

#### 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

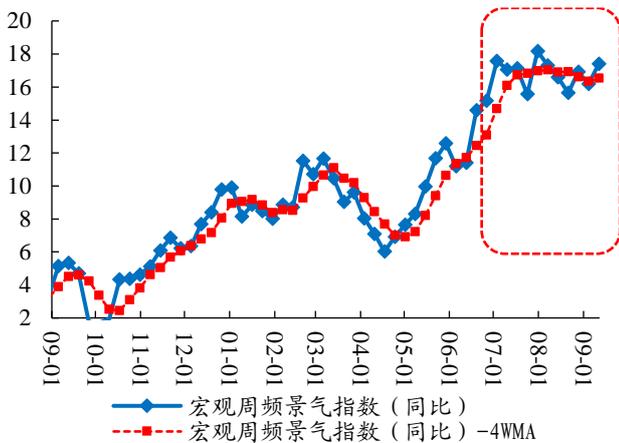
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值 .....	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价 .....	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差 .....	4
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY） .....	4
图 5：国债收益率曲线调整 .....	5
图 6：国开债收益率曲线涨跌互现 .....	5
图 7：短期同业存单收益率调整 .....	5
图 8：大类资产配置模拟组合净值走势图 .....	6
表 1：本期大类资产配置比例 .....	6

## 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。

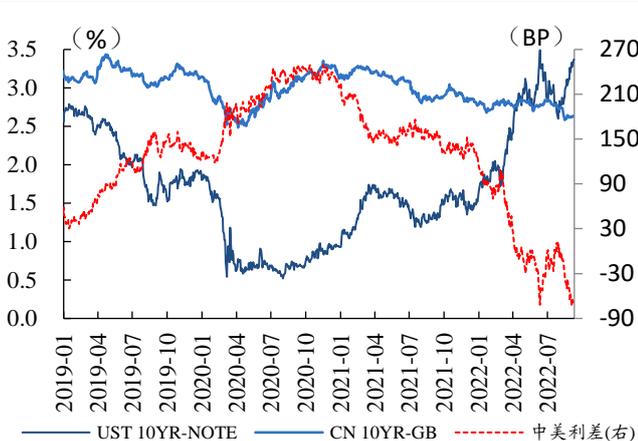
**宏观展望：**国际层面，欧美与我国货币与经济周期的错位依然存在，但考虑到我国外汇调整工具储备依然充足，人民币汇率料将稳定双向波动。国内方面，从公布的金融数据来看，当前地产链条的堵点依然存在，但逆周期稳增长政策明显加码，经济中枢将于四季度上扬。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



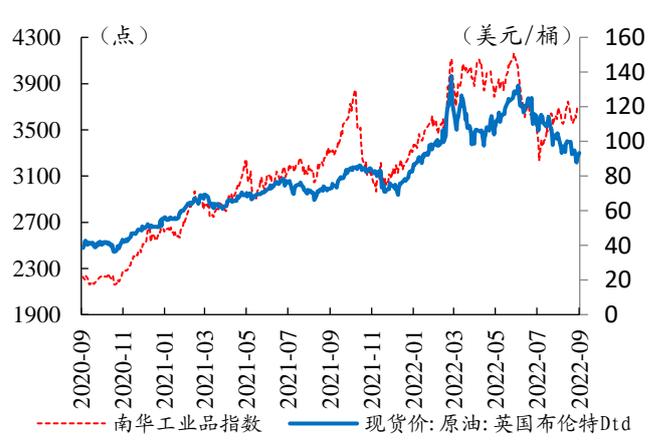
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



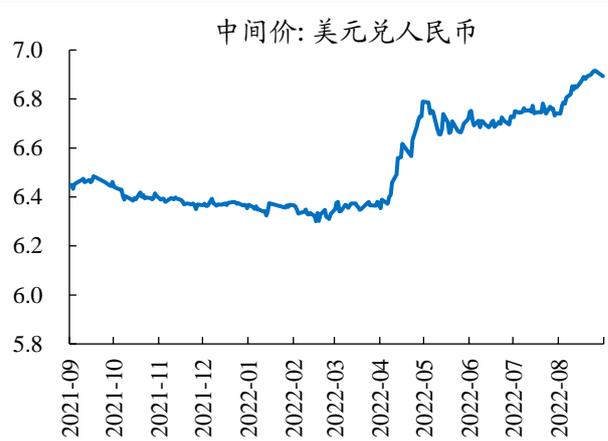
资料来源：Wind，中原证券

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）

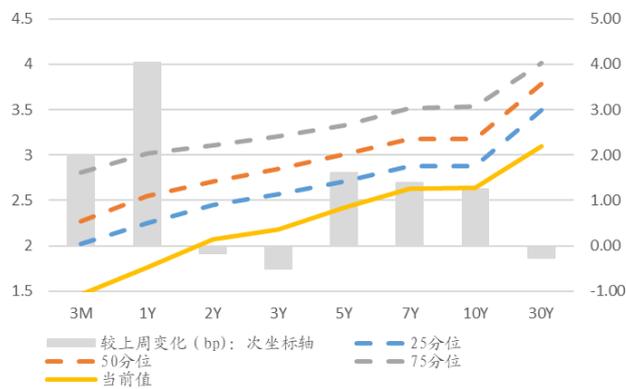


资料来源：Wind，中原证券

## 2. 债券：债市“恐高”

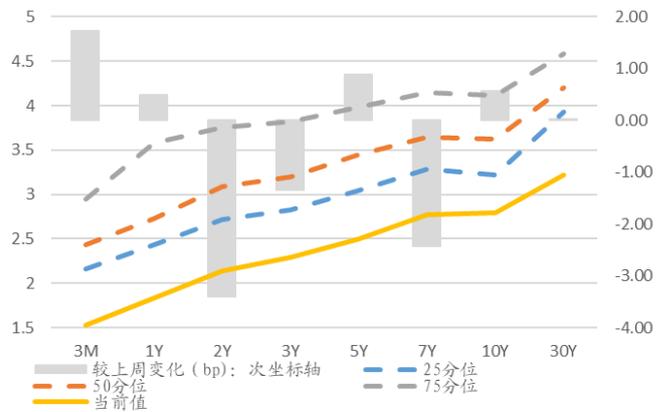
债市回顾：9月第二周，市场在没有明确利多推动的前高附近总体还是“恐高”，全周收益率小幅下行后明显回调。当周发布的数据有好（社融）有坏（出口、通胀）但综合高频（地产）来看整体还是趋弱，但数据变化总体被市场忽视，远不如地产政策预期的影响大。资金情绪月初总体平稳但日内有所波动，全市场维持在平衡附近小幅波动，隔夜加权稳定在1.1%-1.2%之间。杠杆规模上升到10.7万亿附近，两项超储周转率指标维持高位。疫情影响面高位震荡略有回落。大额消费分化，地产销售9月首周回落，乘用车销售景气度仍高。中秋假期短途出行修复较好，长途旅游受疫情影响表现一般。开工类高频多数回升。上旬发布的出口高频数据较少，但航运价格回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



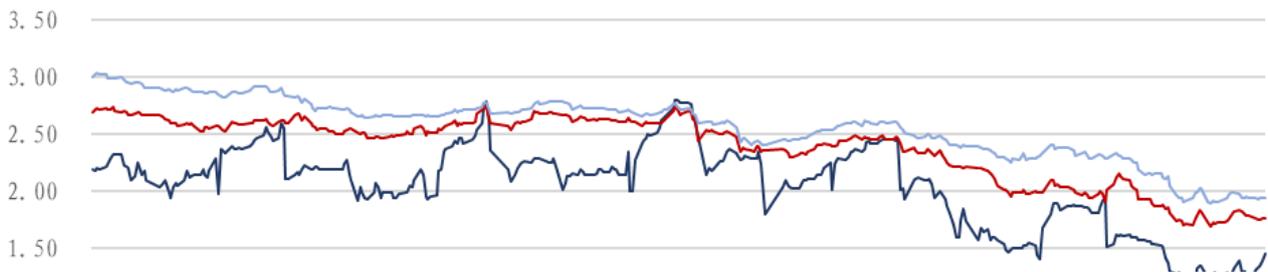
资料来源：Wind，中原证券

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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_46031](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46031)

