

中美利差扩大，汇率延续承压

一、重要信息点评

1、8月15日，央行公开市场开展4010亿元1年期MLF和2040亿元7天期逆回购操作，中标利率分别为2.5%、1.80%，较上次分别下降15个基点和10个基点，时间与幅度超预期。近期央行降息频率较高，主因经济基本面压力较大，本次降息旨在稳定市场预期、推动实体经济降本。

2、8月15日，统计局公布7月经济数据低于预期。7月工业增加值同比3.7%，前值4.4%，市场预期4.55%，季调后环比0.01%，前值0.68%。三大门类中，采矿业当月同比1.3%（较上月回落0.2pct），制造业当月同比3.9%（较上月回落0.9pct），电力、热力、燃气及水生产和供应业累计同比4.1%（较上月回落0.8pct）。分行业看，汽车制造业、电气机械同比增速回落；黑色金属冶炼和压延加工业同比增速大幅上行，上游行业表现好于中游和下游。此前7月工业品价格回升，上游季节性补库，但工增实际表现背离，主因台风影响与出口大幅回落影响，后续台风影响消退，但国内施工和出口需求仍弱，预计工增将环比弱改善。投资端看，地产投资继续走弱，基建、制造业韧性小幅回落。7月地产投资累计同比-8.5%（前值-7.9%），在低基数下降幅继续走阔，两年平均同比回落2pct至-12.1%（前值-10.1%）。分项来看，新开工、施工、竣工面积两年平均同比-36.6%、-5.3%、-7.5%，较前值分别变化1.5、-0.6、9.5个百分点，存量施工继续低迷，竣工端大幅回升，主因保交楼推动竣工端上行，但行业内扩表投资意愿较弱，拿地与新开工延续低位。1-7月地产销售面积累计同比-6.5，较6月回落1.2个百分点，销售额同比增速跌幅大于销售面积，指向均价回落，整体仍处于磨底状态。资金来源方面，定金及预收款、个人按揭贷款增速延续下滑，国内贷款和自筹资金低位震荡，房企现金流依旧承压，后续开工和新拿地或将持续拖累；7月基建投资当月同比5.3%（上月11.7%），明显回落主因高基数和前期挤压，2年平均同比增速8.3%，增速仍处于高位；7月制造业投资同比4.3%（上月6.1%），韧性小幅回落。结构上，高技术制造业如汽车、电气机械、化学原料增速延续较高。需求端，7月社会消费品零售总额两年平均同比2.6%，较前值3.1%继续小幅回落，季调后环比-0.1%，消费继续向弱复苏回归。结构上，商品零售两年同比小幅回落至2.1%，前值2.8%，其中日用品、食品增速提升，家电、服装、金银珠宝增

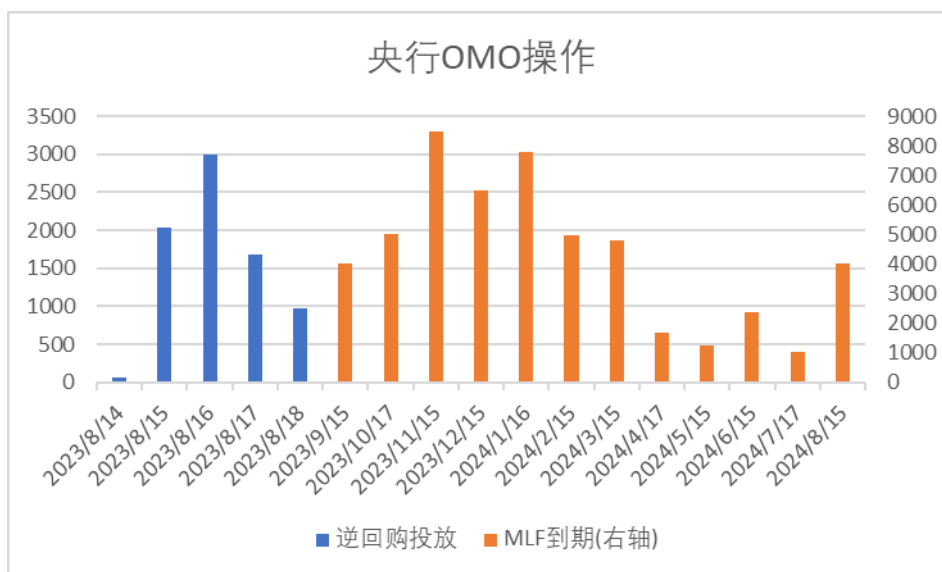
速回落，或与台风天气有关；餐饮收入两年同比回升至 6.8%，前值 5.6%。服务零售额同比增长 20.3%，增速明显高于商品零售额。就业方面，7 月城镇调查失业率上升 0.1pct 至 5.3，外来户籍人口失业率回落 0.1pct 至 5.2%。农民工就业有改善，但整体就业改善质量较差。整体看，7 月经济加速触底，地产仍需政策托底。

3、8 月 17 日，央行发布《2023 年二季度中国货币政策执行报告》：经济方面，央行对全球经济形势偏乐观，对海外通胀延续担忧，认为当前海外就业紧张导致通胀回落节奏较慢。货币政策方面对人民币汇率关注提升，强调防范汇率超调风险。地产方面对融资端的支持边际提升，此外延续“一揽子化债政策”的基调。

4、8 月 18 日，证监会就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问：提出研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间；持续做好减持监管工作，打击违规减持行为和研究优化减持规则两手抓；现阶段实行 T+0 交易的时机并不成熟，或将加剧中小投资者的劣势地位，不利于市场公平交易；已关注到市场对调降税率的呼吁，但具体情况还需向主管部门了解；降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率。进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将 ETF 纳入转融通标的；合理把握 IPO、再融资节奏；正在研究制定资本市场投资端改革方案，营造有利于中长期资金入市的政策环境；引导和支持银行理财资金积极入市，支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场；修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。当日，上交所、深交所、北交所自 8 月 28 日起进一步分别降低证券交易经手费 30%、50%。该表态有利于提振投资者信心，维护市场健康发展。

5、8 月 17 日，美联储发布 7 月议息纪要整体偏鹰。纪要显示，多数与会者继续认为通胀存在显著上行风险，基于偏强的消费和经济韧性，上调经济预测，不再将衰退作为假设情形，同时强调过快放松政策与过多收紧政策的风险。消息公布后，10 年期美债收益率升至近十个月新高。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

上周央行 OMO 投放 7750 亿, 同时到期 180 亿, 共计净投放 7570 亿。MLF8 月到期 4000 亿降息续作 4010 亿, 净投放 10 亿。

	2023/8/10	2023/8/3	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/10	环比变化
耗煤量	235	235.2	204.9	211.4	232.8	↓
	2023/8/18	2023/8/11	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/18	环比变化
高炉开工率	84.09	83.8	82.14	84.09	76.24	↑
	2023/8/16	2023/8/9	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/16	环比变化
水泥沥青开工率	45.8	45.3	37.9	34.6	38.9	↑

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

生产数据方面, 耗煤量上周小幅回落, 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。

	2023/8/17	2023/8/10	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/17	环比变化
地铁客运量:30DMA	7741.0529	7744.9229	7641.5116	7260.8729	5712.8087	↓
地铁客运量:30DMA:同比	35.50345	35.620242	35.764114	38.992605	5.1038091	↓
执飞航班数:7DMA	1.4296143	1.4222	1.3635143	1.3328143	1.1546714	↑
航班取消率	5.602196	6.2403466	10.43821	8.0917339	32.299458	↓

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 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。

	2023/8/13	2023/8/6	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/13	环比变化
土地成交面积	733.4006	1545.3383	996.0919	1480.9214	1735.3726	↘
土地成交溢价率	3	4.21	5.32	3.03	7.13	↘
商品房成交面积	24.955732	27.414582	37.158891	59.45916	34.046284	↘
一线商品房成交面积	5.9621696	6.6867946	9.7744236	15.654121	8.3771804	↘
二线商品房成交面积	12.629643	15.267877	20.120775	32.981756	18.327102	↘
三线商品房成交面积	6.3639201	5.4599113	7.2636931	10.823283	7.3420011	↗
二手房价格	183.32	183.6	183.89	185.02	191.83	↘
一线二手房价格	227.37	227.6	227.95	229.75	227.6	↘
二线二手房价格	173.49	173.68	174.16	175.2	183.86	↘
三线二手房价格	162.18	162.62	162.8	163.96	172.17	↘
四线二手房价格	129.04	129.25	129.45	129.73	133.16	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

地产数据方面, 仅三线城市商品房成交面积有所回升, 其余数据均出现回落, 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 18 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。

	2023/8/13	2023/8/6	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/13	环比变化
集装箱吞吐量	573.6	498.8	550.4	571.1	507.8	↗
	2023/8/19	2023/8/12	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/19	
CCFI指数	889.52	874.58	863.37	895.72	2993.67	↗
CICFI指数	854.43	860.32	884.33	932.79	1376.47	↘
	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	-16.4	-6	-15.4	-14.5	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

进出口数据方面, 上周集装箱吞吐量及出口运价均出现回升, 但韩国出口及进口运价继续走弱。上周进出口数据表现不佳。

	2023/8/18	2023/8/11	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/18	环比变化
农产品价格	120.05	120.12	118.36	120.33	122.16	↘
猪肉价格	22.64	22.84	20.81	18.92	28.73	↘
粮油价格	118.78	118.52	118.41	118.2	116.59	↗
蔬菜价格	5.03	4.95	4.81	4.99	4.73	↗
水果价格	7.19	7.19	7.35	7.93	7.02	↘
PTA价格	5820	5860	5935	5580	6070	↘
涤纶长丝价格	7600	7685	7650	7340	7875	↘
聚酯切片价格	6800	6820	6800	6650	7100	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所下滑。其中, 蔬菜价格和水果价格均随季节性见底回升, 同时猪肉价格上行有所转弱, 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。服装方面纤维价格则整体回落。上周商品价格表现一般。

	2023/8/18	2023/8/11	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/18	环比变化
煤炭价格	802	828	853	830	1155	↘
石油价格	84.8	86.81	85.56	74.9	96.59	↘
铜杆价格	69640	69480	70700	68930	63180	↗
铝价	18520	18530	18370	18540	18640	↘
钢材价格	143.33	143.35	146.57	143.45	152.84	↘
沥青价格	3800	3790	3810	3730	4460	↗
水泥价格	109.09	109.44	110.49	117.61	142.57	↘
MDI价格	17500	16900	16600	15900	15200	↗
浮法玻璃价格	2007.5	2007.5	1960.4	1966.8	1677.2	↘
工业品指数	3840.67	3817.6	3843.58	3589.04	3557.02	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周继续上行, 其中铜价、铝价、沥青价格及 MDI 价格有所上升, 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	-2.28	0.50	-1.26
COMEX黄金	-1.45	-2.14	5.05
LME铝	-1.70	-3.76	-10.07
LME铜	-0.22	-4.46	-1.15
CBOT玉米	1.08	-7.12	-27.41
CBOT大豆	3.56	-2.06	-11.15
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	56.63	156.49	-4.62
美元兑人民币	466.00	1374.00	3852.00
美元兑日元	44.50	312.35	1427.60

	2023/8/18	2023/8/13	2023/7/31	2023/1/1
ICE布油	84.83	86.73	85.23	85.99
COMEX黄金	1918.4	1945.7	2003.7	1830.1
	2023/8/18	2023/8/11	2023/7/31	2023/1/1
美元指数	103.4433	102.877	101.8784	103.4895
美元兑人民币	7.2823	7.2357	7.1449	6.8971
美元兑日元	145.4005	144.9555	142.277	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 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分化，其中石油跌幅最大，大豆涨幅最大。ICE 布油收于 84.83 美元，跌 2.28%，COMEX 黄金收于 1918.4 美元，跌 1.45%。

上周美元指数上行 56.63BP，美国零售数据超预期回升叠加 FOMC 会议纪要表述强硬背景下美元有所上行。在此背景下人民币上周贬值 466 个基点，日元贬值 44.5 个基点。

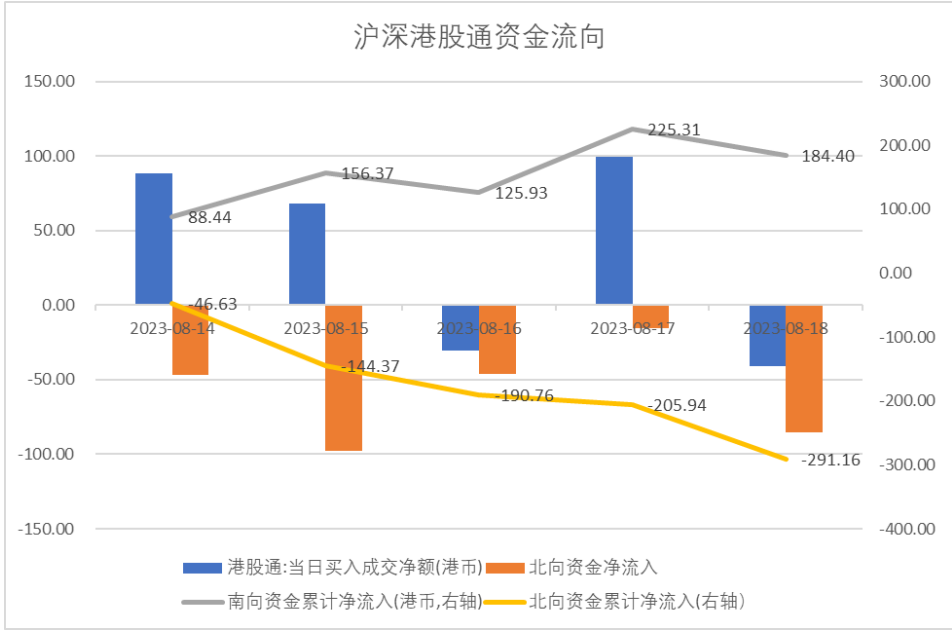
三、 市场表现回顾

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	5	2	2	0	7	0	0	2	19
	发行规模(亿元)	142.15	113.01	7.55	1.34	0.00	17.15	0.00	0.00	3.89	172.08
上上周	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
本月以来	数量	15	13	5	9	0	15	0	0	6	50
	发行规模(亿元)	352.46	302.09	15.57	24.84	0.00	32.35	0.00	0.00	11.26	436.48
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	6	2	8	1	0	0	2	14	2	43
上上周	7	0	2	21	2	0	0	0	2	1	35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 43 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（16 支）少于股票类基金（17 支），FOF 基金申报 2 支。发行一边，上周基金共计发行 172.08 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升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入-291.16 亿，较此前有所下降；同时南向资金净流入 184.40 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
中小板指	-4.10	-7.14	-8.49
科创50	-3.68	-6.68	-5.80
创业板指	-3.11	-5.26	-9.71
偏股混合型基金指数	-2.62	-5.60	-8.11
沪深300	-2.58	-5.74	-2.26
上证50	-2.39	-5.49	-4.84
万得全A	-2.35	-5.40	-0.10
中证500	-2.29	-5.10	-1.48

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

A 股表现来看，上周主要板块均呈下行，其中中证 500 跌 2.29%，跌幅最小；中小板指跌 4.10%，跌幅最大。7 月经济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 2.62%

	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	-3.61	-6.91	-8.45
高市净率指数	-3.16	-6.42	-14.02
绩优股指数	-3.08	-6.55	-13.07
茅指数	-3.03	-6.53	-5.41
小盘指数	-2.68	-5.77	-0.03
大盘指数	-2.52	-5.85	-3.42
低市盈率指数	-1.62	-5.52	0.30
低市净率指数	-0.87	-4.35	7.18

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

A 股各风格指数中，低 PB 指数跌 0.87%，表现最好；高 PE 指数跌 3.61%，表现最差。市场风格中大盘价值占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
电子	-4.77	电子	-8.28	商贸零售	-21.54
计算机	-4.26	汽车	-8.22	美容护理	-15.67
传媒	-4.06	农林牧渔	-7.64	农林牧渔	-11.85
有色金属	-4.06	家用电器	-7.12	电力设备	-11.42
电力设备	-3.76	商贸零售	-7.03	社会服务	-11.17
建筑材料	0.02	石油石化	-3.51	建筑装饰	9.67
国防军工	0.47	交通运输	-3.42	非银金融	12.14
轻工制造	0.34	环保	-2.66	计算机	15.59
纺织服饰	0.20	非银金融	-2.48	传媒	23.79
环保	1.27	公用事业	-1.92	通信	30.43

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 18 日.

行业方面，上周 31 个申万一级行业中 5 个上涨，26 个下跌。其中，由于国内 AI 落地情况不及预期，TMT 行业出现了一定程度的回撤，电子、计算机及通讯行业分别跌 4.77%、4.26%及 4.06%，跌幅最大。此外，加息预期及美元上行对成长风格形成一定的压制，在此背景下新能源行业中有色金属及电力设备行业跌 4.06%及 3.76%，表现不佳。另一方面，消费行业当中纺织服装、轻工制造及建筑材料行业分别涨 0.70%、0.54%及 0.02%，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	-5.89	-10.60	-9.25
恒生科技指数	-6.22	-11.92	-2.94

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 5.89%，恒生科技指数跌 6.22%。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
标普小盘600	-3.40	-6.32	3.79
标普中盘400	-3.07	-5.48	6.11
纳斯达克指数	-2.59	-7.36	26.98
道琼斯工业指数	-2.21	-2.98	4.98
标普500	-2.11	-4.78	13.81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

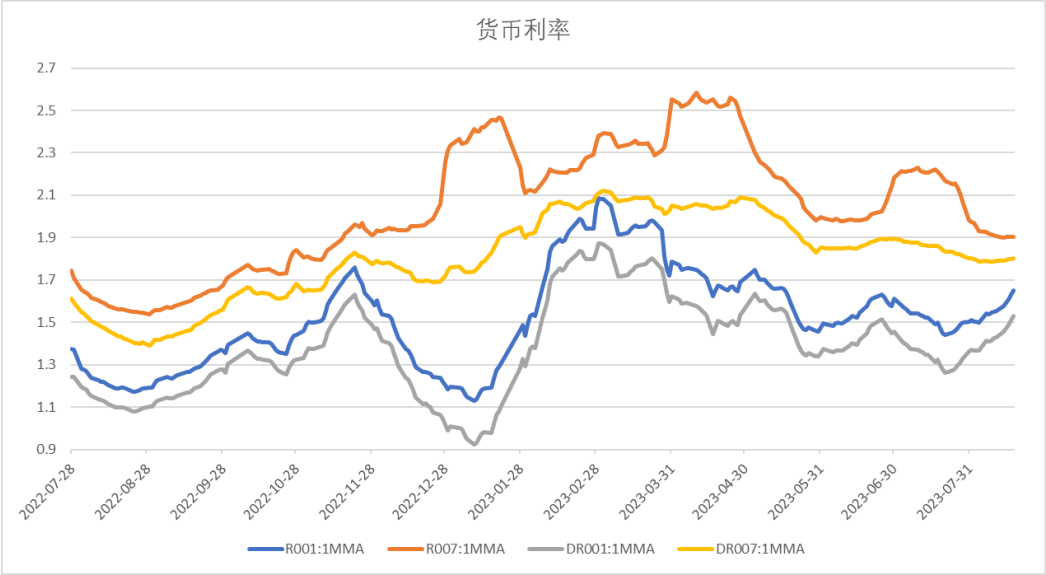
美股方面上周整体呈下行，其中标普小盘 600 跌 3.40%，表现最差；标普 500 指数跌 2.11%，表现最好。7 月美国零售数据大超市场预期，同时 FOMC 会议纪要显示美联储官员表态仍然强硬，在此背景下美股整体回落。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
胡志明指数	-3.78	-3.19	16.94
英国富时100	-3.48	-5.68	-2.54
韩国综合指数	-3.35	-4.87	11.99
日经225	-3.15	-5.19	20.53
法国CAC40	-2.40	-4.45	10.66
德国DAX	-1.63	-5.31	11.86
台湾加权指数	-1.32	-4.46	15.87
印度SENSEX30	-0.57	-2.37	6.75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

其他海外市场方面，印度市场跌 0.57%，表现最好；越南市场跌 3.78%，表现最差。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



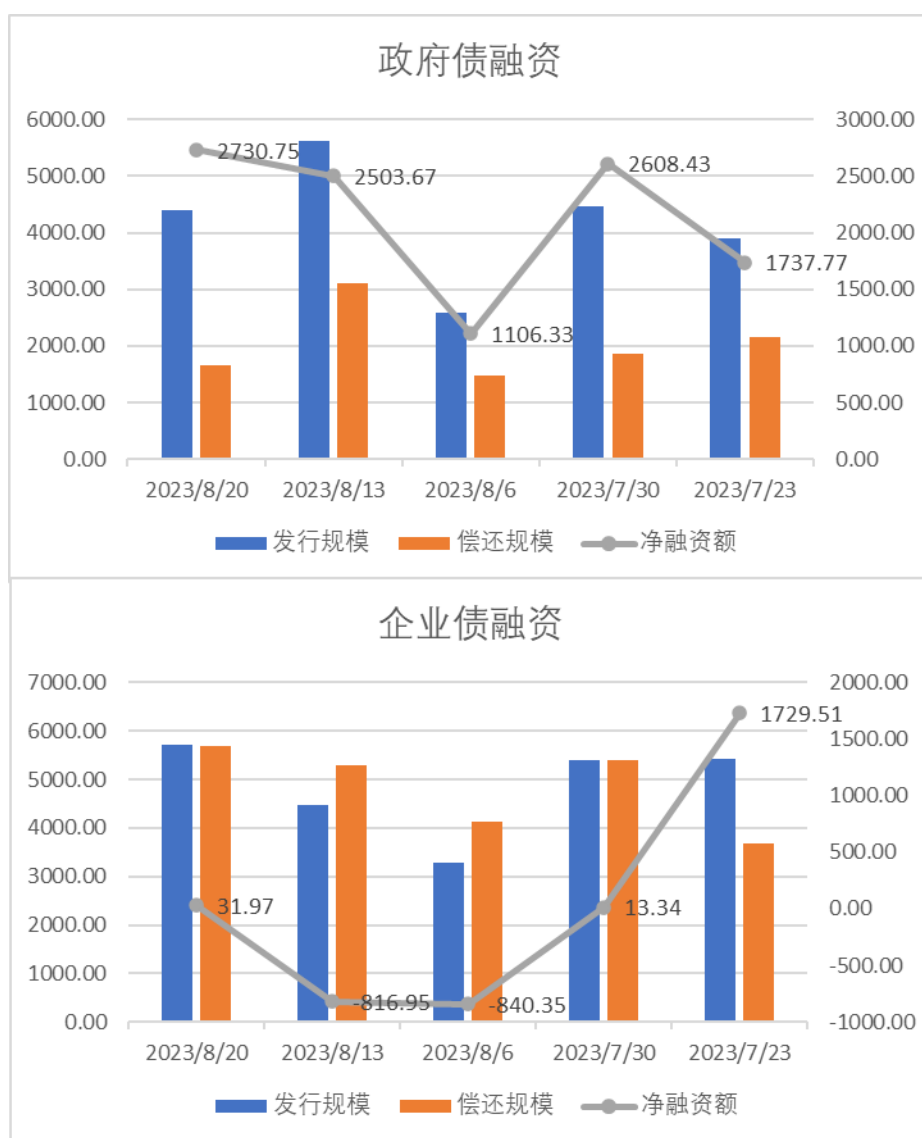
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

上周货币市场利率有所上行，DR001 则升至 1.53。

	2023/7/31	2023/8/11	2023/8/18
6M	1.04	1.16	1.07
3M	0.85	1.27	1.21
	2022/7/31	2022/8/11	2022/8/18
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/7/31	2021/8/11	2021/8/18
6M	1.9456	2.1193	1.9884
3M	1.2117	2.0415	1.8335
	2020/7/31	2020/8/11	2020/8/18
6M	2.5332	2.6941	2.7538
3M	2.4899	2.6806	2.7264

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.07、1.21，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 18 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 2730.75 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 31.97 亿, 较此前有所回升。

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	2.20	2.37	2.56	国债	36.61	16.73	19.82	国债	-	-	-
国开债	1.97	2.32	2.45	2.67	国开债	34.61	13.54	22.18	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.30	2.67	2.96	-	AAA信用债	36.95	28.86	-	AAA信用债	32.99	35.33	50.65
AA+信用债	2.40	2.87	3.28	-	AA+信用债	47.3	40.24	-	AA+信用债	42.92	55.61	82.31
AA信用债	2.51	3.26	3.70	-	AA信用债	75.3	43.24	-	AA信用债	53.92	94.61	124.31
AA-信用债	4.92	5.67	6.11	-	AA-信用债	75.3	43.24	-	AA-信用债	294.92	335.61	365.31

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	0	-6	-6	-7	国债	2	-6	-9	-10	国债	-26	-21	-28	-27
国开债	-3	-6	-7	-6	国开债	-6	-8	-13	-9	国开债	-26	-23	-38	-32
AAA信用债	-6	-4	-4	-	AAA信用债	-13	-9	-8	-	AAA信用债	-46	-53	-54	-
AA+信用债	-6	-7	-5	-	AA+信用债	-15	-14	-9	-	AA+信用债	-62	-71	-65	-
AA信用债	-2	-3	-2	-	AA信用债	-13	-11	-6	-	AA信用债	-80	-61	-52	-
AA-信用债	-2	-3	-2	-	AA-信用债	-14	-12	-7	-	AA-信用债	-78	-59	-50	-

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	0.05	0.04	0.01	国债	0.65	0.46	0.60	国债	-	-	-
国开债	0.11	0.05	0.03	0.00	国开债	0.21	0.08	0.54	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.10	0.09	0.04	-	AAA信用债	0.39	0.36	-	AAA信用债	0.25	0.34	0.66
AA+信用债	0.10	0.09	0.07	-	AA+信用债	0.54	0.59	-	AA+信用债	0.16	0.42	0.73
AA信用债	0.09	0.13	0.06	-	AA信用债	0.89	0.30	-	AA信用债	0.13	0.45	0.52
AA-信用债	0.12	0.17	0.11	-	AA-信用债	0.88	0.30	-	AA-信用债	0.41	0.74	0.81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年8月18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，信用债整体下行，其中3YAA+下行7BP，下行幅度最大。利率债长端下行大于短端，5Y国开债及10Y国债下行7BP，幅度最大。降息叠加7月经济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	0	-2	国债	-8	-3	-1	国债	6	-7	1
国开债	-3	-1	1	国开债	-2	-5	4	国开债	4	-15	6
AAA信用债	1	0	-	AAA信用债	4	2	-	AAA信用债	-7	-2	-
AA+信用债	-2	2	-	AA+信用债	1	6	-	AA+信用债	-9	5	-
AA信用债	-2	1	-	AA信用债	2	6	-	AA信用债	19	8	-
AA-信用债	-2	1	-	AA-信用债	2	6	-	AA-信用债	19	8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年8月18日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差大体收窄，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	-3	2	3	AAA信用债	-7	-1	5	AAA信用债	-20	-30	-16
AA+信用债	-3	-1	2	AA+信用债	-9	-6	4	AA+信用债	-36	-48	-27
AA信用债	1	3	5	AA信用债	-7	-3	7	AA信用债	-54	-38	-14
AA-信用债	1	3	5	AA-信用债	-8	-4	6	AA-信用债	-52	-36	-12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 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，上周利率下行幅度更大使得信用利差走阔，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	1.90	2.10	2.28	--	--
国有银行	1.77	1.96	2.05	2.15	2.22
股份银行	1.78	1.95	1.95	2.22	2.23
城商行	1.85	2.11	2.28	2.36	2.39
农商行	1.80	2.04	2.19	2.31	2.50
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	9	-1	-12	--	--
国有银行	0	-2	-3	-5	-7
股份银行	1	-4	-10	-1	-7
城商行	2	3	-28	6	-1
农商行	0	-7	-11	1	-8
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	249.1	849.2	321.7	586.3	2267.6
国有银行	90	258	3	13	737
股份银行	29	102	7	172	812
城商行	122	364	148	343	618
农商行	8	125	165	58	101

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体下行，其中发行规模最多的 1Y 股份银行下行 7BP，1Y 国有银行下行 7BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.26	2.60	2.79	AAA+	28.76	28.22	33.75	AAA+	0.199	0.352	0.44
AAA	2.29	2.65	2.94	AAA	32.05	33.31	48.31	AAA	0.192	0.218	0.56
AAA-	2.35	2.78	3.12	AAA-	37.85	46.12	66.62	AAA-	0.171	0.371	0.741
AA+	2.39	2.83	3.25	AA+	42.35	51.12	79.62	AA+	0.137	0.243	0.656
AA	2.44	3.22	3.66	AA	46.85	90.12	120.62	AA	0.065	0.33	0.385
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.33	2.67	3.01	AAA	35.53	35.18	56.19	AAA	0.198	0.199	0.614
AA+	2.39	2.87	3.21	AA+	42.12	55.10	76.13	AA+	0.144	0.359	0.583
AA	2.46	3.06	3.54	AA	49.12	74.60	108.63	AA	0.087	0.375	0.544
AA(2)	2.63	3.49	3.99	AA(2)	66.12	117.60	153.63	AA(2)	0.163	0.489	0.424

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 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 分位以下，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	2.37	2.59	2.83	3.00	3.04	利率变化(BP)	-4.82	-7.32	-6.39	-6.84	-7.65	利率分位数	0.11	0.10	0.09	0.06	0.02
当前利差	10.82	13.94	24.00	35.58	31.14	利差变化(BP)	-1.12	-4.29	-1.71	-2.67	-1.98	利差分位数	0.27	0.30	0.38	0.47	0.41

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 5Y 下行 7.65BP，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-	2.46	2.96	3.21	3.30	AAA-	19.87	37.52	47.77	42.69	AAA-	-7.28	-6.78	-8.29	-5.53
AA+	2.49	3.01	3.31	3.40	AA+	18.14	35.21	50.85	45.36	AA+	-6.28	-5.78	-8.29	-5.53
AA	2.84	3.45	3.91	4.00	AA	47.14	69.21	93.85	88.36	AA	-9.28	-5.78	-2.29	0.47
AA-	4.02	4.96	5.45	5.54	AA-	140.14	191.21	218.85	213.36	AA-	-9.28	-5.78	-2.29	0.47

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

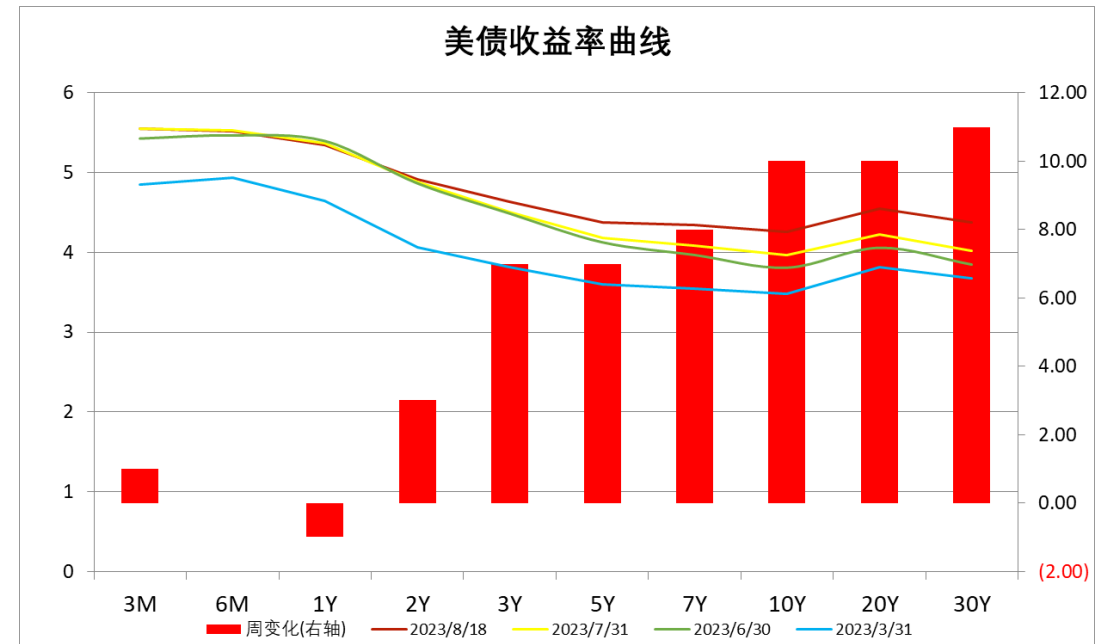
永续债方面利率走势整体下行，其中 1YAA 及 AA-下行幅度最大，达 9.28BP。

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	2.30	2.69	2.87	3.10	AAA级RMBS	33.13	37.60	41.89	43.10	AAA级RMBS	0.31	0.514	0.337	0.061
AAA级消金	2.45	2.78	3.08	3.36	AAA级消金	48.20	45.83	62.45	69.05	AAA级消金	0.335	0.267	0.374	0.145
AAA级企业ABS	2.54	3.00	3.28	3.51	AAA级企业ABS	57.09	68.17	83.06	83.41	AAA级企业ABS	0.116	0.226	0.4	0
AAA级ABN	2.50	2.91	3.20	3.48	AAA级ABN	53.20	59.05	74.40	80.92	AAA级ABN	0.264	0.332	0.396	0.129

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 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 18 日.

美债方面，利率整体上行。其中，30Y 上行 11BP，上行幅度最大。7 月美国零售数据大超市场预期，显示需求强劲对通胀可能形成一定的支撑；同时 7 月 FOMC 会议纪要中官员对于利率水平的态度仍然强硬，在此背景下美债利率有所回升。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 66BP，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，居民与企业预期改善

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	3.7	4.55	↘	4.4
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	6.3
固定资产投资:累计同比	3.4	3.85	↘	3.8
固定资产投资:制造业:累计同比	5.7	----	----	6
房地产开发投资:累计同比	-8.5	----	----	-7.9
固定资产投资:基建:累计同比	9.410929	----	----	10.15
社会消费品零售总额:当月同比	2.5	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	↘	42242
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 18 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	----	2.54	1.77	3.25	-0.28	2.42	5.59	7.76	5.59	6.01	8.48	震荡
房地产	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	38.00	震荡上行
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
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	↓
核心PCE	----	----	4.10	4.58	4.65	4.61	4.65	4.69	4.62	4.80	5.10	↓
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
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
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 18 日.

4.2 股票市场观点

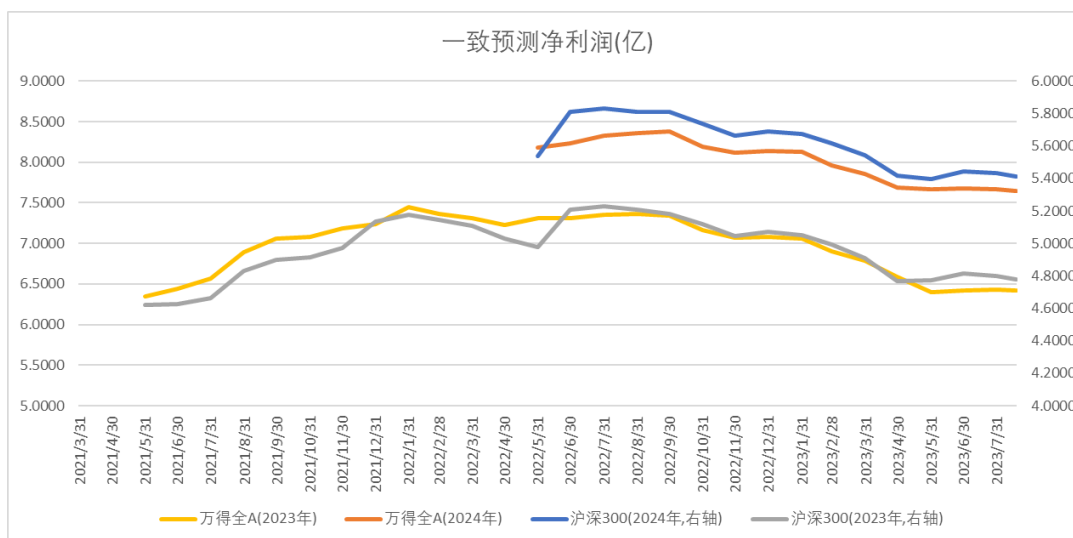
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE14.15 倍，处于 38%分位水平，股权溢价率 3.2%，处于 91%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	9.65	9.26	1.24	7.69	0.32	0.57	0.45	0.89
沪深300	11.49	10.26	1.34	6.03	0.18	0.30	0.14	0.95
中小板指	19.82	16.63	2.90	2.37	0.03	0.19	0.07	1.00
创业板指	30.59	24.12	4.34	0.60	0.06	0.21	0.14	1.00
中证500	22.53	16.44	1.76	1.77	0.39	0.36	0.28	0.79
万得全A	17.04	14.15	1.60	3.20	0.31	0.38	0.16	0.91

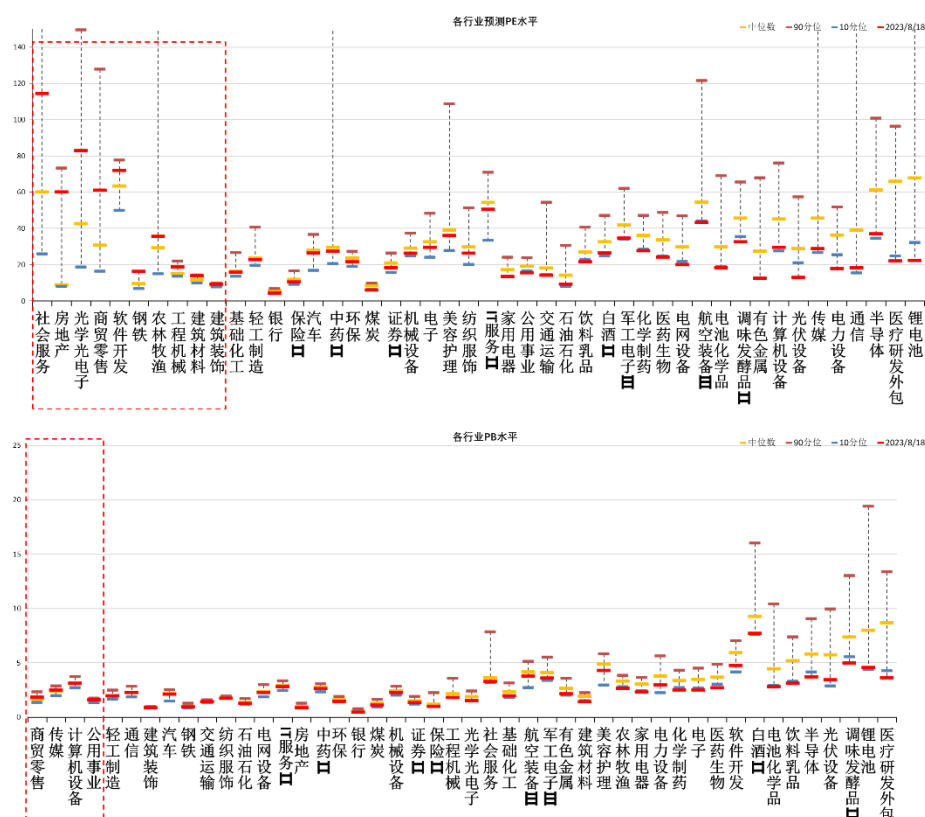
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.53	0.87	7.46	0.03	0.03	0.53
标普500	23.82	4.07	-0.06	0.57	0.68	0.01
纳斯达克指	38.55	4.90	-1.67	0.63	0.58	0.00
德国DAX	12.59	1.55	----	0.12	0.30	----
法国CAC40	13.29	1.69	----	0.10	0.48	----
英国富时100	10.39	1.55	----	0.00	0.15	----
韩国综合指	15.33	0.92	----	0.55	0.51	----
台湾加权指	14.18	1.84	----	0.36	0.43	----
日经225	16.44	1.86	----	0.40	0.73	----
胡志明指数	11.97	1.61	----	0.15	0.02	----
印度SENSEX	22.40	3.47	----	0.18	0.67	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 日.

分行业看, 极少数行业 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 18 日. 分位数为过去 5 年.

4.2.2 上周，A 股全面收跌，美国零售数据超预期叠加美联储鹰派表态带动美债收益率高位上行、经济数据不及预期、政策暂未落地、汇率走弱压制市场表现。

上证 50 表现相对较好，环保、纺服、轻工涨幅居前，TMT 调整。

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。

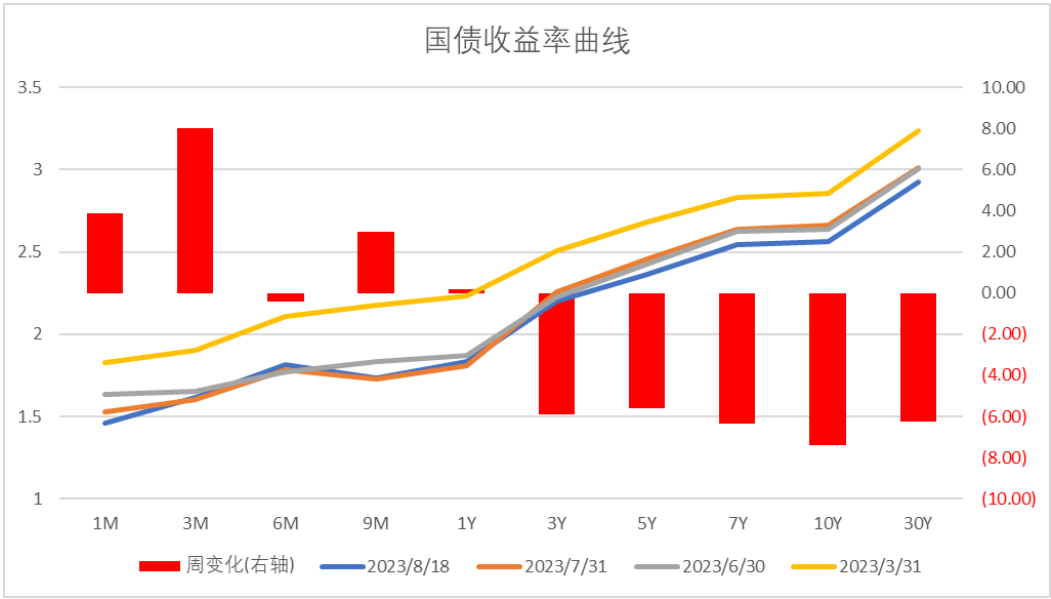
2、小盘科技成长风格未来仍值得关注，但仍需等待基本面催化因素出现，或与美股科技板块有共振表现。

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	102.8200	102.7950	374,858.0000	107,671.0000	1.3601	0.0964
	0.523048345	0.4986	16,749.0000	-51772		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 18 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 18 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、经济数据不及预期、OMO 与 MLF 超预期降息 10bp 和 15bp。
- 4.3.2 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。
- 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。