

经济数据边际修复，关注海外隐含风险

一、重要信息点评

1. 9月5日，人民银行决定自2022年9月15日起，外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。近期人民币汇率再现大幅贬值，离岸人民币汇率一度贬破6.95，一方面与海外大幅加息下美元走强有关，另一方面与国内经济与出口增速下行压力较大有关。此次下调外汇存款准备金率意在增加银行间外汇市场上的外汇供给，缓和美元指数走强下的人民币贬值压力。往后看，人民币贬值压力尚存，但本次下调或会一定程度上降低贬值斜率。

2. 9月7日，8月进出口数据显示，以美元计价，中国8月份出口同比增长7.1%，预期13.5%，前值18%。8月出口增速大幅下降，低于市场预期。分国家看，对美国出口增速转负，对欧洲出口大幅回落，对东盟的出口增速维持高位。分商品看，高新技术产品增速转负，机电产品增速大幅回落8.72个百分点，劳动密集型产品增速大幅回落16.1个百分点。8月进口同比增长0.3%，预期1.6%，前值2.3%。进口增速回落，主因大宗商品价格下降，且局部限电下工业生产放缓、上游需求偏弱。

3. 9月9日，央行发布2022年8月金融数据。8月新增社融2.43万亿元，预期2.04万亿元，前值6790亿元；社融存量增速10.5%，前值10.7%，高于预期；新增人民币贷款1.25万亿元，预期1.36万亿元，前值6790亿元；M2同比12.2%，预期11.8%，前值12.0%；M1同比6.1%，前值6.7%。分项看，政府债券和企业债券为最大拖累项，委托贷款和表外票据支撑社融超预期，新增人民币贷款规模同比多增，结构改善。分贷款类别看，居民短期贷款同比多增，显示消费边际回暖，居民中长期贷款同比少增，地产需求依旧低迷，基建融资好转提振企业中长期贷款成为主要支撑。往后看，8月24日国常会要求5000亿元专项债结存限额要在10月底前发行完毕，9-10月非标或将继续为社融和基建投资增速回升提供支撑。此外，财政资金投放支持M2增速连续6个月均提升，M2-社融增速差扩大，实体流动性延续宽松。

4. 9月9日，国家统计局发布通胀数据。8月PPI同比2.3%，预期3%，前值4.2%，环比-1.2%。分项看，PPI生产资料环比-1.6%，同比2.4%，PPI生活资料环比-0.1%，同比1.6%，原油价格下跌带动工业品行业价格下跌，而基建投资拉动玻璃水泥

等建材价格有所回升。8 月 CPI 同比 2.5%，预期 2.8%，前值 2.7%，环比-0.1%；8 月核心 CPI 同比 0.8%，预期 2.8%，前值 0.8%。CPI 回落主要受到菜价等食品涨幅收窄及油价下跌影响，而核心 CPI 环比依旧位于历史区间下沿，反映 8 月内需依旧低迷。CPI-PPI 剪刀差转正，中下游的利润率空间正在恢复。预计后续 PPI 持续回落，核心通胀压力仍小。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/9/9	2022/9/8	2022/9/7	2022/9/6	2022/9/5	
7天逆回购	20	20	20	20	20	100
	上周到期	100	上周投放	100	上周净投放	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

上周央行 OMO 投放 100 亿，同时到期 100 亿，共计净回笼 0 亿，在宽货币转化为宽信用之前预计央行将维持较低数量的 OMO 操作。

生产	2022/8/12	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	
高炉开工率(247家):全国	76.24	77.90	80.14	80.85	81.99	↗
	2022/7/30	2022/7/31	2022/8/10	2022/8/20	2022/8/31	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	189.02	189.02	194.33	199.63	203.19	↗
	2022/8/12	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	252.88	265.18	269.46	293.81	307.63	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-17.52	-20.84	-21.79	-22.24	-22.39	↘
	2022/8/11	2022/8/18	2022/8/25	2022/9/1	2022/9/8	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	59.35	56.81	58.63	58.05	54.01	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	64.44	61.33	61.66	62.41	61.94	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

生产数据方面，高炉开工率与螺纹钢及粗钢产量一并上行，同时钢材库存的下行趋势有所放缓，钢材数据一定程度上反应了商品价格企稳背景下生产动能有所回升。另一方面，汽车轮胎开工率维持震荡。从生产数据来看，工业生产随企业预期回落了一段时间后开始有一定的企稳迹象。

需求	2021/9/10	2022/8/20	2022/8/27	2022/9/3	2022/9/10	趋势
商品房成交面积:本月以来	50.45	37.37	37.85	31.71	30.16	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	10.46	9.91	10.13	9.54	10.19	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	30.46	19.21	19.41	13.26	12.21	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.54	8.25	8.30	8.92	7.76	低位
	2022/8/7	2022/8/14	2022/8/21	2022/8/28	2022/8/31	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	34.95	41.19	45.44	60.99	50.92	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	8.43	16.89	28.42	40.40	36.16	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

需求数据方面，商品房成交面积继续维持低位，市场信心在断贷风波下受到较大冲击，同时地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有一定差距。另一方面，车辆销售数较此前有所下行但仍维持高位，反映了市场信心回落背景下汽车消费在大量政策支持下对经济起到了一定的支撑作用。

价格	2021/9/9	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	
农产品批发价格200指数	113.60	122.39	124.83	129.79	131.28	↗
价格:生猪:外三元	13.77	21.63	22.44	23.56	23.34	震荡
平均批发价:猪肉	20.55	28.84	29.13	30.05	30.69	震荡
粮油批发价格200指数	107.81	116.62	116.56	116.56	116.68	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.52	4.78	4.96	5.46	5.57	↗
平均批发价:7种重点监测水果	5.48	6.98	6.74	6.70	6.66	震荡下行
南华工业品指数	3,344.35	3,552.08	3,744.36	3,557.54	3,695.84	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	72.74	97.28	99.66	94.40	90.72	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

价格数据方面,农产品价格超季节性上行。其中,主要原因是蔬菜价格在极端天气影响下超季节性上行,生猪价格也开始二次回升,同时水果价格则维持震荡磨底,粮油价格在国际局势扰动下仍维持高位。值得注意的是,猪肉价格也随生猪价格一起震荡回升,后续需关注极端天气影响下 CPI 食品项的上行压力。PPI 影响因素方面,石油价格有一定的震荡下行特征但仍位于高位。后续一方面美国在大幅释放石油储备后存在补库存需求,同时 OPEC 增产能力有待观察背景下俄罗斯石油供给缺口如何填补也引发市场担忧,不过随着海外各国加速收紧货币政策,需求走弱将带动能源回落,同时也带动工业品价格整体开启下行通道。

	本周涨跌幅	本月涨跌幅	今年以来涨跌幅
ICE布油	-0.65	-5.54	18.82
COMEX黄金	0.29	-0.50	-5.52
LME铝	-0.28	-4.27	-18.47
LME铜	3.09	0.06	-19.05
CBOT玉米	2.89	1.14	15.47
CBOT大豆	-0.51	-1.34	5.53

	2022/9/9	2022/9/4	2022/8/31	2022/1/1
ICE布油	92.42	93.28	94.96	77.94
COMEX黄金	1727.6	1722.6	1722.7	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

期货价格方面,上周各类期货价格整体震荡回升。其中,铜及玉米分别涨 3.09% 及 2.89%,涨幅最大。ICE 布油期货跌至 92.42 美元,COMEX 黄金价格收于 1727.6 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	-64.66	28.59	1299.54
美元兑人民币	215.00	350.00	5719.00

	2022/9/9	2022/9/2	2022/8/31	2022/1/1
美元指数	108.9655	109.6121	108.6796	95.9701
美元兑人民币	6.9245	6.903	6.8895	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

上周美元指数下行 64.66BP，美元指数在连续上行数周后有所回落，在此背景下人民币上周贬值 215 个基点。

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2022/9/21	9.00%	91.00%	0.00%	0.00%					
2022/11/2	0.00%	0.00%	8.00%	81.50%	10.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.00%	6.80%	70.90%	20.80%	1.50%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	4.20%	46.40%	40.00%	8.90%	0.60%	0.00%
2023/3/15	0.00%	0.00%	0.00%	3.50%	38.90%	41.10%	14.40%	2.10%	0.10%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.30%	6.10%	39.10%	39.10%	13.50%	1.90%	0.10%
2023/6/14	0.00%	0.00%	1.30%	12.30%	39.10%	34.30%	11.30%	1.60%	0.10%
2023/7/26	0.00%	0.30%	3.50%	17.60%	38.10%	29.70%	9.40%	1.30%	0.10%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

美联储加息预期方面，目前市场预期 9 月 FOMC 会议将继续加息 75BP，在此基础上 11 月继续加息 50BP。在多位美联储官员发表表示坚定的加息决心后短期及长期加息预期较上周大幅走强。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

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	0	2	2	0	3	8	0	9	2	34
上上周	13	0	2	0	3	3	1	0	5	3	30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

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	14	14	0	2	1	8	0	0	4	28
	发行规模(亿元)	192.45	192.45	0.00	3.82	2.81	82.69	0.00	0.00	23.27	302.23
上上周	数量	11	8	1	5	0	9	0	0	7	33
	发行规模(亿元)	237.11	120.36	2.26	73.09	0.00	45.27	0.00	0.00	9.40	367.12
本月以来	数量	18	16	0	4	1	12	0	0	4	38
	发行规模(亿元)	211.28	194.45	0.00	63.91	2.81	98.97	0.00	0.00	23.27	397.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 34 支，其中普通混合型基金 8 支，债券类基金（20 支）多于股票类基金（4 支），FOF 基金申报 2 支。发行一边，上周基金共计发行 302.23 亿，发行规模较上上周有所回落，其中股票及偏股型基金发行规模小幅下降。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
科创50	0.36	0.40	-26.06
创业板指	0.60	-0.86	-23.31
中小板指	1.33	0.38	-19.16
上证50	1.71	-0.15	-15.78
沪深300	1.74	0.37	-17.14
万得全A	1.86	1.45	-13.22
偏股混合型基金指数	2.12	1.42	-14.39
中证500	2.72	2.62	-14.16

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所回升, 其中中证 500 涨 2.12%, 涨幅最大。出口及通胀数据虽然不及预期但对市场而言属于利空落地, 同时央行调降外汇存准金率传递稳汇率信号使得市场情绪有所缓和。偏股基金指数涨 2.12%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	1.33	-0.19	-21.57
高市净率指数	1.48	-0.24	-18.75
大盘指数	1.75	0.27	-16.78
小盘指数	1.80	2.22	-14.97
高市盈率指数	2.93	2.65	-17.51
低市净率指数	3.12	3.01	-4.11
绩优股指数	3.26	1.01	-19.10
低市盈率指数	3.52	3.05	-6.53

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

上周 A 股各风格指数中低 PE 指数及绩优股指数分别涨 3.52%及 3.26%, 涨幅居前。另一方面, 高 PB 及茅指数则仅上涨 1.48%及 1.33%, 表现较差。市场在美债利率上行背景下从成长风格向价值风格出现了一定的切换。

今年以来, A 股市场风格切换较为频繁, 市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈, 股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
传媒	-3.80	食品饮料	-4.51	计算机	-28.43
农林牧渔	-3.31	传媒	-3.65	传媒	-27.54
食品饮料	-1.44	农林牧渔	-2.40	电子	-27.51
计算机	-0.57	美容护理	-2.05	医药生物	-23.03
美容护理	-0.45	社会服务	-0.76	建筑材料	-20.90
石油石化	4.62	公用事业	4.48	房地产	-19.99
公用事业	4.64	石油石化	5.32	交通运输	-13.35
有色金属	6.02	国防军工	5.49	石油石化	0.82
煤炭	6.63	煤炭	7.39	综合	6.11
房地产	7.51	房地产	8.21	煤炭	40.76

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

行业方面，上周申万 31 个行业中 6 个下跌，25 个上涨。其中，成长风格的 TMT 行表现较差，传媒及计算机行业分别跌 3.80%及 0.57%。此外，CPI 数据低于预期使得市场担忧内需较弱恐将维持一段时间，在此背景下 CPI 食品项相关的农林牧渔及食品饮料行业分别跌 3.31%及 1.44%，表现不佳。另一方面，房地产行业在此前连续下行后开始企稳，数据上来看一线城市及周边的房屋销售仍维持一定韧性，对部分房企业绩起到了一定的支撑左右，带动房地产行业上涨 7.51%，涨幅居前。此外，PPI 相关的煤炭、有色金属、公用事业及石油石化行业均大幅上行 4.62%至 6.63%，背后原因可能是市场对于后续原材料需求产生了一定的乐观情绪。

	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	-0.46	-2.97	-17.25
恒生科技指数	-1.60	-4.59	-28.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

港股方面，恒生指数跌 0.46%，恒生科技指数跌 1.60%，进出口及通胀数据不及预期使得市场担心国内经济基本面进一步走弱，在此背景下港股表现不佳。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	2.66	2.04	-11.52
标普小盘600	2.74	0.82	-14.84
标普500	3.65	2.84	-14.66
纳斯达克指数	4.14	2.51	-22.58
标普中盘400	4.39	2.76	-12.10

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

美股方面，上周美股整体回升，其中标普中盘 400 涨 4.39%，涨幅最大。美国经济数据韧性较强对美股产生了一定的支撑。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，后续美股盈利面临压制，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	-2.48	-2.48	-16.65
韩国综合指数	-1.04	-3.55	-19.93
台湾加权指数	-0.61	-3.39	-19.95
德国DAX	0.29	1.97	-17.61
法国CAC40	0.73	1.42	-13.15
英国富时100	0.96	0.92	-0.45
印度SENSEX30	1.68	0.43	2.64
日经225	2.04	0.44	-2.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

其他海外市场方面, 日本市场涨 3.04%, 表现最好; 越南及韩国分别跌 2.48% 及 1.04%, 表现最差。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.25	1.57	1.17	1.45
较上上周变化(BP)	0	-1	2	1

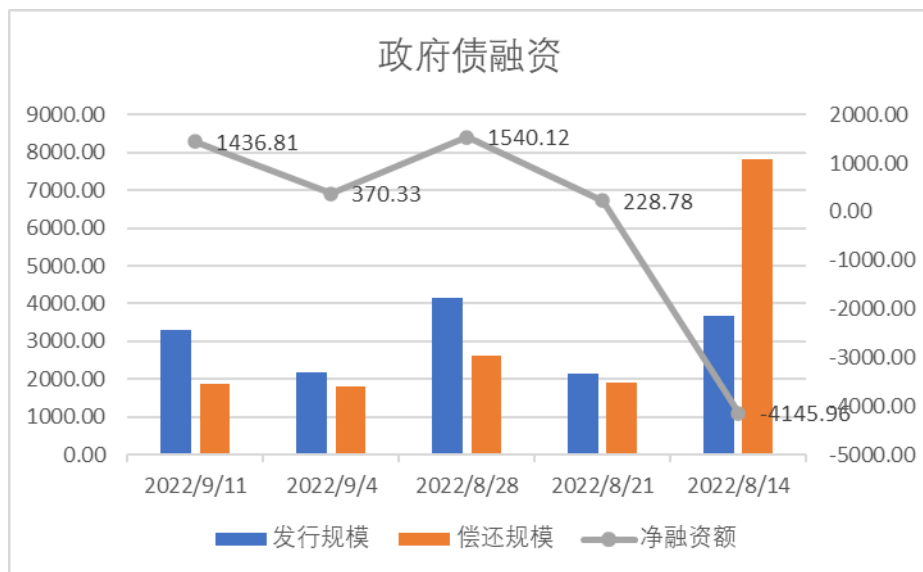
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

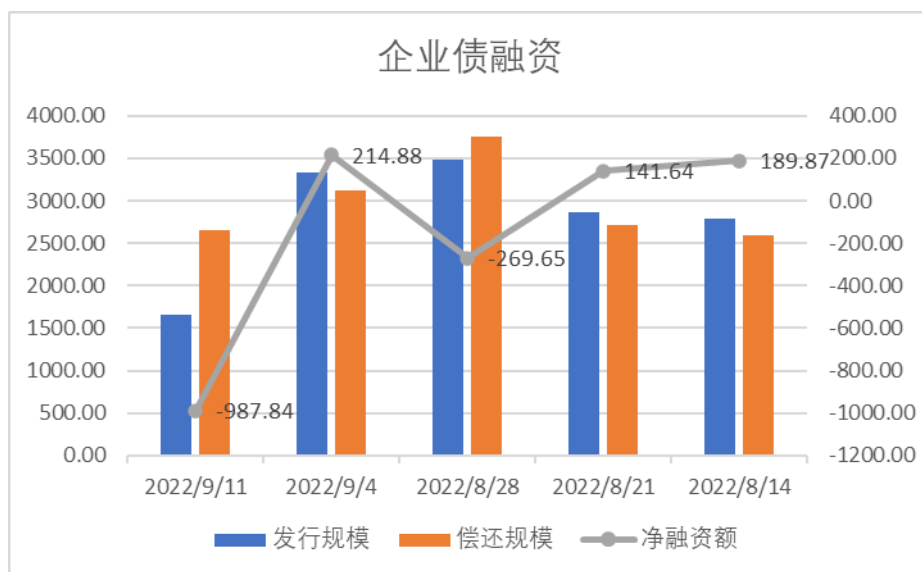
	2022/9/1	2022/9/2	2022/9/9
1Y	1.36	1.4	1.5
6M	1.3	1.36	1.55
	2021/9/1	2021/9/2	2021/9/9
1Y	2.3269	2.2971	2.414
6M	2.2557	2.2337	2.369
	2020/9/1	2020/9/2	2020/9/9
1Y	2.8048	2.7943	2.9024
6M	2.7565	2.7891	2.9245
	2019/9/2	2019/9/3	2019/9/10
1Y	2.8199	2.776	2.6973
6M	2.8158	2.744	2.6252

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

上周货币市场利率整体维持低位, 其中利率最高的 R007 为 1.57%, 虽然较此前有所上升但货币市场流动性仍然较为宽松。

一年、半年的国股银票转贴现利率上周分别为 1.5、1.55, 此前上行的国股银票利率与 8 月社融企稳相符, 同时后续宽信用仍有较大空间。





数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 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 1436.81 亿, 较上上周有所增加; 企业债净融资额-987.84 亿, 较上上周有所减少。

从高频数据看, 8 月社融较 7 月有所改善但仍存在一定的结构问题, 预计中长期需求回升可能仍需一段时间。

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	1.76	2.18	2.42	2.64	国债	41.82	24.05	21.66	国债	-	-	-
国开债	1.83	2.30	2.50	2.80	国开债	46.26	20.8	29.39	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.03	2.57	2.89	-	AAA信用债	54.8	31.97	-	AAA信用债	19.09	27.63	38.8
AA+信用债	2.29	2.96	3.59	-	AA+信用债	58.94	38.78	-	AA+信用债	34.2	46.88	64.86
AA信用债	4.66	5.33	5.96	-	AA信用债	66.94	63.78	-	AA信用债	45.2	65.88	108.86
AA-信用债	1.15	1.46	1.66	-	AA-信用债	66.94	63.78	-	AA-信用债	282.2	302.88	345.86

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	4	-1	2	1	国债	2	-1	1	1	国债	-48	-28	-19	-14
国开债	0	-1	1	1	国开债	0	-4	0	0	国开债	-48	-27	-28	-28
AAA信用债	-1	-1	-3	-	AAA信用债	-3	-3	-3	-	AAA信用债	-72	-39	-38	-
AA+信用债	0	-1	-1	-	AA+信用债	-2	-1	-1	-	AA+信用债	-77	-75	-58	-
AA信用债	0	-1	-1	-	AA信用债	-1	0	-1	-	AA信用债	-75	-73	-56	-
AA-信用债	0	2	-1	-	AA-信用债	-13	-1	-1	-	AA-信用债	-81	-54	-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	0.05	0.04	0.06	0.04	国债	0.86	0.91	0.76	国债	-	-	-
国开债	0.05	0.04	0.04	0.01	国开债	0.50	0.47	0.91	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.04	0.02	0.00	-	AAA信用债	0.90	0.54	-	AAA信用债	0.01	0.07	0.19
AA+信用债	0.01	0.01	0.00	-	AA+信用债	0.92	0.56	-	AA+信用债	0.01	0.10	0.27
AA信用债	0.03	0.03	0.02	-	AA信用债	0.79	0.69	-	AA信用债	0.01	0.06	0.22
AA-信用债	0.03	0.05	0.06	-	AA-信用债	0.77	0.63	-	AA-信用债	0.33	0.48	0.63

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	2	0	国债	-4	3	0	国债	20	9	5
国开债	-2	2	0	国开债	-4	4	-1	国开债	21	0	-1
AAA信用债	0	-2	-	AAA信用债	0	0	-	AAA信用债	34	1	-
AA+信用债	1	-2	-	AA+信用债	1	0	-	AA+信用债	35	2	-
AA信用债	-1	0	-	AA信用债	1	0	-	AA信用债	2	18	-
AA-信用债	-1	0	-	AA-信用债	1	-1	-	AA-信用债	2	18	-

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	-2	0	-4	AAA信用债	-3	0	-4	AAA信用债	-24	-11	-10
AA+信用债	-2	1	-3	AA+信用债	-3	1	-3	AA+信用债	-22	-8	-6
AA信用债	-1	0	-2	AA信用债	-2	2	-2	AA信用债	-29	-48	-30
AA-信用债	-1	0	-2	AA-信用债	-1	3	-2	AA-信用债	-27	-46	-28

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 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。

债券市场方面，上周主要债券中，信用债整体下行，其中 5YAAA 下行 3BP，下行幅度最大。利率债整体为 5BP 以内的窄幅震荡上行。一方面，进出口及通胀数据低于预期显示经济复苏仍有压力；另一方面，社融超预期使市场担心宽货币已经开始穿到至宽信用。整体来看，虽然我国经济企稳回升可能仍需一段时间，且这段时间内预计宽货币不会转向，但是稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续在利率分位数已经很低的背景下继续下行空间可能有限。

期限利差方面，上周利差整体震荡，且目前仍位于较高分位数区间，后续可以获利空间较大。

信用利差方面，各等级信用债利差震荡收窄且仍处于较低分位数区间。整体看除 AA-及 5 年期品种分位数较高外其余等级期限的信用利差获利空间均较小。

最新收益率					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.57	1.68	2.00	--	--
国有银行	1.20	1.67	1.78	1.86	1.93
股份银行	1.25	1.38	1.79	2.00	1.99
城商行	1.61	1.72	1.97	2.11	2.23
农商行	1.68	1.70	1.89	2.18	2.16
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	9	-2	-26	--	--
国有银行	-95	0	8	-10	3
股份银行	-5	-5	-4	15	2
城商行	17	6	-11	11	1
农商行	26	5	-76	12	-2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	160.2	98.3	189	4.5	167.6
国有银行	0	0	72	0	88.1
股份银行	50.1	0	72	0.5	30.9
城商行	101.4	92.8	11.8	3	44.6
农商行	8.7	5.5	33.2	1	4

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体呈震荡, 其中发行规模最多的 1M 城商行上行 17BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.00	2.51	2.89	AAA+	17.08	21.81	38.70	AAA+	0.011	0.088	0.612
AAA	2.07	2.58	2.94	AAA	23.39	28.55	43.30	AAA	0.015	0.043	0.338
AAA-	2.14	2.65	3.06	AAA-	30.15	35.41	55.66	AAA-	0.014	0.037	0.372
AA+	2.20	2.74	3.15	AA+	36.15	44.41	64.66	AA+	0.014	0.043	0.195
AA	2.28	2.92	3.63	AA	44.15	62.41	112.66	AA	0.005	0.012	0.268

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.05	2.58	2.94	AAA	21.48	28.09	43.84	AAA	0.006	0.023	0.138
AA+	2.15	2.73	3.14	AA+	31.12	43.03	63.87	AA+	0.01	0.045	0.215
AA	2.23	2.84	3.35	AA	39.12	54.53	84.37	AA	0.007	0.037	0.092
AA(2)	2.36	3.01	3.75	AA(2)	52.12	71.53	124.37	AA(2)	0.012	0.019	0.114

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 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。

中短票据方面, 从利差角度看部分五年品种开始出现配置价值, 但其余各期限等级的票据与国开债之间的利差均处于 0.1 以下历史分位数区间, 获利空间不大; 相对而言 5 年品种配置价值更高。城投方面, 除 5Y AA+外其余不同期限及

等级的券种与国开债间的利差分位数都在 0.2 分位数以下，且随着部分城投出现技术性违约，市场担忧这类资产可能会出现一定的风险，后续波动可能会加大。

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	2.04	2.32	2.64	2.87	3.03	利率变化(BP)	-6.82	-3.93	-2.51	-4.56	-2.16	利率分位数	0.01	0.00	0.01	0.00	0.00
当前利差	4.67	1.65	16.28	15.16	14.57	利差变化(BP)	-5.91	-3.88	1.34	-1.93	-0.25	利差分位数	0.03	0.00	0.10	0.01	0.01

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 2022 年 9 月 9 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.14	2.74	3.13	3.45	AAA-	31.03	44.51	62.70	65.60	AAA-	-4.97	-2.29	-0.89	0.05
AA+	2.18	2.79	3.18	3.50	AA+	34.46	49.22	67.77	70.58	AA+	-5.97	-1.29	-1.89	-0.95
AA	2.40	3.03	3.51	3.83	AA	56.46	73.22	100.77	103.58	AA	-5.97	-3.29	-1.89	-0.95
AA-	3.45	4.12	4.60	4.92	AA-	161.46	182.22	209.77	212.58	AA-	-5.97	-3.29	-1.89	-0.95

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

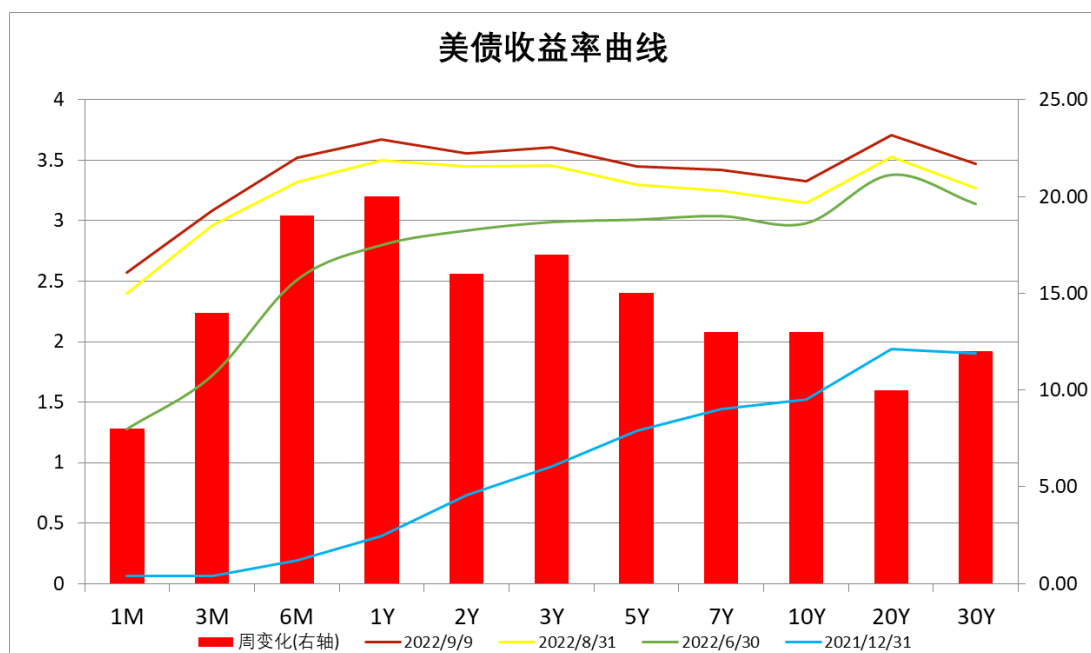
上周二级资本债收益率整体呈下行。其中 1Y 下行 6.82BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.05 以下，利差位于 0.10 分位数以下，利差角度获利空间较低。永续债方面，1YAA+至 AA-下行幅度最大，达 5.97BP；10YAAA-上行幅度最大，达 0.05BP。

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	2.05	2.52	2.92	3.36	AAA级RMBS	21.41	22.69	41.76	56.12	AAA级RMBS	0.034	0.055	0.178	0.161
AAA级消金	2.16	2.68	3.07	3.56	AAA级消金	32.42	38.35	56.51	76.61	AAA级消金	0.008	0.058	0.068	0.126
AAA级企业ABS	2.38	2.96	3.32	3.85	AAA级企业ABS	54.52	66.56	81.12	104.75	AAA级企业ABS	0.023	0.11	0.204	0.432
AAA级ABN	2.27	2.79	3.17	3.71	AAA级ABN	43.59	48.85	67.01	90.97	AAA级ABN	0.015	0.075	0.071	0.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 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，目前各个类型及期限的 ABS 与国开债间的利差除部分 5Y 及以上品种外均处于 0.15 及以下的极低历史分位数区间，而长期品种近期受到此前断贷风波影响风险有所增加。整体来看，ABS 配置价值有限。

综合我国各个债券分项来看，各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低或极低分位数水平上，虽然经济下行叠加货币宽松使得此前利率有所下行，但在稳增长大背景下后续下行空间有限，应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

美债方面，上周美债收益率整体上行。其中，1Y 上行幅度最大，达 20BP。就业数据支持美国继续大举加息，叠加美联储释放的鹰派信号共同推升美债利率。在此背景下，2Y 与 10Y 美债倒挂有所加剧，目前利差为 23BP。相较于 4 月初的上一次倒挂，此次幅度更大，持续时间更长，这意味着市场对于衰退的共识更强。目前各类前瞻指标预示明年 Q2 前后美国可能正式面临衰退，同时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

指标	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	趋势
PMI	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	震荡
工业增加值当月同比	----	3.80	3.90	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	5.79	5.39	5.19	4.98	↗
GDP不变价当季同比	----	----	0.40	----	----	4.80	----	----	5.19	----	----	4.85	↘
固定资产投资完成额累计同比	----	5.70	6.10	6.20	6.80	9.30	12.20	----	3.90	3.89	3.93	4.00	↘
固定资产投资完成额制造业累计同比	----	9.90	10.40	10.60	12.20	15.60	20.90	----	5.36	4.75	3.99	3.60	↘
房地产开发投资完成额累计同比	----	-6.40	-5.40	-4.00	-2.70	0.70	3.70	----	5.69	6.40	6.75	7.19	↗
固定资产投资完成额基础设施建设投资累计同比	----	9.58	9.25	8.16	8.26	10.48	8.61	----	1.80	1.56	1.86	1.97	↗
社会消费品零售总额当月同比	----	2.70	3.10	-6.70	-11.10	-3.53	6.70	----	3.14	4.45	4.60	3.85	震荡上行
出口金额人民币当月同比	11.80	23.90	21.80	14.80	1.60	12.70	3.90	20.80	13.92	15.36	13.45	13.77	拐头向下
社会融资规模存量同比	10.50	10.70	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	震荡上行
M2同比	12.20	12.00	11.40	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	↗
社融-M2	-1.70	-1.30	-0.60	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	1.30	1.70	↘
CPI当月同比	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	↘
PPI全部工业品当月同比	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50	10.70	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日. 深红色数据为两年同比.

指标(2022/08/31)	预测值	实际值	
PMI	49.2	49.4	↗
工业增加值:当月同比	3.92	----	----
GDP:当季同比	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.26	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	4.21	----	----
出口金额:当月同比	13.52	11.8	↘
社会融资规模:当月值	20366.67	24300	↗
M2:同比	11.83	12.2	↗
CPI:当月同比	2.76	2.5	↘
PPI:当月同比	3.03	2.3	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

4.1.1 经济数据结构性修复，弱复苏是主基调

8 月新增社融 2.43 万亿元，同比少增 5571 亿元，略超市场预期。社融存量增速 10.5%，前值 10.7%，高于市场预期。其中主要拖累项为政府债和企业债，主因专项债集中前置下的错位发行，主要支撑项为非标。人民币贷款总量同比多增，结构明显改善，企业中长期贷款同比多增且增幅为近一年次高，政策性开发性金融工具落地带动基建中长期贷款应是主要原因。

居民短期贷款同比多增 426 亿元。预示消费边际改善；居民中长贷同比少增 1601 亿元，地产需求继续低迷。政府债同比少增 6693 亿，是社融同比最大拖累项，近期政策明确启用 5000 多亿的专项债限额，但去年 8-11 月月均发行 6000 亿，新增限额的启动难以完全弥补缺口。非标融资同比多增 5826 亿元，为此次社融超预期最大支撑项，其中委托贷款同比多增 1578 亿元，创近五年新高，主因部分政策性金融工具以委托贷款的形式投放。本轮政策性金融工具合计 6000 亿，未来将继续为社融和基建投资增速回升提供支撑。此外，8 月 M2 同比增速 12.2%，M2-社融增速差继续扩大，实体流动性延续衰退式宽松。人民币存款同比少增 900 亿元，财政存款加速向企业存款转移，同时居民预防性储蓄增多。

总体看，预计后续经济基本面依然处于震荡中驻底的弱复苏状态，重点关注一手房销售数据，预计 9 月高温限电结束、督导组进度地方改善政策落地情况将对经济形成一定支撑，国常会政策集中落实将企业中长贷会持续同比多增，盘活地方新增专项债限额，也会一定程度上修复政府债券融资缺口，9-10 月社融或会趋于总量震荡走平同时结构改善的格局。

4.1.2 近期美联储表态再次偏鹰，美国 8 月就业数据显示新增非农就业人数上涨而失业率回升，劳动力市场增长有所放缓但依然较为强劲，同时美国 8 月制造业

PMI 数据超预期，显示美国经济韧性仍可承受大幅度加息，外围市场的交易逻辑逐步由之前的滞涨转为紧缩与衰退，但在目前组合下，预计美债收益率大概率不会击穿此前高点 3.5%。短端加息预期将取决于 8 月美国通胀数据，后续仍需观察海外经济衰退带来的需求下降及零售商高库存积压可能带来的出口回落可能对制造业带来的压力。此外，中美双方政治与经济方面的博弈或将会对市场形成反复扰动。

4.2 股票市场观点

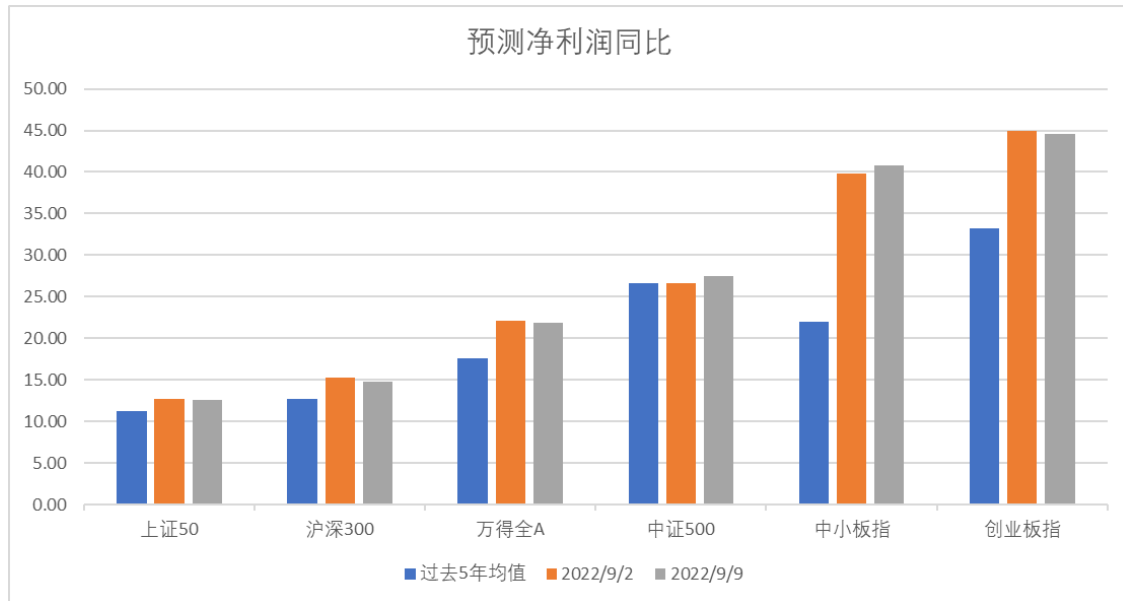
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE12.42 倍，处于 9%分位水平，股权溢价率 2.9%，处于 86%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	9.79	8.47	1.28	7.42	0.30	0.15	0.53	0.89
沪深300	11.87	9.42	1.41	5.63	0.22	0.08	0.22	0.93
中小板指	31.28	16.45	3.69	0.40	0.49	0.06	0.42	0.79
创业板指	48.13	23.95	5.62	-0.72	0.32	0.14	0.49	0.92
中证500	22.47	13.77	1.74	1.65	0.39	0.01	0.15	0.78
万得全A	17.56	12.42	1.71	2.90	0.40	0.09	0.35	0.86

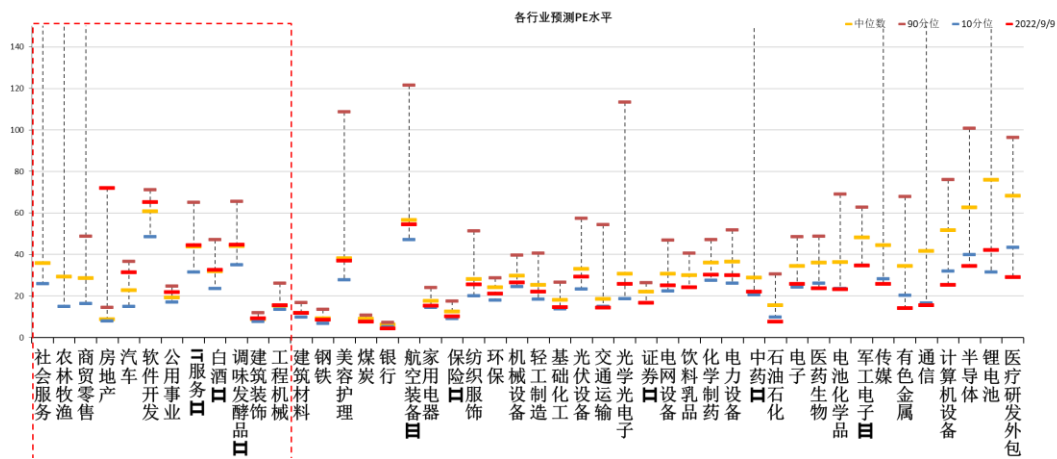
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.24	0.92	7.49	0.07	0.06	0.58
标普500	20.82	4.00	1.47	0.19	0.70	0.21
纳斯达克指数	29.91	4.46	0.01	0.11	0.36	0.22
德国DAX	12.60	1.46	----	0.10	0.09	----
法国CAC40	12.99	1.60	----	0.01	0.38	----
英国富时100	14.23	1.63	----	0.11	0.20	----
韩国综合指数	10.09	0.89	----	0.06	0.34	----
台湾加权指数	10.55	1.93	----	0.01	0.64	----
日经225	28.47	1.69	----	0.82	0.31	----
胡志明指数	13.41	2.06	----	0.07	0.17	----
印度SENSEX30	23.05	3.40	----	0.21	0.80	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

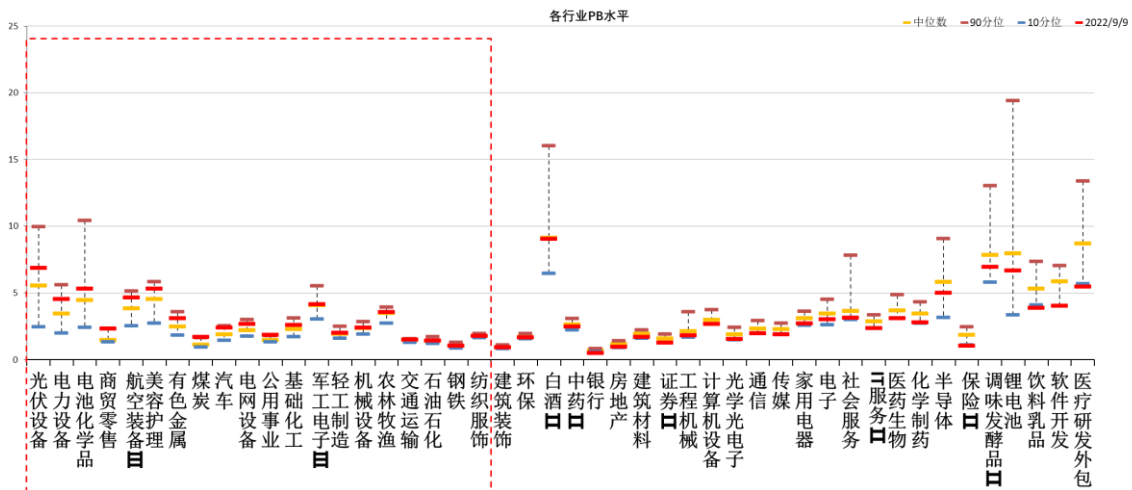


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

分行业看, 少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 少数行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 电力设备、光伏等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日. 数值为绝对值。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

4.2.2 上周, A 股全面上涨, 中证 500 占优, 上半周俄罗斯关闭北溪-1 天然气管道刺激上游能源板块上涨, 下半周国常会继续强调稳增长, 稳经济预期再次升温, 基建、地产链回暖。

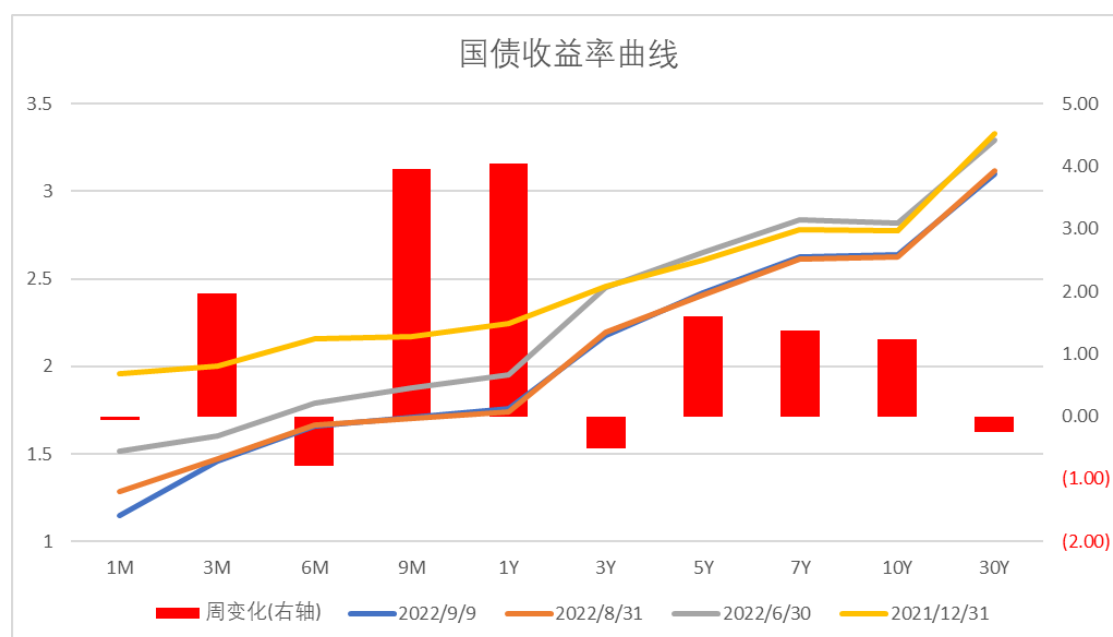
4.2.3 8 月数据显示经济继续震荡中筑底, 年内经济自身波动幅度较窄, 流动性将延续充裕状态, M2-社融剪刀差进一步走阔显示宏观剩余流动性较为充裕, 短期内权益市场仍以震荡为主。政治局会议对各项政策的定调使得目前基本格局暂时难以被打破, 美联储近期表态后美国远端加息预期升温, 或会对高估值个股形成压制, 近期市场也呈现出风格收敛的表现。后续关注重点在中长期信贷的确定性向上趋势拐点、海外步入实质性衰退引发外需大幅回落冲击国内制造业、疫情防控实质性放松、地产需求侧企稳的时间点, 四点因素中若有变化或将带领市场风格发生转变。

4.2.4 配置方向上关注:

1、短期内, 市场风格进入板块快速轮动的再平衡时期, 目前基本面下仍需防范海外地缘形势变化及出口数据回落对能源板块的压制, 成长与价值风格表现或会继续收敛。海外衰退压力增加、出口超预期回落下, 国内稳增长力度有加强预期, 或可适度增加对低估值价值风格配置。

2、需求较为确定且拥挤度相对较低的农业、医药正在逐步进入中长期配置区间。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 9 日.

4.3.1 上周长端利率窄幅波动, 主要影响因素包括: 出口数据超预期下行、社融数据略好于预期、疫情防控政策趋严、国常会强调盘活地方专项债限额。稳增长预期再度升温、经济基本面最悲观预期充分释放后, 对债市交易空间形成压制, 但地产行业的周期性下行、出口份额的回落及全球贸易增速的下滑、资金来源不足对基建投资的约束使得经济短期内难以找到大幅回暖的抓手, 同时资产荒为债市估值形成支撑, 使得债市总体来说以区间震荡为主。

4.3.2 长期看, 本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局成为 2022 年全球经济的重要特征, 后续仍需观察货币政策态度。国内宽信用预期增强叠加常态化货币宽松背景下, 长债利率呈震荡格局。此后 4 季度, 随着稳增长政策逐步带动经济企稳, 货币政策或会有所收敛, 叠加美联储加息, 或会对债市造成一定压力。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况。

目前我们对债券做中性配置, 三季度经济弱复苏与充裕流动性的组合下, 对债券的配置仍以哑铃型策略为主, 利率债偏波段机会, 基本面不变的情况下 2.85 可参与, 强化对信贷数据跟踪, 强调配置时点的性价比。

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。