-78	-57	-50	-
AA-信用债	-8	-5	0	-	AA-信用债	-13	-9	-5	-	AA-信用债	-76	-55	-48	-

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	0.11	0.11	0.07	0.05	国债	0.84	0.43	0.76	国债	-	-	-
国开债	0.12	0.09	0.05	0.00	国开债	0.29	0.10	0.50	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.11	0.09	0.07	-	AAA信用债	0.34	0.35	-	AAA信用债	0.37	0.28	0.55
AA+信用债	0.11	0.10	0.09	-	AA+信用债	0.58	0.51	-	AA+信用债	0.25	0.47	0.68
AA信用债	0.10	0.13	0.07	-	AA信用债	0.91	0.28	-	AA信用债	0.12	0.40	0.40
AA-信用债	0.12	0.17	0.13	-	AA-信用债	0.91	0.28	-	AA-信用债	0.38	0.71	0.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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, 信用债短端下行大于长端, 其中 1YAA 及 AA-下行 8BP, 下行幅度最大。利率债短端上行长端下行, 1Y 国债上行 8BP, 幅度最大。7 月进出口及社融数据表现不佳带动利率下行。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	-6	-3	0	国债	-2	-3	1	国债	12	-8	3
国开债	1	-1	0	国开债	1	-4	3	国开债	7	-14	6
AAA信用债	1	3	-	AAA信用债	3	1	-	AAA信用债	-8	-2	-
AA+信用债	3	4	-	AA+信用债	2	3	-	AA+信用债	-7	3	-
AA信用债	3	5	-	AA信用债	3	4	-	AA信用债	21	7	-
AA-信用债	3	5	-	AA-信用债	3	4	-	AA-信用债	21	7	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面, 上周利差大体走阔, 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	-4	-4	0	AAA信用债	-4	-3	2	AAA信用债	-16	-32	-19
AA+信用债	-6	-4	1	AA+信用债	-6	-5	2	AA+信用债	-33	-47	-29
AA信用债	-7	-5	1	AA信用债	-8	-6	2	AA信用债	-55	-41	-19
AA-信用债	-7	-5	1	AA-信用债	-9	-7	1	AA-信用债	-53	-39	-17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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, 上周短端信用利差明显收窄, 目前大部分 1Y 券种进入偏低区间, 而 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	1.85	2.14	2.45	--	--
国有银行	1.77	1.98	2.08	2.20	2.29
股份银行	1.77	1.99	2.05	2.23	2.30
城商行	1.85	2.10	2.56	2.35	2.43
农商行	1.80	2.11	2.30	2.31	2.58
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-3	0	18	--	--
国有银行	0	0	2	0	2
股份银行	-3	-1	-7	-3	0
城商行	0	-5	29	1	-5
农商行	-13	-4	8	-7	14
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	516.3	1272.7	130.9	613.1	1687.3
国有银行	77	576	6	128	592
股份银行	61	246	12	246	458
城商行	364	341	87	182	570
农商行	14	109	27	57	68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日。

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体震荡, 其中发行规模最多的 1Y 国有银行上行 2BP, 3M 国有银行下行 0BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.29	2.66	2.85	AAA+	29.33	28.45	32.54	AAA+	0.214	0.36	0.39
AAA	2.32	2.70	2.98	AAA	32.63	32.20	46.02	AAA	0.205	0.163	0.465
AAA-	2.38	2.85	3.16	AAA-	38.43	48.02	64.34	AAA-	0.188	0.429	0.667
AA+	2.43	2.91	3.28	AA+	42.93	54.02	76.34	AA+	0.15	0.331	0.534
AA	2.49	3.28	3.71	AA	49.43	91.02	119.34	AA	0.097	0.351	0.352
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.37	2.74	3.05	AAA	37.69	36.11	52.98	AAA	0.272	0.232	0.522
AA+	2.46	2.93	3.29	AA+	46.28	56.03	76.92	AA+	0.266	0.39	0.615
AA	2.55	3.14	3.61	AA	55.28	76.53	108.42	AA	0.212	0.42	0.539
AA(2)	2.71	3.55	4.06	AA(2)	71.28	117.53	153.42	AA(2)	0.218	0.485	0.425

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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，上周利差有所收窄。从利差分位数角度 1Y 回落至 20 分位左右，3Y 及 5Y 则位于 30-50 分位左右。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.42	2.66	2.89	3.07	3.12	利率变化(BP)	-1.89	-4.71	-5.87	-5.48	-3.49	利率分位数	0.12	0.12	0.11	0.07	0.05
当前利差	11.94	18.23	25.71	38.25	33.12	利差变化(BP)	-1.35	-2.50	-3.74	-6.16	-1.76	利差分位数	0.34	0.44	0.44	0.54	0.45

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呈下行。其中 3Y 下行 5.87BP，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-	2.53	3.03	3.29	3.35	AAA-	23.45	39.62	50.39	39.05	AAA-	-2.27	-4.11	-4.39	-4.56
AA+	2.55	3.07	3.39	3.45	AA+	20.72	37.33	54.47	42.72	AA+	-3.27	-6.12	-4.39	-4.56
AA	2.93	3.51	3.93	3.99	AA	53.72	72.33	91.47	79.72	AA	-7.27	-5.12	-3.39	-3.56
AA-	4.11	5.02	5.47	5.53	AA-	146.72	196.33	216.47	204.72	AA-	-7.27	4.88	-1.39	-1.56

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日. 利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

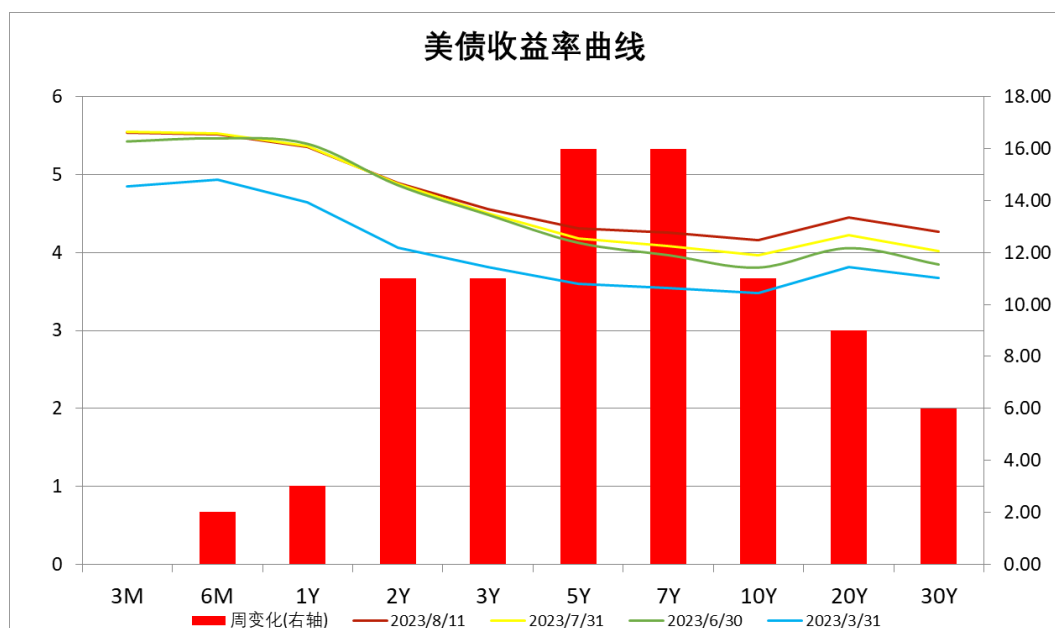
永续债方面利率走势整体下行，其中 1YAA 及 AA-下行幅度最大，达 7.27BP。

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	2.34	2.68	2.93	3.19	AAA级RMBS	34.24	30.76	40.70	45.41	AAA级RMBS	0.337	0.366	0.305	0.099
AAA级消金	2.46	2.82	3.12	3.45	AAA级消金	46.41	44.73	60.17	70.84	AAA级消金	0.284	0.227	0.278	0.175
AAA级企业ABS	2.57	3.05	3.33	3.60	AAA级企业ABS	57.67	67.07	80.78	86.20	AAA级企业ABS	0.131	0.184	0.279	0.017
AAA级ABN	2.54	2.97	3.24	3.56	AAA级ABN	54.18	59.38	72.12	82.71	AAA级ABN	0.284	0.335	0.326	0.173

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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，大部分券种的信用利差基本处于 0.3 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 8 月 11 日.

美债方面，利率整体上行。其中，5Y 及 7Y 上行 16BP，上行幅度最大。7 月美国 CPI 同比增长 3.2%，较市场预期的 3.3% 更低，但较上月的 3.0% 仍然有所上行，在此背景下美债利率有所回升。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度保持不变，目前利差为 73BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 13 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，居民与企业期待改善

7 月数据显示经济呈底部逐步企稳态势。7 月制造业 PMI 49.3%，前值 49%。从分项指数看，生产指数 50.2%，回落 0.1 个百分点，处于小幅扩张状态。新订单指数回升 0.9 个百分点至 49.5%，连续第四个月低于荣枯线，但环比有改善。新出口订单指数回落 0.1 个百分点至 46.3%，进口指数回落 0.2 个百分点至 46.8%。出口订单延续下行趋势，往后看，美国经济韧性集中在服务业，整体对出口提振力度不大，目前美国批发商的家具、电子产品等耐用品库存仍处于高位，预计后续出口主要增量将集中在非耐用品补库周期上。库存方面，7 月原材料库存指数回升 0.8 个百分点至 48.2%，产成品库存指数回升 0.2 个百分点至 46.3%，新订单-产成品库存指数小幅回升 0.7 个百分点，7 月企业预期有边际改善叠加此前库存低位，企业呈现补库迹象，但考虑到需求端仍处于收缩状态，制造业整体仍

处于主动去库尾声阶段。价格方面，7月出厂价格指数回升4.7个百分点至48.6%，主要原材料购进价格指数回升7.4个百分点至52.4%，国内政策超预期叠加美国加息周期预期进入尾声，7月多数商品价格反弹。预计后续PPI将逐步企稳，高基数效应消退对同比读数有支撑，向上弹性取决于后续政策落地效果；非制造业PMI 51.5%，前值53.2%。分项看，非制造业商务活动指数回落1.7个百分点至51.5%，其中服务业PMI回落1.3个百分点至51.5%，仍在扩张区间但修复动能继续放缓。行业层面，假期出行带动铁路运输、航空运输、住宿、餐饮行业位于较高景气区间。服务业业务活动预期指数回落1.6个百分点至58.7%，信心边际回落。建筑业PMI回落4.5个百分点至51.2%。7月重大工程施工或受高温天气影响，而地产投资与施工的继续拖累。

融资端，7月新增社融5282亿元，市场预期1.12万亿元，前值4.22万亿元，同比少增2703亿元。新增人民币贷款3459亿元，同比少增3331亿，预期8480万亿元，前值6790亿元。7月社融总量低于市场预期，低于季节性，结构走弱。此前表现相对较强的人民币贷款从主要支撑项转为主要拖累项。分项看，企业贷款同比少增499亿，其中票据融资同比多增，企业短期贷款同比多减，企业中长期贷款同比少增747亿。7月对公贷款主要靠票据冲量，企业中长贷由此前的强势转为同比少增，一方面季末冲量后银行放贷意愿减弱、政策拉动作用放缓，另一方面与政策端开始防止空转套利有关。居民贷款同比多减3224亿元，其中短期贷款新增-1335亿元，居民中长期贷款新增-672亿，同比多减2158亿，一方面与居民提前还贷诉求较强，此前季末银行控制提前还贷节奏，7月还贷需求集中释放有关。另一方面与银行普惠小微贷款基本完成目标、继续投放居民经营性贷款意愿偏低有关；7月M1同比增速2.3%，较上月回落0.7个百分点，企业投资意愿继续回落，实体信用扩张能力偏弱。

整体看，经济处于小周期逐步触底企稳状态。社融总量低于预期主因此前冲量对7月的透支以及实际融资需求偏弱，居民信贷仍是主要拖累，同时企业中长贷支撑力度开始减弱。制造业景气小幅回升，需求边际回升，现实仍是弱复苏，但政策表态紧迫性增强，生产经营活动预期指数回升显示制造业企业的预期开始有边际改善，预计此后仍需政策托底，主要关注一线地产政策及一揽子化债计划。

指标(2023/07/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49.3	----	----	49
工业增加值:当月同比	----	4.55	----	4.4
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	6.3
固定资产投资:累计同比	----	3.85	----	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	----	----	----	10.15
社会消费品零售总额:当月同比	----	5.27	----	3.1
出口金额:当月同比	-14.5	-11.49	↘	-12.4
社会融资规模:当月值	5282	11220.77	↘	42241
社会融资规模存量:同比	8.9	----	----	9
M2:同比	10.7	11.14	↘	11.3
社融-M2	-1.8	----	----	-2.3
CPI:当月同比	-0.3	-0.5	↗	----
PPI:全部工业品:当月同比	-4.4	-4.14	↘	-5.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

美国经济指标	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	趋势
实际GDP(同比)	----	----	2.40	----	----	2.00	----	----	2.60	----	----	震荡下行
PMI	----	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00	50.20	震荡下行
消费者信心	71.20	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	56.80	59.90	震荡上行
零售	----	----	1.70	3.19	-0.28	2.42	5.59	7.76	5.59	6.01	8.48	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	↗
耐用品订单	----	----	4.70	1.98	1.24	3.33	-2.71	-1.27	4.52	-3.13	0.96	震荡下行
CPI	----	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70	震荡下行
核心CPI	----	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	6.30	↘
PCE	----	----	2.97	3.82	4.32	4.17	5.04	5.36	5.30	5.66	6.13	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	震荡下行
失业率	----	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	3.40	3.50	3.60	3.70	震荡上行
职位空缺率	----	----	5.80	5.80	6.20	5.90	6.00	6.40	6.80	6.50	6.40	震荡上行
时薪增速	----	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.

4.2 股票市场观点

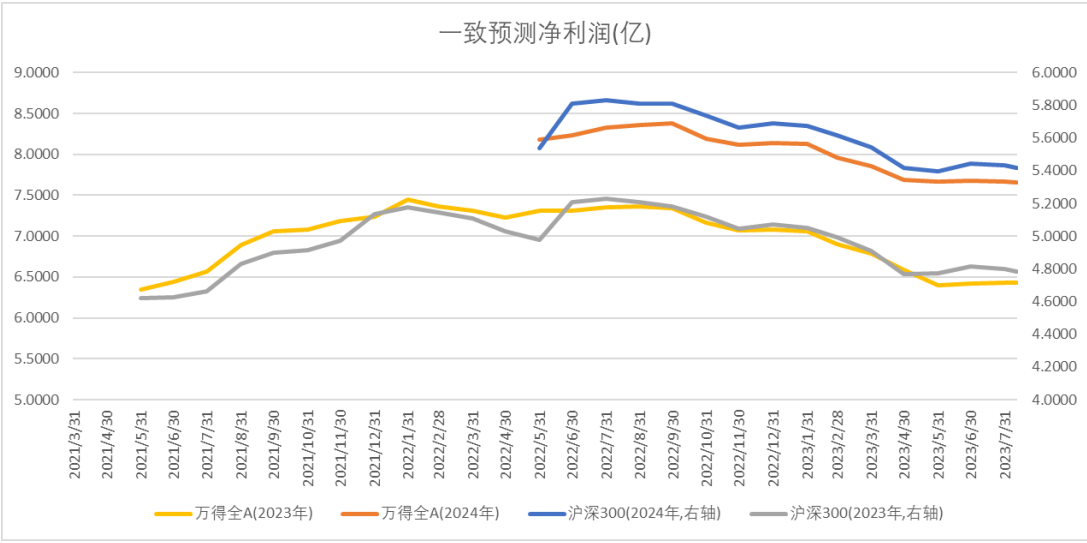
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.42 倍，处于 45%分位水平，股权溢价率 3.02%，处于 84%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	9.81	9.42	1.27	7.46	0.43	0.63	0.55	0.83
沪深300	11.73	10.47	1.37	5.79	0.24	0.38	0.24	0.89
中小板指	20.57	17.11	3.02	2.12	0.06	0.25	0.11	1.00
创业板指	31.25	24.80	4.51	0.46	0.07	0.27	0.19	1.00
中证500	22.89	16.72	1.80	1.63	0.42	0.42	0.40	0.75
万得全A	17.35	14.42	1.63	3.02	0.38	0.45	0.29	0.84

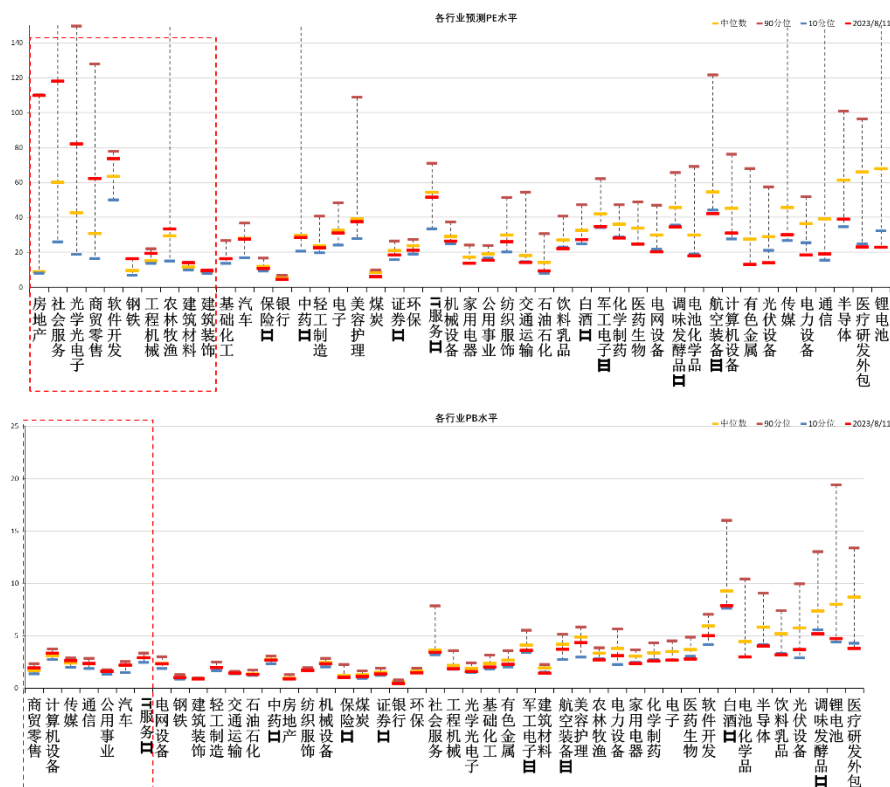
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.90	0.92	7.07	0.06	0.13	0.38
标普500	24.40	4.16	-0.06	0.61	0.72	0.01
纳斯达克指	39.16	5.02	-1.61	0.64	0.60	0.00
德国DAX	12.98	1.55	----	0.15	0.30	----
法国CAC40	13.74	1.69	----	0.14	0.48	----
英国富时100	10.76	1.60	----	0.00	0.25	----
韩国综合指	15.88	0.95	----	0.58	0.60	----
台湾加权指	14.33	1.84	----	0.39	0.43	----
日经225	16.96	1.86	----	0.46	0.73	----
胡志明指数	12.41	1.61	----	0.18	0.02	----
印度SENSEX	22.56	3.47	----	0.20	0.67	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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 8 月 11 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股全面收跌，金融风险传闻、出口和社融数据不及预期、政策暂未落地、海外美债利率走高压制市场表现。上证 50 和红利风格表现相对较好。

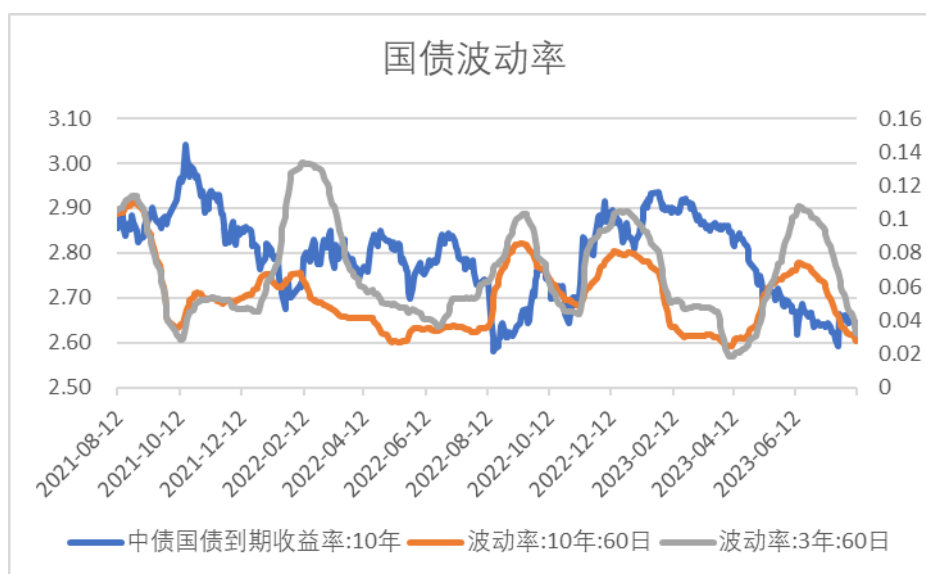
4.2.3 经济数据显示在经济呈底部震荡态势，企业与居民信心不足下市场对经济内生性动力的整体偏弱，近期政策端可见明显转向，对托底经济迫切性大幅增强，同时房地产方面强调支持刚需和改善性住房，相比之前压制减轻。当前位置市场对悲观预期的计价已经相对充分，后续随着海外加息周期步入尾声、稳增长政策陆续出台，此前压制市场估值的因素边际好转，市场正在迎来较好做多窗口。

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，关注消费、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业，大盘成长风格表现或优于小盘。

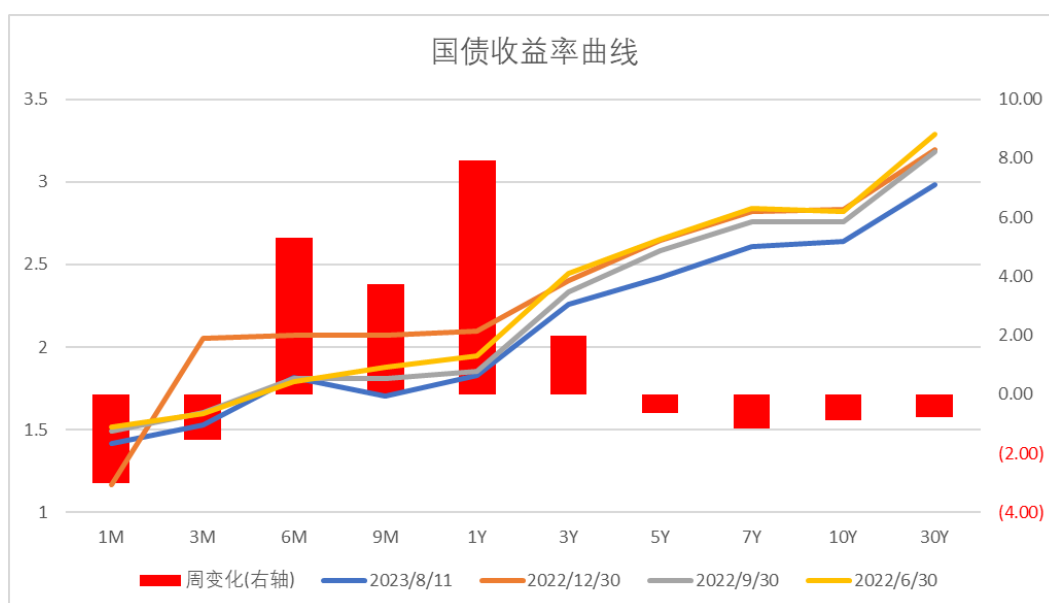
2、小盘科技成长风格未来仍值得关注，但仍需等待 8 月底催化因素出现，或会与美股科技板块有共振表现。

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	102.3600	102.3550	358,109.0000	159,443.0000	1.6044	0.1013
	0.151655986	0.1468	-104,908.0000	-22373		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 11 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 8 月 11 日

4.3.1 上周长端利率下行，主要影响因素为：地产政策继续空窗、各项经济数据不及预期。

4.3.2 短期看，政策基调变化叠加资金风险偏好上升，债市或会阶段性承压。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，加大逆周期调

节的定调下，市场预期流动性延续宽松，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，在经济数据出现实际性改善前，债市大幅回调概率较小。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 8-9 月将存降息的博弈性机会。

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，逢低配置为主。

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。