



海外资产在紧缩下延续弱势，国内资产期待政策托底

——资本市场月报（2022年11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		●			
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，美元指数、黄金震荡，美债利率上行，美国三大股指上涨。境内资产方面，人民币汇率贬值，中国10年期国债利率震荡，A股震荡，风格分化加大，金融消费下跌较多，成长风格上涨较多。

■ 本期主题：海外方面，受部分非美央行操作影响，10月海外交易紧缩程度意外得到缓解，市场通过美元指数震荡，美股底部反弹进行回应。11月美联储议息会议在即，预计货币紧缩主线将再次得到确认。

国内方面，考虑到在大会后，疫情防控力度有望从过度严格转为正常，增强经济修复的动能，尤其是前期表现较弱的下游需求可能会有所修复，短期经济不必过度悲观，而对于明年经济的预期，则依赖于12月的中央经济工作会议指明路径。

■ 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的不利局面，美股仍未见底。2.美债：未来交易货币收紧可能会延续，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：基本面利多收敛、银行间流动性维持中性，信贷扩张小幅利空的影响，预计国债震荡为主，先强后弱。6.国内权益：随着10月底之后企业盈利或阶段性企稳，大盘也将随之企稳。整体而言，在海外衰退风险出清之前，以底部震荡为主，上下空间均有限。结构上，成长板块短期消化海外利空后，将受益于产业政策迎来中长期投资机会。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@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

✉：suchang9898@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：境外股涨债跌，境内资产震荡.....	1
二、本期主题：海外紧缩主线尚未褪去，国内经济修复将被托底.....	2
（一）海外重回货币紧缩主线.....	2
（二）国内主线短期回归经济现状，中期等待政策托底.....	4
三、市场前瞻及策略：海外资产延续弱势，国内资产慢修复.....	5
（一）美股：仍未见底.....	6
（二）美债：利率延续上行，中枢小幅抬升.....	7
（三）黄金：继续震荡下行.....	8
（四）汇率：美元延续强势，非美货币贬值压力较大.....	8
（五）国内固收：震荡偏弱格局.....	11
1、利率债：震荡偏弱.....	11
2、信用债：信用利差趋于震荡.....	13
3、固收投融资建议：不追利率低点，以稳为主.....	15
（六）国内权益：大盘底部震荡，结构终归成长.....	16
1、A股大盘：处于底部震荡区域.....	16
2、A股结构：成长板块短期承压，长期占优.....	18
3、港股：恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化.....	19
4、权益投资建议：重点布局成长.....	20
四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债.....	21
（一）胜率：境内股债资产胜率中等.....	21
（二）盈亏比：境内股票较高.....	21
（三）结论：大类配置建议不变.....	22



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: 美国核心 CPI 同比尚未见顶	4
图 4: 12 月美联储加息 75bp 概率上升	4
图 5: 三驾马车动能分化	5
图 6: 失业率超季节性边际上行	5
图 7: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	7
图 8: 美股风险溢价未反映增长放缓的风险	7
图 9: 美债短端利率急速攀升	8
图 10: Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高	8
图 11: 紧缩预期使美债实际利率再度向上	8
图 12: 美元短期转为震荡支撑金价	8
图 13: “美强欧弱”优势收敛但仍在	9
图 14: 美欧利差波幅加大	9
图 15: 出口动能持续放缓	10
图 16: 中美利差倒挂幅度继续加大	10
图 17: 英国 CPI 及核心 CPI 较高	10
图 18: 英国国债利率在 10 月上行势头得到缓解	10
图 19: 10 年美债收益率和美元兑日元走势	11
图 20: 英国通胀高企但加息相对谨慎	11
图 21: 10 月银行间资金利率小幅上移	13
图 22: 10 月利率中枢小幅下移	13
图 23: 10 月不同等级中票信用利差震荡向下	13
图 24: 10 月中短期信用利差调整, 长期下行	13
图 25: 10 月不同等级城投信用利差震荡	14
图 26: 10 月短期城投信用利差上升, 中长期震荡	14
图 27: 10 月钢铁债信用利差分化加大	14
图 28: 10 月煤炭债信用利差低位震荡	14
图 29: 10 月房地产信用利差分化加大	15
图 30: 企业盈利或阶段性企稳	17
图 31: 盈利主要拖累项 PPI 或于 10 月见低点	17
图 32: 实体流动性偏宽松对估值形成支撑	17
图 33: 经济偏弱货币适度超发	17
图 34: 绝对估值: 沪指估值分位数处较低水平	18
图 35: 相对估值: 具备较强股债性价比	18



图 36: 宽基指数估值曲线.....	18
图 37: 中信风格指数估值曲线.....	18
表 38: A 股行业按盈利预测景气度排序（前 15）.....	19
表 39: A 股行业按盈利预测景气度排序（后 15）.....	19
图 40: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比.....	22
图 41: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比.....	22
图 42: 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.....	22
图 43: 黄金估值中等.....	22

表目录

表 1: 10 月市场及策略回顾（截至 2022 年 10 月 24 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.....	16
表 3: A 股主要宽基指数和风格指数景气度排序.....	21
表 4: 大类资产“胜率-盈亏比”九宫格.....	23
表 5: 大类资产配置及投资策略建议表.....	23



一、前期回顾：境外股涨债跌，境内资产震荡

回顾我们的趋势预判，10月人民币、美债、黄金、A股、中债的走势与我们判断一致，美股、美元与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：10 月市场及策略回顾（截至 2022 年 10 月 24 日）

大类资产	现价	今年以来	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	31500	-13.3%	-4.5%	9.7%	偏弱	不符合，因美元流动性紧张程度缓和，美股创下年内新低之后，出现超跌反弹。
	标准普尔 500 指数	3797	-20.3%	-8.1%	5.9%		
	纳斯达克综合指数	10953	-30.0%	-11.2%	3.6%		
美债	美国 10Y 利率	4.25%	273BP	136BP	42BP	看利率上行	方向符合，幅度超预期。因美国通胀高居不下，市场对美加息终点上调。
货币	美元指数	112.01	16.7%	8.5%	-0.1%	偏强	不符合，因部分非美央行释放美元，减缓美元指数上行的幅度
	人民币兑美元	7.26	-12.2%	-9.3%	-2.3%	偏弱	符合
黄金	伦敦金	1650	-9.8%	-13.0%	-0.7%	看偏弱震荡	符合
A 股	上证指数	2978	-18.2%	-2.3%	-1.5%	看震荡	符合
	沪深 300	3633	-26.5%	-9.5%	-4.5%		
	上证 50	2393	-26.9%	-14.7%	-8.3%		
	中证 500	5897	-19.9%	4.8%	3.2%		
	创业板指数	2337	-29.7%	0.8%	2.1%		
	科创 50	969	-30.7%	2.4%	3.2%		
	金融(风格, 中信)	5804	-18.7%	-9.8%	-4.5%		
	周期(风格, 中信)	4281	-14.7%	6.1%	0.4%		
	消费(风格, 中信)	9983	-24.0%	-5.2%	-5.0%		
	成长(风格, 中信)	6168	-27.3%	7.2%	3.6%		
稳定(风格, 中信)	2415	-6.0%	-0.1%	0.3%			
中债	中国 10Y 利率	2.72%	-6BP	-12BP	-4BP	看利率震荡	符合

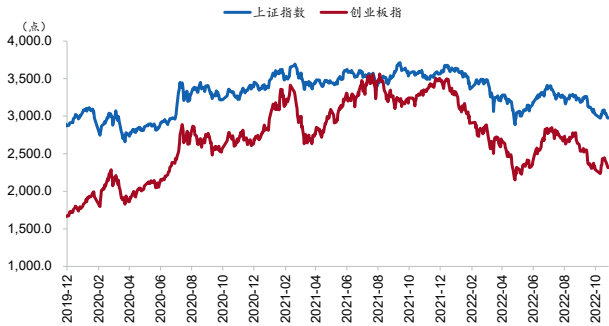
注：A 股风格定义见文末

资料来源：Wind、招商银行研究院

境外资产方面，美元指数、黄金震荡，美债利率上行，美国三大股指上涨，各资产并未统一沿着美联储紧缩的主线交易。2 年期和 10 年期美债利率同步上行突破前高，分别触碰 4.6% 和 4.25% 的新高，反映了对美联储紧缩预期的继续攀升。不同的是，美元指数、黄金、美股三大指数未同步反映这一紧缩预期，美元指数的震荡和美股意外上涨主要是因为美元流动性的紧张程度有所缓解。同时，从美债利率上行幅度超预期，可以知道美元流动性紧张的缓解并不来自于美联储，可能是来自于其他非美央行。非美央行通过卖出美债，换取美元之后，为市场注入了新的美元。

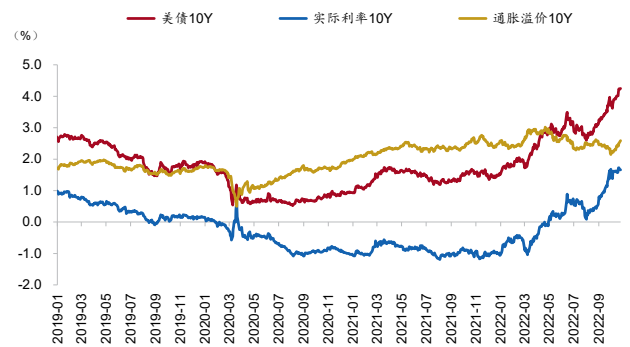


图 1：A 股市场下行



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，与我们基于流动性和信贷的判断基本一致。人民币汇率继续贬值，与我们基于国内基本面偏弱，中美利差走阔的判断基本一样。而人民币贬值的速度略快、国内债券市场情绪偏积极，则体现出国内经济修复速度偏慢以及市场预期偏弱。**A 股方面**，在经济预期偏弱和流动性偏松的背景下呈现底部震荡，上下幅度不大。其中，宽基指数中，上证 50 和沪深 300 下跌较多，中证 500 和科创 50 上涨较多；风格指数中，金融消费下跌较多，成长风格上涨较多。**A 股结构走势的分化**，体现出投资者一方面定价偏下游消费需求的疲弱，一方面定价国内二十大会议中对重点领域的利好政策。

整体而言，10 月海外资产的走势略有偏离上期提到的关键因子，即海外交易紧缩力度上升。国内资产暂时未偏离上期提到的关键因子，即在等待政策变量落地。

二、本期主题：海外紧缩主线尚未褪去，国内经济修复将被托底

海外方面，受部分非美央行卖美债操作的影响，10 月海外交易紧缩程度意外得到缓解，市场通过美元指数震荡，美股底部反弹进行了反映。这使得市场看起来偏离了货币紧缩主线，但通过分析我们会知道，市场交易并未远离，而 11 月美联储议息会议在即，市场交易货币紧缩可能会再次占据主导。

国内方面，大会变量落地后，市场交易分化，一是交易当下表现偏弱的基本面，通过上证 50 和沪深 300 下跌较多进行体现，二是交易二十大会议中提到的未来政策重点支持领域，例如科技创新、制造业、新能源、航天航空等，相关度更高的中证 500 和科创 50 上涨较多。到年底，我们认为这两条主线会并行，并且随着经济边际好转，结构分化或收敛。

（一）海外重回货币紧缩主线



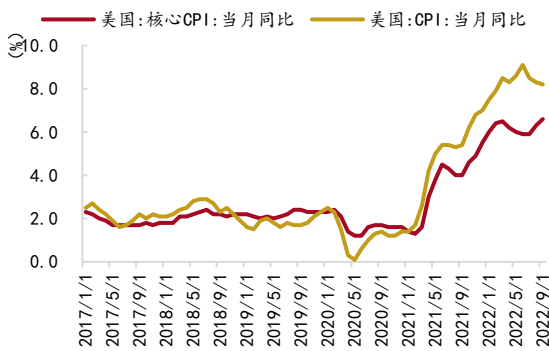
前期我们提到 9 月通胀数据落地后，如果核心 CPI 表现继续超预期，将推动市场提高对后续加息幅度的预测，同时市场紧缩交易力度会上升。从实际数据来看，9 月核心 CPI 同比攀升至 6.6%，环比上升至 0.8%（高于较前一期 0.5%），意味着美国通胀压力继续上升。在数据公布之后，加息终点从 9 月议息会议后的 4.5% 继续上移至 5%，市场迅速对这一因素进行定价，美债利率上升，美元指数冲高，美股三大指数快速下跌。

让人比较意外的是，当晚以及之后的交易日里，除了美债利率继续上行以外，其他资产出现反转，美元指数走出震荡回落态势，美股反弹。我们可以肯定这种反转并不来源于市场转变了对后续货币紧缩的预期，因为紧缩预期一旦转变，美债利率会同步下行。结合对于其他市场的观察，我们认为这种分化的行情与非美国家央行的操作有密切联系。首先是 10 月 11 日，英国央行宣布扩大其紧急购买操作，英国国债利率从高位向下，英镑贬值趋势得到遏制。此后英国财政政策反转，宣布将取消前期特拉斯提出的大规模减税计划，英镑贬值得到缓解，同时美元升值逐渐乏力，美股下跌趋缓。再晚一些是 10 月 21 日，美元兑日元突破 150 关口，日元汇率创下 1990 年以来最弱的水平，当晚日元走势逆转，快速走强收至 147，有消息称是日本央行进行外汇干预所致。此后的交易日里，日元阶段性走强。日本财务大臣铃木俊一公开表示：“日本央行立场不变，会对外汇市场采取适当的行动，对外汇过度的波动，会一直采取行动。”日本央行卖出美元，减缓日元走弱的速度，为市场提供了额外的美元流动性，之后美元指数走弱，美股反弹。

非美央行的操作有助于减缓美元上行的速度，进而减缓美股下行的速度，但我们需要注意的是这种影响是阶段性的。即使未来非美央行不得不在市场上的动作增多，力度增大，进而对海外资产产生的影响，但是这股力量可能不足以改变趋势，只是影响节奏，在大势上要跟随交易主线来进行变化，而交易主线的变化则一定要根据美联储的表态来进行调整。11 月即将到来的美联储议息会议极为重要。在开会前，已有美联储官员对加息立场出现了松动，认为如果明年联邦基金利率的峰值大幅高于 9 月预测的 4.5% 的水平，美国经济将面临巨大的“非线性”风险。这次发言推动市场对加息路径的预测有所降温，同时也让 11 月会议的关注度直线上升。届时美联储如表达继续承认经济下行风险上升，并且优先抗通胀，那市场交易紧缩的力度会再次上升，将利空美债、美股、黄金，利多美元。而一旦出现美联储承认经济下行风险上升，并有试图调整加息节奏等更加灵活的措辞，则市场交易紧缩的力度将放缓，进而利多美债、美股、黄金，利空美元。

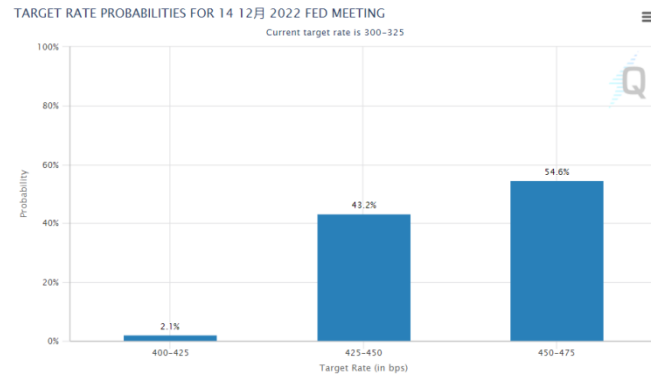


图 3：美国核心 CPI 同比尚未见顶



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：12 月美联储加息 75bp 概率上升



资料来源：CME FedWatch Tool、招商银行研究院

（二）国内主线短期回归经济现状，中期等待政策托底

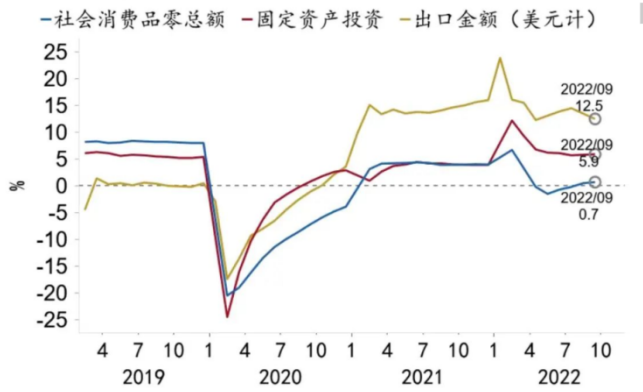
10 月召开的二十大会议对我国未来发展做出展望，会议通稿传递出的相关内容与前期十四五规划一脉相承。由于会议传达对经济的总体基调未超出市场预期，会议结束后，市场交易的主线再度回到当下的经济表现上。在疫情持续扰动和预期转弱的影响下，9 月经济继续不均衡修复。在供给端，工业生产修复加速，但服务业修复放缓，失业率边际上升；在需求端，基建和制造业投资边际上行，成为经济修复的主要拉动，但出口和消费增速下滑，房地产投资延续大幅收缩。同时，10 月中上旬高频数据显示，下游消费和出行均受到明显压制，车市和地产销售均弱于上月同期，环比负增长。因此，在大会之后，市场通过股市偏弱，债市偏强，人民币贬值速度加快进行了反映。

展望未来，11 月进入政策空窗期，市场交易主线仍将落在经济修复的实际表现上。我们预计前期趋严的疫情防控力度有可能缓解，推动此前表现较差的下游消费向上修复到正常区间。而在已有的稳增长政策下，四季度经济修复动能也将边际增强，四季度 GDP 有望增长 5%，高于三季度 3.9%。整体来看，短期经济修复的力度有望小幅提升，预计将有利于托底风险资产。

再往后看，12 月中央经济工作会议召开在即，会议将对 2023 年经济工作进行部署。我们认为，从二十大报告的内容来看，未来经济发展的总量增速仍有一定的诉求，GDP 增长目标仍有望回到 5% 附近。12 月中央经济工作会议上，可期待更进一步的稳增长政策，经济增长的预期会被政策托底，对风险资产更偏利好，对无风险资产偏利空。

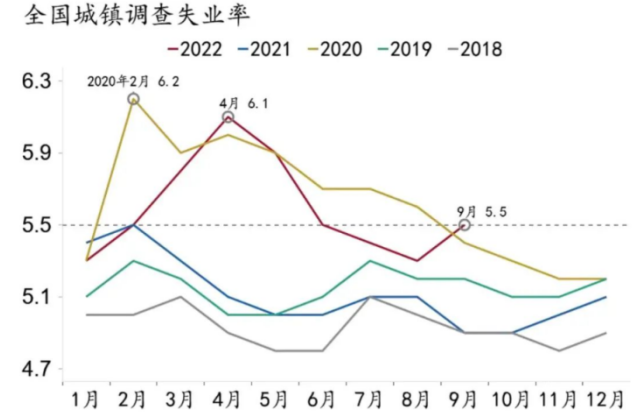


图 5：三驾马车动能分化



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：失业率超季节性边际上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、市场前瞻及策略：海外资产延续弱势，国内资产慢修复

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	即使央行对汇率的干预逐渐增多，但只能减缓贬值的速度。人民币贬值压力难以得到实质性缓解，维持前期判断，美元兑人民币阻力位 7.4-7.5。
	欧元	短期市场将在交易美联储 12 月是否放缓加息过程中令欧元获得喘息，预计四季度区间在 0.90-0.98。中期因能源危机未解除、经济偏弱，仍将不利欧元。
	日元	短期在美债收益率区间震荡及日本央行的干预下可能暂时维持稳定，中期仍然偏向贬值。
	英镑	短期美元指数震荡令英镑暂获喘息，中期美英经济分化逻辑仍不利英镑。
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	利率债方面，短期受到经济基本面利多收敛、银行间流动性维持中性以及信贷扩张小幅利空的综合影响，预计将在 2.6-2.8% 震荡，表现先强后弱。中期因未见经济继续恶化迹象，暂时判断利率中枢难下台阶。信用债方面，整体信用利差趋于震荡，中短久期高评级城投债信用利差仍有调整压力，钢铁债、地产债仍将偏弱，煤炭债仍将偏强。
	美债	未来交易货币收紧可能还会延续，推动美债利率创下新高。但中期而言，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，预计 10 年美债利率的波动中枢在四季度后期将小幅上移至 4.2 附近。
权益	A 股	随着 10 月底之后企业盈利或阶段性企稳，大盘也将随之企稳。整体而言，在海外衰退风险出清之前，以底部震荡为主，上下空间均有限。结构上，成长板块短期承压，长期占优。
	港股-科技	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。
	美股	美股同时面临货币紧缩和企业盈利增速下行的不利局面，美股仍未见底。

资料来源：招商银行研究院

（一）美股：仍未见底

美股创出年内新低后，出现超跌反弹，但基本面环境并未改观——尽管未来加息速度可能放缓，但还远未到结束紧缩之时，且企业盈利面临下行风险，而估值仍未对衰退风险进行定价。

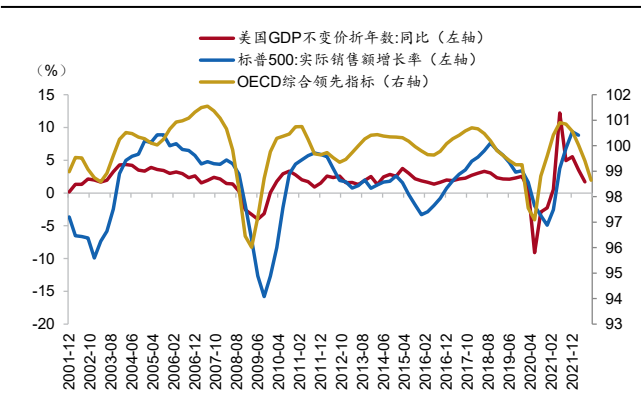
美联储紧缩仍未结束，“抗击通胀”仍是美联储的首要目标，但 11 月之后紧缩力度可能趋缓，货币紧缩仍会压制美股估值但力度减弱。

除货币紧缩外，美国经济衰退和企业盈利下行将更令人担忧。首先，10 月 18 日，美国 3 个月国债收益率与 10 年期国债收益率出现倒挂，在历史上，出现倒挂后美国经济大概率在 6-18 个月后陷入衰退。纽约联储的研究人员也表示，这可能是预测经济活动即将放缓的最佳指标之一。虽然倒挂幅度非常小，但是接下来美联储还将继续加息，如果美国 10 年期国债利率没有大幅上升，那么在接下来的 1-2 个月，倒挂幅度将会加剧。第二，从领先指标观察，美国 ISM 制造业 PMI、OECD 综合领先指标持续回落，显示经济景气度下行；世界大型企业研究会先行经济指数 (LEI) 的 6 个月增长率下行至负区间，过往 3 次出现这种情况后美国经济均陷入衰退。第三，持续高通胀将抑制居民消费，包括服务支出的增长，尤其是餐饮、旅游和休闲支出。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。最后，货币紧缩和利率上行将导致企业财务成本上升，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。**

当前美股绝对估值虽被货币紧缩“杀”至历史低位，但相对估值（风险溢价）仍高，估值没有反映企业盈利增长放缓的风险。当前标普 500 市盈率 (TTM) 20 倍，处于过去 10 年的 27% 分位，是较低水平。但是由于美债利率大幅走高，标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）下降到 0.88%，处于过去 10 年 1% 分位数，股票相对债券的估值处于非常高位。风险溢价主要是对经济和企业盈利前景的反映，即：经济前景上升，风险溢价下降；经济前景下降，风险溢价上升。从历史上看，ISM 制造业 PMI 指数作为反映经济前景的代表指标，其同比变化一般与风险溢价同比变化方向相反。但是今年以来，在经济前景下行的背景下，美股风险溢价并未上升，而是维持在极低的水平，说明估值没有反映增长放缓的风险。既然美股估值下降不是对经济放缓的反映，那么美股估值下降就完全是利率和通胀上升的结果。因此，在经济前景不利的情况下，未来美股估值下修仍未见底。

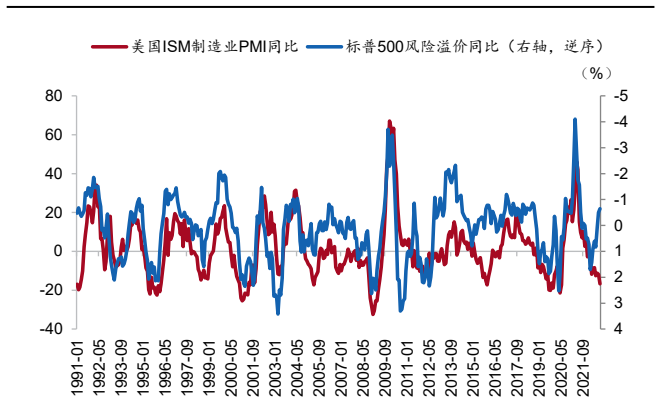
综合判断，美股同时面临货币紧缩和企业盈利增速下行的不利局面，美股仍未见底，建议策略上耐心等待加仓时机。

图 7：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 8：美股风险溢价未反映增长放缓的风险



资料来源：Wind、招商银行研究院

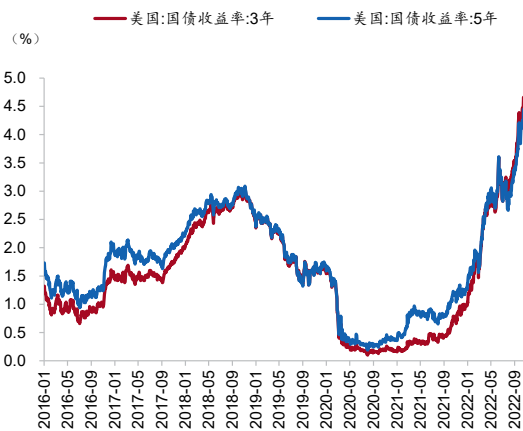
（二）美债：利率延续上行，中枢小幅抬升

9月通胀数据继续推动市场上移加息终点，推升了美国国债利率创下新高。未来可能还会延续交易货币收紧，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，预计10年美债利率的波动中枢在四季度后期将小幅上移至4.2附近。

投资策略上，美债逐步进入到配置区间。尤其可关注2-3年期美债，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。

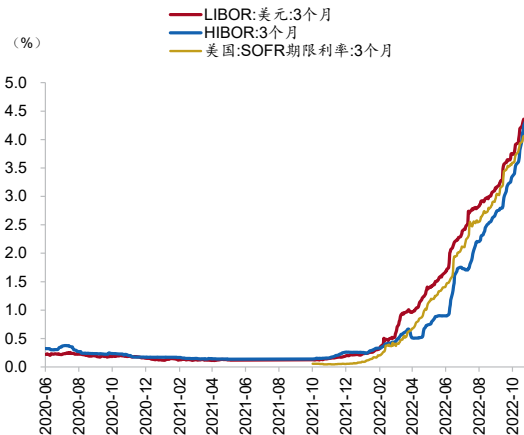
融资策略上，以Libor、SOFR、Hibor作为定价基准的美元、港元融资成本预计还将继续攀升，美元、港元融资安排上建议“赶早不赶晚”。3M的Libor、SOFR、Hibor利率预计也在高位。建议有刚性融资需求的客户抓紧时间安排融资。

图 9：美债短端利率急速攀升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）黄金：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，Comex 黄金期货非商业净多单和黄金 ETF 双双流出，空头情绪继续发酵。但美元指数震荡将对金价形成一定支撑。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，实际利率上行将受阻，金价有望趋稳震荡。

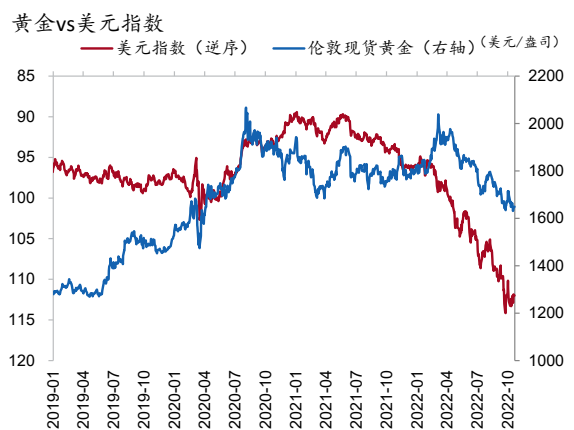
策略上，建议投资者短期对黄金仓位进行控制，看多不宜操之过急。

图 11：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 12：美元短期转为震荡支撑金价



资料来源：Wind、招商银行研究院

（四）汇率：美元延续强势，非美货币贬值压力较大

美元指数：短期而言，尽管受到非美央行释放美元的影响，美元指数走势震荡，但一是下阶段美国货币收紧预期可能被强化，二是尽管美国经济逐渐趋



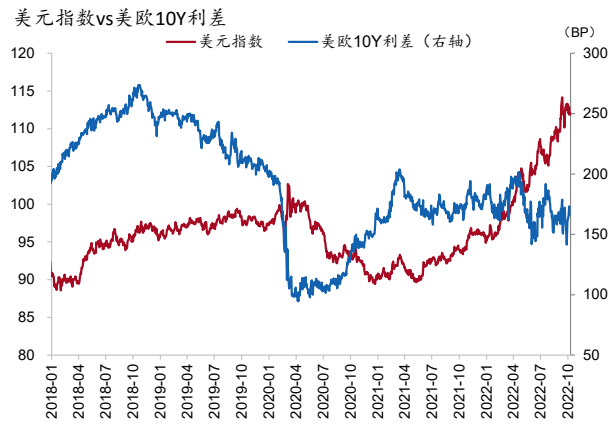
弱，但表现仍然好于非美国国家，因此美元仍有冲高的动能，预计美元指数将保持强势。**中期而言（6个月）**，随着美国经济衰退风险上升，可能会推动美元指数不再上升而趋于震荡，但考虑到其他经济体，包括欧洲和新兴国家的经济更为疲弱，两者的相对经济差难有实质性改变，将会支持美元保持在高位。可关注明年一季度美国经济走势的变化，若衰退迹象增多，将推动美元指数从高位震荡回落。

图 13：“美强欧弱”优势收敛但仍在



资料来源：招商银行研究院

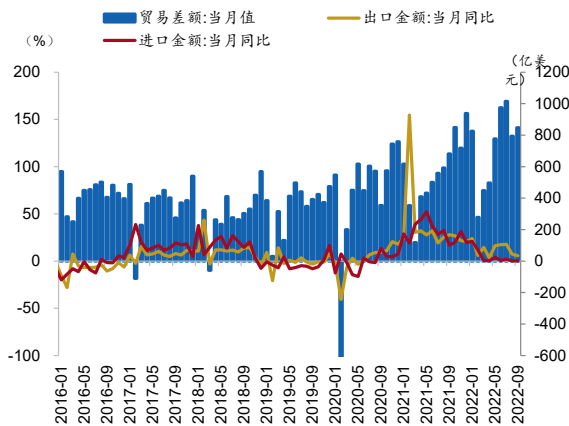
图 14：美欧利差波幅加大



资料来源：Wind、招商银行研究院

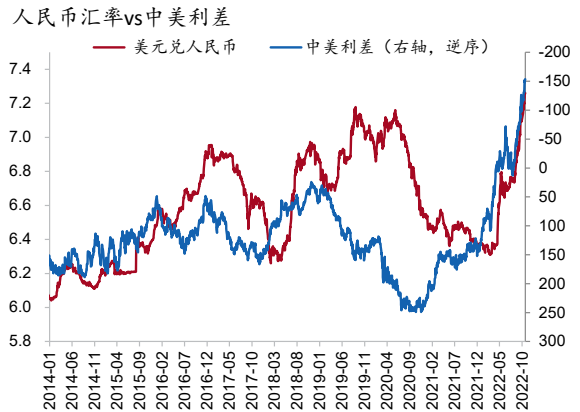
人民币：10月贬值压力得到一定程度释放，月内离岸美元兑人民币最高触碰 7.37。**短期而言**，我们认为国内经济疲弱的现状已被定价，未来难有进一步的走弱，因此国内经济疲弱暂时不成为影响汇率的边际变量，应更关注美元指数走强带来的影响。维持此前的判断，**美元兑人民币将触碰阻力位 7.4-7.5**。**中期而言（6个月）**，在国内经济尚未出现改善之前，人民币的贬值压力仍难得到根本缓解。但期间，人民币将呈现更明显的双向波动，弹性加大。

图 15: 出口动能持续放缓



资料来源: 招商银行研究院

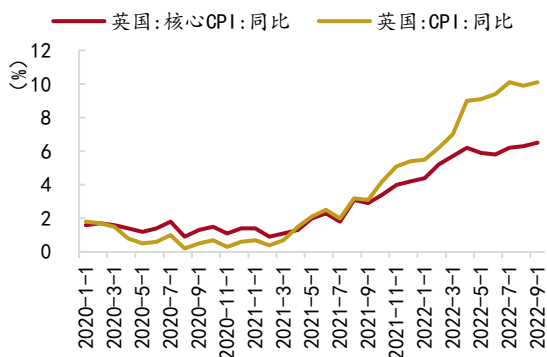
图 16: 中美利差倒挂幅度继续加大



资料来源: Wind、招商银行研究院

欧元: 10 月以来, 能源危机暂时缓解及欧洲央行鹰派发声令欧元兑美元表现持稳, 但仍面临冬季能源需求上升和经济下行的考验。欧洲 10 月天气较为温暖, 且欧盟天然气存储量快速上升, 地下储气库的储存率达到了 92%, 叠加欧盟的限价政策, 以及俄罗斯称仍将通过乌克兰和土耳其继续供给天然气, 令欧洲的能源供需失衡及恐慌情绪得以暂时缓解, 欧洲天然气期货价格也逐渐回落至 6 月中旬北溪 1 号管道减少输气量之前。此外, 10 月欧洲央行继续坚持偏强硬的紧缩态度, 在加息节奏方面与美联储亦步亦趋, 这也令美欧的货币政策分化压力有所减缓。短期而言, 市场将在交易美联储 12 月是否放缓加息过程中令欧元获得喘息, 预计四季度美元对欧元区间在 0.90-0.98。中期而言, 冬季需求升高的风险和明年的补库压力仍然存在, 能源危机仍未完全解除; 从经济前景和近期 PMI 数据表现方面, 欧洲经济表现比美国更加疲弱, 仍将不利欧元。

图 17: 英国 CPI 及核心 CPI 较高



资料来源: 招商银行研究院

图 18: 英国国债利率在 10 月上行势头得到缓解

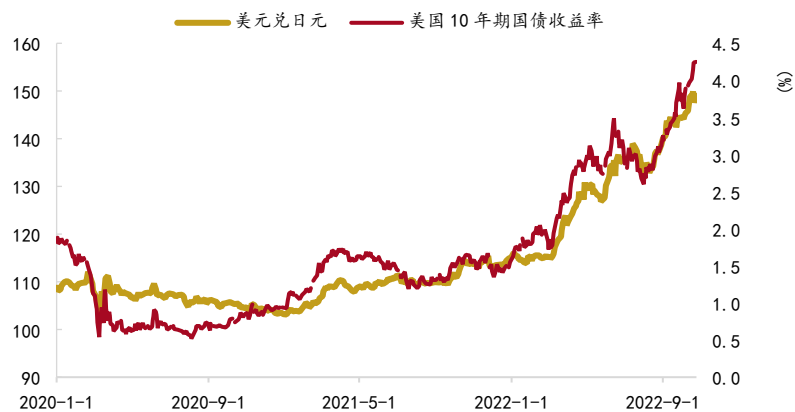


资料来源: Wind、招商银行研究院

日元: 10 月美日利差的扩大令日元汇率进一步承压, 美日汇率升至 151.96 之后, 日本央行再度进行汇率干预, 但仅对汇率起到平抑作用, 难以

逆转日元颓势。虽然 9 月 CPI 数据继续上行至 3%，但仍没达成日本央行期待的以工资上行驱动的通胀。预计日本央行仍将坚持货币政策宽松的政策基调，美日货币政策分化逻辑短期难以转向。短期而言，日元在美债收益率区间震荡及日本央行的干预下可能暂时维持稳定，但仍然偏向贬值；中期而言，美债利率仍有上涨空间，利空日元。

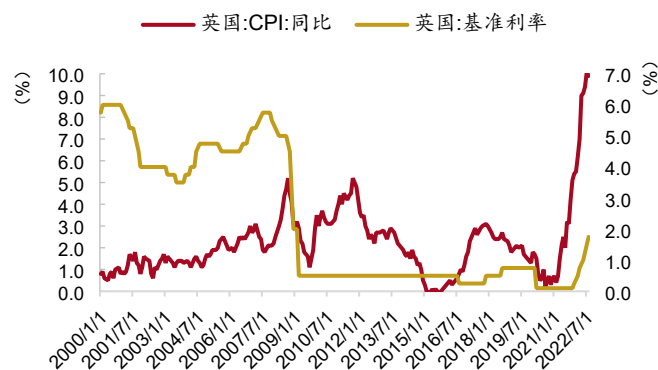
图 19：10 年美债收益率和美元兑日元走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

英镑：英国减税计划引发的债券市场危机，在英国央行的临时购债行动、英国政府的政策反转和官员更迭的影响下得以缓解。但中期财政计划仍未完全披露，新首相的党内支持情况和对新财政政策的态度，以及未来财政政策与货币政策的磨合程度仍存在不确定性。同时英国 CPI 升至 10.1%，意味着控通胀仍将是英国央行核心任务，其对总需求的抑制作用将继续加剧经济下行的压力，英国 10 月 PMI 也进一步印证了英国经济的衰退风险。短期而言，美元指数震荡令英镑暂获喘息；中期而言，美英经济分化逻辑仍不利英镑。

图 20：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，10 月经济底修复缓慢，受疫情防控力度增强影响，下游需求端表现疲弱，基本面环境对债券依然偏利好。展望后期，需要关注到在重要会议结束后，疫情防控力度可能会有所缓和，带动下游需求修复速度上升，经济的实际读数有望继续修复。此外，年末的中央经济工作会议即将召开，新的稳增长政策将出台。因此，预计在未来经济实际读数和预期波动下，基本面因素对债券利好幅度会收敛。

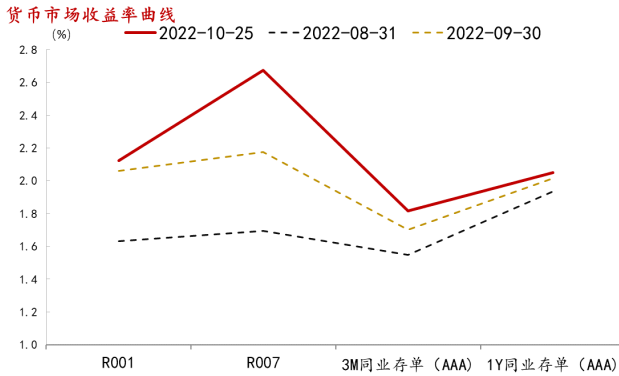
银行间流动性方面，10 月资金利率回归到常态区间，中上旬 DR007 在 1.5% 附近，高于 8 月水平，略低于 9 月水平，基本符合前期判断。月末资金利率中枢上升，波动有所加大。展望后期，年内人民币汇率贬值压力仍较大，在保持人民币汇率稳定的约束下，难看到资金利率中枢下台阶。考虑到央行主动宽松的空间有限，未来资金面被动收敛，资金利率中枢有向上的压力，但国内经济疲弱，难承受过高的资金利率，资金利率中枢难以大幅上行，可以政策利率为上限去看待 11 月资金利率。由此，我们认为 11 月资金利率或比 10 月略高，12 月受跨年影响，资金利率会再次上行。

信贷市场方面，9 月金融、信贷数据超预期，其明显特点是企业中长期贷款上升较多，而居民中长期贷款依然疲弱。但企业中长期贷款上升较多源于政策性银行金融工具发力，属于供给端支撑，暂未看到融资的需求端有明显改善迹象。展望后期，我们认为供给端仍将继续发力支持企业中长期贷款修复。居民融资方面，我们认为尽管居民存款在持续增长，似乎反映居民加杠杆意愿低，但持续增长的存款仍有助于居民融资缓慢增长，可不用过度悲观。对于债市而言，当下供给端支撑的影响偏小，利率的反应会偏震荡，后期要关注需求端的好转，将对债市影响更大，利率的反应会偏向上。

综上，短期而言，利率债市场受到经济基本面利多收敛、银行间流动性维持中性以及信贷扩张小幅利空的综合影响，**预计 10 年期国债利率将继续在 2.6-2.8% 震荡，表现先偏强后偏弱。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。**

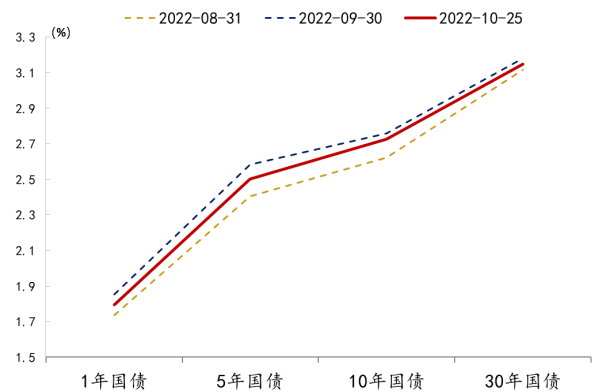


图 21：10 月银行间资金利率小幅上移



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 10 月 25 日

图 22：10 月利率中枢小幅下移

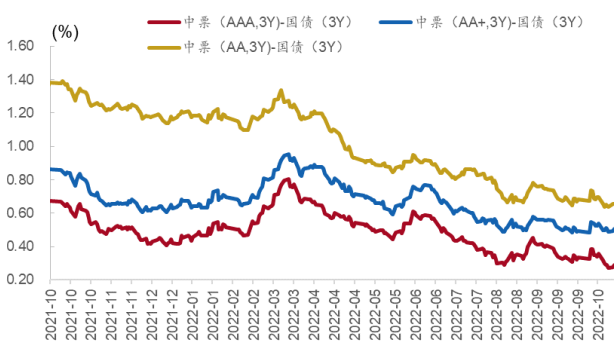


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 10 月 25 日

2、信用债：信用利差趋于震荡

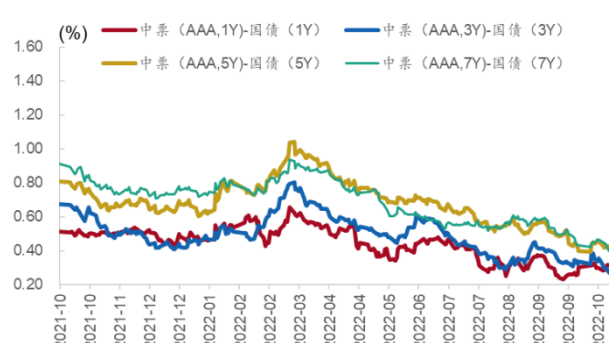
上一期报告我们提出，四季度相对滞后的信用债收益率可能小幅向上，使得被动压缩的利差修复，之后趋于震荡。回顾来看，10 月信用利差整体仍在震荡向下，仅高评级短期限信用利差有所调整。可以看出在 10 月资金利率偏稳定的背景下，信用债表现仍偏好，但因资金利率小幅向上，短久期高评级信用利差受影响偏多。展望后期，预计资金面波动不大的情况下，信用利差整体仍是趋于震荡，而 12 月需要关注资金面波动加大对信用债的影响。

图 23：10 月不同等级中票信用利差震荡向下



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 10 月 25 日

图 24：10 月中短期限信用利差调整，长期下行

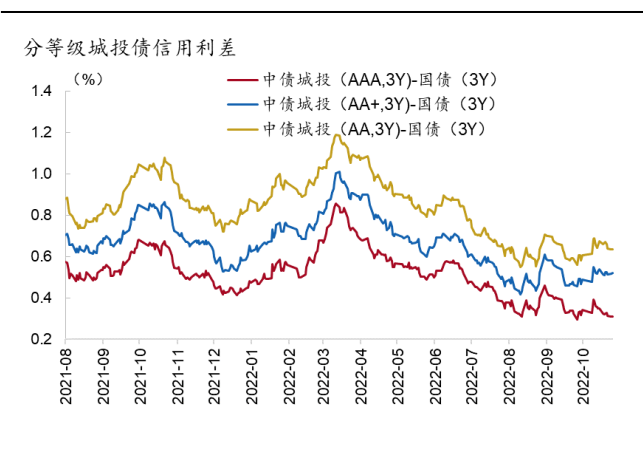


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 10 月 25 日

城投债：因资金利率小幅向上，城投债中短久期高评级信用利差上行，基本符合上一期的判断。考虑到整体资金面趋于收敛，预计后期中短久期高评级城投债信用利差仍有调整压力。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。

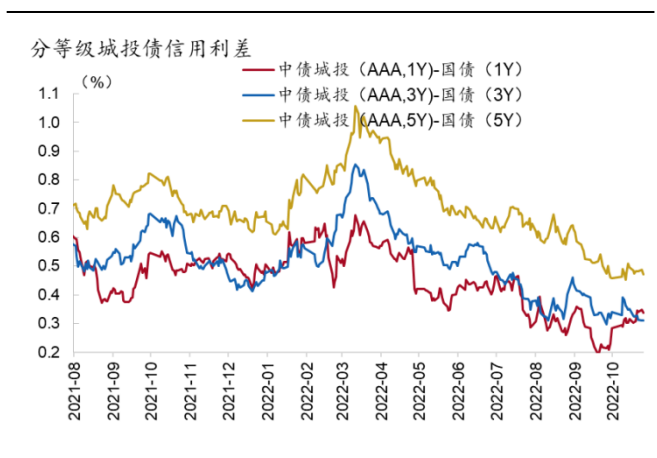


图 25: 10 月不同等级城投信用利差震荡



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 10 月 25 日

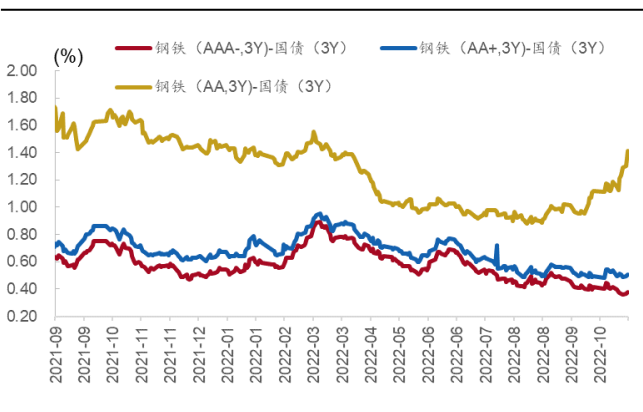
图 26: 10 月短期限城投信用利差上升, 中长期限震荡



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 10 月 25 日

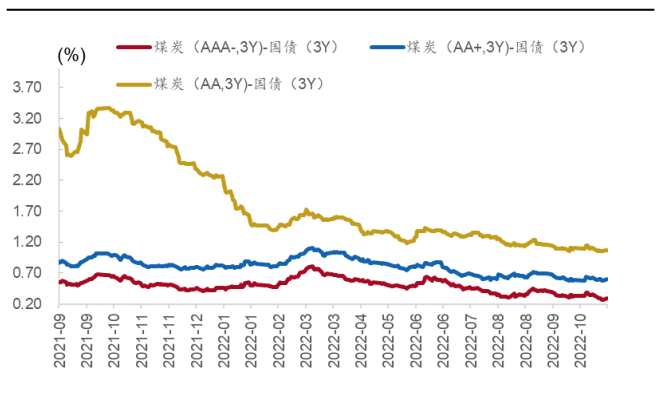
强周期债: 行业景气度继续分化, 钢铁偏弱, 煤炭维持强劲。钢铁行业下游需求持续偏弱, 开工旺季逐渐过去, 现货价格有所回落。到年底, 在经济增长未能企稳上升之前, 钢铁利润或难以改善, 整个行业景气度偏弱, 信用利差暂时难有压缩空间。近期低评级钢铁债信用利差上升, 隐含着行业基本面继续走弱的预期, 或需要加大谨慎力度。**煤炭行业,** 景气度维持高位, 冬季电厂开始进入冬储补库阶段, 预计支撑煤炭需求。煤炭价格有望季度高位运行, 煤炭行业利润也有望保持在强劲区间。未来即使流动性溢价上升, 基本面强劲的表现仍有望支持煤炭信用利差在低位震荡。

图 27: 10 月钢铁债信用利差分化加大



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 10 月 25 日

图 28: 10 月煤炭债信用利差低位震荡



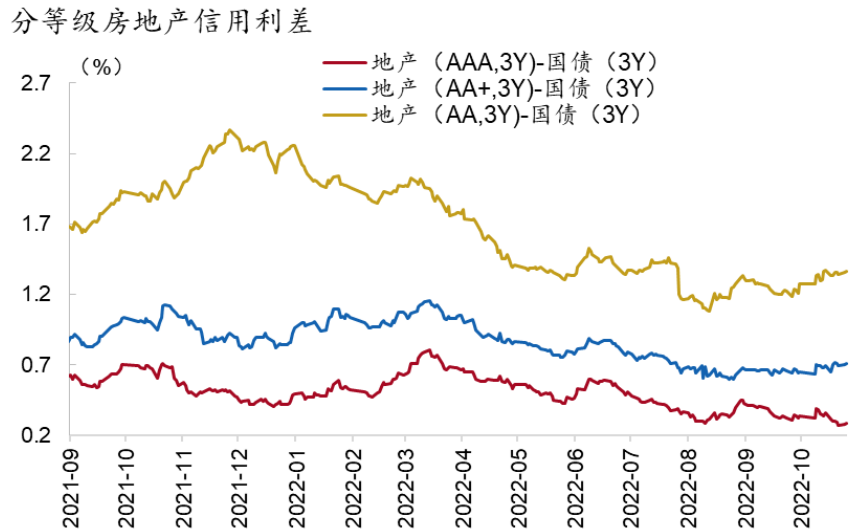
资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 10 月 25 日

地产债: 10 月中上旬, 30 大中城市商品房日均销售面积为 27.8 万平方米, 较 9 月同期 (30.2 万平) 环比下降 8.1%, 地产下游销售的疲弱状态依然延续。地产销售数据一波三折, 要确认地产销售的修复可能



需要更加连续的数据才够扎实，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 29：10 月房地产信用利差分化加大



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。前期我们预计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，11月预计利率仍在触底过程中，12月或有向上压力。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压力难以缓解，预计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受流动性较多，前期交易较为拥挤的短久期品种、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，等待更加坚实的经济好转的信号。

固收产品可继续持有纯债，择机增配固收+。纯债基金方面，短债产品可以基于流动管理的需求进行配置，但收益较前期将下降。中长期纯债产品整体安全性还在。回溯不同策略之间的收益表现，尚未观测到明显差距。考虑到利率震荡为主，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，策略上可选择少量分批介入，在整体仓位可控的原则下，继续等待经济修复的信号。

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	近一个月回报	近三个月回报	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
纯债基金	策略	信用精选	0.17	0.86	3.33	-0.09	-0.14	-0.29
		防御策略	0.15	0.91	3.46	-0.11	-0.16	-0.31
		交易策略	0.14	1.06	3.27	-0.14	-0.25	-0.46
		平衡策略	0.16	0.91	3.23	-0.12	-0.17	-0.34
		短债基金	0.16	0.58	2.51	-0.03	-0.03	-0.04
	风格	弹性收益	0.14	0.91	3.23	-0.12	-0.21	-0.40
		攻守兼备	0.17	0.88	3.34	-0.09	-0.13	-0.27
固收+	行业配置特征	稳健收益	0.16	0.66	2.70	-0.04	-0.06	-0.08
		核心+卫星	0.32	-1.43	-2.50	-3.06	-2.90	-5.32
		均衡	-0.35	-1.17	-2.40	-2.43	-2.13	-3.98
	风格	灵活进攻	-0.02	-0.99	-1.35	-2.47	-2.47	-3.95
		中期偏好稳定	-0.28	-1.58	-3.68	-2.70	-2.45	-5.29
		弹性收益	0.78	-2.24	-4.01	-5.07	-4.95	-9.00
		攻守兼备	0.68	-0.57	-0.88	-2.03	-1.93	-3.81
		稳健收益	-0.26	-1.78	-2.73	-2.74	-2.64	-4.36

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 10 月 24 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。

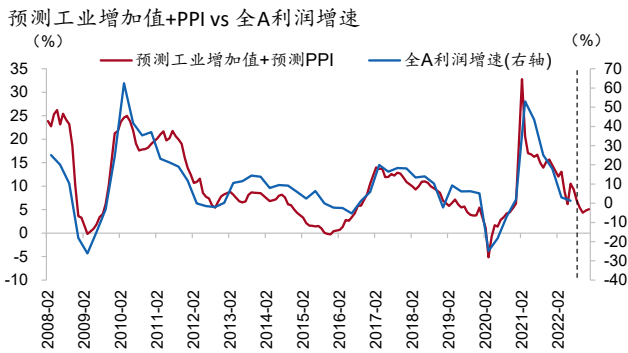
（六）国内权益：大盘底部震荡，结构终归成长

1、A 股大盘：处于底部震荡区域

当前来看，影响 A 股大盘的三大因子呈现盈利阶段性企稳、流动性和估值稍稍偏多的格局。

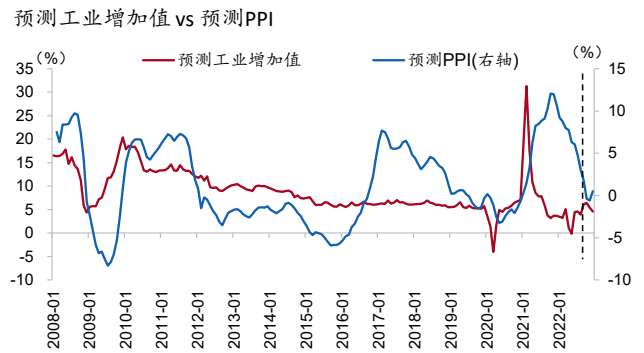
企业盈利阶段性弱势企稳。疫情防控和外需回落是拖累企业盈利下滑的两股主要作用力。10 月底之后防疫执行力度或有缓和，叠加年底稳增长政策或进一步落地见效，将对经济和企业盈利构成边际利好，但受制于外需回落，预计企业盈利仍是阶段性的弱势企稳。此外，与 A 股上市公司整体业绩高度相关的“工业增加值+PPI”指标，预计在 10 月底之后小幅改善。

图 30: 企业盈利或阶段性企稳



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 31: 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

实体流动性和资本市场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。此外，根据实体流动性三四年一轮的周期规律，以及 DR007 领先实体流动性 9 个月的历史规律，可推断 M1 增速大概率继续上行。但美联储预计年内仍将继续加息，将对国内进一步放松货币形成一定掣肘。整体，未来实体流动性和溢出到资本市场的流动性，都将维持小幅宽裕的格局。

图 32: 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 33: 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 7% 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 97% 分位，股市中长期性价比远优于债市。



图 34：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

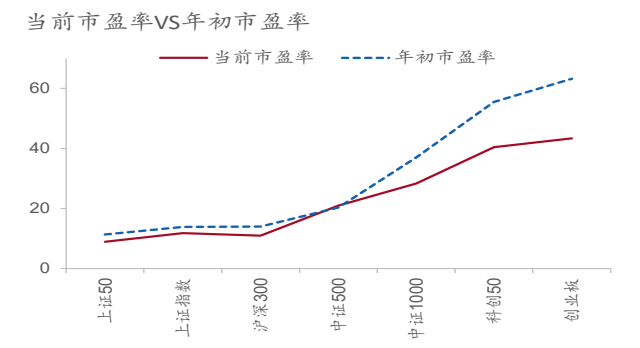
图 35：相对估值：具备较强股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

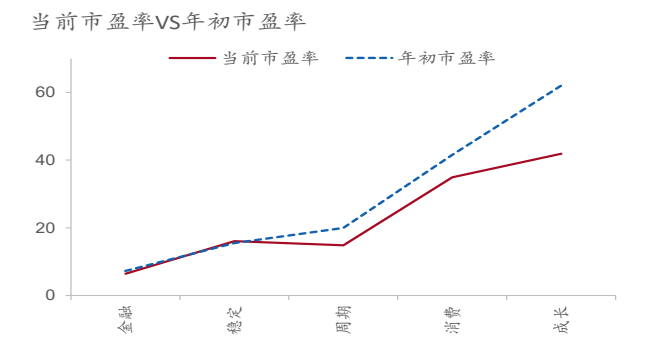
综合判断，由于央行货币政策无法解决疫情和外需给企业盈利带来的压力，因此流动性对市场的影响力要弱于企业盈利，A股走势将更多跟随企业盈利的变化。随着10月底之后企业盈利或阶段性企稳，大盘也将随之企稳；但在海外衰退风险出清之前，仍仅以底部震荡为主，上下空间均有限。趋势性行情的真正开启，有待跟踪内外需改善的信号，如中长贷增速的持续上行、全球经济的企稳等。

图 36：宽基指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 37：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：成长板块短期承压，长期占优

基于对大盘底部震荡的判断，市场资金的偏好和流向将围绕不同结构的景气度和估值进行权衡，进而产生行情的结构差异。

成长板块短期消化海外利空后，将受益于产业政策迎来中长期投资机会。

1) 从短期看，当前成长板块遭遇美联储紧缩、外需回落及美欧产业政策打压。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。2) 从中长期看，

大会报告强调的产业政策集中在科技制造领域，利好成长板块。会议稿中重点强调“加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”。同时，八次提及“产业”二字，对过往产业政策进行了总结、提炼和升华，重点聚焦在高端制造、数字经济等科技制造板块。此外，报告两次强调产业链供应链安全，国产替代和自主可控的方向值得重视。受此影响，会议期间涨幅领先的行业依次为计算机、交运、军工、电子、医药、通信和机械，这些行业基本与会议中提及的产业政策相对应。3) 总体而言，计算机、电子、通信等科技板块，当前5年市净率分位均处于20%以下的低位，同时产业政策支持，景气预期较高，短期震荡消化利空后或受到资金中长期青睐。同时军工、新能源等高端制造板块，当前5年市净率分位在70%以上的高位，但产业政策支持，高景气延续，估值适当消化后仍可关注。需特别注意的是，在美联储紧缩、外需回落及欧美产业政策打压的不利外围环境下，上述科技制造板块中需更侧重国产替代和自主可控的方向，而规避出口占比较大的子行业。

消费和金融等价值蓝筹板块或边际企稳，但其弹性受制于中国经济的修复力度。消费板块方面，近两年压制消费的核心因素是疫情的反复，以及经济疲弱导致的居民收入下降和消费场景消失。但机构重仓的食品饮料行业，5年市盈率分位已降至为17%，同时5年市净率分位降至28%。预计随着10月底防疫政策有所缓和，消费景气度也将阶段性边际好转，消费板块将边际企稳。而**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月底之后经济或阶段性企稳，届时金融板块或随之企稳。总体而言，中国经济在疫情反复、海外衰退、地产不振的大背景下，修复力度较弱，消费和金融可能企稳反弹，但整体以底部震荡为主，想象空间不大。

表 38: A 股行业按盈利预测景气度排序 (前 15)

行业	所属风格	2022 预测增速	2023 预测增速	2024 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度综合排序
电力设备及新能源(中信)	成长	58	37	26	36	3.7	21	72	1
国防军工(中信)	成长	20	32	29	64	3.8	34	72	2
有色金属(中信)	周期	75	13	19	15	2.5	0	45	3
计算机(中信)	成长	25	58	29	78	3.3	35	13	4
通信(中信)	成长	375	18	11	16	1.3	1	4	5
基础化工(中信)	周期	60	10	19	17	2.7	2	48	6
电子(中信)	成长	5	34	26	34	3.2	15	20	7
汽车(中信)	消费	14	34	20	43	2.3	73	58	8
食品饮料(中信)	消费	11	20	19	31	5.9	17	28	9
医药(中信)	消费	32	-4	22	32	3.5	16	14	10
纺织服装(中信)	消费	-16	51	17	23	1.6	12	3	11
传媒(中信)	成长	22	34	9	38	1.6	45	0	12
消费者服务(中信)	消费	-49	183	31	823	4.5	97	45	13
机械(中信)	周期	-4	24	26	38	2.5	41	50	14
建筑(中信)	周期	2	28	14	10	0.9	47	3	15

资料来源: Wind、招商银行研究院

表 39: A 股行业按盈利预测景气度排序 (后 15)

行业	所属风格	2022 预测增速	2023 预测增速	2024 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度综合排序
煤炭(中信)	周期	69	0	4	7	1.6	0	87	16
石油石化(中信)	周期	90	4	5	8	1.0	0	40	17
电力及公用事业(中信)	周期	3	31	16	60	1.8	94	71	18
家电(中信)	消费	9	10	13	14	2.5	9	5	19
银行(中信)	金融	12	8	10	4	0.5	0	0	20
交通运输(中信)	周期	25	11	10	19	1.5	30	16	21
建材(中信)	周期	-14	27	16	11	1.5	6	0	22
非银行金融(中信)	金融	-16	17	15	12	1.1	2	0	23
房地产(中信)	金融	-89	615	11			0.9	0	24
轻工制造(中信)	消费	-17	20	18	28	2.0	58	1	25
农林牧渔(中信)	消费	-77	1045	7			3.3	33	26
综合金融(中信)	金融	-144	52	-7	28	1.3	7	1	27
综合(中信)	周期	-359	-31	22	80	1.6	67	39	28
钢铁(中信)	周期	-35	13	7	12	1.1	60	28	29
商贸零售(中信)	消费	-139	-509	6			1.3	0	30

资料来源: Wind、招商银行研究院

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，以及国内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：重点布局成长

仓位及结构方面：基于对 A 股大盘底部震荡的判断，**建议若着眼于长期可逐步增加总体仓位；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，**建议结构上依次考虑三个方向：**

(1) 海外利空因素消化后，逐步增配当前估值较低、产业政策支持、景气预期较高的计算机、电子、通信等科技板块；

(2) 军工、新能源等高端制造板块由于产业政策支持且高景气延续，估值适当消化后也可增配。

(3) 适当配置受益长期需求稳定、当前估值较低的消费医药板块。

权益类投资产品方面：加大关注对景气轮动有深入研究的成长型绩优管理人，同时适当兼顾价值型绩优管理人。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。

对冲产品方面：当前对冲环境较为有利。截至 10 月 25 日，对冲成本已大幅降低，中证 500 对冲成本不到 4%，沪深 300 对冲成本不到 1%。基于对 A 股大盘底部震荡的判断，预计后市基差波动不大。此外，新兴产业快速发展期，叠加宏观流动性偏宽松，市场风格将更偏向于中小成长，此时股票组合产生超额收益相对容易。市场有人担忧年底大蓝筹在政策刺激下迎来阶段性强势行情，可能给对冲产品超额收益造成较大冲击；但我们认为风格切换概率不大，即使发生切换，持续的时间也不长，不值得为阶段性的回撤风险付出高昂的基金申赎成本。建议低风险偏好者继续持有对冲产品。



表 3：A 股主要宽基指数和风格指数景气度排序

板块	指数类型	2022 利润增速	2023 利润增速	2024 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度综 合排序
创业板	宽基	24	41	26	42	5.1	22	43	1
科创50	宽基	62	28	24	40	4.3	8	1	2
中证1000	宽基	30	12	21	28	2.3	15	36	3
中证500	宽基	-1	17	16	21	1.6	26	8	4
沪深300	宽基	16	14	12	11	1.3	3	1	5
上证指数	宽基	11	12	12	12	1.2	5	1	6
上证50	宽基	11	7	9	9	1.1	2	12	7
成长	中信风格	31	44	26	41	3.2	13	32	1
稳定	中信风格	37	15	13	16	1.2	73	20	2
消费	中信风格	7	25	15	34	3.2	52	14	3
周期	中信风格	32	11	11	15	1.7	0	48	4
金融	中信风格	-2	14	11	6	0.7	0	0	5
TMT	产业链	46	30	20	30	2.3	3	3	1
中游	产业链	12	22	21	25	2.6	28	53	2
下游	产业链	3	35	18	40	3.2	60	31	3
上游	产业链	80	5	8	10	1.4	0	54	4
基建	产业链	8	23	13	20	1.4	84	24	5

资料来源：Wind，招商银行研究院

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

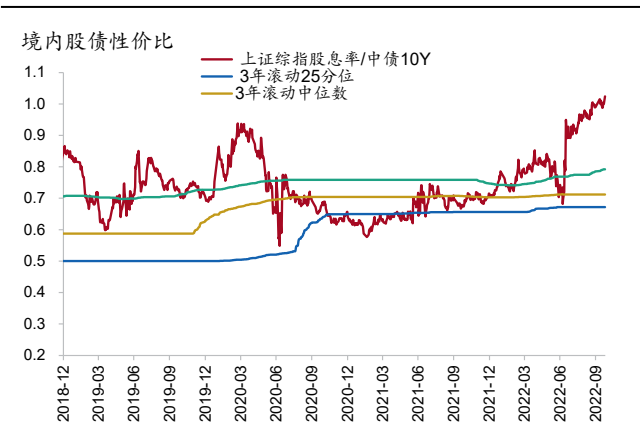
综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股、黄金、国内固收、港股科技股胜率中等，而美股、美债胜率较低。

（二）盈亏比：境内股票较高

1) 跨资产来看，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 40: 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 41: 标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源: Wind、招商银行研究院

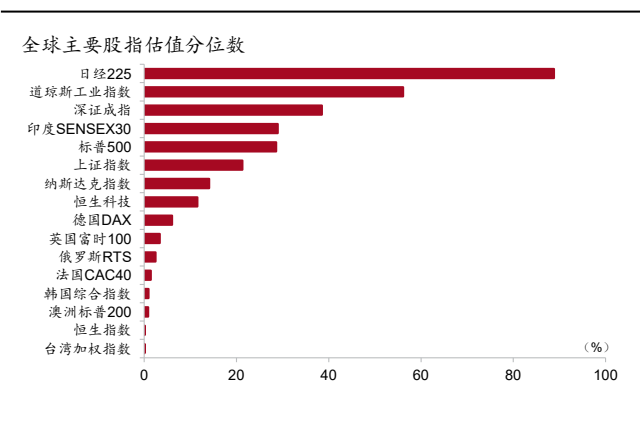
2) 资产内部对比来看:

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。

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 4.2% 附近, 盈亏比较高。

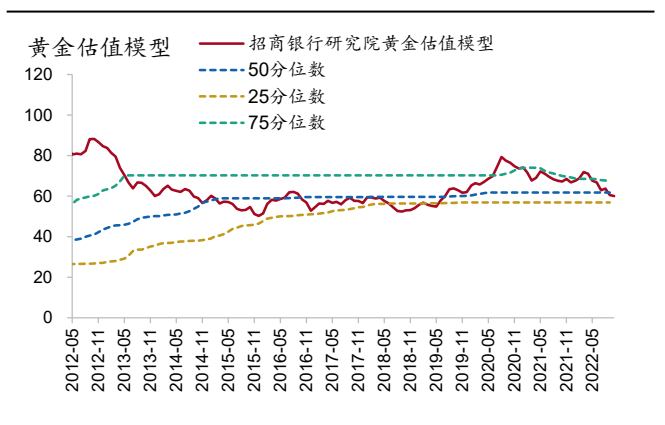
黄金: 盈亏比中等。根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看, 目前伦敦金估值处于过去 10 年接近 50 分位数的水平, 盈亏比中等。

图 42: 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 43: 黄金估值中等

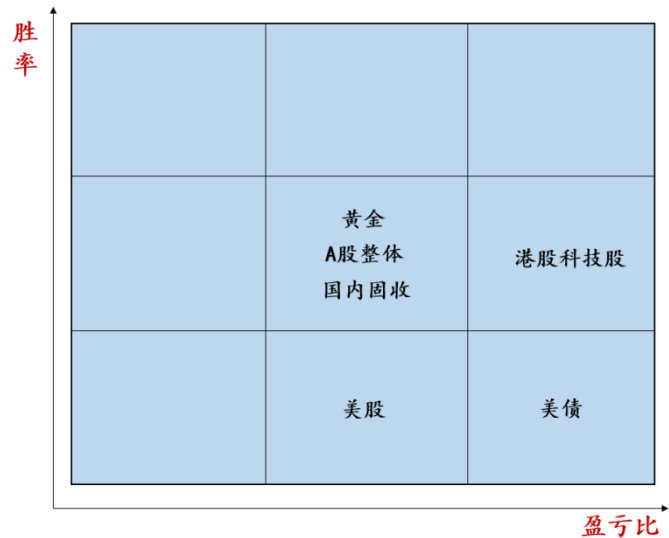


资料来源: Wind、招商银行研究院



(三) 结论：大类配置建议不变

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：与上期保持不变，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 (未来 6 个月)	配置变化	投资策略	策略标的	起始时间 及期间表现	执行/终止 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 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 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 7.2%	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 (相对沪深300 超额收益) 11%	执行
	—消费	震荡	标配		必需消费	食品加工(申万)	2022年4月底 -10%	执行
						医疗服务(申万)	2022年7月底 -27%	
	—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 -37%	执行
	美股	偏弱	标配					

注：“配置变化”比较基准为10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,锡锑,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