

国内预期改善，海外表态偏鹰

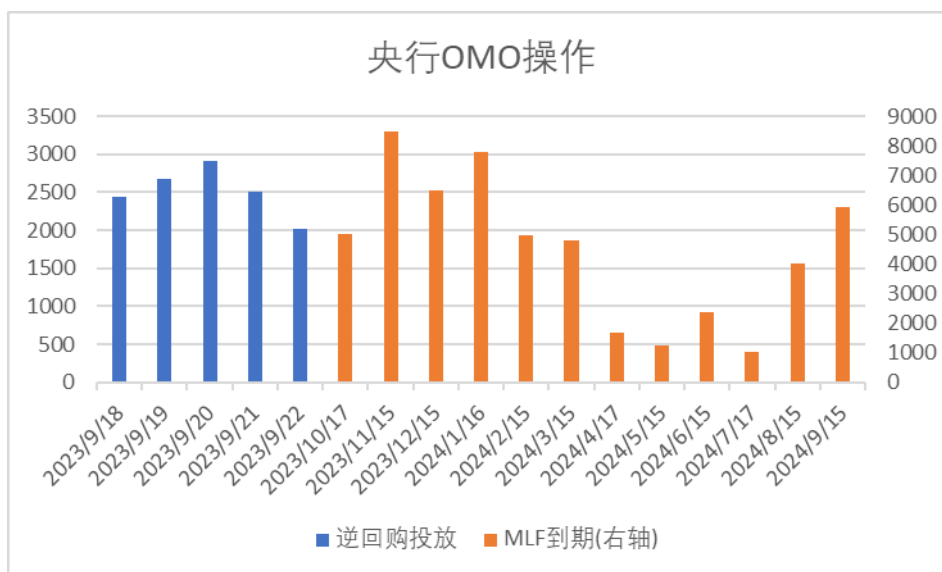
一、重要信息点评

1、9月20日，广州市发布《广州市人民政府办公厅关于优化我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》，为全国首个部分放开限购的一线城市。通知明确越秀、海珠、荔湾、天河、白云（不含江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）、南沙区等继续限购，本市户籍居民家庭限购2套，非本市户籍居民纳税证明或社保从5年调整为2年，限购1套；黄埔、番禺、花都、部分白云区（江高镇、太和镇、人和镇、钟落潭镇）等本地户籍变为不限购，同时缩短个人销售住房增值税征免年限，有利于刺激购房需求。此次放开限购意味着限购放松正向一线城市传导，预计后续将有更多高能级城市跟进。

2、9月21日，美联储9月FOMC宣布维持联邦基金利率目标区间在5.25%-5.5%不变，符合预期，但经济预测与点阵图偏鹰。19名官员中有12名预计今年还会再次加息，此前市场预期为10人。预估中值显示，政策利率将在2024年底降至约5.1%，6月预测值4.6%，意味着明年降息空间从100bp降到50bp。经济预测（SEP）方面，上调了今年的经济增长预期，2023至2025年底美国GDP增速预期中值分别为2.1%、1.5%、1.8%。（6月预期分别为1.0%、1.1%、1.8%），下调了2023年失业率预期至3.8%，上调2023年PCE通胀预期至3.3%。鲍威尔会后发言偏鹰，称中性利率可能更高。会后美股、黄金大幅走低，而美债利率上行，市场定价有一半可能性再度加息25bp，最快明年9月降息。

3、9月22日，日本央行将基准利率维持在-0.1%不变，将10年期国债收益率目标维持在0%附近，同时YCC政策保持计划每个交易日以1%的利率购买10年期日本政府债券不变，符合市场预期。消息公布后，日央行加息预期降温，日元汇率承压。

二、市场影响因素



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

上周央行 OMO 投放 12560 亿, 同时到期 7040 亿, 共计净投放 5520 亿。MLF9 月到期 4000 亿后等价续作 5910 亿, 净投放 1910 亿。

	2023/9/18	2023/9/11	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/18	环比变化
耗煤量	209.4	212	188	211.4	199.5	↘
	2023/9/20	2023/9/13	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/20	环比变化
水泥沥青开工率	41.6	45.3	46.1	34.6	44.5	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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也有所回落。生产数据上周表现一般。

	2023/9/21	2023/9/14	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/21	环比变化
地铁客运量:30DMA	7361.4848	7447.3329	7726.5823	7260.8729	5106.2948	↘
地铁客运量:30DMA:同比	44.1649	44.119942	37.360139	38.992605	-10.3093	↗
执飞航班数:7DMA	1.2672286	1.2579714	1.3672	1.3328143	0.5814714	↗
航班取消率	14.749214	15.81936	9.6083191	8.0917339	55.251759	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

出行数据方面, 地铁客运量维持高位, 同时执飞航班数据小幅回落后开始回升。

	2023/9/17	2023/9/10	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/17	环比变化
土地成交面积	1297.0678	783.8603	751.7635	1480.9214	1663.9194	↗
土地成交溢价率	1.67	6.54	2.94	3.03	5.45	↘
商品房成交面积	28.403149	25.386864	41.171465	59.45916	30.080178	↗
一线商品房成交面积	6.6272091	5.5369189	8.7421794	15.654121	10.36305	↗
二线商品房成交面积	15.545664	15.298256	25.970322	32.981756	13.553789	↗
三线商品房成交面积	6.2302754	4.5516891	6.4589636	10.823283	6.1633386	↗
二手房价格	182.25	182.39	183.2	185.02	191.06	↘
一线二手房价格	227.93	228.23	227.48	229.75	228.38	↘
二线二手房价格	172.48	172.36	173.33	175.2	182.99	↗
三线二手房价格	160.62	160.97	161.99	163.96	170.99	↘
四线二手房价格	128.21	128.36	128.7	129.73	132.65	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

地产数据方面, 政策出台后二手房价格及土地成交溢价率有所回落, 不过商品房成交面积有所回升, 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 22 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。

	2023/9/17	2023/9/10	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/17	环比变化
集装箱吞吐量	596.3	566.3	583.9	571.1	498.1	↗
	2023/9/23	2023/9/16	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/23	
CCFI指数	871.8	875.21	894.66	895.72	2475.97	↘
CICFI指数	818.12	823.91	843.08	932.79	1365.53	↘
	2023/9/30	2023/8/31	2023/7/31	2023/6/30	2023/5/31	
韩国前十日出口	-7.9	-15.3	-14.7	1.1	-10.2	↗
韩国前二十日出口	9.8	-16.6	-15.2	5.2	-16.1	↗
韩国出口	#N/A	-8.3	-16.2	-5.9	-15.4	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

进出口数据方面, 上周运价继续走弱, 不过韩国出口及集装箱吞吐量有所回升。上周进出口数据表现一般。

	2023/9/22	2023/9/15	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/22	环比变化
农产品价格	120.39	120.74	121.93	120.33	126.51	↘
猪肉价格	22.17	22.29	22.78	18.92	31.11	↘
粮油价格	120.27	120.32	120.04	118.2	116.7	↘
蔬菜价格	4.99	5.05	5.21	4.99	4.97	↘
水果价格	6.65	6.69	6.96	7.93	6.5	↘
PTA价格	6265	6370	6035	5580	6750	↘
涤纶长丝价格	8125	8180	7750	7340	8150	↘
聚酯切片价格	7150	7250	6890	6650	7225	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

价格数据方面, 农产品价格上周季节性回落。其中, 蔬菜及水果价格随季节性回落, 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。服装方面纤维价格均有所下行。上周商品价格表现一般。

	2023/9/22	2023/9/15	2023/8/31	2023/6/30	2022/9/22	环比变化
煤炭价格	935	915	835	830	1408	↗
石油价格	93.27	93.93	86.86	74.9	90.46	↘
铜杆价格	70280	70650	70850	68930	64000	↘
铝价	19380	19540	19160	18540	18660	↘
钢材价格	109.53	108.83	109.42	109.19	112.66	↗
沥青价格	3845	3815	3775	3730	4365	↗
水泥价格	105.37	104.99	109.02	117.61	146.4	↗
MDI价格	16300	16700	17100	15900	15700	↘
浮法玻璃价格	2107.6	2107.6	2086.4	1966.8	1695.5	↘
工业品指数	4111.93	4150.65	3979.68	3589.04	3750.19	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

PPI 影响因素方面, 工业品指数上周有所下行, 其中煤价、钢材价格、沥青价格及水泥价格有所上升, 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	-1.60	8.44	7.59
COMEX黄金	-0.07	-1.42	6.50
LME铝	2.79	2.25	-5.34
LME铜	-2.46	-3.23	-2.07
CBOT玉米	0.31	-0.62	-29.59
CBOT大豆	-3.36	-6.60	-15.01
	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	27.39	198.19	212.03
美元兑人民币	235.00	411.00	4019.00
美元兑日元	52.50	283.85	1725.10

	2023/9/22	2023/9/17	2023/8/31	2023/1/1
ICE布油	92.43	94.27	86.82	85.99
COMEX黄金	1944.9	1945.6	1966.6	1830.1
	2023/9/22	2023/9/15	2023/8/31	2023/1/1
美元指数	105.6098	105.3359	103.6279	103.4895
美元兑人民币	7.299	7.2755	7.2579	6.8971
美元兑日元	148.3755	147.8505	145.537	131.1245

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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，其中大豆跌幅最大，伦铝涨幅最大。ICE 布油收于 92.43 美元，跌 1.60%，COMEX 黄金收于 1944.9 美元，跌 0.07%。

上周美元指数上行 27.39BP，失业金数据高于预期叠加 9 月 FOMC 会议后官员表态偏鹰带动美元走强。在此背景下人民币上周贬值 235 个基点，日元贬值 52.5 个基点。

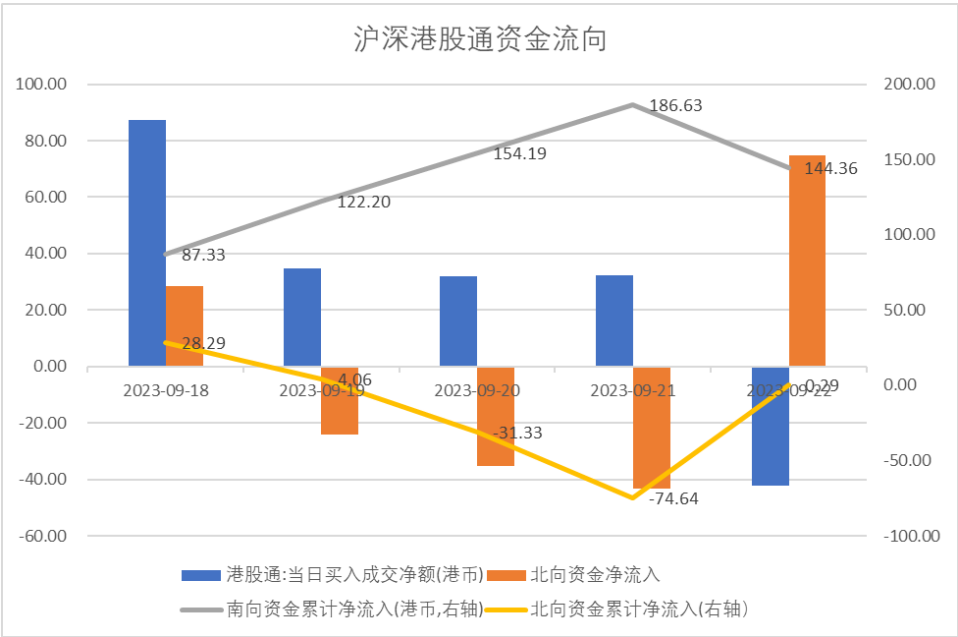
三、 市场表现回顾

a) 股票市场

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF 基金	总计
上周	数量	8	7	0	14	1	10	0	0	2	34
	发行规模(亿元)	182.59	143.98	0.00	18.42	0.11	16.60	0.00	0.00	4.99	222.59
上上周	数量	13	10	1	10	0	5	0	0	0	29
	发行规模(亿元)	174.98	94.14	2.10	38.74	0.00	6.90	0.00	0.00	0.00	222.72
本月以来	数量	28	24	1	40	2	22	0	0	4	95
	发行规模(亿元)	557.40	437.95	2.10	157.31	3.85	38.98	0.00	0.00	6.33	762.11
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	1	1	9	8	0	0	1	10	0	33
上上周	4	2	20	13	9	1	0	3	15	1	68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 33 支，其中普通混合型基金 3 支，债券类基金（11 支）少于股票类基金（19 支），FOF 基金申报 0 支。发行一边，上周基金共计发行 222.59 亿，发行规模持平上上周，其中主动股票及偏股混合型基金发行规模有所回升。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

资金流动方面，上周北向资金净流入 0.29 亿，较此前有所增加；同时南向资金净流入 144.36 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
上证50	1.43	1.61	-3.20
沪深300	0.81	-0.70	-3.43
创业板指	0.53	-4.24	-14.21
万得全A	0.81	-0.72	-1.04
中小板指	0.29	-3.42	-11.99
偏股混合型基金指数	-0.04	-2.04	-9.34
中证500	-0.10	-0.71	-2.82
科创50	-0.47	-6.34	-8.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

A 股表现来看，上周主要板块大体呈上行，其中上证 50 涨 1.43%，涨幅最大；科创 50 指跌 0.47%，跌幅最大。经济数据高于预期叠加北向资金流入转正背景下 A 股出现了一定的回升。偏股基金指数跌 0.04%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-0.24	-0.31	-0.79
高市盈率指数	0.04	-1.60	-9.09
绩优股指数	0.60	-1.32	-14.00
茅指数	0.65	-1.59	-7.76
高市净率指数	0.74	-2.69	-15.31
低市净率指数	0.88	2.24	6.66
低市盈率指数	0.91	2.38	1.27
大盘指数	0.93	-0.56	-4.54

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

A 股各风格指数中，大盘指数涨 0.49%，表现最好；小盘指数跌 0.24%，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
美容护理	-3.22	传媒	-8.09	商贸零售	-24.12
社会服务	-2.82	电力设备	-6.52	美容护理	-19.66
有色金属	-1.94	美容护理	-5.62	电力设备	-19.32
国防军工	-1.54	计算机	-4.47	社会服务	-15.09
公用事业	-1.33	社会服务	-3.50	农林牧渔	-12.98
家用电器	1.48	医药生物	1.62	非银金融	9.69
银行	1.49	钢铁	2.35	石油石化	12.28
传媒	1.49	银行	3.60	计算机	12.40
非银金融	1.94	石油石化	3.79	传媒	19.92
通信	2.97	煤炭	10.20	通信	34.40

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 22 日.

行业方面，上周 31 个申万一级行业中 17 个上涨，14 个下跌。其中，TMT 行业上周反弹力度较大，通讯及传媒行业分别涨 2.97%及 1.49%，涨幅最大。此外，大盘价值风格中非银及银行分别涨 1.94%及 1.49%，表现较好。另一方面，消费行业中美容护理及社会服务行业上周表现不佳，分别跌 3.22%及 2.82%，跌幅最大。此外，随着我国经济预期有所回暖，公用事业行业上周跌 1.33%，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	-0.69	-1.77	-8.72
恒生科技指数	-2.12	-4.50	-3.33

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 0.69%，恒生科技指数跌 2.12%。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
纳斯达克指数	-3.62	-5.87	26.23
标普小盘600	-3.37	-6.56	-0.96
标普500	-2.93	-4.16	12.52
标普中盘400	-2.80	-5.67	2.68
道琼斯工业指数	-1.89	-2.18	2.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

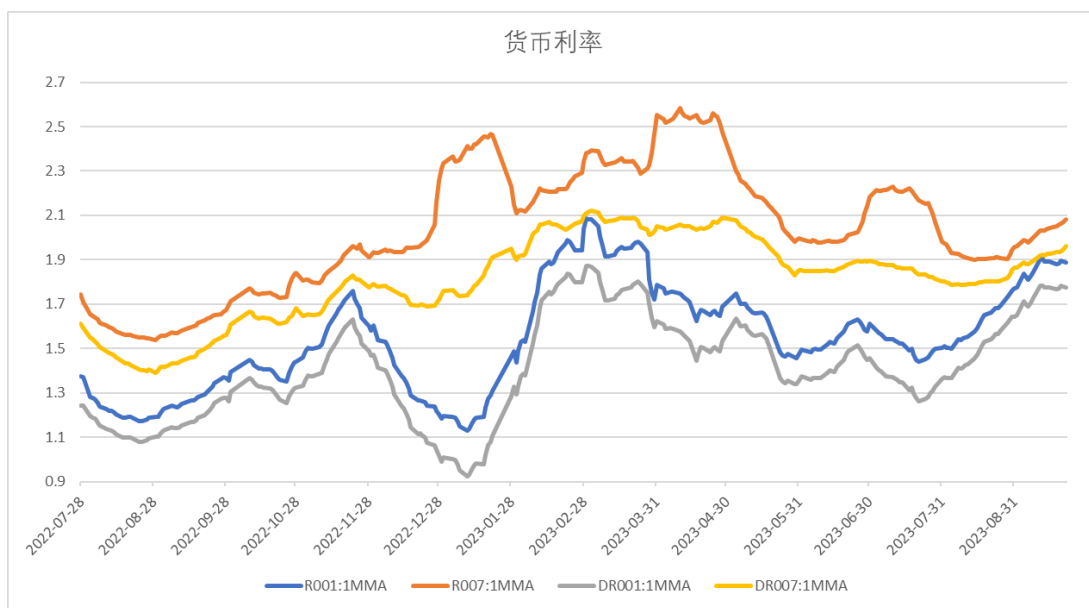
美股方面上周有所下行，其中道琼斯工业指数跌 1.89%，表现最好；纳斯达克指数跌 3.62%，表现最差。9 月 FOMC 会议虽然没有加息，但美联储官员的鹰派言论大幅降低降息预期，在此背景下美股回落。需要注意的是，此前 LEI、铜油比、2Y-10Y 美债利差等指标均显示 23 至 24 年美国经济将面临衰退风险，财报显示美股盈利可能出现了一定的压力，市场可能已经开始对此进行定价。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
韩国综合指数	-3.58	-1.88	12.15
台湾加权指数	-3.41	-1.74	15.61
日经225	-3.37	-0.67	24.17
印度SENSEX30	-2.70	1.82	8.49
法国CAC40	-2.63	-1.80	10.98
胡志明指数	-2.58	-2.31	18.73
德国DAX	-2.12	-2.44	11.73
英国富时100	-0.36	3.29	3.12

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

其他海外市场方面，韩国市场跌 3.58%，表现最差；英国市场跌 0.36%，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 9 月 22 日.

上周货币市场利率有所上行, DR007 一月均值升至 1.96。资金面较上周更为紧张。

	2023/8/31	2023/9/15	2023/9/22
6M	1.26	1.35	1.44
3M	1.4	1.65	1.81
	2022/8/31	2022/9/15	2022/9/22
6M	1.632	1.632	1.632
3M	1.7272	1.7272	1.7272
	2021/8/31	2021/9/15	2021/9/22
6M	2.2883	2.3624	2.318
3M	2.2553	2.3933	2.3184
	2020/8/31	2020/9/15	2020/9/22
6M	2.8371	2.9509	3.0552
3M	2.7813	2.9636	3.0778

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

半年、3 个月的国股银票转贴现利率上周分别为 1.44、1.81, 较此前有所回升, 23 年 9 月社融中贷款部分可能有所回暖。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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 2053.29 亿, 较此前有所回落; 企业债净融资额 1030.53 亿, 较此前有所回升。

从高频数据看, 社融中贷款回升, 债券部分中政府债相对较好, 同时企业债有所回升, 9 月社融可能会表现较好。

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	2.20	2.39	2.53	2.68	国债	19.3	13.89	14.8	国债	-	-	-
国开债	2.28	2.46	2.58	2.75	国开债	17.66	11.9	16.56	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.59	2.86	3.10	-	AAA信用债	26.95	24.64	-	AAA信用债	30.34	39.63	52.37
AA+信用债	2.69	3.05	3.43	-	AA+信用债	36.3	38.02	-	AA+信用债	40.26	58.9	85.02
AA信用债	2.74	3.33	3.80	-	AA信用债	59.3	47.02	-	AA信用债	45.26	86.9	122.02
AA-信用债	5.15	5.74	6.21	-	AA-信用债	59.3	47.02	-	AA-信用债	286.26	327.9	363.02

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	7	4	4	4	国债	29	17	13	12	国债	10	-1	-12	-16
国开债	5	1	2	4	国开债	21	12	10	5	国开债	5	-8	-25	-25
AAA信用债	0	-1	1	-	AAA信用债	20	13	18	-	AAA信用债	-17	-34	-40	-
AA+信用债	0	-1	0	-	AA+信用债	20	14	18	-	AA+信用债	-33	-53	-50	-
AA信用债	0	-1	1	-	AA信用债	20	13	15	-	AA信用债	-57	-54	-42	-
AA-信用债	0	-1	1	-	AA-信用债	20	13	15	-	AA-信用债	-55	-52	-40	-

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	0.40	0.27	0.21	0.12	国债	0.07	0.21	0.20	国债	-	-	-
国开债	0.33	0.16	0.12	0.02	国开债	0.00	0.03	0.27	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.27	0.17	0.14	-	AAA信用债	0.08	0.22	-	AAA信用债	0.16	0.54	0.72
AA+信用债	0.26	0.19	0.19	-	AA+信用债	0.27	0.52	-	AA+信用债	0.10	0.55	0.79
AA信用债	0.20	0.16	0.14	-	AA信用债	0.44	0.41	-	AA信用债	0.02	0.32	0.49
AA-信用债	0.25	0.20	0.20	-	AA-信用债	0.43	0.41	-	AA-信用债	0.23	0.62	0.78

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年9月22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，信用债窄幅震荡，涨跌均不超过1BP。利率债短端上行大于长端，1Y国债上行7BP，幅度最大。一方面，近期债券发行量增加推升供给，同时经济数据表现较好也推动利率上行。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	-2	-1	0	国债	-12	-4	-1	国债	-11	-10	-4
国开债	-3	1	2	国开债	-9	-2	-5	国开债	-13	-17	1
AAA信用债	-1	2	-	AAA信用债	-7	5	-	AAA信用债	-17	-6	-
AA+信用债	-1	1	-	AA+信用债	-6	4	-	AA+信用债	-20	3	-
AA信用债	-1	2	-	AA信用债	-7	2	-	AA信用债	3	12	-
AA-信用债	-1	2	-	AA-信用债	-7	2	-	AA-信用债	3	12	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2023年9月22日. 分位数为过去5年分位数。

期限利差方面，上周利差小幅震荡，从分位数的角度来看目前低等级信用债获利空间相对更大。

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	-2	-1	AAA信用债	-1	1	8	AAA信用债	-22	-26	-15
AA+信用债	-5	-2	-2	AA+信用债	-1	2	8	AA+信用债	-38	-45	-25
AA信用债	-5	-2	-1	AA信用债	-1	1	5	AA信用债	-62	-46	-17
AA-信用债	-5	-2	-1	AA-信用债	-1	1	5	AA-信用债	-60	-44	-15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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，上周利率债上行使得利差收窄，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	2.46	2.40	2.51	--	--
国有银行	2.30	2.30	2.38	2.42	2.44
股份银行	2.33	2.33	2.41	2.46	2.45
城商行	2.46	2.40	2.56	2.61	2.61
农商行	2.54	2.43	2.53	2.49	2.74
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	11	5	4	--	--
国有银行	5	5	1	0	-3
股份银行	8	6	2	11	-4
城商行	8	3	7	4	1
农商行	12	6	8	-3	15
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	431.3	2750.1	1474.4	171.5	2122.1
国有银行	120	51	255	0	1229
股份银行	23	2111	558	67	509
城商行	226	448	486	49	348
农商行	63	141	176	55	37

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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 3M
股份银行上行 6BP，1Y 国有银行下行 3BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.49	2.77	2.86	AAA+	20.41	31.13	28.46	AAA+	0.052	0.498	0.192
AAA	2.54	2.84	3.05	AAA	25.52	38.01	47.39	AAA	0.059	0.418	0.512
AAA-	2.60	2.98	3.24	AAA-	31.31	51.83	65.70	AAA-	0.047	0.553	0.707
AA+	2.65	3.10	3.39	AA+	36.31	63.83	80.70	AA+	0.036	0.62	0.682
AA	2.74	3.36	3.72	AA	45.31	89.83	113.70	AA	0.044	0.335	0.215
城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.61	2.88	3.16	AAA	32.48	41.67	57.75	AAA	0.125	0.425	0.668
AA+	2.69	3.08	3.39	AA+	41.07	61.57	80.70	AA+	0.124	0.571	0.716
AA	2.82	3.30	3.66	AA	54.07	84.07	108.20	AA	0.193	0.557	0.531
AA(2)	2.95	3.59	4.03	AA(2)	67.07	113.07	145.20	AA(2)	0.186	0.448	0.306

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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，上周利差有所回落。从利差分位数角度 1Y 降至 5-15 分位左右，3Y 及 5Y 则大体位于 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	2.65	2.83	3.04	3.19	3.26	利率变化(BP)	-0.95	2.01	1.85	3.92	6.91	利率分位数	0.27	0.25	0.21	0.16	0.14
当前利差	13.16	19.99	31.32	38.96	44.33	利差变化(BP)	-2.58	2.54	-0.56	1.73	5.62	利差分位数	0.42	0.57	0.62	0.57	0.71

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 5Y 上行 6.91BP，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 0.2 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-	2.78	3.17	3.39	3.53	AAA-	26.16	45.06	57.42	52.99	AAA-	1.09	0.71	3.29	4.00
AA+	2.81	3.22	3.47	3.61	AA+	24.44	44.30	60.50	55.66	AA+	3.09	1.71	3.29	4.00
AA	2.96	3.60	4.14	4.28	AA	31.44	75.30	112.50	107.66	AA	1.09	-1.29	3.29	4.00
AA-	4.14	5.09	5.68	5.82	AA-	124.44	196.30	237.50	232.66	AA-	1.09	-1.29	3.29	4.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日。利差为与同期限同等级商业银行普通债利差。

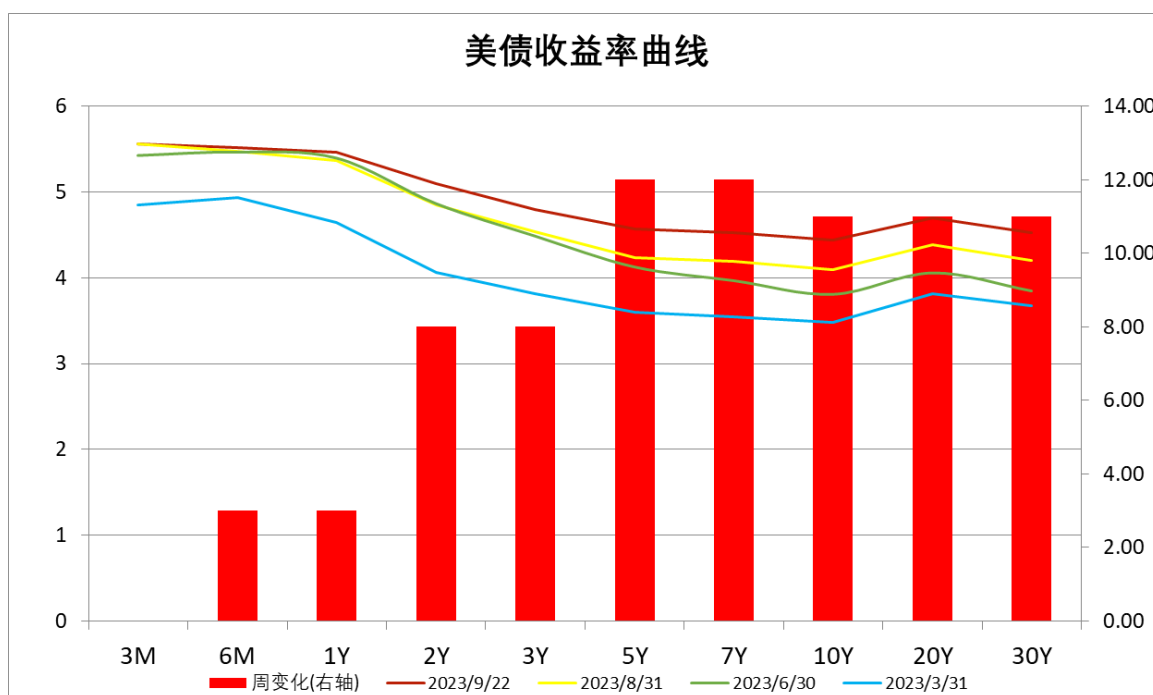
永续债方面利率走势大体上行，其中 3YAA 及 AA-下行幅度最大，达 1.29BP；10Y 上行幅度最大，达 4BP。

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	2.40	2.81	2.98	3.22	AAA级RMBS	11.21	35.25	39.88	47.73	AAA级RMBS	0.009	0.483	0.307	0.169
AAA级消金	2.68	2.91	3.19	3.48	AAA级消金	39.44	45.37	61.53	73.45	AAA级消金	0.179	0.262	0.35	0.28
AAA级企业ABS	2.79	3.17	3.39	3.61	AAA级企业ABS	50.22	70.88	81.14	86.81	AAA级企业ABS	0.002	0.334	0.315	0.046
AAA级ABN	2.67	2.97	3.31	3.59	AAA级ABN	38.41	51.03	73.48	84.32	AAA级ABN	0.027	0.172	0.375	0.248

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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，此前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 22 日.

美债方面，利率长端上行大于短端。其中，5Y 及 7Y 上行 12BP，上行幅度最大。高于预期的失业金数据及美联储官员的鹰派言论推动利率上行。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 14 个月，历史经验来看 23 年至 24 年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 月工业增加值同比 4.5%，前值 3.7%，市场预期 4.2%。三大门类中，采矿业、制造业当月同比较上月回升，电力、热力、燃气及水生产和供应业当月同比较上月回落。分行业看，化学原料及化学制品、通信电子、橡胶同比增速大幅上行，汽车表现强劲，医药制造同比增速回落，油价上涨带动有色化工和煤炭行业维持高位，内外需支撑汽车工增强势。从投资端看，基建、制造业韧性较强，地产有企稳迹象。8 月地产投资累计同比-8.8%（前值-8.5%），分项来看，新开工、施工、竣工面积两年平均同比较前值分别变化 1.4、-0.5、11.3 个百分点，极端天气影响存量施工继续低迷，新开工小幅回升，竣工端大幅回升。1-8 月地产销售面积当月同比-12.2，较 7 月回升 3.4 个百分点，销售边际回暖。近期二手房销

售有所反弹，新房销售尚未见改善，近期政策对地产销售的拉动作用仍需等待二手房向新房传导。8月基建投资当月同比6.2%（上月5.3%），增速继续处于高位。8月制造业投资同比7.1%（上月4.3%），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、通信电子增速延续较高。需求端，消费表现相对较好，8月社会消费品零售总额两年平均同比5%，较前值2.6%回升，化妆品、服装、金银珠宝类、家具家电等改善明显。

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(2023/09/30)	实际值	预测值	预期差	上月值
PMI	----	----	----	49.7
工业增加值:当月同比	----	4.5	----	4.5
GDP:不变价:当季同比	----	4.34	----	----
固定资产投资:累计同比	----	3.5	----	3.2
固定资产投资:制造业:累计同比	----	----	----	5.9
房地产开发投资:累计同比	----	----	----	-8.8
固定资产投资:基建:累计同比	----	----	----	8.959009
社会消费品零售总额:当月同比	----	5.05	----	4.6
出口金额:当月同比	----	-8.3	----	-8.8
社会融资规模:当月值	----	36000	----	31237
社会融资规模存量:同比	----	----	----	9
M2:同比	----	11.1	----	10.6
社融-M2	----	----	----	-1.6
CPI:当月同比	----	0.05	----	0.1
PPI:全部工业品:当月同比	----	-2.4	----	-3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

美国经济指标	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	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	震荡
消费者信心	67.70	69.50	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	64.90	59.70	56.80	拐头向下
零售	----	2.91	1.99	1.72	3.25	-0.28	2.42	5.59	7.76	5.59	6.01	震荡
房地产	45.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	44.00	42.00	35.00	31.00	33.00	震荡上行
耐用品订单	----	----	-5.23	4.29	1.96	1.24	3.33	-2.71	-1.27	4.52	-3.13	震荡
CPI	----	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	震荡下行
核心CPI	----	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	↓
PCE	----	----	3.28	2.96	3.77	4.29	4.17	5.04	5.36	5.30	5.66	↓
核心PCE	----	----	4.24	4.09	4.52	4.61	4.61	4.65	4.69	4.62	4.80	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	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	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	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.

4.2 股票市场观点

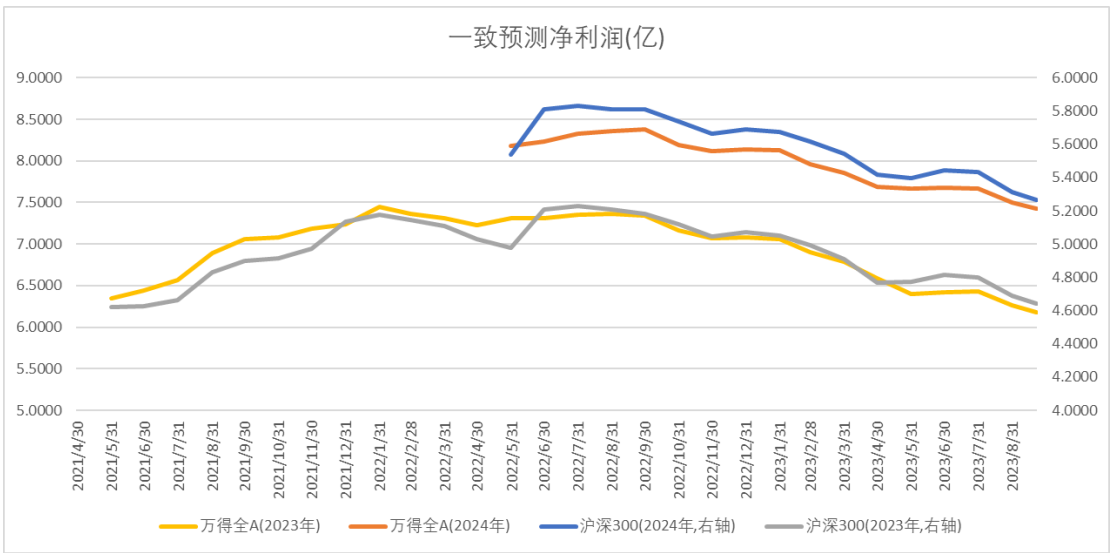
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.25 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	10.30	8.81	1.24	6.96	0.63	0.36	0.45	0.59
沪深300	11.68	9.32	1.31	5.82	0.21	0.13	0.08	0.88
中小板指	19.40	13.81	2.70	2.41	0.02	0.00	0.02	0.99
创业板指	29.53	18.10	4.02	0.64	0.05	0.01	0.09	0.99
中证500	23.48	14.36	1.71	1.51	0.48	0.09	0.18	0.69
万得全A	17.42	12.25	1.57	2.99	0.39	0.11	0.10	0.82

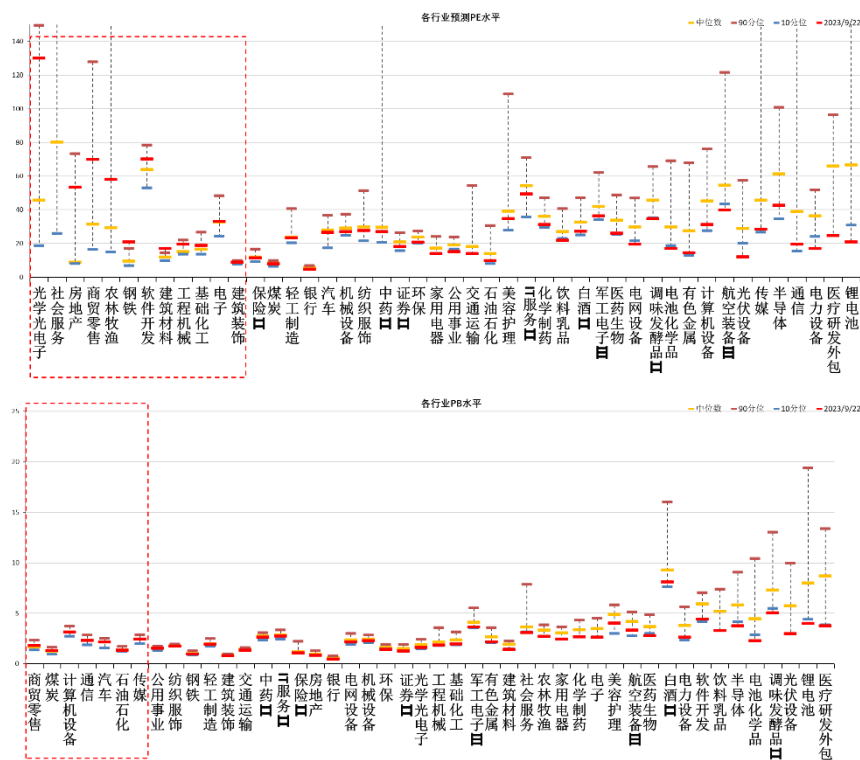
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.93	0.92	6.75	0.08	0.13	0.29
标普500	23.45	4.04	-0.18	0.52	0.64	0.01
纳斯达克指	40.26	5.02	-1.96	0.71	0.58	0.00
德国DAX	12.38	1.55	----	0.09	0.30	----
法国CAC4	13.30	1.69	----	0.10	0.46	----
英国富时1	9.92	1.64	----	0.01	0.38	----
韩国综合指	18.78	0.91	----	0.70	0.48	----
台湾加权指	14.08	1.84	----	0.33	0.41	----
日经225	16.92	1.79	----	0.44	0.65	----
胡志明指数	12.22	1.61	----	0.17	0.02	----
印度SENSE	22.68	3.47	----	0.22	0.65	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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。



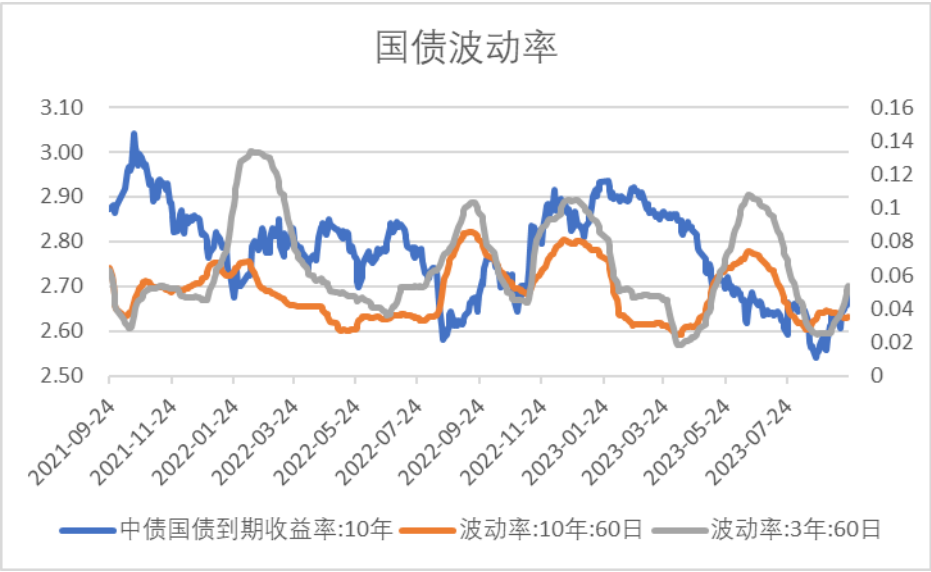
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 日. 分位数为过去 5 年。

4.2.2 上周，周中受海外通胀预期升温、FOMC 放鹰影响，指数表现低迷，周五，政策利好预期升温，北向转为流入，市场反弹。

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。

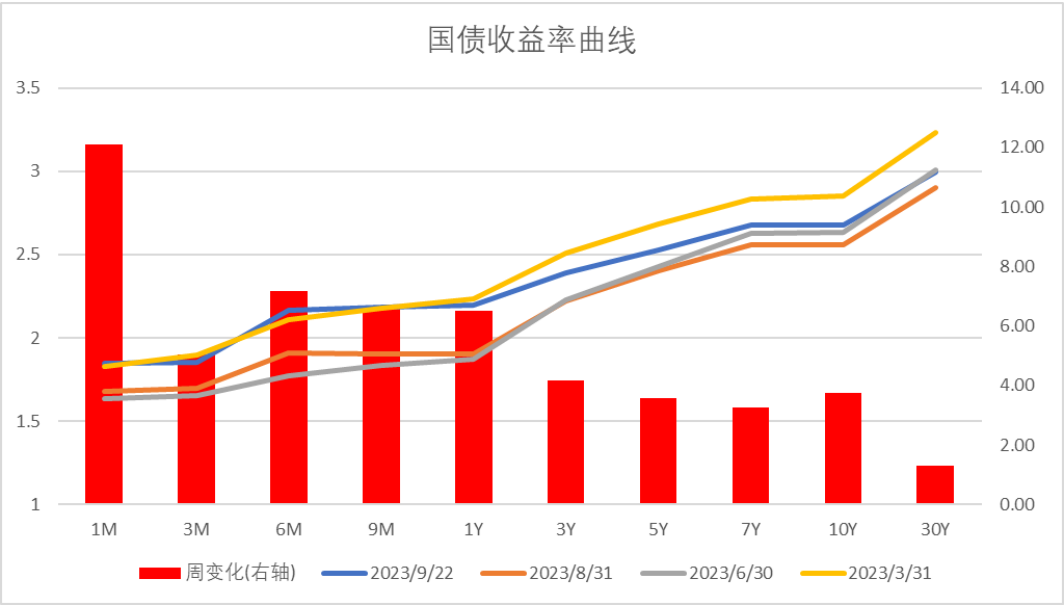
4.2.4 配置方向上关注：

- 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。



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	101.6150	101.6350	478,761.0000	187,455.0000	1.4479	0.2580
	-0.431140072	-0.4115	16,784.0000	6539		

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2023 年 9 月 22 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 22 日

4.3.1 上周长端利率 V 型震荡，主要影响因素为：股市先跌后涨、原油价格带动海外通胀预期回升。

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。