

研报精选

2022年9月19日 第89期

宏观专栏

准财政助力经济修复——8月经济数据点评

报告认为，中国8月固定资产投资和工业生产表现较好，消费和出口则偏弱。展望年内，稳增长政策落地和实物工作量形成，或带动基建投资保持较高增速；房地产政策的积极调整，可能也意味着房地产偏弱状态有望改观。政策提振下的就业和收入修复，也有助于支撑消费平稳增长。

FOMC前瞻：迎接“鹰”派加息

报告认为，美联储9月将大概率加息75个基点，并通过强化加息预期、弱化降息预期、上调通胀预测来兑现其抗通胀的承诺。今年底联邦基金利率中值或将升至4%以上，明年接近4.5%，并维持在这一水平一段时间。

专题聚焦

专精特新 | 软件：数字经济产业创新路径

报告认为，传统基础软件领域的创新任务需要由龙头企业承担，而专精特新企业则能通过集中式创新在应用软件领域确立局部优势，同时通过拥抱开源生态，创新路径切入新一代基础软件赛道。

通胀维持高位，复苏喜忧参半——印度通胀与二季度经济数据点评

印度8月CPI初值同比增长7.0%，食品和燃料价格仍是主要推动因素。此外，印度二季度GDP同比增长13.5%，不及市场预期。受低就业和高通胀影响，未来印度复苏的内需动力或显不足，经济增长仍面临挑战。

宏观专栏

准财政助力经济修复——8月经济数据点评

8月经济数据中，表现最为亮眼的是固定资产投资，其中基建和制造业投资的显著改善，对冲了房地产的下行压力，带动总体投资回暖。工业生产也表现不错，虽然受到了高温、限电等扰动，但总体影响不大。而消费和出口则表现偏弱，其中消费在疫情反复之下，改善弱于季节性；出口受外需拖累（及基数影响），增速回落较为明显。展望年内，政策发力下的内需改善可能支撑经济修复：稳增长政策落地和实物工作量形成，或带动基建投资保持较高增速；而房地产政策的积极调整，可能也意味着房地产偏弱状态有望改观。疫情扰动或难避免，但政策提振下的就业和收入修复，有助于支撑消费的平稳增长。

高温和限电对工业影响小于去年同期，汽车制造业延续高景气，出口走弱对生产形成拖累。8月工业增加值同比增长4.2%，较7月改善0.4个百分点。高温及局部地区限电限产，对工业生产造成的影响显著小于去年同期，这从公用事业、高耗能的原材料制造业改善中也能得到印证：8月公用事业增加值同比增长13.6%，较7月改善4.1个百分点；黑色、有色金属冶炼及压延加工业同比增速分别改善3和1.3个百分点。火电有效补充了水电的缺口，电力供给的限制小于去年。制造业中的亮点仍是汽车，8月汽车制造业增加值同比增长30.5%，比7月进一步改善8个百分点。而受高基数和疫苗需求下降等影响，医药制造业增加值同比下滑13.1%。出口回落带动出口占比较高的通信设备、计算机和其他电子设备增速下降1.8个百分点至5.5%，而整体出口交货值增速下降4.3个百分点至5.5%，也印证了外需回落。

基建和制造业投资对冲房地产下行压力，固定资产投资增速改善。1-8月固定资产投资同比增长5.8%，较前值改善0.1个百分点；8月单月增速改善3个百分点，主要受到基建和制造业投资提振，房地产投资则继续下滑。分项来看：

► 稳增长力度加大，基建投资反弹明显，准财政效果显现。8月基建投资增长15.4%，较7月改善3.9个百分点，其中公用事业投资增速高位小幅回落，交运、水利、市政等狭义基建增速继续改善。资金层面，2季度集中发行的专项

债加快拨付，金融机构加大对基建支持(8月银行对公中长期贷款同比多增2100多亿元，新增委托贷款1755亿元，基建或是重要投向)；项目层面，采招网统计的政府新增拟在建项目储备加快，项审批督导明显见效。不过8月中上旬的高温天气影响户外施工，电力紧张对高耗能建材和硅料生产也有一定扰动。随着高温天气逐步“退烧”，基建实物工作量有望在9月加快落地，反弹幅度或高于名义投资增速。

► **前期的高出口和8月的低基数支撑制造业投资改善。**8月制造业投资同比增长10.6%，较7月改善3.1个百分点，前期出口高增长的新能源、汽车、化工等行业投资增速改善较多。8月电气机械及器材制造业、汽车制造业、化学原料及化学制品制造业投资增速分别为45.5%、36.2%、31.8%(7月分别为39.5%、15.5%、20.3%)。我们预计随着未来出口增速的逐渐下行，以及低基数的支撑消退，制造业投资同比增速或将回落。

► **8月房地产投资进一步走弱。**8月房地产开发投资增速下滑至-13.8%(前值-12.3%)，新开工面积同比降幅达45.7%，为近20年来的降幅极值。房企拿地进一步收缩，土地购置面积降幅扩大至57%。各类稳预期、促需求、保交楼的政策积极出台，4月以来各地累计出台425条宽松调控措施，8月保交楼专项借款托底政策、建行保交楼试点扩围、各地纾困政策发力稳定购房预期。金融对房地产的支持力度也在加大，开发资金来源同比增速改善4个百分点至-22%，国内贷款、自筹、定金及预收款、个人按揭降幅均收窄。8月商品房销售面积增速改善6.3个百分点至-22.6%，现房占比上升，居民购房情绪在谨慎中边际修复。

低基数抬升消费增速，疫情反弹、房地产承压等因素拖累消费修复。8月社零总额增速5.4%，比7月改善2.7个百分点，不过这一增速改善主要是基数支撑的(即去年8月的德尔塔疫情影响)。如果以3年复合增速来剔除基数扰动，则8月社零总额复合增速为2.8%，较7月下降0.5个百分点。8月非汽车消费的环比改善幅度弱于季节性，也反映出消费的复苏依然承受一定压力。消费面临的压力来自于两个方面：一方面是疫情的再度反弹，居民活动受到的冲击虽然小

于3-5月，但消费仍受到了一定程度的抑制；另一方面是房地产承压，对总体经济和居民收入形成拖累，也压制家具、建筑装潢等房地产相关消费。我们预计未来消费修复可能还会面临疫情的扰动，不过房地产纾困政策积极出台，有利于居民就业和收入的进一步改善；汽车等消费刺激政策也会促进相关消费保持高增长。

就业形势总体稳定，城镇调查失业率有所下降。8月城镇调查失业率为5.3%，较7月下降0.1个百分点，符合过去几年的季节性走势。其中16-24岁人口的失业率年内首次回落，环比下降1.2个百分点至18.7%，降幅大于往年同期，年轻人的就业压力出现边际缓解。25-59岁人口的失业率与上月持平，走势略高于季节性。不过伴随9月以来的疫情缓解和稳地产政策积极出台，居民就业和收入或将逐步改善。



以上观点来自：2022年9月17日中金公司研究部已发布的《准财政助力经济修复——8月经济数据点评》

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

FOMC前瞻：迎接“鹰”派加息

上周公布的美国CPI通胀再超预期，引发美国“股债双杀”。本周美联储将召开9月FOMC议息会议，市场普遍关注美联储将如何应对高通胀，以及如何看待未来美国经济表现。我们预计美联储或将延续Jackson Hole会议的鹰派态度，并大概率大幅加息75个基点。美联储还或将通过强化加息预期、弱化降息预期、上调通胀预测来兑现自己抗通胀的承诺。此时此刻，美联储需要保持言行一致，过于鸽派的举动会被解读为“沟通混乱”。我们预计点阵图暗示的今年年底联邦基金利率中值将升至4%以上，明年接近4.5%，并维持在这一水平一段时间，这也将对美债收益率和美元汇率形成支撑。

会议背景：就业强劲，通胀顽固

► 自上次FOMC会议以来，美国就业状况保持良好。数据显示，美国8月新增非农就业31万人，失业率维持在3.7%的低位。劳动参与率虽有所恢复，但离疫情前水平还有不少差距，说明劳动力供给不足问题仍未解决。总体上，劳动力市场仍处于供不应求状态，工资仍面临上涨压力。

► 通胀居高不下，通胀预期有所回落。尽管全球油价下跌对通胀起到了一定的降温作用，但核心通胀仍然顽固，8月核心CPI环比增长率高达0.6%（年化约7.2%），超过美联储可以接受的水平。从分项看，汽车、房租、食品价格仍在上涨，说明通胀的内生动能还比较强。好的方面是，纽约联储和密歇根大学消费者通胀预期有所回落，但是否可持续还有待观察。

► 房地产销售放缓，消费支出有韧性。美联储加息推高美国房贷利率，30年期房屋抵押贷款利率已经突破6%，为2008年以来最高水平。利率上升不利房地产销售，二季度以来新屋和成屋销售均呈现下滑态势。消费方面，非耐用品消费边际回落，耐用品和服务消费继续扩张，整体消费表现出一定韧性。

通胀持续超预期，美联储怎么办？

► 我们预计这次FOMC会议将延续Jackson Hole会议“鹰”派的基调。首

先，美联储或将在本次会议上加息75个基点，这也是今年5月以来连续第三次大幅度加息。美联储在上次会议上已明确表示，加息决策将完全取决于经济数据（data dependent），根据最新的就业和通胀数据，加息75个基点是完全合适的。从利率期货隐含的加息预期来看，市场已基本price in了这次加息。至于这次是否会加息100个基点，我们认为可能性较低。一是因为部分通胀预期指标有所回落，在一定程度上减轻了美联储对通胀失控的担忧。二是因为其他主要经济体央行也已进入加息“快车道”（如两周前欧央行加息75个基点），全球央行同步加息或带来需求共振“收缩”效果，有助于降低各自面对的加息压力。

► 其次，强化加息预期，点阵图或显示年底利率将超过4%，明年底利率达到4.5%。比起这次加息，市场更关注美联储后续加息的节奏，如果这次加息幅度为75个基点，那么联邦基金利率将升至3~3.25%的区间。在这之后，今年内美联储还有11月2日和12月14日两次FOMC会议，如果每次均加息50个基点，那么联邦基金利率将在年底升至4%以上。我们认为这种情况的可能性较大，一是因为这能与美联储坚定抗击通胀的承诺保持一致，二是这也符合部分美联储官员所提倡的加息前置（front loading）的做法。对此，美联储官员们将通过提高利率点阵图中的利率预期来表达他们的想法。尽管点阵图并不一定代表未来加息的确切路径，但在当前这种高通胀环境下，点阵图还是能够起到引导预期的作用。

► 第三，弱化降息预期，这可能来自点阵图的变化，也可能是鲍威尔的“口头打压”。当前市场中存在一种预期，随着美国经济放缓乃至陷入衰退，美联储或于明年降息。站在美联储的角度看，面对高通胀，这种预期显然是不合时宜的，也不利于美联储稳定通胀预期。鉴于此，我们认为美联储可能会对降息预期进行打压，这可能体现为点阵图显示的2024年联邦基金利率中值仍处在4%以上，也可能是鲍威尔在发布会上提醒不要过度期待美联储降息。总而言之，市场不应低估美联储持续紧缩的时间长度，即使2023年不再大幅加息，但也不会很快降息，美国货币政策或将在相当一段时间内保持从紧态势。

► 第四，可能上调通胀和失业率、下调GDP预测，提及美国经济韧性以

避免“衰退恐慌”。自上次会议以来，美国通胀并未显著回落，对此，美联储或将上调对2022-24年底PCE和核心PCE通胀的预测。与此同时，美联储也将上调对失业率的预测，下调对GDP增速的预测，以此暗示货币紧缩将给经济带来一些痛苦。不过，我们预计美联储对美国经济的总体态度不会非常悲观，一是因为过度悲观并不支持美联储继续大幅加息，二是因为过度悲观容易引发“衰退恐慌”，带来资产价格大幅波动。为安抚市场，鲍威尔可能会提及美国经济的韧性并表达对经济“软着陆”的期待，尽管实现“软着陆”的概率已经越来越低。

► 总体上，本次会议将是美联储证明自己抗通胀决心的窗口期，过于鸽派的表态会被解读为“沟通混乱”。美联储主席鲍威尔在Jackson Hole会议上的发言已向市场发出了明确信号，即美联储坚定致力于将通胀压制回2%的长期目标。我们认为鲍威尔的讲话为美联储接下来的行动指明了方向。此时此刻，行胜于言，美联储需要付诸行动，以证明自己是言行一致的。

以上观点来自：2022年9月18日中金公司研究部已发布的《FOMC前瞻：迎接“鹰”派加息》

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

张文朗 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

肖捷文 SAC 执证编号：S0080121070451

专题聚焦

专精特新 | 软件：数字经济产业创新路径

软件行业是数字经济的重要支柱，其产业结构呈现典型的赛道型特征。软件行业是数字经济的重要支柱，数字化也是我国实现产业升级的必然路径。从产业结构上看，软件行业呈现出典型的赛道型的特征，在大类上我们可以将其分为应用软件和基础软件两大板块。其中基础软件主要包括操作系统、数据库、中间件等支撑基本计算环境的基础设施型软件，应用软件则包括各个工业、金融、医疗、建筑、汽车等各大垂直领域涉及的应用型软件。

基础软件和应用软件行业特征各异，各赛道所处产业创新与国产化阶段也因此不同。总体上来看，基础软件由于具备基础设施的属性，技术壁垒更高、国产化程度较低；而应用软件由于与其对应的垂直行业更为相关，其定制化属性强、技术壁垒较低，故国产化程度相对较高。但是也有例外：如应用软件中的高端工业软件领域由于技术门槛较高，国产化率仍然较低；而基础软件中的中间件由于技术门槛相对较低，其国产化率已经达到较高水平。总体来看，软件细分赛道中，产品化程度、毛利率、技术壁垒较高的赛道往往国产化程度相对较低，产业创新具有更大的空间。

基础软件国产化：从政府到行业，重点人群覆盖仍有较大空间

基础软件国产化以自上而下的方式为主，政府领域先行已初见成效。从狭义的国产化层面来说，目前其涉及的范畴主要是在基础软硬件领域，以“台套”模式进行推广，主要针对目标办公人群进行PC、服务器整体的国产化。过去三年间，基础软硬件的国产化以自上而下的方式在政府领域持续推进、初有成果。2020-2022年，政府领域国产化工作的重点主要在省市级以上的单位展开，并基本完成了对这部分600万办公人群的覆盖。各关键软硬件环节的国产厂商在这一过程中收获了充沛的订单需求，实现了规模的阶段性扩张。

行业国产化涉及的范围主要包括央企、国企及金融机构，覆盖办公人群数千万量级。在政府领域之外，近年来基础软硬件领域的国产化工作也在进一步

延展至金融、能源、电信等各大重点行业内的头部央企、国企。根据《中国统计年鉴2021》及《中国财政年鉴2021》，我们估计行业国产化涉及的办公人群超过6,000万量级。而如果优先考虑行业国产化率先开展的金融、能源、通信、冶金等行业，则其短期优先覆盖的办公人群约为2,500万量级，同时行业国产化也会涉及到部分一般业务系统，触及应用软件层面。

应用软件国产化：产品力驱动，国产软件可用性提升保障产业链安全

高端应用软件作为关键产业生产工具，存在一定的产业链安全风险。高端应用软件在部分产业中扮演着重要的生产工具的角色，而目前在半导体电子设计、航空航天设计等领域的软件工具仍对海外厂商有较高程度的依赖，近几年也屡见部分国家对于高端应用软件工具的出口限制政策。因此我们认为，应用软件领域的国产化也是我国实现各重点产业生产工具国产化的必然选择，而生产工具的可用性、好用性也会成为国产化过程中的优先考量。

在中端通用应用软件领域，国产软件相较海外竞品产品力已基本持平，市占率稳步提升。在管理软件等技术门槛相对较低的领域，国内厂商已经能够凭借本地化服务优势占据相对较高的份额。对于研发设计类工业软件这类技术门槛相对较高的领域，部分中端软件国内厂商与海外相比产品力已经基本持平。

专精特新企业能够在哪些细分赛道引领创新，推动产业链国产化趋势？

海外经验显示，传统基础软件领域的创新往往需要龙头公司引领。操作系统、中间件、数据库这些传统基础软件具备高通用性的特征，存在较长的研发和应用验证周期，我们认为规模较小的公司或难以实现以点带面的突破。而且通用型的软件具有一定的“网络效应”，其知识壁垒、资金壁垒、产业支持壁垒都很高。放眼全球，基础软件几乎都是由龙头企业所主导的，典型的比如微软旗下的Windows操作系统和Office办公软件、Oracle旗下的数据库和中间件等，中小厂商在传统基础软件领域已经形成行业标准的情况下较难有所作为。

国产传统基础软件的创新同样需要由龙头公司重点突破。回看国内，目前本土的基础软件和全球一流水平之间差距仍然明显，很多领域的国产化都处于

早期，前期投入大、回报周期长，所以更需要政府集中投入支持，来扶持少数头部公司进行创新突破。事实上目前国内基础软件领域的头部厂商有许多都是由国资支持的企业以及大型商业化公司。在传统基础软件领域的创新路线上，我们认为各领域的大型企业、龙头公司未来仍将作为领头羊引领国产基础软件的持续创新。

专精特新企业在新一代基础软件领域崭露头角。在大数据、云计算等新一代基础软件领域，行业的标准尚未完全确立，全球来看仍处于“百家争鸣，百花齐放”的阶段。与此同时，全球新一代基础软件开源生态的活跃也为更多的行业参与者提供了机遇，国内也涌现出了一批以独特技术路径在细分场景取得创新突破的专精特新企业。国内专精特新企业积极拥抱全球开源生产，并在细分环节实现针对性创新，我们认为这些企业将在国产新一代基础软件的突破中扮演更为重要的角色。

应用软件领域细分场景众多，专精特新企业能够通过集中式创新确立局部优势。与作为软件架构底座，具备高通用性的基础软件不同，应用软件领域的生态更为丰富。横向来看，即使是偏“通用”型应用软件，其面向的生产环节也有所不同，单个厂商布局领域有限；纵向来看，不同垂类行业中的应用软件面向的场景相对聚焦。因此在应用软件领域很多细分场景、细分环节中的小公司能够通过集中式创新取得一定突破，其优势可能在于点工具的领先技术，也可能在于某个细分领域的Know-how，抑或为对本土厂商的服务能力和性价比优势。

以上观点来自：2022年9月16日中金公司研究部已发布的《专精特新 | 软件：数字经济产业创新路径》

钱凯 SAC 执证编号：S0080513050004 SFC CE Ref: AZA933

于钟海 SAC 执证编号：S0080518070011 SFC CE Ref: BOP246

王之昊 SAC 执证编号：S0080522050001 SFC CE Ref: BSS168

卓德麟 SAC 执证编号：S0080522070017 SFC CE Ref: BSE161

车姝韵 SAC 执证编号：S0080121060028

韩蕊 SAC 执证编号：S0080121080059

谭哲贤 SAC 执证编号：S0080122070047

专题聚焦

通胀维持高位，复苏喜忧参半——印度通胀与二季度经济数据点评

9月12日，印度披露8月CPI初值同比增长7.0%，在今年4月见顶回落以来首次出现反弹，食品和燃料价格仍是主要因素。其中，年初热浪和干旱天气对粮食价格的影响仍持续，占CPI权重54%的食品饮料价格同比增长7.6%，燃料和电力价格同比增长10.8%。剔除食品和燃料价格的核心CPI在8月小幅回落至同比增长5.9%。尽管国际原油价格回落和印度国内有利的季风降雨，使通胀压力顶点已过去，通胀维持高位仍是印度复苏面临的一大挑战。为控制通胀，印度央行分别在5月4日和6月8日加息40和50个基点，8月5日再次加息50个基点，目前政策性回购利率为5.4%，我们预计未来加息幅度受国内经济复苏制约。市场普遍预计印度通胀在2023年一季度才可回落至央行2%-6%的中期目标内。

此前，8月31日印度披露二季度GDP同比增长13.5%，不及市场预期的15.1%¹。尽管跨国比较来看，双位数经济增长相当亮眼，但这主要由于印度2020年二季度经济受疫情冲击导致的低基数（同比-23.8%），且2021年二季度反弹受限、尚留有余地（同比+20.1%）。从绝对水平来看，印度2022Q2GDP仅恢复至略超疫情前水平（比2019年同期高3.8%）。由于2022Q2经济表现不达预期，有市场机构将印度2022年全年增长预测从此前的7.6%调降至7.0%²。尽管8月以来宏观环境改善、海外机构投资者已恢复对印度证券投资净流入，就业疲软和通胀引发的高物价压制国内需求、美欧经济衰退影响海外需求，叠加印度央行加息效果的逐渐释放，印度经济增长动力呈现较弱态势。

内需复苏是二季度印度经济增长的主要动力。印度2021年10月开始放宽签证和国际旅行限制，目前尚未出现与此前第二、第三波疫情规模相当、日增数十万例确诊的第四波大规模疫情，部分由于疫苗接种改善和此前积累的一定群体免疫基础。印度自2021年初开始实施全国疫苗接种计划，累计接种疫苗超21亿剂次。截至8月底，至少接种一剂次和完全接种疫苗的人数占比分别达到73%

¹ Bloomberg市场机构预测印度二季度GDP同比增长均值为15.1%。

² <https://www.reuters.com/world/india/goldman-cuts-indias-growth-forecast-morgan-stanley-sees-downside-risks-2022-09-01/>

和67%。6月中旬，印度出现新一波单日新增确诊达万例以上的疫情反弹，目前已处于下行通道，日新增确诊不足万例。

受益于疫情得到控制、国内递延需求释放，2022Q2印度私人消费表现突出，同比增长25.9%。随着管控措施放松，消费部分转向接触密集型服务，2022Q2服务业增加值同比增长17.6%，其中，贸易、酒店、运输、通信和广播相关服务业³增加值同比增长25.7%。需求复苏也带动了投资端，2022Q2投资同比增长19.3%，其中，固定资本形成总额同比增长20.1%，高于市场预测的14.8%，但存货同比减少17.4%。对外贸易方面，由于主要贸易伙伴美国增长前景不明，海外订单收缩，印度出口已显露下跌趋势。2022年以来，贸易逆差持续扩大，前8月累计贸易逆差1,839.2亿美元。其中，非石油贸易逆差占50.5%，拖累经济增长。

供给端，制造业增长不及预期，但仍处于持续扩张。受通胀引发的成本上升影响，2022Q2印度制造业、采矿业和建筑业增加值分别同比增长4.8%、6.5%、16.8%，低于去年同期的49.0%、18.0%、71.3%。尽管如此，高频数据显示，需求改善推动制造业订单和产出增长，印度制造业仍处于持续扩张。8月制造业采购经理人指数（PMI）为56.2，已连续第14个月处于50以上的扩张区间。服务业也呈扩张趋势，8月服务业PMI为57.2，连续第13个月处于扩张区间。

受低就业和高通胀影响，未来印度复苏的内需动力或显不足，经济增长仍面临挑战。2022Q2印度失业率维持在7%以上，8月抬升至8.28%，创近一年来新高，其中农村失业率7.68%，城镇失业率高达9.57%。非农就业机会不足使城市年轻人的就业受到更大影响，相当比例接受良好教育的人群由于无法找到与教育水平相匹配的工作而不愿意积极寻找工作。由于劳动力市场延续疫情以来的乏力，或难以支撑印度未来国内消费持续复苏。

海外市场上，国际资本流入持续分化，计算机软硬件和服务业是关注重点。疫情以来印度吸收外商直接投资保持平稳，2022Q2吸收外商直接投资净流入136.2亿美元。疫后供应链多样化利好印度具备优势的电子和计算机行业，计算

³ 为分行业增加值的一项。

机软硬件业吸引外资规模显著提升，占印度吸收外商直接投资的比例从2019Q2的13.7%增长至2022Q2的20.7%。得益于本地制造，苹果二季度在印度销售超过120万部iPhone，主要是iPhone12和iPhone13，销量同比增长94%⁴。同时，疫情下的社交隔离等举措利好数字经济发展，促进印度电信、计算机和信息服务出口持续扩大优势，2021Q2以来印度电信、计算机和信息服务净出口金额保持20%及以上的同比增速，较疫情前实现了更快发展。包含研发、技术分析和测试等在内的印度服务业也持续吸引外商直接投资流入，2021Q4以来维持10%以上的同比增速。

受发达市场加息影响，海外证券投资组合延续2021Q4以来流出印度的趋势，2022Q2共流出150.6亿美元，主要为境外机构投资者减持权益类投资工具。不过，这一趋势在7月开始向好，7、8月单月境外机构投资者证券投资净额分别恢复至2.39亿、71.07美元⁵，说明印度相较其他全球主要经济体更具投资吸引力。

往前看，印度卢比汇率仍可能继续下跌，消耗外汇储备的宏观干预能力，或带来不确定因素。尽管在新兴市场国家中，印度卢比兑美元汇率跌幅较小，年初以来跌幅6.9%，在美元走强的国际背景下，印度卢比汇率仍可能继续下跌，8月已跌至79.56，接近突破80关口。为维持卢比汇率稳定，印度央行动用外汇储备干预汇率，外汇储备规模已从2021年8月高点的5,784亿美元持续减少至2022年8月4,986亿美元。

以上观点来自：2022年9月14日中金公司研究部已发布的《通胀维持高位，复苏喜忧参半——印度通胀与二季度经济数据点评》

吴婷 SAC 执证编号：S0080520120008

刘政宁 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

洪灿辉 SAC 执证编号：S0080121070405

⁴ https://www.business-standard.com/article/technology/apple-ships-over-1-2-million-iphones-in-india-in-q2-logs-94-growth-122072500286_1.html

⁵ 数据来源：Haver。

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.9.13 中国宏观热点速评：三大制约因素边际改善 ——复工复产跟踪系列（十四）
- 2022.9.13 中国图说中国宏观周报：房地产周期处于什么位置？
- 2022.9.14 海外宏观热点速评：消灭通胀还有很长的路
- 2022.9.14 其他宏观热点速评：通胀维持高位，复苏喜忧参半 ——印度通胀与二季度经济数据点评
- 2022.9.16 中国宏观热点速评：下调个人存款利率，助力金融支持实体
- 2022.9.17 中国宏观热点速评：准财政助力经济修复 ——8月经济数据点评
- 2022.9.17 联合解读：8月经济数据与资产配置解读
- 2022.9.18 海外宏观周报：FOMC前瞻：迎接“鹰”派加息

策略及大宗商品

- 2022.9.14 主题策略：中美上市企业盈利对比
- 2022.9.14 海外策略：8月通胀：耐心等待转机
- 2022.9.15 海外策略：高通胀与强加息下的美股盈利前景 ——美股2Q22业绩总结
- 2022.9.16 碳中和双周报：“碳”策中国（24）：ESG大趋势中的小波折 9月1日~9月15日
- 2022.9.16 大宗商品：8月数据点评：疫情和高温影响下，需求尚未兑现
- 2022.9.17 全球资金流向监测：北向流出扩大，南向流入增加

固定收益

- 2022.9.13 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.9.13 简评：瑞科转债上市定价分析
- 2022.9.13 简评：淮22转债投资价值分析
- 2022.9.13 专题研究：欧洲证券化市场格局和投资驱动因素剖析——中金固收海外研究系列
- 2022.9.13 招投标备忘录：付息国债22年第17期续发、第20期新发，贴现农发债22年第2期新发，付息农发债22年第5、8期增发——利率债招标分析
- 2022.9.14 专题研究：海外违约及回收率总结 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.14 简评：常熟银行转债投资价值分析
- 2022.9.14 招投标备忘录：国开债22年第9、14、15期增发——利率债招标分析
- 2022.9.14 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.9.15 专题研究：全球重要新兴市场债券市场格局 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.15 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

- 2022.9.15 招投标备忘录：贴现国债22年第52期新发，付息国债22年第15期续发——利率债招标分析
- 2022.9.16 专题研究：美国固收类基金全景综述 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.16 简评：经济数据局部反弹，地产仍偏弱，不改利率下行趋势——8月经济数据分析
- 2022.9.16 专题研究：海外债券指数化投资的趋势与借鉴 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.16 专题研究：海外固收量化的应用和对国内的借鉴意义——中金固收海外研究系列
- 2022.9.16 专题研究：日本货币政策的演变历程和启示 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.16 专题研究：海外ESG固收投资产品和策略研究 ——中金固收海外研究系列
- 2022.9.17 专题研究：境外机构投资中国债券现状与趋势深度剖析——中金固收海外研究系列
- 2022.9.17 信用债收益率跟踪周报：收益率多数上行，一级净增继续为负
- 2022.9.17 专题研究：欧央行货币政策历史与未来探究 ——中金固收海外研究系列

行业

- 2022.9.13 航空航天科技：国企改革有望再加速，卫星产业链景气上行
- 2022.9.13 交通运输物流：双周报：交运1H22业绩综述，在不确定中寻找相对确定
- 2022.9.13 医疗健康：控费力度好于预期，医疗服务迎来反弹
- 2022.9.13 日常消费：周思考：白酒中秋消费平稳，大众品关注需求稳健及成本改善公司
- 2022.9.13 纺织服装珠宝：每周聚焦：关注恢复增速较优的细分行业
- 2022.9.13 新能源汽车：中金电动车研究：从华为问界EV看产业链机会
- 2022.9.13 医疗健康：创新药前沿系列（12）银屑病：IL-17/IL-23抗体疗效优异，关注小分子靶向药物进展
- 2022.9.13 机械：推荐新能源装备，关注VR机械式变焦投资机会
- 2022.9.13 化工：碳纤维1H22回顾：供给释放，行业竞争格局持续塑造中
- 2022.9.13 酒类食品饮料：白酒中秋总结：疫情扰动旺季需求，分化仍在持续
- 2022.9.13 造纸：纸浆系列专题（一）：当前浆价走到哪里了？
- 2022.9.13 农业：宠物线上月报：8月销售额回归增势，国货创意新势力、受喜爱度增加
- 2022.9.14 不动产与空间服务：周报#309：局地疫情反弹，新房销售走弱
- 2022.9.14 传媒互联网：全球电商2Q22回顾和展望：GMV承压，降本增效超预期兑现
- 2022.9.14 机械：光伏设备动态跟踪系列：关注近期HJT设备密集招标

- 2022.9.14 传媒互联网：腾讯、网易重新获得游戏版号，长期有望健康发展
- 2022.9.14 电力电气设备：国内众多项目招标，美国加州峰谷价差提升
- 2022.9.14 汽车及零部件：海外车企2Q22业绩回顾：销量承压不改收入上行趋势，头部车企2H展望相对乐观
- 2022.9.14 节能环保：1H22回顾：传统业务受疫情影响，看好资源化及“新能源+”发展
- 2022.9.14 新能源汽车：造车新势力：风物长宜放眼量，期待车型周期发力拉动边际向好
- 2022.9.14 金融：数字金融月报：保险服务数据传递积极信号；支付收单及消费信贷需求回暖
- 2022.9.15 公用事业：核电全年获批10台超预期；支撑性电源重回加速期
- 2022.9.15 传媒互联网：线上平台月报：暑期效应持续显现
- 2022.9.15 旅游酒店及餐饮：防疫效率提升下，旅游出行波动有望平滑
- 2022.9.15 银行：【理财月刊】8月规模稳健增长，预计9月末将迎季节性回撤
- 2022.9.15 传媒互联网：数据月报：8月暑期效应持续，业务复苏进程中
- 2022.9.16 软件及服务：专精特新 | 软件：数字经济产业创新路径
- 2022.9.16 主题研究：电池材料前瞻（二）：钠电重生，硬碳先行
- 2022.9.16 建筑与工程：1H22回顾：总体小幅承压，关注基本面修复
- 2022.9.16 电力电气设备：欧盟光伏：电力市场紧急措施提案扰动市场情绪，不改行业需求向好
- 2022.9.16 交通运输物流：航空：8月运营环比下降，9月出行或仍受影响
- 2022.9.16 金融：财富管理月报：8月新增A股投资者数、头部股票期货App用户数环比回升
- 2022.9.16 交通运输物流：欧洲能源紧张持续发酵，对化工物流影响几何？
- 2022.9.17 不动产与空间服务：8月投资继续走弱，销售改善仍待政策发力
- 2022.9.17 纺织服装珠宝：每周聚焦：美国8月零售回升,出口拐点可期
- 2022.9.17 可选消费：8月社零同比+5.4%，消费持续回暖
- 2022.9.17 医疗健康：医疗健康：合成生物，引领未来
- 2022.9.18 交通运输物流：物流赛道论（一）化工物流：监管与创新中的领舞者
- 2022.9.18 有色金属：铝：云南限电影响供给，供需有望逐步转好
- 2022.9.18 半导体：半导体周报（9/16）：建议关注算力IC赛道
- 2022.9.18 医疗健康：关注器械产品端和医疗服务端投资机会
- 2022.9.18 金融：周报：建议积极布局非银龙头

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn