

经济数据回暖，海外预期反复

一、重要信息点评

1、9月6日，以美元计价，中国8月出口金额同比-8.8%，高于市场预期的-9.5%，前值-14.5%，对美出口改善是主要支撑。分国别看，8月对美国出口增速回升13.6pct至-9.5%，对东盟出口回升8.1pct至-13.3%，对韩出口同比增速回升3.4pct至-14.5%，对欧盟出口增速回升1pct至-19.6%，对日本出口同比增速降1.7pct至-20.1%。本月对俄罗斯出口大幅回落，但对主要生产国及消费国的出口增速大多出现回升，对美国、东盟出口回升幅度较大，对印度、韩国出口增速也有不同程度回升。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升，海外非耐用品库存处于较低水平，同时节日备货周期也有一定拉动作用；整体看，此次出口数据边际回暖，高于市场预期数值。此次回升一方面与高基数效应逐渐过去有关，环比1.1%符合季节性，出口动能实际强于市场预期；另一方面与海外部分商品去库周期步入尾声有关。预计后续随着全球主要经济体PPI企稳，出口价格的拖累将逐步减弱，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。

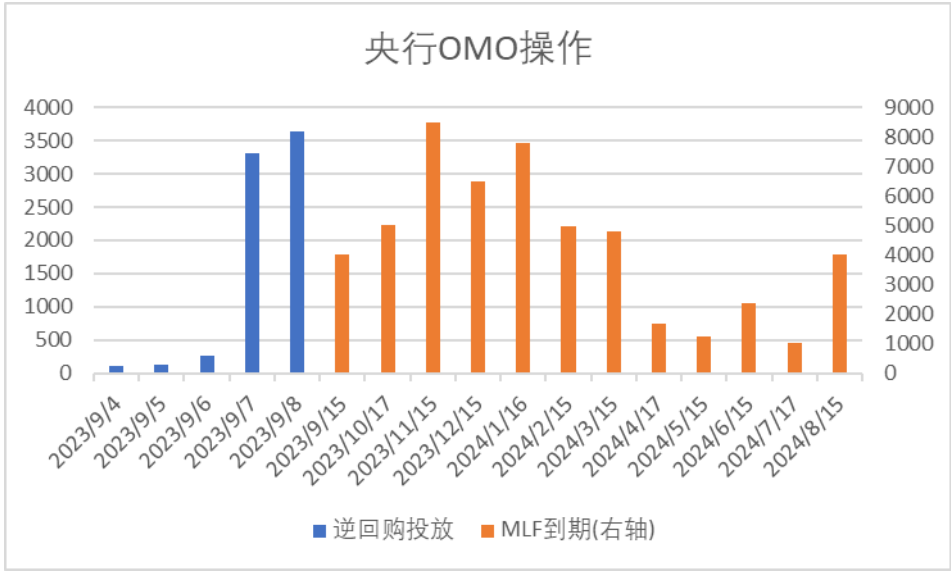
2、9月9日，统计局公布8月CPI同比0.1%，预期0.2%，前值-0.3%。核心CPI同比0.8%，持平前值，弱于季节性。8月CPI由负转正，主要拉动项为能源和出行项。国内原油价格回升带动水电燃料及汽油价格超季节性回升，出行链价格维持较强韧性，但家电、交通工具、通信工具等核心商品、房租、医疗服务价格仍低于季节性，经济内生性动能延续偏弱；PPI同比-3%，预期-2.9%，前值-4.4%，环比0.2%，前值-0.2%。分行业看，油气开采、能化加工和农副环比涨幅靠前，主因国际油价与国内猪价上涨，而中游的汽车、通用设备、计算机、下游的医药、纺服价格多数回落，经济仍待修复。整体看，8月通胀数据开始温和抬升，但经济内生性动能仍待修复。

3、9月5日，沙特宣布自愿减产100万桶/日石油的计划延长至今年年底，超出市场到10月末的预期；同日，俄罗斯表示减少30万桶/日的石油出口至年底。供应端因素导致国际油价大涨，同时通胀预期抬升带动市场加息预期回升。

4、9月6日，美国8月ISM非制造业PMI 54.5，预期52.5，前值52，其中新订单指数57.5，前值55。招聘与新订单分项回升，显示美国消费需求与经济基本

面表现强劲，一定程度上强化了美联储继续维持高利率的预期。数据公布后，美债收益率上行。

二、 市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

上周央行 OMO 投放 7450 亿，同时到期 14090 亿，共计净回笼 6640 亿。MLF9 月到期量为 4000 亿。

	2023/8/31	2023/8/24	2023/7/31	2023/6/30	2022/8/31	环比变化
耗煤量	188	221.6	204.9	211.4	218	↘
	2023/9/6	2023/8/30	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/6	环比变化
水泥沥青开工率	49.3	46.1	37.9	34.6	38.1	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

生产数据方面，上周耗煤量随季节性下行，同时水泥沥青开工率则有所回升。生产数据上周表现一般。

	2023/9/7	2023/8/31	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/7	环比变化
地铁客运量:30DMA	7580.3577	7726.5823	7641.5116	7260.8729	5359.5277	↘
地铁客运量:30DMA:同比	41.437046	37.360139	35.764114	38.992605	0.8504146	↗
执飞航班数:7DMA	1.2229429	1.3672	1.3635143	1.3328143	0.5425	↘
航班取消率	18.705842	9.6083191	10.43821	8.0917339	61.155664	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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。

	2023/9/3	2023/8/27	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/3	环比变化
土地成交面积	864.2273	738.2311	1063.4228	1480.9214	1755.6978	↗
土地成交溢价率	5.62	3.11	5.29	3.03	1.21	↗
商品房成交面积	37.042744	32.446077	37.158891	59.45916	43.218305	↗
一线商品房成交面积	8.0673947	7.2333813	9.7744236	15.654121	10.111584	↗
二线商品房成交面积	23.095775	18.738883	20.120775	32.981756	23.109584	↗
三线商品房成交面积	5.879574	6.4738121	7.2636931	10.823283	9.9971371	↘
二手房价格	182.75	183.2	183.89	185.02	191.7	↘
一线二手房价格	227.47	227.48	227.95	229.75	227.63	↘
二线二手房价格	172.86	173.33	174.16	175.2	183.8	↘
三线二手房价格	161.35	161.99	162.8	163.96	171.93	↘
四线二手房价格	128.81	128.7	129.45	129.73	133.01	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

地产数据方面, 虽然二手房价格继续回落, 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。

	2023/8/31	2022/8/31	2021/8/31	2020/8/31	2019/8/31	同比
厂家批发: 当月累计值	2275965	1813878	1492416	1571019	1473528	25.48%
厂家零售: 当月累计值	1895146	1736661	1472749	1564175	1479270	9.13%

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

汽车销量方面, 7 月汽车批发及零售销量回升至 25.48%及 9.13%, 汽车消费表现较好。

	2023/9/3	2023/8/27	2023/7/31	2023/6/30	2022/9/3	环比变化
集装箱吞吐量	538	583.9	550.4	571.1	517.8	↘
	2023/9/8	2023/9/1	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/8	
CCFI指数	890.34	892.98	894.66	895.72	2830.11	↘
CICFI指数	834.61	843.08	843.08	932.79	1365.39	↘
	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 8 日.

进出口数据方面, 上周集装箱吞吐量及运价继续走弱, 韩国出口数据未更新。上周进出口数据表现不佳。

	2023/9/8	2023/9/1	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/8	环比变化
农产品价格	121.62	122.03	121.93	120.33	131.4	↘
猪肉价格	22.44	22.66	22.78	18.92	30.69	↘
粮油价格	120.26	120.13	120.04	118.2	116.68	↗
蔬菜价格	5.17	5.23	5.21	4.99	5.56	↘
水果价格	6.76	6.87	6.96	7.93	6.79	↘
PTA价格	6175	6175	6035	5580	6285	↘
涤纶长丝价格	7900	7700	7750	7340	7900	↗
聚酯切片价格	7060	6930	6890	6650	7030	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回落。其中, 蔬菜价格维持高位, 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大体上行。上周商品价格表现较好。

	2023/9/8	2023/9/1	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/8	环比变化
煤炭价格	870	845	835	830	1335	↗
石油价格	90.65	88.55	86.86	74.9	89.15	↗
铜杆价格	69920	71020	70850	68930	62750	↘
铝价	19380	19610	19160	18540	18450	↘
钢材价格	108.97	108.97	109.42	109.19	112.6	↘
沥青价格	3820	3790	3775	3730	4410	↗
水泥价格	105.45	108.03	109.02	117.61	145.48	↘
MDI价格	16800	17000	17100	15900	15500	↘
浮法玻璃价格	2086.4	2086.4	2086.4	1966.8	1747.9	↘
工业品指数	4023.25	4053.75	3979.68	3589.04	3641.51	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中煤价、油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	2.13	6.10	5.27
COMEX黄金	-1.25	-1.54	6.37
LME铝	-2.50	-0.93	-8.28
LME铜	-3.18	-2.86	-1.70
CBOT玉米	0.31	0.47	-28.81
CBOT大豆	-0.38	-1.64	-10.50
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	78.95	143.71	157.55
美元兑人民币	804.00	831.00	4439.00
美元兑日元	161.00	229.60	1670.85

	2023/9/8	2023/9/2	2023/8/31	2023/1/1
ICE布油	90.44	88.99	86.82	85.99
COMEX黄金	1942.6	1966.2	1966.6	1830.1
	2023/9/8	2023/9/1	2023/8/31	2023/1/1
美元指数	105.065	104.2755	103.6279	103.4895
美元兑人民币	7.341	7.2606	7.2579	6.8971
美元兑日元	147.833	146.223	145.537	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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下行，其中伦铜跌幅最大，石油涨幅最大。ICE 布油收于 90.44 美元，涨 2.13%，COMEX 黄金收于 1942.6 美元，跌 1.25%。

上周美元指数上行 78.95BP，非制造业 PMI 超预期叠加油价上行背景下美元再度走强。在此背景下人民币上周贬值 804 个基点，日元贬值 161 个基点。

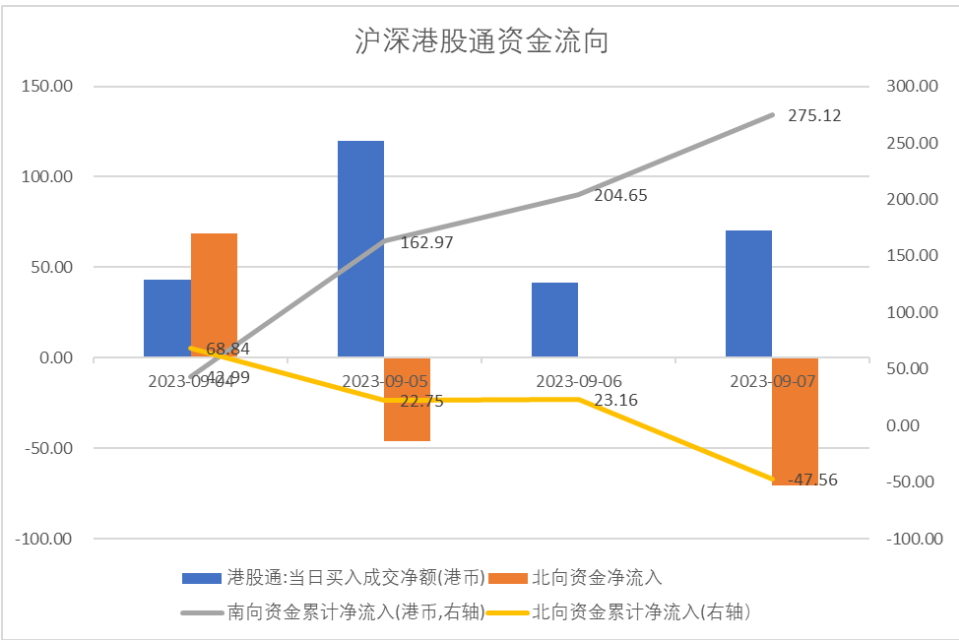
三、 市场表现回顾

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	14	1	7	0	0	2	29
	发行规模(亿元)	184.54	184.54	0.00	97.74	3.75	15.48	0.00	0.00	1.34	299.10
上上周	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
本月以来	数量	7	7	0	16	1	7	0	0	2	32
	发行规模(亿元)	199.83	199.83	0.00	100.15	3.75	15.48	0.00	0.00	1.34	316.81
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	5	0	1	14	3	0	0	4	11	0	38
上上周	3	3	4	3	3	0	0	1	9	2	28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 38 支，其中普通混合型基金 5 支，债券类基金（15 支）少于股票类基金（18 支），FOF 基金申报 0 支。发行一边，上周基金共计发行 299.10 亿，发行规模大幅回升，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所增加。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入-47.56 亿，较此前有所增加；同时南向资金净流入 275.12 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	-3.56	-4.36	-6.08
中小板指	-2.44	-2.21	-10.89
创业板指	-2.40	-2.51	-12.66
沪深300	-1.36	-0.67	-3.40
偏股混合型基金指数	-1.27	-1.05	-8.42
万得全A	-0.74	-0.36	-0.68
中证500	-0.73	-0.54	-2.66
上证50	-0.49	0.38	-4.37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均呈下行, 其中上证 50 跌 0.49%, 跌幅最小; 科创 50 跌 3.56%, 跌幅最大。美元超预期走强使得汇率承压, 在此背景下 A 股出现了一定的回落。偏股基金指数跌 1.27%

	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	-1.61	-1.56	-14.32
绩优股指数	-1.60	-0.78	-13.53
茅指数	-1.42	-0.83	-7.04
大盘指数	-1.35	-0.59	-4.57
低市盈率指数	-0.40	1.19	0.10
低市净率指数	-0.14	0.86	5.22
小盘指数	0.01	0.17	-0.31
高市盈率指数	0.53	0.23	-7.40

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

A 股各风格指数中, 高 PE 指数涨 0.53%, 表现最好; 高 PB 指数跌 1.61%, 表现最差。市场风格中小盘占优。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
传媒	-6.59	传媒	-7.51	商贸零售	-24.07
电力设备	-3.16	电力设备	-3.22	美容护理	-16.66
美容护理	-2.46	医药生物	-2.86	电力设备	-16.48
医药生物	-2.29	环保	-2.45	农林牧渔	-13.62
农林牧渔	-2.15	美容护理	-2.10	医药生物	-13.42
机械设备	0.91	银行	1.54	非银金融	8.90
电子	1.23	有色金属	2.10	石油石化	11.35
石油石化	1.87	石油石化	2.93	计算机	15.56
煤炭	2.25	国防军工	3.96	传媒	20.68
国防军工	4.30	煤炭	6.38	通信	31.46

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 8 日.

行业方面, 上周 31 个申万一级行业中 10 个上涨, 21 个下跌。其中, 卫星通信技术概念走强, 带动国防军工及电子行业分别涨 4.30%及 1.23%, 涨幅居前。此外, OPEC+部分国家超预期减产带动上游原材料价格再度走强, 在此背景下煤

炭及石油石化行业分别涨 2.25%及 1.87%，表现较好。另一方面，国内大模型效果不佳背景下传媒行业上周跌 6.59%，跌幅最大。此外，医药行业反腐对企业盈利持续形成压制，在此背景下美容护理及医药生物行业跌 2.46%及 2.29%，跌幅居前。

	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	-0.98	-0.98	-7.98
恒生科技指数	-2.10	-2.10	-0.90

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 0.98%，恒生科技指数跌 2.10%。美元走强对风险偏好形成压制，在此背景下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	-4.34	-3.37	2.12
标普中盘400	-3.56	-2.68	5.93
纳斯达克指数	-1.93	-1.95	31.48
标普500	-1.29	-1.11	16.10
道琼斯工业指数	-0.75	-0.42	4.31

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

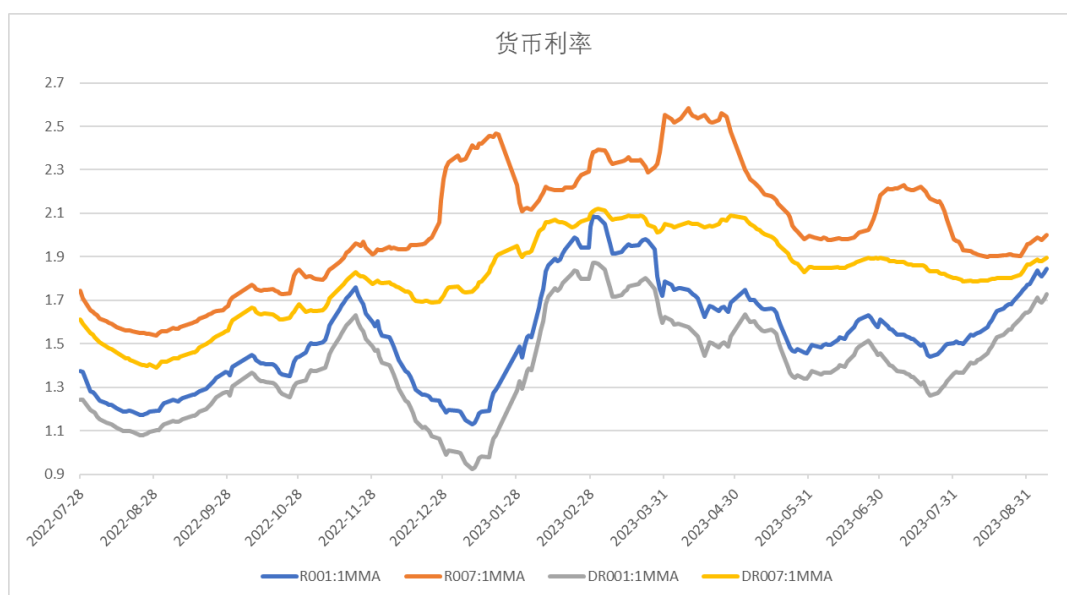
美股方面上周整体下行，其中道琼斯工业指数跌 0.75%，表现最好；标普小盘 600 指数跌 4.34%，表现最差。一方面，美国非制造业 PMI 大超预期显示需求仍然强劲；同时 OPEC+部分国家宣布减产推升油价使市场担忧通胀压力在此显现，在此背景下加息预期走强带动美股回落。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
法国CAC40	-0.77	-1.04	11.85
德国DAX	-0.63	-1.30	13.05
韩国综合指数	-0.63	-0.34	13.92
台湾加权指数	-0.41	-0.35	17.25
日经225	-0.32	-0.04	24.96
英国富时100	0.18	0.53	0.35
胡志明指数	1.42	1.42	23.27
印度SENSEX30	1.85	2.73	9.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

其他海外市场方面，法国市场跌 0.77%，表现最差；印度市场涨 1.85%，表现最好。发达市场较新兴市场表现占优。

b) 债券市场



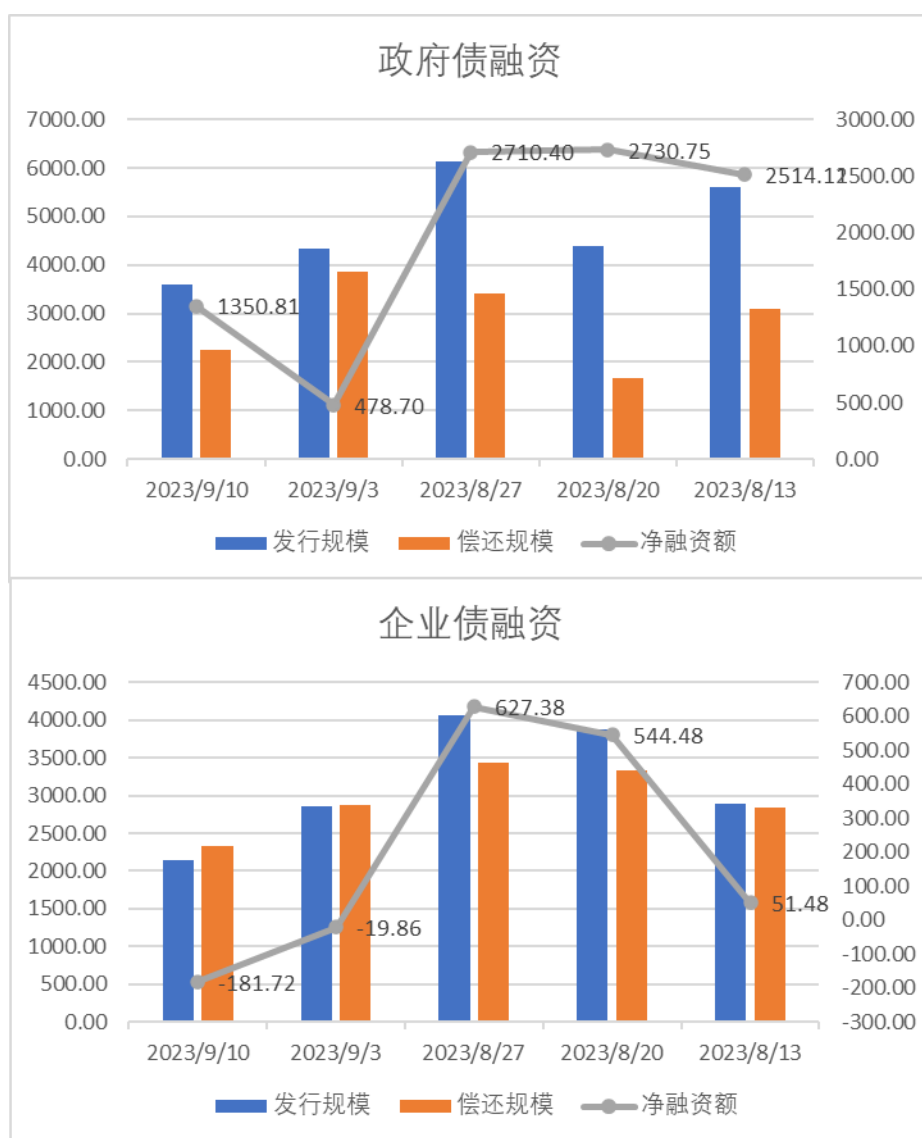
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

上周货币市场利率有所上行，DR001 一月均值升至 1.73。资金面较上周更为紧张。

	2023/8/31	2023/9/1	2023/9/8
6M	1.26	1.27	1.35
3M	1.4	1.35	1.6
	2022/8/31	2022/9/1	2022/9/8
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/8/31	2021/9/1	2021/9/8
6M	2.2883	2.2557	2.3815
3M	2.2553	2.2378	2.3656
	2020/8/31	2020/9/1	2020/9/8
6M	2.8371	2.7565	2.9114
3M	2.7813	2.7639	2.9108

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.35、1.6，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 8 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 1350.81 亿, 较此前有所回升; 企业债净融资额-181.72 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	2.10	2.33	2.49	2.64	国债	23.85	15.93	14.45	国债	-	-	-
国开债	2.21	2.47	2.59	2.76	国开债	25.75	11.9	17.59	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.58	2.93	3.08	-	AAA信用债	34.97	15.81	-	AAA信用债	36.77	45.99	49.9
AA+信用债	2.69	3.13	3.42	-	AA+信用债	44.32	29.2	-	AA+信用债	47.69	66.26	83.56
AA信用债	2.74	3.38	3.81	-	AA信用债	64.32	43.2	-	AA信用债	52.69	91.26	122.56
AA-信用债	5.15	5.79	6.22	-	AA-信用债	64.32	43.2	-	AA-信用债	293.69	332.26	363.56

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	14	9	5	5	国债	19	11	9	8	国债	0	-7	-15	-20
国开债	12	9	7	4	国开债	14	12	11	7	国开债	-2	-8	-25	-23
AAA信用债	17	18	15	-	AAA信用债	19	20	16	-	AAA信用债	-18	-27	-42	-
AA+信用债	18	20	16	-	AA+信用债	20	22	17	-	AA+信用债	-33	-45	-51	-
AA信用债	18	16	15	-	AA信用债	20	18	16	-	AA信用债	-57	-49	-41	-
AA-信用债	18	16	15	-	AA-信用债	20	18	16	-	AA-信用债	-55	-47	-39	-

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	0.30	0.20	0.17	0.07	国债	0.18	0.37	0.17	国债	-	-	-
国开债	0.28	0.16	0.11	0.03	国开债	0.04	0.02	0.31	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.26	0.23	0.13	-	AAA信用债	0.33	0.02	-	AAA信用债	0.42	0.77	0.64
AA+信用债	0.26	0.27	0.19	-	AA+信用债	0.47	0.18	-	AA+信用债	0.31	0.76	0.76
AA信用债	0.20	0.20	0.15	-	AA信用债	0.59	0.30	-	AA信用债	0.12	0.40	0.50
AA-信用债	0.25	0.24	0.20	-	AA-信用债	0.57	0.30	-	AA-信用债	0.39	0.69	0.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年9月8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，信用债大幅上行，其中3YAA+上行22BP，上行幅度最大。利率债短端上行大于长端，1Y国债上行19BP，幅度最大。美元上行导致汇率承压、资金面收紧以及进出口数据超预期三者共同左右，使得利率出现了较大幅度的上行。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	-5	-3	0	国债	-8	-2	-1	国债	-7	-8	-5
国开债	-3	-2	-3	国开债	-1	-2	-4	国开债	-5	-17	2
AAA信用债	1	-3	-	AAA信用债	1	-4	-	AAA信用债	-9	-15	-
AA+信用债	2	-4	-	AA+信用债	2	-5	-	AA+信用债	-12	-6	-
AA信用债	-2	-1	-	AA信用债	-2	-2	-	AA信用债	8	8	-
AA-信用债	-2	-1	-	AA-信用债	-2	-2	-	AA-信用债	8	8	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年9月8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	5	9	9	AAA信用债	5	8	6	AAA信用债	-16	-19	-17
AA+信用债	6	11	10	AA+信用债	6	10	7	AA+信用债	-31	-37	-26
AA信用债	6	7	9	AA信用债	6	6	6	AA信用债	-55	-41	-16
AA-信用债	6	7	9	AA-信用债	6	6	6	AA-信用债	-53	-39	-14

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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，上周信用债跌幅更大使得信用利差走阔，目前大部分 1Y 券种仍位于偏低区间，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	2.19	2.25	2.42	--	--
国有银行	2.05	2.18	2.25	2.29	2.40
股份银行	2.02	2.20	2.25	2.29	2.42
城商行	2.20	2.25	2.43	2.62	2.54
农商行	2.22	2.26	2.36	2.40	2.43
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	14	14	22	--	--
国有银行	15	23	5	5	15
股份银行	27	20	12	4	17
城商行	15	11	18	32	13
农商行	2	14	5	9	-2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	145.2	782	243	249.6	827.4
国有银行	21	93	8	82	415
股份银行	3	353	19	115	280
城商行	97	183	134	31	114
农商行	24	153	82	22	19

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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 15BP，3M 股份银行上行 20BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.47	2.78	2.87	AAA+	26.02	31.12	28.16	AAA+	0.153	0.498	0.185
AAA	2.62	2.88	3.05	AAA	40.66	41.45	46.71	AAA	0.501	0.548	0.497
AAA-	2.67	3.06	3.24	AAA-	46.44	59.27	65.02	AAA-	0.45	0.778	0.696
AA+	2.72	3.12	3.40	AA+	50.94	65.27	81.02	AA+	0.406	0.656	0.697
AA	2.79	3.40	3.79	AA	58.44	93.27	120.02	AA	0.25	0.41	0.378
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.55	2.90	3.16	AAA	34.58	43.14	57.68	AAA	0.178	0.459	0.67
AA+	2.71	3.14	3.40	AA+	50.17	67.03	81.63	AA+	0.377	0.693	0.751
AA	2.84	3.35	3.67	AA	63.17	88.53	108.13	AA	0.395	0.634	0.534
AA(2)	2.95	3.63	4.04	AA(2)	74.17	116.53	145.13	AA(2)	0.267	0.483	0.311

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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 30 分位左右，3Y 及 5Y 则位于 50-70 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	2.68	2.92	3.13	3.25	3.25	利率变化(BP)	22.03	21.06	20.36	14.31	12.10	利率分位数	0.29	0.31	0.31	0.20	0.12
当前利差	17.62	18.81	35.45	47.34	44.45	利差变化(BP)	5.96	0.55	5.38	5.51	3.13	利差分位数	0.66	0.49	0.71	0.77	0.70

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 22.03BP，幅度最大。历史来看，利差分位数位于 0.7 左右，同时利率分位数维持 0.25 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-	2.84	3.27	3.44	3.50	AAA-	33.14	50.35	63.61	49.70	AAA-	24.67	21.04	12.28	16.17
AA+	2.85	3.30	3.52	3.58	AA+	29.43	47.60	66.69	52.37	AA+	24.67	20.59	12.28	16.17
AA	3.00	3.61	4.07	4.13	AA	39.43	73.60	107.69	93.37	AA	24.67	21.59	11.28	15.17
AA-	4.18	5.12	5.61	5.67	AA-	132.43	195.60	231.69	217.37	AA-	24.67	21.59	11.28	15.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

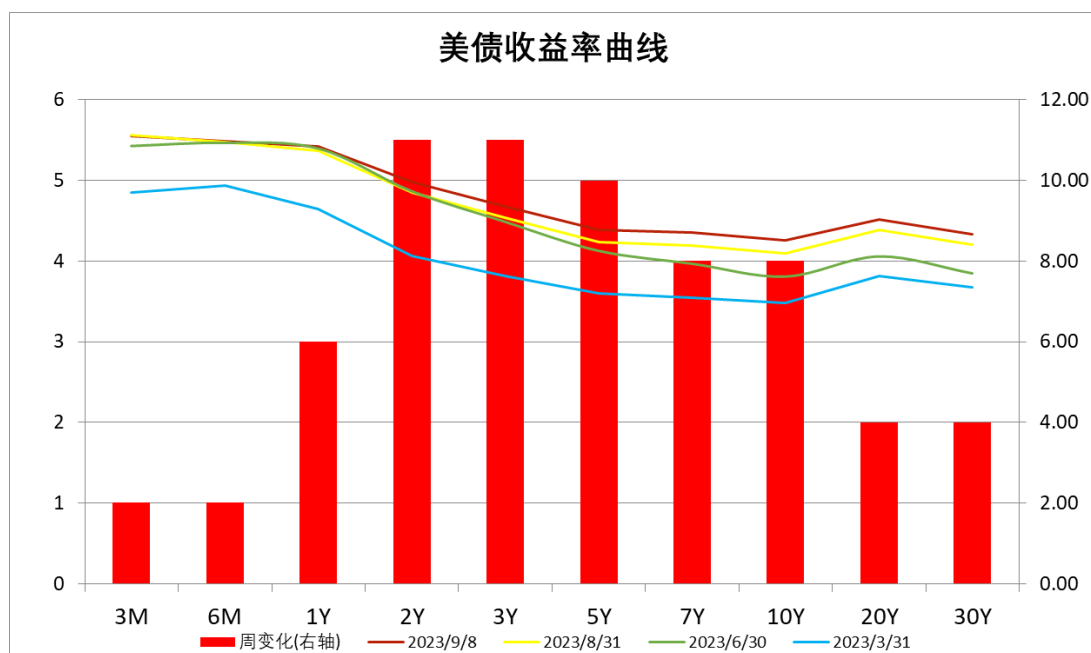
永续债方面利率大体呈上行，其中 1Y 券种上行幅度最大，达 24.67BP。

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	2.35	2.79	2.97	3.23	AAA级RMBS	14.10	32.79	38.30	46.56	AAA级RMBS	0.024	0.42	0.271	0.139
AAA级消金	2.54	2.95	3.19	3.48	AAA级消金	32.81	48.81	60.85	72.28	AAA级消金	0.062	0.36	0.314	0.235
AAA级企业ABS	2.83	3.21	3.40	3.63	AAA级企业ABS	62.00	74.32	81.46	86.64	AAA级企业ABS	0.278	0.522	0.331	0.042
AAA级ABN	2.55	3.01	3.31	3.59	AAA级ABN	34.00	54.47	72.80	83.15	AAA级ABN	0.002	0.226	0.354	0.206

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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 0.3 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 8 日.

美债方面，利率整体上行。其中，2Y 及 3Y 上行 11BP，下行幅度最大。石油价格的回升及非制造业 PMI 的走强带动美债利率再度上行。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂幅度有所加深，目前利差为 72BP，自 22 年 7 月以来美债利率倒挂已经持续了约 14 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 PMI 49.7%，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	----	4.16	----	3.7
GDP:不变价:当季同比	----	----	----	----
固定资产投资:累计同比	----	2.96	----	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	----	3.54	----	2.5
出口金额:当月同比	-8.8	-9.49	↗	-14.5
社会融资规模:当月值	----	26230.09	----	5282
社会融资规模存量:同比	----	----	----	8.9
M2:同比	----	10.65	----	10.7
社融-M2	----	----	----	-1.8
CPI:当月同比	0.1	0.22	↘	-0.3
PPI:全部工业品:当月同比	-3	-2.88	↘	-4.4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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
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 8 日.

4.2 股票市场观点

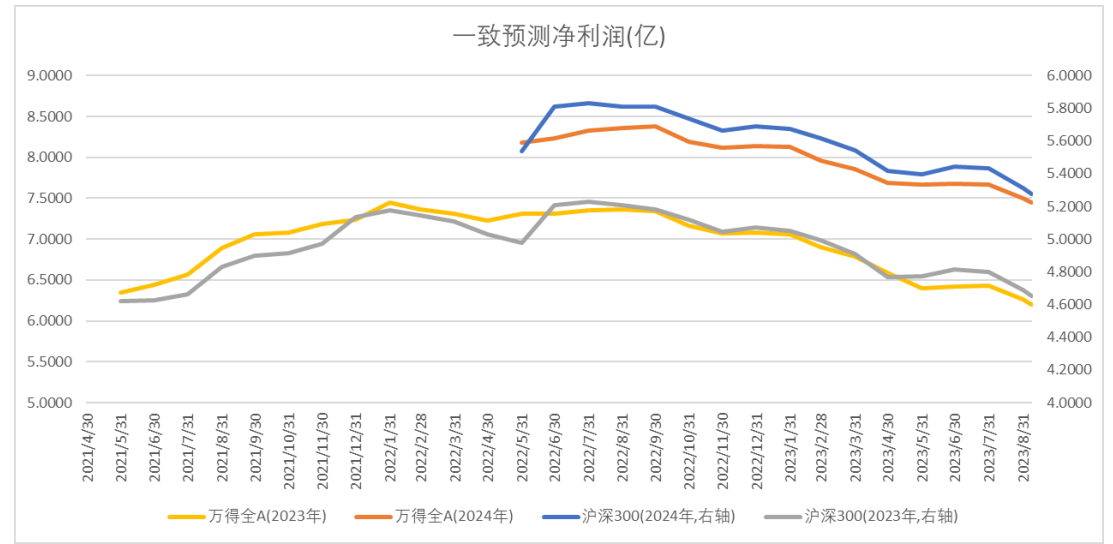
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.21 倍，处于 11%分位水平，股权溢价率 2.98%，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	10.15	8.69	1.22	7.09	0.58	0.29	0.34	0.66
沪深300	11.61	9.24	1.30	5.85	0.19	0.11	0.06	0.90
中小板指	19.64	13.86	2.74	2.33	0.02	0.00	0.03	0.99
创业板指	30.01	18.32	4.10	0.57	0.06	0.01	0.11	0.99
中证500	23.51	14.31	1.71	1.49	0.48	0.08	0.19	0.69
万得全A	17.41	12.21	1.57	2.98	0.39	0.11	0.09	0.82

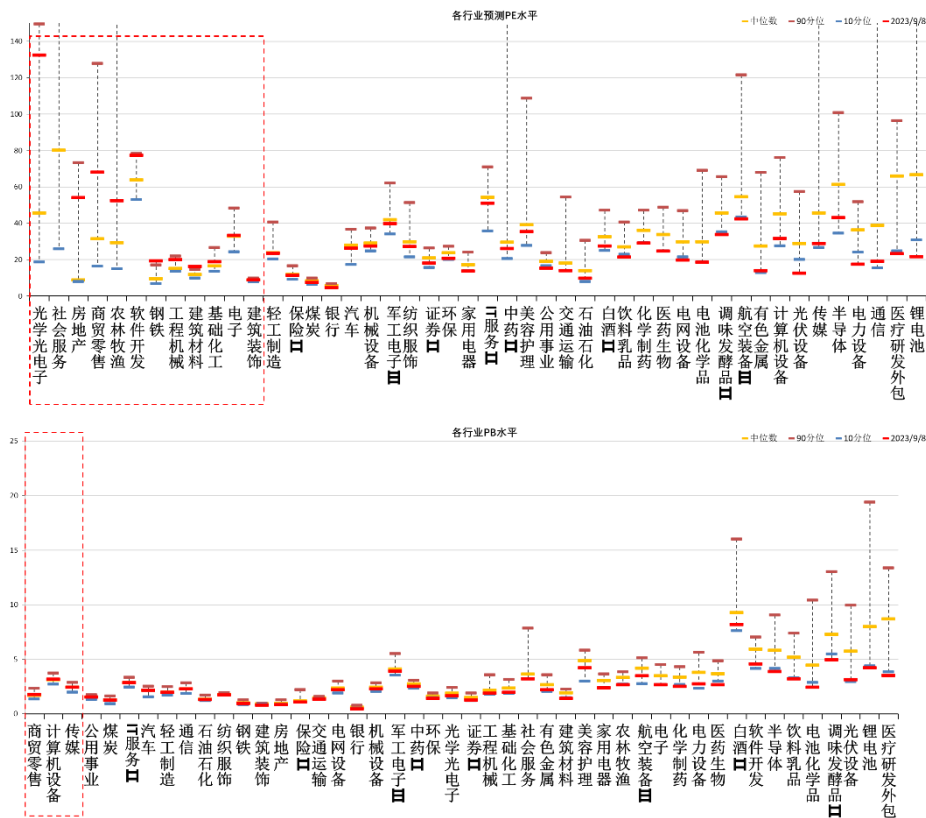
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.87	0.92	7.01	0.06	0.14	0.36
标普500	24.26	4.16	-0.14	0.59	0.72	0.01
纳斯达克指	39.49	5.07	-1.73	0.67	0.60	0.00
德国DAX	12.65	1.55	----	0.13	0.30	----
法国CAC40	13.32	1.69	----	0.10	0.47	----
英国富时100	9.61	1.56	----	0.00	0.18	----
韩国综合指	15.59	0.93	----	0.55	0.55	----
台湾加权指	14.36	1.84	----	0.39	0.42	----
日经225	17.04	1.86	----	0.46	0.72	----
胡志明指数	12.64	1.61	----	0.20	0.02	----
印度SENSEX	22.98	3.47	----	0.27	0.66	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 8 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 8 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，A 股多数回调，美国 PMI 数据超预期与布油价格回升带动美债收益率再度回升，中美利差扩大下，股债汇均承压，产业利好事件带动电子、军工板块表现较好。

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，通胀与出口数据显示经济环比压力最大的时间段或已过去，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



4.3.1 上周长端利率上行，主要影响因素为：一线城市宣布落地认房不认贷，出口与通胀数据回暖、海外通胀预期回升。

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，在经济数据出现内生性改善前，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。