

中美利差回落，国内政策密集出台

一、重要信息点评

1、近期地产托底政策密集出台。7月27日，住建部在企业座谈会上首次提出认房不认贷。此后，8月3日，郑州发布稳地产15条，为首个落实认房不认贷的省会城市。8月18日，住建部、央行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，将认房不认贷政策纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。8月30日，广州、深圳落地首套房认房不认贷。8月31日，央行、金融监管总局发布政策，下调首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%、下调二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点、降低存量首套住房贷款利率。9月1日，上海和北京先后宣布落实“认房不认贷”。此轮地产政策放松力度略超预期。其中，首付比例下调利好首套房销售，略超市场预期，对二套房的支持力度相对较小，存量房贷利率二三线城市调降空间较大，北上深一线城市下调空间有限，有助于降低居民债务压力，刺激消费。

2、8月31日，统计局公布制造业PMI49.7%，前值49.3%，非制造业PMI51%，前值51.5%。制造业产需和企业预期均有改善。生产端，8月生产指数51.9%，回升1.7个百分点，生产明显改善，企业预期继续改善叠加此前库存阶段性低位，企业继续呈现补库迹象。需求端，8月新订单指数回升0.7个百分点至50.2%，4月以来首次回归荣枯线以上，制造业需求端企稳回升。新出口订单指数回升0.4个百分点至46.7%，进口指数回升2.1个百分点至48.9%。出口订单环比延续承压，预计后续出口主要增量将集中在非耐用品补库周期上，随着基数走低，出口同比

或将企稳回升，但环比将延续承压。价格方面，8月出厂价格指数回升3.4个百分点至52%，主要原材料购进价格指数回升4.1个百分点至56.5%，高基数效应消退对同比读数有支撑；8月非制造业商务活动指数回落0.5个百分点至51%，其中服务业PMI回落1个百分点至50.5%，修复放缓。建筑业回升2.6个百分点至53.8%，低于季节性，高温天气消退和政策提振带动基建施工，而地产投资与施工的继续拖累。整体看，经济逐渐进入小周期企稳回升状态。制造业供需均回到扩张区间，地产回落趋势尚未扭转，非制造业修复动能边际减弱。

3、9月1日，央行公告自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。此次下调主要目的为缓和人民币贬值压力，政策信号意味较强，显示当前汇率水平仍有超调，后于或将有离岸央票、外汇储备等方案出台，中长期看，汇率走向仍将取决于中美经济基本面。

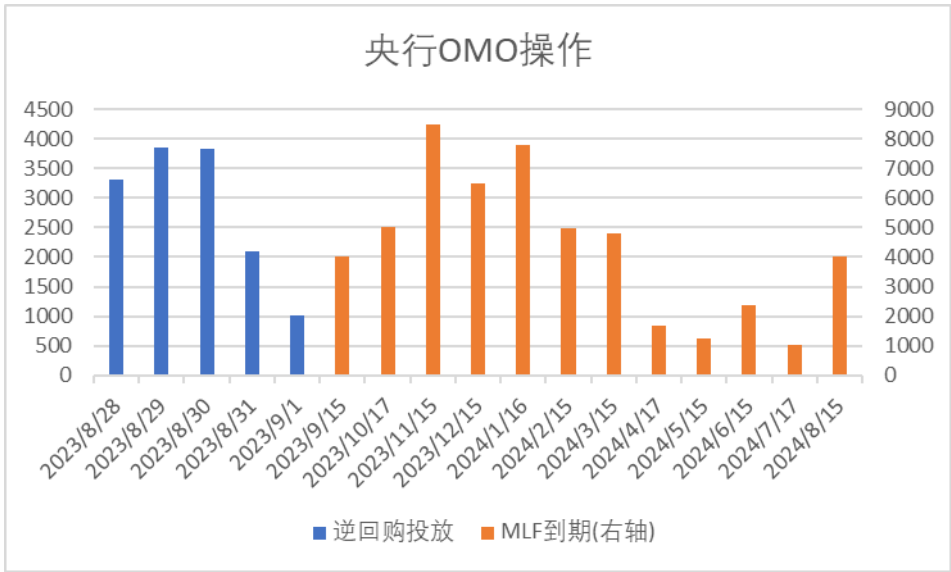
4、8月28日，商务部部长王文涛与美国商务部长雷蒙多会谈，双方同意保持经常性沟通，每年至少会见一次，遇到重要问题及时直接讨论，同时将成立由副部长级和司局级官员组成的工作组，每年举行两场副部长级会议，并邀请双方企业代表参加，就具体商业问题进行沟通交流、探讨解决办法。中美双方商务领域对话逐渐恢复常态化，释放中美关系边际缓和信号。

5、8月31日，美国公布第二季度实际GDP年化季率修正值为2.1%，低于市场预期值2.4%，较初值下调0.3个百分点。8月ADP就业人数增加17.7万人，低于预期的19.5万人，前值上修至37.1万人。二季度核心PCE物价指数年化修正值环比3.7%，预期3.8%，初值3.8%，同比4.4%，初值4.4%。二季度PCE物价指数年化修正值环比2.5%，预期2.6%，初值2.6%，同比3.7%，初值3.7%。第二季

度实际个人消费支出修正值环比 1.7%，预期 1.8%，初值 1.6%。7 月 PCE 同比 3.3%，前值 3%，预期 3.3%，环比 0.2%，持平预期和前值，核心 PCE 同比 4.2%，前值 4.1%，预期 4.2%，环比 0.2%，持平预期和前值。此次公布的通胀数据基本符合预期，7 月 PCE 温和反弹主因基数效应，显示美国通胀压力边际缓和，同时经济数据有高位回落倾向，数据发布后美联储加息预期缓和，美债收益率回落。

7、9 月 1 日，美国 8 月非农新增就业人数 18.7 万人，前值 15.7 万人，预期 17 万人，6 月和 7 月非农新增就业人数下修 11 万人。失业率 3.8%，前值 3.5%，高于预期的 3.5%。平均时薪同比 4.3%，前值 4.4%，低于预期的 4.4%；环比 0.2%，前值 0.4%，预期 0.3%。劳动参与率 62.8%，前值 62.6%，预期 62.6%。8 月新增就业人数超预期，支撑项为制造业、专业和商业服务。失业率超预期上行，主因劳动参与率提升。时薪增速环比低于预期值和前值，薪资通胀压力边际缓和。整体看，此次非农数据显示美国劳动力市场正在趋于平衡，但尚未出现明显恶化迹象，数据发布后美联储加息预期有所降温。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

上周央行 OMO 投放 14090 亿，同时到期 7280 亿，共计净投放 6810 亿。

MLF9 月到期量为 4000 亿。

	2023/8/24	2023/8/17	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/24	环比变化
耗煤量	221.6	236.1	204.9	211.4	234.2	↘
	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	↘
	2023/8/30	2023/8/23	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/30	环比变化
水泥沥青开工率	46.1	45.3	37.9	34.6	38.9	↗

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日。

生产数据方面，上周耗煤量随季节性下行，同时高炉开工率走弱，水泥沥青开工了则有所回升。生产数据上周表现一般。

	2023/8/31	2023/8/24	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/31	环比变化
地铁客运量:30DMA	7726.5823	7745.2103	7641.5116	7260.8729	5625.0542	↘
地铁客运量:30DMA:同比	37.360139	36.088088	35.764114	38.992605	9.7144294	↗
执飞航班数:7DMA	1.3672	1.4063571	1.3635143	1.3328143	0.7606571	↘
航班取消率	9.6083191	7.4138515	10.43821	8.0917339	46.99781	↗

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日。

出行数据方面，地铁客运量维持高位，同时执飞航班数据暑假后小幅回落。

	2023/8/27	2023/8/20	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/27	环比变化
土地成交面积	714.3091	937.6229	1063.4228	1480.9214	1798.3111	↘
土地成交溢价率	3.22	1.63	5.29	3.03	5.15	↗
商品房成交面积	32.446077	28.756433	37.158891	59.45916	39.214968	↗
一线商品房成交面积	7.2333813	6.5994289	9.7744236	15.654121	10.761695	↗
二线商品房成交面积	18.738883	16.897918	20.120775	32.981756	19.990734	↗
三线商品房成交面积	6.4738121	5.2590857	7.2636931	10.823283	8.4625386	↗
二手房价格	183.2	183.26	183.89	185.02	191.73	↘
一线二手房价格	227.48	227.52	227.95	229.75	227.49	↘
二线二手房价格	173.33	173.43	174.16	175.2	183.82	↘
三线二手房价格	161.99	161.98	162.8	163.96	171.97	↗
四线二手房价格	128.7	129.1	129.45	129.73	133.05	↘

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日。

地产数据方面，虽然二手房价格有所回落，但商品房成交面积及土地成交溢价率有所回升，上周地产数据有所回暖。

	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 9 月 1 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。

	2023/8/27	2023/8/20	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/27	环比变化
集装箱吞吐量	583.9	589.2	550.4	571.1	548.9	↘
	2023/9/1	2023/8/25	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/1	
CCFI指数	892.98	894.66	863.37	895.72	2904	↘
CICFI指数	843.08	846.45	884.33	932.79	1375.53	↘
	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	-8.4	-16.4	-6	-15.4	-14.5	↗

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

进出口数据方面,上周集装箱吞吐量及运价继续走弱,不过韩国出口出现一点回升。上周进出口数据表现不佳。

	2023/9/1	2023/8/25	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/1	环比变化
农产品价格	122.03	120.41	118.36	120.33	129.19	↗
猪肉价格	22.66	22.66	20.81	18.92	29.76	↘
粮油价格	120.13	118.83	118.41	118.2	116.56	↗
蔬菜价格	5.23	5.1	4.81	4.99	5.43	↗
水果价格	6.87	6.95	7.35	7.93	6.64	↘
PTA价格	6175	6035	5935	5580	6210	↗
涤纶长丝价格	7700	7750	7650	7340	7980	↘
聚酯切片价格	6930	6890	6800	6650	7030	↗

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

价格数据方面,农产品价格上周有所回升。其中,蔬菜价格随季节性回升,水果价格高位回落,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。

	2023/9/1	2023/8/25	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/1	环比变化
煤炭价格	845	818	853	830	1280	↗
石油价格	88.55	84.48	85.56	74.9	92.36	↗
铜杆价格	71020	70100	70700	68930	62500	↗
铝价	19610	18820	18370	18540	18350	↗
钢材价格	108.97	109.42	111.22	109.19	114.37	↘
沥青价格	3790	3775	3810	3730	4420	↗
水泥价格	108.03	109.73	110.49	117.61	146.05	↘
MDI价格	17000	17300	16600	15900	14000	↘
浮法玻璃价格	2086.9	2086.9	1960.4	1966.8	1747.9	↘
工业品指数	4053.75	3945.89	3843.58	3589.04	3571.53	↗

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

PPI 影响因素方面,工业品指数上周继续上行,其中煤价、油价、铜价、铝价及沥青价格有所上升,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	6.00	4.40	3.59
COMEX黄金	1.36	-0.34	7.67
LME铝	4.02	1.61	-5.93
LME铜	1.63	0.22	1.43
CBOT玉米	-1.08	0.42	-28.85
CBOT大豆	-1.39	-1.32	-10.20
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	8.16	64.76	78.60
美元兑人民币	-292.00	27.00	3635.00
美元兑日元	-23.00	68.60	1509.85

	2023/9/1	2023/8/26	2023/8/31	2023/1/1
ICE布油	88.99	84.3	86.82	85.99
COMEX黄金	1966.2	1943.3	1966.6	1830.1
	2023/9/1	2023/8/25	2023/8/31	2023/1/1
美元指数	104.2755	104.1939	103.6279	103.4895
美元兑人民币	7.2606	7.2898	7.2579	6.8971
美元兑日元	146.223	146.453	145.537	131.1245

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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,其中大豆跌幅最大,石油涨幅最大。ICE 布油收于 88.99 美元,涨 6.00%,COMEX 黄金收于 1966.2 美元,涨 1.36%。

上周美元指数上行 8.16BP，核心 PCE 略超预期背景下美元小幅上行。在此背景下人民币上周升值 292 个基点，日元升值 23 个基点。

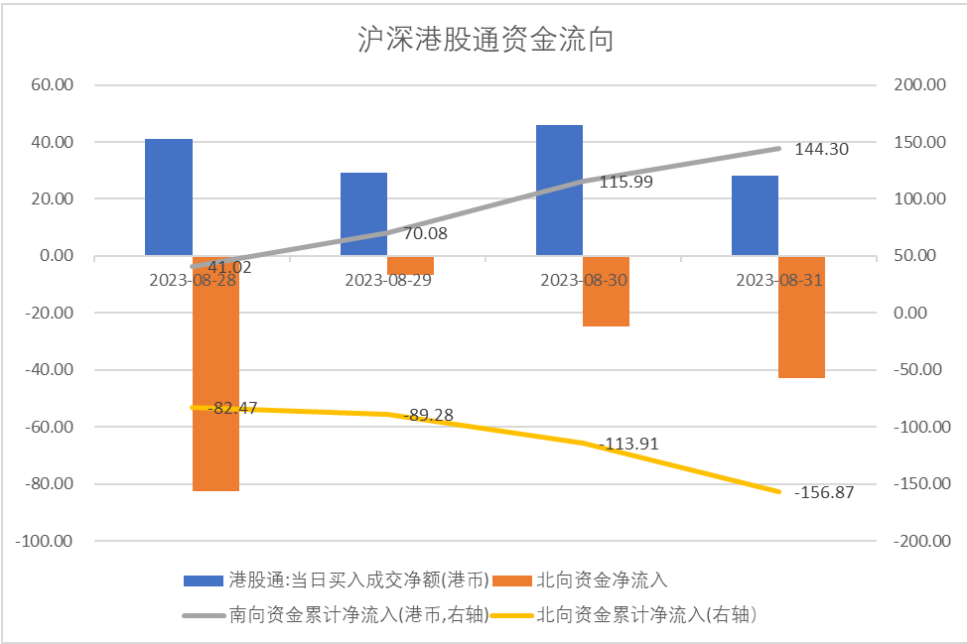
三、 市场表现回顾

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	6	6	0	3	0	6	0	0	3	18
	发行规模(亿元)	61.27	61.27	0.00	5.46	0.00	9.55	0.00	0.00	12.43	88.70
上上周	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
本月以来	数量	1	1	0	2	0	0	0	0	0	3
	发行规模(亿元)	15.29	15.29	0.00	2.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	17.71
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	3	3	4	3	3	0	0	1	9	2	28
上上周	4	3	3	7	1	1	0	3	13	1	36

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 28 支，其中普通混合型基金 3 支，债券类基金（13 支）多于股票类基金（10 支），FOF 基金申报 2 支。发行一边，上周基金共计发行 88.70 亿，发行规模大幅回落，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所下降。



数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入-156.87 亿，较此前有所增加；同时南向资金净流入 144.30 亿，较此前有所下降。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	1.89	0.87	-3.91
沪深300	2.22	0.70	-2.07
创业板指	2.93	-0.11	-10.50
中证500	3.04	0.20	-1.94
万得全A	3.17	0.38	0.06
偏股混合型基金指数	3.33	0.22	-7.24
中小板指	3.40	0.23	-8.66
科创50	7.40	-0.83	-2.62

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日。

A 股表现来看，上周主要板块均呈上行，其中上证 50 涨 1.89%，涨幅最小；科创 50 涨 7.40%，涨幅最大。政策密集出台叠加 PMI 数据表现较好，在此背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数涨 3.33%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	0.23	1.00	5.36
低市盈率指数	1.94	1.59	0.50
大盘指数	2.07	0.78	-3.26
绩优股指数	2.44	0.84	-12.12
茅指数	2.78	0.60	-5.70
小盘指数	3.40	0.15	-0.33
高市净率指数	3.69	0.05	-12.92
高市盈率指数	4.99	-0.29	-7.88

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日。

A 股各风格指数中，高 PE 指数涨 4.99%，表现最好；低 PB 指数涨 0.23%，表现最差。市场风格中小盘成长占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
环保	-3.00	通信	-1.14	商贸零售	-23.00
银行	-0.34	计算机	-1.02	美容护理	-14.56
公用事业	-0.26	传媒	-0.98	电力设备	-13.75
非银金融	-0.10	环保	-0.95	综合	-12.97
农林牧渔	0.17	医药生物	-0.58	农林牧渔	-11.73
轻工制造	5.57	建筑材料	1.33	石油石化	9.30
机械设备	5.59	家用电器	1.97	家用电器	10.43
美容护理	5.77	有色金属	2.08	计算机	16.45
煤炭	6.21	钢铁	2.27	传媒	29.19
电子	7.06	煤炭	4.04	通信	32.14

数据来源:Wind,中加基金.行业分类为申万一级.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 27 个上涨, 4 个下跌。其中, 国内大模型开放公测背景下 TMT 行业表现较好, 其中电子涨 7.06%, 涨幅最大。此外, PMI 数据中原材料价格表现较好, 在此背景下煤炭行业涨 6.21%, 涨幅居前。此外 PMI 数据中生产数据维持韧性, 机械设备及轻工制造行业涨 5.59%及 5.57%, 表现较好。另一方面, 存量房贷下调导致银行息差收窄, 在此背景下银行跌 0.34%, 跌幅居前。此外, 高温天气缓解叠加顺周期走强使得公用事业行业出现一定的回落, 上周跌 0.26%, 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
恒生指数	2.37	0.00	-7.07
恒生科技指数	2.97	0.00	1.23

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 2.37%, 恒生科技指数涨 2.97%。国内政策出台叠加经济数据较好, 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	1.43	0.33	5.10
标普500	2.50	0.18	17.61
纳斯达克指数	3.25	-0.02	34.06
标普中盘400	3.51	0.92	9.85
标普小盘600	3.56	1.01	7.97

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

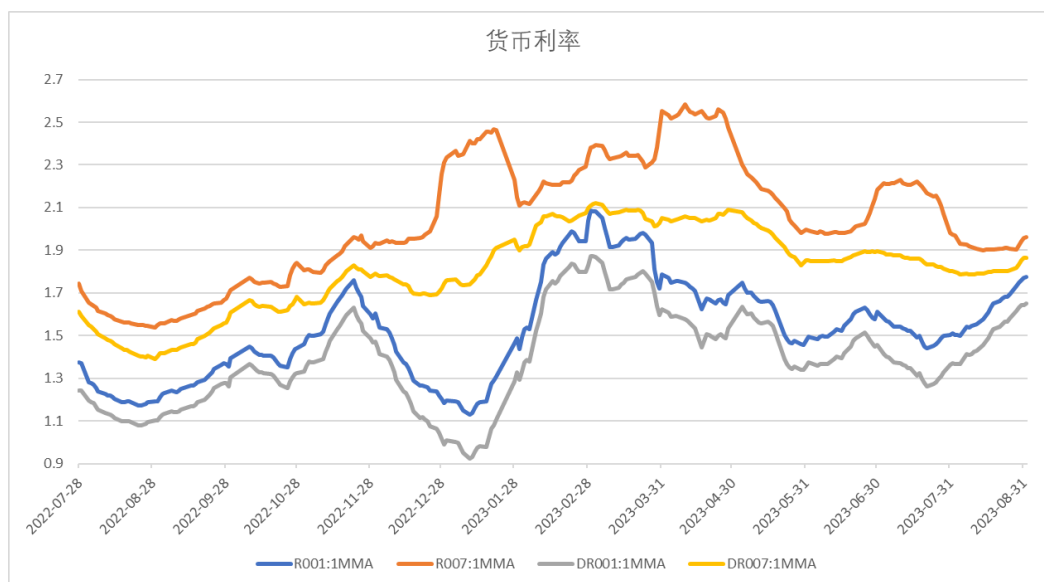
美股方面上周整体上行, 其中道琼斯工业指数涨 1.43%, 表现最差; 标普小盘 600 指数涨 3.56%, 表现最好。一方面, 7 月 PCE 数据基本符合预期, 同时就业数据超预期走弱, 在此背景下加息预期走弱带动美股回升。需要注意的是, 此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险, 财报显示美股盈利可能出现了一定的压力, 市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
印度SENSEX30	0.77	0.86	7.47
法国CAC40	0.93	-0.27	12.71
台湾加权指数	0.99	0.96	17.73
德国DAX	1.33	-0.67	13.77
英国富时100	1.72	0.34	0.17
韩国综合指数	1.77	0.29	14.64
日经225	3.44	0.28	25.35
胡志明指数	3.44	0.00	21.54

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

其他海外市场方面，印度市场涨 0.77%，表现最差；越南市场涨 3.44%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



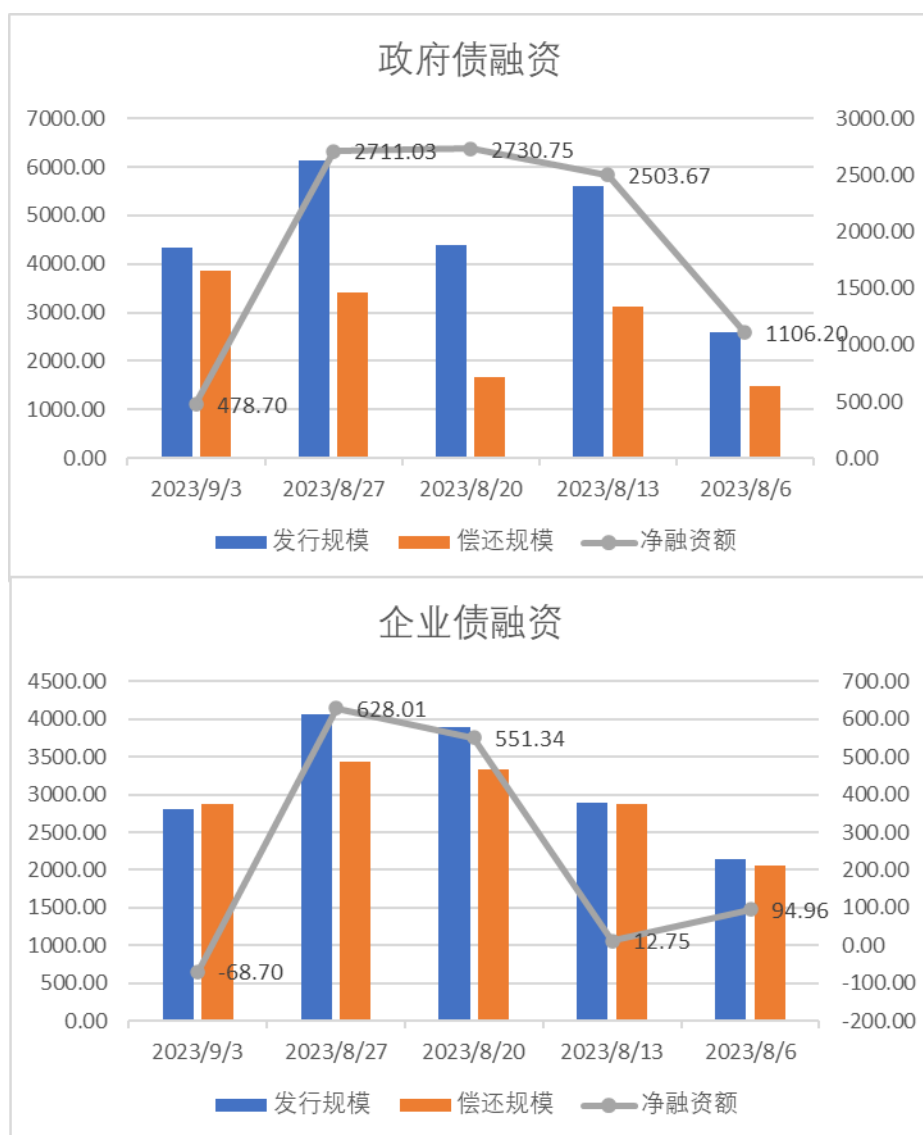
数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

上周货币市场利率有所上行，DR001 一月均值升至 1.65。资金面较上周更为紧张。

	2023/7/31	2023/8/25	2023/9/1
6M	1.04	1.09	1.27
3M	0.85	1.14	1.35
	2022/7/31	2022/8/25	2022/9/1
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/7/31	2021/8/25	2021/9/1
6M	1.9456	2.1933	2.2557
3M	1.2117	1.9865	2.2378
	2020/7/31	2020/8/25	2020/9/1
6M	2.5332	2.7614	2.7565
3M	2.4899	2.743	2.7639

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.27、1.35，较此前有所回升但仍位于低位，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 9 月 1 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 478.70 亿,较此前有所回落;企业债净融资额-68.70 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	1.96	2.24	2.44	2.59	国债	28.62	19.42	14.68	国债	-	-	-
国开债	2.09	2.38	2.52	2.72	国开债	29.06	14.32	20.17	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.41	2.74	2.93	-	AAA信用债	33.57	19.04	-	AAA信用债	32.12	36.63	41.35
AA+信用债	2.51	2.93	3.26	-	AA+信用债	41.93	33.4	-	AA+信用债	42.04	54.91	73.99
AA信用债	2.56	3.22	3.66	-	AA信用债	65.93	44.4	-	AA信用债	47.04	83.91	113.99
AA-信用债	4.97	5.63	6.07	-	AA-信用债	65.93	44.4	-	AA-信用债	288.04	324.91	354.99

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	5	1	国债	5	2	4	3	国债	-14	-16	-21	-25
国开债	4	4	5	5	国开债	1	3	4	3	国开债	-15	-17	-31	-27
AAA信用债	6	8	2	-	AAA信用债	2	2	1	-	AAA信用债	-35	-45	-57	-
AA+信用债	6	10	2	-	AA+信用债	2	2	1	-	AA+信用债	-51	-65	-67	-
AA信用债	6	7	2	-	AA信用债	2	2	1	-	AA信用债	-75	-65	-56	-
AA-信用债	6	7	2	-	AA-信用债	2	2	1	-	AA-信用债	-73	-63	-54	-

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	0.20	0.09	0.10	0.03	国债	0.36	0.70	0.19	国债	-	-	-
国开债	0.21	0.10	0.06	0.01	国开债	0.11	0.10	0.45	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.15	0.12	0.04	-	AAA信用债	0.29	0.07	-	AAA信用债	0.22	0.41	0.32
AA+信用债	0.13	0.10	0.07	-	AA+信用债	0.41	0.31	-	AA+信用债	0.14	0.41	0.54
AA信用债	0.12	0.11	0.05	-	AA信用债	0.63	0.33	-	AA信用债	0.04	0.27	0.27
AA-信用债	0.15	0.17	0.10	-	AA-信用债	0.62	0.33	-	AA-信用债	0.25	0.59	0.62

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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,信用债短端上行大于长端,其中 3YAA+ 上行 10BP,上行幅度最大。利率债整体上行,1Y 国债上行 6BP,幅度最大。国内地产及税收等各类刺激政策接连出炉,同时 PMI 数据有所回暖,在此背景下利率出现了一定上行。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	3	-4	国债	-3	2	-1	国债	-2	-5	-4
国开债	1	0	0	国开债	2	1	-1	国开债	-2	-15	4
AAA信用债	1	-6	-	AAA信用债	0	-1	-	AAA信用债	-10	-11	-
AA+信用债	3	-8	-	AA+信用债	0	-1	-	AA+信用债	-14	-1	-
AA信用债	0	-5	-	AA信用债	0	-1	-	AA信用债	10	10	-
AA-信用债	0	-5	-	AA-信用债	0	-1	-	AA-信用债	10	10	-

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日. 分位数为过去 5 年分位数。

期限利差方面，上周利差大体震荡，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	3	4	-3	AAA信用债	0	-2	-3	AAA信用债	-20	-29	-26
AA+信用债	3	6	-3	AA+信用债	0	-2	-3	AA+信用债	-37	-49	-36
AA信用债	3	3	-3	AA信用债	0	-2	-3	AA信用债	-61	-49	-25
AA-信用债	3	3	-3	AA-信用债	0	-2	-3	AA-信用债	-59	-47	-23

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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 1Y 及 3Y 走阔同时 5Y 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	2.15	2.19	2.41	--	--
国有银行	1.90	1.95	2.20	2.24	2.25
股份银行	1.75	2.00	2.13	2.25	2.23
城商行	2.05	2.16	2.40	2.50	2.48
农商行	2.20	2.12	2.32	2.31	2.45
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	25	11	18	--	--
国有银行	12	0	6	5	1
股份银行	0	5	-2	6	-2
城商行	20	10	15	14	6
农商行	21	4	7	6	9
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	105.4	226.7	612	141.1	1095.6
国有银行	100	0	276	8	659
股份银行	0	51	55	80	317
城商行	3	134	231	41	113
农商行	2	42	51	13	7

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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 国有银行上行 1BP，1Y 股份银行下行 2BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.31	2.65	2.78	AAA+	22.26	27.04	25.78	AAA+	0.075	0.295	0.12
AAA	2.41	2.71	2.93	AAA	32.01	33.67	41.22	AAA	0.199	0.24	0.261
AAA-	2.46	2.85	3.11	AAA-	37.80	47.49	59.53	AAA-	0.178	0.425	0.514
AA+	2.51	2.90	3.26	AA+	42.30	52.49	74.53	AA+	0.143	0.298	0.48
AA	2.55	3.18	3.66	AA	46.80	80.49	114.53	AA	0.071	0.22	0.232
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.41	2.72	3.02	AAA	32.10	34.03	50.22	AAA	0.118	0.159	0.423
AA+	2.48	2.89	3.25	AA+	39.69	50.93	73.16	AA+	0.1	0.251	0.512
AA	2.56	3.05	3.51	AA	47.69	67.43	98.66	AA	0.078	0.225	0.315
AA(2)	2.66	3.45	3.94	AA(2)	57.69	107.43	141.66	AA(2)	0.06	0.38	0.276

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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，上周利差有所回升。从利差分位数角度 1Y 升至 10 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		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.46	2.71	2.92	3.10	3.13	利率变化(BP)	11.20	8.15	8.36	6.93	6.90	利率分位数	0.16	0.15	0.14	0.11	0.07
当前利差	11.66	18.26	30.07	41.83	41.32	利差变化(BP)	5.39	0.21	4.54	1.52	4.79	利差分位数	0.34	0.46	0.58	0.64	0.63

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 1Y 上行 11.20BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.5 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	3.06	3.32	3.34	AAA-	24.54	44.29	60.30	44.94	AAA-	7.42	8.44	7.35	3.63
AA+	2.61	3.09	3.40	3.42	AA+	20.82	39.99	61.38	45.61	AA+	7.42	6.44	5.35	1.63
AA	2.76	3.39	3.96	3.98	AA	28.82	62.99	103.38	87.61	AA	2.42	-0.56	5.35	1.63
AA-	3.94	4.90	5.50	5.52	AA-	121.82	184.99	227.38	212.61	AA-	2.42	-0.56	5.35	1.63

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

永续债方面利率大体呈上行，其中 3YAAA-上行幅度最大，达 8.44BP。

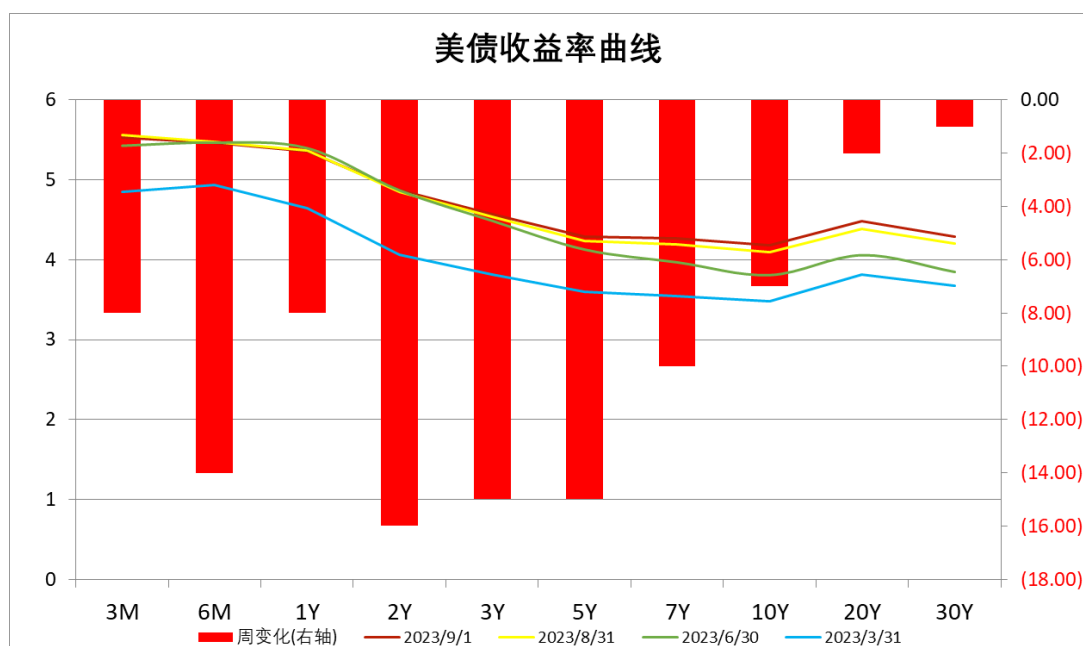
当前利率	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA级RMBS	2.22	2.65	2.86	3.12	AAA级RMBS	13.18	27.82	33.92	40.16	AAA级RMBS	0.013	0.306	0.176	0.02
AAA级消金	2.42	2.84	3.07	3.38	AAA级消金	33.82	46.20	55.36	66.36	AAA级消金	0.073	0.29	0.159	0.106
AAA级企业ABS	2.64	3.06	3.28	3.53	AAA级企业ABS	55.36	68.54	75.97	80.72	AAA级企业ABS	0.072	0.249	0.104	0
AAA级ABN	2.50	2.90	3.19	3.49	AAA级ABN	41.67	52.74	67.31	77.23	AAA级ABN	0.048	0.193	0.211	0.062

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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处于 0.2 分位数以下。

综合我国各个债券分项来看，随着政策接连出台利率出现了一定程度的上行，不过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 9 月 1 日.

美债方面，利率整体下行。其中，2Y 下行 16BP，下行幅度最大。一方面，7 月 PCE 数据基本符合市场预期，同时就业数据明显走弱带动加息预期下行，在此背景下美债利率有所回落。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所缓解，目前利差为 69BP，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 经济底部企稳，政策效果待观察

8 月制造业 PMI49.7%，前值 49.3%，非制造业 PMI 51%，前值 51.5%。制造业产需和企业预期均有改善。分规模看，大中企业景气度改善幅度大于小企业。从分项指数看，生产项与需求项有企稳迹象。8 月生产指数 51.9%，回升 1.7 个百分点，生产明显改善。库存方面，8 月原材料库存指数回升 0.2 个百分点至 48.4%，产成品库存指数回升 0.9 个百分点至 47.2%，生产经营活动预期指数回升 0.5 个百分点

至 55.6%，企业预期继续改善叠加此前库存阶段性低位，企业继续呈现补库迹象，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、逐步转向被动去库过渡阶段。需求端，8 月新订单指数回升 0.7 个百分点至 50.2%，4 月以来首次回归荣枯线以上，制造业需求端企稳回升。新出口订单指数回升 0.4 个百分点至 46.7%，进口指数回升 2.1 个百分点至 48.9%。出口订单环比延续承压，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，随着后续基数走低，出口同比或将企稳回升。价格方面，8 月出厂价格指数回升 3.4 个百分点至 52%，主要原材料购进价格指数回升 4.1 个百分点至 56.5%，或与 7 月下旬多数商品价格反弹的滞后反映有关。预计后续 PPI 逐步企稳回升，高基数效应消退对同比读数有支撑；8 月非制造业商务活动指数回落 0.5 个百分点至 51%，其中服务业 PMI 回落 1 个百分点至 50.5%，修复放缓。行业层面，暑期出行带动住宿、铁路运输、航空运输、餐饮行业继续保持高景气。服务业业务活动预期指数回落 0.9 个百分点至 58.2%，信心继续边际回落。建筑业 PMI 回升 2.6 个百分点至 53.8%，低于季节性。高温天气消退和政策提振带动基建施工，而地产投资与施工的继续拖累。

整体看，经济在 6 月触底后，逐渐进入小周期企稳回升状态。制造业供需均回到扩张区间，地产回落趋势尚未扭转，非制造业修复动能边际减弱。近期政策密集出台，制造业企业的预期开始有边际改善，预计后续政策仍有空间，企业与居民信心改善幅度仍需观察。

指标(2023/08/31)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	49.7	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	----	26500	----	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	----	0.03	----	-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 9 月 1 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)	----	----	2.10	----	----	2.00	----	----	2.60	----	----	震荡下行
PMI	47.60	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	----	3.28	2.96	3.77	4.29	4.17	5.04	5.36	5.30	5.66	6.13	↘
核心PCE	----	4.24	4.09	4.52	4.61	4.61	4.65	4.69	4.62	4.80	5.10	震荡下行
失业率	3.80	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	----	5.30	5.50	5.80	6.20	5.90	6.00	6.40	6.80	6.50	6.40	震荡
时薪增速	0.24	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	0.27	0.30	0.37	0.43	0.40	震荡下行

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.

4.2 股票市场观点

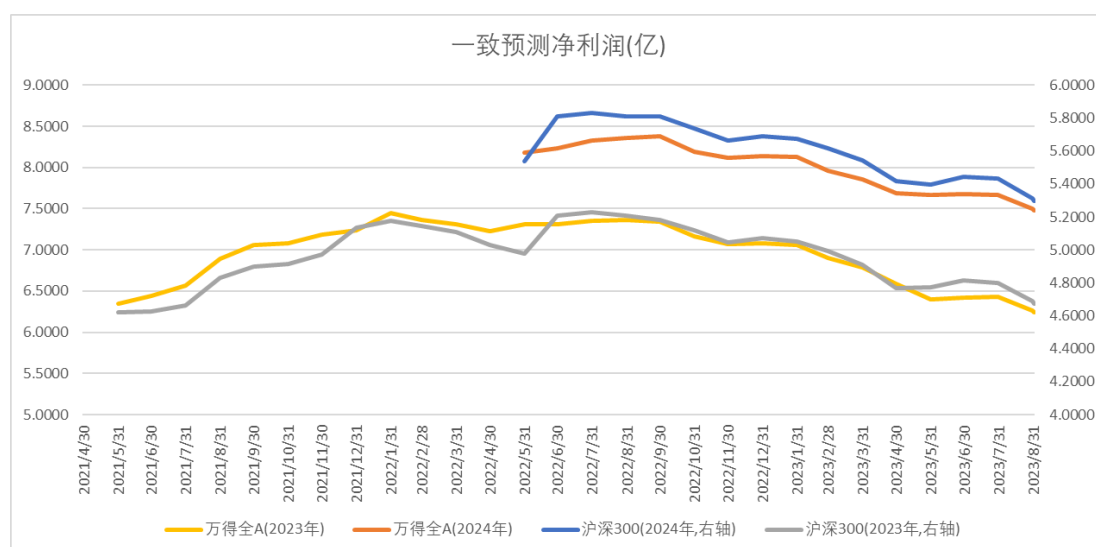
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.22 倍，处于 11%分位水平，股权溢价率 2.99%，处于 82%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	10.14	8.65	1.22	7.14	0.58	0.28	0.34	0.69
沪深300	11.71	9.28	1.31	5.82	0.23	0.12	0.07	0.89
中小板指	20.09	14.05	2.80	2.26	0.05	0.00	0.05	0.99
创业板指	30.70	18.51	4.19	0.54	0.07	0.01	0.12	0.99
中证500	23.67	14.26	1.72	1.50	0.51	0.08	0.21	0.69
万得全A	17.50	12.22	1.57	2.99	0.42	0.11	0.11	0.82

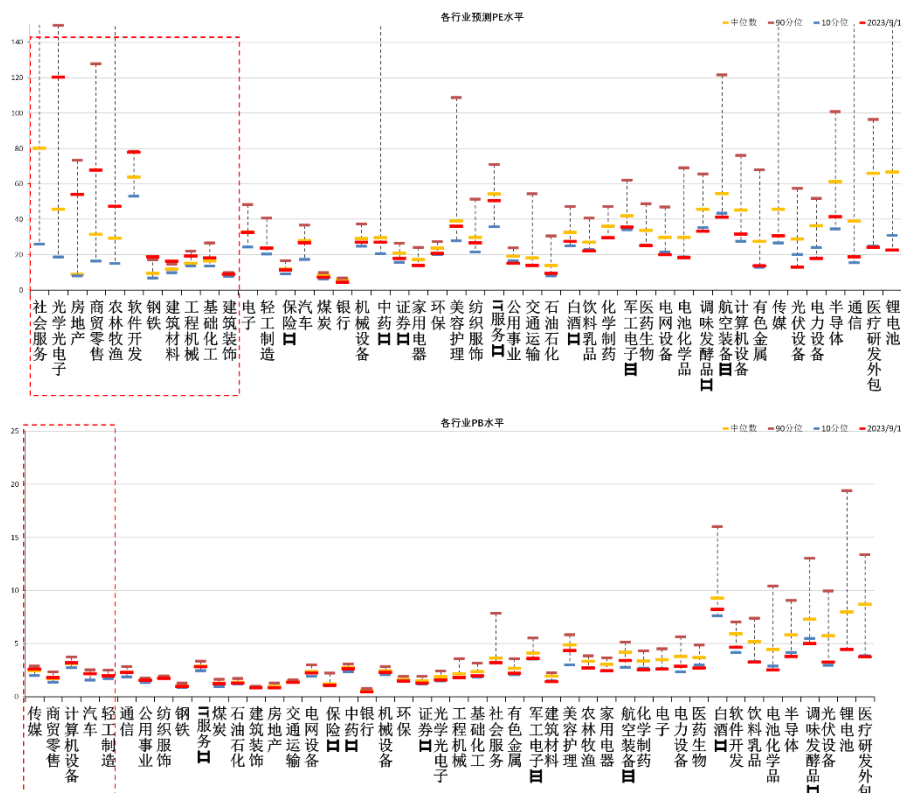
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.10	0.92	6.81	0.11	0.13	0.30
标普500	24.55	4.21	-0.11	0.61	0.75	0.01
纳斯达克指	40.20	5.16	-1.69	0.70	0.64	0.00
德国DAX	12.80	1.55	----	0.15	0.30	----
法国CAC40	13.54	1.69	----	0.13	0.48	----
英国富时100	10.56	1.58	----	0.01	0.22	----
韩国综合指	15.68	0.94	----	0.56	0.58	----
台湾加权指	14.56	1.84	----	0.43	0.42	----
日经225	17.09	1.86	----	0.47	0.72	----
胡志明指数	12.46	1.61	----	0.19	0.02	----
印度SENSEX	22.57	3.47	----	0.20	0.66	----

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 日.



数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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 9 月 1 日.分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股整体反弹，美债收益率高位回落叠加产业利好带动电子板块领涨、国内政策利好落地下，地产板块下跌。

4.2.3 经济数据显示在经济呈底部企稳态势，企业与居民信心不足下，市场对经济内生性动力的预期仍存在分歧，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。

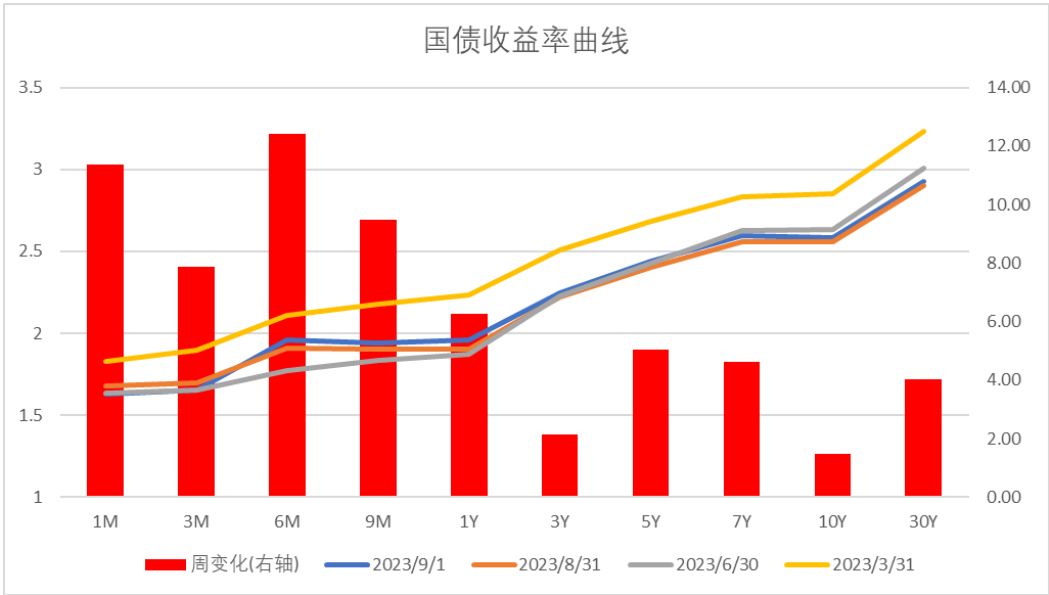
2、小盘科技成长风格未来仍值得关注，但仍需等待基本面催化因素出现，或会在美债利率趋势性下行时有所变现。

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	102.1100	102.1400	437,228.0000	175,326.0000	2.8558	-0.0100
	-0.530904486	-0.5017	69,893.0000	3009		

数据来源:Wind,中加基金.时间截至 2023 年 9 月 1 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 9 月 1 日

4.3.1 上周长端利率上行，主要影响因素为：资金面整体偏紧、地产政策密集出台、银行存款利率下调。

4.3.2 短期看，政策托底经济决心较强，出台期与落地期债市或面临调整压力。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略偏保守配置，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。