

海外延续承压，静待政策明朗

一、重要信息点评

1. 9月22日，FOMC决议加息75BP，基准利率达到3.00~3.25%，同时按照5月发表的缩表计划，在9月将缩表规模提升至每月最高950亿美元，符合市场预期，但点阵图超预期鹰派。鲍威尔发布会上表态整体偏鹰，抗击通胀态度坚决，称将坚决致力于使通胀率回到2%的目标，就业市场非常可能会出现某种程度上的软着陆，美国房地产市场可能需要经历调整。本次会议发布的季度经济预测（SEP）中，对2022/2023/2024年GDP增速预期下调至0.2%/1.2%/1.7%（前值1.7%/1.7%/1.9%），对2022/2023/2024年PCE增速预期上调至5.4%/2.8%/2.3%（前值5.2%/2.6%/2.2%），对2022/2023利率目标预期上调至4.25~4.50%/4.50~4.75%（高于市场预期的4.00~4.25%/4.00~4.25%），经济预测有所下调，点阵图显示23年美联储预测利率中枢上移，加息路径整体上修，官员们预测22年内会再次加息100-125BP，同时打消了市场对联储在23年快速转向宽松的预期。会后美股跳水，美元指数首次站稳111，10年美债收益率大幅上行突破3.6%，市场转为交易近期紧缩与远期衰退的组合。

2. 9月21日，俄罗斯总统普京发表全国讲话，宣布启动部分动员令。9月22日，俄罗斯联邦安全会议副主席梅德韦杰夫称新加入俄罗斯的领土可用核武器进行防御。9月23日-9月27日，顿涅茨克、卢甘斯克、赫尔松和扎波罗热地区正式开始就加入俄联邦进行全民公投。此外，俄罗斯政府近期制定的未来三年计划草案显示，2023年到2025年，俄罗斯管道输送天然气的年出口量将减少近40%。俄乌紧张局势有所升级，国际关系不确定性增加。

3. 9月22日，日本进行了自1998年6月以来的首次外汇干预。日本财务省副大臣神田真人称，已经在外汇市场进行了干预。预计干预过程中需要卖出美元、买入日元，引发市场对日本央行抛售美债的担忧，美债潜在抛压增强，10年美债收益率大幅上行。

二、市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/9/23	2022/9/22	2022/9/21	2022/9/20	2022/9/19	
7天逆回购	20	20	20	20	20	100
	上周到期	80	上周投放	1000	上周净投放	920

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年9月23日.

上周央行OMO投放1000亿，同时到期80亿，共计净投放920亿，国庆假期前央行净投放属于常规操作，同时7日逆回购仍维持每天20亿的较低数量，说明央行希望宽货币尽快向宽信用过渡。

生产	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	2022/9/23	
高炉开工率(247家):全国	80.14	80.85	81.99	82.41	82.81	↗
	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	↗
	2022/8/26	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	2022/9/23	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	269.46	293.81	307.63	307.08	309.75	↗
库存:主要钢材品种:合计:同比	-21.79	-22.24	-22.39	-19.31	-15.46	拐头向上
	2022/8/25	2022/9/1	2022/9/8	2022/9/15	2022/9/22	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	58.63	58.05	54.01	50.42	59.87	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	61.66	62.41	61.94	55.98	62.96	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年9月23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，汽车轮胎开工率也在中秋节过后恢复至正常水平。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	2021/9/23	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	2022/9/23	趋势
商品房成交面积:本月以来	47.87	35.13	31.90	30.01	35.95	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	10.01	9.36	10.76	9.89	11.15	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.59	16.06	13.00	12.85	16.21	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	9.28	9.71	8.14	7.27	8.60	低位
	2022/8/21	2022/8/28	2022/8/31	2022/9/12	2022/9/18	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	45.44	60.99	50.92	46.09	39.58	高位
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	28.42	40.40	36.16	31.25	21.91	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年9月23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	2021/9/23	2022/9/2	2022/9/9	2022/9/16	2022/9/23	
农产品批发价格200指数	113.26	129.79	131.28	128.94	126.38	↘
价格:生猪:外三元	12.31	23.56	23.34	23.59	24.29	↗
平均批发价:猪肉	19.45	30.05	30.69	30.70	31.08	↗
粮油批发价格200指数	107.94	116.56	116.68	116.75	116.69	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.46	5.46	5.57	5.23	4.93	↘
平均批发价:7种重点监测水果	5.55	6.70	6.66	6.61	6.55	震荡下行
南华工业品指数	3,398.43	3,557.54	3,695.84	3,709.99	3,725.86	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	76.84	94.40	90.72	91.08	85.54	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年9月23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	-6.36	-12.57	9.98
COMEX黄金	-1.89	-4.87	-9.67
LME铝	-4.83	-9.37	-22.81
LME铜	-4.09	-5.33	-23.41
CBOT玉米	-0.33	-0.33	13.78
CBOT大豆	-1.55	-0.45	6.48

	2022/9/23	2022/9/17	2022/8/31	2022/1/1
ICE布油	85.54	91.57	94.96	77.94
COMEX黄金	1651.7	1684.5	1722.7	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

期货价格方面，上周各类期货价格整体回落。其中，铝及原油分别跌 4.83% 及 6.36%，跌幅最大。ICE 布油期货跌至 85.54 美元，COMEX 黄金价格收于 1651.7 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	337.27	435.28	1706.23
美元兑人民币	1390.00	2370.00	7739.00

	2022/9/23	2022/9/16	2022/8/31	2022/1/1
美元指数	113.0324	109.6597	108.6796	95.9701
美元兑人民币	7.1265	6.9875	6.8895	6.3526

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

上周美元指数上行 337.27BP，美联储鹰派超市场预期带动美元大幅走强，在此背景下人民币上周贬值 1390 个基点。

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	27.10%	72.90%	0.00%	0.00%				
2022/12/14	0.00%	0.00%	25.70%	70.60%	3.70%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	23.40%	66.60%	9.60%	0.30%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	11.00%	43.70%	39.90%	5.30%	0.20%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	10.90%	43.40%	39.90%	5.50%	0.20%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	9.50%	39.20%	40.40%	10.00%	0.90%
2023/7/26	0.00%	0.00%	4.70%	24.20%	39.80%	25.30%	5.50%	0.50%
2023/9/20	0.00%	1.50%	11.00%	29.20%	35.20%	18.90%	3.90%	0.30%
2023/11/1	0.00%	1.50%	10.70%	28.80%	35.00%	19.40%	4.20%	0.40%
2023/12/13	0.70%	5.80%	19.10%	31.70%	27.70%	12.30%	2.50%	0.20%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

美联储加息预期方面, 9 月 FOMC 会议加息 75BP 符合市场预期, 同时市场预期 11 月将继续加息 75BP。

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
上周	13	0	3	1	1	2	5	1	11	3
上上周	6	0	4	3	2	4	7	0	4	1

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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	1	6	2	8	0	0	1	30
	发行规模(亿元)	296.90	296.90	3.61	10.51	7.08	39.01	0.00	0.00	10.05	360.07
上上周	数量	12	8	0	2	0	9	0	0	2	25
	发行规模(亿元)	260.83	133.11	0.00	10.79	0.00	42.78	0.00	0.00	8.40	322.80
本月以来	数量	44	38	1	12	3	29	0	0	7	93
	发行规模(亿元)	769.01	624.46	3.61	85.20	9.90	180.76	0.00	0.00	41.72	1080.30

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 40 支, 其中普通混合型基金 13 支, 债券类基金 (19 支) 多于股票类基金 (5 支), FOF 基金申报 3 支。发行一边, 上周基金共计发行 360.07 亿, 发行规模较上上周有所回升, 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	-3.76	-6.67	-31.27
创业板指	-2.68	-10.37	-30.66
中小板指	-2.22	-6.20	-24.46
沪深300	-1.95	-5.46	-21.95
偏股混合型基金指数	-1.82	-4.79	-19.64
上证50	-1.80	-4.78	-19.68
万得全A	-1.77	-5.18	-18.90
中证500	-1.09	-4.32	-19.97

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

A 股表现来看，上周主要板块均有所回落，其中科创板跌 3.76%，跌幅最大。美联储紧缩预期走强使得市场风险偏好继续回落。偏股基金指数跌 1.82%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
茅指数	-4.36	-7.12	-27.01
高市盈率指数	-2.51	-5.43	-24.00
大盘指数	-1.99	-5.63	-21.67
高市净率指数	-1.77	-6.70	-24.01
小盘指数	-1.71	-5.55	-21.43
低市盈率指数	-0.36	-1.14	-10.33
低市净率指数	-0.24	-0.74	-7.60
绩优股指数	-0.19	-4.99	-23.90

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

上周 A 股各风格指数中茅指数及高 PE 指数分别跌 4.36% 及 2.51%，跌幅居前。另一方面，低 PB 指数及绩优股指数则仅下跌 0.24% 及 0.19%，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
美容护理	-8.00	传媒	-11.45	电子	-34.99
建筑材料	-5.56	美容护理	-11.08	传媒	-33.40
电子	-5.19	医药生物	-10.82	计算机	-32.73
医药生物	-4.97	电子	-9.69	医药生物	-31.04
轻工制造	-4.32	农林牧渔	-8.61	建筑材料	-28.11
综合	0.22	银行	-0.04	房地产	-8.07
电力设备	0.20	石油石化	0.30	交通运输	-4.79
石油石化	1.23	房地产	1.51	石油石化	-3.69
有色金属	1.56	国防军工	3.29	综合	0.26
煤炭	3.43	煤炭	3.60	煤炭	35.15

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 23 日.

行业方面，上周申万 31 个中 5 个上涨，26 个下跌。其中，俄乌局势反复使市场对于上游新旧能源及相关行业产生了一定的乐观预期，煤炭、有色、石油石化及电力设备行业分别上涨 3.43%、1.56%、1.23% 及 0.80%，涨幅居前。另一方面，医美市场遭整顿的消息使得美容护理行业上周跌 8.00%，跌幅最大，但背后深层次的原因可能是拥挤的交易及过高的毛利率。此外，美联储紧缩预期推升美债利率，在此背景下成长风格行业表现不佳，其中电子行业分别 5.19%，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	-4.42	-10.13	-23.35
恒生科技指数	-6.97	-16.01	-36.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

港股方面, 恒生指数跌 4.42%, 恒生科技指数跌 6.97%, 市场预期美元流动性紧缩将维持强势, 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
标普中盘400	-5.92	-7.89	-21.21
标普小盘600	-5.59	-8.70	-22.89
纳斯达克指数	-5.07	-8.03	-30.53
标普500	-4.65	-6.62	-22.51
道琼斯工业指数	-4.00	-6.09	-18.57

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

美股方面, 上周美股整体回落, 其中标普中盘 400 跌 5.92%, 跌幅最大。9 月 FOMC 会议加息 75BP 虽然符合市场预期, 但美联储官员对于长期紧缩的态度使市场此前偏乐观的情绪遭遇了一定的压制。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
法国CAC40	-4.84	-5.58	-19.15
韩国综合指数	-3.89	-7.36	-23.09
德国DAX	-3.59	-4.29	-22.67
台湾加权指数	-3.04	-6.47	-22.51
英国富时100	-3.01	-3.65	-4.96
胡志明指数	-2.49	-6.03	-19.69
日经225	-1.50	-3.34	-5.69
印度SENSEX30	-1.26	-2.42	-0.27

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

其他海外市场方面, 印度市场跌 1.26%, 表现最好; 法国跌 4.84%, 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	1.53	1.66	1.46	1.56
较上上周变化(BP)	15	0	16	-5

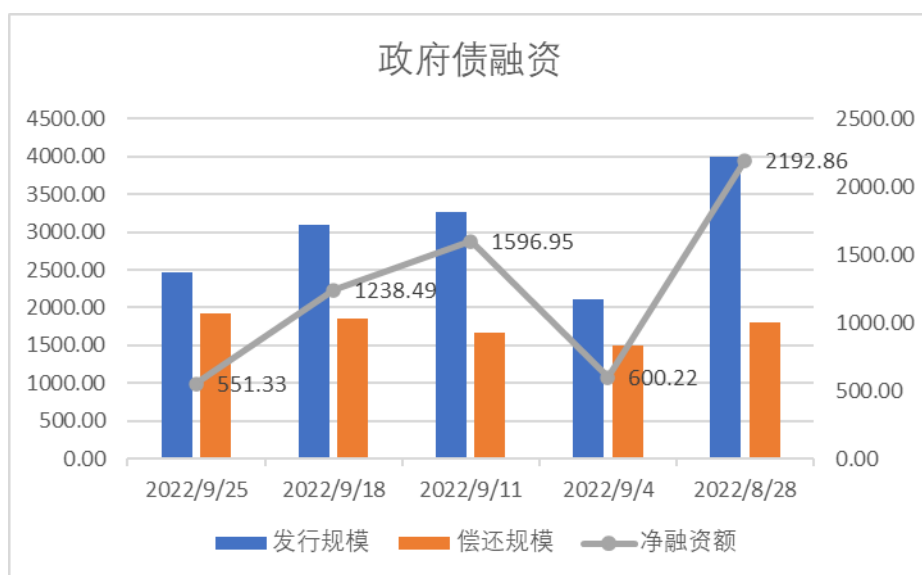
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

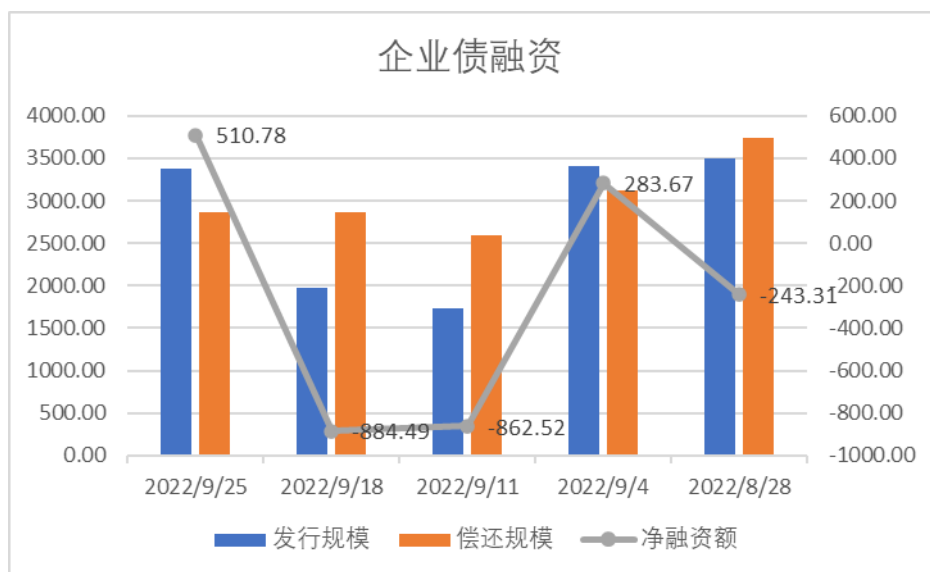
	2022/9/1	2022/9/16	2022/9/23
1Y	1.36	1.47	1.62
6M	1.3	1.46	1.68
	2021/9/1	2021/9/16	2021/9/23
1Y	2.3269	2.4259	2.3509
6M	2.2557	2.383	2.2774
	2020/9/1	2020/9/16	2020/9/23
1Y	2.8048	2.9258	3.0147
6M	2.7565	2.9626	3.1215
	2019/9/2	2019/9/17	2019/9/24
1Y	2.8199	2.736	2.8212
6M	2.8158	2.6929	2.8201

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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 1.62、1.68, 国股银票利率上行叠加政策银行投放基建资金使市场对 9 月社融继续改善产生了一定预期, 但结构改善可能仍需一段时间。





数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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 551.33 亿, 较上上周有所减少; 企业债净融资额 510.78 亿, 较上上周有所增加。

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	2.68	国债	42.11	21.97	21.14	国债	-	-	-
国开债	1.86	2.31	2.55	2.82	国开债	45.34	24.11	27.14	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.08	2.57	2.92	-	AAA信用债	49.42	34.77	-	AAA信用债	21.99	26.07	36.73
AA+信用债	2.32	2.95	3.59	-	AA+信用债	52.57	39.58	-	AA+信用债	36.09	43.32	58.79
AA信用债	4.69	5.32	5.96	-	AA信用债	63.57	63.58	-	AA信用债	46.09	64.32	103.79
AA-信用债	1.43	1.48	1.74	-	AA-信用债	63.57	63.58	-	AA-信用债	283.09	301.32	340.79

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	0	0	0	1	国债	9	6	6	6	国债	-41	-21	-14	-10
国开债	-3	-4	0	0	国开债	2	-2	5	2	国开债	-46	-26	-23	-26
AAA信用债	3	0	-1	-	AAA信用债	2	-4	-1	-	AAA信用债	-67	-39	-35	-
AA+信用债	1	-2	-4	-	AA+信用债	1	-2	-2	-	AA+信用债	-74	-76	-58	-
AA信用债	1	-2	-4	-	AA信用债	2	-1	-2	-	AA信用债	-72	-74	-56	-
AA-信用债	17	-1	3	-	AA-信用债	14	1	7	-	AA-信用债	-53	-52	-42	-

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	0.07	0.08	0.06	国债	0.87	0.85	0.73	国债	-	-	-
国开债	0.05	0.04	0.05	0.02	国开债	0.46	0.62	0.82	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.06	0.03	0.01	-	AAA信用债	0.76	0.67	-	AAA信用债	0.03	0.04	0.12
AA+信用债	0.02	0.01	0.00	-	AA+信用债	0.73	0.58	-	AA+信用债	0.03	0.05	0.11
AA信用债	0.05	0.03	0.02	-	AA信用债	0.71	0.68	-	AA信用债	0.02	0.05	0.10
AA-信用债	0.10	0.06	0.09	-	AA-信用债	0.69	0.62	-	AA-信用债	0.34	0.47	0.53

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	0	1	国债	-3	1	0	国债	21	7	5
国开债	-1	4	0	国开债	-4	7	-3	国开债	20	3	-3
AAA信用债	-3	-1	-	AAA信用债	-6	3	-	AAA信用债	28	4	-
AA+信用债	-6	-1	-	AA+信用债	-6	1	-	AA+信用债	28	2	-
AA信用债	-3	-2	-	AA信用债	-3	0	-	AA信用债	-2	17	-
AA-信用债	-3	-2	-	AA-信用债	-3	-1	-	AA-信用债	-2	17	-

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	6	4	0	AAA信用债	0	-1	-6	AAA信用债	-21	-13	-12
AA+信用债	6	1	-3	AA+信用债	-1	-2	-9	AA+信用债	-20	-12	-12
AA信用债	4	2	-3	AA信用债	-1	1	-7	AA信用债	-28	-50	-35
AA-信用债	4	2	-3	AA-信用债	0	2	-7	AA-信用债	-26	-48	-33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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, 信用债整体震荡, 其中仅 1YAA-上行 17BP, 幅度远超其余券种。利率债整体窄幅震荡, 仅 3Y 国开债下行 4BP, 幅度最大。一方面, 美债走强使市场担心比价效应利空国债; 同时, 国内稳增长仍然未见起色叠加外需走弱影响国内经济。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, 上周利差整体震荡下行, 但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走阔但仍处于较低分位数区间。整体看除 AA-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	1.84	1.84	2.16	--	--
国有银行	1.20	1.67	1.84	1.86	1.95
股份银行	1.30	1.50	1.88	1.98	2.02
城商行	1.81	1.77	2.12	2.09	2.21
农商行	1.87	1.88	2.14	2.05	2.14
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	18	17	11	--	--
国有银行	0	0	5	0	-1
股份银行	9	12	6	-2	4
城商行	14	14	21	0	-2
农商行	6	12	20	-5	-3
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	16.6	79.6	56.8	136.2	245.9
国有银行	0	0	0	0	0
股份银行	0	0	0	0	0
城商行	7.6	67.1	49.8	100	211.8
农商行	9	12.5	7	36.2	34.1

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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 城商行下行 2BP, 9M 城商行上行 0BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.05	2.52	2.91	AAA+	19.06	21.56	35.71	AAA+	0.027	0.087	0.466
AAA	2.09	2.58	2.91	AAA	23.49	26.71	36.06	AAA	0.024	0.031	0.083
AAA-	2.14	2.65	3.04	AAA-	28.26	34.55	49.42	AAA-	0.012	0.033	0.168
AA+	2.21	2.75	3.15	AA+	35.26	44.55	60.42	AA+	0.018	0.05	0.105
AA	2.29	2.92	3.62	AA	43.26	61.55	107.42	AA	0.009	0.017	0.183

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.05	2.57	2.97	AAA	19.07	26.61	42.01	AAA	0.008	0.021	0.092
AA+	2.16	2.71	3.16	AA+	30.71	40.54	61.02	AA+	0.014	0.03	0.152
AA	2.25	2.84	3.36	AA	39.71	53.04	81.52	AA	0.014	0.033	0.078
AA(2)	2.37	3.04	3.78	AA(2)	51.71	73.04	123.52	AA(2)	0.017	0.031	0.101

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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, 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	2.12	2.33	2.59	2.86	3.02	利率变化(BP)	4.51	-3.37	-6.52	-4.55	-4.50	利率分位数	0.06	0.01	0.00	0.00	0.01
当前利差	8.31	0.72	12.38	15.41	11.66	利差变化(BP)	5.42	-2.58	-5.14	-2.65	-2.98	利差分位数	0.12	0.00	0.03	0.01	0.00

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 23 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	2.69	3.11	3.45	AAA-	31.05	38.34	55.87	63.28	AAA-	-0.26	-7.63	-4.38	0.83
AA+	2.21	2.73	3.17	3.51	AA+	35.48	42.08	61.95	69.26	AA+	-1.26	-8.60	-3.37	1.83
AA	2.43	2.98	3.50	3.84	AA	57.48	67.08	94.95	102.26	AA	-1.26	-8.60	-3.37	1.83
AA-	3.48	4.07	4.59	4.93	AA-	162.48	176.08	203.95	211.26	AA-	-1.26	-8.60	-3.37	1.83

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日。利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

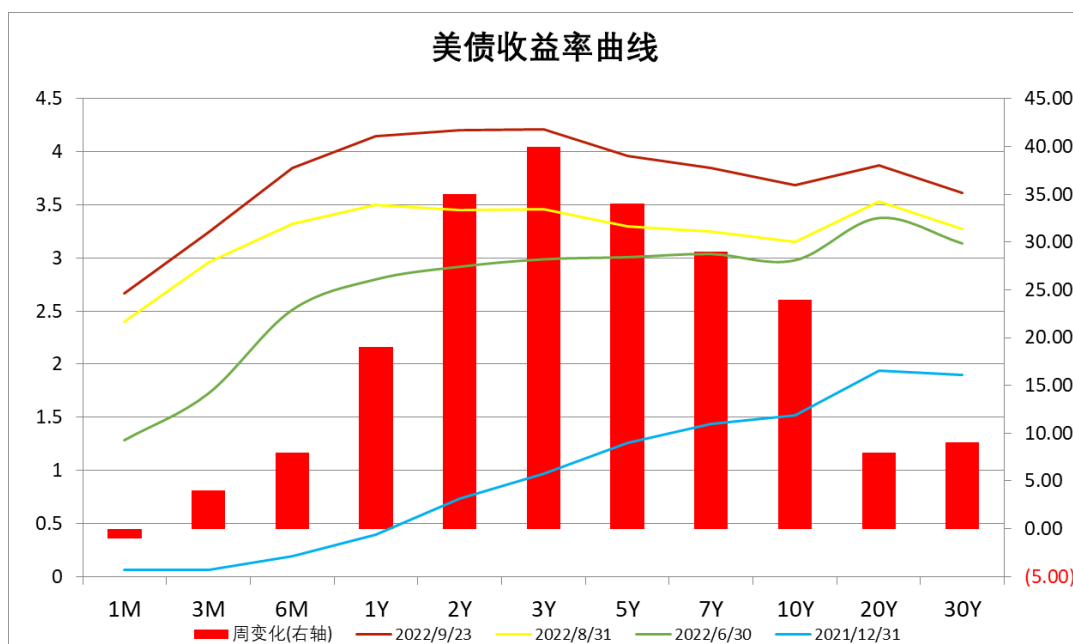
上周二级资本债收益率除 1Y 外呈下行。其中 3Y 下行 6.52BP，下行幅度最大。历史来看，各期限二级资本债利率分位数位于 0.1 以下，利差位于 0.15 分位数以下，利差角度获利空间较低。永续债方面，10YAA+以下品种上行幅度最大，达 1.83BP；同时 3YAA+以下品种下行幅度最大，达 8.60BP。

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	2.01	2.49	2.89	3.35	AAA级RMBS	15.28	17.78	33.69	52.82	AAA级RMBS	0.011	0.021	0.047	0.126
AAA级消金	2.15	2.65	3.00	3.53	AAA级消金	29.89	34.39	45.22	70.89	AAA级消金	0.008	0.041	0.011	0.015
AAA级企业ABS	2.45	2.94	3.29	3.81	AAA级企业ABS	59.06	63.01	73.88	98.53	AAA级企业ABS	0.073	0.068	0.034	0.213
AAA级ABN	2.27	2.78	3.15	3.67	AAA级ABN	41.57	46.99	59.77	85.25	AAA级ABN	0.015	0.061	0.016	0.069

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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 0.1 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 23 日.

美债方面，上周美债收益率整体上行。其中，3Y 上行幅度最大，达 40BP。美联储 FOMC 会议 SEP 显示美联储官员坚定的加息决心，同时市场担心日本政府为了稳定日元汇率将抛售美债。在此背景下，10Y 美债一度达到了创近十年新高 3.70%。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂有所加剧，目前利差为 51BP。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 23 日. 深红色数据为两年同比.

指标(2022/09/30)	预测值	实际值	
PMI	----	----	----
工业增加值:当月同比	4.2	----	----
GDP:当季同比	3.87	----	----
固定资产投资:累计同比	6	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	3.8	----	----
出口金额:当月同比	9.45	----	----
社会融资规模:当月值	34600	----	----
M2:同比	9.95	----	----
CPI:当月同比	3	----	----
PPI:当月同比	1.27	----	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 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，其中采矿业边际降速，制造业与公用事业修复。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，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。制造业投资超市场预期，结构分化较大。

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，超市场预期，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。

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 月地产销售处于震荡筑底状态，9 月 1 日-23 日 60 城新房销售面积同比下降 27%，其中一线上升 11%，二线/三线下降 43%/23%，上周新房成交面积环比大幅改善，单周销售小幅复苏。基建方面，9 月以来石油沥青装置环比回升 6.98%，水泥企业出库量环比持续回升，或预示着 9 月基建产业链景气明显上行。出口方面，上周中国出口集装箱运价指数延续回落，出口或将承压。

4.1.3 近期美联储鹰派预期再度升温，加息指向更高幅度与更长时间，外围市场的交易逻辑转为紧缩与衰退，美债收益率大幅上行。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

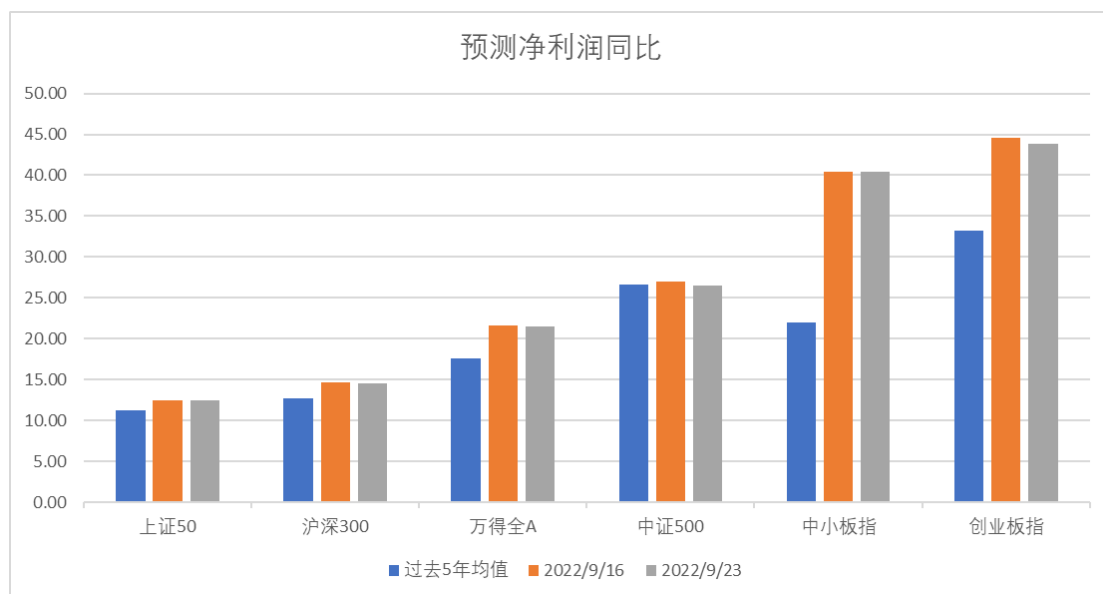
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE11.84 倍，处于 7%分位水平，股权溢价率 3.19%，处于 92%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	9.41	8.15	1.23	7.83	0.13	0.07	0.37	0.95
沪深300	11.33	8.99	1.35	6.03	0.11	0.03	0.10	0.98
中小板指	29.63	15.53	3.50	0.58	0.39	0.02	0.33	0.88
创业板指	43.84	21.89	5.12	-0.52	0.26	0.08	0.45	0.95
中证500	21.27	13.09	1.65	1.90	0.30	0.00	0.08	0.86
万得全A	16.72	11.84	1.63	3.19	0.23	0.07	0.20	0.92

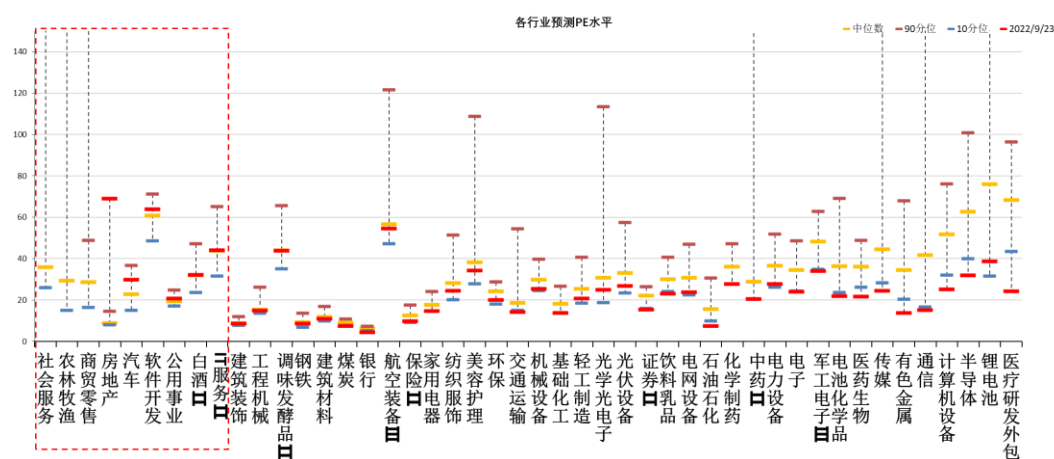
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.66	0.86	7.86	0.00	0.00	0.70
标普500	18.89	3.63	1.60	0.04	0.57	0.27
纳斯达克指数	26.77	3.99	0.05	0.03	0.10	0.24
德国DAX	11.98	1.35	----	0.04	0.04	----
法国CAC40	12.19	1.48	----	0.00	0.12	----
英国富时100	13.56	1.58	----	0.05	0.14	----
韩国综合指数	9.69	0.85	----	0.01	0.23	----
台湾加权指数	10.16	1.85	----	0.00	0.59	----
日经225	27.38	1.63	----	0.79	0.16	----
胡志明指数	12.93	1.99	----	0.04	0.11	----
印度SENSEX30	22.40	3.31	----	0.12	0.72	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 22 日.

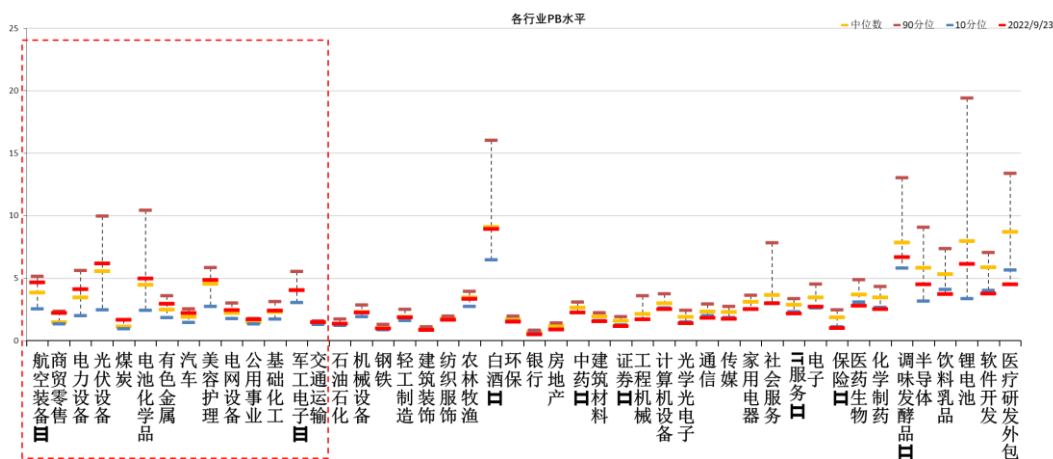


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

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 23 日. 数值为绝对值。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 9 月 23 日.

4.2.2 上周，A 股延续下跌，上游资源板块相对占优，市场风格偏价值。俄乌紧张局势升级带动上游板块表现，FOMC 会议点阵图超预期鹰派、人民币汇率延续上行、国际关系的不确定性对 A 股市场整体风险偏好形成扰动。海外方面，美股三大股指延续下挫，价值风格相对占优，公用事业、医疗保健和必需消费相对抗跌。港股市场全面下跌，能源业与电讯业表现相对较好。海内外风偏延续下行。

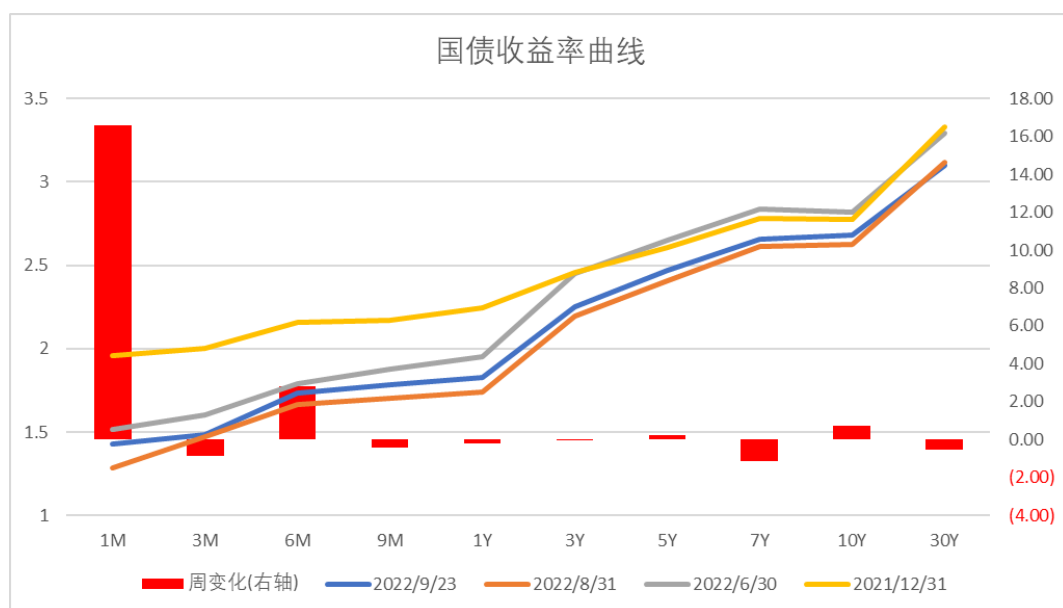
4.2.3 9 月高频数据显示政策拉动经济继续震荡中筑底，M2-社融剪刀差进一步走阔显示宏观剩余流动性较为充裕，但海内外不确定性增强下，风险偏好降低压制市场微观流动性。政治局会议对各项政策的定调使得目前基本面格局暂时难以被打破，美联储远端加息预期升温，或会对高估值个股形成压制，近期市场也呈现出风格收敛的表现。后续关注重点在地产销售数据企稳或地产政策更加明确的时间点、海外步入实质性衰退引发外需大幅回落冲击国内制造业、疫情防控实质性放松、国际关系缓和、人民币贬值压力下央行对流动性的态度，四点因素中若有变化或将带领市场风格发生转变。

4.2.4 配置方向上关注：

1、短期内，市场风格仍处于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外需主导板块的压制，但随着国际关系最紧张的时间点逐步过去与国内各项政策的逐步明朗，市场底部正在渐行渐近。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如基建、金融地产。

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 23 日.

4.3.1 上周长端利率窄幅震荡，主要影响因素包括：LPR 利率维持不变、美联储加息 75BP、银保监会负责人表态房地产金融化泡沫势头得到实质性扭转、资金面上央行重启 14 日逆回购资金投放缓解跨季流动性问题。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。