

#### 相关报告

《总量周观点：需求小幅改善，企业主动去库》

2022-09-06

《总量周观点：稳增长力度增强》

2022-08-29

《总量周观点：地产需求偏弱，央行降息对冲》

2022-08-22

联系人：马崑琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

#### 投资要点：

- **宏观：**宏观回顾：上周，人民币汇率于中秋节前大幅回弹，基本回补了由联储加息预期带来的贬值行情，外汇准备金工具的效力得到体现。国内层面，通胀与金融数据悉数公布；CPI同比增长2.5%，PPI同比增长2.3%，其中CPI略微下行主要受食品价格同比增长放缓驱动，核心CPI同比增长0.8%，与前值保持一致；PPI受大宗商品价格不振驱动，PPI同比跌幅较大。金融数据上，8月M2同比增速上升至12.2%，新增社融24300亿，总量边际改善较为显著，但受前值较低影响，存量同比增速降至10.5%，M2与社融的剪刀差进一步扩大；结构上，人民币贷款结构改善明显，表现为票据融资占比不高，企业短贷与中长贷较去年同期均有较大增长，而居民中长贷依然偏弱，对应地产链的表现依然乏力。高频数据方面，综合来看高频指数边际有进一步改善，但幅度偏小，结构上上游开工有进一步修复，中游汽车开工依然不强，地产成交基本持平。政策层面，9月8日国常会进一步部署信贷、减税、专项债领域的稳增长政策。宏观展望：国际层面，欧美与我国货币与经济周期的错位依然存在，但考虑到我国外汇调整工具储备依然充足，人民币汇率料将稳定双向波动。国内方面，从公布的金融数据来看，当前地产链条的堵点依然存在，但逆周期稳增长政策明显加码，经济中枢将于四季度上扬。
- **债券：**债市回顾：9月第二周，市场在没有明确利多推动的前高附近总体还是“恐高”，全周收益率小幅下行后明显回调。当周发布的数据有好（社融）有坏（出口、通胀）但综合高频（地产）来看整体还是趋弱，但数据变化总体被市场忽视，远不如地产政策预期的影响大。资金情绪月初总体平稳但日内有所波动，全市场维持在平衡附近小幅波动，隔夜加权稳定在1.1%-1.2%之间。杠杆规模上升到10.7万亿附近，两项超储周转率指标维持高位。疫情影响面高位震荡略有回落。大额消费分化，地产销售9月首周回落，乘用车销售景气度仍高。中秋假期短途出行修复较好，长途旅游受疫情影响表现一般。开工类高频多数回升。上旬发布的出口高频数据较少，但航运价格回落暗示今年“圣诞备货季”表现可能一般，出口高增阶段可能逐步过去。债市展望：我们预计市场短期维持震荡，基本面仍然偏向多头但当前位置缺乏突破的动力，大会前政策风险的担忧难以消除。我们建议投资者择机在震荡区间下沿小仓位做多，近期表现偏弱的国债期货性价比更高一些。下周关注周二晚美国通胀数据，周四人民币操作量和周五中国8月经济数据，下周三有2年和10年国债发行（各850亿），周五发行50年国债。

- 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%。

**风险提示：**政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

## 内容目录

1. 宏观：稳增长力度增强，经济小幅回暖 .....	4
2. 债券：债市“恐高” .....	5
3. 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25% .....	6
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

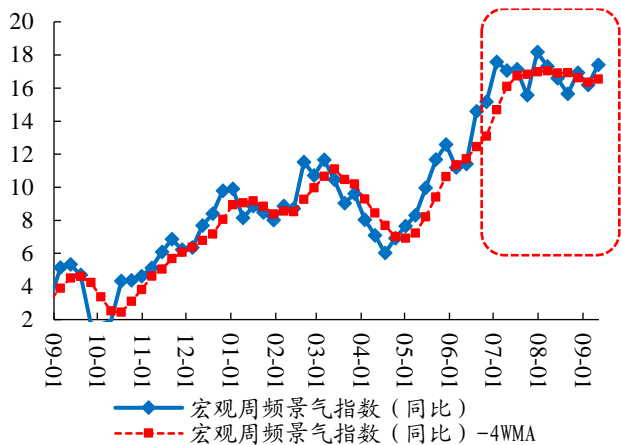
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值 .....	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价 .....	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差 .....	4
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY） .....	4
图 5：国债收益率曲线调整 .....	5
图 6：国开债收益率曲线涨跌互现 .....	5
图 7：短期同业存单收益率调整 .....	5
图 8：大类资产配置模拟组合净值走势图 .....	6
表 1：本期大类资产配置比例 .....	6

## 1. 宏观：稳增长力度增强，经济小幅回暖

**宏观回顾：**上周，人民币汇率于中秋节前大幅回弹，基本回补了由联储加息预期带来的贬值行情，外汇准备金工具的效力得到体现。国内层面，通胀与金融数据悉数公布；CPI 同比增长 2.5%，PPI 同比增长 2.3%，其中 CPI 略微下行主要受食品价格同比增长放缓驱动，核心 CPI 同比增长 0.8%，与前值保持一致；PPI 受大宗商品价格不振驱动，PPI 同比跌幅较大。金融数据上，8 月 M2 同比增速上升至 12.2%，新增社融 24300 亿，总量边际改善较为显著，但受前值较低影响，存量同比增速降至 10.5%，M2 与社融的剪刀差进一步扩大；结构上，人民币贷款结构改善明显，表现为票据融资占比不高，企业短贷与中长贷较去年同期均有较大增长，而居民中长贷依然偏弱，对应地产链的表现依然乏力。高频数据方面，综合来看高频指数边际有进一步改善，但幅度偏小，结构上上游开工有进一步修复，中游汽车开工依然不强，地产成交基本持平。政策层面，9 月 8 日国常会进一步部署信贷、减税、专项债领域的稳增长政策。

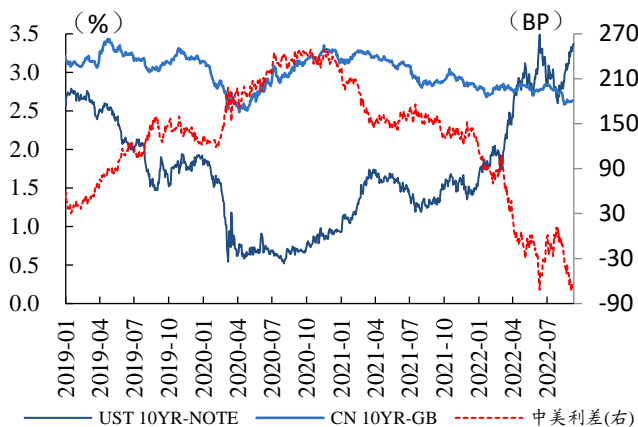
**宏观展望：**国际层面，欧美与我国货币与经济周期的错位依然存在，但考虑到我国外汇调整工具储备依然充足，人民币汇率料将稳定双向波动。国内方面，从公布的金融数据来看，当前地产链条的堵点依然存在，但逆周期稳增长政策明显加码，经济中枢将于四季度上扬。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



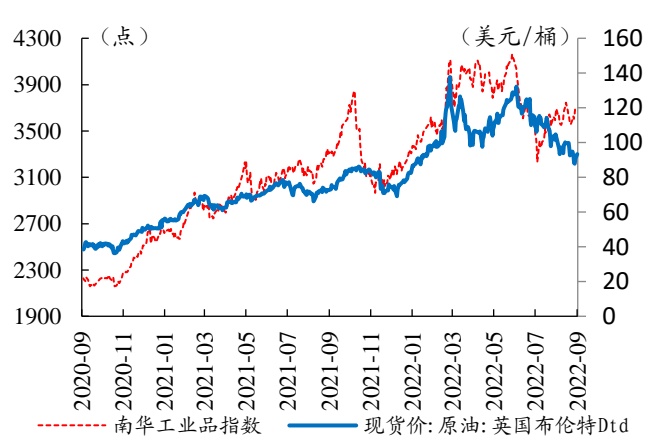
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）

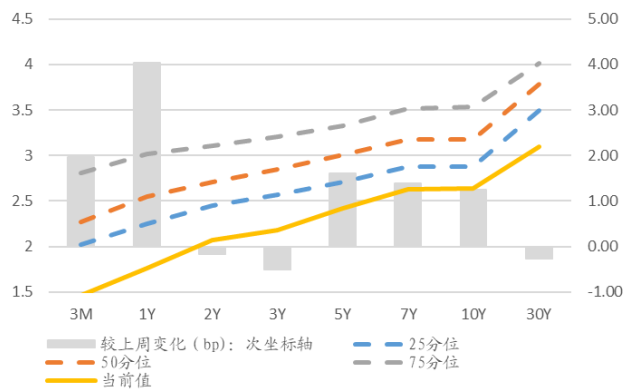


资料来源：Wind，中原证券

## 2. 债券：债市“恐高”

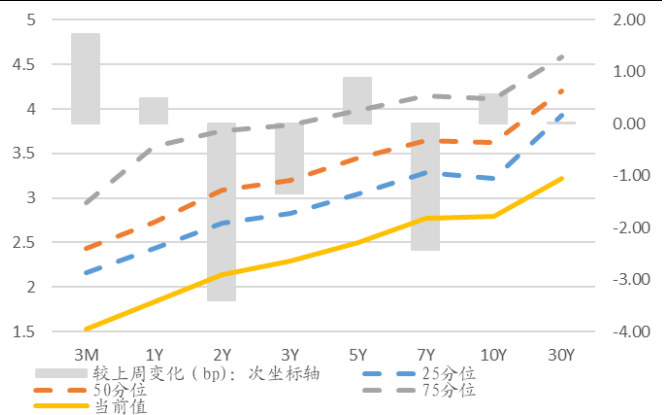
债市回顾：9月第二周，市场在没有明确利多推动的前高附近总体还是“恐高”，全周收益率小幅下行后明显回调。当周发布的数据有好（社融）有坏（出口、通胀）但综合高频（地产）来看整体还是趋弱，但数据变化总体被市场忽视，远不如地产政策预期的影响大。资金情绪月初总体平稳但日内有所波动，全市场维持在平衡附近小幅波动，隔夜加权稳定在1.1%-1.2%之间。杠杆规模上升到10.7万亿附近，两项超储周转率指标维持高位。疫情影响面高位震荡略有回落。大额消费分化，地产销售9月首周回落，乘用车销售景气度仍高。中秋假期短途出行修复较好，长途旅游受疫情影响表现一般。开工类高频多数回升。上旬发布的出口高频数据较少，但航运价格回落暗示今年“圣诞备货季”表现可能一般，出口高增阶段可能逐步过去。

图5：国债收益率曲线调整



资料来源：Wind，中原证券

图6：国开债收益率曲线涨跌互现



资料来源：Wind，中原证券

图7：短期同业存单收益率调整



资料来源：Wind, 中原证券

债市展望：我们预计市场短期维持震荡，基本面仍然偏向多头但当前位置缺乏突破的动力，大会前政策风险的担忧难以消除。我们建议投资者择机在震荡区间下沿小仓位做多，近期表现偏弱的国债期货性价比更高一些。下周关注周二晚美国通胀数据，周四人民银行MLF操作量和周五中国8月经济数据，下周三有2年和10年国债发行（各850亿），周五发行50年国债。

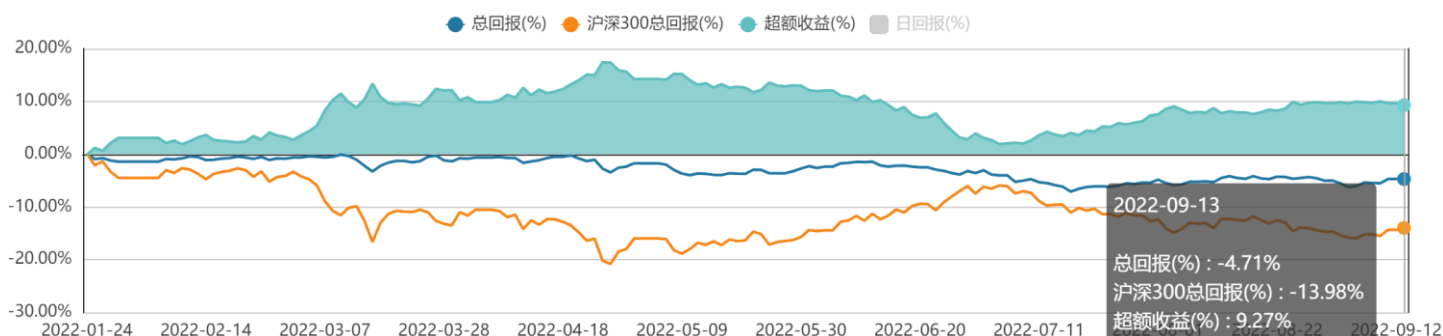
### 3. 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	25%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	25%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	25%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	25%

资料来源：Wind，中原证券

图 8：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

### 4. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。