

静待政策定调，海内外不确定性降低

一、重要信息点评

1. 10月11日，央行公布9月金融数据。9月新增社融3.53万亿元，超出预期的2.8万亿元；社融存量增速10.6%，前值10.5%，高于市场预期；新增人民币贷款2.47万亿元，同比多增8100亿元，预期1.8万亿元；M2同比12.1%，预期11.9%，前值12.2%；M1同比6.4%，前值6.1%；新增存款26300亿元，同比多增3000亿元。9月社融规模总量整体超预期，结构延续分化，主要支撑项为企业贷款和非标，主要拖累项为政府债和居民贷款，政策性金融工具支撑下基建是亮点，消费及地产仍待改善。从各分项看，企业贷款同比多增9370亿元，政策性金融工具集中投放拉动配套中长期贷款应是主要原因。居民贷款同比少增1175亿，其中短期贷款、中长期贷款均同比少增，显示居民消费及购房意愿延续低迷。政府债同比少增，近期多地公布了专项债限额分配情况，预计10月政府债融资或有边际改善。预计4季度社融总量将在政策拉动下趋于底部震荡，后续重点关注居民杠杆改善情况。

2. 10月13日，美国劳工统计局公布9月通胀数据，显示其通胀回落速度慢于预期，通胀黏性较强。美国9月份核心CPI环比+0.6%，预期+0.5%，前值+0.6%，同比+6.6%，预期+6.5%，前值+6.3%；CPI环比+0.4%，预期+0.2%，前值+0.1%，同比+8.2%，预期+8.1%，前值+8.3%。核心CPI超出市场预期，同比创本轮新高，主因非能源服务项同比增速继续上行，其中房租同比增速上行0.3个百分点，医疗护理服务和运输服务上行较多，显示出薪资通胀黏性转向消费服务。数据发布后，美联储紧缩预期再度上行，2年期美债收益率隐含加息预期升至11月和12月分别75bp。

3. 10月14日，国家统计局发布9月通胀数据。9月CPI同比2.8%，预期3.0%，前值2.5%，环比0.3%，前值-0.1%；PPI同比0.9%，预期1.1%，前值2.3%，环比-0.1%，前值-1.2%；核心CPI同比0.6%，前值0.8%，环比持平，低于季节性。9月CPI小幅上行但略低于预期，极端天气影响下蔬菜价格上涨叠加猪肉价格超季节性回升为主要拉动项，而原油价格下行、服务价格转降、出行链价格普遍下降为主要拖累项。核心CPI延续下行，实际需求整体偏弱。PPI延续回落，上下游价格继续收窄，其中石油、黑色和化工行业价格下行，电热燃气、农副、煤炭

和有色行业价格小幅回升。预计未来国内通胀压力整体有限，核心 CPI 持续走弱则显示国内稳增长压力较大。

4. 10 月 14 日，英国政府发布声明，杰里米·亨特被任命为英国新任财政大臣。亨特表示此前拟定的财政政策对前景过于盲目乐观，在当前复杂且充满挑战的国际、国内环境下，利用借贷来资助减税行不通，降低富人税更是一个错误。此前特拉斯提出的减税计划有所转向，政府财政危机的担忧或缓解。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/10/14	2022/10/13	2022/10/12	2022/10/11	2022/10/10	
7天逆回购	20	20	20	20	20	100
	上周到期	9680	上周投放	100	上周净投放	-9580

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

上周央行 OMO 投放 100 亿，同时到期 9680 亿，共计净回笼 9580 亿，国庆假期后央行净回笼属于常规操作。

生产	2022/9/16	2022/9/23	2022/9/30	2022/10/8	2022/10/14	
高炉开工率(247家):全国	82.41	82.81	82.81	83.50	82.62	震荡
	2022/8/20	2022/8/31	2022/9/10	2022/9/20	2022/9/30	
日均产量:粗钢:重点企业(旬)	199.63	203.19	209.82	214.50	214.50	震荡
	2022/9/16	2022/9/23	2022/9/30	2022/10/7	2022/10/14	
主要钢厂产量:螺纹钢:全国:当周值	307.08	309.75	302.68	301.17	293.44	震荡
库存:主要钢材品种:合计:同比	-19.31	-15.46	-21.54	-12.72	-11.12	拐头向上
	2022/9/15	2022/9/22	2022/9/29	2022/10/6	2022/10/13	
开工率:汽车轮胎:全钢胎	50.42	59.87	58.09	34.09	58.91	震荡
开工率:汽车轮胎:半钢胎	55.98	62.96	62.64	40.64	64.40	震荡

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

生产数据方面，高炉开工率与螺纹钢及粗钢产量受假期影响有所震荡，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短暂波动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	2021/10/15	2022/9/24	2022/10/1	2022/10/8	2022/10/15	趋势
商品房成交面积:本月以来	35.65	36.45	20.25	11.98	25.85	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	8.28	11.13	4.85	2.95	6.33	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	18.97	16.69	7.89	4.79	13.38	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	8.39	8.63	7.52	4.24	6.13	低位
	2022/8/31	2022/9/12	2022/9/18	2022/9/25	2022/9/30	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	50.92	56.69	46.56	23.49	31.23	高位下行
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	36.16	37.76	22.98	8.83	15.06	高位下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 7 日.

需求数据方面，商品房成交面积受十一假期影响回落至低位，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	2021/10/14	2022/9/23	2022/9/30	2022/10/7	2022/10/14	
农产品批发价格200指数	118.98	126.38	125.55	126.78	129.36	↗
价格:生猪:外三元	12.59	24.29	24.54	25.93	27.73	↗
平均批发价:猪肉	18.54	31.08	32.00	32.00	34.15	↗
粮油批发价格200指数	108.41	116.69	116.76	116.76	116.89	高位
平均批发价:28种重点监测蔬菜	5.13	4.93	4.82	4.82	5.01	拐头向上
平均批发价:7种重点监测水果	5.66	6.55	6.60	6.60	6.56	震荡下行
南华工业品指数	3,707.18	3,725.86	3,694.66	3,694.66	3,749.04	高位
现货价:原油:英国布伦特Dtd	83.39	85.54	87.99	98.97	93.17	震荡下行

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

价格数据方面，农产品价格随着秋天的到来再次转为上行。其中，蔬菜价格再次进入上升通道，此外生猪价格则继续回升，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，石油价格在持续下行了一段时间后出现了拐头向上的迹象。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	 -6.60	 4.91	 17.59
COMEX黄金	 -3.46	 -1.10	 -9.76
LME铝	 -0.37	 4.26	 -18.41
LME铜	 0.99	 -0.14	 -22.52
CBOT玉米	 1.10	 3.17	 16.43
CBOT大豆	 1.21	 -1.93	 3.30

	2022/10/14	2022/10/9	2022/9/30	2022/1/1
ICE布油	91.46	98.45	85.57	77.94
COMEX黄金	1650.2	1701.8	1668.3	1830.5

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

期货价格方面，上周各类期货价格整体震荡。其中，受到通胀见顶预期影响，石油跌 6.60%，跌幅最大。ICE 布油期货降至 91.46 美元，COMEX 黄金价格收于 1650.2 美元。

	本周涨跌BP	本月涨跌BP	今年以来涨跌BP
美元指数	55.33	115.84	1733.94
美元兑人民币	785.00	785.00	8399.00
美元兑日元	339.50	400.00	3364.50

	2022/10/14	2022/10/7	2022/9/30	2022/1/1
美元指数	113.3095	112.7562	112.1511	95.9701
美元兑人民币	7.1925	7.114	7.114	6.3526
美元兑日元	148.75	145.355	144.75	115.105

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

上周美元指数上行 55.33BP, 通胀数据保持强劲推升美元指数, 在此背景下人民币上周贬值 785 个基点, 日元贬值 339.5 个基点。

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2022/11/2	2.80%	97.20%	0.00%	0.00%				
2022/12/14	0.00%	0.00%	0.80%	29.40%	69.80%	0.00%	0.00%	0.00%
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	18.30%	54.20%	27.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	11.00%	39.40%	38.20%	11.20%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	12.00%	39.30%	37.20%	10.70%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	1.10%	13.10%	39.20%	36.20%	10.30%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.30%	3.80%	18.90%	38.60%	30.40%	8.00%
2023/9/20	0.00%	0.10%	1.10%	7.10%	23.30%	36.80%	25.50%	6.30%
2023/11/1	0.00%	0.50%	3.40%	13.40%	28.50%	32.40%	18.00%	3.80%
2023/12/13	0.20%	1.70%	7.50%	19.60%	30.10%	26.50%	12.20%	2.20%

数据来源:CME, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 7 日.

美联储加息预期方面, 核心通胀保持韧性使得 11 月加息预期大幅走强, 目前市场一致预期 11 月将加息 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	总计
上周	10	1	3	1	1	1	4	1	5	5	32
上上周	11	0	3	5	2	6	8	0	8	3	46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 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	9	9	1	6	1	3	0	0	1	20
	发行规模(亿元)	139.16	139.16	2.12	20.22	2.42	13.87	0.00	0.00	2.07	177.44
上上周	数量	10	10	0	12	4	19	0	0	1	42
	发行规模(亿元)	155.04	155.04	0.00	47.06	6.45	101.65	0.00	0.00	0.53	304.28
本月以来	数量	9	9	1	6	1	3	0	0	1	20
	发行规模(亿元)	139.16	139.16	2.12	20.22	2.42	13.87	0.00	0.00	2.07	177.44

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 32 支, 其中普通混合型基金 10 支, 债券类基金 (11 支) 多于股票类基金 (6 支), FOF 基金申报 5 支。发行一边,

上周基金共计发行 177.44 亿，发行规模较上上周有所下降，其中股票及偏股型基金发行规模有所回落。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-0.97	-0.97	-21.06
沪深300	0.99	0.99	-22.22
科创50	1.66	1.66	-31.70
偏股混合型基金指数	1.90	1.90	-19.25
中小板指	2.14	2.14	-24.77
万得全A	2.77	2.77	-18.75
中证500	4.54	4.54	-18.83
创业板指	6.35	6.35	-26.74

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

A 股表现来看, 上周主要板块除上证 50 外均有所回升, 其中创业板指涨 6.35%, 涨幅最大。社融数据超预期叠加市场预期海外通胀见顶使得 A 股出现了一定的触底反弹迹象。偏股基金指数涨 1.90%

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	0.18	0.18	-12.80
大盘指数	0.83	0.83	-21.98
低市净率指数	0.89	0.89	-9.35
绩优股指数	1.42	1.42	-24.64
高市净率指数	1.83	1.83	-23.45
茅指数	1.87	1.87	-24.98
高市盈率指数	4.71	4.71	-23.22
小盘指数	4.87	4.87	-20.67

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

上周 A 股各风格指数均有所上涨, 其中小盘指数及高 PE 指数分别涨 4.87% 及 4.71%, 涨幅居前。反弹阶段小盘成长板块相对占优。

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
食品饮料	-4.73	食品饮料	-4.73	电子	-36.43
煤炭	-2.32	煤炭	-2.32	传媒	-33.70
银行	-1.87	银行	-1.87	计算机	-30.41
房地产	-1.70	房地产	-1.70	建筑材料	-28.77
家用电器	-0.48	家用电器	-0.48	非银金融	-25.82
机械设备	5.68	机械设备	5.68	石油石化	-9.15
计算机	6.61	计算机	6.61	交通运输	-5.90
农林牧渔	7.18	农林牧渔	7.18	农林牧渔	-5.23
电力设备	7.33	电力设备	7.33	综合	-0.20
医药生物	7.54	医药生物	7.54	煤炭	29.58

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

行业方面, 上周申万 31 个中 25 个上涨, 6 个下跌。其中, 十一高频数据显示消费低于此前预期, 在此背景下食品饮料行业表现不佳, 跌 4.73%, 跌幅居前。此外, 国内通胀数据低于预期叠加海外通胀开始筑顶使得煤炭行业上周跌 2.32%, 表现不佳。同时, 市场反弹使得资金从低估值板块向高估值板块切换, 银行地产家电等稳增长板块相对弱势, 跌 1.87%至 0.48%不等。另一方面, 医药生物上周涨 7.54%, 涨幅最大, 除集采政策风险有所改善外, 连续下跌后估值接近历史低位也是重要原因之一。另外, 猪肉价格持续上行使得市场对新一轮猪周期开启产生了一定预期, 在此背景下农林牧渔行业表现较好, 涨 7.18%。此外, 电力设备及计算机等成长板块由于弹性较大在反弹阶段受到资金青睐, 分别涨 7.33%及 6.61%, 涨幅居前。

	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	-6.50	-3.69	-29.11
恒生科技指数	-9.41	-7.06	-43.46

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

港股方面, 恒生指数跌 6.50%, 恒生科技指数跌 9.41%, 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
纳斯达克指数	-3.11	-2.40	-34.03
标普500	-1.55	-0.07	-24.82
标普中盘400	-0.96	1.89	-21.00
标普小盘600	-0.25	2.45	-22.16
道琼斯工业指数	1.15	3.17	-18.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

美股方面，上周美股除道琼斯指数外整体回落，其中纳斯达克指数跌 3.11%，跌幅最大。通胀数据超预期使得市场对美联储保持鹰派产生了一定预期，在此背景下股市表现不佳。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
台湾加权指数	-4.19	-2.21	-27.94
英国富时100	-1.89	-0.51	-7.12
韩国综合指数	-0.91	2.65	-25.69
印度SENSEX30	-0.47	0.86	-0.57
日经225	-0.09	4.45	-5.91
法国CAC40	1.11	2.94	-17.07
德国DAX	1.34	2.67	-21.70
胡志明指数	2.50	-6.21	-29.13

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

其他海外市场方面，越南市场涨 2.50%，表现最好；台湾市场跌 4.19%，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	1.23	1.61	1.13	1.48
较上上周变化(BP)	11	15	7	6

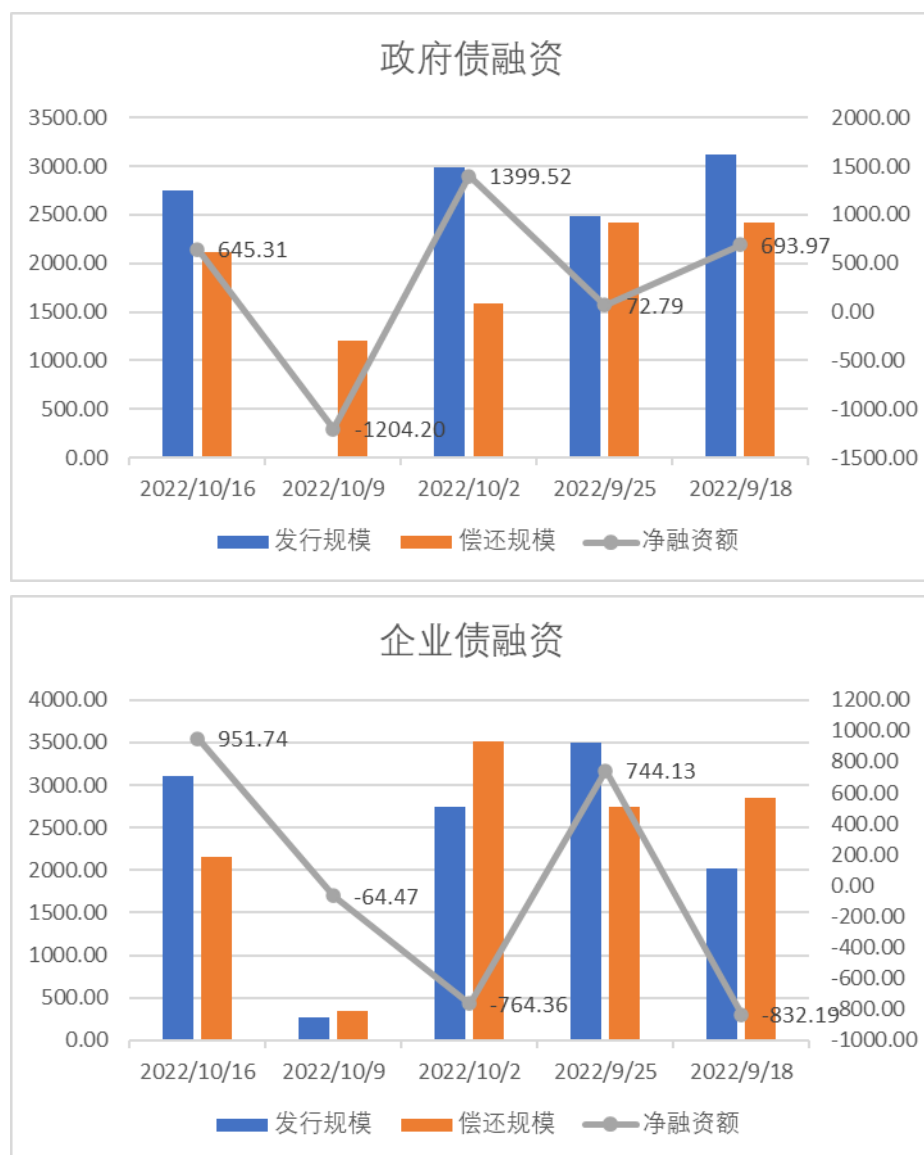
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

	2022/9/30	2022/10/8	2022/10/14
1Y	1.56	1.48	1.54
6M	1.63	1.48	1.56
	2021/9/30	2021/10/8	2021/10/14
1Y	2.3413	2.2926	2.2619
6M	2.3399	2.1893	2.1949
	2020/9/30	2020/10/8	2020/10/14
1Y	2.9589	2.9589	2.9084
6M	3.0467	3.0467	2.9067
	2019/10/1	2019/10/9	2019/10/15
1Y	2.9718	2.8135	2.8252
6M	3.0084	2.7947	2.7905

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

上周货币市场利率整体在跨月回升后回落，其中利率最高的 R007 为 1.61%，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 1.54、1.56，9 月社融总量改善与此前国股银票利率上行相符，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 10 月 14 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 645.31 亿, 较上上周有所增加; 企业债净融资额 951.74 亿, 较上上周有所增加。

从高频数据看, 10 月社融较 9 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	1.79	2.26	2.49	2.70	国债	47.47	23.07	20.72	国债	-	-	-
国开债	1.89	2.33	2.57	2.86	国开债	44.66	23.82	28.71	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.11	2.62	2.94	-	AAA信用债	50.99	32.1	-	AAA信用债	22.23	28.56	36.84
AA+信用债	2.41	3.05	3.61	-	AA+信用债	53.14	37.91	-	AA+信用债	37.33	45.81	59.9
AA信用债	4.78	5.42	5.98	-	AA信用债	64.14	55.91	-	AA信用债	52.33	71.81	103.9
AA-信用债	1.29	1.51	1.68	-	AA-信用债	64.14	55.91	-	AA-信用债	289.33	308.81	340.9

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	-9	-6	国债	-7	-7	-9	-6	国债	-46	-20	-12	-8
国开债	0	-6	-9	-7	国开债	0	-6	-9	-7	国开债	-43	-24	-21	-22
AAA信用债	-5	-4	-4	-	AAA信用债	-5	-4	-4	-	AAA信用债	-64	-34	-33	-
AA+信用债	-4	-3	-3	-	AA+信用债	-4	-3	-3	-	AA+信用债	-62	-33	-32	-
AA信用债	0	-1	-4	-	AA信用债	0	-1	-4	-	AA信用债	-65	-66	-56	-
AA-信用债	0	-1	-4	-	AA-信用债	0	-1	-4	-	AA-信用债	-63	-64	-54	-

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	0.06	0.07	0.09	0.06	国债	0.93	0.87	0.71	国债	-	-	-
国开债	0.07	0.05	0.05	0.04	国开债	0.42	0.60	0.88	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.06	0.05	0.02	-	AAA信用债	0.80	0.53	-	AAA信用债	0.03	0.10	0.14
AA+信用债	0.05	0.04	0.01	-	AA+信用债	0.74	0.51	-	AA+信用债	0.04	0.09	0.14
AA信用债	0.07	0.07	0.04	-	AA信用债	0.71	0.54	-	AA信用债	0.05	0.12	0.11
AA-信用债	0.07	0.07	0.08	-	AA-信用债	0.69	0.50	-	AA-信用债	0.38	0.54	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	-1	-2	3	国债	-1	-2	3	国债	26	8	4
国开债	-6	-3	1	国开债	-6	-3	1	国开债	19	3	-1
AAA信用债	1	-1	-	AAA信用债	1	-1	-	AAA信用债	30	1	-
AA+信用债	1	-1	-	AA+信用债	1	-1	-	AA+信用债	29	1	-
AA信用债	-1	-4	-	AA信用债	-1	-4	-	AA信用债	-1	10	-
AA-信用债	-1	-4	-	AA-信用债	-1	-4	-	AA-信用债	-1	10	-

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	-4	2	4	AAA信用债	-4	2	4	AAA信用债	-21	-10	-12
AA+信用债	-3	3	5	AA+信用债	-3	3	5	AA+信用债	-19	-9	-11
AA信用债	1	5	4	AA信用债	1	5	4	AA信用债	-22	-42	-35
AA-信用债	1	5	4	AA-信用债	1	5	4	AA-信用债	-20	-40	-33

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 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 1YAAA 下行 5BP，幅度最大。利率债整体下行，5Y 国债及国开债均下行 9BP，幅度最大。一方面，通胀及十一高频消费数据低于预期显示内需仍然相对较弱，同时 M2 维持较高增速显示货币环境仍然较为宽松。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，上周利差整体收窄，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，上周利差整体走阔，但整体处于较低分位数区间，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	1.63	1.88	2.09	--	--
国有银行	1.30	1.55	1.94	1.98	2.01
股份银行	1.30	1.66	1.95	2.05	2.03
城商行	1.59	1.82	2.08	2.12	2.23
农商行	1.58	2.01	2.09	2.10	2.10
一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	-12	-2	-20	--	--
国有银行	10	-12	0	0	3
股份银行	0	26	-8	9	0
城商行	-16	-8	-18	-8	-13
农商行	-27	9	-26	3	2
发行规模					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总计	198	19.8	200.2	30.1	359
国有银行	0	0	0	0	0
股份银行	0	11	97.8	1.6	193.8
城商行	186.6	5.6	81.7	20	134.5
农商行	11.4	3.2	20.7	8.5	30.7

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中发行规模最多的 1Y 股份银行下行 0BP，1M 城商行下行 16BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.06	2.55	2.93	AAA+	17.75	21.54	35.90	AAA+	0.025	0.094	0.474
AAA	2.09	2.62	2.94	AAA	19.79	28.39	37.27	AAA	0.007	0.054	0.105
AAA-	2.13	2.68	3.08	AAA-	24.55	34.21	50.61	AAA-	0	0.035	0.211
AA+	2.21	2.80	3.22	AA+	32.55	46.21	64.61	AA+	0.007	0.092	0.206
AA	2.28	2.96	3.65	AA	39.55	62.21	107.61	AA	0.001	0.023	0.186

城投	1Y	3Y	5Y	利差	1Y	3Y	5Y	利差分位数	1Y	3Y	5Y
AAA	2.10	2.61	2.99	AAA	21.43	27.72	41.47	AAA	0.014	0.031	0.087
AA+	2.21	2.80	3.20	AA+	32.06	46.65	62.48	AA+	0.021	0.124	0.188
AA	2.34	2.94	3.47	AA	45.06	60.15	89.98	AA	0.037	0.084	0.168
AA(2)	2.47	3.14	3.86	AA(2)	58.06	80.15	128.98	AA(2)	0.054	0.077	0.186

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 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, 从利差角度看除部分 5 年品种外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	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.13	2.36	2.63	2.87	3.03	利率变化(BP)	-8.06	-4.58	-10.00	-7.77	-6.28	利率分位数	0.06	0.02	0.01	0.01	0.01
当前利差	7.06	4.25	14.88	10.91	15.51	利差变化(BP)	-5.14	0.85	-3.11	-5.31	-0.52	利差分位数	0.09	0.05	0.07	0.00	0.03

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 10 月 14 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利差	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.20	2.72	3.12	3.48	AAA-	31.61	38.89	54.98	62.09	AAA-	-7.21	-10.02	-6.59	-4.28
AA+	2.22	2.75	3.17	3.53	AA+	33.04	41.62	60.07	67.07	AA+	-8.21	-9.03	-6.58	-4.28
AA	2.44	3.01	3.55	3.91	AA	55.04	67.62	98.07	105.07	AA	-8.21	-5.03	-1.58	0.72
AA-	3.49	4.10	4.64	5.00	AA-	160.04	176.62	207.07	214.07	AA-	-8.21	-5.03	-1.58	0.72

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日. 利差为与同期限国开债与对应券种间的利差。

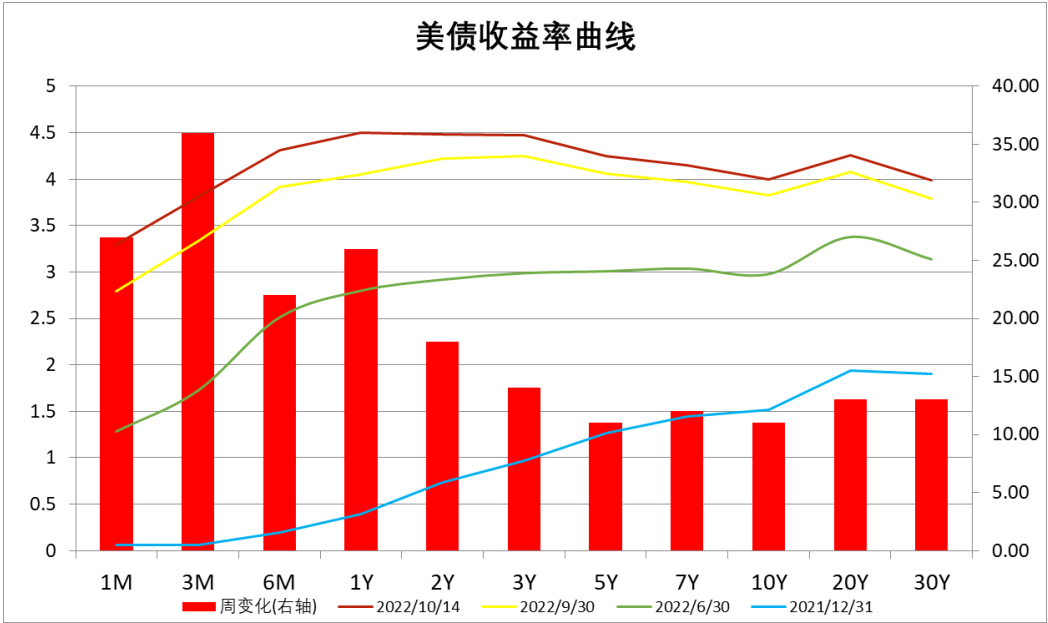
上周二级资本债收益率均有所下行。其中 3Y 下行 10BP, 下行幅度最大。历史来看, 各期限二级资本债利率及利差分位数位于 0.1 以下, 利率及利差角度获利空间均较低。永续债方面, 3YAAA-下行幅度最大, 达 10.02BP。

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	2.09	2.52	2.93	3.30	AAA级RMBS	19.94	19.05	35.78	44.45	AAA级RMBS	0.047	0.045	0.083	0.01
AAA级消金	2.13	2.67	3.04	3.47	AAA级消金	24.51	33.25	46.41	61.10	AAA级消金	0	0.033	0.03	0.004
AAA级企业ABS	2.45	2.92	3.31	3.75	AAA级企业ABS	55.77	58.79	74.07	88.74	AAA级企业ABS	0.042	0.036	0.049	0.013
AAA级ABN	2.25	2.82	3.18	3.61	AAA级ABN	36.11	48.65	60.96	75.46	AAA级ABN	0	0.089	0.035	0.004

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 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 与国开债间的利差均处于 0.1 及以下的极低历史分位数区间。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 10 月 14 日.

美债方面，上周美债收益率整体上行。其中，3M 上行幅度最大，达 36BP。美国通胀及就业数据超预期，尤其是核心通胀创新高使得市场预期美联储加息将持续维持鹰派，大幅推升美债利率。同时，2Y 与 10Y 美债倒挂有所加深，目前利差为 48BP。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	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	趋势
PMI	50.10	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	震荡上行
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	↗
GDP:不变价:当季同比	---	---	---	0.40	---	---	4.80	---	---	5.19	---	---	↘
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	↘
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	↘
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	↘
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	↗
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	震荡上行
出口金额:人民币:当月同比	---	11.80	23.80	21.50	14.70	1.60	12.60	3.90	20.80	13.91	15.36	13.45	拐头向下
社会融资规模存量:同比	10.60	10.50	10.70	10.80	10.50	10.20	10.50	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	震荡上行
M2:同比	12.10	12.20	12.00	11.40	11.10	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	↗
社融-M2	-1.50	-1.70	-1.30	-0.60	-0.60	-0.30	0.80	1.00	0.70	1.30	1.60	1.30	↘
CPI:当月同比	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	↗
PPI:全部工业品:当月同比	0.90	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日. 深红色数据为两年同比.

指标(2022/09/30)	预测值	实际值	
PMI	----	50.1	----
工业增加值:当月同比	4.83	----	----
GDP:当季同比	3.66	----	----
固定资产投资:累计同比	5.99	----	----
社会消费品零售总额:当月同比	2.85	----	----
出口金额:当月同比	5.78	----	----
社会融资规模:当月值	28014.29	35300	↗
M2:同比	11.95	12.1	↗
CPI:当月同比	3	2.8	↘
PPI:当月同比	1.11	0.9	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

4.1.1 经济景气回升，经济延续弱复苏

9 月社融规模总量超预期，居民与企业结构分化。9 月新增社融 3.53 万亿元，预期 2.8 万亿元，同比多增 6274 亿元，前值 5571 亿元；社融存量增速 10.6%，前值 10.5%，高于市场预期。主要支撑项为企业贷款和非标，主要拖累项为政府债和居民贷款，政策性金融工具支撑下基建是亮点，消费及地产仍待改善。新增人民币贷款 2.47 万亿元，同比多增 8100 亿元，预期 1.8 万亿元，前值 1.25 万亿元。从各分项看，企业贷款同比多增 9370 亿元，政策性金融工具集中投放拉动配套中长期贷款应是主要原因。居民贷款同比少增 1175 亿，其中短期贷款、中长期贷款均同比少增，显示居民消费及购房意愿延续低迷。政府债同比少增，近期多地公布了专项债限额分配情况，预计 10 月政府债融资或有边际改善。预计 4 季度社融总量将在政策拉动下趋于底部震荡，后续重点关注居民杠杆改善情况。

9 月 PMI 超预期回升，生产与内需回升，外需与服务业回落，基建提供较强支撑，企业成本延续回落，就业边际改善。制造业方面，9 月制造业 PMI 上行 0.7 个百分点至 50.1%，其中生产分项大幅回升，政策加码叠加传统旺季提振需求预期；新订单指数回升 0.6 个百分点至 49.8%，显示需求依旧偏弱，主因出口订单回落幅度较大；非制造业方面，9 月非制造业扩张速度有所放缓，其中土木工程建筑业商务活动指数为主要拉动项。疫情反复对服务业消费形成掣肘，而极端天气影响消退叠加近期出台的政策性金融工具等措施推动建筑业生产活动加速落地，而地产仍以底部震荡为主。

4.1.2 近期美国通胀数据黏性超预期，就业市场延续强劲，外围市场对紧缩与衰退的交易有所放缓但难言结束，美元指数顶部震荡。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

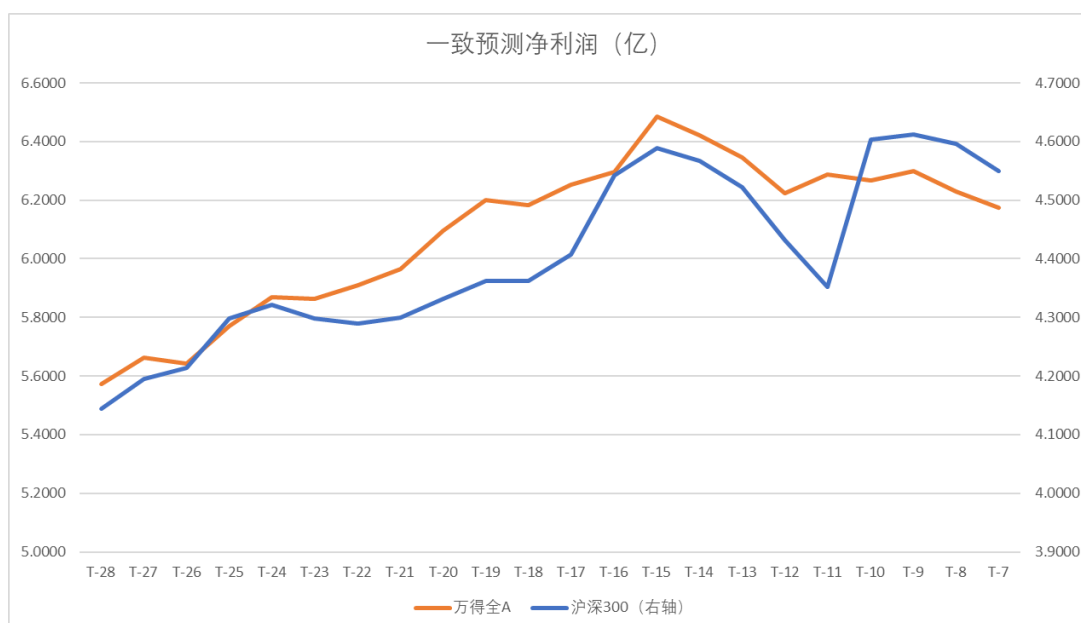
4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

近期万得全 A 预测 PE11.82 倍，处于 8%分位水平，股权溢价率 3.17%，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	9.27	8.03	1.21	7.93	0.09	0.06	0.30	0.95
沪深300	11.26	8.96	1.34	6.02	0.11	0.03	0.09	0.97
中小板指	29.20	15.36	3.45	0.57	0.38	0.02	0.31	0.87
创业板指	46.37	23.31	5.39	-0.70	0.30	0.11	0.47	0.92
中证500	21.31	13.19	1.65	1.83	0.31	0.01	0.09	0.83
万得全A	16.60	11.82	1.62	3.17	0.21	0.08	0.17	0.91

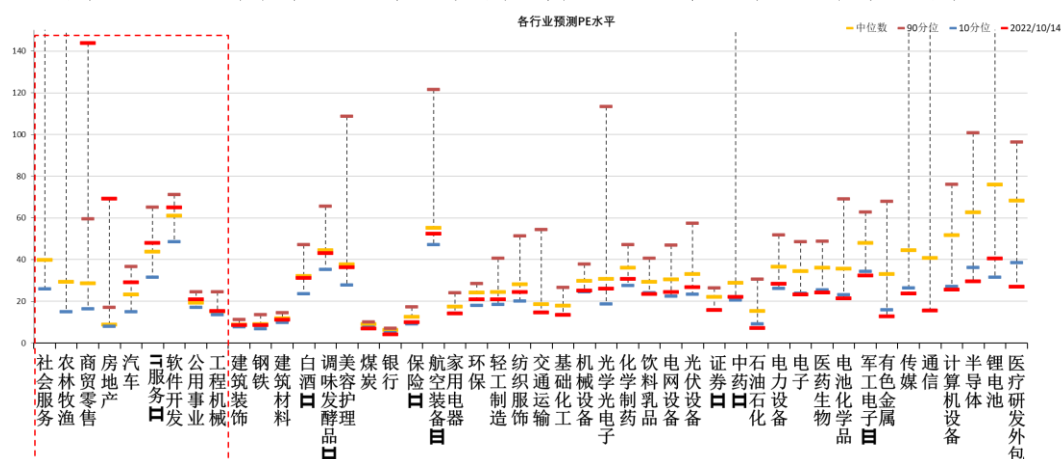
指数	指标值			5年分位数		
	PE	PB	股权溢价率	PE	PB	股权溢价率
恒生指数	8.00	0.80	8.50	0.00	0.00	0.83
标普500	18.45	3.51	1.42	0.02	0.51	0.19
纳斯达克指数	25.36	3.77	-0.06	0.00	0.06	0.20
德国DAX	12.13	1.37	----	0.06	0.05	----
法国CAC40	12.51	1.52	----	0.01	0.19	----
英国富时100	13.31	1.55	----	0.03	0.13	----
韩国综合指数	9.37	0.82	----	0.01	0.13	----
台湾加权指数	9.31	1.71	----	0.00	0.34	----
日经225	27.13	1.64	----	0.79	0.20	----
胡志明指数	11.46	1.76	----	0.01	0.03	----
印度SENSEX30	22.27	3.28	----	0.12	0.71	----

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

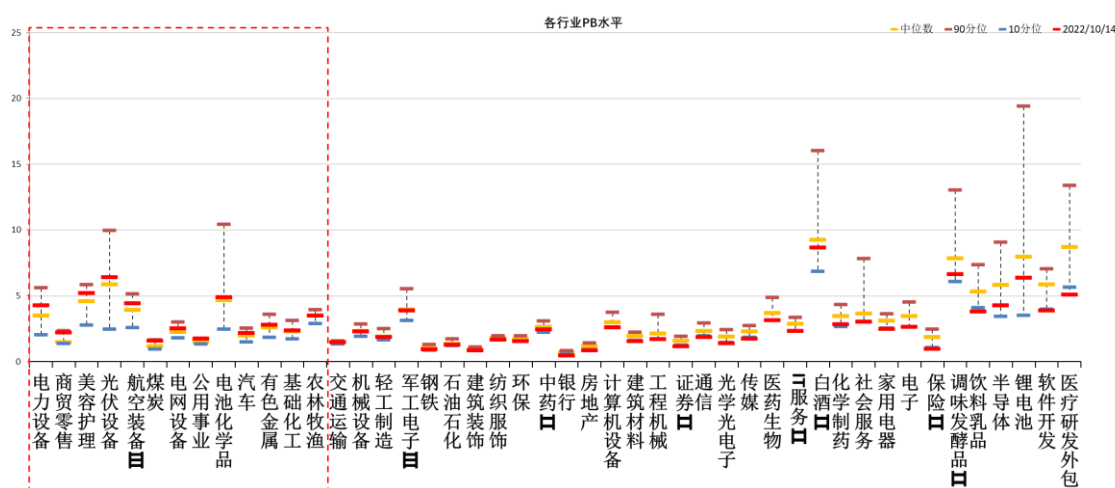


数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

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、商贸零售等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

4.2.2 上周 A 股于周初探底后强势反弹, 小盘股与成长风格占优, 医药生物、电力设备与农林牧渔领涨, 食品饮料、煤炭、银行领跌。新能源车龙头业绩超预期、美国暂停进口太阳能组件双反关税政策带动电池及光伏板块反弹; CXO 龙头业绩超预期、江西生化集采力度弱于预期带动市场对医药集采政策悲观预期有所修复, 医药反弹幅度较大。港股市场延续下跌, 医疗保健、电讯和能源业相对占优。美股市场涨跌分化, 道琼斯与标普 500 收涨, 纳斯达克收跌, 成长风格相对占优, 能源、工业和医疗保健表现较好, 通胀数据公布当日整体涨幅较大。

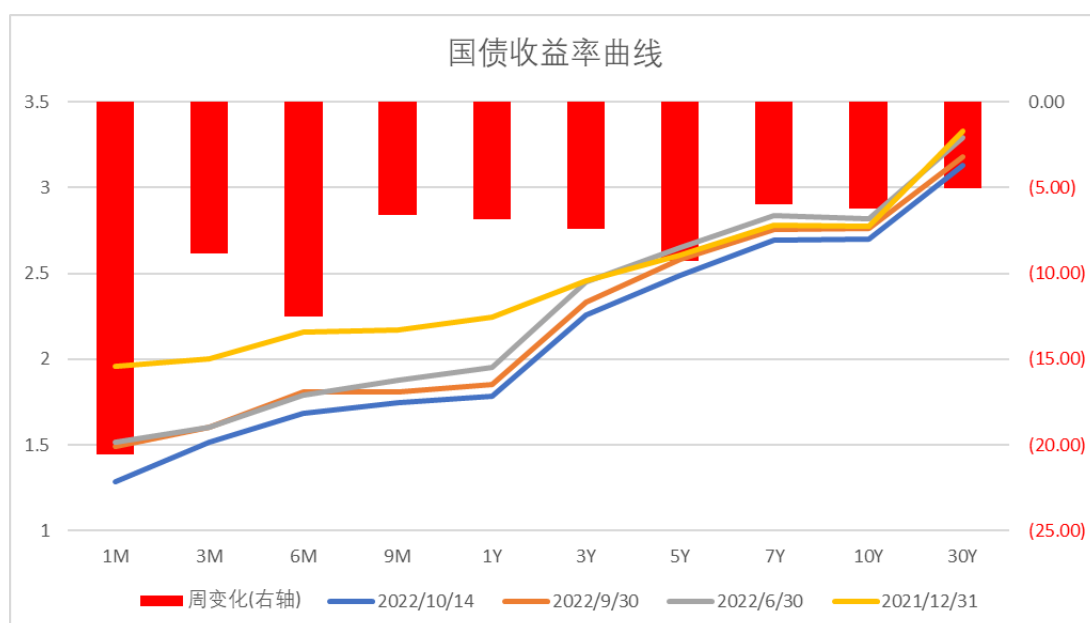
4.2.3 9 月金融数据显示经济边际回暖, 月底出台的地产政策显示政策上稳增长紧迫性较强, 海外需求下行趋势逐步确立背景下, 内需与信用扩张效果成为市场趋势性扭转的主要观察点, 后续内需导向行业或更占优。考虑到当前美国通胀与就业数据还未见实质性下行, 美联储紧缩进程目前仍难言结束, 或会对高估值个股形成压制, 但在市场已将年内加息 150BP 计价后, 十年美债收益率或阶段性见顶, 其与两年美债倒挂程度或进一步加深。后续关注重点在地产政策落地效果、海外步入实质性衰退引发外需大幅回落冲击国内制造业、疫情防控实质性放松、人民币贬值压力下央行对流动性的态度, 四点因素中若有变化或将带领市场风格发生转变。

4.2.4 配置方向上关注:

1、短期内, 市场风格处于板块快速轮动时期, 但在十年美债阶段性见顶、国内各项政策逐步明朗、海内外不确定性边际减弱的背景下, 市场或存在周度反弹机会, 超跌小盘成长或提供更高弹性, 赛道内表现或将延续分化, 适度关注军工、风电。

2、需求较为确定且拥挤度相对较低的农业正在逐步进入配置区间; 估值相对偏低、地缘政治不确定性上升下, 自主可控安全相关的半导体零部件或存在主题性机会。

4.3 债券市场观点



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 10 月 14 日.

4.3.1 上周，长端利率震荡下行，主要影响因素包括：国庆期间消费与地产数据偏弱、人民日报连续发文坚持动态清零、9 月社融数据超预期而通胀数据低于预期。地产政策频出、稳增长发力或对债市交易形成压制，但地产行业的周期性下行、外需放缓使得经济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延续受到压制，叠加 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。此后 4 季度，社融增速趋于底部震荡，资金面大概率延续合理充裕，全球贸易进入下行周期，而政策推动基建提速对冲出口下行，地产政策效果仍待观察。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。此后信用扩张效果与货币政策仍是交易核心，国内宽信用预期增强叠加常态化货币宽松背景下，长债利率整体呈震荡格局。

目前我们对债券做中性配置，对债券的配置以哑铃型策略为主，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。