

政策密集出台，托底力度转强

一、重要信息点评

1、8月21日，LPR非对称式调降，1年期LPR下调10个基点报3.45%，5年期LPR维持不变报4.20%，低于市场预期，主因目前银行净息差偏低，仍需央行呵护。此外，此前央行已经表态指导银行降低存量房贷利率，若5年期LPR不动，单独降存量房贷有助于缩小新旧房贷息差，缓解提前还贷。

2、8月25日，住建部、央行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。该政策的实施有助于稳定房地产市场预期，降低购房门槛，促进房地产市场回暖，后续一线城市放开幅度仍需观察。

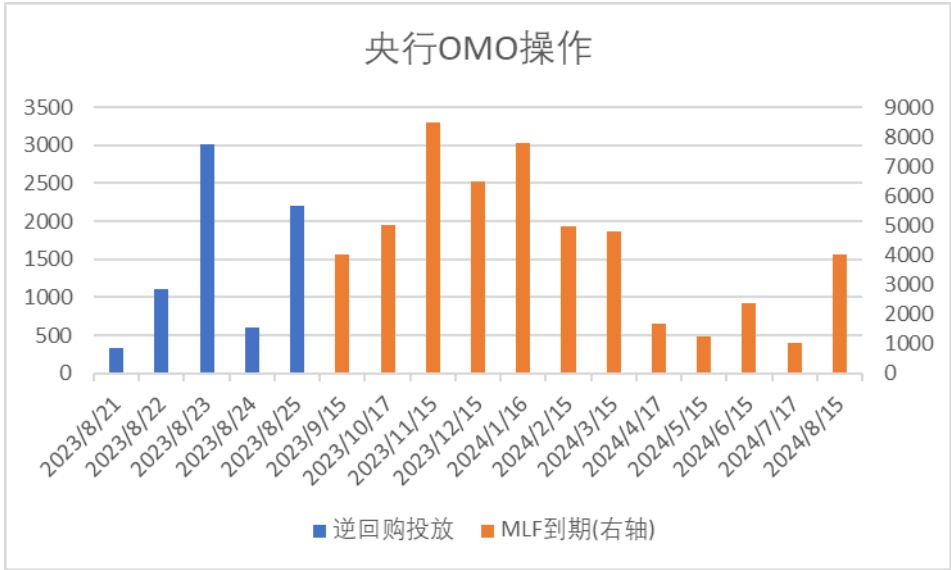
3、8月27日，财政部、税务总局发布公告，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收，同时明确除地产行业外，上市公司破发、破净、未现金分红情况下不得减持。此外，投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。此次政策含金量较此前有明显提升，2000年以来，我国共调降过4次印花税，均为在市场行情低迷背景下推出，此次减半征收印花税将有效降低市场交易成本约1300亿，提振市场信心，活跃资本市场交投。

4、8月22日消息，应中国商务部部长王文涛邀请，美国商务部长吉娜·雷蒙多将于8月27日至30日访华，同时美国商务部宣布将27家中国实体移出出口管制“未经验证清单”，中美贸易紧张形势边际缓和，中美对话协商边际改善。

5、8月25日，美联储主席鲍威尔出席杰克逊霍尔经济专题研讨会并发表讲话。经济形势方面，美联储认为“经济可能不会如期降温、更多证据表明经济增长持续高于趋势水平，可能会使通胀进一步上升面临风险”。通胀方面，劳动力市场已经开始再平衡，但还不够，尽管名义薪资增速必须减速到和2%通胀一致的水平，但真正影响家庭的是实际薪资增速。随着通胀回落，实际薪资增速正在提高。如果劳动力市场依然紧张，货币政策将有所响应。百分之二仍是中长期通胀目标。利率水平方面，现在的利率已经足够高，实际利率远高于主流对中性政策利率的估计，并且目前无法确定中性利率，未来利率政策仍需等待进一步数据。此次讲

话对经济和通胀定调偏鹰，但整体仍延续了数据依赖的基调，后续加息预期将主要取决于核心 PCE 数据，薪资涨幅后续仍将带来紧缩压力。此前市场主要担忧调整中性利率和长期通胀目标，但此次会议中并未过多讨论。讲话结束后，市场对 9 月不加息的预期变化不大，11 月加息 25bp 概率由 33% 升至 46%。十年美债和美股此前已提前下跌，利空出尽后反弹。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

上周央行 OMO 投放 7280 亿，同时到期 7750 亿，共计净回笼 470 亿。MLF8 月到期 4000 亿降息续作 4010 亿，净投放 10 亿。

	2023/8/21	2023/8/14	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/21	环比变化
耗煤量	226.3	235	204.9	211.4	234.4	↓
	2023/8/25	2023/8/18	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/25	环比变化
高炉开工率	83.36	84.09	82.14	84.09	77.9	↓
	2023/8/23	2023/8/16	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/23	环比变化
水泥沥青开工率	45.3	45.8	37.9	34.6	34.4	↓

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

生产数据方面，上周耗煤量、水泥沥青开工率及高炉开工率均走弱。生产数据上周表现较差。

	2023/8/24	2023/8/17	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/24	环比变化
地铁客运量:30DMA	7745.2103	7741.0529	7641.5116	7260.8729	5691.3213	↗
地铁客运量:30DMA:同比	36.088088	35.50345	35.764114	38.992605	10.360156	↗
执飞航班数:7DMA	1.4063571	1.4296143	1.3635143	1.3328143	0.8940143	↓
航班取消率	7.4138515	5.602196	10.43821	8.0917339	40.177991	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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。

	2023/8/20	2023/8/13	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/20	环比变化
土地成交面积	924.0853	871.9059	1063.4228	1480.9214	1529.3713	↗
土地成交溢价率	1.74	2.9	5.29	3.03	3.03	↘
商品房成交面积	28.756433	24.955732	37.158891	59.45916	38.654148	↗
一线商品房成交面积	6.5994289	5.9621696	9.7744236	15.654121	10.690805	↗
二线商品房成交面积	16.897918	12.629643	20.120775	32.981756	17.982164	↗
三线商品房成交面积	5.2590857	6.3639201	7.2636931	10.823283	9.9811786	↘
二手房价格	183.26	183.32	183.89	185.02	191.75	↘
一线二手房价格	227.52	227.37	227.95	229.75	227.61	↗
二线二手房价格	173.43	173.49	174.16	175.2	183.85	↘
三线二手房价格	161.98	162.18	162.8	163.96	171.96	↘
四线二手房价格	129.1	129.04	129.45	129.73	133.07	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

地产数据方面, 商品房成交面积及部分城市二手房价格有所回升但仍位于低位, 上周地产数据表现一般。

	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 25 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。

	2023/8/20	2023/8/13	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/20	环比变化
集装箱吞吐量	589.2	573.6	550.4	571.1	508.3	↗
	2023/8/26	2023/8/19	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/26	
CCFI指数	894.66	889.52	863.37	895.72	2904	↗
CICFI指数	846.45	854.43	884.33	932.79	1381.99	↘
	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	-16.5	-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 25 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。

	2023/8/25	2023/8/18	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/25	环比变化
农产品价格	120.41	120.05	118.36	120.33	124.46	↗
猪肉价格	22.66	22.64	20.81	18.92	29.4	↗
粮油价格	118.83	118.78	118.41	118.2	116.56	↗
蔬菜价格	5.1	5.03	4.81	4.99	4.97	↗
水果价格	6.95	7.19	7.35	7.93	6.75	↘
PTA价格	6035	5820	5935	5580	6000	↗
涤纶长丝价格	7750	7600	7650	7340	7900	↗
聚酯切片价格	6890	6800	6800	6650	7000	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

价格数据方面, 农产品价格上周有所回升。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上行。上周商品价格表现较好。

	2023/8/25	2023/8/18	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/25	环比变化
煤炭价格	818	802	853	830	1195	↗
石油价格	84.48	84.8	85.56	74.9	99.34	↘
铜杆价格	70100	69640	70700	68930	64130	↗
铝价	18820	18520	18370	18540	18860	↗
钢材价格	143.31	143.33	146.57	143.45	153.53	↘
沥青价格	3775	3800	3810	3730	4420	↘
水泥价格	109.73	109.09	110.49	117.61	144.9	↗
MDI价格	17300	17500	16600	15900	14600	↘
浮法玻璃价格	2086.9	2007.5	1960.4	1966.8	1750.9	↗
工业品指数	3945.89	3840.67	3843.58	3589.04	3699.25	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周继续上行, 其中煤价、铜价、铝价、水泥价格及玻璃价格有所上升, 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	 -0.59	 -0.13	 -1.87
COMEX黄金	 1.40	 -0.87	 6.41
LME铝	 0.70	 -3.15	 -9.50
LME铜	 1.44	 -3.50	 -0.16
CBOT玉米	 -1.22	 -8.16	 -28.22
CBOT大豆	 2.48	 0.31	 -9.01
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	 75.06	 231.55	 70.44
美元兑人民币	 75.00	 1449.00	 3927.00
美元兑日元	 105.25	 417.60	 1532.85

	2023/8/25	2023/8/20	2023/7/31	2023/1/1
ICE布油	84.3	84.83	85.23	85.99
COMEX黄金	1943.3	1918.4	2003.7	1830.1
	2023/8/25	2023/8/18	2023/7/31	2023/1/1
美元指数	104.1939	103.4433	101.8784	103.4895
美元兑人民币	7.2898	7.2823	7.1449	6.8971
美元兑日元	146.453	145.4005	142.277	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日. 期货涨跌幅以结算价作为计算标准。

期货价格方面，上周各类期货价格大体上行，其中玉米跌幅最大，大豆涨幅最大。ICE 布油收于 84.3 美元，跌 0.59%，COMEX 黄金收于 1943.3 美元，涨 1.40%。

上周美元指数上行 75.06BP，美联储官员鹰派表态使得美元再度上行。在此背景下人民币上周贬值 75 个基点，日元贬值 105.25 个基点。

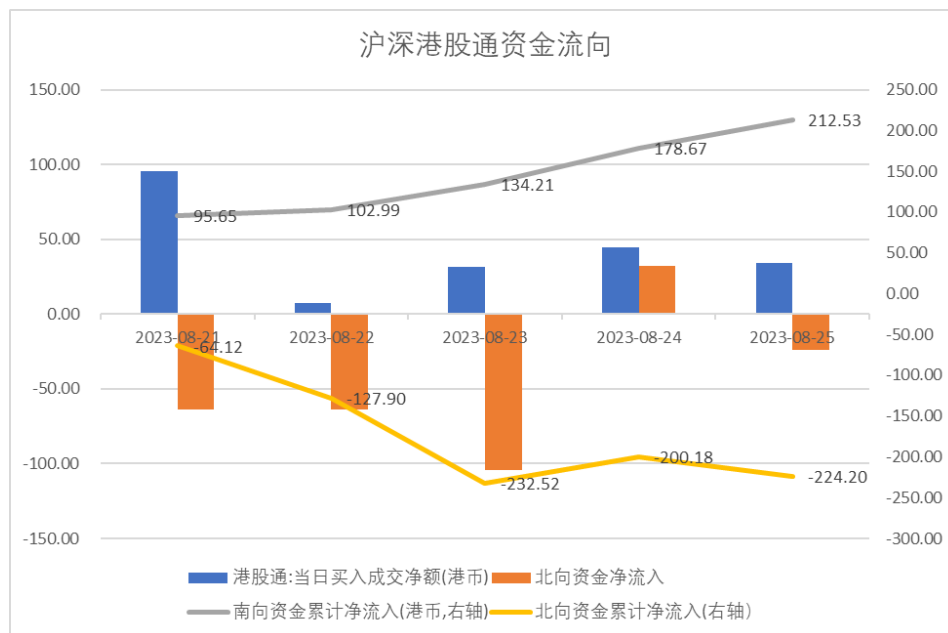
三、 市场表现回顾

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	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	10	8	0	8	1	7	0	0	1	26
	发行规模(亿元)	183.35	156.04	0.00	44.32	0.12	36.29	0.00	0.00	0.10	264.06
上上周	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
本月以来	数量	25	21	5	17	1	22	0	0	7	76
	发行规模(亿元)	535.81	458.12	15.57	69.16	0.12	68.64	0.00	0.00	11.36	700.54
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	4	3	3	7	1	1	0	3	13	1	36
上上周	8	6	2	8	1	0	0	2	14	2	43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 36 支，其中普通混合型基金 4 支，债券类基金（17 支）少于股票类基金（14 支），FOF 基金申报 1 支。发行一边，上周基金共计发行 264.06 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 25 日.

资金流动方面, 上周北向资金净流入-224.20 亿, 较此前有所增加; 同时南向资金净流入 212.53 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	-3.74	-10.18	-9.32
创业板指	-3.71	-8.78	-13.05
中小板指	-3.47	-10.36	-11.66
中证500	-3.40	-8.33	-4.83
万得全A	-2.92	-8.17	-3.02
偏股混合型基金指数	-2.32	-7.78	-10.24
沪深300	-1.98	-7.61	-4.20
上证50	-0.89	-6.33	-5.69

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中上证 50 跌 0.89%, 跌幅最小; 科创 50 跌 3.74%, 跌幅最大。LPR 降幅低于预期, 在此背景下 A 股出现了一定的回落。偏股基金指数跌 2.32%

	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	-4.17	-10.79	-12.27
小盘指数	-3.58	-9.14	-3.60
茅指数	-3.00	-9.33	-8.25
高市净率指数	-2.32	-8.60	-16.02
低市净率指数	-1.93	-6.19	5.11
大盘指数	-1.87	-7.61	-5.22
低市盈率指数	-1.71	-7.14	-1.42
绩优股指数	-1.31	-7.77	-14.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

A 股各风格指数中, 绩优股指数跌 1.31%, 表现最好; 高 PE 指数跌 4.17%, 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
建筑装饰	-5.55	电子	-11.68	商贸零售	-25.00
电力设备	-5.40	汽车	-11.23	美容护理	-19.22
机械设备	-4.99	商贸零售	-11.12	电力设备	-16.20
交通运输	-4.84	电力设备	-10.99	综合	-14.91
轻工制造	-4.65	建筑装饰	-10.91	医药生物	-13.42
煤炭	-0.38	非银金融	-4.89	石油石化	7.46
传媒	-0.38	公用事业	-4.58	非银金融	9.36
食品饮料	-0.31	煤炭	-4.09	计算机	10.74
农林牧渔	-0.03	石油石化	-3.99	传媒	23.32
环保	0.85	环保	-1.83	通信	26.70

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 25 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 1 个上涨, 30 个下跌。其中, 日本核污水排海事件使市场预期国内水产及检测需求提升, 在此背景下食品饮料及农林牧渔跌 0.31%及 0.85%, 同时环保行业涨 0.85%, 表现最好。另一方面, 高频数据及海外经历走弱带动出口预期持续下行, 在此背景下一带一路及出口相关主题行业受到一定压制, 其中建筑装饰、电力设备及机械设备行业分别跌 5.55%、5.40%及 4.99%, 跌幅最大。

	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	0.03	-10.57	-9.23
恒生科技指数	1.29	-10.79	-1.69

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 0.03%, 恒生科技指数涨 1.29%。美国经济数据走弱带动加息预期下行, 在此背景下港股出现了一定程度的回升。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	-0.45	-3.41	3.82
标普小盘600	-0.39	-6.69	3.38
标普中盘400	0.01	-5.47	6.12
标普500	0.82	-3.99	14.75
纳斯达克指数	2.26	-5.27	29.85

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

美股方面上周整体呈震荡上行, 其中道琼斯工业指数跌 0.45%, 表现最差; 纳斯达克指数涨 2.26%, 表现最好。一方面, PMI、零售及就业数据走弱带动加

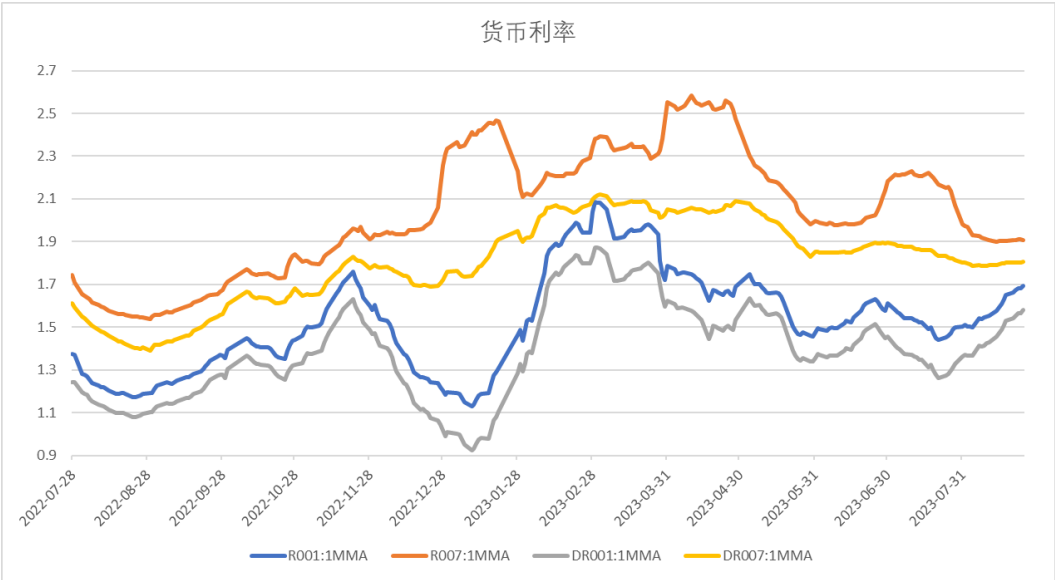
息预期下行，同时鲍威尔发表鹰派言论推升加息预期，在此背景下美股震荡回升。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	-0.10	-2.47	6.65
德国DAX	0.29	-5.03	12.18
胡志明指数	0.46	-3.23	17.50
日经225	0.55	-4.67	21.19
韩国综合指数	0.58	-4.31	12.64
台湾加权指数	0.61	-3.87	16.58
法国CAC40	0.91	-3.58	11.68
英国富时100	1.05	-4.69	-1.52

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

其他海外市场方面，印度市场跌 0.10%，表现最差；英国市场涨 1.05%，表现最好。新兴市场较发达市场表现占优。

b) 债券市场



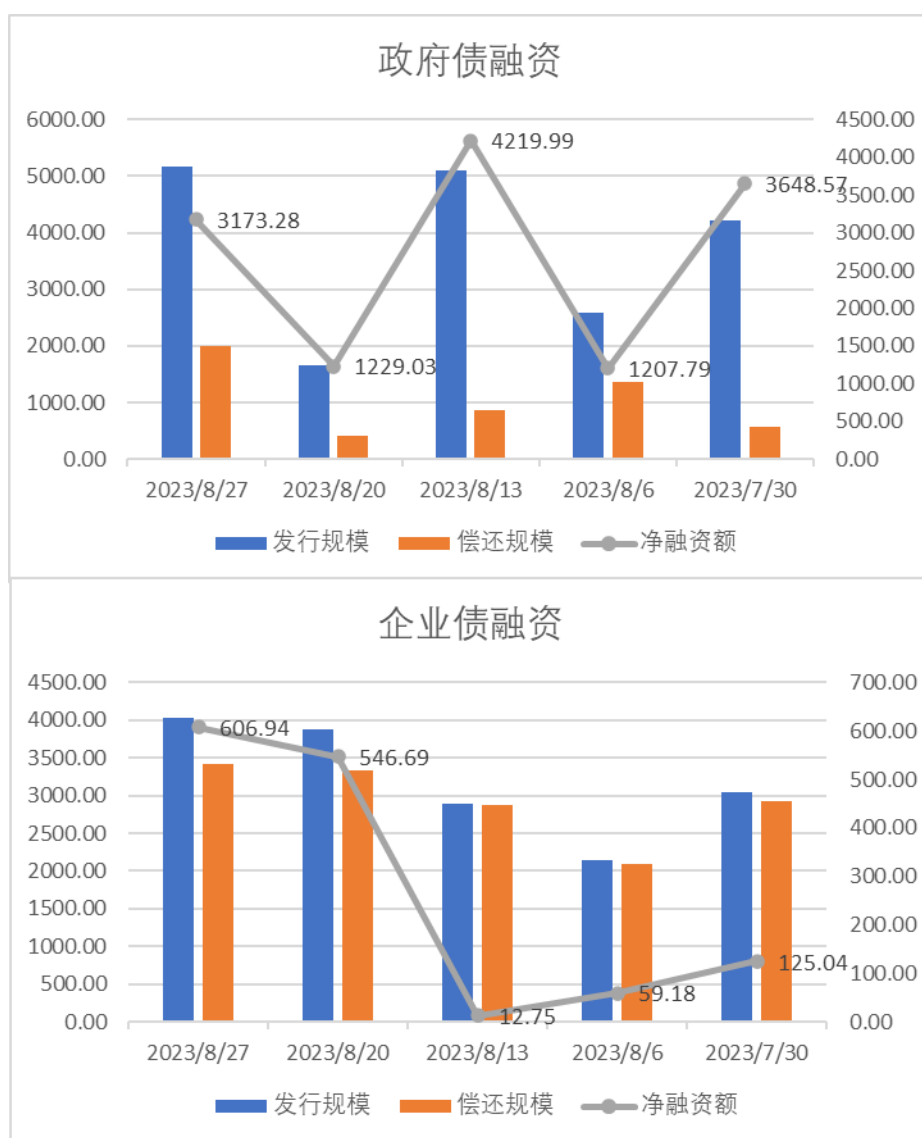
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

上周货币市场利率有所上行，DR001 一月均值升至 1.58。

	2023/7/31	2023/8/18	2023/8/25
6M	1.04	1.07	1.09
3M	0.85	1.21	1.14
	2022/7/31	2022/8/18	2022/8/25
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/7/31	2021/8/18	2021/8/25
6M	1.9456	1.9884	2.1933
3M	1.2117	1.8335	1.9865
	2020/7/31	2020/8/18	2020/8/25
6M	2.5332	2.7538	2.7614
3M	2.4899	2.7264	2.743

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.09、1.14，较此前有所震荡，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 25 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 3173.28 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额 606.94 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	1.90	2.22	2.39	2.57	国债	32.75	16.51	18.25	国债	-	-	-
国开债	2.05	2.33	2.47	2.67	国开债	28.38	13.84	20.03	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.34	2.67	2.92	-	AAA信用债	32.19	25.14	-	AAA信用债	29.28	33.09	44.39
AA+信用债	2.44	2.83	3.24	-	AA+信用债	38.55	41.52	-	AA+信用债	39.2	49.37	77.05
AA信用债	2.49	3.15	3.64	-	AA信用债	65.55	49.52	-	AA信用债	44.2	81.37	117.05
AA-信用债	4.90	5.56	6.05	-	AA-信用债	65.55	49.52	-	AA-信用债	285.2	322.37	358.05

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	6	2	2	1	国债	8	-3	-7	-9	国债	-20	-18	-26	-27
国开债	8	2	2	0	国开债	2	-6	-11	-9	国开债	-18	-21	-36	-32
AAA信用债	4	0	-4	-	AAA信用债	-9	-10	-12	-	AAA信用债	-41	-53	-58	-
AA+信用债	4	-4	-3	-	AA+信用债	-11	-19	-12	-	AA+信用债	-58	-75	-68	-
AA信用债	-2	-11	-5	-	AA信用债	-15	-23	-11	-	AA信用债	-82	-72	-57	-
AA-信用债	-2	-11	-5	-	AA-信用债	-16	-24	-12	-	AA-信用债	-80	-70	-55	-

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	0.14	0.06	0.05	0.02	国债	0.51	0.44	0.46	国债	-	-	-
国开债	0.17	0.06	0.03	0.00	国开债	0.09	0.09	0.44	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.12	0.09	0.02	-	AAA信用债	0.24	0.22	-	AAA信用债	0.13	0.26	0.42
AA+信用债	0.11	0.08	0.06	-	AA+信用债	0.34	0.65	-	AA+信用债	0.08	0.21	0.60
AA信用债	0.09	0.08	0.04	-	AA信用债	0.63	0.44	-	AA信用债	0.02	0.24	0.35
AA-信用债	0.12	0.13	0.09	-	AA-信用债	0.61	0.44	-	AA-信用债	0.22	0.55	0.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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, 信用债大体下行, 其中 3YAA 及 AA-下行 11BP, 下行幅度最大。利率债短端上行大于长端, 1Y 国开债上行 8BP, 幅度最大。一方面, 5 年期 LPR 并未下调使市场对经济产生一定的悲观预期, 同时政府债集中大量发行背景下利率债出现了一定的调整。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	0	-2	国债	-12	-3	-2	国债	2	-8	-1
国开债	-6	0	-2	国开债	-8	-4	1	国开债	-3	-15	4
AAA信用债	-5	-4	-	AAA信用债	-1	-2	-	AAA信用债	-12	-5	-
AA+信用债	-9	1	-	AA+信用债	-8	7	-	AA+信用债	-18	7	-
AA信用债	-10	6	-	AA信用债	-8	12	-	AA信用债	9	15	-
AA-信用债	-10	6	-	AA-信用债	-8	12	-	AA-信用债	9	15	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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	-4	-2	-6	AAA信用债	-11	-4	-1	AAA信用债	-23	-32	-23
AA+信用债	-4	-6	-5	AA+信用债	-13	-13	-1	AA+信用债	-39	-54	-33
AA信用债	-10	-13	-7	AA信用债	-17	-17	0	AA信用债	-63	-51	-22
AA-信用债	-10	-13	-7	AA-信用债	-18	-18	-1	AA-信用债	-61	-49	-20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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，上周信用债下行利率债上行使得信用利差收窄，目前大部分 1Y 券种进入偏低区间，而大部分 3Y 及 5Y 券种的信用利差分位数位于中性区间。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.92	2.11	2.26	--	--
国有银行	1.78	1.95	2.14	2.19	2.24
股份银行	1.75	1.95	2.13	2.20	2.25
城商行	1.86	2.08	2.27	2.42	2.43
农商行	1.99	2.08	2.24	2.26	2.36
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	7	4	3	--	--
国有银行	1	-1	9	4	2
股份银行	-3	0	18	-2	2
城商行	3	-2	6	15	5
农商行	19	4	5	-6	-14
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	530.6	514.5	508.8	745.9	2741.8
国有银行	160	60	84	166	1121
股份银行	2	36	124	313	1254
城商行	297	321	159	205	332
农商行	72	98	141	62	35

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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 2BP, 1Y 国有银行上行 2BP。

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	2.76	AAA+	21.29	26.77	28.35	AAA+	0.058	0.28	0.19
AAA	2.32	2.65	2.91	AAA	26.91	31.39	44.01	AAA	0.08	0.132	0.385
AAA-	2.38	2.76	3.10	AAA-	32.70	42.21	62.32	AAA-	0.064	0.249	0.601
AA+	2.42	2.81	3.25	AA+	37.20	47.21	77.32	AA+	0.043	0.134	0.578
AA	2.47	3.15	3.65	AA	41.70	81.21	117.32	AA	0.017	0.227	0.295
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.33	2.67	2.99	AAA	28.02	33.46	51.32	AAA	0.06	0.139	0.464
AA+	2.39	2.84	3.22	AA+	33.61	50.37	74.26	AA+	0.035	0.237	0.53
AA	2.48	2.98	3.46	AA	42.61	64.87	98.76	AA	0.031	0.174	0.318
AA(2)	2.61	3.40	3.94	AA(2)	55.61	106.87	146.76	AA(2)	0.038	0.373	0.331

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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 10 分位以下, 3Y 及 5Y 则位于 10-30 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	2.35	2.63	2.84	3.04	3.06	利率变化(BP)	-1.49	4.21	1.25	3.22	2.05	利率分位数	0.11	0.12	0.10	0.07	0.04
当前利差	6.27	18.05	25.53	40.31	36.53	利差变化(BP)	-4.55	4.11	1.53	4.73	5.39	利差分位数	0.08	0.45	0.45	0.60	0.54

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大体呈上行。其中 2Y 上行 4.21BP，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-	2.52	2.98	3.25	3.30	AAA-	22.93	39.67	55.06	42.69	AAA-	6.12	1.87	3.95	0.66
AA+	2.53	3.03	3.35	3.40	AA+	19.20	36.36	57.14	44.36	AA+	4.12	1.86	3.95	0.66
AA	2.73	3.40	3.91	3.96	AA	33.20	64.36	98.14	85.36	AA	-10.88	-5.14	-0.05	-3.34
AA-	3.91	4.91	5.45	5.50	AA-	126.20	186.36	223.14	210.36	AA-	-10.88	-5.14	-0.05	-3.34

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

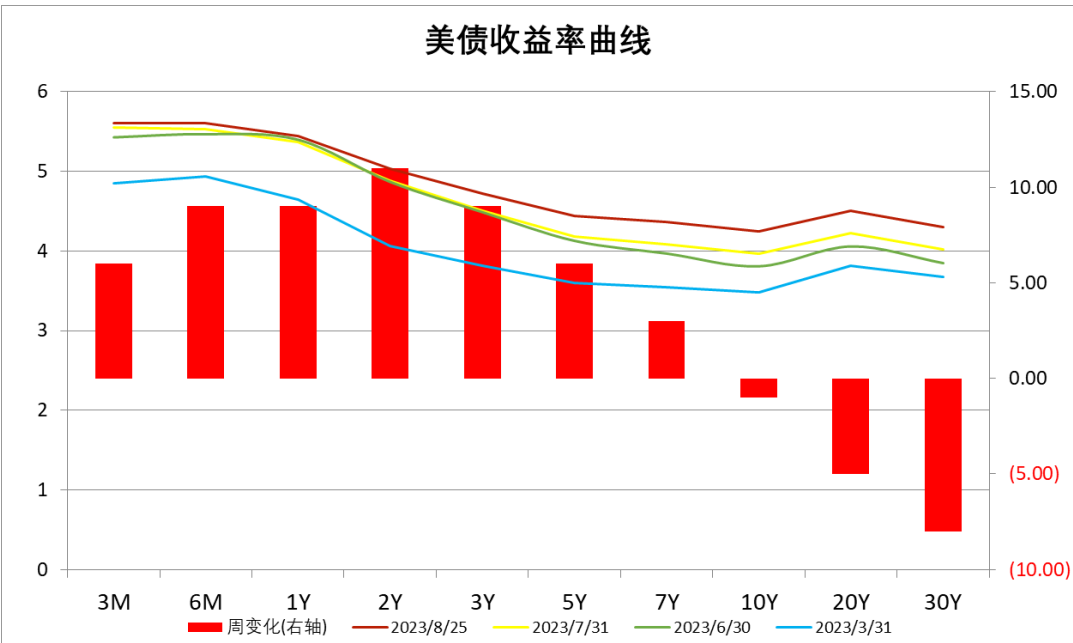
永续债方面利率走势有一定分化，其中高等级债券利率上行，低等级债券利率下行。

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	2.23	2.65	2.84	3.11	AAA级RMBS	17.59	31.77	36.49	43.60	AAA级RMBS	0.058	0.39	0.228	0.07
AAA级消金	2.38	2.77	3.05	3.37	AAA级消金	33.12	43.92	58.15	69.80	AAA级消金	0.061	0.213	0.218	0.164
AAA级企业ABS	2.57	3.00	3.26	3.51	AAA级企业ABS	51.56	66.26	78.76	84.16	AAA级企业ABS	0.011	0.16	0.197	0.005
AAA级ABN	2.51	2.91	3.17	3.46	AAA级ABN	45.52	57.14	70.10	78.67	AAA级ABN	0.107	0.286	0.275	0.087

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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 0.2 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 8 月 25 日.

美债方面, 利率短端上行长端下行。其中, 2Y 上行 11BP, 上行幅度最大; 30Y 下行 8BP, 下行幅度最大。一方面, 美国 PMI、就业及零售数据接连出现走弱推动长端利率下行; 另一方面, 美联储官员发表鹰派言论推升市场加息预期带动短端利率上行, 在此背景下美债利率有所分化。同时, 2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所加深, 目前利差为 78BP, 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(2023/08/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	50	----	49.3
工业增加值:当月同比	----	4.4	----	3.7
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	4.2	----	3.4
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	5.7
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-8.5
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	9.410929
社会消费品零售总额:当月同比	----	5.7	----	2.5
出口金额:当月同比	----	-9	----	-14.5
社会融资规模:当月值	----	24000	----	5282
社会融资规模存量:同比	----	----	----	8.9
M2:同比	----	11.2	----	10.7
社融-M2	----	----	----	-1.8
CPI:当月同比	----	0.1	----	-0.3
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.83	----	-4.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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	69.50	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	----	-5.15	4.36	1.96	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 25 日.

4.2 股票市场观点

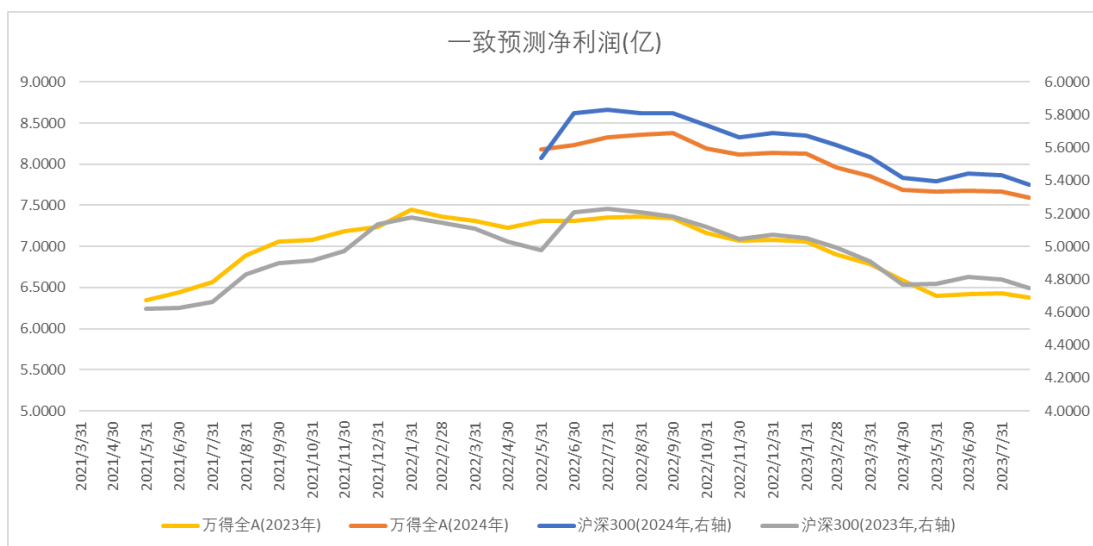
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE13.93 倍，处于 34%分位水平，股权溢价率 3.32%，处于 94%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	9.67	9.26	1.24	7.67	0.34	0.56	0.42	0.88
沪深300	11.36	10.19	1.32	6.13	0.16	0.28	0.08	0.97
中小板指	19.19	16.39	2.77	2.54	0.01	0.17	0.04	1.00
创业板指	29.11	23.37	4.14	0.76	0.04	0.13	0.12	1.00
中证500	22.00	16.07	1.70	1.87	0.35	0.33	0.17	0.83
万得全A	16.69	13.93	1.56	3.32	0.21	0.34	0.08	0.94

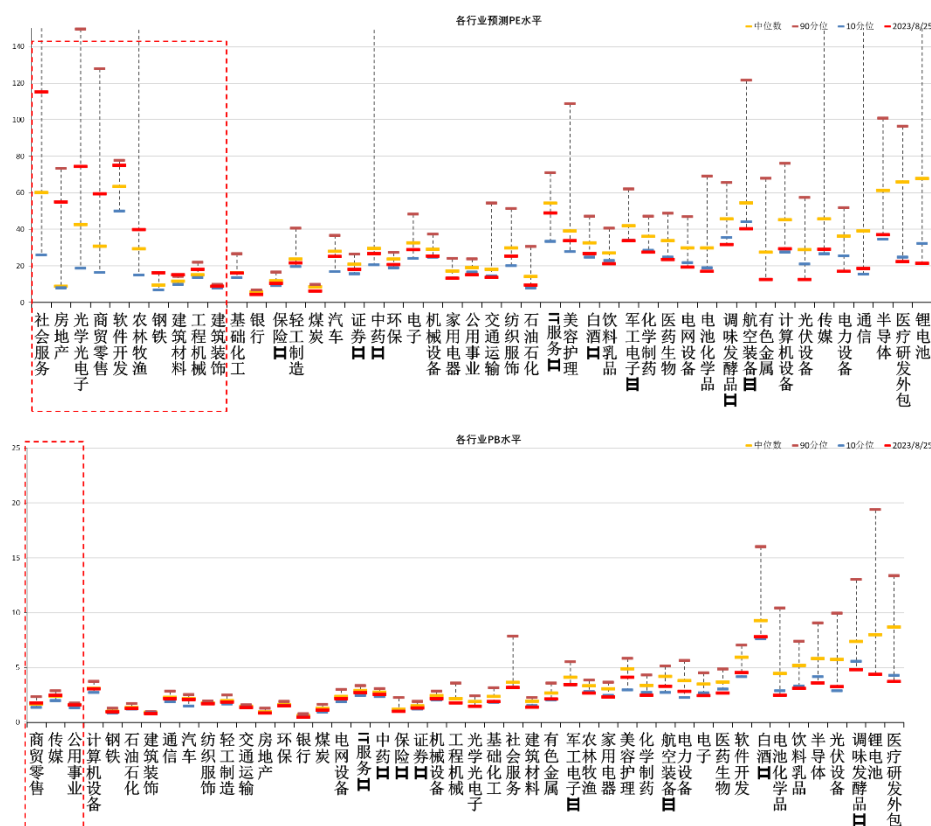
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.48	0.88	7.55	0.03	0.05	0.55
标普500	23.94	4.10	-0.07	0.58	0.69	0.01
纳斯达克指	39.06	5.00	-1.69	0.64	0.59	0.00
德国DAX	12.57	1.55	----	0.12	0.30	----
法国CAC40	13.33	1.69	----	0.10	0.48	----
英国富时100	10.40	1.55	----	0.00	0.15	----
韩国综合指	15.41	0.92	----	0.55	0.51	----
台湾加权指	14.36	1.84	----	0.39	0.43	----
日经225	16.53	1.86	----	0.41	0.72	----
胡志明指数	12.02	1.61	----	0.16	0.02	----
印度SENSEX	22.64	3.47	----	0.21	0.66	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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 25 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A股全面收跌，美联储鹰派表态带动美债收益率高位震荡、国内LPR调降低于预期，北向延续流出。环保、农林牧渔受事件催化表现相对较强，电力设备与基建链调整。

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，近期政策端在房地产、地方债和活跃资本市场方面托底力度明显增强，当前位置市场对悲观预期的计价已经相对充分，赔率较高，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：

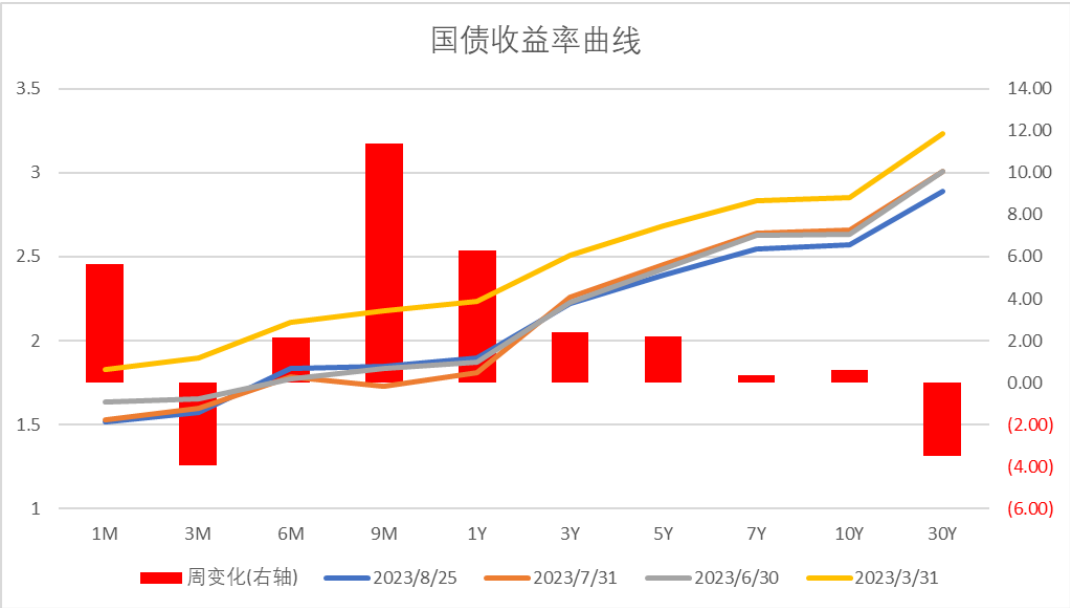
- 1、国内政策定调整体转向宽松积极，此前受损严重的低位顺周期风格或有反弹动能，关注消费、建筑建材、家电及非耐用品出口链等行业，大盘风格表现或优于小盘。
- 2、小盘科技成长风格未来仍值得关注，但仍需等待基本面催化因素出现，或与美股科技板块有共振表现。

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	102.5000	102.5300	367,335.0000	172,317.0000	2.2444	0.0169
	-0.194741967	-0.1655	-7,523.0000	64646		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 8 月 25 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 25 日

4.3.1 上周长端利率小幅上行，主要影响因素为：资金面整体偏紧、LPR 调降不及预期。

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。