

#### 相关报告

《总量周观点：稳增长力度增强，经济小幅回暖》 2022-09-13

《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

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：9月14日，美国劳工部公布CPI数据，较上年同期上涨8.3%，进一步增强了市场对于美联储鹰派政策的预期；人民币汇率应声贬值，并突破7关口。国内层面，8月主要经济数据悉数公布，工业增加值同比增长4.2%，生产端保持稳定。投资层面，制造业投资同比增长10%，保持了相对稳定的增速；基建投资同比增长10.37%，依然逆势上扬；地产链依然表现不佳，地产投资跌幅进一步扩张至-7.4%。消费层面，社零同比增长5.4%，其中餐饮类消费、汽车消费均较前值增长明显，而地产相关的家具、家电类消费依然偏弱。出口金额同比增长7.1%，较前值下降10.8%，动能降幅较大，结构上主要是家具等杂项制品动能受损较大。高频数据上，与外贸相关的外贸集装箱吞吐量仍然有较大降幅，同比增长-14.6%，国内高频宏观指数边际有所改善，主要受上游化工产业链以及全球运力的逐步修复贡献。政策上，国常会部署就业支持、制造业纾困政策；央行MLF评价缩量续作，并维持LPR稳定。宏观展望：国际层面，当前美联储鹰派态度明显，预计将保持加息节奏，人民币汇率仍然承压。国内层面的堵点依然集中在地产链条，边际修复仍不明显，当前政策力度略有增强，但短期仍然较难形成有力扩张，预计四季度经济增速略有上扬，但整体延续弱复苏的运行逻辑。
- **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：消费改善好于预期，经济延续弱复苏 .....	4
2. 债券：债市情绪短期或见底 .....	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

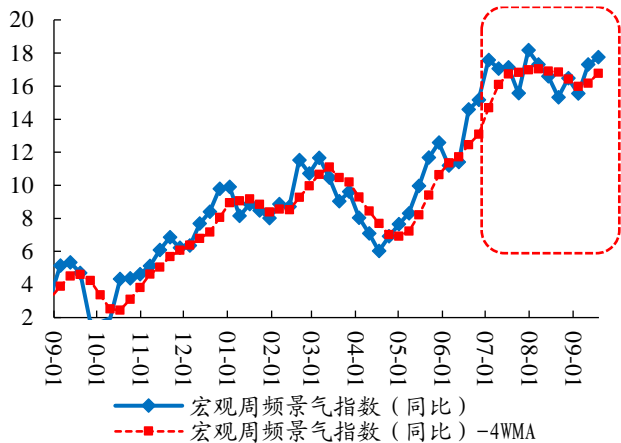
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值 .....	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价 .....	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差 .....	4
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY） .....	4
图 5：国债收益率曲线上行为主 .....	5
图 6：国开债收益率曲线上行 .....	5
图 7：短期同业存单收益率调整 .....	5
图 8：大类资产配置模拟组合净值走势图 .....	6
表 1：本期大类资产配置比例 .....	6

## 1. 宏观：消费改善好于预期，经济延续弱复苏

**宏观回顾：**9月14日，美国劳工部公布CPI数据，较上年同期上涨8.3%，进一步增强了市场对于美联储鹰派政策的预期；人民币汇率应声贬值，并突破7关口。国内层面，8月主要经济数据悉数公布，工业增加值同比增长4.2%，生产端保持稳定。投资层面，制造业投资同比增长10%，保持了相对稳定的增速；基建投资同比增长10.37%，依然逆势上扬；地产链依然表现不佳，地产投资跌幅进一步扩张至-7.4%。消费层面，社零同比增长5.4%，其中餐饮类消费、汽车消费均较前值增长明显，而地产相关的家具、家电类消费依然偏弱。出口金额同比增长7.1%，较前值下降10.8%，动能降幅较大，结构上主要是家具等杂项制品动能受损较大。高频数据上，与外贸相关的外贸集装箱吞吐量仍然有较大降幅，同比增长-14.6%，国内高频宏观指数边际有所改善，主要受上游化工产业链以及全球运力的逐步修复贡献。政策上，国常会部署就业支持、制造业纾困政策；央行MLF评价缩量续作，并维持LPR稳定。

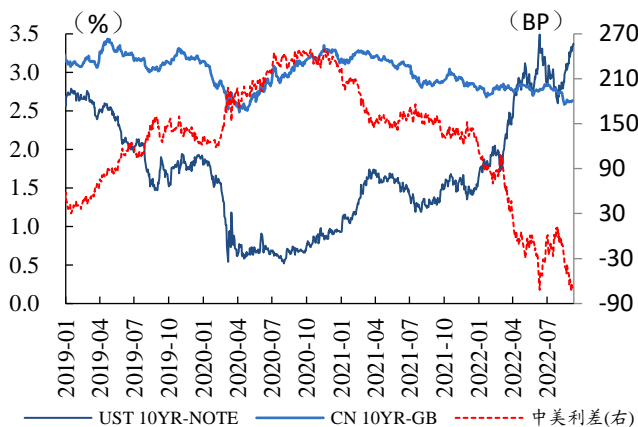
**宏观展望：**国际层面，当前美联储鹰派态度明显，预计将保持加息节奏，人民币汇率仍然承压。国内层面的堵点依然集中在地产链条，边际修复仍不明显，当前政策力度略有增强，但短期仍然较难形成有力扩张，预计四季度经济增速略有上扬，但整体延续弱复苏的运行逻辑。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



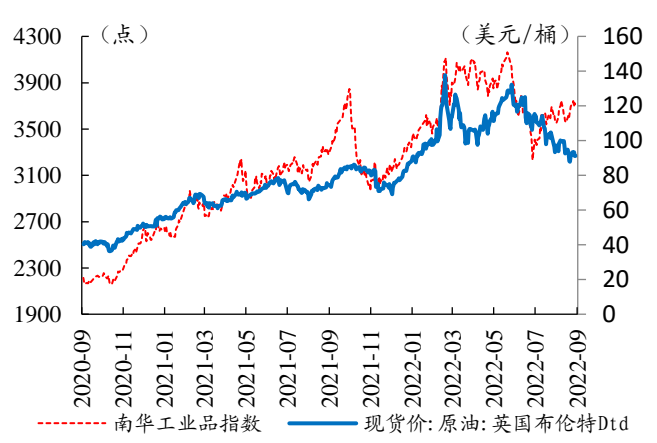
资料来源：Wind，中原证券

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)

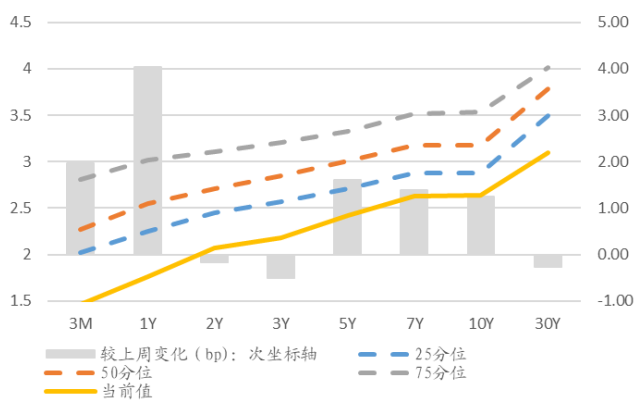


资料来源：Wind，中原证券

## 2. 债券：债市情绪短期或见底

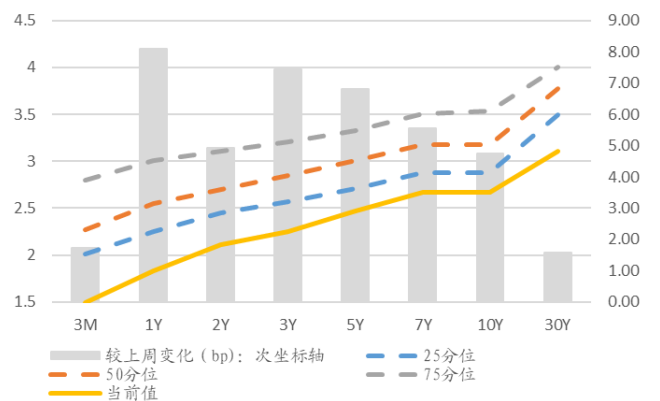
债市回顾：中秋假期后一周市场维持弱势调整，对“利空”反应明显但对“利好”无动于衷。节前的地产政策消息中秋节并未落地，首个交易日地产股下跌，但债市并未上涨“收复”周五的“失地”。周四盘前存款利率下调后现券小幅下行，随后随着 MLF 缩量续作，再度展开调整。周五发布的经济数据整体超预期，但债市仅小幅调整后逐步企稳回升，显示经历了一轮调整后债市情绪短期可能“见底”。资金情绪前半周平衡附近，周四周五明显收敛（1.25-1.3%附近），周五尾盘放松。杠杆规模下滑到 10.2 万亿，两项超储周转率指标高位略有回落。基本面方面，大额消费分化，地产销售稍有修复；乘用车销售景气度回落，近期来回宽幅震荡。开工类高频明显回升（轮胎除外）。出行和消费低位平稳。出口高频回落明显。

图 5：国债收益率曲线上行为主



资料来源：Wind，中原证券

图 6：国开债收益率曲线上行



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：市场连续下跌后似乎“见底”，短期或有小幅反弹。本轮调整中 30 年国债比较抗跌，30-10 利差处于偏低位置。10 年品种内 T 性价比仍存在。短端部分，资金收敛驱动 1 年品种调整，2 年调整较小，性价比偏弱。下周关注周二 LPR 报价，周四美、英、日等多国主要央行利率决议，以及周五的欧元区、英国 PMI 初值情况。下周三有 3 年国债发行，周五有 7 年国债新发。

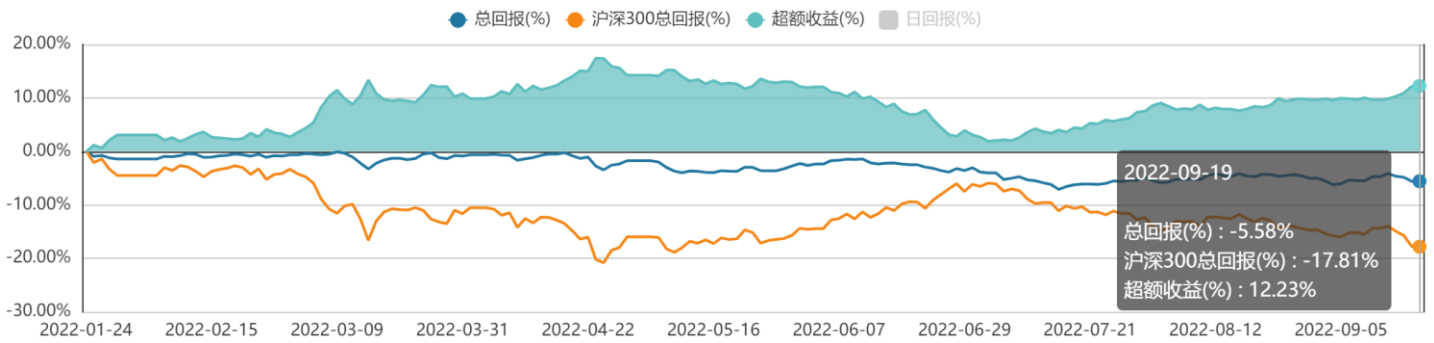
### 3. 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%

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。