

证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年09月13日

相关报告

《大类资产配置专题：周期阶段拐点，不确定性加大》 2022-08-07

《大类资产配置专题：资产价格波动放大，推荐战术性防御》 2022-07-13

《大类资产配置专题：全球经济预期走弱，大类资产普遍回落》 2022-05-16

联系人：马巍琦

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：

- **全球经济分化加剧。**8月国内经济仍在弱势修复阶段。PMI较上月小幅回升，但仍处于50以下。工业生产开工等指标总体持平或稍有修复，库存延续下降态势，主动去库仍阶段性对开工形成一定压制，制造业利润移动平均仍处于下行通道。融资环境略有好转，8月社融稍微超预期，较7月的过低水平有一定修复。海外方面，8月欧美经济形势分化。8月美国经济数据总体强于预期，劳动力市场仍然强劲，失业率维持低位；PMI维持在50以上的扩张区间，通胀指标也有小幅回落。杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔向市场传递了“抑制通胀之前货币政策不会放松”的明确信号，将吸取七十年代美联储过早降息导致控制通胀失败的教训。鲍威尔讲话后市场对9月FOMC继续加息75bp的预期回升，美元指数明显走强，美债利率回升。欧洲经济形势则明显更弱，高能源价格下电价飞涨对居民、工业部门均产生了明显打击，PMI快速回落到50以下收缩区间，通胀持续攀升突破9%，加息较慢的欧洲央行被迫加速加息“赶进度”，9月8日欧央行加息75bp。加息未来可能对对欧洲内部政府债务负担较重的部分国家造成明显冲击，欧洲经济衰退风险强化。
- **8月境内外大类资产高度分化的态势延续，总体来看债券强于商品和股市。**股市方面，发展中国家表现最好，东亚国家地区次之，欧美发达国家股市明显调整。债市方面，欧美长端利率大幅上行，国内长债则在意外降息中延续牛市。商品波动放缓，整体延续跌势，内部分化明显更多表现为自身的供需逻辑。8月A股风格出现一定切换迹象，旧能源（煤炭、石油石化）、非银金融、传媒、交运和食品饮料等行业表现靠前，汽车、电新等高景气度“赛道”出现一定回撤。商品价格8月总体延续跌势但波动有所缓和，南华商品指数波动率持续下行。具体商品价格驱动因素回归自身供需因素，同类商品表现内部分化都较为明显，全球宏观因素稍有淡化。
- **本月我们维持推荐均衡配置，标配债券、权益和商品。**全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前股票估值、商品价格均相对中性。经济周期驱动的战术资产配置策略方面，我们的美林时钟策略当前信号仍然指向第四（衰退）象限，推荐配置债券。这一信号历史胜率约72%，上月取得0.8%正收益。

风险提示：（1）通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向；
（2）疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. 全球分化加剧，资产价格多数下跌..... | 4 |
| 1.1. 国内弱势修复，海外美强欧弱..... | 4 |
| 1.2. 大类资产配置策略：维持均衡配置..... | 9 |
| 2. 股票：发达市场权益资产下跌为主..... | 13 |
| 3. 债券：货币政策分化，债市内强外弱..... | 17 |
| 4. 商品与外汇：商品延续跌势，美元指数创历史新高..... | 20 |
| 5. 风险提示..... | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：全球新增确诊回落..... | 4 |
| 图 2：8 月制造业 PMI 小幅修复..... | 5 |
| 图 3：生产持平..... | 5 |
| 图 4：7 月工业增加值修复放缓..... | 5 |
| 图 5：固定资产投资平稳..... | 5 |
| 图 6：地产投资走弱，基建投资加快..... | 5 |
| 图 7：消费尚待恢复..... | 5 |
| 图 8：出口回落..... | 6 |
| 图 9：CPI 小幅回落..... | 6 |
| 图 10：M2 同比持续回升..... | 6 |
| 图 11：居民长贷有所修复..... | 6 |
| 图 12：主要行业去库存..... | 6 |
| 图 13：采矿业和制造业利润表现..... | 6 |
| 图 14：地产销售与挖掘机销售低位震荡..... | 7 |
| 图 15：汽车销售上涨..... | 7 |
| 图 16：美国 PMI 明显回落..... | 7 |
| 图 17：美国住房销售上行扭转..... | 7 |
| 图 18：美国通胀..... | 7 |
| 图 19：主要发达国家核心通胀..... | 7 |
| 图 20：欧元区通胀..... | 8 |
| 图 21：欧元区 PMI..... | 8 |
| 图 22：OECD 领先指标..... | 8 |
| 图 23：韩国和越南出口..... | 8 |
| 图 24：主要经济体花旗经济意外指数..... | 8 |
| 图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率..... | 9 |
| 图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现..... | 10 |
| 图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征..... | 10 |
| 图 28：商品指数波动率..... | 10 |
| 图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年..... | 11 |
| 图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年..... | 11 |
| 图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性..... | 12 |
| 图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性..... | 12 |
| 图 33：8 月全球资产表现..... | 12 |
| 图 34：2010 年以来参考组合表现..... | 13 |
| 图 35：PMI-美林时钟策略..... | 13 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 36: 全球主要股票指数月表现 (%) | 14 |
| 图 37: MSCI 发达市场和新兴市场 | 14 |
| 图 38: 标准普尔 500 波动率指数 | 14 |
| 图 39: A 股主要股票指数月表现 (%) | 15 |
| 图 40: A 股风格指数表现 | 15 |
| 图 41: A 股行业涨幅排名 | 15 |
| 图 42: A 股成交规模与市值 | 16 |
| 图 43: A 股估值水平 | 16 |
| 图 44: A 股市场情绪 | 16 |
| 图 45: 金融地产板块估值 | 17 |
| 图 46: 联邦基金利率 | 17 |
| 图 47: Ted 息差 | 18 |
| 图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模 | 18 |
| 图 49: 联储资产负债表负债端主要项目 | 18 |
| 图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势 | 19 |
| 图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期 | 19 |
| 图 52: 美国国债期限结构 | 19 |
| 图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率 | 19 |
| 图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率 | 19 |
| 图 55: 美国投资级信用债信用利差 | 20 |
| 图 56: 中美利差 | 20 |
| 图 57: 本月主要商品涨幅排序 | 21 |
| 图 58: 黄金及白银价格 | 21 |
| 图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值 | 21 |
| 图 60: 金铜比与 10 年期美债 | 21 |
| 图 61: 黄金与美国实际利率 | 21 |
| 图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势 | 22 |
| 图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势 | 22 |
| 图 64: LME 铜、镍、锡价格走势 | 22 |
| 图 65: LME 铝、铅、锌价格走势 | 22 |
| 图 66: 铜库存情况 | 22 |
| 图 67: 铜供需缺口 | 22 |
| 图 68: CBOT 小麦、玉米走势 | 23 |
| 图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势 | 23 |
| 图 70: 原油价格走势 | 23 |
| 图 71: 原油价格与库存规模 | 23 |
| 图 72: 动力煤、天然气价格走势 | 23 |
| 图 73: 建材价格走势 | 23 |
| 图 74: CRB 现货指数走势 | 24 |
| 图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势 | 24 |
| 图 76: 美日、美德利差走势 | 24 |
| 图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率 | 24 |
| 图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关 | 24 |
| 图 79: 美元指数走势 | 25 |

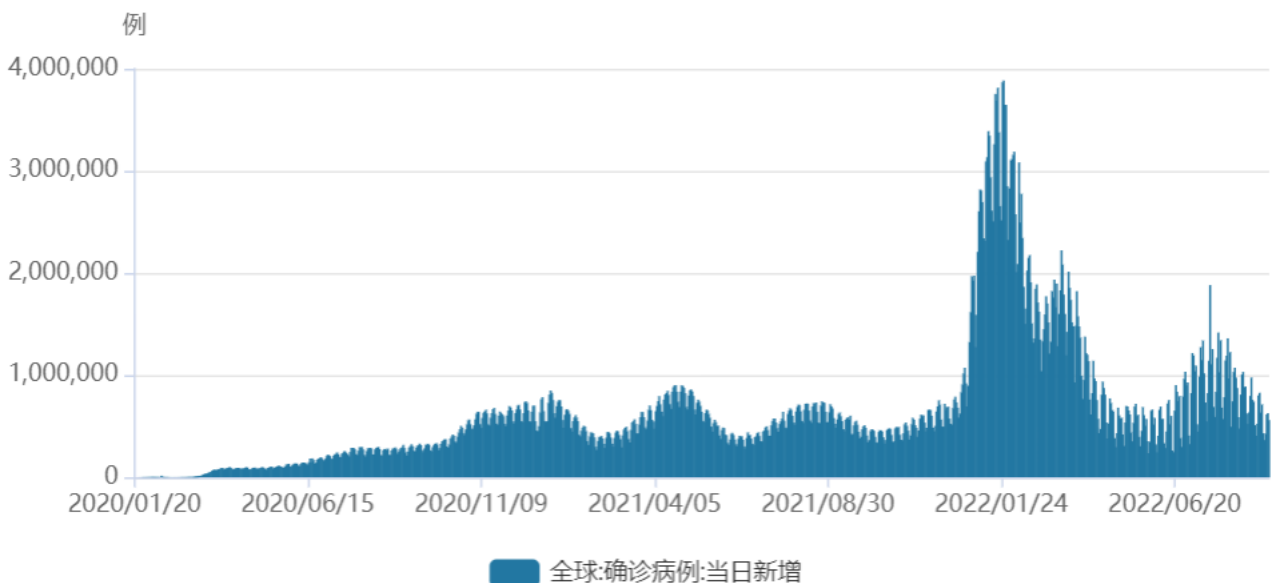
1. 全球分化加剧，资产价格多数下跌

1.1. 国内弱势修复，海外美强欧弱

8月国内经济仍在弱势修复阶段。PMI较上月小幅回升，但仍处于50以下。工业生产开工等指标总体持平或稍有修复，库存延续下降态势，主动去库仍阶段性对开工形成一定压制，制造业利润移动平均仍处于下行通道。融资环境略有好转，8月社融稍微超预期，较7月的过低水平有一定修复。需求方面，汽车销售景气度维持高位；商品房销售和7月表现总体相近，仍低位徘徊；出口则显著回落，海外货币政策收紧对于需求的拖累逐步显现，临近圣诞备货季运价高频数据持续回落，显示出口两位数高增长的阶段可能正在过去。局部地区疫情形势反复下，出行需求短暂好转后再度回落。

海外方面，8月欧美经济形势分化。8月美国经济数据总体强于预期，劳动力市场仍然强劲，失业率维持低位；PMI维持在50以上的扩张区间，通胀指标也有小幅回落。杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔向市场传递了“抑制通胀之前货币政策不会放松”的明确信号，将吸取七十年代美联储过早降息导致控制通胀失败的教训。鲍威尔讲话后市场对9月FOMC继续加息75bp的预期回升，美元指数明显走强，美债利率回升。欧洲经济形势则明显更弱，高能源价格下电价飞涨对居民、工业部门均产生了明显打击，PMI快速回落到50以下收缩区间，通胀持续攀升突破9%，加息较慢的欧洲央行被迫加速加息“赶进度”，9月8日欧央行加息75bp。加息未来可能对对欧洲内部政府债务负担较重的部分国家造成明显冲击，欧洲经济衰退风险强化。

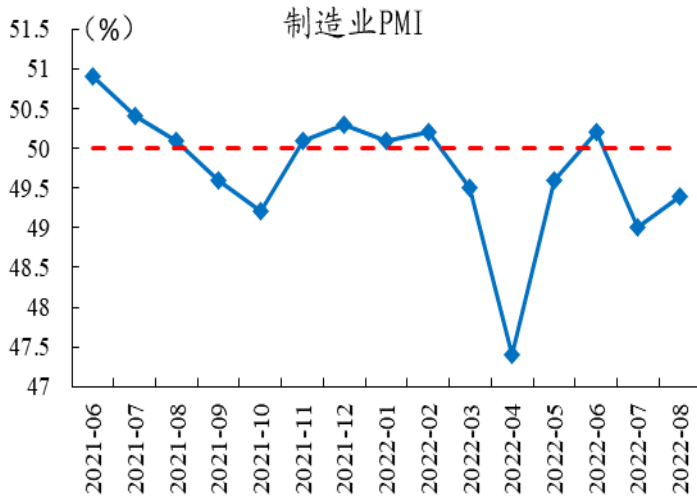
图 1：全球新增确诊回落



资料来源：Wind, 中原证券

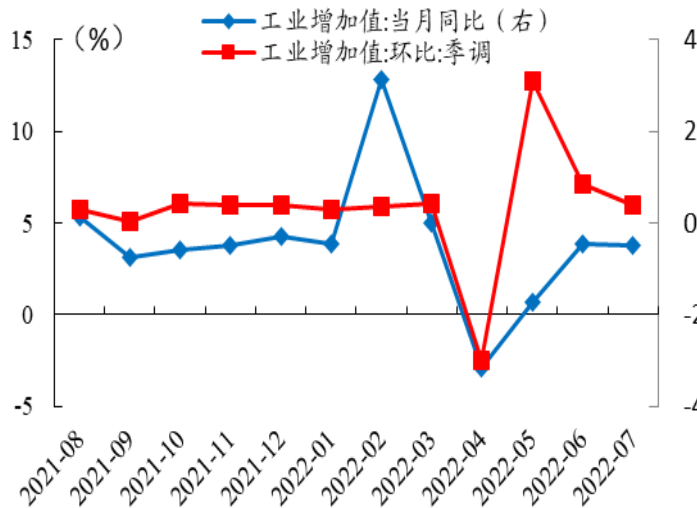
本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com
请阅读最后一页各项声明

图 2：8 月制造业 PMI 小幅修复



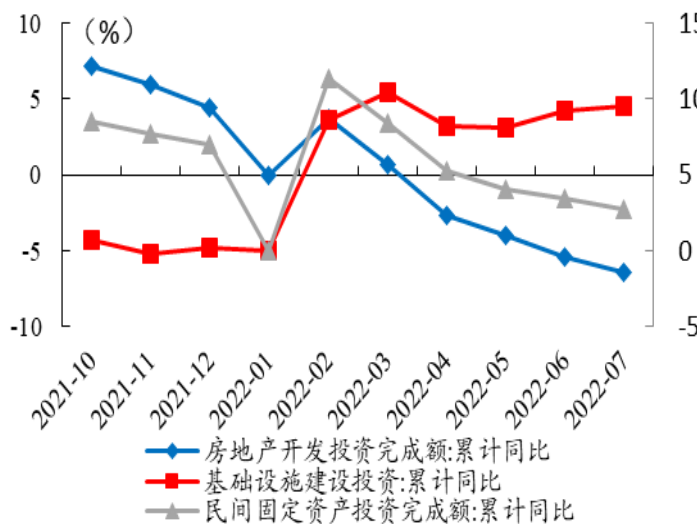
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：7 月工业增加值修复放缓



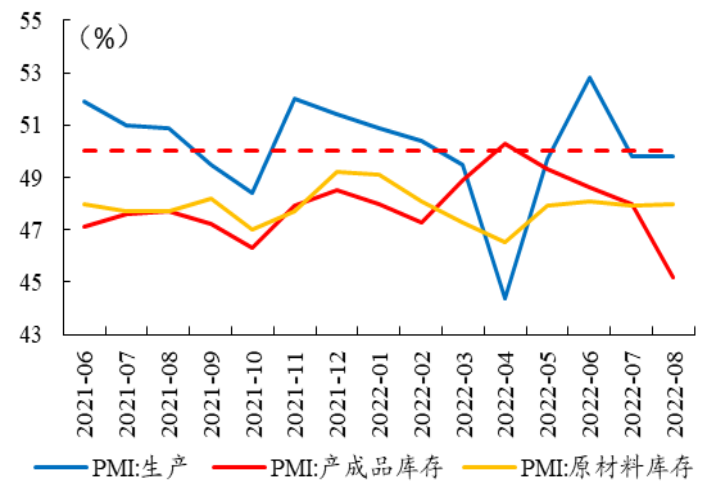
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资走弱，基建投资加快



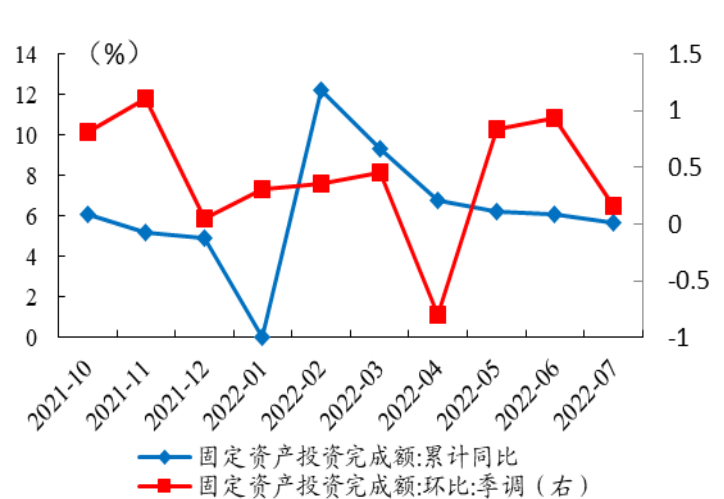
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产持平



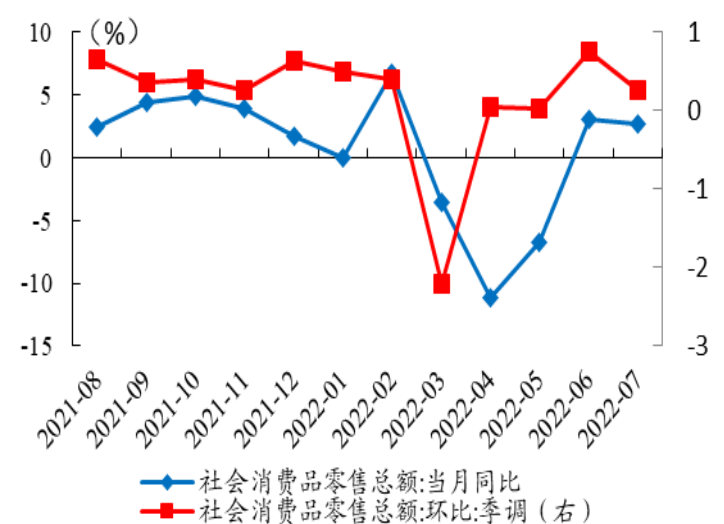
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资平稳



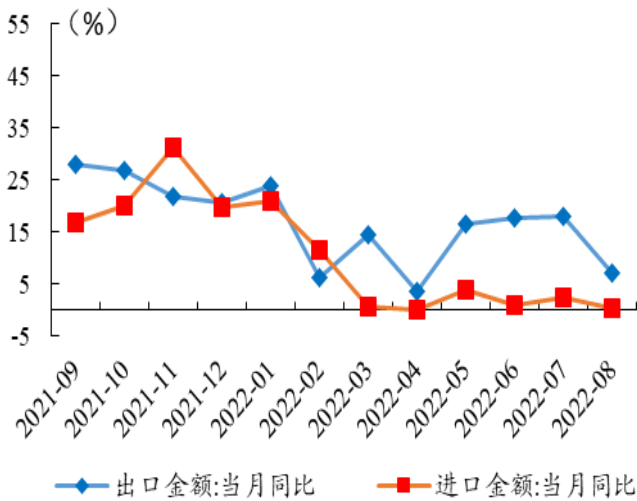
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费尚待恢复



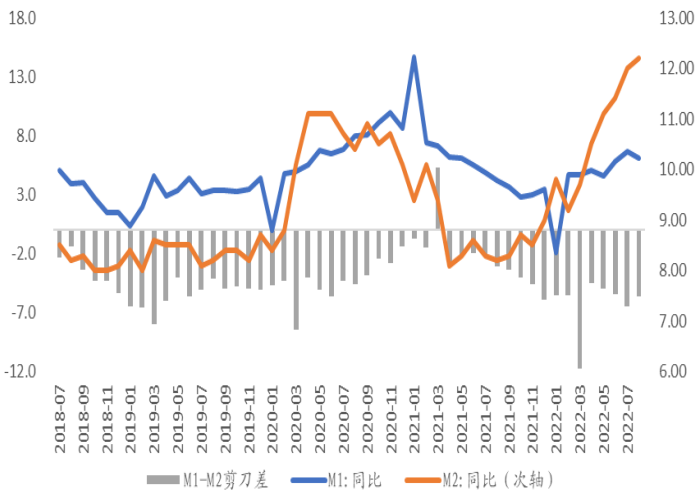
资料来源：Wind, 中原证券

图 8: 出口回落



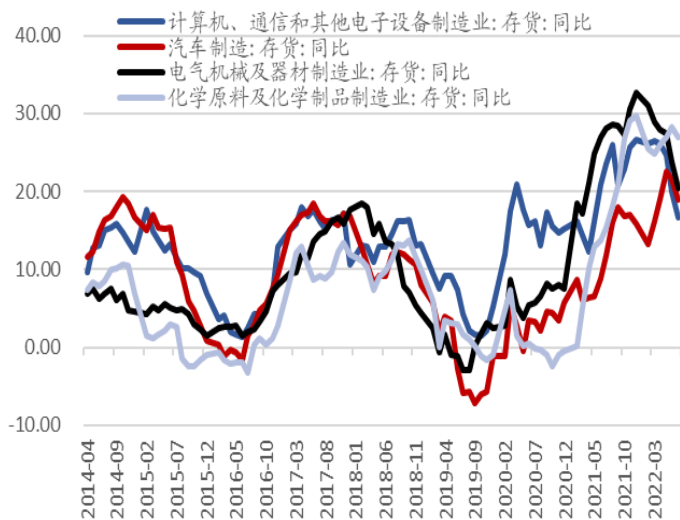
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: M2 同比持续回升



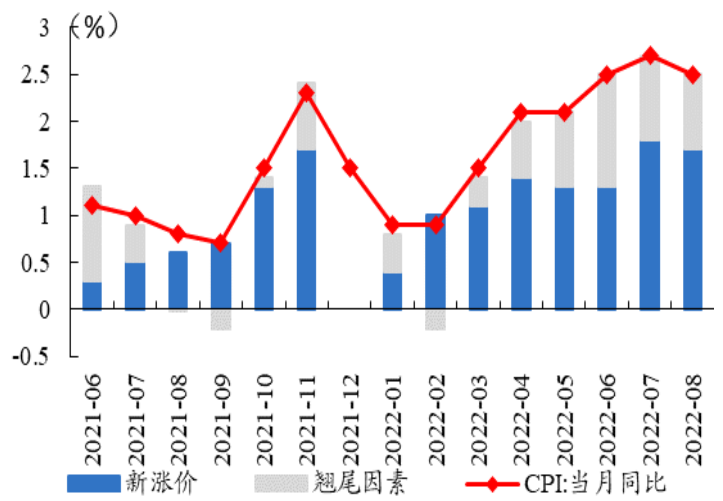
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 主要行业去库存



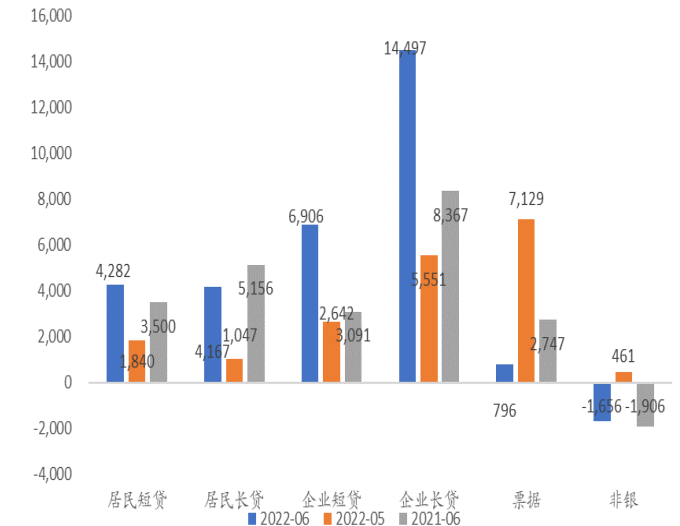
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: CPI 小幅回落



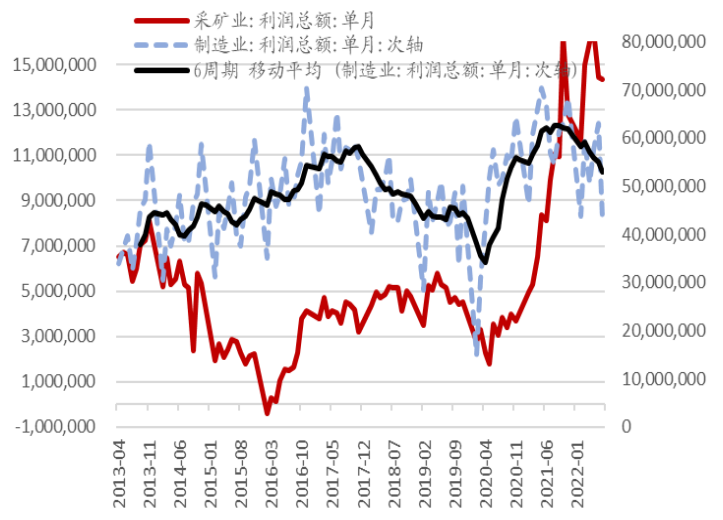
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 居民长贷有所修复



资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 采矿业和制造业利润表现



资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售低位震荡



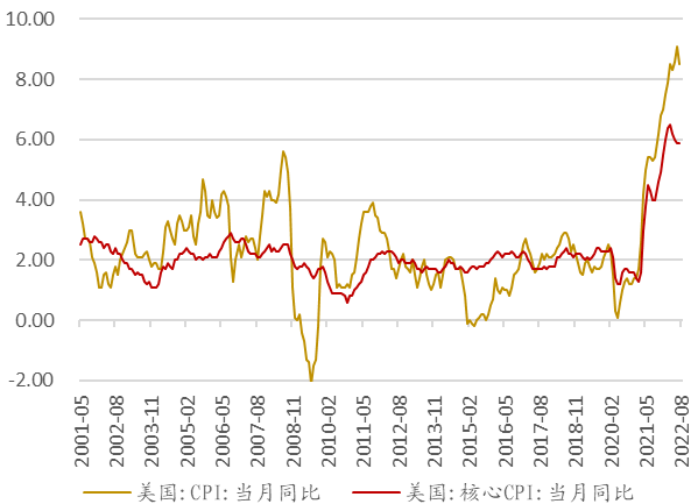
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国 PMI 明显回落



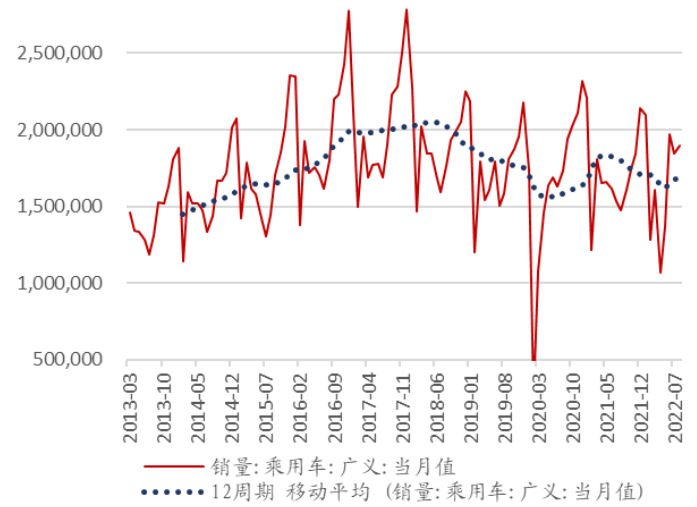
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



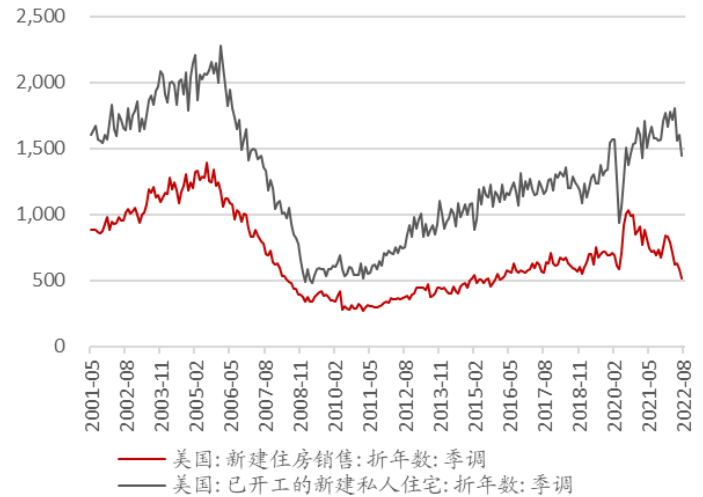
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售上涨



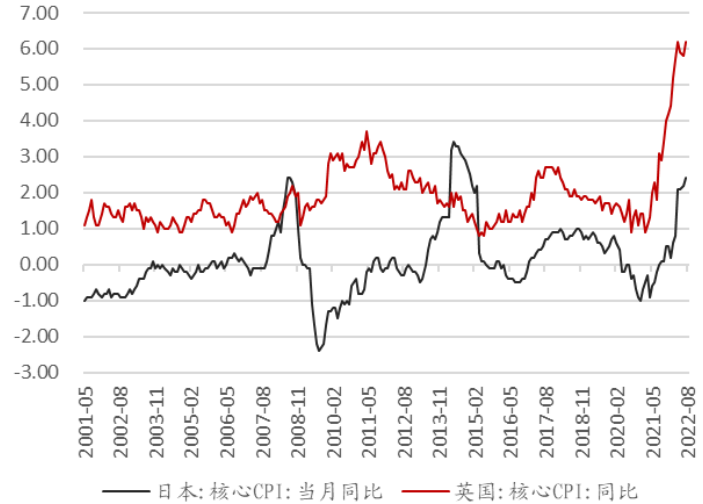
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房销售上行扭转



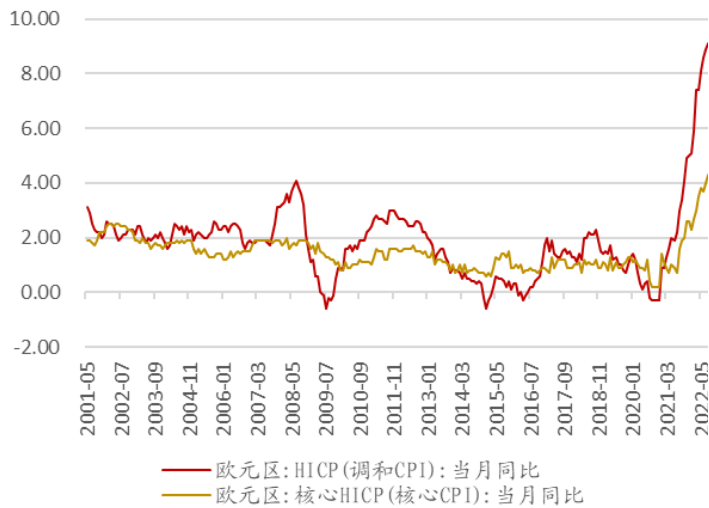
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



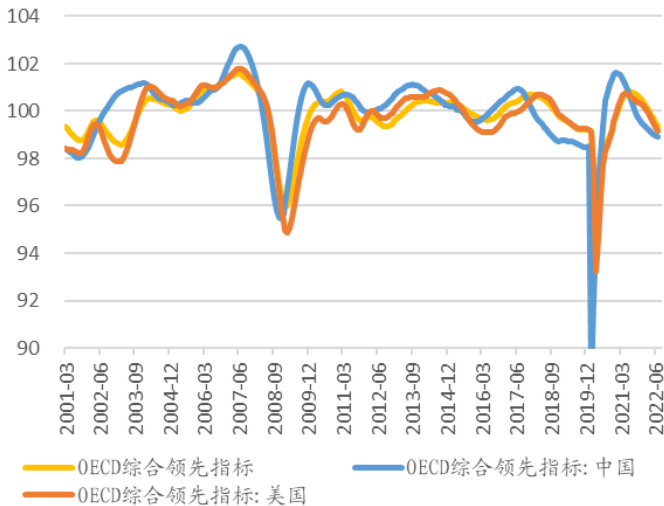
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



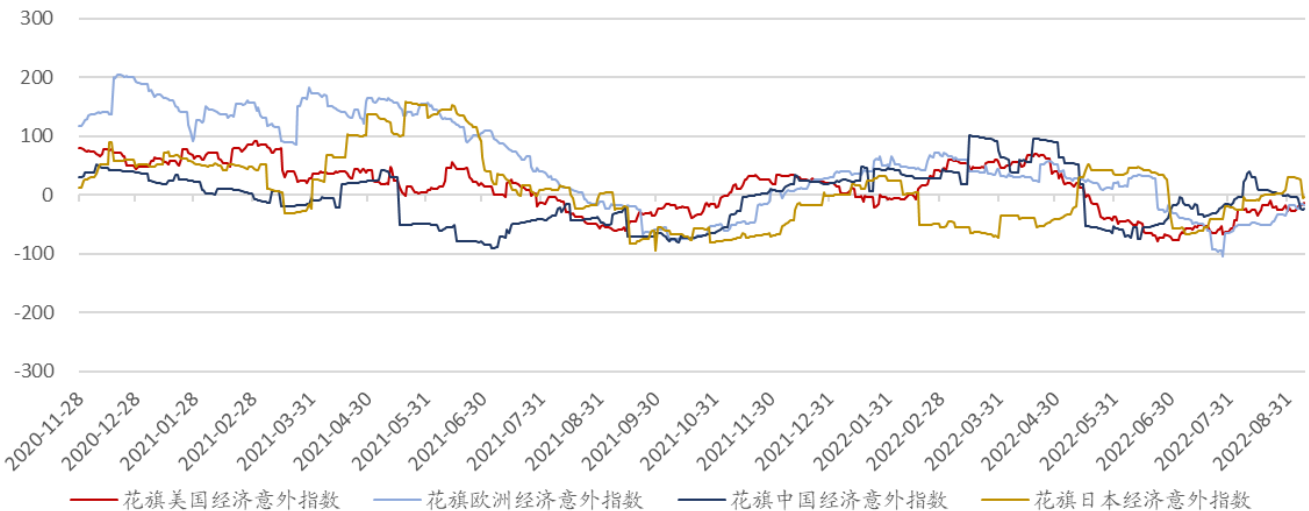
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 主要经济体花旗经济意外指数



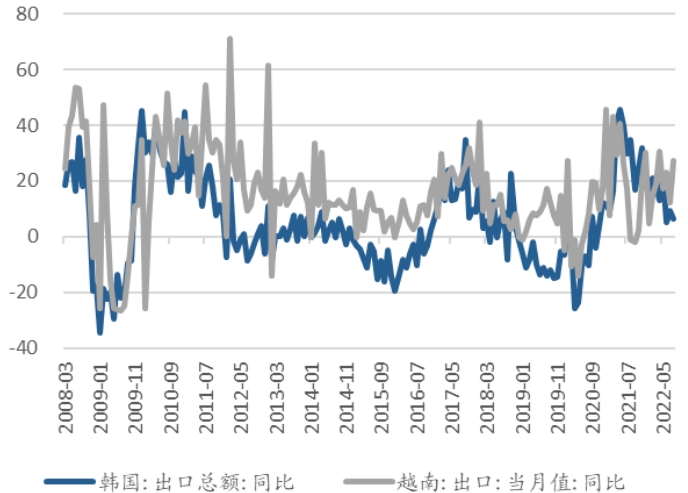
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券

1.2. 大类资产配置策略：维持均衡配置

8月境内外大类资产高度分化的态势延续，总体来看债券强于商品和股市。股市方面，发展中国家表现最好，东亚国家地区次之，欧美发达国家股市明显调整。债市方面，欧美长端利率大幅上行，国内长债则在意外降息中延续牛市。商品波动放缓，整体延续跌势，内部分化明显更多表现为自身的供需逻辑。

全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前股票估值、商品价格均相对中性。本月我们维持推荐均衡配置，标配债券、权益和商品。

经济周期驱动的战术资产配置策略方面，我们的美林时钟策略当前信号仍然指向第四（衰退）象限，推荐配置债券。这一信号历史胜率约72%，上月取得0.8%正收益。

图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率

| 品种 | 长期回报率:年化 | 长期波动率:年化 |
|-----------------|----------|----------|
| 800收益 | 5.24% | 22.94% |
| 300收益 | 5.53% | 22.73% |
| 500收益 | 4.47% | 26.11% |
| 中证1000全收益 | 4.72% | 27.56% |
| 国证1000R | 5.26% | 23.12% |
| 国证2000R | 8.16% | 26.76% |
| 恒生指数R | 5.93% | 18.43% |
| 恒生综指R | 6.65% | 18.95% |
| 中债-总财富(总值)指数 | 3.97% | 1.72% |
| 中债-综合财富(总值)指数 | 4.22% | 1.22% |
| 中债-新综合财富(总值)指数 | 4.21% | 1.18% |
| 中债-信用债总财富(总值)指数 | 5.01% | 1.01% |
| 南华商品指数 | 2.54% | 14.15% |
| 伦敦金现 | 4.08% | 15.71% |

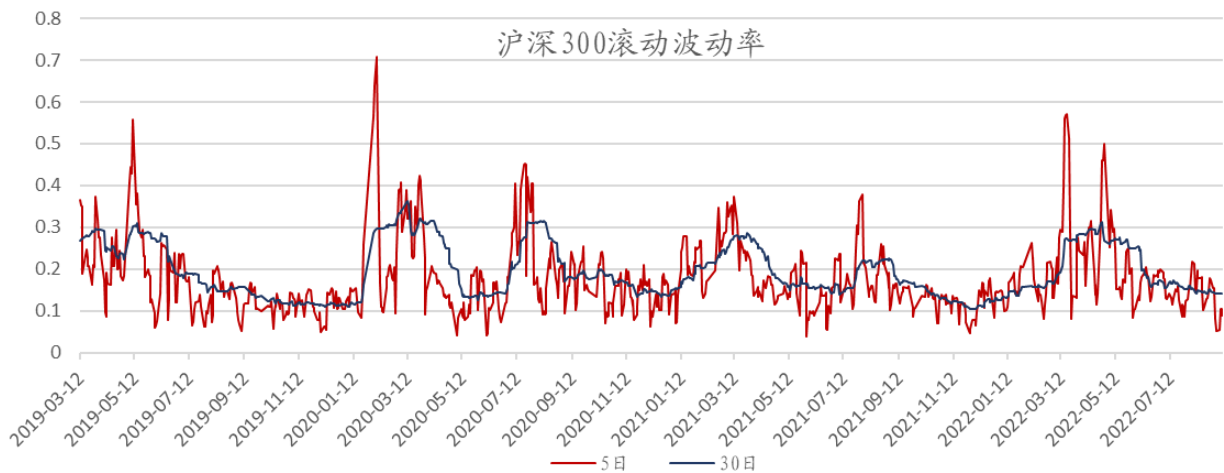
资料来源：Wind, 中原证券

图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现

| 回报率：% | 股票 | | | | 债券 | | 其它资产 | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|------|-------|
| 年份 | 大盘 | 中盘 | 小盘 | 港股 | 利率债 | 信用债 | 商品 | 黄金 | 现金 | 房地产 |
| 2010 | -11.58 | 10.51 | 17.64 | 9.27 | 1.92 | 4.06 | 12.04 | 29.52 | 1.71 | - |
| 2011 | -24.05 | -33.49 | -32.78 | -19.34 | 5.72 | 4.19 | -16.96 | 10.06 | 3.24 | 4.30 |
| 2012 | 9.80 | 1.18 | -0.77 | 26.45 | 2.51 | 6.26 | 4.22 | 7.14 | 2.81 | 0.06 |
| 2013 | -5.33 | 18.06 | 32.50 | 8.29 | -2.10 | 1.71 | -12.37 | -28.04 | 3.27 | 11.53 |
| 2014 | 55.85 | 40.45 | 35.26 | 3.97 | 11.23 | 10.09 | -16.54 | -1.81 | 2.81 | -2.67 |
| 2015 | 7.22 | 43.85 | 76.59 | -4.58 | 8.03 | 9.07 | -14.52 | -10.37 | 2.01 | 4.17 |
| 2016 | -9.26 | -17.17 | -19.69 | 2.77 | 1.30 | 2.27 | 51.34 | 8.48 | 2.11 | 18.73 |
| 2017 | 24.25 | 0.61 | -16.89 | 42.98 | -1.19 | 2.31 | 7.85 | 13.16 | 2.65 | 7.16 |
| 2018 | -23.64 | -32.54 | -36.28 | -13.93 | 9.63 | 7.44 | -5.83 | -1.57 | 2.43 | 7.36 |
| 2019 | 39.19 | 28.14 | 26.98 | 14.73 | 4.36 | 5.04 | 15.58 | 18.33 | 2.16 | 5.52 |
| 2020 | 29.89 | 22.26 | 20.45 | 15.37 | 3.07 | 3.32 | 7.41 | 25.07 | 1.54 | 5.50 |
| 10年平均 | 8.39 | 7.44 | 9.36 | 7.82 | 4.04 | 5.07 | 2.93 | 6.36 | 2.43 | 6.17 |
| 标准差 | 26.26 | 26.74 | 34.24 | 17.59 | 4.27 | 2.83 | 20.06 | 16.39 | 0.58 | 5.90 |

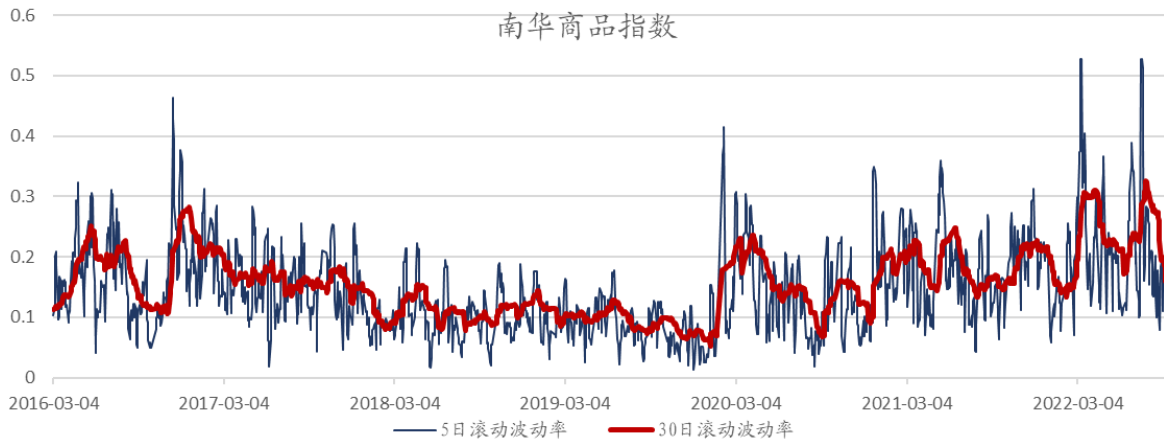
资料来源：Wind, 中原证券

图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征



资料来源：Wind, 中原证券

图 28：商品指数波动率



资料来源：Wind, 中原证券

图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年

| 长期相关性 | A股大盘股 | A股中盘股 | A股小盘股 | 港股 | 纳斯达克 | 道琼斯 | 利率债 | 信用债 | 商品 | 黄金 | 铜 | 原油 | 螺纹钢 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| A股大盘股 | 1.00 | 0.79 | 0.58 | 0.89 | 0.90 | 0.85 | 0.84 | 0.83 | 0.38 | 0.27 | -0.06 | -0.69 | 0.02 |
| A股中盘股 | 0.79 | 1.00 | 0.95 | 0.59 | 0.56 | 0.54 | 0.60 | 0.61 | -0.11 | -0.15 | -0.36 | -0.75 | -0.40 |
| A股小盘股 | 0.58 | 0.95 | 1.00 | 0.38 | 0.35 | 0.36 | 0.46 | 0.47 | -0.35 | -0.31 | -0.53 | -0.71 | -0.60 |
| 港股 | 0.89 | 0.59 | 0.38 | 1.00 | 0.94 | 0.95 | 0.86 | 0.88 | 0.45 | 0.24 | -0.03 | -0.53 | 0.09 |
| 纳斯达克 | 0.90 | 0.56 | 0.35 | 0.94 | 1.00 | 0.97 | 0.92 | 0.93 | 0.44 | 0.38 | -0.07 | -0.58 | 0.06 |
| 道琼斯 | 0.85 | 0.54 | 0.36 | 0.95 | 0.97 | 1.00 | 0.94 | 0.96 | 0.38 | 0.25 | -0.17 | -0.59 | -0.01 |
| 利率债 | 0.84 | 0.60 | 0.46 | 0.86 | 0.92 | 0.94 | 1.00 | 1.00 | 0.24 | 0.23 | -0.36 | -0.77 | -0.18 |
| 信用债 | 0.83 | 0.61 | 0.47 | 0.88 | 0.93 | 0.96 | 1.00 | 1.00 | 0.22 | 0.18 | -0.37 | -0.76 | -0.20 |
| 商品 | 0.38 | -0.11 | -0.35 | 0.45 | 0.44 | 0.38 | 0.24 | 0.22 | 1.00 | 0.60 | 0.76 | 0.15 | 0.88 |
| 黄金 | 0.27 | -0.15 | -0.31 | 0.24 | 0.38 | 0.25 | 0.23 | 0.18 | 0.60 | 1.00 | 0.48 | 0.10 | 0.49 |
| 铜 | -0.06 | -0.36 | -0.53 | -0.03 | -0.07 | -0.17 | -0.36 | -0.37 | 0.76 | 0.48 | 1.00 | 0.60 | 0.90 |
| 原油 | -0.69 | -0.75 | -0.71 | -0.53 | -0.58 | -0.59 | -0.77 | -0.76 | 0.15 | 0.10 | 0.60 | 1.00 | 0.49 |
| 螺纹钢 | 0.02 | -0.40 | -0.60 | 0.09 | 0.06 | -0.01 | -0.18 | -0.20 | 0.88 | 0.49 | 0.90 | 0.49 | 1.00 |

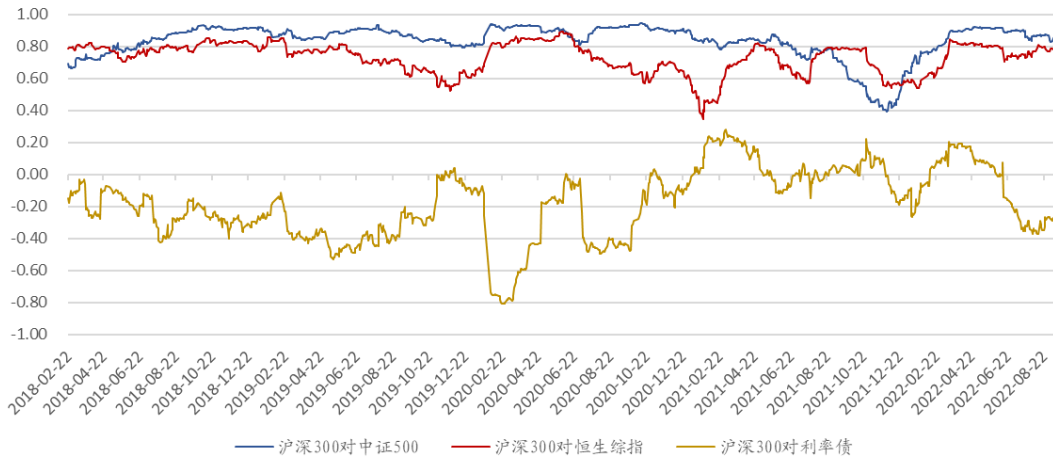
资料来源：Wind, 中原证券

图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年

| 短期相关性 | A股大盘股 | A股中盘股 | A股小盘股 | 港股 | 纳斯达克 | 道琼斯 | 利率债 | 信用债 | 商品 | 黄金 | 铜 | 原油 | 螺纹钢 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| A股大盘股 | 1.00 | -0.45 | -0.52 | 0.72 | -0.57 | -0.74 | -0.68 | -0.69 | -0.60 | 0.36 | -0.60 | -0.60 | -0.33 |
| A股中盘股 | -0.45 | 1.00 | 0.98 | -0.80 | 0.87 | 0.72 | 0.92 | 0.90 | 0.71 | 0.05 | 0.39 | 0.66 | 0.07 |
| A股小盘股 | -0.52 | 0.98 | 1.00 | -0.86 | 0.90 | 0.75 | 0.95 | 0.93 | 0.69 | 0.01 | 0.37 | 0.66 | 0.00 |
| 港股 | 0.72 | -0.80 | -0.86 | 1.00 | -0.78 | -0.72 | -0.92 | -0.90 | -0.64 | 0.14 | -0.38 | -0.63 | 0.04 |
| 纳斯达克 | -0.57 | 0.87 | 0.90 | -0.78 | 1.00 | 0.82 | 0.92 | 0.92 | 0.68 | -0.02 | 0.42 | 0.76 | -0.07 |
| 道琼斯 | -0.74 | 0.72 | 0.75 | -0.72 | 0.82 | 1.00 | 0.88 | 0.91 | 0.82 | -0.03 | 0.77 | 0.82 | 0.27 |
| 利率债 | -0.68 | 0.92 | 0.95 | -0.92 | 0.92 | 0.88 | 1.00 | 0.99 | 0.78 | -0.02 | 0.54 | 0.76 | 0.08 |
| 信用债 | -0.69 | 0.90 | 0.93 | -0.90 | 0.92 | 0.91 | 0.99 | 1.00 | 0.82 | -0.04 | 0.59 | 0.81 | 0.10 |
| 商品 | -0.60 | 0.71 | 0.69 | -0.64 | 0.68 | 0.82 | 0.78 | 0.82 | 1.00 | -0.09 | 0.80 | 0.87 | 0.47 |
| 黄金 | 0.36 | 0.05 | 0.01 | 0.14 | -0.02 | -0.03 | -0.02 | -0.04 | -0.09 | 1.00 | -0.05 | -0.12 | -0.17 |
| 铜 | -0.60 | 0.39 | 0.37 | -0.38 | 0.42 | 0.77 | 0.54 | 0.59 | 0.80 | -0.05 | 1.00 | 0.68 | 0.52 |
| 原油 | -0.60 | 0.66 | 0.66 | -0.63 | 0.76 | 0.82 | 0.76 | 0.81 | 0.87 | -0.12 | 0.68 | 1.00 | 0.19 |
| 螺纹钢 | -0.33 | 0.07 | 0.00 | 0.04 | -0.07 | 0.27 | 0.08 | 0.10 | 0.47 | -0.17 | 0.52 | 0.19 | 1.00 |

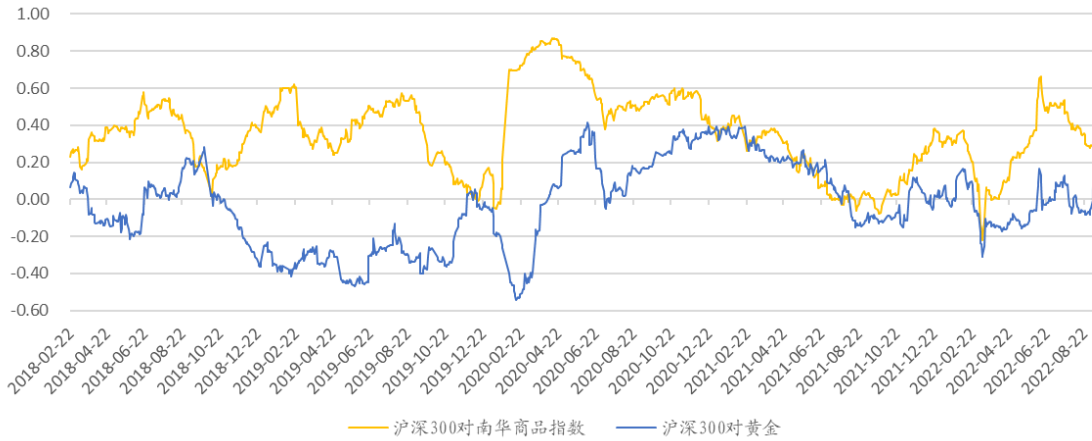
资料来源：Wind, 中原证券

图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性



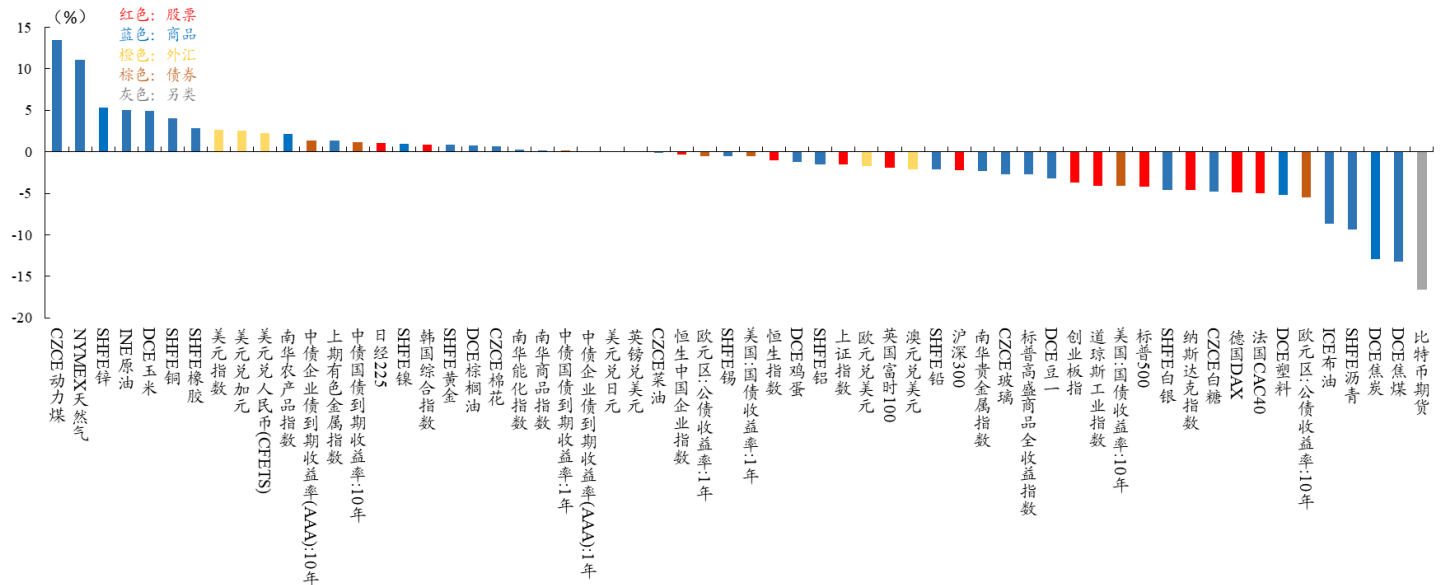
资料来源：Wind, 中原证券

图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性



资料来源：Wind, 中原证券

图 33：8 月全球资产表现



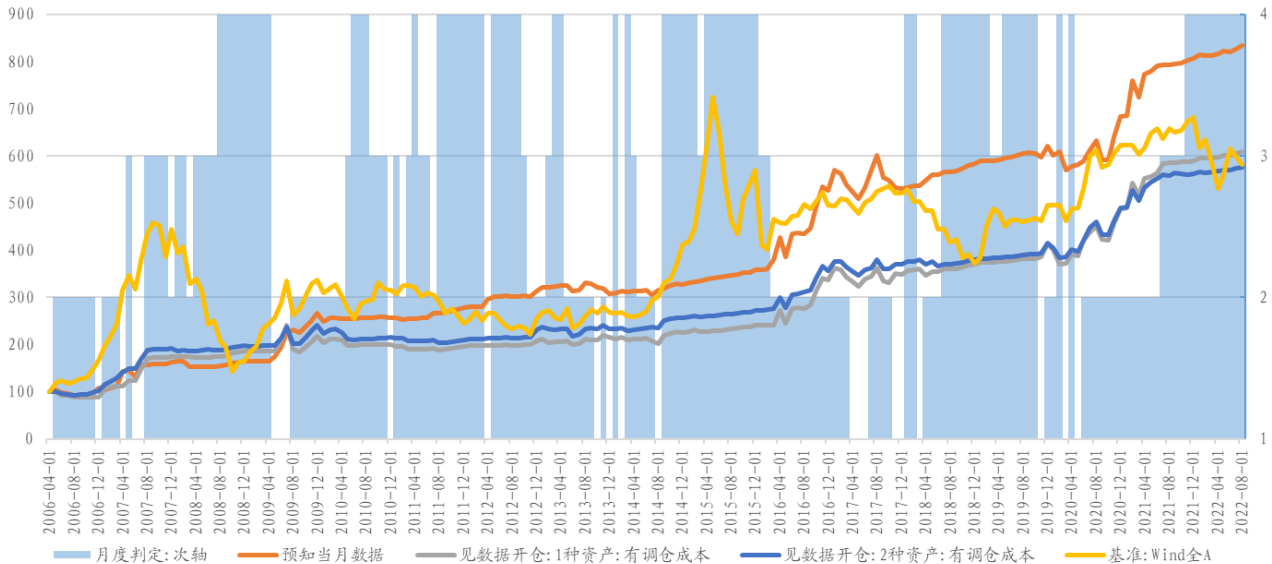
资料来源：Wind, 中原证券

图 34：2010 年以来参考组合表现



资料来源：Wind, 中原证券

图 35：PMI-美林时钟策略



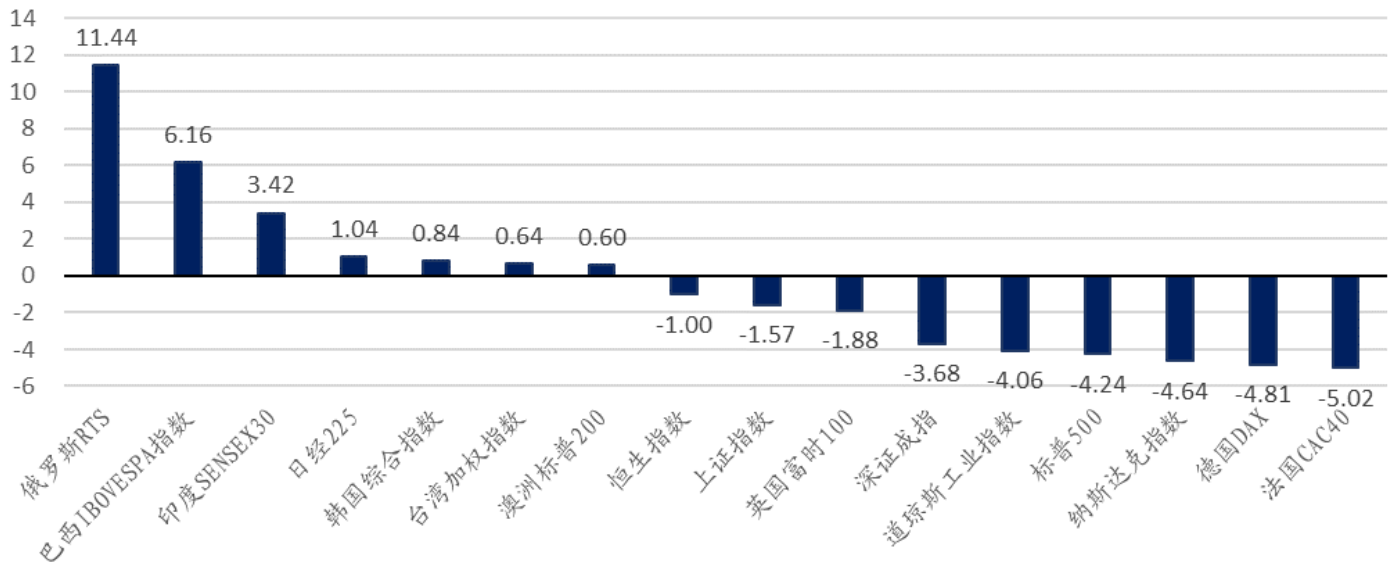
资料来源：Wind, 中原证券

2. 股票：发达市场权益资产下跌为主

8 月全球权益市场延续分化表现，欧美权益市场在货币政策紧缩预期下普遍下挫 4%到 5%，俄罗斯、印度、巴西等发展中国家市场表现最好，其中俄罗斯股市上涨 11.44%位居第一；东亚国家地区市场指数总体变化不大，日经、韩国综合指数及台湾加权指数小幅上涨 1%及以上，国内市场表现稍弱，恒生指数小幅回落 1%，上证综指下跌 1.57%，大盘股表现强于中小盘。

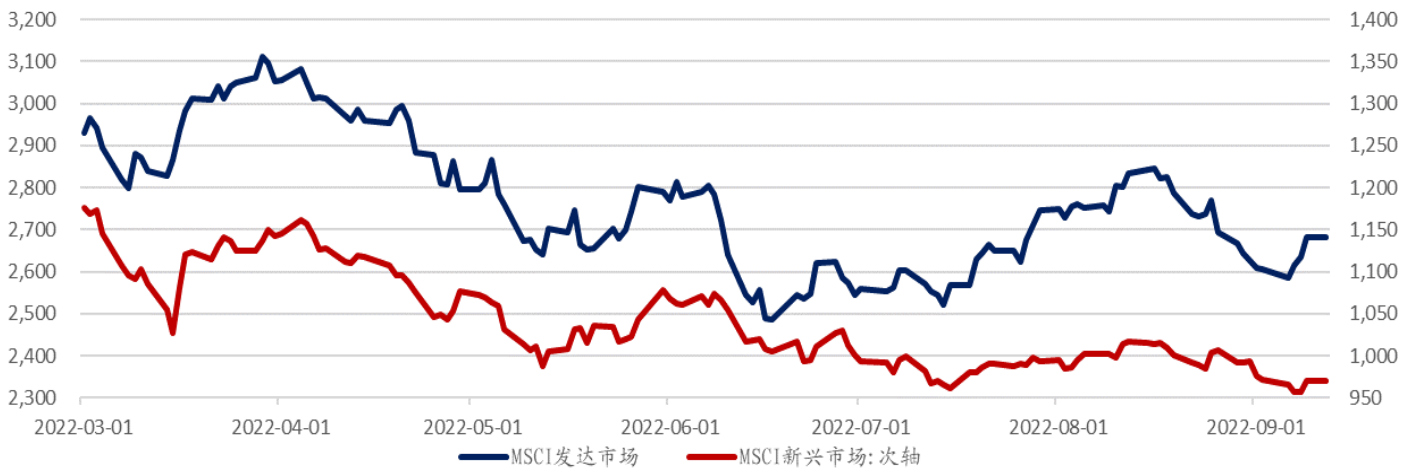
8 月 A 股风格出现一定切换迹象，旧能源（煤炭、石油石化）、非银金融、传媒、交运和食品饮料等行业表现靠前，汽车、电新等高景气度“赛道”出现一定回撤。经济逐步修复，临近重要会议政策逐步出台，经济复苏过程中出现一些反复但并不值得过度悲观，本月我们维持推荐标配权益。中期来看权益市场依然是较有性价比的资产，我们保持积极态度。

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

图 37: MSCI 发达市场和新兴市场



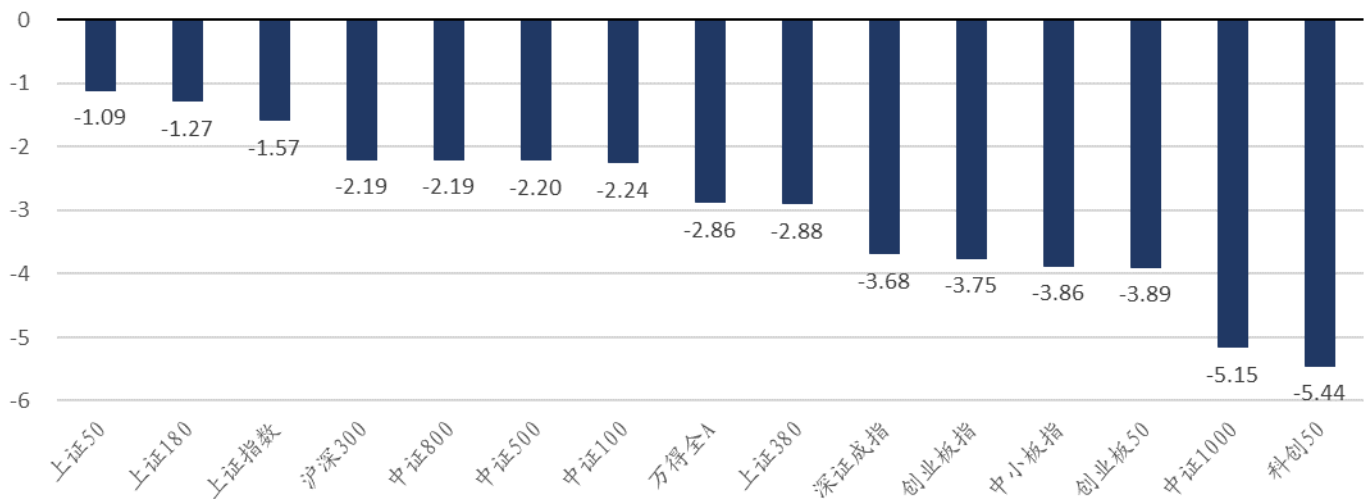
资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 标准普尔 500 波动率指数



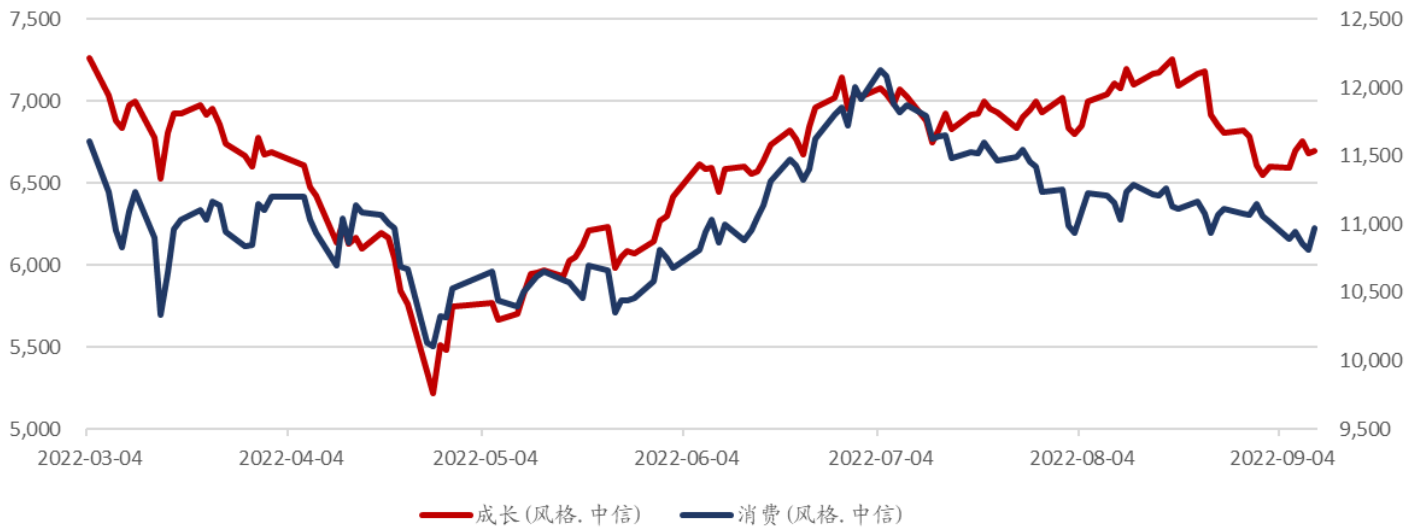
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)



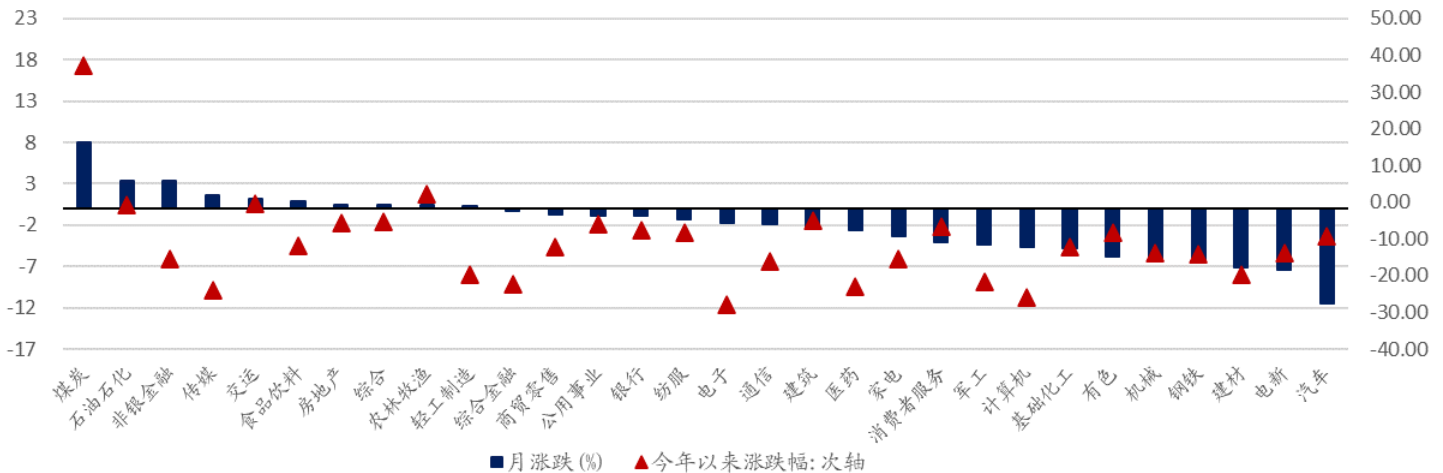
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: A 股风格指数表现



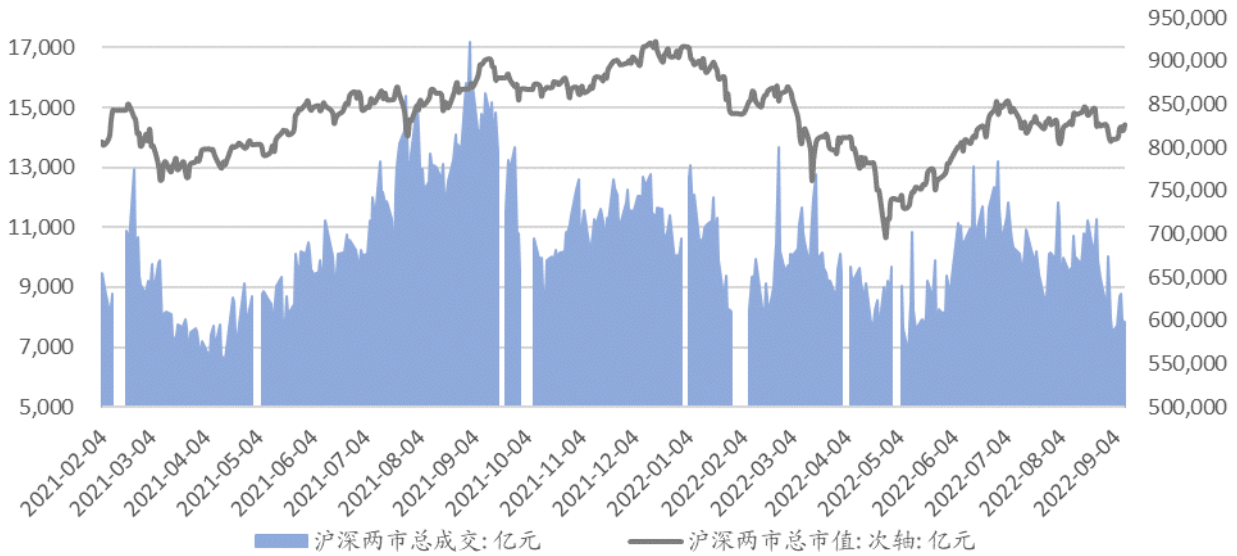
资料来源: Wind, 中原证券

图 41: A 股行业涨幅排名



资料来源: Wind, 中原证券

图 42: A 股成交规模与市值



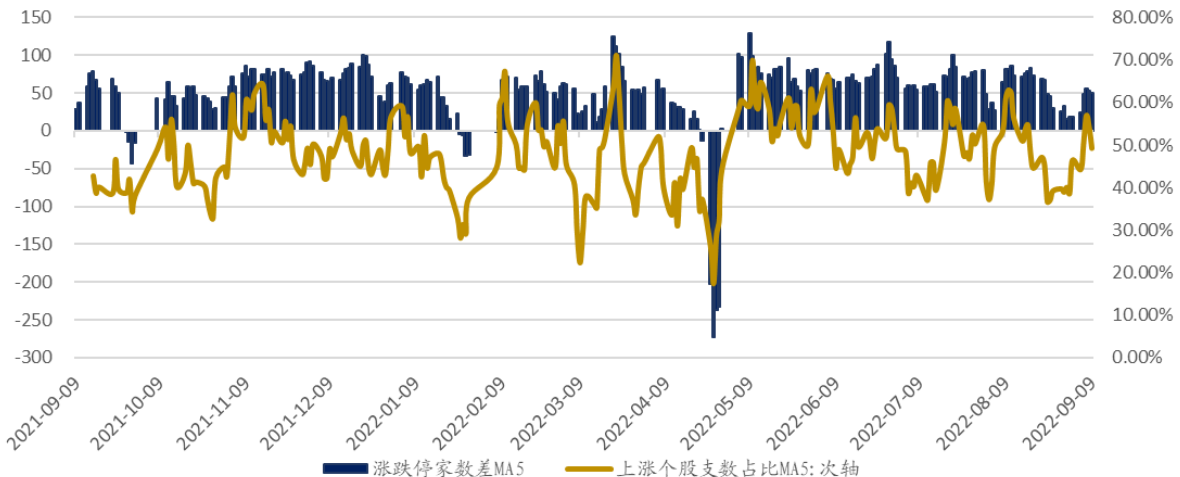
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: A 股估值水平



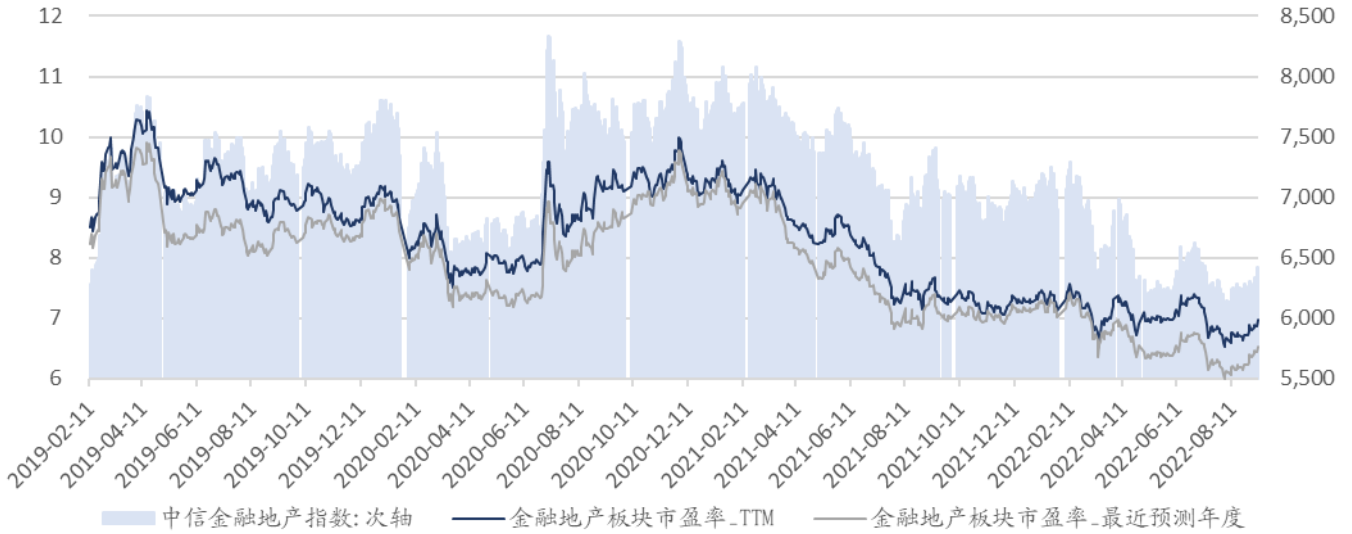
资料来源: Wind, 中原证券

图 44: A 股市场情绪



资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 金融地产板块估值



资料来源: Wind, 中原证券

3. 债券: 货币政策分化, 债市内强外弱

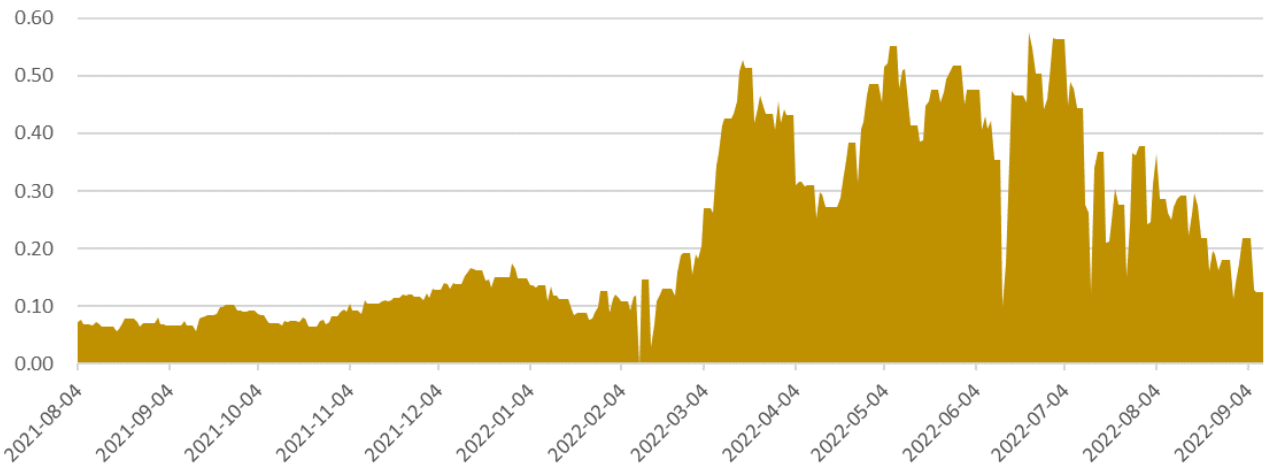
8月全球债市分化, 海外发达国家债市大幅下跌, 国内债市上涨, 货币政策分化仍是核心驱动因素。境外方面, 欧洲通胀大幅上行突破9%, 欧央行加速加息, 美国就业市场保持紧绷, 美联储主席在杰克逊霍尔年会上重申控制通胀的坚定决心, 市场对货币政策紧缩的预期有所强化, 欧美收益率普遍明显上行。国内方面, 8月人民银行意外降息推动人民币国债收益率快速下行, 在国内经济偏弱的背景下人民币债券牛市延续。

图 46: 联邦基金利率



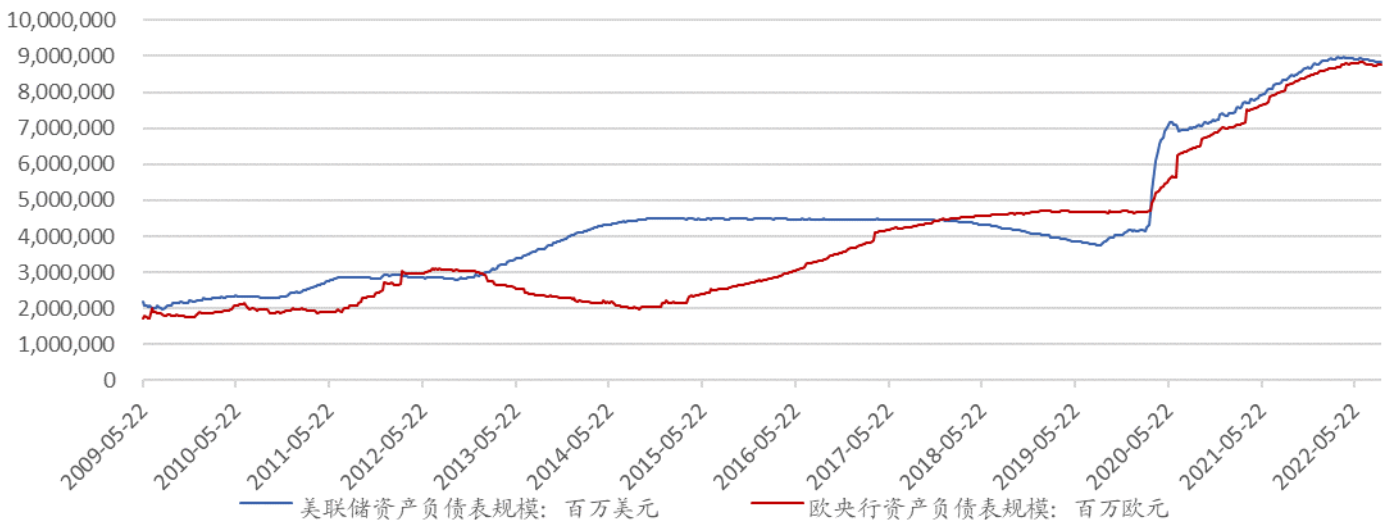
资料来源: Wind, 中原证券

图 47: Ted 息差



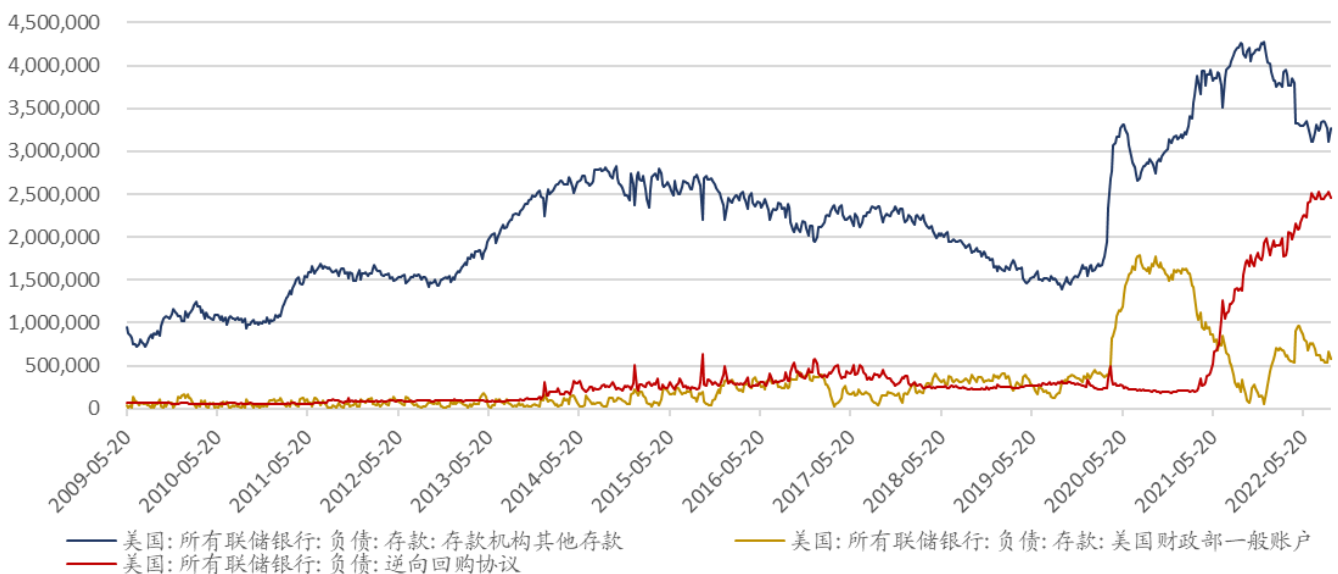
资料来源: Wind, 中原证券

图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模



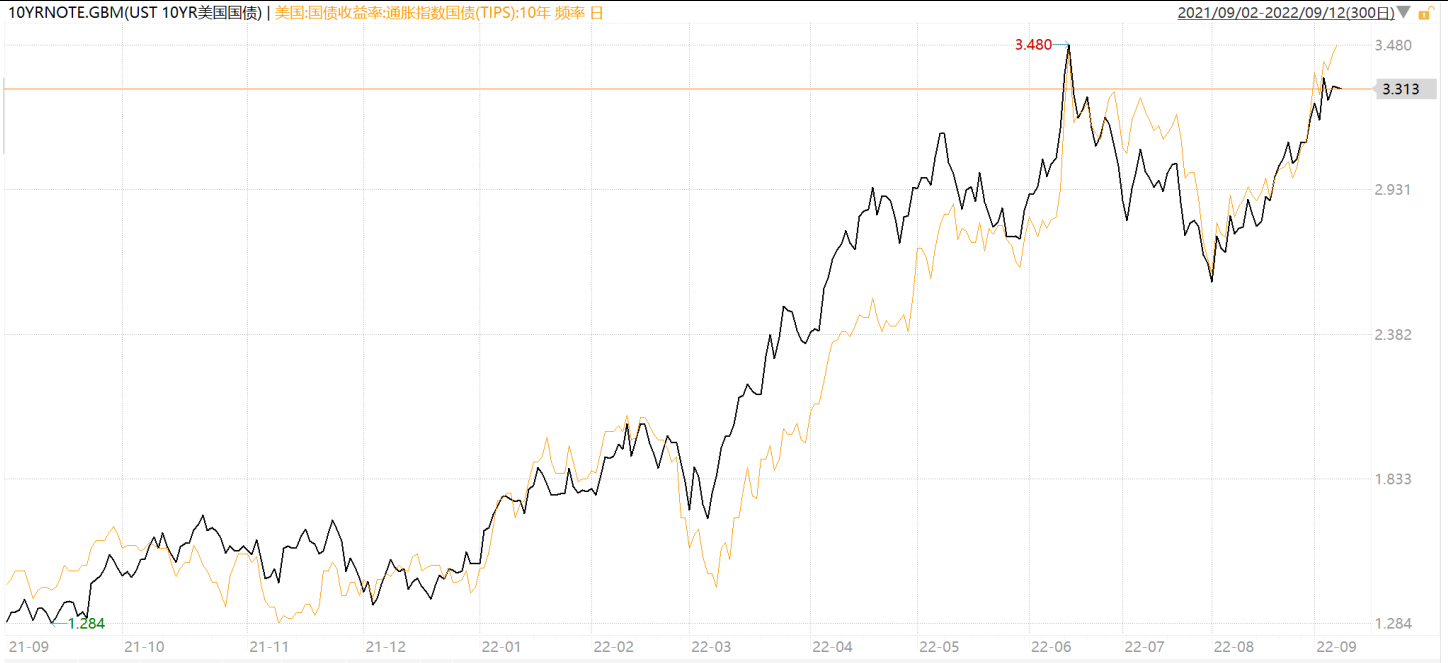
资料来源: Wind, 中原证券

图 49: 联储资产负债表负债端主要项目



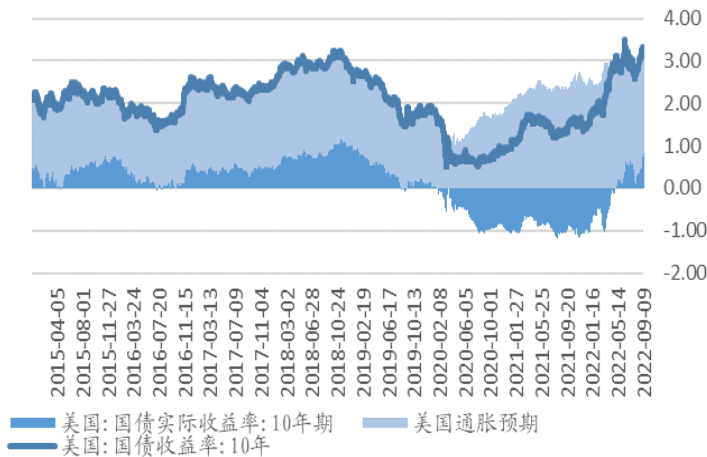
资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势



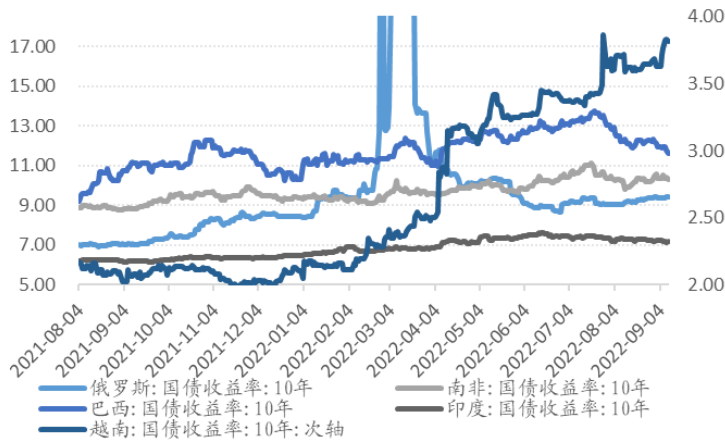
资料来源: Wind, 中原证券

图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期



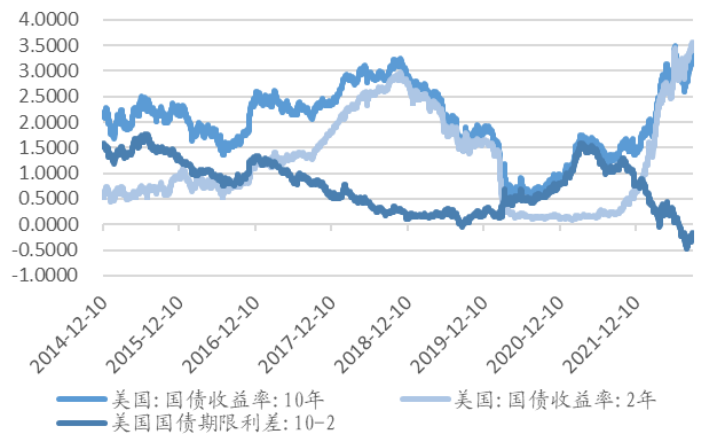
资料来源: Wind, 中原证券

图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率



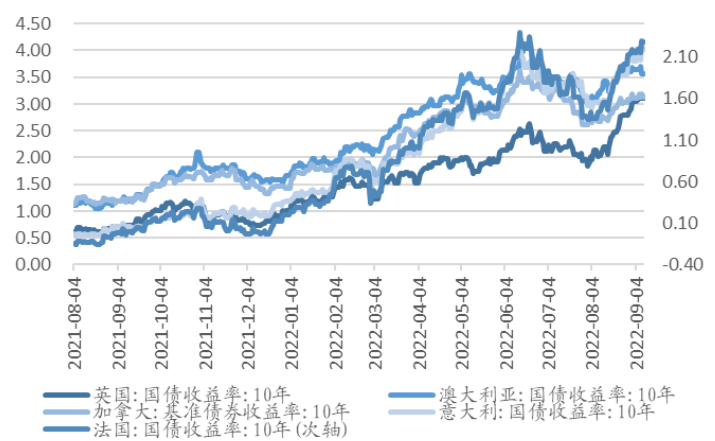
资料来源: Wind, 中原证券

图 52: 美国国债期限结构



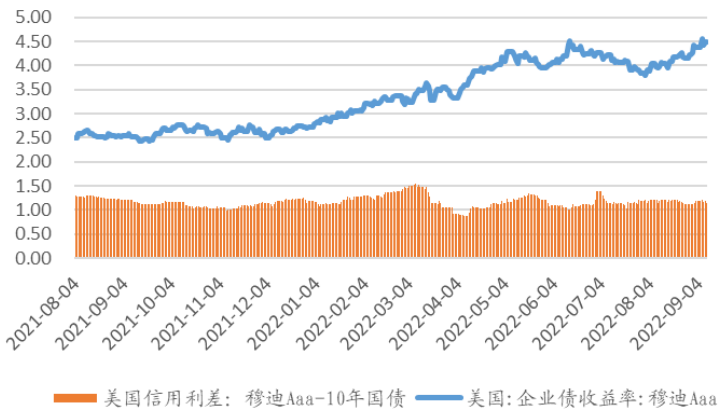
资料来源: Wind, 中原证券

图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率



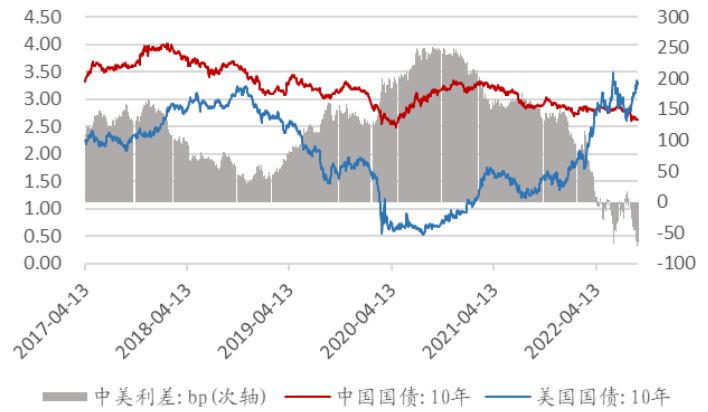
资料来源: Wind, 中原证券

图 55: 美国投资级信用债信用利差



资料来源: Wind, 中原证券

图 56: 中美利差



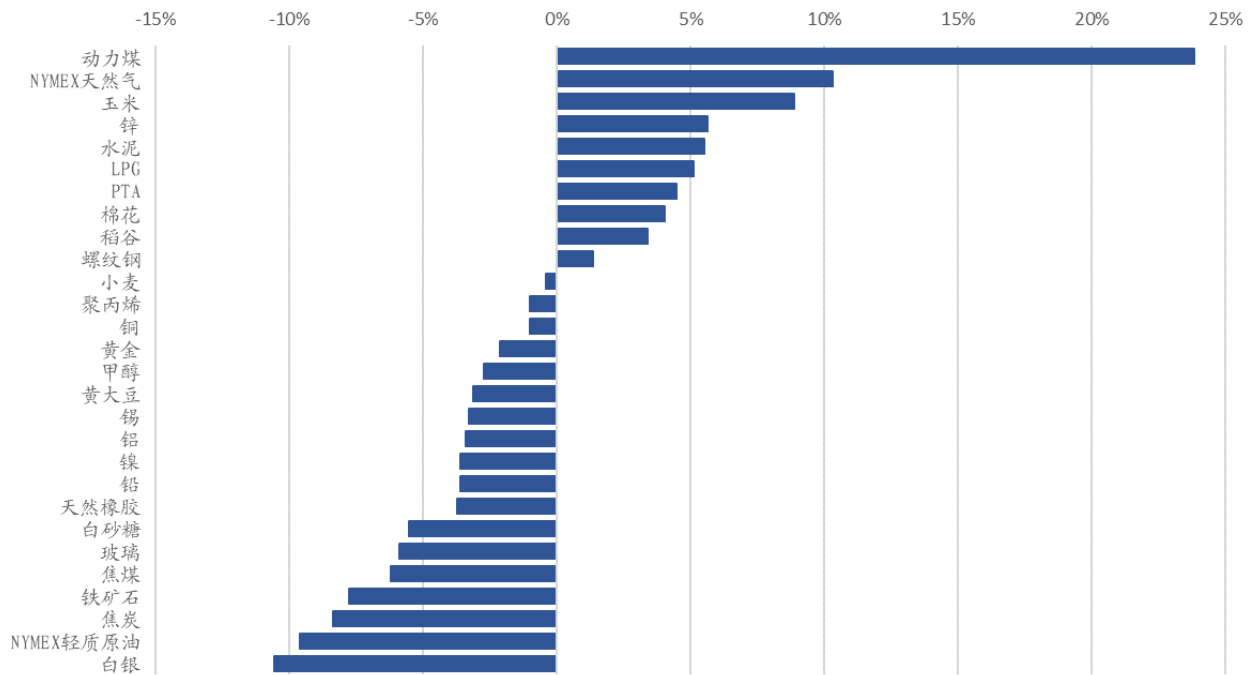
资料来源: Wind, 中原证券

4. 商品与外汇：商品延续跌势，美元指数创历史新高

商品价格 8 月总体延续跌势但波动有所缓和，南华商品指数波动率持续下行。具体商品价格驱动因素回归自身供需因素，同类商品表现内部分化都较为明显，全球宏观因素稍有淡化。以能源品为例，动力煤、天然气 8 月分别上涨 23.84% 和 10.32%，位居所有商品第一和第二；NYMEX 轻质原油则下跌 9.61%，位列所有商品倒数第二。国内建筑需求偏弱，黑色系（铁矿石、焦煤焦炭）及玻璃普遍下挫，但建材中水泥价格上涨。

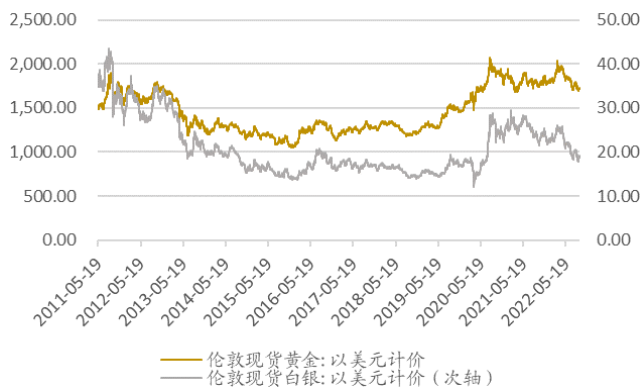
杰克逊霍尔年会上美联储主席发言宣誓控制通胀决心，市场对联储加息预期再度强化，美元指数快速走强一度突破 110，创造历史新高。欧元区经济数据偏弱，衰退担忧强化推动欧股大跌，欧元震荡走弱。欧元兑美元破位下跌到平价（1:1）附近。国内出口增速回落，人民币兑美元汇率同样有所走弱，从前期的 6.7 附近走弱到 6.9 附近。

图 57: 本月主要商品涨幅排序



资料来源: Wind, 中原证券

图 58: 黄金及白银价格



资料来源: Wind, 中原证券

图 60: 金铜比与 10 年期美债



资料来源: Wind, 中原证券

图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值



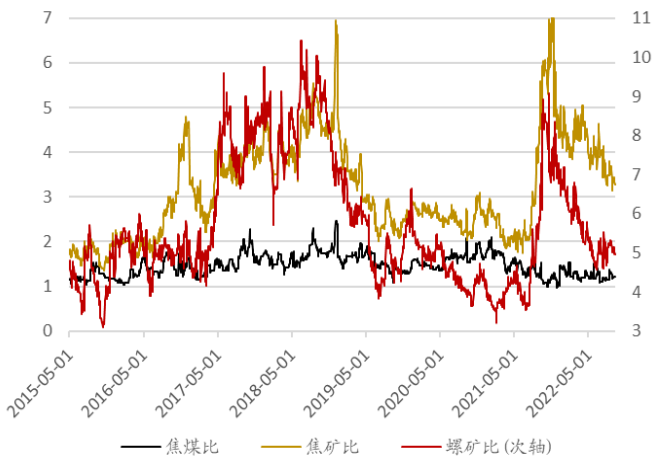
资料来源: Wind, 中原证券

图 61: 黄金与美国实际利率



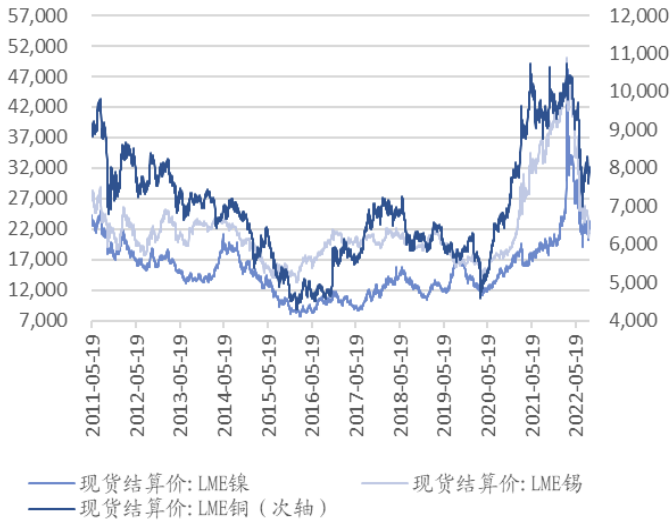
资料来源: Wind, 中原证券

图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势



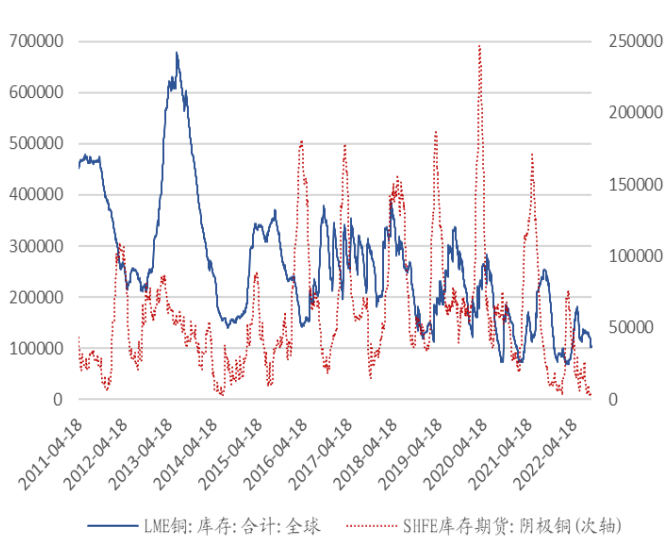
资料来源: Wind, 中原证券

图 64: LME 铜、镍、锡价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 66: 铜库存情况



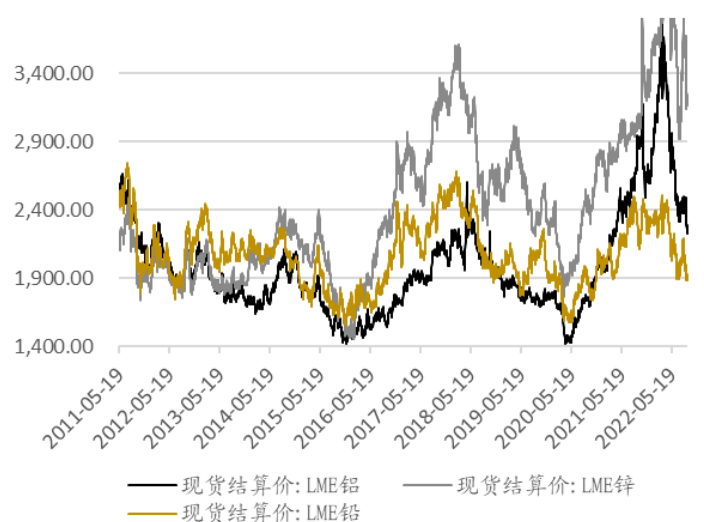
资料来源: Wind, 中原证券

图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势



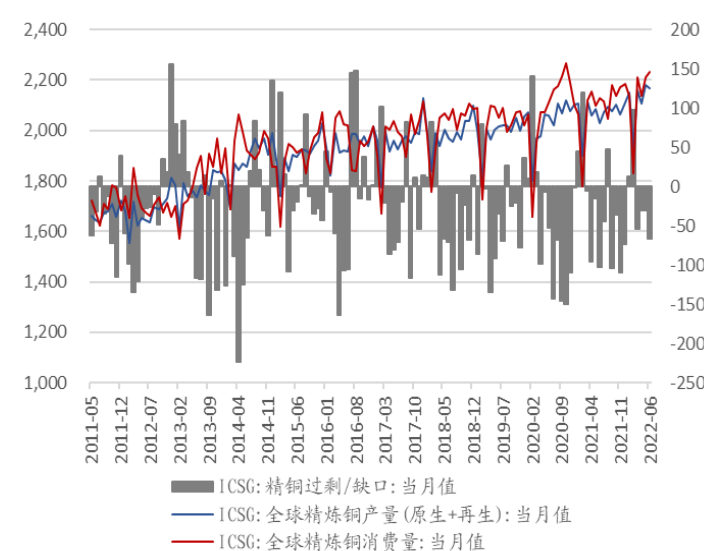
资料来源: Wind, 中原证券

图 65: LME 铝、铅、锌价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 67: 铜供需缺口



资料来源: Wind, 中原证券

图 68: CBOT 小麦、玉米走势



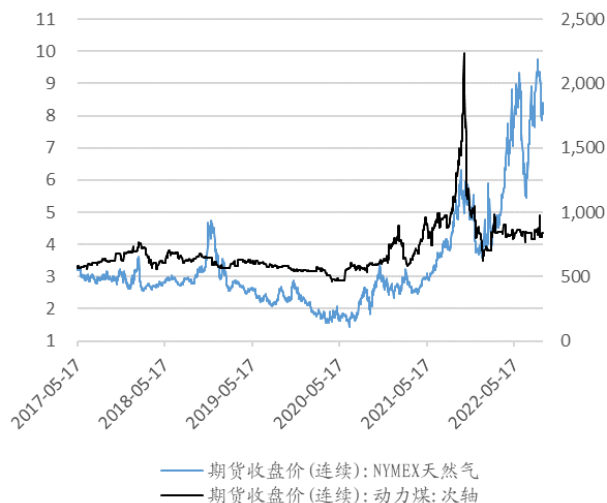
资料来源: Wind, 中原证券

图 70: 原油价格走势



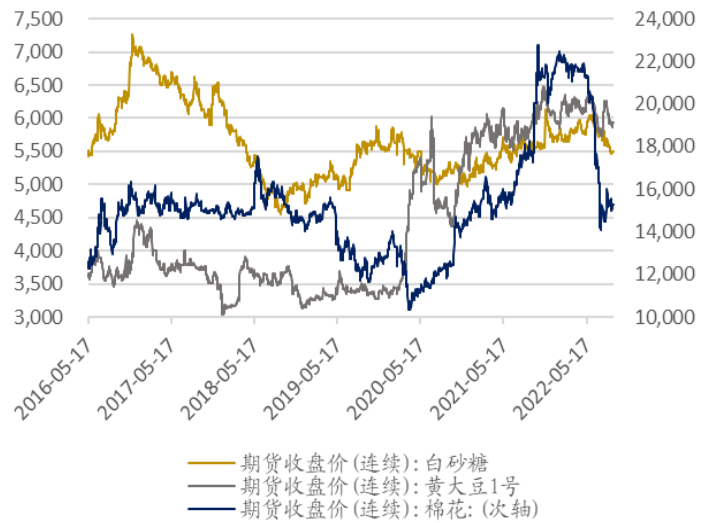
资料来源: Wind, 中原证券

图 72: 动力煤、天然气价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势



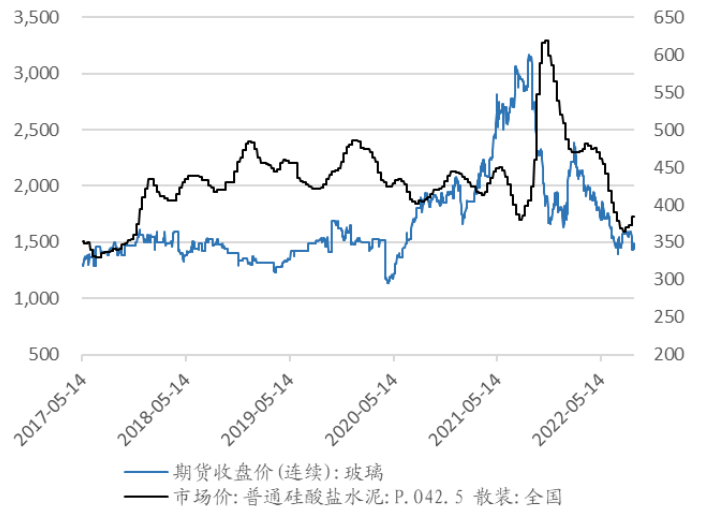
资料来源: Wind, 中原证券

图 71: 原油价格与库存规模



资料来源: Wind, 中原证券

图 73: 建材价格走势



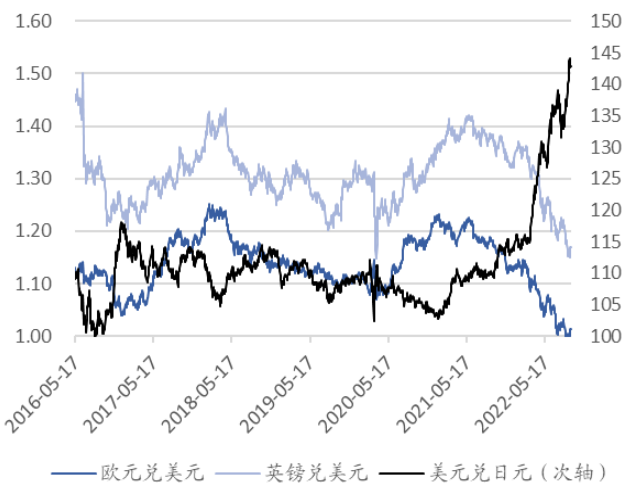
资料来源: Wind, 中原证券

图 74: CRB 现货指数走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势



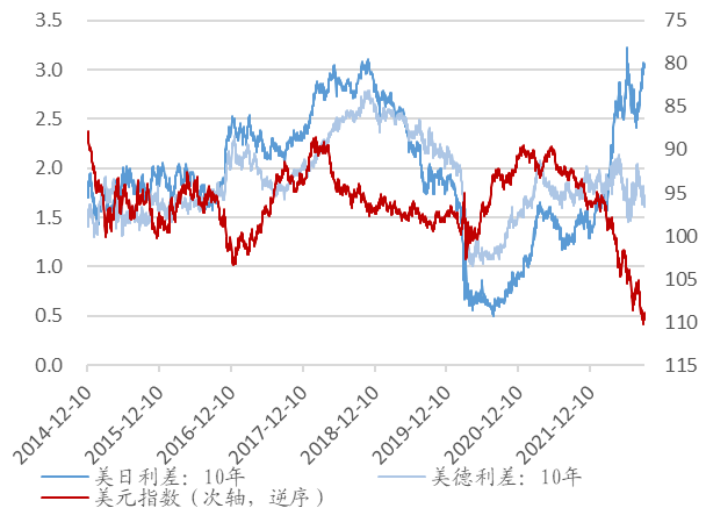
资料来源: Wind, 中原证券

图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 中原证券

图 76: 美日、美德利差走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关



资料来源: Wind, 中原证券

图 79：美元指数走势



资料来源：Wind, 中原证券

5. 风险提示

通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向。

疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

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。