

汇率压力上升，关注海外因素扰动

一、重要信息点评

1. 9月13日，美国公布8月通胀数据。8月美国CPI同比8.3%，预期8.1%，环比0.1%；核心CPI同比6.3%，预期6.1%，环比0.6%，大超市场预期。美国CPI降幅不及预期，主因住房、医疗价格均环比上涨0.7%，相比之下，能源价格继续环比回落，食品价格涨幅趋缓，二手车、机票价格环比继续下跌，基本符合预期。此次核心CPI环比超预期反映出美国通胀粘性较强，高通胀长期化风险上升，数据发布后美联储加息预期升温，9月加息75个基点的概率为67%，加息100个基点的概率为33%。

2. 9月15日，继8月LPR非对称性下调后，多家银行下调存款利率，包括活期存款和定期存款在内的多个品种利率有不同幅度的微调。其中，三年期定期存款和大额存单利率下调15个基点。此次存款利率下调有利于一定程度上提升居民消费意愿，同时缓解银行净息差压力，稳定银行盈利能力。

3. 9月16日，苏州、青岛两城市地产政策取消限购后被撤回，市场对地产政策大幅放松的预期有所降温，热点一、二线重点城市全面取消限购的可能性有所降低。

4. 9月16日，统计局公布8月份中国经济数据。生产端看，8月工业增加值同比4.2%，前值3.8%，预期3.9%，季调环比0.32%，前值0.38%。其中汽车制造同比上行幅度较多，中游行业总体相对较强，而通信电子、运输设备、医药等行业增加值的环比表现相对更弱，反映出高温与疫情的先后影响。投资端，地产竣工链景气度大幅好转，销售端逐步企稳，而地产投资仍处于下滑态势，基建投资继续高位速，制造业投资韧性强于预期。消费端，8月社零较上月回升2.7个百分点至5.4%，与环比降幅收窄及低基数效应有关，其中汽车、餐饮增速回升幅度较高，必选消费强于可选消费。整体看，8月经济边际回暖，基建与制造业韧性犹存。

5. 9月16日，拜登签署了总价值为7500亿美元的《2022年通胀削减法案》，令法案正式生效。该法案中，政府计划提供约3690亿美元用于气候和清洁能源领域项目，并提出购买电动车获得税收抵免的前提条件是汽车电池中至少有40%的金属原料和矿物要在美国或者与美国签署自由贸易协定的国家开采、提炼，而

美国汽车制造商所使用的绝大多数矿物、组件和电池来自中国，因此市场担忧美国车企对于中国锂电池的进口需求或会承压。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/9/16	2022/9/15	2022/9/14	2022/9/13	2022/9/12	
7天逆回购	20	20	20	20	0	80
	上周到期	100	上周投放	80	上周净投放	-20

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

上周央行 OMO 投放 80 亿，同时到期 100 亿，共计净回笼 20 亿，此外 MLF 等价缩量续作 4000 亿，说明人民币贬值背景下宽货币面临一定压制，因此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	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	
高炉开工率(247家):全国	77.90	80.14	80.85	81.99	82.41	↗
	2022/7/31	2022/8/10	2022/8/20	2022/8/31	2022/9/10	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	189.02	194.33	199.63	203.19	209.82	↗
	2022/8/19	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	265.18	269.46	293.81	307.63	307.63	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-20.84	-21.79	-22.24	-22.39	-19.31	拐头向上
	2022/8/18	2022/8/25	2022/9/1	2022/9/8	2022/9/15	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	56.81	58.63	58.05	54.01	50.42	↘
开工率:汽车轮胎:半钢胎	61.33	61.66	62.41	61.94	55.98	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 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，同时钢材库存也开始在产量的带动下开始拐头向上，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，汽车轮胎开工率则出现一定幅度的下行，不过去年中秋节前后也出现过类似情况，后续需观察数据是否会出现回升。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	2021/9/16	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	趋势
商品房成交面积:本月以来	50.73	37.89	35.13	31.90	30.00	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	10.40	10.04	9.36	10.76	9.89	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	30.69	19.52	16.06	13.00	12.85	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.65	8.33	9.71	8.14	7.25	低位
	2022/8/14	2022/8/21	2022/8/28	2022/8/31	2022/9/12	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	41.19	45.44	60.99	50.92	46.09	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	16.89	28.42	40.40	36.16	31.25	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

需求数据方面，商品房成交面积继续维持低位，仅一线城市维持一定韧性。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	2021/9/16	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	
农产品批发价格200指数	112.99	124.83	129.79	131.28	128.94	拐头向下
价格:生猪:外三元	12.73	22.44	23.56	23.34	23.59	震荡
平均批发价:猪肉	20.01	29.13	30.05	30.69	30.70	震荡
粮油批发价格200指数	107.87	116.56	116.56	116.68	116.75	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.50	4.96	5.46	5.57	5.23	拐头向下
平均批发价:7种重点监测水果	5.48	6.74	6.70	6.66	6.61	震荡下行
南华工业品指数	3,311.33	3,744.36	3,557.54	3,695.84	3,709.99	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	74.31	99.66	94.40	90.72	91.08	

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

价格数据方面, 农产品价格由此前的超季节性上行转为回落。其中, 此前受极端天气影响的蔬菜价格开始回落是主要因素, 此外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, 后续需猪价二次上行背景下 CPI 食品项压力。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价格回落, 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	-1.37	-6.41	17.73
COMEX黄金	-2.55	-2.98	-7.88
LME铝	-0.13	-4.52	-18.68
LME铜	-0.60	-0.69	-19.66
CBOT玉米	-0.84	0.30	14.50
CBOT大豆	2.39	0.94	7.97

	2022/9/16	2022/9/11	2022/8/31	2022/1/1
ICE布油	91.57	92.42	94.96	77.94
COMEX黄金	1684.5	1727.6	1722.7	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

期货价格方面, 上周各类期货价格整体震荡回落。其中, 黄金及原油分别跌 2.55%及 1.37%, 跌幅最大。ICE 布油期货跌至 91.57 美元, COMEX 黄金价格收于 1684.4 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	69.42	98.01	1368.96
美元兑人民币	630.00	980.00	6349.00

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
创业板指	-7.10	-7.90	-28.75
中证500	-5.74	-3.27	-19.09
万得全A	-4.85	-3.47	-17.43
中小板指	-4.43	-4.07	-22.74
偏股混合型基金指数	-4.39	-3.03	-18.15
沪深300	-3.94	-3.58	-20.40
科创50	-3.41	-3.02	-28.59
上证50	-2.88	-3.03	-18.21

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所回落, 其中创业板跌 7.10%, 跌幅最大。人民币汇率在美国加息预期走强背景下盘中破 7, 引发了市场一定的恐慌情绪。偏股基金指数跌 4.39%

	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	-5.99	-3.91	-20.06
绩优股指数	-5.76	-4.81	-23.76
高市盈率指数	-5.49	-2.99	-22.04
高市净率指数	-4.79	-5.03	-22.64
大盘指数	-3.97	-3.71	-20.08
低市盈率指数	-3.71	-0.78	-10.00
低市净率指数	-3.41	-0.50	-7.37
茅指数	-2.70	-2.89	-23.68

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

上周 A 股各风格指数中小盘指数及绩优股指数分别跌 5.99%及 5.76%, 跌幅居前。另一方面, 低 PB 指数及茅指数则仅下跌 3.41%及 2.70%, 跌幅最小。流动性收紧对成长风格的压制大于价值风格。

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
电力设备	-9.30	电力设备	-7.81	电子	-31.43
公用事业	-7.92	传媒	-7.51	传媒	-30.44
基础化工	-7.31	医药生物	-6.16	计算机	-29.99
有色金属	-7.23	环保	-5.64	医药生物	-27.43
煤炭	-7.17	食品饮料	-5.38	建筑材料	-23.87
美容护理	-1.32	银行	0.06	房地产	-5.76
社会服务	-1.28	煤炭	0.16	石油石化	-4.86
国防军工	-1.16	家用电器	1.39	交通运输	-4.63
食品饮料	-0.91	房地产	4.95	综合	0.14
银行	-0.85	国防军工	4.27	煤炭	30.67

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 16 日.

行业方面，上周申万 31 个行业均下跌。其中，发电及储能相关行业在海外政策反复下预期有所回落，电力设备及公用事业行业跌 9.30%及 7.92%，跌幅居前。此外，上游原材料价格相关的有色金属及煤炭行业分别跌 7.23%及 7.17%，表现不佳。另一方面，存款利率的下调使市场预期银行融资成本降低将带来盈利改善，在此背景下上周银行仅下跌 0.85%，跌幅最小。同时，价值板块在零售数据超预期背景下表现相对较好，食品饮料、社会服务及美容护理行业分别跌 1.32%至 0.85%，跌幅较小。另外，中美关系反复背景下国防军工行业相对占优，仅下跌 1.16%。

	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	-3.10	-5.98	-19.81
恒生科技指数	-5.37	-9.72	-31.96

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

港股方面，恒生指数跌 3.10%，恒生科技指数跌 5.37%，9 月 FOMC 临近前市场预期美元流动性将进一步紧缩，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
纳斯达克指数	-5.48	-3.11	-26.82
标普500	-4.77	-2.06	-18.73
标普中盘400	-4.71	-2.09	-16.25
道琼斯工业指数	-4.13	-2.18	-15.18
标普小盘600	-4.08	-3.29	-18.32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

美股方面，上周美股整体回落，其中纳斯达克指数跌 5.48%，跌幅最大。通胀数据再度超预期使市场加息预期再度走强。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
德国DAX	-2.65	-0.73	-19.79
日经225	-2.29	-1.86	-4.25
法国CAC40	-2.17	-0.78	-15.04
印度SENSEX30	-1.59	-1.17	1.61
英国富时100	-1.56	-0.65	-2.00
胡志明指数	-1.18	-3.63	-17.64
台湾加权指数	-0.15	-3.54	-20.07
韩国综合指数	-0.06	-3.61	-19.98

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

其他海外市场方面，韩国市场跌 0.06%，表现最好；德国跌 2.65%，表现最差。新兴市场较发达国家市场表现占优。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.38	1.66	1.30	1.61
较上上周变化(BP)	13	10	14	16

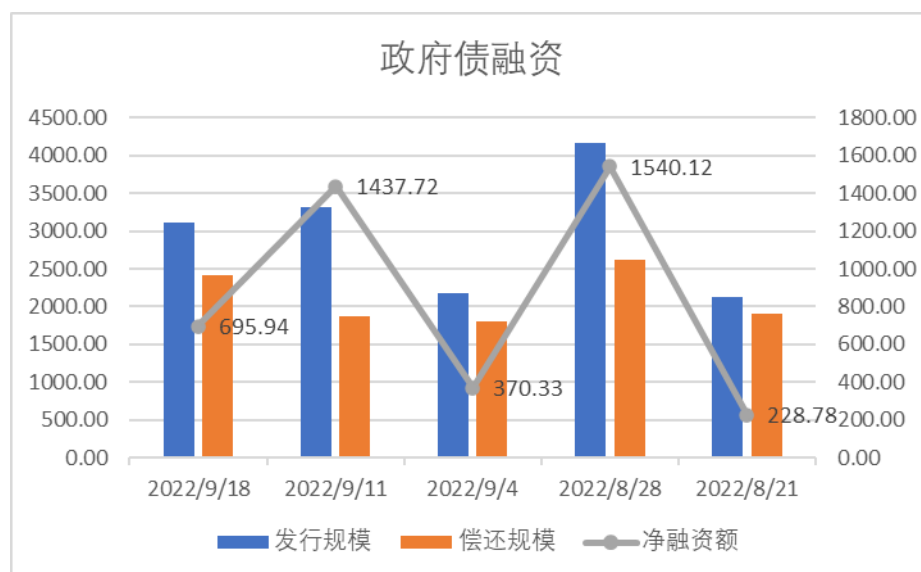
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

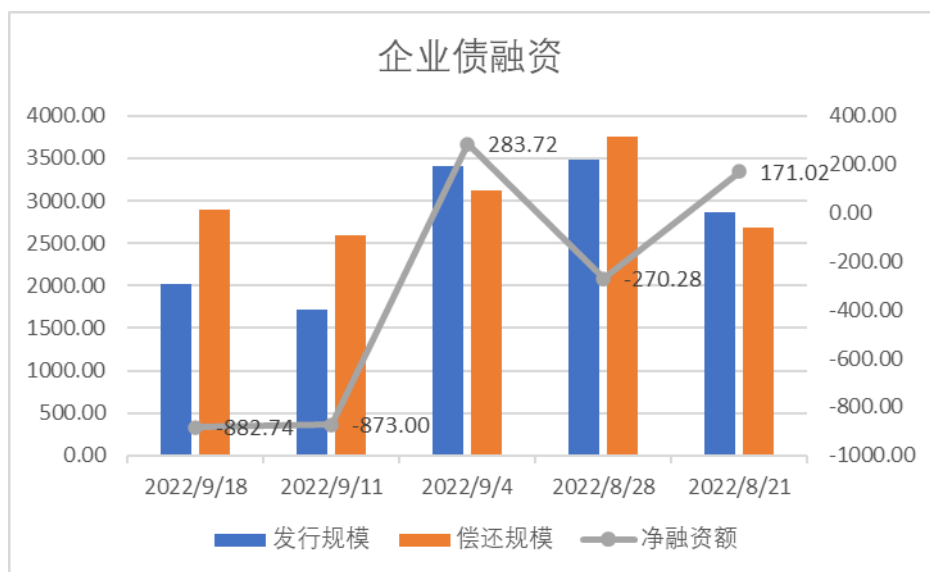
	2022/9/1	2022/9/9	2022/9/16
1Y	1.36	1.5	1.47
6M	1.3	1.55	1.46
	2021/9/1	2021/9/9	2021/9/16
1Y	2.3269	2.414	2.4259
6M	2.2557	2.369	2.383
	2020/9/1	2020/9/9	2020/9/16
1Y	2.8048	2.9024	2.9258
6M	2.7565	2.9245	2.9626
	2019/9/2	2019/9/10	2019/9/17
1Y	2.8199	2.6973	2.736
6M	2.8158	2.6252	2.6929

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

上周货币市场利率整体位于低位，其中利率最高的 R007 为 1.66%，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 1.47、1.46，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 16 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 695.94 亿, 较上上周有所减少; 企业债净融资额-882.74 亿, 较上上周基本持平。

从高频数据看, 9 月社融较 8 月可能出现一定的温和回升, 但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	1.83	2.25	2.47	2.67	国债	41.98	21.7	20.64	国债	-	-	-
国开债	1.88	2.35	2.55	2.82	国开债	46.67	20.47	27.17	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.04	2.57	2.92	-	AAA信用债	52.26	35.56	-	AAA信用债	16.45	22.04	37.13
AA+信用债	2.31	2.97	3.62	-	AA+信用债	58.4	40.37	-	AA+信用债	30.56	42.29	62.19
AA信用债	4.68	5.34	5.99	-	AA信用债	66.4	65.37	-	AA信用债	42.56	62.29	107.19
AA-信用债	1.26	1.49	1.71	-	AA-信用债	66.4	65.37	-	AA-信用债	279.56	299.29	344.19

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	7	5	4	国债	9	6	6	5	国债	-41	-21	-14	-10
国开债	5	5	5	2	国开债	5	1	5	2	国开债	-44	-22	-23	-26
AAA信用债	2	-1	3	-	AAA信用债	-1	-4	0	-	AAA信用债	-70	-39	-35	-
AA+信用债	2	1	3	-	AA+信用债	0	0	2	-	AA+信用债	-75	-74	-55	-
AA信用债	2	1	3	-	AA信用债	1	1	2	-	AA信用债	-73	-72	-53	-
AA-信用债	11	3	5	-	AA-信用债	-2	2	4	-	AA-信用债	-70	-51	-45	-

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	0.07	0.06	0.07	0.05	国债	0.86	0.85	0.71	国债	-	-	-
国开债	0.06	0.05	0.05	0.02	国开债	0.51	0.45	0.82	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.05	0.02	0.02	-	AAA信用债	0.84	0.71	-	AAA信用债	0.00	0.01	0.14
AA+信用债	0.02	0.02	0.01	-	AA+信用债	0.91	0.61	-	AA+信用债	0.00	0.04	0.20
AA信用债	0.04	0.04	0.04	-	AA信用债	0.77	0.74	-	AA信用债	0.01	0.04	0.18
AA-信用债	0.06	0.06	0.08	-	AA-信用债	0.76	0.69	-	AA-信用债	0.31	0.45	0.60

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	0	-2	-1	国债	-3	0	-1	国债	20	7	4
国开债	0	0	-2	国开债	-3	4	-3	国开债	21	-1	-3
AAA信用债	-3	4	-	AAA信用债	-3	4	-	AAA信用债	31	4	-
AA+信用债	-1	2	-	AA+信用债	0	2	-	AA+信用债	34	3	-
AA信用债	-1	2	-	AA信用债	0	2	-	AA信用债	1	19	-
AA-信用债	-1	2	-	AA-信用债	0	1	-	AA-信用债	1	19	-

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	-6	-2	AAA信用债	-6	-6	-5	AAA信用债	-27	-17	-12
AA+信用债	-4	-5	-3	AA+信用债	-7	-4	-5	AA+信用债	-26	-13	-9
AA信用债	-3	-4	-2	AA信用债	-5	-2	-3	AA信用债	-32	-52	-32
AA-信用债	-3	-4	-2	AA-信用债	-4	-1	-3	AA-信用债	-30	-50	-30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 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，信用债整体上行，其中 1YAA-上行 11BP，上行幅度最大。利率债整体短端上行大于长端。一方面，经济数据超预期对利率有一定的推升作用；同时，人民币破 7 使市场担心汇率压力会导致后续流动性出现一定的收紧。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	1.67	1.69	2.11	--	--
国有银行	1.20	1.67	1.79	1.86	1.96
股份银行	1.21	1.38	1.82	2.00	1.98
城商行	1.67	1.66	2.00	2.12	2.26
农商行	1.82	1.76	1.95	2.10	2.17
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	9	1	16	--	--
国有银行	0	0	1	0	3
股份银行	-4	0	3	0	0
城商行	5	-6	6	2	10
农商行	15	6	6	-8	1
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	85.6	94.8	243.3	16.8	303.2
国有银行	0	0	0	0	0.5
股份银行	0	0.5	20.5	0.5	220
城商行	80.6	77.5	204.8	12	80
农商行	5	16.8	18	4.3	2.7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体呈上行, 其中发行规模最多的 1Y 股份银行上行 0BP, 6M 城商行上行 6BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.01	2.51	2.92	AAA+	12.52	16.65	37.04	AAA+	0.005	0.014	0.514
AAA	2.07	2.59	2.95	AAA	19.39	24.05	40.11	AAA	0.004	0.018	0.182
AAA-	2.14	2.67	3.08	AAA-	26.15	31.90	52.47	AAA-	0.003	0.009	0.262
AA+	2.20	2.77	3.18	AA+	32.15	41.90	62.47	AA+	0.003	0.021	0.138
AA	2.28	2.94	3.67	AA	40.15	58.90	111.47	AA	0.001	0.01	0.251

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.05	2.58	2.98	AAA	16.81	23.25	42.76	AAA	0.002	0.009	0.116
AA+	2.15	2.71	3.17	AA+	27.45	36.19	61.79	AA+	0.004	0.012	0.164
AA	2.23	2.84	3.38	AA	35.45	49.69	83.29	AA	0.002	0.016	0.088
AA(2)	2.33	3.01	3.78	AA(2)	45.45	66.69	123.29	AA(2)	0.002	0.011	0.101

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 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 0.05 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, 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	2.07	2.36	2.66	2.90	3.06	利率变化(BP)	2.61	3.62	3.93	3.97	4.62	利率分位数	0.03	0.02	0.02	0.01	0.02
当前利差	2.89	3.30	17.52	18.06	14.64	利差变化(BP)	-1.30	0.22	3.02	3.45	2.34	利差分位数	0.01	0.02	0.11	0.03	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 16 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.17	2.77	3.15	3.45	AAA-	28.81	42.14	60.06	62.23	AAA-	1.98	3.22	3.07	0.53
AA+	2.22	2.82	3.20	3.50	AA+	34.24	46.85	65.13	67.21	AA+	3.98	5.22	3.08	0.53
AA	2.44	3.07	3.53	3.83	AA	56.24	71.85	98.13	100.21	AA	3.98	4.22	3.08	0.53
AA-	3.49	4.16	4.62	4.92	AA-	161.24	180.85	207.13	209.21	AA-	3.98	4.22	3.08	0.53

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

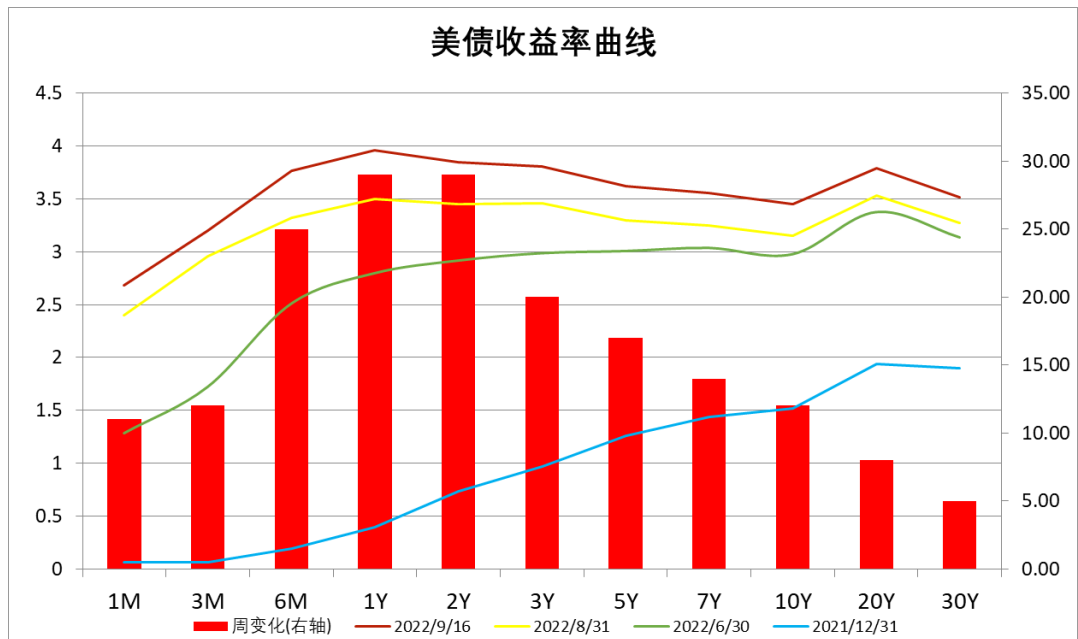
上周二级资本债收益率整体呈上行。其中 1Y 下行 4.62BP，上行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.05 以下，利差位于 0.15 分位数以下，利差角度获利空间较低。永续债方面，3YAA+上行幅度最大，达 5.22BP。

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	2.53	2.93	3.37	AAA级RMBS	16.83	18.67	38.31	54.77	AAA级RMBS	0.017	0.025	0.11	0.146
AAA级消金	2.16	2.69	3.07	3.56	AAA级消金	28.30	33.84	51.99	73.83	AAA级消金	0	0.031	0.041	0.061
AAA级企业ABS	2.40	2.94	3.33	3.84	AAA级企业ABS	51.75	58.87	77.93	101.97	AAA级企业ABS	0.009	0.028	0.105	0.332
AAA级ABN	2.27	2.79	3.19	3.71	AAA级ABN	39.47	44.34	63.82	88.19	AAA级ABN	0.002	0.043	0.039	0.134

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 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 0.05 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 16 日.

美债方面,上周美债收益率整体上行。其中,1Y 及 2Y 上行幅度最大,达 29BP。美国最新出炉的通胀数据中核心通胀大超市场预期,表明海外通胀韧性较强,大幅推升市场加息预期。在此背景下,2Y 与 10Y 美债倒挂有所加剧,目前利差为 40BP。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	4.20	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	5.80	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	10.00	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	-7.40	-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	10.37	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	5.40	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:当月同比	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 16 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	4.2	↗
GDP:当季同比	----	----	----
固定资产投资:累计同比	5.26	5.8	↗
社会消费品零售总额:当月同比	4.21	5.4	↗
出口金额:当月同比	13.52	11.8	↘
社会融资规模:当月值	20366.67	24322	↗
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 16 日.

4.1.1 经济数据修复，弱复苏是主基调

8 月经济数据整体修复，略超预期。从生产端看，8 月工业增加值同比 4.2%，前值 3.8%，预期 3.9%，去年低基数推动同比增速回升，季调环比 0.32%，前值 0.38%，环比增速有所放缓，与 PMI 仍处于收缩区间相匹配。三大门类中，采矿业边际降速，制造业与公用事业修复。25 个行业中，汽车制造增速上行幅度较大，与四川生产有所重叠的通信电子、运输设备、医药等行业增加值表现相对更弱，反映高温+疫情影响。

从投资端看，8 月地产投资继续超季节性下滑，其中销售、竣工面积增速回升，新开工、施工面积增速小幅下滑，显示保交楼政策推动竣工景气度明显修复，而开发商拿地新开工意愿弱，销售逐步底部企稳。基建投资高位提速，去年化解隐性债务导致的低基数叠加政策性金融工具落地推动基建投资。预计年内基建受益于政策性金融加码+基数低效应，至年底投资可保持两位数增速。制造业投资同比 10.6%，高于上月的 7.5%，超市场预期，结构分化较大。纺织、运输设备等行业投资降幅较大，汽车、化工有色、电气机械投资提速幅度大，一方面和受益于国内低成本优势+欧洲能源危机的出口结构性高景气相匹配，另一方面国内需求上也有支持，8 月汽车产销延续高增长。

从消费端看，环比降幅收窄叠加低基数效应支撑居民消费小幅改善。8 月社会消费品零售总额当月同比 5.4%，较上月回升 2.7 个百分点，超市场预期，同比提速主因低基数影响。从环比看，8 月社零环比-0.05%，较 7 月的-0.12%降幅收窄。其中，商品零售增速回升 1.9 个百分点至 5.1%，餐饮收入增速回升 9.9 个百分点至 8.4%。必选消费品表现明显强于可选消费品，必选均有提速，可选除汽车外增速均环比回落。

就业方面，8月31个大城市城镇调查失业率下行0.2个百分点至5.4%，就业超季节性改善，结构也有所改善。16-24岁人口失业率下行1.2个百分点至18.7%，25-59岁人口失业率录得4.3%，持平上月。

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 从高频数据看，9月上旬地产销售仍处于震荡筑底状态，9月1日-8日60城新房销售面积同比-38%，其中一线/二线/三线分别下降2%/54%/34%，7月/8月同比增速分别为-34%，-30%。此前7-8月高温一直拖累基建形成实物工作量进度，但从高频看，9月第二周，基建相关产品价格总体上升，螺纹钢、高线、玻璃价格分别较上周变动0.3%、0.1%、2.2%，同时沥青开工率大幅走高，或预示着9月基建产业链景气上行。

4.1.3 近期美国强劲的就业数据与较强的通胀黏性使得市场对美联储鹰派预期再度升温，外围市场的交易逻辑转为紧缩与衰退，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%。8月美国通胀数据预示着9月美联储加息75bp概率较大，后续一方面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，另一方面也需关注人民币汇率压力或会使国内流动性难以再大幅宽松的风险。此外，中美双方政治与经济方面的博弈正在对市场风险偏好形成反复扰动。

4.2 股票市场观点

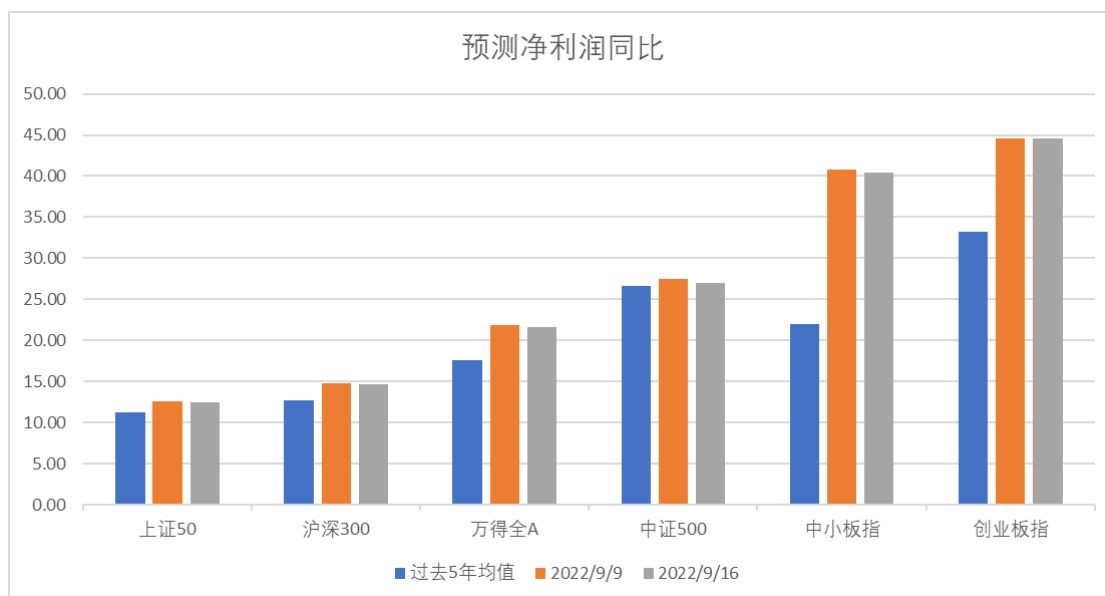
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全A预测PE11.89倍，处于8%分位水平，股权溢价率3.13%，处于91%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	9.54	8.26	1.25	7.66	0.19	0.09	0.42	0.93
沪深300	11.45	9.09	1.36	5.91	0.12	0.05	0.13	0.96
中小板指	29.91	15.70	3.53	0.52	0.40	0.03	0.35	0.85
创业板指	44.89	22.33	5.25	-0.60	0.29	0.09	0.45	0.94
中证500	21.21	13.01	1.64	1.89	0.29	0.00	0.08	0.86
万得全A	16.79	11.89	1.63	3.13	0.25	0.08	0.21	0.91

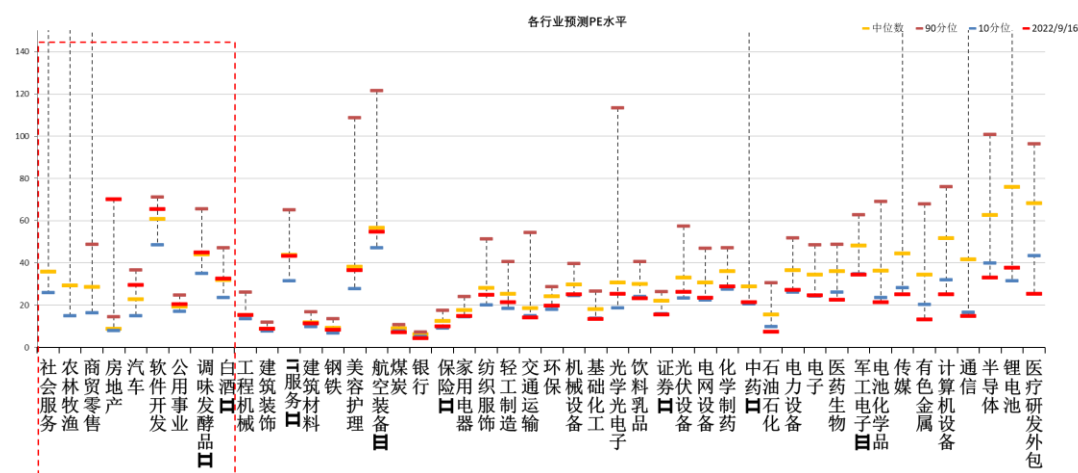
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	9.00	0.90	7.67	0.02	0.02	0.63
标普500	19.81	3.81	1.60	0.10	0.63	0.27
纳斯达克指数	28.29	4.21	0.08	0.07	0.17	0.26
德国DAX	12.27	1.42	----	0.06	0.05	----
法国CAC40	12.70	1.56	----	0.00	0.30	----
英国富时100	13.96	1.61	----	0.09	0.17	----
韩国综合指数	10.08	0.89	----	0.06	0.34	----
台湾加权指数	10.52	1.92	----	0.01	0.64	----
日经225	27.80	1.65	----	0.80	0.22	----
胡志明指数	13.26	2.04	----	0.06	0.15	----
印度SENSEX30	22.68	3.35	----	0.16	0.75	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

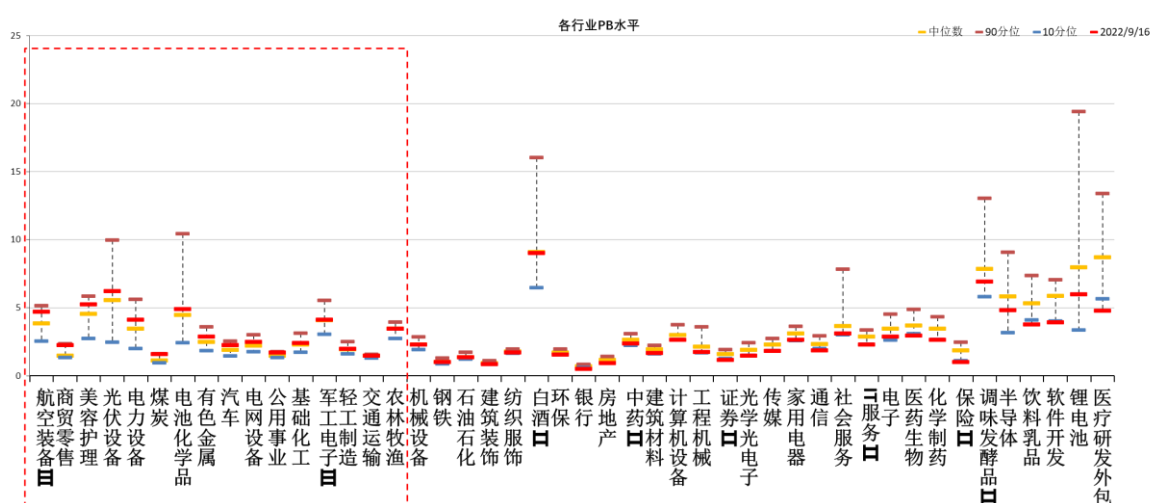


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

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, 社会服务、房地产等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日. 数值为绝对值。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 16 日.

4.2.2 上周，A 股大幅下跌，上证 50 与科创 50 相对占优，市场风格偏价值，可选消费、金融、军工相对抗跌。海外地缘政治扰动、美国通胀数据超预期下鹰派预期继续升温、2022 年通胀削减法案正式生效压制成长股表现，人民币汇率破 7 对 A 股市场整体风险偏好形成扰动，而苏州、青岛撤回放开限购的政策冲击市场对二线城市全面放开限购的宽松预期。海外方面，美股三大股指延续下挫，价值风格相对占优，医疗保健、能源和必需消费相对抗跌。港股市场全面下跌，必需性消费业、公用事业与电讯业表现相对较好。海内外风偏均有所下行。

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面

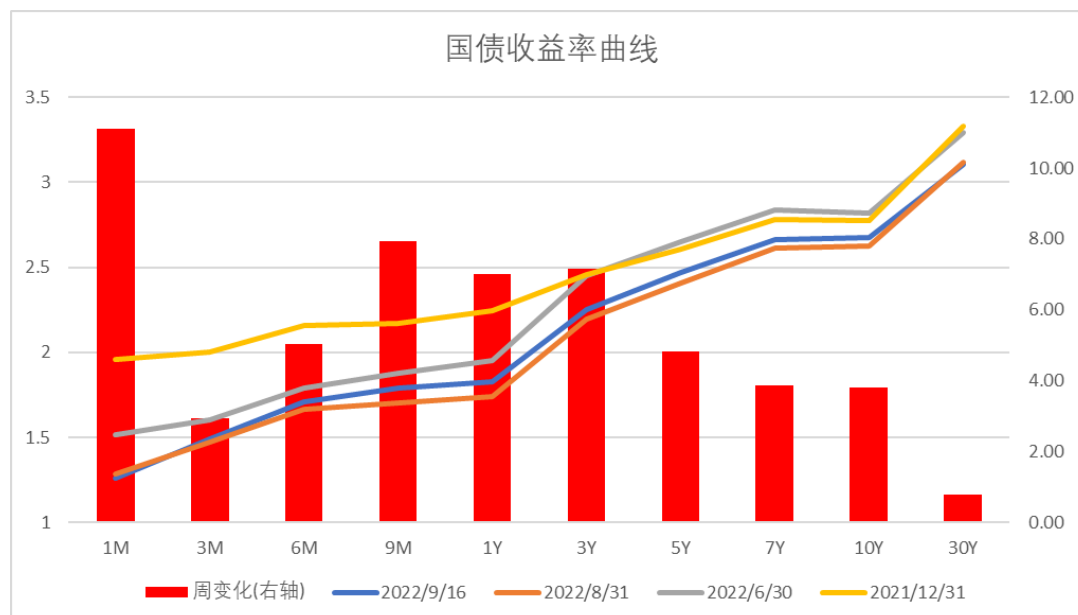
格局暂时难以被打破，美联储近期表态后美国远端加息预期升温，或会对高估值个股形成压制，近期市场也呈现出风格收敛的表现。后续关注重点在中长期信贷的确定性向上趋势拐点、海外步入实质性衰退引发外需大幅回落冲击国内制造业、疫情防控实质性放松、地产需求侧企稳的时间点，四点因素中若有变化或将带领市场风格发生转变。

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，目前基本上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。此外，近期人民币快速贬值对市场形成冲击，在汇率逐渐接近前期高点 7.2、美元流动性继续大幅收紧的背景下，国内流动性继续大幅宽松的空间正在收窄，高估值个股或会承压，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 16 日.

4.3.1 上周长端利率震荡，主要影响因素包括：美国 8 月通胀数据超预期、多家银行下调个人存款利率、9 月 MLF 等价缩量续作、8 月各项经济数据好于预期。稳增长预期再度升温、人民币大幅贬值。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 短期看，汇率压力下货币进一步宽松空间受到压制，叠加 9、10 月份为稳增长落地重要窗口期，债市或会短期承压，但地产与内生动力偏弱的情况下也不支持流动性收缩，流动性整体仍以合理宽裕为主。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 2.8 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。