



# 海外货币收紧席卷全球，国内资产有望探底回升

## ——资本市场四季报（2022年10月）

| 资产类别 | 月度趋势  | 配置建议（未来6个月） |     |    |     |    | 配置变化 |
|------|-------|-------------|-----|----|-----|----|------|
|      |       | 高配          | 中高配 | 标配 | 中低配 | 低配 |      |
| 汇率   | 美元    | 偏强          |     | ●  |     |    |      |
|      | 欧元    | 偏弱          |     |    |     | ●  |      |
|      | 人民币   | 偏弱          |     |    |     | ●  |      |
| 贵金属  | 黄金    | 偏弱震荡        |     | ●  |     |    |      |
| 固收   | 中国国债  | 震荡          |     | ●  |     |    |      |
|      | 中国信用债 | 震荡          |     | ●  |     |    |      |
|      | 美债    | 下跌          |     | ●  |     |    | 上调   |
| 权益   | A股    | 震荡          |     | ●  |     |    |      |
|      | 一消费   | 震荡          |     | ●  |     |    |      |
|      | 一周期   | 偏弱震荡        |     |    |     | ●  |      |
|      | 一成长   | 偏弱震荡        |     | ●  |     |    |      |
|      | 港股-科技 | 震荡          |     | ●  |     |    |      |
|      | 美股    | 偏弱          |     | ●  |     |    |      |

注：本表为精简版配置表，更详细的配置及投资策略建议请参见正文部分

**前期回顾：**境外资产方面，美元上涨，黄金下跌，美债利率上行，美国三大股指下跌。境内资产方面，人民币汇率贬值，中国10年期国债利率上行，A股下跌，风格趋于收敛，成长和消费风格下跌幅度偏大，金融和稳定风格下跌偏小。

**■ 本期主题：**四季度市场交易主线会持续偏向于海外货币紧缩预期，短期需要谨防过度交易紧缩带来的资产快速下跌的风险，而中后期需要关注美国经济衰退风险上升，对美债和美股的边际影响会更明显。

在国内，未来1-2个季度的政策变量，可能对国内资产带来较为明显的影响。建议对二十大保持高度关注，会议公报中关于经济政策任何趋向正面的表述，可能都会成为提振市场信心的催化剂，从而利好权益资产，相对不利固收资产。

**■ 市场前瞻及策略：**1.美股：美股同时面临货币紧缩和企业盈利增速下行，而估值未到极低水平，再创新低概率较大。2.美债：未来交易货币收紧可能还会自动加强，推动美债利率创下新高。但是随着经济下行的迹象越来越多，会推动长债利率上行趋缓，并逐渐筑顶。3.黄金：通胀回落，名义利率上行，实际利率上升，利空黄金，预计金价震荡下行。4.汇率：美元将继续保持强势；人民币贬值压力难以得到实质性缓解。5.国内固收：经济基本面利多收敛、银行间流动性由利空转为中性，信贷扩张由中性转为小幅利空的影响，四季度10年期国债利率震荡偏弱。6.国内权益：处于盈利筑底、流动性和估值稍稍偏多的格局，四季度A股将处于先探底后回升的底部震荡区域，上下空间均有限，趋势性行情仍需等待内外需改善的信号。结构上，随着四季度经济探底回升，消费和金融板块或有修复。成长板块短期有待消化海外利空。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@cmbchina.com

赵宇

资本市场研究员

☎：0755-83195811

✉：zhyu@cmbchina.com

苏畅

资本市场研究员

☎：0755-83077951

✉：uchang9898@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

丁木桥

资金营运中心市场研究员

☎：021-20625978

✉：dingmuqiao@cmbchina.com



## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、前期回顾：境外股债双杀，境内股票走弱.....      | 1  |
| 二、本期主题：海外紧缩力度上升，国内等待政策变量.....  | 2  |
| （一）美联储优选抗通胀，加大市场交易货币紧缩的力度..... | 2  |
| （二）关注重大会议带来的政策变量.....          | 3  |
| 三、市场前瞻及策略：海外资产下探新低，国内资产承压..... | 5  |
| （一）美股：有继续下探新低的压力.....          | 5  |
| （二）美债：利率延续上行，中枢抬升.....         | 6  |
| （三）黄金：金价继续震荡下行.....            | 7  |
| （四）汇率：美元延续强势，非美货币贬值压力加大.....   | 7  |
| （五）国内固收：震荡偏弱格局.....            | 10 |
| 1、利率债：震荡偏弱.....                | 10 |
| 2、信用债：信用利差趋于震荡.....            | 11 |
| 3、固收投融资建议：不追利率低点，以稳为主.....     | 13 |
| （六）国内权益：大盘探底回升，蓝筹景气改善.....     | 14 |
| 1、A股大盘：处于先探底后回升的底部震荡区域.....    | 14 |
| 2、A股结构：蓝筹景气改善，成长短期承压.....      | 16 |
| 3、港股：恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化.....   | 17 |
| 4、权益投资建议：逢低布局，价值为先.....        | 17 |
| 四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债.....     | 18 |
| （一）胜率：境内股债资产胜率中等.....          | 18 |
| （二）盈亏比：美债和港股科技股较高.....         | 18 |
| （三）股债性价比：境内股票便宜，美股偏贵.....      | 18 |
| （四）结论：上调美债至标配.....             | 19 |



## 图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: A 股市场下行 .....                     | 2  |
| 图 2: 境外市场美债利率上行 .....                  | 2  |
| 图 3: 8 月美国核心 CPI 同比和环比拐头向上 .....       | 3  |
| 图 4: 9 月美联储议息会议点阵图显示委员上调未来利率预测水平 ..... | 3  |
| 图 5: 经济增速下降将导致企业收入增速下降 .....           | 6  |
| 图 6: 美股绝对估值低但相对估值高 .....               | 6  |
| 图 7: 实际利率曲线与基准利率 .....                 | 7  |
| 图 8: Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高 .....     | 7  |
| 图 9: 紧缩预期使美债实际利率再度向上 .....             | 7  |
| 图 10: 美元大幅走强压制金价 .....                 | 7  |
| 图 11: “美强欧弱”优势收敛但仍在 .....              | 8  |
| 图 12: 美欧利差波幅加大 .....                   | 8  |
| 图 13: 人民币贬值幅度较其他货币仍具韧性 .....           | 8  |
| 图 14: 中美利差倒挂幅度再次加大 .....               | 8  |
| 图 15: 德法制造业 PMI 持续下滑 .....             | 9  |
| 图 16: 德国 PPI 快速攀升 .....                | 9  |
| 图 17: 日本 CPI 持续上行 .....                | 9  |
| 图 18: 日本贸易逆差扩大 .....                   | 9  |
| 图 19: 英国通胀高企但加息相对谨慎 .....              | 10 |
| 图 20: 9 月银行间资金利率上行 .....               | 11 |
| 图 21: 9 月利率中枢上移, 曲线趋平 .....            | 11 |
| 图 22: 9 月不同等级中票信用利差趋于震荡 .....          | 11 |
| 图 23: 9 月中短期信用利差震荡, 长期下行 .....         | 11 |
| 图 24: 9 月不同等级城投信用利差震荡下行 .....          | 12 |
| 图 25: 9 月 3 年期信用利差震荡下行 .....           | 12 |
| 图 26: 9 月钢铁债信用利差震荡 .....               | 12 |
| 图 27: 9 月煤炭债信用利差低位震荡 .....             | 12 |
| 图 28: 9 月房地产信用利差震荡 .....               | 13 |
| 图 29: 企业盈或先探底后小幅回升 .....               | 14 |
| 图 30: 盈利主要拖累项 PPI 或于 10 月见低点 .....     | 14 |
| 图 31: 实体流动性偏宽松对估值形成支撑 .....            | 15 |
| 图 32: 经济偏弱货币适度超发 .....                 | 15 |
| 图 33: 绝对估值: 沪指估值分位数处较低水平 .....         | 15 |
| 图 34: 相对估值: 具有一定股债性价比 .....            | 15 |
| 图 35: 宽基指数估值曲线 .....                   | 16 |



图 36: 中信风格指数估值曲线..... 16

表 37: A 股行业按盈利预测景气度排序（前 15）..... 17

表 38: A 股行业按盈利预测景气度排序（后 15）..... 17

图 39: 横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于偏高水位 ..... 18

图 40: 黄金估值中等..... 18

图 41: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比..... 19

图 42: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比..... 19

## 表目录

表 1: 9 月市场及策略回顾（截至 2022 年 09 月 26 日） ..... 1

表 2: 市场前瞻及策略汇总表..... 5

表 3: 优选池债券型基金风险收益表现..... 13

表 4: 大类资产“胜率-盈亏比”九宫格..... 19

表 5: 大类资产配置及投资策略建议表..... 20



## 一、前期回顾：境外股债双杀，境内股票走弱

回顾我们的趋势预判，9月人民币、美元、美债、美股、中债的走势与我们判断一致，A股和黄金与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：9 月市场及策略回顾（截至 2022 年 09 月 26 日）

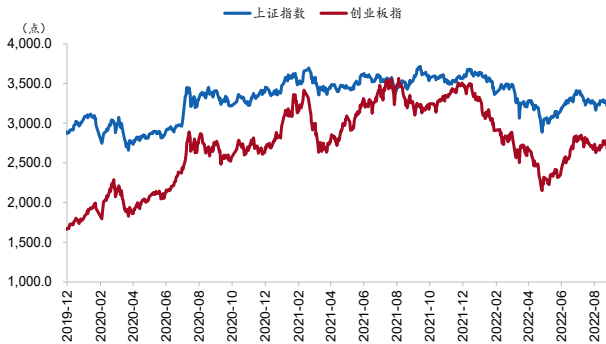
| 大类资产       | 现价          | 今年以来   | 半年末以来  | 近 6 个月 | 近 1 个月 | 上月趋势预判 | 月度回检  |   |
|------------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---|
| 美股         | 道琼斯工业平均指数   | 29261  | -19.5% | -4.9%  | -15.6% | -7.1%  | 偏弱    | 符合  |
|            | 标准普尔 500 指数 | 3655   | -23.3% | -3.4%  | -19.3% | -7.6%  |       |   |
|            | 纳斯达克综合指数    | 10803  | -30.9% | -2.0%  | -24.0% | -8.6%  |       |   |
| 美债         | 美国 10Y 利率   | 3.88%  | 236BP  | 90BP   | 156 BP | 73 BP  | 看利率上行 | 方向符合，幅度超预期，因美联储缩力度超预期                     |
| 货币         | 美元指数        | 114.11 | 18.9%  | 9.0%   | 16.0%  | 5.0%   | 偏强    |   |
|            | 人民币兑美元      | 7.15   | -10.8% | -6.3%  | -11.2% | -3.6%  | 偏弱    |   |
| 黄金         | 伦敦金         | 1622   | -11.3% | -10.2% | -16.3% | -5.2%  | 看偏弱震荡 | 比预期弱，因市下调货币宽松和内经济修复预期以及美国紧缩升温负面冲击成长、消费风格估 |
| A 股        | 上证指数        | 3051   | -16.2% | -10.2% | -6.2%  | -4.7%  | 看震荡   |   |
|            | 沪深 300      | 3837   | -22.3% | -14.5% | -9.1%  | -5.9%  |       |   |
|            | 上证 50       | 2615   | -20.1% | -14.5% | -9.8%  | -5.3%  |       |   |
|            | 中证 500      | 5806   | -21.1% | -10.0% | -8.2%  | -5.7%  |       |   |
|            | 创业板指数       | 2323   | -30.1% | -17.3% | -12.7% | -9.6%  |       |   |
|            | 科创 50       | 962    | -31.2% | -13.0% | -11.8% | -6.6%  |       |   |
|            | 金融(风格, 中信)  | 6137   | -14.1% | -8.5%  | -10.9% | -3.3%  |       |   |
|            | 周期(风格, 中信)  | 4376   | -12.8% | -8.9%  | -2.3%  | -5.3%  |       |   |
|            | 消费(风格, 中信)  | 10301  | -21.6% | -14.2% | -7.2%  | -7.6%  |       |   |
|            | 成长(风格, 中信)  | 6143   | -27.6% | -13.0% | -7.9%  | -7.0%  |       |   |
| 稳定(风格, 中信) | 2441        | -5.0%  | -4.1%  | -0.8%  | -4.2%  |        |       |   |
| 中债         | 中国 10Y 利率   | 2.72%  | -6BP   | -11BP  | -7BP   | 9BP    | 看利率震荡 | 符合  |

注：A 股风格定义见文末

资料来源：Wind、招商银行研究院

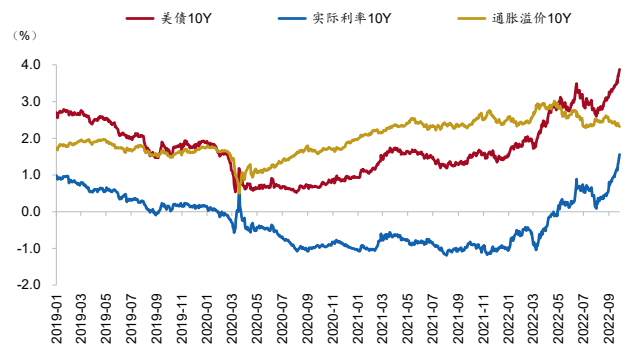
境外资产方面，美元上涨，黄金下跌，美债利率上行，美国三大股指下跌，各市场较为一致地围绕美联储紧缩的主线展开，符合我们预期。其中，黄金下跌幅度较大，十年美债利率上行突破年内前高（3.5%），触碰 4.0% 的高位，显示出市场的紧缩预期快速攀升。美股三大指数下跌，道琼斯指数率先突破年内前低，显示出投资者在担忧紧缩预期的同时，对未来经济衰退的担忧也在持续。

图 1：A 股市场下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：境外市场美债利率上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

**境内资产方面**，中国国债利率震荡趋于上行，与我们基于流动性和信贷变化的判断基本一致；人民币汇率继续贬值，与我们基于美元走强、中美利差走阔背景下的预判一致。但月末人民币贬值的速度略超预期，同步国债利率上行幅度逐渐加大，体现出因汇率约束，市场下调了货币宽松的预期。与此同时，A 股所有指数下跌，且幅度不小，体现出市场不仅对货币宽松预期进行了定价，也顺势下调了对经济修复的预期。其中，成长和消费风格下跌幅度偏大，金融和稳定风格下跌偏小，A 股风格趋于收敛，反映出海外货币收紧对高估值的成长和消费风格也带来不小的冲击。

整体而言，9 月海内外资产走势的方向基本循着上期报告我们关注的两个关键因子：1) 美国交易回归紧缩主线；2) 国内稳增长政策落地延续经济修复预期。但在幅度上，海外交易紧缩主线的幅度强劲，超出预期；同时中国经济修复缓慢，低于预期。

## 二、本期主题：海外紧缩力度上升，国内等待政策变量

海外方面，由于 8 月通胀数据回落幅度弱于预期，市场交易紧缩的态度变得坚定，市场通过美元指数走强，美债利率上行，和美股下探进行回应。而 9 月议息会议上，美联储在承认经济下行的背景下，优选抗通胀，进一步推升了市场紧缩的预期，各大资产沿着原有方向加速演绎。

而国内方面，受疫情防控趋严的影响，经济修复实际表现略低于预期，且外部货币收紧的影响，市场担忧稳增长政策空间缩小。而对于疫情与稳增长政策的变化，市场期待四季度重大会议可以给予新的方向。

### （一）美联储优选抗通胀推升市场交易货币紧缩的力度

9 月美联储加息幅度在市场预期之内，加息 75bp，美国联邦基金利率（基准利率）上行至 3-3.25%。超出市场预期的是，公布的点阵图对于今年年底的利率水平预测提高至 4.4%（前一期 6 月议息会议为 3.4%），2023 年底为 4.6%（前一期为 3.8%），均高于会议前市场的预期。这显示出美联储委员

对通胀的容忍度降低，希望更快速地加息来抑制通胀。由于加息终点上移，推动 10 年美债利率上行突破前高（年内前高为 3.5%），同期美元指数继续走强，美股三大指数下跌。

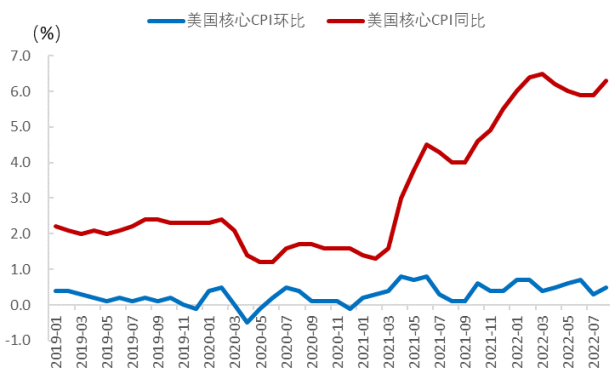
往后看，在 9 月通胀数据出来之前，市场会自动强化紧缩预期，利多美元，利空美债、黄金和美股。9 月通胀数据落地之后，需要看核心 CPI（剔除能源和食品）环比的表现，这将决定紧缩预期是继续升温还是趋于缓和。若环比进一步走高，紧缩预期会再度升温，这可能给资产带来过度交易紧缩的风险，利多美元，利空美债、黄金和美股的幅度都会加大。但若环比能降低，且能在 10 月进一步降低，则会带动市场对明年核心 CPI 同比的预期回落至 4% 附近，促使紧缩预期逐渐降温，利多美元，利空美债、黄金和美股的幅度也会逐步降低。

除货币紧缩预期之外，还需要关注到经济走弱的趋势。9 月议息会议上，美联储对经济悲观预期上升。9 月议息会议分别调低了对经济增长，以及调高了对失业率的预测：大幅下调今年 GDP 预测 1.5 个百分点到 0.2%，小幅下调未来两年经济增长，小幅上调今年失业率至 3.8%，大幅上调未来两年失业率至 4.4%。可以看出，在对通胀容忍度降低的同时，美联储对经济衰退的容忍度上升，并淡化了经济衰退对货币政策的影响。

与美联储不同的是，资本市场会定价经济衰退，在确定的紧缩预期下，四季度经济需求和企业盈利下行的概率上升，美股面临更大的下行压力，但同时也会使美债利率逐渐筑顶。

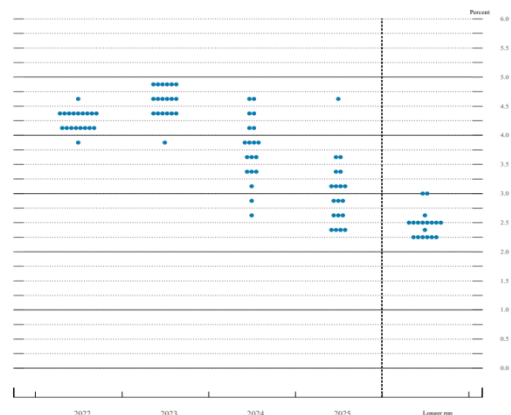
整体而言，四季度市场交易主线会持续偏向于货币紧缩预期，节奏由核心 CPI 环比走势决定，短期需要谨防过度交易紧缩带来的资产快速下跌的风险，而中后期需要关注经济衰退风险上升，对美债和美股的边际影响会更明显。交易主线发生变化的下一个观察窗口期可以延迟至 12 月的议息会议，届时可以通过美联储的发言，再来确认交易主线是否发生切换。

图 3：8 月美国核心 CPI 同比和环比拐头向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：9 月美联储议息会议点阵图显示委员上调未来利率预测水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

## （二）关注重大会议带来的政策变量

今年以来，市场一直在期待各类稳增长政策出台，以及政策落地的效果，这一线索的变化是股债价格波动的核心驱动力之一。站在三季度末的时点，市场对这一问题的关心已经开始转向对二十大的期待。

不可否认，今年并不缺乏稳增长政策，特别是对楼市、专项债、基建、小微企业等方面，但期待中的落地效果迟迟不见，即使某个月份的宏观数据出现企稳反弹，或者某些高频数据频传利好，也难以持续调动市场的信心。这是因为，一方面，单月数据的边际改善并不足以说明问题；譬如9月公布的8月宏观数据整体上好于预期，三驾马车中两升一降，但市场并不认可，股债资产随后依然沿着经济下行的逻辑在运行。另一方面，很多深层次的矛盾并不会因为单月数据的改善而化解；比如疫情防控政策对消费的拖累，在可预见的阶段仍会持续；比如在大部分地方放松地产调控政策后，地产依然维持颓势；又比如中国的外部环境日渐不友好，所谓“脱钩”、“技术封锁”等问题持续带来困扰。

上述问题，虽然市场存在种种预期，但在宏观或者政策层面，尚未见到根本性变化，目前市场仍缺乏对未来经济转向乐观的线索或者催化剂。总结而言就是，人心思变，市场在等待某个重大节点所带来的变化，等待对上述重大问题的厘清。

中国存在明显的政治经济周期，每逢重大会议召开后，决策层在施政纲领，以及各级政府在经济方面都会有一些实质性动作，从而步入新一轮政治经济周期。2013年的十八大，对深化经济、文化、社会、生态文明体制改革都有具体纲领，5年后的十九大则对中国全面建成社会主义现代化强国作出了分两步走的战略部署，到2035年基本实现社会主义现代化，到本世纪中叶把中国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。在最高纲领或部署出台后，随着中央和地方各级政府换届到位，会在经济领域出台更多具体实操层面的细则，往往能够激发出一波经济活力。对于二十大，习近平总书记7月底在省部级主要领导干部专题研讨班上曾表示，二十大要对全面建成社会主义现代化强国两步走战略安排进行宏观展望，重点部署未来五年的战略任务和重大举措，“要紧紧抓住解决不平衡不充分的发展问题，着力在补短板、强弱项、固底板、扬优势上下功夫，研究提出解决问题的新思路、新举措。”

因此，未来1-2个季度的政策变量，可能对国内资产带来较为明显的影响，按照过往经验规律，有理由对政策变量做乐观预期。当然，今时不同往日，中国经济目前所面临的很多深层次矛盾，并非一朝一夕或者某一单独政策能够解决，这些困难可能会限制后续政策变量的效果。建议对二十大保持高度关注，会议公报中关于经济政策任何趋向正面的表述，可能都会成为提振市场信心的催化剂，从而利好权益资产，相对不利固收资产。





### 三、市场前瞻及策略：海外资产下探新低，国内资产承压

表 2：市场前瞻及策略汇总表

| 资产类别 |       | 市场前瞻及策略  |
|------|-------|--|
| 汇率   | 美元    | 美国货币紧缩预期上升，欧弱美强经济差支持美元将继续保持强势。   |
|      | 人民币   | 人民币贬值压力难以得到实质性缓解，预计美元兑人民币的下一个阻力位在 7.4-7.5。   |
|      | 欧元    | 预计四季度美元对欧元区间在 0.90-0.98，中期在能源危机没有明显缓和之前，欧元反弹的动能仍然不足。   |
|      | 日元    | 中短期日元的贬值压力依然较大，预计四季度美元对日元区间在 140-150。  |
|      | 英镑    | 预计四季度美元对英镑区间在 0.99-1.12，中期英镑仍将持续面临下行压力。  |
| 贵金属  | 黄金    | 通胀回落，名义利率上行，实际利率上升，利空黄金，预计金价震荡下行。  |
| 固收   | 国内固收  | 利率债市场未来受到经济基本面利多收敛、银行间流动性由利空转为中性，信贷扩张由中性转为小幅利空的影响，四季度 10 年期国债利率以区间震荡为主，表现偏弱。                                       |
|      | 美债    | 未来交易货币收紧可能还会自动加强，推动美债利率创下新高。但是随着经济下行的迹象越来越多，会推动长债利率上行趋缓，并逐渐筑顶，10 年美债利率的波动中枢可能会落在 3.8-4.0%。                         |
| 权益   | A 股   | 处于盈利筑底、流动性和估值稍稍偏多的格局，四季度 A 股将处于先探底后回升的底部震荡区域，上下空间均有限，趋势性行情仍需等待内外需改善的信号。结构上，随着四季度经济探底回升，消费和金融板块或有修复。成长板块短期有待消化海外利空。 |
|      | 港股-科技 | 四季度美联储紧缩仍将对恒生科技构成压力。恒生科技行情的真正逆转，仍然有待互联网行业新增长点出现，以及宏观经济的企稳和美联储货币政策的转向。  |
|      | 美股    | 美股同时面临货币紧缩和企业盈利增速下行，而估值未到极低水平，再创新低概率较大。  |

资料来源：招商银行研究院

#### （一）美股：有继续下探新低的压力

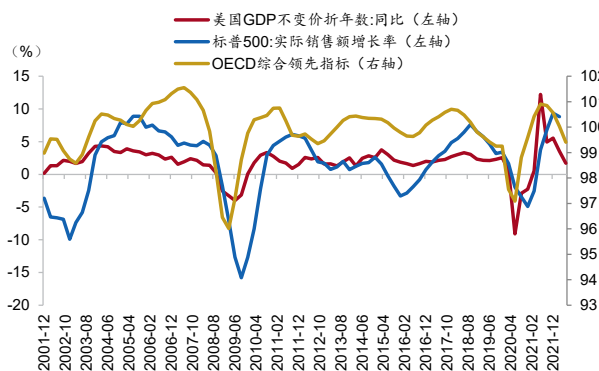
上期报告中，我们认为交易主线偏向紧缩预期，美股将二次探底。展望四季度，考虑到紧缩预期升温，估值仍有下修空间，叠加未来愈来愈多的经济下行的迹象，盈利预期将继续下修，推动美股下跌，探出新低。

当前美股绝对估值已下至历史低位，但相对估值仍高，美股估值下修仍未见底。当前标普 500 市盈率（TTM）19 倍，处于过去 10 年的 22% 分位，已达到 2018 年底的水平。但是由于近期美债利率再度大幅走高，标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）下降到 1.47%，处于过去 10 年 11% 分位数，股票相对债券的估值处于高位。在 9 月加息后，美联储紧缩仍未结束，CME 数据显示 11 月、12 月联储概率最高的加息幅度为 75bps、50bps，概率超过 70%，年内或将加息至 4% 以上。在当前利率水平下，假设标普 500 风险溢价回到过去 10 年均值，则美股估值还有约 16% 的下修空间。

除货币紧缩对估值的负面影响外，美股将进一步定价经济衰退和企业盈利下行。上文提到美联储下调美国经济增长，确认了疲弱的经济现实和表达了对未来的悲观预期。美国 ISM 制造业 PMI 指数连续 2 个月下行后持平，OECD 综合领先指标持续回落，显示经济景气度下行。同时，当前美国消费增速回落，消费者信心指数处于低位，而库存增速走高，未来存在去库存压力。更远来看，货币紧缩和利率上行将导致企业财务成本上升，未来加息的效果将反映在企业财报中，此外“用工荒”也将造成工资成本继续上升。经济增速下降将导致企业收入增速下降，叠加企业成本上升，企业盈利增速将下降。这一点从上市公司盈利预测的角度也能得到印证，三季度以来，标普 500 成分股 2022 年盈利增速从最高的 9% 左右下调至目前 7% 左右。

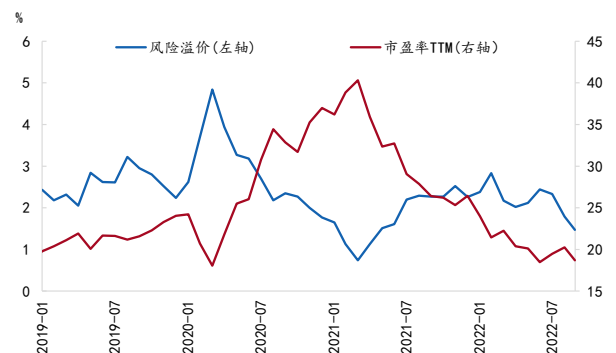
综合判断，美股同时面临货币紧缩和企业盈利增速下行，而估值未到极低水平，再创新低概率较大。未来即使货币紧缩预期趋于缓和，美股仍有可能受到企业盈利下行的冲击，因此建议策略上要耐心等待，直到美股经济衰退风险落地，且经济下行压力迫使美联储紧缩政策转向。

图 5：经济增速下降将导致企业收入增速下降



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：美股绝对估值低但相对估值高



资料来源：Wind、招商银行研究院

## (二) 美债：利率延续上行，中枢抬升

9 月议息会议中公布的加息终点利率水平上移，推升了美国国债利率创下新高。未来交易货币收紧可能还会自动加强，推动美债利率创下新高。但是，中期而言，随着经济下行的迹象越来越多，会推动长债利率上行趋缓，并逐渐筑顶，10 年美债利率的波动中枢可能会落在 3.8-4.0%。

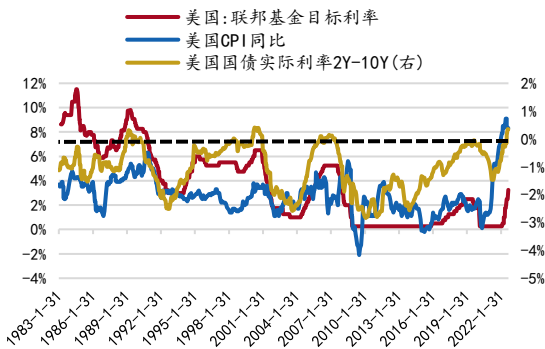
投资策略上，美债逐步进入到配置区间。2-3 年期美债的配置性价比快速上升，持有到期的票息收益可观。长债利率尽管也上行至高位，不过考虑到后续依然有上行的风险，产品净值需要承受更大的波动，策略可选择逢冲高增配。

融资策略上，以 Libor、SOFR、Hibor 作为定价基准的美元、港元融资成本预计还将继续攀升，美元、港元融资安排上建议“赶早不赶晚”。3M 的



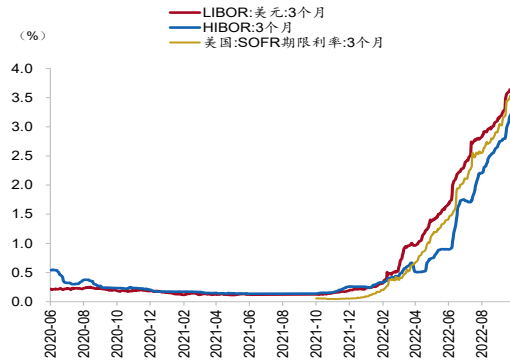
Libor、SOFR、Hibor 利率预计也在高位。建议有刚性融资需求的客户抓紧时间安排融资。

图 7：实际利率曲线与基准利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高



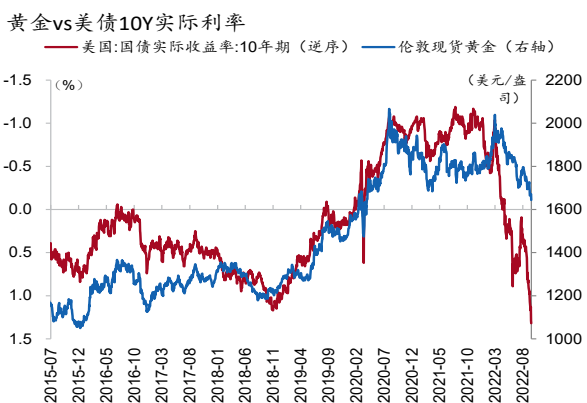
资料来源：Wind、招商银行研究院

### （三）黄金：金价继续震荡下行

短期而言，名义利率上行，通胀趋于缓慢回落，实际利率因而会继续上升，持续利空黄金。同期，从交易层面看，空头情绪也在升温。预计金价短期将继续震荡下行。中期而言（6 个月），美国经济衰退的阴影继续在下方暗中累计支撑能量，当美联储加息步伐放缓之后，实际利率上行受阻，金价有望趋于震荡。

策略上，建议投资者短期对黄金仓位进行控制，看多不宜操之过急。

图 9：紧缩预期使美债实际利率再度向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：美元大幅走强压制金价



资料来源：Wind、招商银行研究院

### （四）汇率：美元延续强势，非美货币贬值压力加大

美元指数：短期而言，美国货币收紧预期被强化，尽管美国经济逐渐趋弱，但表现仍然好于非美国国家，预计美元仍有冲高的动能，美元指数将保持强势。



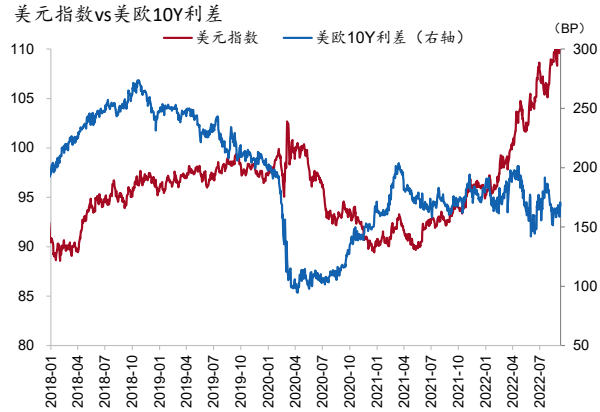
中期而言（6个月），美国经济衰退风险上升，可能会推动美元指数趋于震荡，但考虑到其他经济体，包括欧洲和新兴国家的经济更为疲弱，相对经济差难有实质性改变，将会支持美元保持在高位。

图 11：“美强欧弱”优势收敛但仍在



资料来源：招商银行研究院

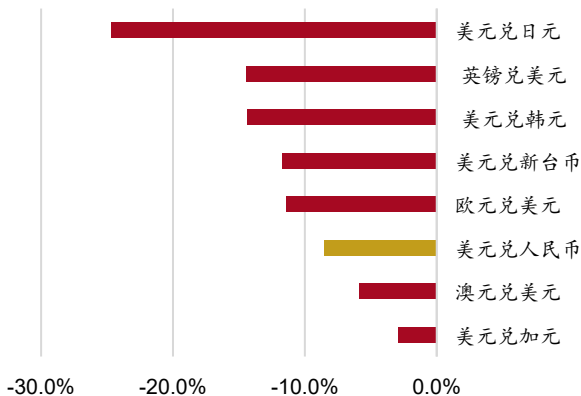
图 12：美欧利差波幅加大



资料来源：Wind、招商银行研究院

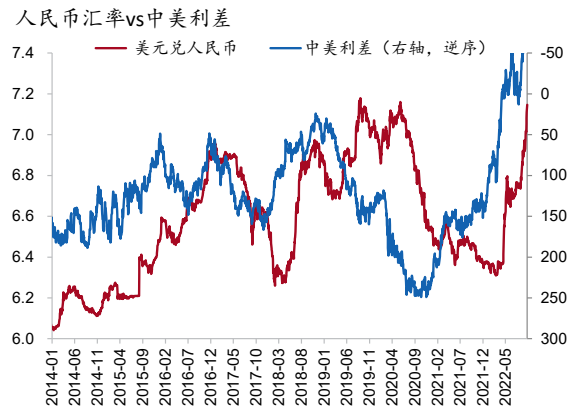
**人民币：**近期贬值压力加进一步大，主要源于美元持续强势，同时国内经济疲弱，未有明显改善。短期而言，人民币贬值压力难以得到实质性缓解。预计美元兑人民币的下一个阻力位在 **7.4-7.5**。中期而言（6个月），在国内经济尚未出现改善之前，人民币的贬值压力仍难得到根本缓解。但期间，人民币将呈现更明显的双向波动，弹性加大。

图 13：人民币贬值幅度较其他货币仍具韧性



资料来源：招商银行研究院

图 14：中美利差倒挂幅度再次加大



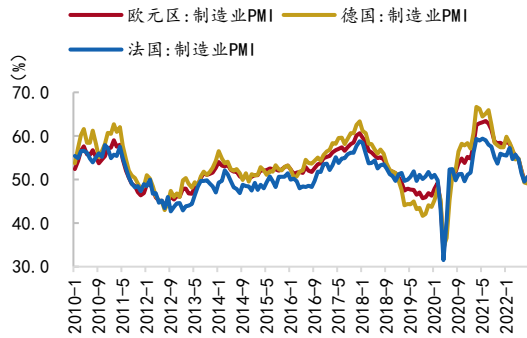
资料来源：Wind、招商银行研究院

**欧元：**经济景气指数持续下行，欧元区经济与美国经济的差距进一步拉开。此外，疫后再开放带动的旅游浪潮的影响也在逐渐消退，欧元区面临经济停滞的风险。短期来看，冬季天然气使用高峰期即将到来，而近期俄乌冲突的升级可能引发欧俄双方的对抗升级，进而令欧洲能源危机更加剧烈和持久，继



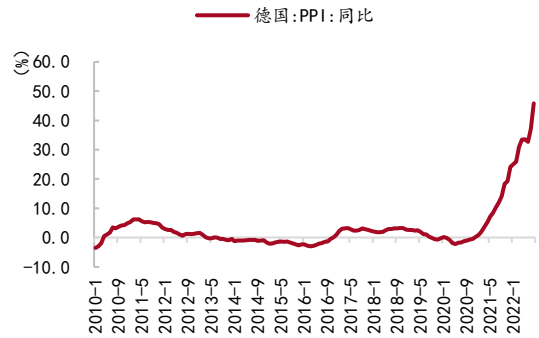
续打压欧元，预计四季度美元对欧元区间在 **0.90-0.98**，中期在能源危机没有明显缓和之前，欧元反弹的动能仍然不足。

图 15：德法制造业 PMI 持续下滑



资料来源：招商银行研究院

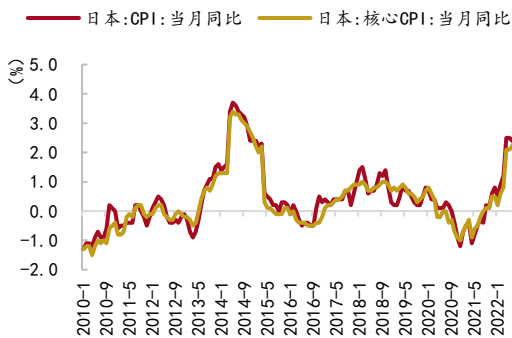
图 16：德国 PPI 快速攀升



资料来源：Wind、招商银行研究院

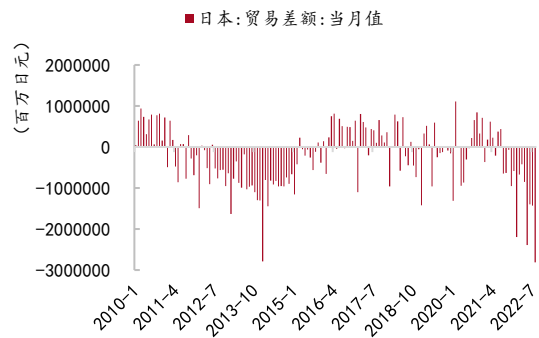
**日元：**日本的货币政策坚持宽松，在美联储仍有进一步紧缩空间的背景下，中短期日元的贬值压力依然较大，预计四季度美元对日元区间在 **140-150**。日本超宽松的货币政策主要目的在于令日本摆脱长期通缩的困境，目前日本通胀尚未出现日本央行期待的以工资上行驱动的现象，因此日本宽松的货币政策难以转向。

图 17：日本 CPI 持续上行



资料来源：招商银行研究院

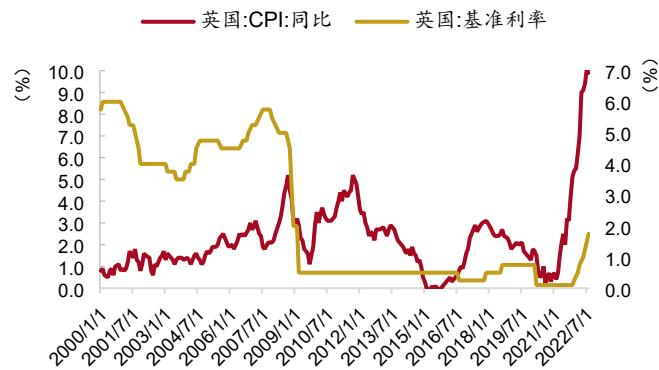
图 18：日本贸易逆差扩大



资料来源：Wind、招商银行研究院

**英镑：**英国央行在加息方面谨慎，在美联储、欧洲央行纷纷加息 75 基点之后，英国央行仍只加息 50 基点，且 9 名委员的分歧较大，反应了英国在经济停滞和通胀高企方面的艰难抉择。而新政府上台后，推出的减税政策备受市场争议，如果这些财政政策的实施最终要以英国央行改变或减缓加息的进程来配合的话，无疑将进一步加剧英镑贬值的风险。加之脱欧残留问题及苏格兰独立问题的悬而未决，市场对英镑兑美元跌落平价的担忧仍在逐渐升温。预计四季度美元对英镑区间在 **0.99-1.12**，中期英镑仍将持续面临下行压力。

图 19：英国通胀高企但加息相对谨慎



资料来源：Wind、招商银行研究院

## (五) 国内固收：震荡偏弱格局

### 1、利率债：震荡偏弱

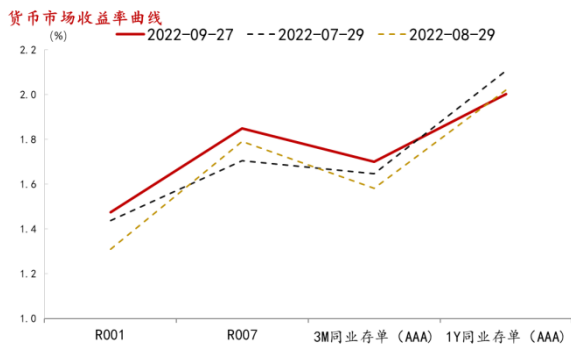
**经济增长方面**，9 月经济底部弱修复，受疫情压制，修复的幅度弱于市场预期，基本面环境对债券依然偏利好。不过市场对未来的预期出现波动，主要是四季度重要大会召开，市场期盼更大力度的稳增长政策落地。在预期波动的影响下，基本面因素对债券利好幅度会收敛。

**银行间流动性方面**，9 月资金利率抬升，主要是跨季带来的季节性紧张。10 月-11 月资金利率会趋于回落，但预计难以回落到 8 月的低位，主要是因为美联储紧缩预期在强化，汇率贬值压力不断加大，在保持人民币汇率稳定的约束下，资金利率中枢难以在低位运行。当然，国内经济疲弱，难承受过高的资金利率，因此资金利率中枢也难出现大幅上行。由此，我们认为四季度银行间资金利率中枢会较三季度上移，10-11 月趋于震荡回落，幅度有限，12 月受跨年影响，会再次上行。

**信贷市场方面**，9 月末票据和存单利率均出现上行，预示信贷边际好转，有利于支持经济修复的预期。近期政策性银行对基建再贷款工具运行较为顺畅，首单保交楼专项贷款也已落地，这有助于支持企业信贷增长。居民方面，尽管目前居民部门融资还比较疲弱，但我们居民的存款在持续增长，尽管居民加杠杆意愿低，但持续增长的存款可以保证居民融资缓慢增长。

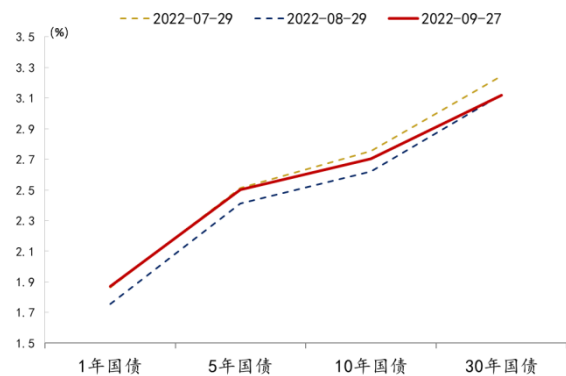
综上，利率债市场未来受到经济基本面利多收敛、银行间流动性由利空转为中性，信贷扩张由中性转为小幅利空的影响，预计四季度 10 年期国债利率将继续在 2.6-2.8% 震荡，表现偏弱。中期而言（6 个月），经济增速再次下台阶才能推动债券利率持续下行，目前尚未见到经济继续恶化的迹象，因此，暂时判断利率中枢难下台阶。

图 20：9 月银行间资金利率上行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 27 日

图 21：9 月利率中枢上移，曲线趋平

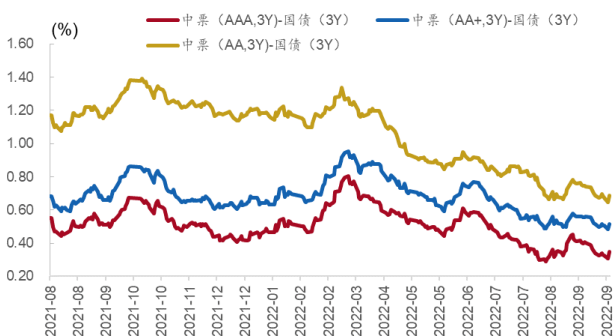


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 27 日

## 2、信用债：信用利差趋于震荡

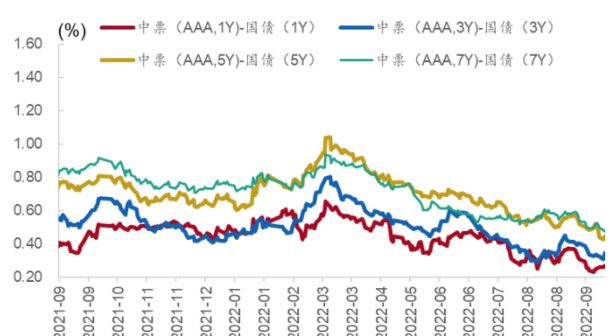
上一期报告我们提出，银行间流动性收敛将推升信用债中的流动性溢价，进而推动信用利差上升。回顾来看，9 月信用利差向下压缩，不过这种变化属于被动压缩，可以观察到信用债收益率变化不大，而国债利率上行较多。展望四季度，当前相对滞后的信用债收益率可能小幅向上，使得被动压缩的利差修复。整体而言，信用债中的流动性溢价趋于上行，信用风险溢价趋于震荡下行，整体上信用利差在修复完成后，趋于震荡。

图 22：9 月不同等级中票信用利差趋于震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 27 日

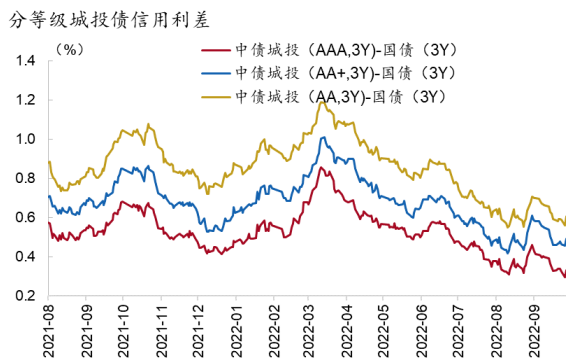
图 23：9 月中短期限信用利差震荡，长期限下行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 27 日

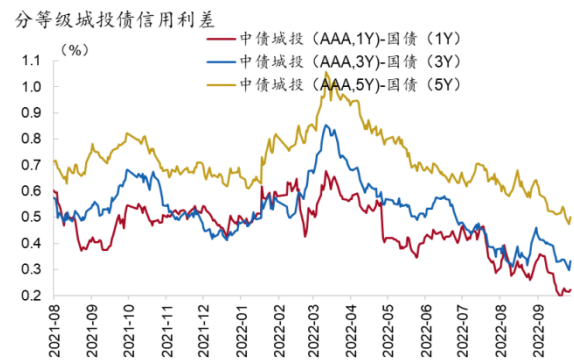
**城投债：**受国债利率上行较多影响，城投信用利差被动压缩，后续信用利差可能会修复，尤其是中短期城投债，反弹压力或更大。不过考虑到经济比较疲弱，国债利率上行幅度有限，信用利差被动压缩之后，上行修复的幅度或在可控范围之内。

图 24：9 月不同等级城投信用利差震荡下行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 27 日

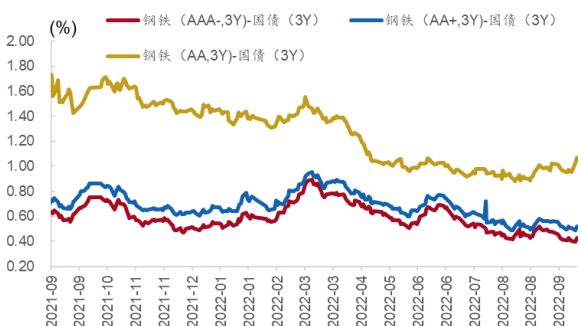
图 25：9 月 3 年期信用利差震荡下行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 27 日

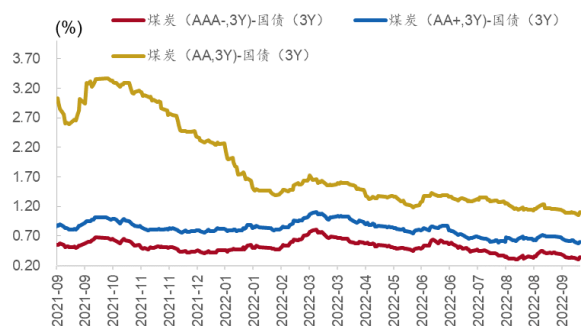
**强周期债：**行业景气度分化，钢铁偏弱，煤炭维持强劲。钢铁行业下游需求持续偏弱，开工旺季对需求略有支撑，但仍有旺季不旺的隐忧。此外，虽上游原材料价格回落，但幅度有限，对利润的支持偏弱。因此在经济增长未能企稳上升之前，钢铁利润或难以改善，整个行业景气度偏弱，信用利差暂时难有压缩空间。且未来随着流动性溢价的上升，钢铁债信用利差或跟随上升。**煤炭行业，**景气度维持高位，四季度电厂开始进入冬储补库阶段，预计支撑煤炭需求。煤炭价格有望高位运行，煤炭行业利润也有望保持在强劲区间。未来即使流动性溢价上升，基本面强劲的表现仍有望支持煤炭信用利差在低位震荡。

图 26：9 月钢铁债信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 26 日

图 27：9 月煤炭债信用利差低位震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 26 日

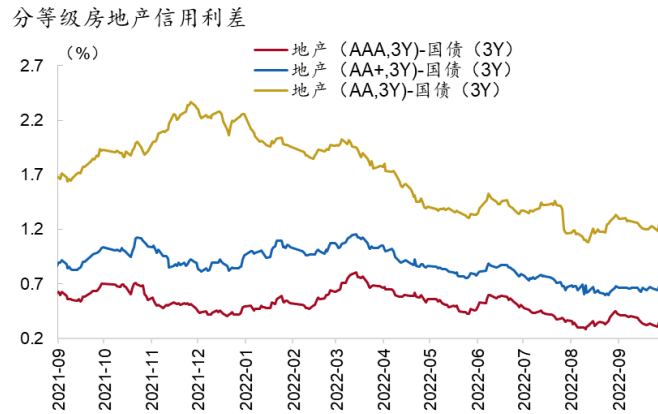
**地产债：**在疫情之后，9 月商品房销售面积出现回升，与金九银十下的商品房季节性需求回升有关。不过二三线城市商品房销售面积绝对水平和房价疲弱，因此过快的修复斜率可能难以持续，但可以期待缓慢的修复。同时，新一轮限购限贷政策松动，力度增加，且均集中在较高等级的城市，有利于支持刚需和改善性住房的需求。整体来看，地产销售有微观好转的迹象，情绪上小幅回暖。短期来看，销售数据逐步回暖，





以及对更大力度政策预期，可能会带动地产债的交易机会，市场博弈前期折价程度较深的债券，不过建议配置地产债还可以等待更多的基本面信号以及更大力度的政策落地。

图 28：9 月房地产信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

### 3、固收投融资建议：不追利率低点，以稳为主

基于利率债市场震荡偏弱的局面，对于利率债投资组合，可以保持原仓位，或在利率低点小幅减少仓位。四季度利率中枢变化或不大，但在节奏上，利率可能会触底后回弹。因此，操作上，可以在利率下探低点的时候适当止盈。短债方面，考虑到银行间流动性收敛，难以回到 8 月的宽松的程度，短债投资收益或下降。

考虑到信用市场行业基本面表现分化，可以按照受银行间流动性收敛带来的影响程度进行调整。城投债受影响或比较明显，可考虑持有原仓位或适当减配，煤炭行业受影响比较小，可考虑继续持有或增配。钢铁、地产行业受基本面影响或更大，在基本面未好转之前，可继续持有或观望。信用下沉策略可暂时选择观望，等待经济好转的信号。

固收产品可继续持有纯债，择机增配固收+。纯债基金方面，四季度从产品类型上看，建议适当从短债基金部分切换至中长期纯债产品，产品策略上可以继续配置较为稳定的信用精选策略，关注在票息基础上适度进行波段交易的平衡策略产品；风格上，选择攻守兼备的产品。

固收+方面，境内股债性价比处于较高水平，股票相对便宜，经济修复若有积极信号，可以择机介入。

表 3：优选池债券型基金风险收益表现

| 类型 | 标签分类 | 标签名称 | 近一个月月回报 | 近三个月月回报 | 今年以来回报 | 近一个月最大回撤 | 近三个月最大回撤 | 今年以来最大回撤 |
|----|------|------|---------|---------|--------|----------|----------|----------|
| 纯债 | 策略   | 信用精选 | 0.26    | 1.20    | 3.13   | -0.04    | -0.12    | -0.28    |



|     |        |       |       |       |       |       |       |       |
|-----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 基金  | 防御策略   | 0.24  | 1.26  | 3.27  | -0.05 | -0.13 | -0.31 |       |
|     | 交易策略   | 0.27  | 1.47  | 3.05  | -0.09 | -0.16 | -0.44 |       |
|     | 平衡策略   | 0.26  | 1.27  | 3.02  | -0.05 | -0.12 | -0.34 |       |
|     | 短债基金   | 0.18  | 0.71  | 2.35  | -0.01 | -0.02 | -0.04 |       |
|     | 弹性收益   | 0.22  | 1.28  | 3.03  | -0.07 | -0.15 | -0.39 |       |
|     | 风格     | 攻守兼备  | 0.27  | 1.21  | 3.14  | -0.03 | -0.11 | -0.26 |
|     |        | 稳健收益  | 0.21  | 0.84  | 2.53  | -0.02 | -0.04 | -0.07 |
|     | 核心+卫星  | 核心+卫星 | 0.74  | -1.20 | -2.09 | -2.21 | -2.21 | -5.30 |
|     |        | 行业    | 0.09  | -1.14 | -1.97 | -1.85 | -1.85 | -3.98 |
|     | 配置     | 灵活进攻  | 0.72  | -0.31 | -0.61 | -1.71 | -1.71 | -3.95 |
| 特征  |        | 0.43  | -1.21 | -2.99 | -1.97 | -1.97 | -5.29 |       |
| 固收+ | 中期偏好稳定 | 0.43  | -1.21 | -2.99 | -1.97 | -1.97 | -5.29 |       |
|     | 弹性收益   | 1.61  | -1.40 | -3.20 | -3.66 | -3.66 | -9.00 |       |
|     | 风格     | 攻守兼备  | 0.95  | -0.26 | -0.61 | -1.49 | -1.49 | -3.79 |
|     |        | 稳健收益  | 0.49  | -1.32 | -1.99 | -1.95 | -1.95 | -4.36 |

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至9月26日

债券融资方面，四季度利率低位的时间可能靠前，建议发债是靠前安排，后期预期扰动较大，不确定性增加，届时择时的难度会加大。

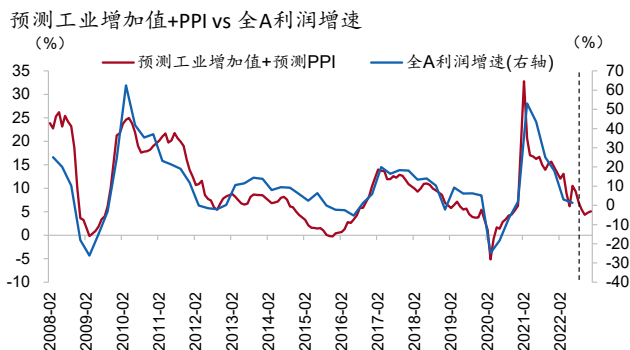
## （六）国内权益：大盘探底回升，蓝筹景气改善

### 1、A股大盘：处于先探底后回升的底部震荡区域

当前来看，影响A股大盘的三大因子呈现盈利筑底、流动性和估值稍稍偏多的格局。

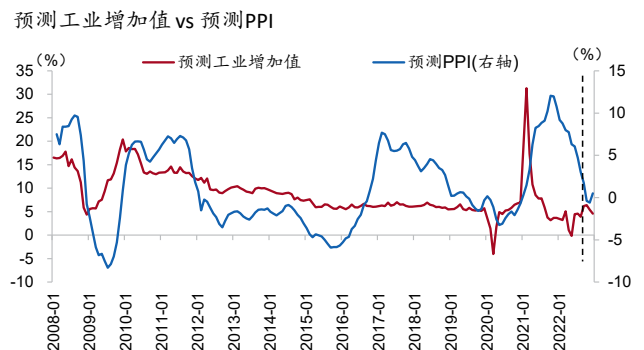
企业盈利或先探底后小幅回升。当前防疫政策趋严和外需回落是拖累企业盈利下滑的两股主要作用力。10月底之后防疫政策或有缓和，将带动经济和企业盈利探底回升，但受制于外需回落，预计回升幅度不大。此外，A股上市公司整体业绩和工业增加值+PPI高相关，市场预期该综合指标10月底之前继续下探，10月底之后小幅改善。

图 29：企业盈利或先探底后小幅回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 30：盈利主要拖累项 PPI 或于 10 月见低点



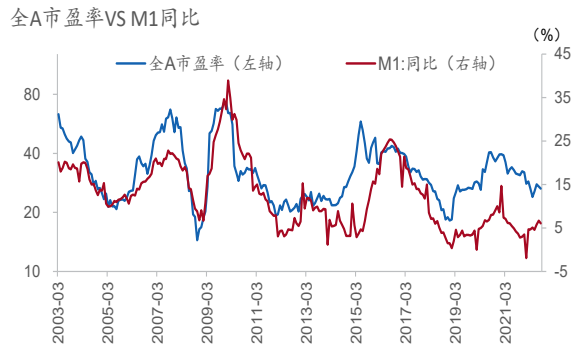
资料来源：Wind、招商银行研究院

流动性维持小幅宽松。今年以来货币政策偏宽松，M1 和 M2 增速均有所回升。当前经济修复偏弱进一步提升了稳增长的必要性，预计宽货币的总基调



不会变。与此同时，美联储预计四季度仍将强势加息，将对国内进一步放松货币形成掣肘，未来流动性或将维持小幅宽裕的格局。

图 31：实体流动性偏宽松对估值形成支撑



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 32：经济偏弱货币适度超发



资料来源：Wind、招商银行研究院

**估值进入配置区间。**从绝对估值看，当前上证指数市盈率处于过往 5 年 10%分位，属历史较低水平。从相对估值看，全 A 非金融风险溢价（全 A 非金融市盈率的倒数-10 年期国债收益率）处于过往 5 年约 95%分位，股市中长期性价比优于债市。

图 33：绝对估值：沪指估值分位数处较低水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 34：相对估值：具备一定股债性价比

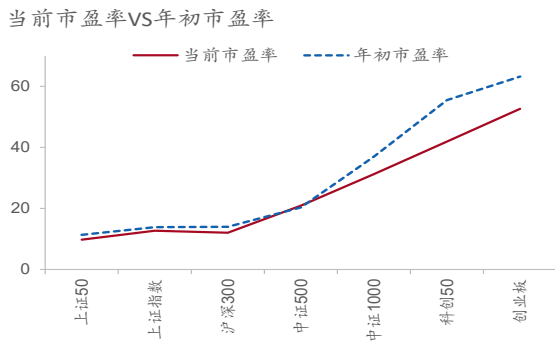


资料来源：Wind、招商银行研究院

综合考虑，由于央行货币政策无法解决疫情和外需给企业盈利带来的压力，因此流动性对市场的影响力要弱于企业盈利，A 股走势将更多跟随企业盈利的变化。预计 A 股在企业盈利探底过程中仍有下行压力，但由于估值较低下行空间有限。随着 10 月底之后企业盈利小幅改善，市场也将探底并小幅回升。整体看，四季度 A 股将处于先探底后回升的底部震荡区域，上下空间均有限，趋势性行情仍需等待内外需改善的信号。

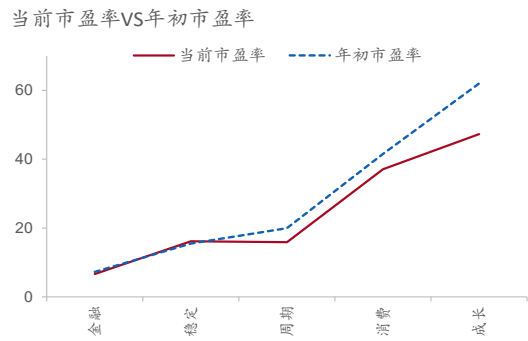


图 35：宽基指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：中信风格指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院

## 2、A 股结构：蓝筹景气改善，成长短期承压

基于对大盘探底回升的判断，探底过程中的“守”和回升过程中的“攻”至关重要。守的过程建议控制仓位为主，攻的过程重点结合景气度和估值寻找弹性板块。

国内经济探底回升将带动消费和金融等价值蓝筹板块景气改善。近两年压制消费的核心因素是，疫情反复和经济疲弱导致居民收入下降和消费场景消失。市场预期随着 10 月底防疫政策有所缓和，消费景气度也将边际好转。机构重仓的食品饮料行业，5 年市盈率分位和市净率分位均在 50-60%。消费板块需求和盈利状况相对稳定，经过近两年的经济下行，ROE 仍稳定在较高水平，同时估值也没有大幅下滑，可侧面反映机构对消费板块长期景气度的较高预判。金融板块当前最大的关注点是估值极度便宜，这是近两年经济疲弱和房地产行业持续萎靡造成的结果。金融板块的向上弹性，取决于宏观政策强刺激和经济预期好转。10 月底之后经济或小幅企稳，届时金融板块或企稳反弹。不过，金融板块的弹性在房地产销售好转之前应弱于消费。

美联储紧缩、外需回落及美欧产业政策打压，致使成长板块短期承压。美联储持续紧缩，意在抑制需求来降低通胀，而外需回落将制约出口占比较大的科技制造板块的景气度。此外，大国博弈背景下中美核心产业竞争愈加激烈，美国近期出台的芯片法案和通胀削减法案，企图迫使中国芯片和新能源等高端制造业与全球产业链脱钩，对成长板块的景气度将有所压制。当前新能源产业链估值仍处于高位，短期或有风险释放。



表 37: A 股行业按盈利预测景气度排序 (前 15)

| 行业           | 所属风险 | 2021Q2<br>预测增速 | 2022<br>预测增速 | 2023<br>预测增速 | 2024<br>预测增速 | 市盈率<br>TTM | 市净率 | PE<br>5年分位 | PB<br>5年分位 | 景气度综<br>合排序 |
|--------------|------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-----|------------|------------|-------------|
| 电力设备及新能源(中信) | 成长   | 48             | 81           | 36           | 26           | 40         | 3.7 | 36         | 75         | 1           |
| 国防军工(中信)     | 成长   | 10             | 38           | 32           | 28           | 63         | 3.7 | 28         | 67         | 2           |
| 消费者服务(中信)    | 消费   | -75            | 73           | 195          | 31           | 872        | 4.7 | 99         | 52         | 3           |
| 有色金属(中信)     | 周期   | 89             | 72           | 17           | 19           | 17         | 2.7 | 0          | 54         | 4           |
| 汽车(中信)       | 消费   | -22            | 40           | 33           | 24           | 47         | 2.4 | 85         | 68         | 5           |
| 计算机(中信)      | 成长   | -39            | 31           | 56           | 28           | 74         | 3.1 | 33         | 7          | 6           |
| 基础化工(中信)     | 周期   | 29             | 41           | 11           | 19           | 18         | 2.9 | 6          | 56         | 7           |
| 电力及公用事业(中信)  | 周期   | -23            | 151          | 31           | 15           | 63         | 1.8 | 99         | 75         | 8           |
| 电子(中信)       | 成长   | -17            | 13           | 34           | 26           | 33         | 3.2 | 13         | 20         | 9           |
| 食品饮料(中信)     | 消费   | 13             | 20           | 20           | 19           | 36         | 6.9 | 49         | 56         | 10          |
| 建筑(中信)       | 周期   | 5              | 22           | 28           | 13           | 10         | 0.9 | 53         | 11         | 11          |
| 通信(中信)       | 成长   | 57             | 21           | 19           | 11           | 16         | 1.4 | 0          | 6          | 12          |
| 农林牧渔(中信)     | 消费   | -206           | 122          | 1182         | 6            |            | 3.3 |            | 37         | 13          |
| 医药(中信)       | 消费   | 9              | 28           | -2           | 21           | 28         | 3.1 | 5          | 4          | 14          |
| 机械(中信)       | 周期   | -23            | 16           | 25           | 25           | 39         | 2.5 | 40         | 45         | 15          |

资料来源: Wind、招商銀行研究院

表 38: A 股行业按盈利预测景气度排序 (后 15)

| 行业        | 所属风险 | 2021Q2<br>预测增速 | 2022<br>预测增速 | 2023<br>预测增速 | 2024<br>预测增速 | 市盈率<br>TTM | 市净率 | PE<br>5年分位 | PB<br>5年分位 | 景气度综<br>合排序 |
|-----------|------|----------------|--------------|--------------|--------------|------------|-----|------------|------------|-------------|
| 纺织服装(中信)  | 消费   | -11            | 4            | 50           | 18           | 24         | 1.7 | 16         | 5          | 16          |
| 煤炭(中信)    | 周期   | 96             | 59           | 2            | 4            | 8          | 1.7 | 4          | 98         | 17          |
| 石油石化(中信)  | 周期   | 23             | 46           | 4            | 5            | 9          | 1.1 | 1          | 56         | 18          |
| 传媒(中信)    | 成长   | -8             | 13           | 33           | 8            | 39         | 1.7 | 49         | 0          | 19          |
| 家电(中信)    | 消费   | 12             | 19           | 10           | 13           | 16         | 2.7 | 12         | 12         | 20          |
| 轻工制造(中信)  | 消费   | -34            | 21           | 19           | 19           | 30         | 2.0 | 68         | 2          | 21          |
| 综合(中信)    | 周期   | -30            | 24           | -25          | 23           | 89         | 1.6 | 81         | 42         | 22          |
| 非银行金融(中信) | 金融   | -20            | -3           | 18           | 15           | 13         | 1.1 | 11         | 2          | 23          |
| 商贸零售(中信)  | 消费   | -14            | 49           | -532         | 5            |            | 1.3 |            | 4          | 24          |
| 房地产(中信)   | 金融   | -65            | -32          | 579          | 12           |            | 1.0 |            | 7          | 25          |
| 建材(中信)    | 周期   | -31            | -9           | 26           | 16           | 12         | 1.6 | 15         | 0          | 26          |
| 银行(中信)    | 金融   | 7              | 8            | 8            | 10           | 5          | 0.5 | 2          | 1          | 27          |
| 交通运输(中信)  | 周期   | -25            | 16           | 7            | 9            | 19         | 1.5 | 33         | 22         | 28          |
| 钢铁(中信)    | 周期   | -50            | -10          | 12           | 7            | 12         | 1.1 | 60         | 37         | 29          |
| 综合金融(中信)  | 金融   | -28            | 12           | -4           | -12          | 30         | 1.4 | 19         | 0          | 30          |

资料来源: Wind、招商銀行研究院

价值蓝筹的业绩弹性，取决于中国经济的弹性，随着四季度经济探底回升，消费和金融板块或有修复。成长板块则主要关注自身行业景气度的演变，以新能源产业链为代表的高端制造业长期高景气仍将维持，短期有待海外利空消化。

### 3、港股：恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化

港股科技股虽然估值较低且监管风险基本出清，但今年的业绩压力和流动性压力都难以支撑其走出趋势性行情。从恒生科技景气度看，互联网流量红利见顶，快速扩张阶段结束，叠加宏观经济下滑，业绩增速难以回到过往的高增长阶段。从恒生科技所处的流动性环境看，由于香港地区货币政策紧随美国，恒生科技的主要投资者以境外为主，四季度美联储紧缩仍将对恒生科技构成压力。恒生科技行情的真正逆转，仍然有待互联网行业新增长点的出现，以及宏观经济的企稳和美联储货币政策的转向。

### 4、权益投资建议：逢低布局，价值为先

**仓位及结构方面：**基于 A 股大盘可能走出探底回升的走势，建议总体仓位在探底过程中逐步增加；但趋势性的行情仍有待观察，总体仓位仍要有所控制。综合考虑产业政策、景气度以及估值，建议结构上考虑：

(1) 增配受益于防疫政策缓和、长期需求稳定、当前估值合理的消费医药板块。

(2) 适当配置受益于经济预期边际好转、目前估值极低的金融板块，适当配置受益于稳增长政策、目前估值合理的基建产业链。

(3) 短期减配以新能源产业链为代表的科技制造板块，现阶段遭遇美联储紧缩、外需回落及美欧产业政策打压等不利因素，待风险释放后再行布局。

**权益类投资产品方面：**可更关注持仓股票估值较低的价值型绩优管理人，同时长期关注对景气轮动有深入研究的基金经理及其所管理基金。对于成长型基金，建议待相关板块的海外利空因素消化后，再择机布局。此外，由于市场暂难走出趋势性行情，类似过去几年基金业绩普遍较好的情况将难以出现，基



金挑选的难度加大，购买专业机构精选的基金组合不失为一项好的策略，因此可加强对中长期业绩得到证明的 FOF 的关注和配置。

#### 四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债

对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

##### （一）胜率：境内股债资产胜率中等

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股、黄金、国内固收、港股科技股胜率中等，而美股、美债胜率较低。

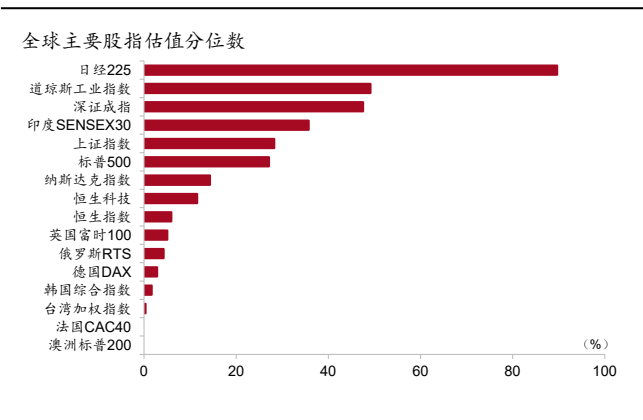
##### （二）盈亏比：美债和港股科技股较高

**权益：A 股**在全球市场中估值属于较高水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值分位数偏高，A 股在全球主要股票资产中相对较贵。相对而言，港股科技股估值分位数较低。

**固收：美债>中债**。中债利率目前处于 2.7% 附近的位置，盈亏比较为中性。美债利率在 3.8% 附近，盈亏比较高。

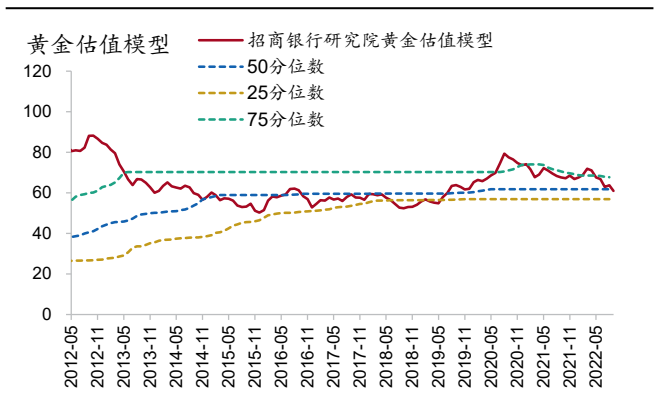
**黄金：盈亏比**。根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看，目前伦敦金估值处于过去 10 年接近 50 分位数的水平，盈亏比中等。

图 39：横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于偏高水位



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 40：黄金估值中等

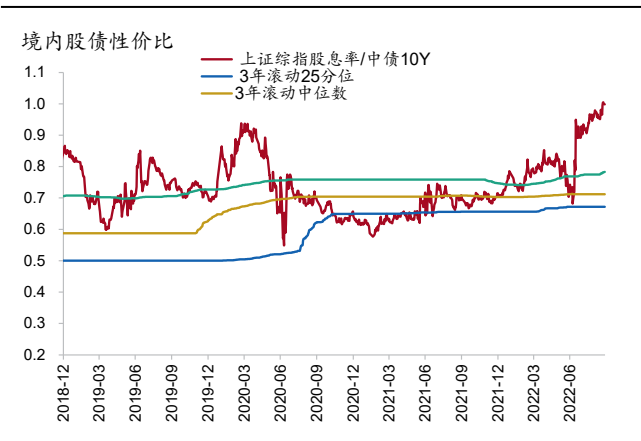


资料来源：Wind、招商银行研究院

##### （三）股债性价比：境内股票便宜，美股偏贵

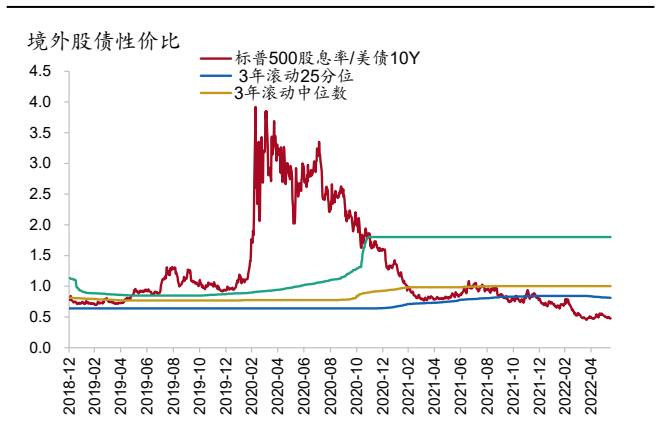
目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵。

图 41：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

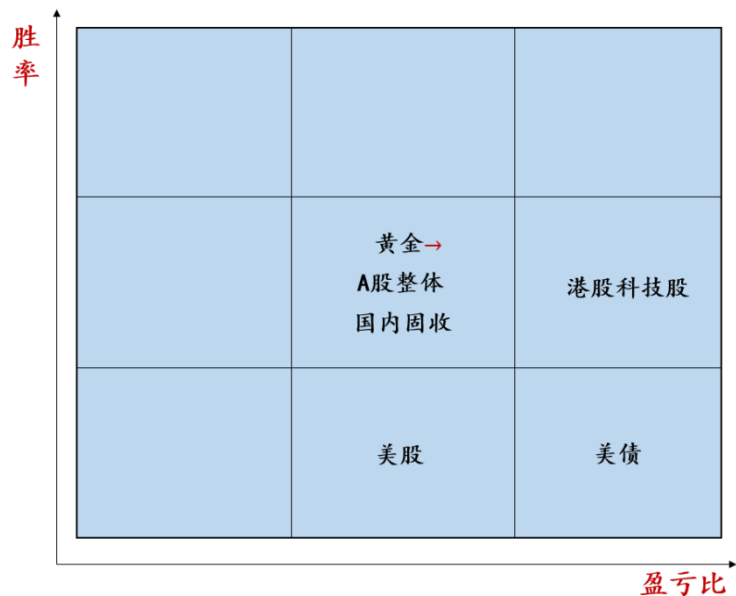
图 42：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

#### (四) 结论：上调美债至标配

表 4：大类资产“胜率-盈亏比”九宫格



注 1：胜率越高代表未来获正回报的概率越高，盈亏比越高代表估值越低

注 2：↑代表胜率上调，↓代表胜率下调，→代表盈亏比上调，←代表盈亏比下调，无箭头代表维持不变

资料来源：招商银行研究院

根据市场研判与分析，我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议：上调美债配置，从中低配上升为标配，因美债利率在筑顶且盈亏比已进入高档，而其他资产维持不变。标配：黄金、美债、中国国债、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、港股科技股、美股。中低配：人民币、欧元、日元和英镑。低配 A 股的周期风格。



表 5：大类资产配置及投资策略建议表

| 资产类别 |       | 市场趋势及配置建议 |                   |      | 投资策略   |                      |  |               |
|------|-------|-----------|-------------------|------|--------|----------------------|--|---------------|
|      |       | 月度趋势      | 配置建议<br>(未来 6 个月) | 配置变化 | 投资策略   | 策略标的                 | 起始时间<br>及期间表现                            | 执行/终止<br>及其原因 |
| 汇率   | 美元    | 偏强        | 中高配               |      | 做多美元   | 美元指数                 | 2021 年 6 月<br>26%                        | 执行            |
|      | 欧元    | 偏弱        | 中低配               |      |        |                      |  |               |
|      | 人民币   | 偏弱        | 中低配               |      |        |                      |  |               |
|      | 日元    | 偏弱        | 中低配               |      |        |                      |  |               |
|      | 英镑    | 偏弱        | 中低配               |      |        |                      |  |               |
| 贵金属  | 黄金    | 偏弱震荡      | 标配                |      |        |                      |  |               |
| 固收   | 中国国债  | 震荡        | 标配                |      | 中短久期   | 中债国债及政策性银行债(1-3 年)指数 | 2021 年 12 月<br>2.85%                     | 执行            |
|      | 中国信用债 | 震荡        | 标配                |      | 下沉评级   | 中债短融 AA 指数           | 2021 年 4 月<br>6.9%                       | 执行            |
|      | 美债    | 下跌        | 标配                | ↑    |        |                      |  |               |
| 权益   | A 股   | 震荡        | 标配                |      | 稳增长板块  | 银行指数、地产指数、建筑指数加权平均   | 2021 年 12 月<br>(相对沪深 300<br>超额收益)<br>11% | 执行            |
|      | —消费   | 震荡        | 标配                |      | 必需消费   | 食品加工(申万)             | 2022 年 4 月底<br>-4.5%                     | 执行            |
|      |       |           |                   |      |        | 医疗服务(申万)             | 2022 年 7 月底<br>-16%                      |               |
|      | —周期   | 偏弱震荡      | 低配                |      |        |                      |  |               |
|      | —成长   | 偏弱震荡      | 标配                |      |        |                      |  |               |
|      | 港股-科技 | 震荡        | 标配                |      | 配置恒生科技 | 恒生科技指数 ETF           | 2022 年 4 月底<br>-18.5%                    | 执行            |
| 美股   | 偏弱    | 标配        |                   |      |        |                      |  |               |

注：“配置变化”比较基准为 9 月配置策略

资料来源：招商银行研究院

表 1 风格注释：

- 1) 稳定风格包含以下中信三级行业：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工Ⅲ,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营Ⅲ。
- 2) 周期风格包含以下中信三级行业：其他化学制品,石油开采Ⅲ,炼油,油品销售及仓储,其他石化,动力煤,无烟煤,炼焦煤,焦炭,其他煤化工,黄金,铜,铅锌,镍钴,锡铋,铝,长材,板材,特钢,铁矿石,贸易流通,氮肥,钾肥,磷肥,复合肥,农药,涤纶,维纶,氨纶,粘胶,锦纶,树脂,纯碱,氯碱,无机盐,氟化工,有机硅,磷化工,聚氨酯,其他化学原料,日用化学品,民爆用品,涂料涂漆,印染化学品,橡胶制品,玻璃Ⅲ,陶瓷,造纸Ⅲ,工程机械Ⅲ,矿山冶金机械,纺织服装机械,锅炉设备,机床设备,起重运输设备,基础件,其他通用机械,铁路交通设备,船舶制造,其他运输设备,仪器仪表Ⅲ,金属制品Ⅲ,电站设备Ⅲ,一次设备,二次设备,乘用车Ⅲ,卡车,客车,专用汽车,汽车零部件Ⅲ,汽车销售及服务Ⅲ,摩托车及其他Ⅲ,服装用纺织品,家用纺织品,产业用纺织品,化学原料药,航运,航空,半导体Ⅲ,塑料制品。
- 3) 成长风格包含以下中信三级行业：油田服务Ⅲ,稀有金属Ⅲ,环保,水务,燃气,供热或其他,建筑装修Ⅲ,新型建材及非金属新材料,其他专用机械,风电,核电,光伏,航空军工,航天军工,兵器兵装Ⅲ,其他军工Ⅲ,生物医药Ⅲ,其他食品,种子,物流,PC 及服务器硬件,专用计算机设备,广播电视,电影动画,互联网,整合营销,电子设备Ⅲ,其他元器件Ⅲ,动力设备,系统设备,其他,通信终端及配件,网络覆盖优化与运维,网络接配及塔设,线缆,增值服务Ⅲ,基础软件及套装软件,行业应用软件,IT 外包服务,系统集成及 IT 咨询。
- 4) 消费风格包含以下中信三级行业：印刷,包装,其他轻工Ⅲ,百货,超市,连锁,贸易Ⅲ,景区,旅行社,酒店,餐饮,白色家电Ⅲ,黑色家电Ⅲ,小家电Ⅲ,照明设备,其他家电,服装Ⅲ,服饰Ⅲ,化学制剂,中药饮片,中成药,医药流通,医疗器械,医疗服务,白酒Ⅲ,啤酒,葡萄酒,黄酒,其他饮料Ⅲ,肉制品,调味品,乳制品,果蔬饮料,农产品加工及流通,饲料,动物疫苗,畜牧养殖,林木及加工,水产养殖,海洋捕捞,商业地产,平面媒体。
- 5) 金融风格包含以下中信三级行业：国有银行Ⅲ,股份制银行,城商行,证券Ⅲ,保险Ⅲ,信托,其他非银金融,住宅地产,园区,房地产服务Ⅲ。



## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇