



# 守望黎明

## ——2022年11月资产配置报告



**HWABAO SECURITIES** / 撰写日期：2022年11月6日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：张菁（执业证书编号：S0890519100001）

研究助理：郝一凡（执业证书编号：  
S0890122070027）

销售服务电话：021-20515355

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

## ✓宏观逻辑：

- 欧洲天然气供应短期有缓解，极端风险降低，不过在通胀、加息背景下，衰退压力继续上升；
- 美国“薪资-物价”螺旋带来的顽固性通胀困扰，以及经历美联储激进加息后，经济处于“强弩之末”，衰退风险临近；
- 由于欧美衰退预期增强，货币政策受高通胀制约，不确定性较强，未来仍是需要密切关注的风险点；
- 疫情对经济影响仍然存在，以地产为主的需求端复苏偏弱，宏观政策在不断加码稳增长。考虑到海外风险，存在两个可能场景：
- 场景一：欧洲不发生极端衰退、美国软着陆，海外衰退相对温和，国内经济的悲观预期见底，政策预期向好；
- 场景二：欧美衰退等外部风险加剧，并对全球产生外溢影响，引发全球风险偏好降低；
- 场景一对市场影响相对中性，目前市场主要交易该场景，场景二对市场影响较负面，但短期发生风险的可能性不高，需适当保持谨慎。
- 国内流动性短期平稳，利率偏震荡，难上难下。
- 人民币汇率短期偏弱，但下行空间明显收窄、逐渐趋于企稳，未来中美经济相对强弱变化将是人民币汇率扭转的关键。

## ✓资产配置观点：

✓ **股票：标配。** 11月投资环境好于10月，A股大幅下行风险缓解，有望迎来阶段性企稳。一是经济偏弱预期已被基本反应，估值跌至低位，市场情绪改善，下行空间和风险较小；二是外部风险和估值压制有所缓和，短期发生外部极端风险的可能较小；三是防疫政策仍在优化，市场预期可能从非理性乐观回归理性乐观。风格方面，市场尚未形成明确风格主线，短线或呈现“非典型轮动”，行业切换可能较为迅速，建议仍以均衡配置为基础，并密切关注前期受疫情影响较大的板块，等待风格从模糊到明确带来的右侧机会。

✓ **债市：利率债：标配。** 短期来看，资金利率向政策利率靠近的走势可能接近尾声，中长期看，经济偏弱仍需宽松政策支持，后续或偏震荡。

**信用债：低配。** 当前信用利差或已接近极限，经济企稳反弹前，仍要警惕信用风险事件发生。中期角度看，信用债收益、风险性价比相对偏低。

✓ **黄金：标配。** 欧美衰退预期提升，美联储加息预期可能接近“见顶”，黄金具备较好的避险、均衡配置价值，中长期投资价值有望提升。

- **风险：国际形势演变超预期；美联储加息/缩表超预期；国内经济复苏不及预期；疫情演进超预期。**

# 内容目录

**01 市场回顾**

**02 海外经济环境及政策影响**

**03 国内经济环境及政策影响**

**04 市场结构与特征**

**05 资产配置观点展望**



# 市场回顾：大类资产表现

## 2022年10月大类资产表现特征回顾：

- 10月A股仍呈下行趋势。**进入四季度，全球风险事件增加。欧美通胀未出现明显缓和、国内经济依旧受到较严重的疫情冲击，市场信心依旧偏弱，外资流出加剧。A股10月延续了下行的趋势。政策预期催化下部分成长风格表现相对突出。
- 美联储加息预期边际放缓，海外股市出现抬升。**

10月市场预期美联储年底或将放缓加息速度，对美股估值压制缓解，美股出现明显反弹。后续仍需关注美国通胀数据变化，以及业绩变化趋势对美股走势的影响。
- 10月流动性合理宽裕，债市仍以震荡为主。**

10月市场流动性好于上月，总体保持合理充裕水平。市场资金利率向政策利率小幅靠拢。人民币面临贬值压力，制约利率下调可能性，但经济偏弱需要维持流动性宽松支持，债市预计保持震荡趋势。
- 10月原油价格再度冲高，黄金继续走弱。**

在欧盟对俄石油禁令、“OPEC+”产能调整计划等因素的影响下，10月原油价格止跌反弹。短期风险因素减弱，黄金价格继续小幅下行。

资产类别		区间涨跌幅			
		10月份	9月份	22年上半年	今年以来
A股	Wind全A	-2.55	-7.57	-9.53	-22.95
	上证指数	-4.33	-5.55	-6.63	-20.50
	沪深300	-7.78	-6.72	-9.22	-28.98
	中证500	1.63	-7.18	-12.30	-21.09
	中证1000	2.74	-9.27	-12.67	-21.44
	创业板指	-1.04	-10.95	-15.41	-31.83
港股	恒生指数	-14.72	-13.69	-6.57	-37.23
	恒生中国企业指数	-16.49	-13.85	-6.91	-40.04
	恒生科技指数	-17.32	-19.27	-14.12	-49.70
海外股市	标普500	7.99	-9.34	-20.58	-18.76
	纳斯达克指数	3.90	-10.50	-29.51	-29.77
	德国DAX	9.41	-5.61	-19.52	-16.56
	日经225	6.36	-7.67	-8.33	-4.18
	英国富时100	2.91	-5.36	-2.92	-3.93
	法国CAC40	8.75	-5.92	-17.20	-12.39
债券	中债总财富指数	0.57	0.00	1.83	3.92
	中债信用债指数	0.26	0.16	1.87	3.19
	中证转债指数	-1.34	-2.32	-4.07	-8.97
商品	南华商品指数	-6.10	3.47	15.85	7.35
	ICE布油	7.83	-8.90	47.70	21.95
	COMEX黄金	-1.50	-3.05	-0.92	-10.40
汇率	美元指数	-0.49	3.19	9.10	16.29
	美元兑人民币	2.90	2.94	5.04	14.52

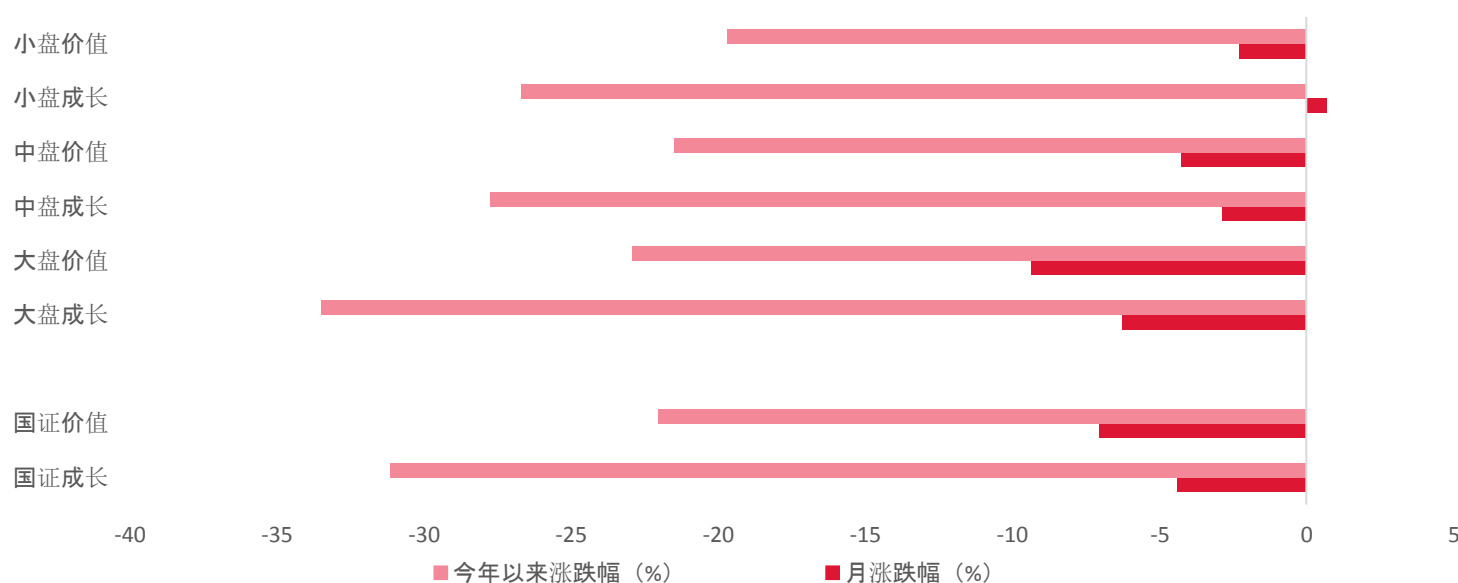
# 市场回顾：10月成长风格表现略优

- 10月份市场整体仍呈下跌趋势，成长风格整体表现好于价值风格。

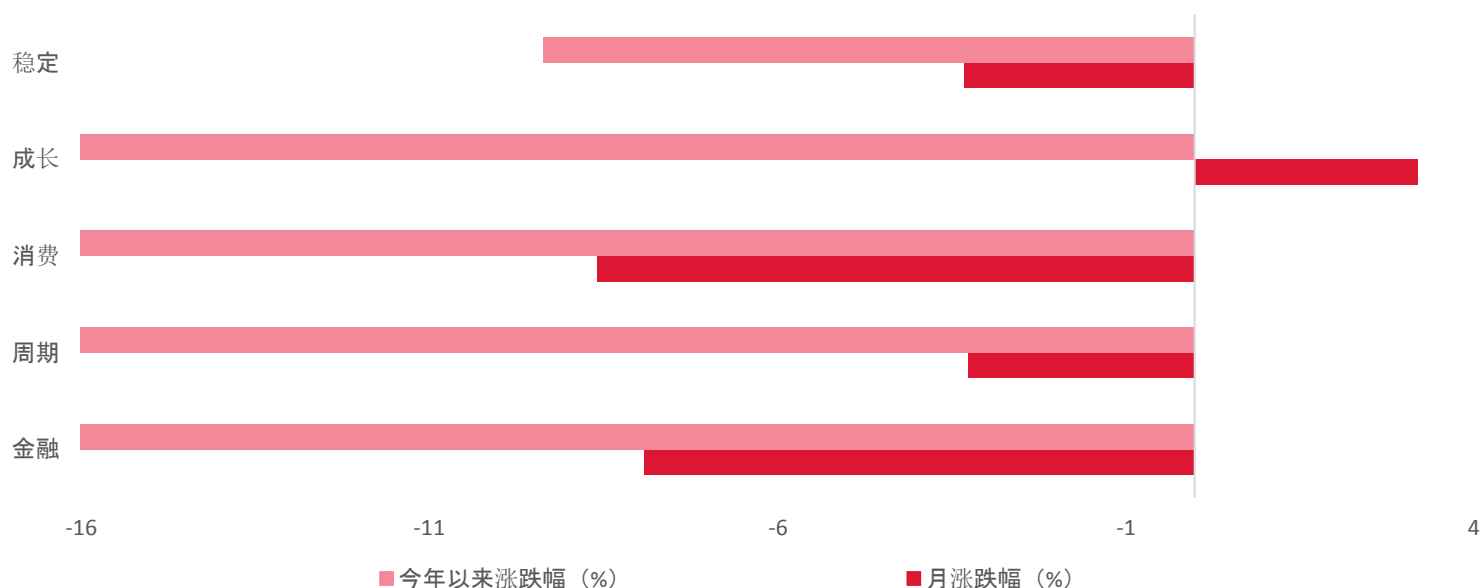
风险事件并未有明显缓和，10月市场信心依旧偏弱，A股也继续下行。风格方面，成长风格跌幅较小，其中小盘成长保持小幅上涨。整体看，小盘风格表现更优。

板块方面，10月成长板块表现亮眼，呈上涨趋势。一方面源于美联储加息预期边际缓和，对风险资产估值压力缓解，前期跌幅较大的成长风格表现更优，另一方面源于未来政策预期的利好催化。

## 10月成长表现优于价值风格



## 10月份成长板块表现亮眼





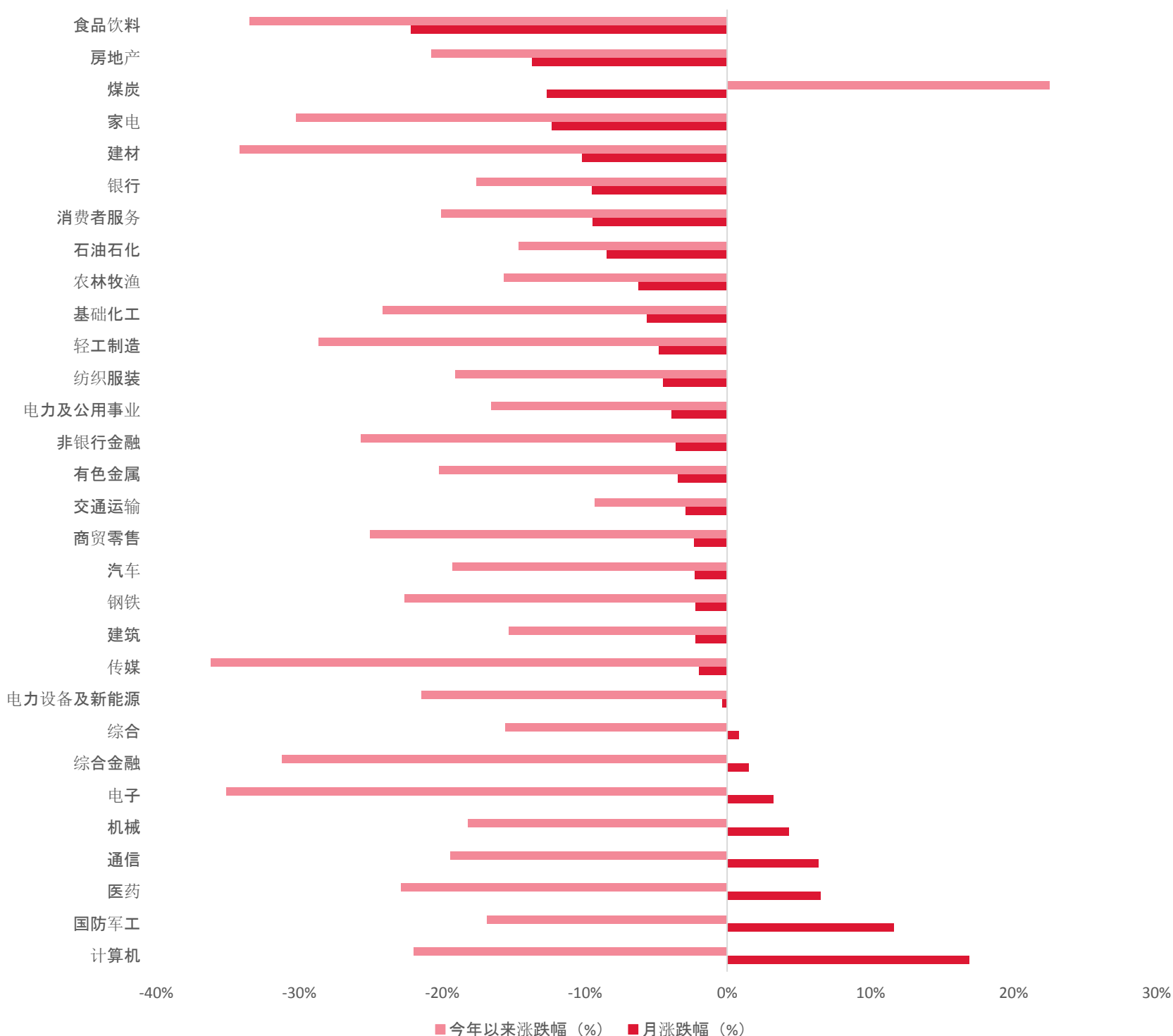
# 市场回顾：部分板块上涨，但多数板块仍下跌

- 短期内不确定因素较多，市场信心偏弱，股市以震荡为主，多数板块仍呈下行态势。

10月北上资金大幅流出，导致外资重仓的食品饮料板块跌幅较大。政策预期催化下，计算机、国防军工、医药、通信、机械等板块有一定程度上涨。受经济预期偏弱、外资加速流出影响，多数板块仍呈下跌趋势，市场整体偏谨慎。

## 2022年10月板块表现分化，但以下跌为主

不同行业10月份和2022年以来表现（中信一级行业分类）

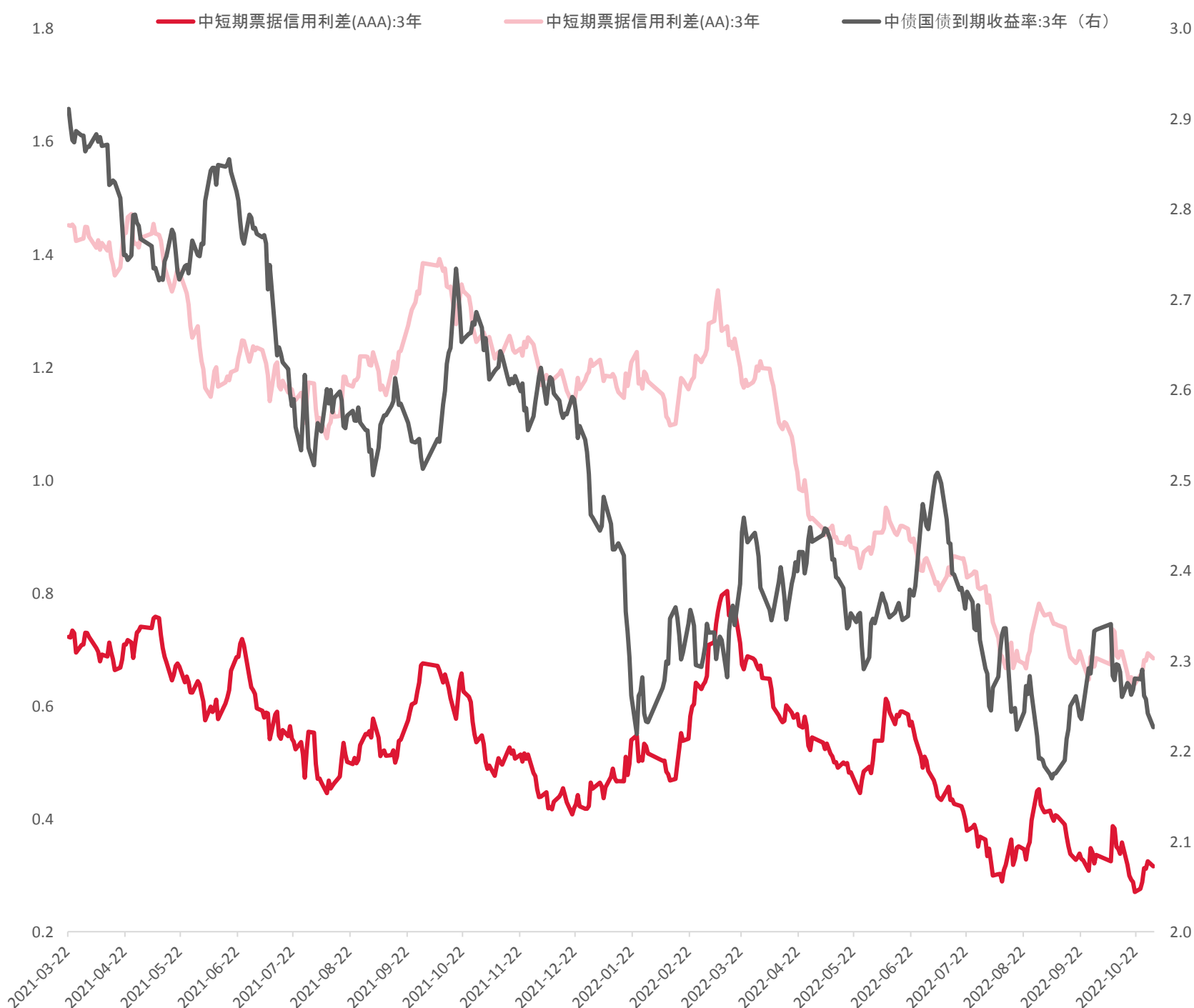


# 市场回顾：信用债继续保持震荡趋势

- 信用债方面，10月份信用利差以震荡为主。

10月信用利差仍在底部震荡。前期央行小幅回收过度充裕的流动性，但市场流动性仍维持相对充裕。整体看信用利差继续下行空间较小，且后续存在走阔风险，中期角度看，信用债性价比不高，短期或将以震荡为主。

## 10月信用利差震荡为主



# 商品回顾：商品价格走势分化

10月份，商品价格表现继续分化，原油价格有所回升，黄金价格继续走弱，工业金属价格涨跌互现。

- 进入冬季，欧美用电和供暖需求增加，加上欧盟对俄煤炭和原油的禁令，对煤炭需求仍有支撑，虽供应问题出现缓解令10月煤炭价格有小幅回落，但今年以来的涨幅依旧处于高位。
- 原油价格除了受石油禁令影响外，“OPEC+”产能调整计划等因素均对油价反弹起到一定拉动作用。
- 前期市场对于经济衰退、需求疲软较为担忧，导致工业金属价格走弱。短期由于供需格局未发生重大改变，工业金属价格趋于震荡，涨跌互现。
- 短期内，外部发生极端风险的可能有所降低，导致黄金价格继续承压。

	商品种类	月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)
能源化工	ICE布油	7.83	21.95
	WTI原油	8.74	14.93
	CZCE PTA	-6.39	0.20
	CZCE动力煤	-0.22	33.98
工业金属	DCE铁矿石	-16.17	-10.01
	SHFE螺纹钢	-11.14	-21.02
	SHFE热轧卷板	-10.51	-21.75
	LME铜	-1.53	-23.42
	LME铝	2.94	-20.73
	LME锌	-9.64	-24.11
	LME铅	3.09	-14.63
贵金属	COMEX黄金	-1.50	-10.40
	COMEX白银	1.21	-17.74
农产品	CBOT玉米	1.66	16.10
	CBOT大豆	3.00	5.79
	CBOT小麦	-4.69	13.95



# 内容目录

**01 市场回顾**

**02 海外经济环境及政策影响**

**03 国内经济环境及政策影响**

**04 市场结构与特征**

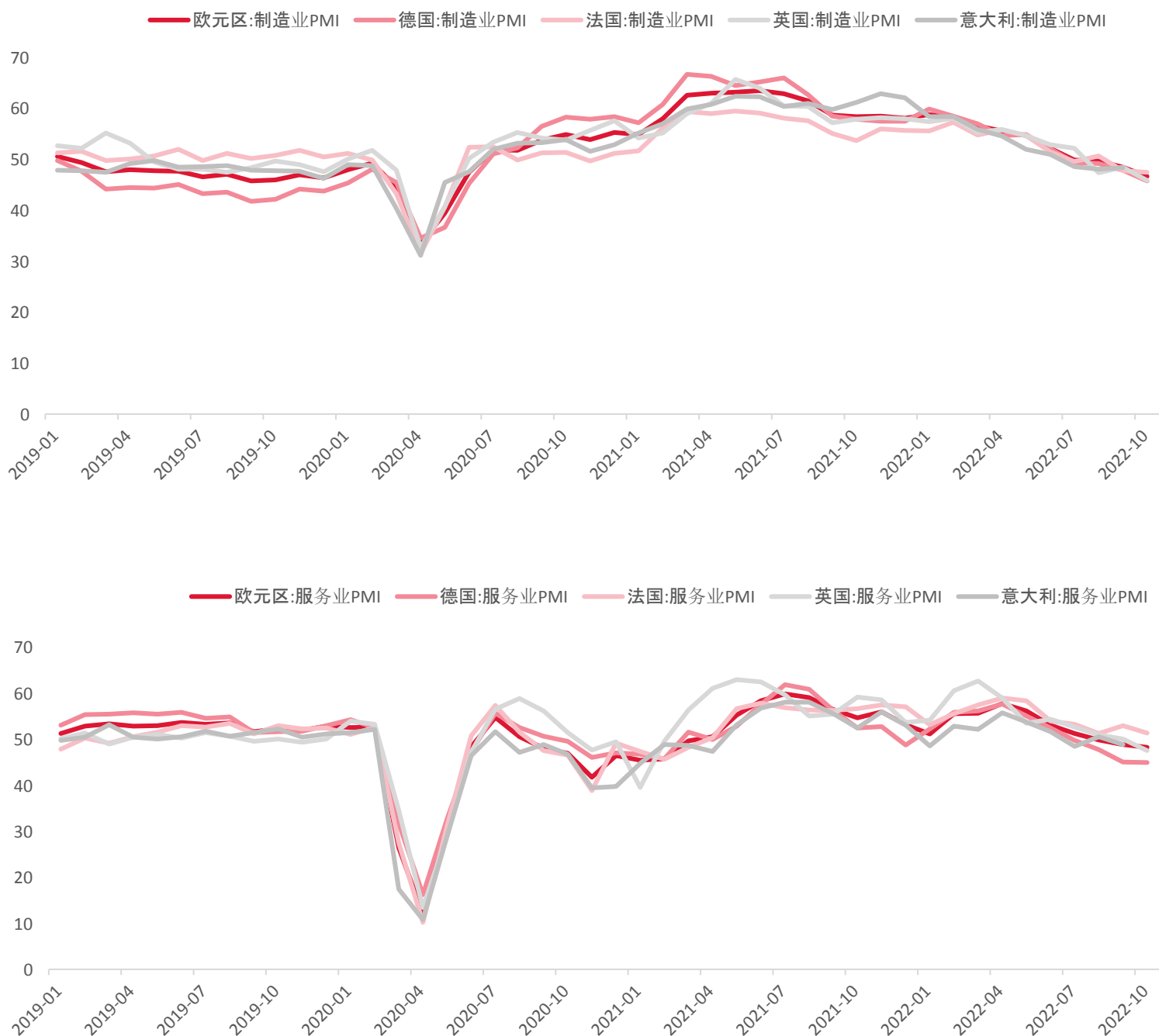
**05 资产配置观点展望**



# 欧洲经济：不确定性较高，信心持续下滑

- **制造业PMI大幅度下滑：**10月，欧元区制造业PMI初值从9月的48.4降至46.6，欧元区生产活动连续第四个月也是最严重的收缩。受高能源价格的限制，产出连续第五个月下跌至29个月以来的低点，新订单也大幅收缩。
- **服务业PMI小幅下滑：**受欧洲能源危机打击经济活动影响，10月欧元区服务业PMI初值从上月的48.8降至48.2，创20个月新低。商业活动水平连续三个月下降，速度为2021年2月以来最快。新业务指数的降幅是剔除疫情封锁月份，自2013年6月以来的最大降幅，就业增长仍然疲软。展望未来，由于生活成本上升和能源不确定性，信心依然低迷。
- **欧洲制造业面临长期损伤：**如果能源危机和通胀高企持续更长时间，欧洲工业企业减产甚至停产可能从临时性调整逐渐演变成结构性损伤，造成不可逆的“去工业化”风险，欧洲制造业回落可能是长期趋势。

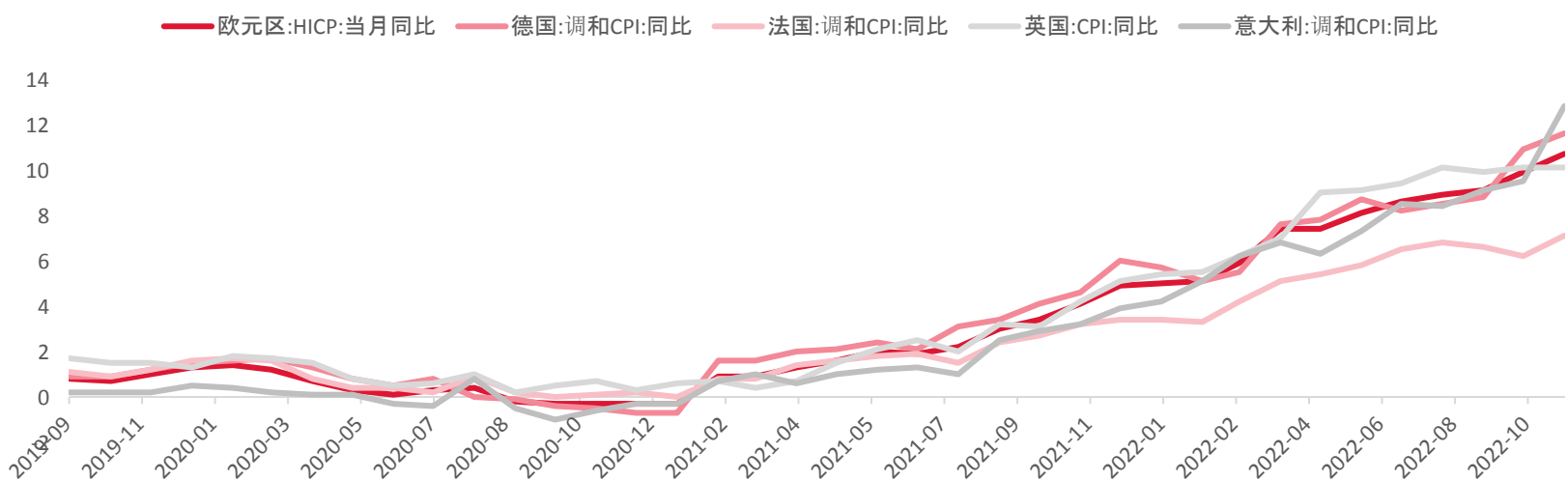
## 欧洲经济衰退日益临近



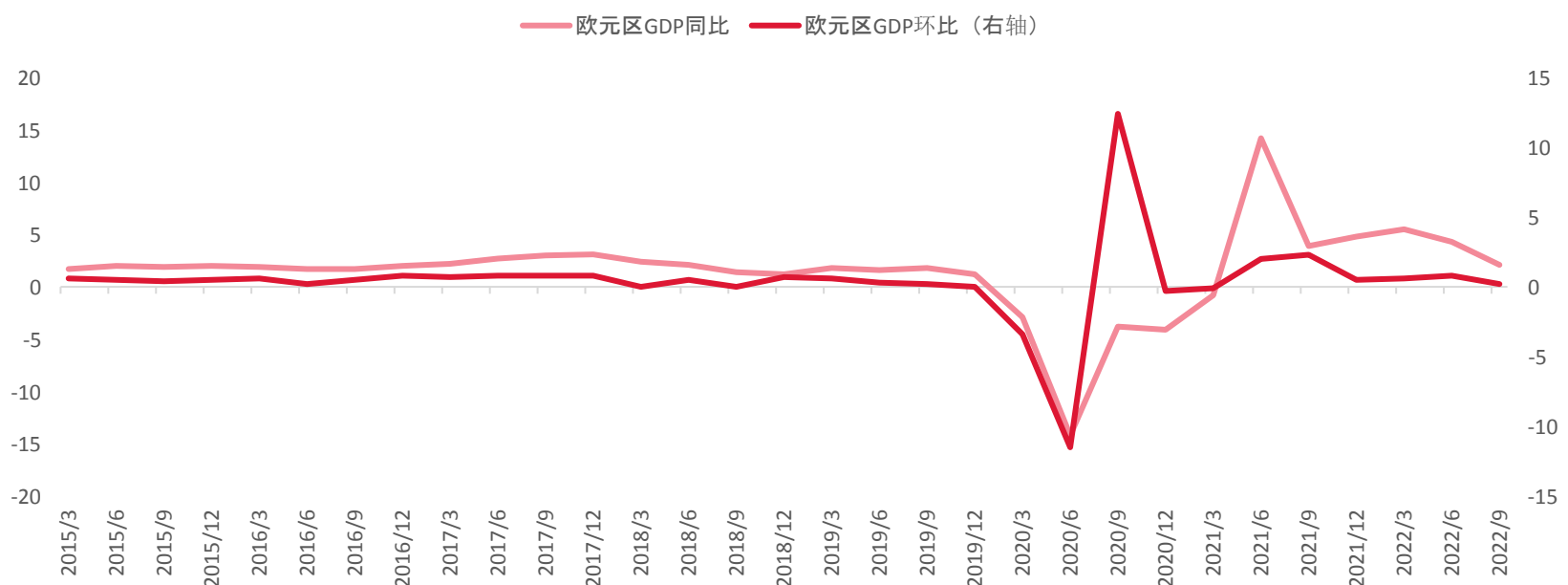
# 欧洲通胀：通胀仍未见顶，经济继续回落

- **欧元区通胀继续上行：**欧元区通胀率继续打破纪录高位，从9月的 9.9% 跃升至10.7%，高于市场预期的10.2%。能源价格继续产生最大影响（上涨41.9% vs 9月上涨 40.7%），其次是食品、酒和烟草（13.1% vs 11.8%）、非能源工业品（6% vs 5.5%）和服务（4.4% vs 4.3%）。欧洲天然气储备已经接近尾声，目前欧洲气温相对温和叠加土俄同意欧洲通过土耳其使用俄罗斯天然气，能源紧缺有所缓解，短期内，能源价格继续推动通胀上行的风险有所缓和。
- **欧央行加息75基点：**欧洲央行如期连续第二次大幅加息75个基点，欧洲央行边际贷款利率升至 2.25%，延期讨论缩表。欧央行希望进一步提高利率，以确保通胀及时恢复到2%的中期通胀目标。未来加息的规模将取决于数据，并将在逐次会议上决定，表示终端利率可能超过中性利率水平。
- **欧元区GDP环比继续回落：**欧元区GDP继第二季度增长0.7%之后，在三季度环比增0.2%。这是自2021年二季度从疫情限制反弹以来最疲软的GDP增长，指标显示四季度经济可能从扩张转向收缩，因为通胀继续创记录、能源价格仍然居高不下叠加欧央行大幅提高利率。

## 欧元区通胀继续上行（CPI同比，%）



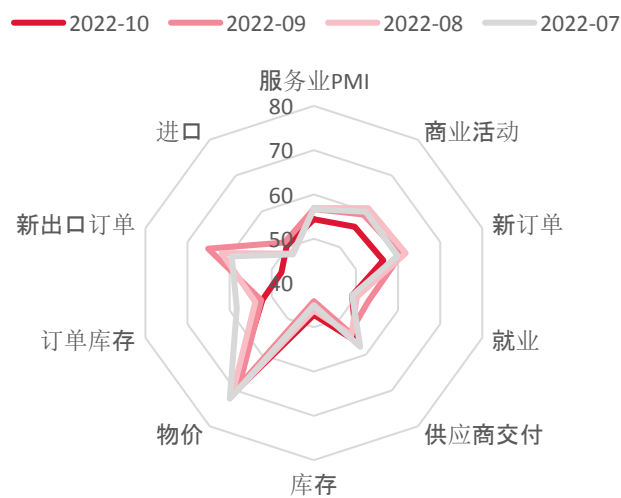
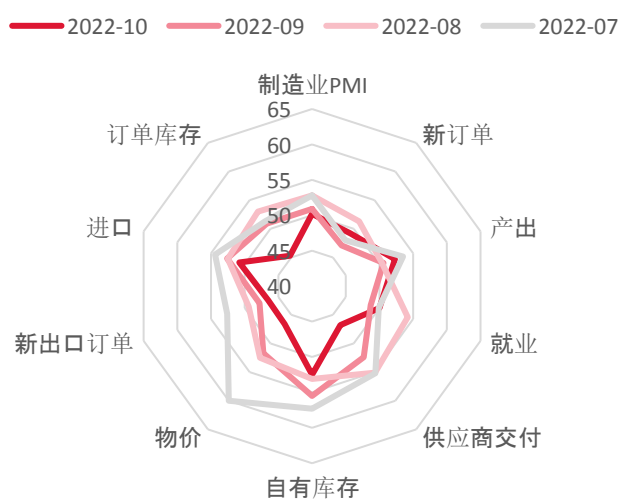
## 欧元区GDP环比继续回落



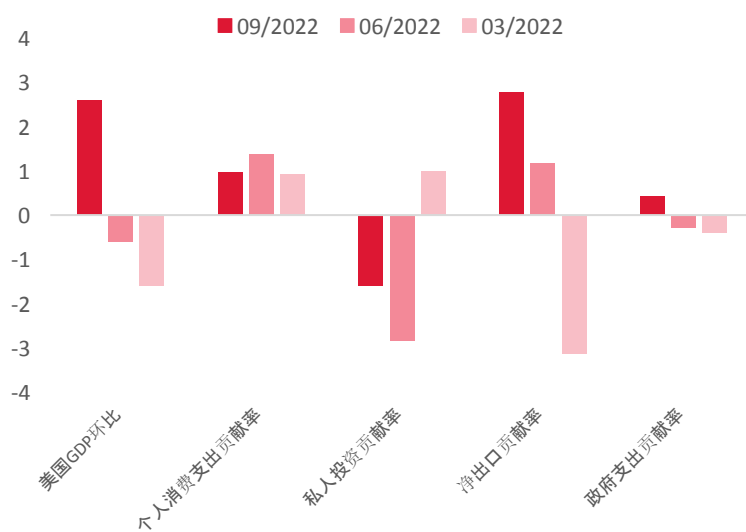
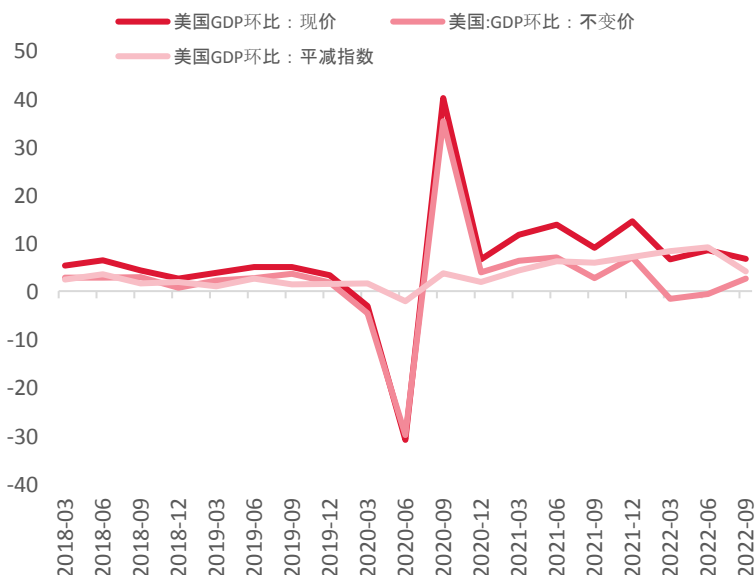
# 美国经济：韧性仍在但放缓趋势明显

- **制造业PMI继续下滑：**10月ISM制造业PMI从9月的50.9降至50.2，表明生产活动是自2020年中期以来最慢的扩张，但数字仍略高于市场预测的50.0。新订单收缩幅度收窄（本期49.2vs上期47.1），产出增长加快（本期52.3vs上期50.6）。美国居民消费需求开始走弱叠加中长期需求的不确定性，企业继续通过冻结招聘或减员来管理工人人数。价格压力连续第7个月缓解并跌至收缩区间（本期46.6vs上期51.7）。
- **服务业PMI由强转弱：**10月ISM服务业PMI降至54.4，创2020年5月以来新低，其中新订单降温，商业活动指数降至五个月低点，出口显著下降并陷入收缩区间。低迷的非制造业数据与制造业PMI相呼应，均表明美国整体经济继续降温。
- **美国经济“外强中干”：**在连续两个季度出现下滑后，美国第三季度实际GDP年化季环比初值增长2.6%，高于预期2.4%，较前两季度明显回升，创2021年第四季度以来新高。但结构难掩颓势，细分项来看主要贡献为净出口（可能是美国对外需的降低、供给恢复等因素导致）；政府支出贡献由负转正；个人消费增速边际放缓，但仍保持正增长；私人投资负增长则继续拖累。GDP平减指数低于预期，因此实际情况可能比表面读数要弱。后续经济增长或将重回下行。

## 制造业及服务业扩张速度均明显下滑



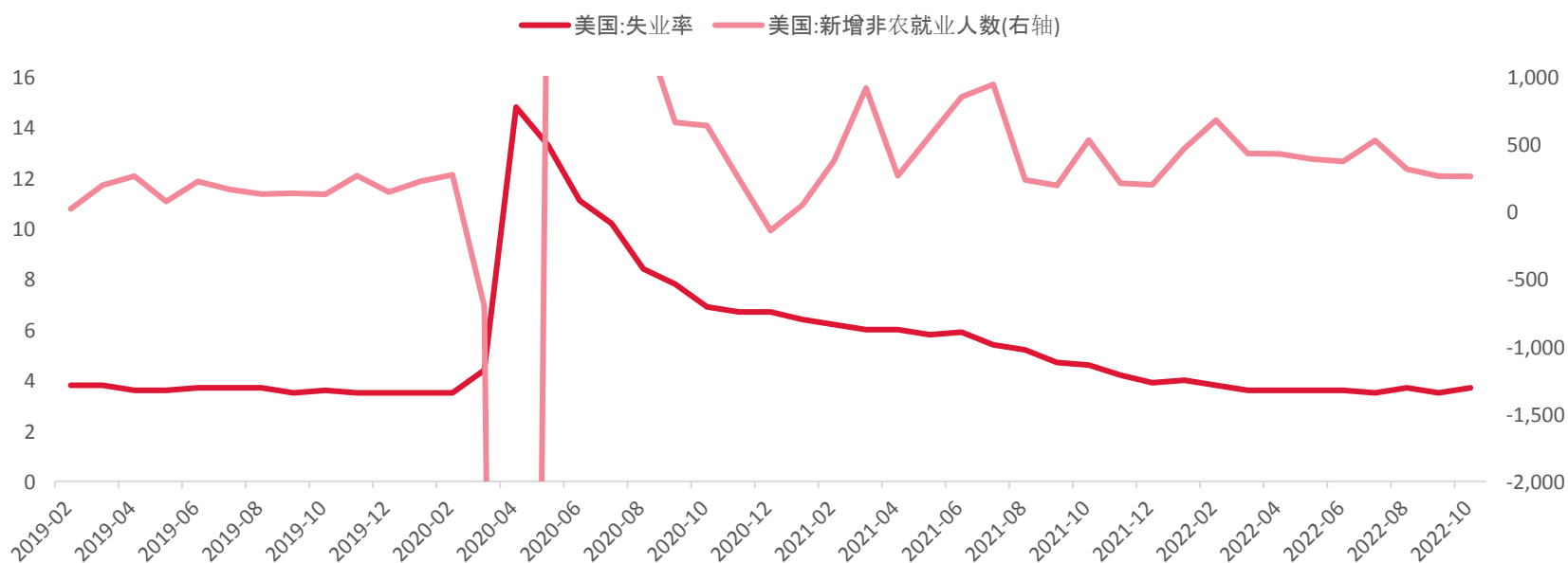
## 三季度GDP回升净出口为主要贡献



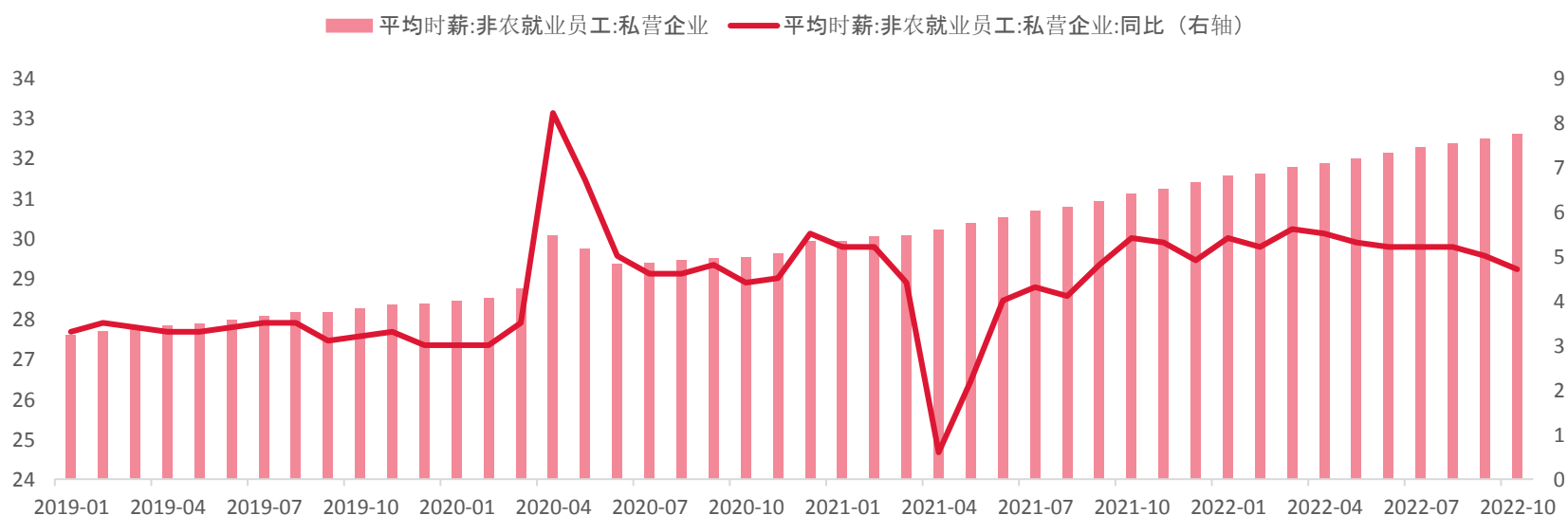
# 美国非农： 就业市场依然较强，但接近拐点

- **美国就业市场开始放缓：**10月非农就业人口增加26.1万人，创下今年一月以来最低纪录，但远高于预期的20万人，前值上修至31.5万人。数据继续表明劳动力市场虽然依旧强劲，但劳动力市场已经开始放缓。此次新增就业人口的主要驱动力来自医疗保健（53K）以及专业技术服务（43K）。同时美国失业率上升 0.2 个百分点至3.7%，高于9月的3.5%和市场预期的3.6%。自今年3月以来，失业率一直处于3.5%至3.7%的窄幅震荡区间，表明劳动力市场仍旧紧张。但近期美国一些科技企业及制造业企业由于业绩不达预期叠加中长期需求的不确定性，企业开始通过冻结招聘或减员来管理员工人数，未来美国就业市场有望进一步降温，失业率有望进一步上行。
- **薪资增速或处于筑顶阶段：**10月美国私营非农就业人员的平均时薪环比增长0.4%，创八个月以来最高增速，高于市场预期的0.3%。工资-通胀螺旋上升压力加剧。但是同比平均时薪增长4.7%，创14个月以来的最低水平，显示出美国劳动力市场可能正处于筑顶阶段。

## 失业率超预期上行(%)



## 美国私营企业员工薪资维持高位(%)

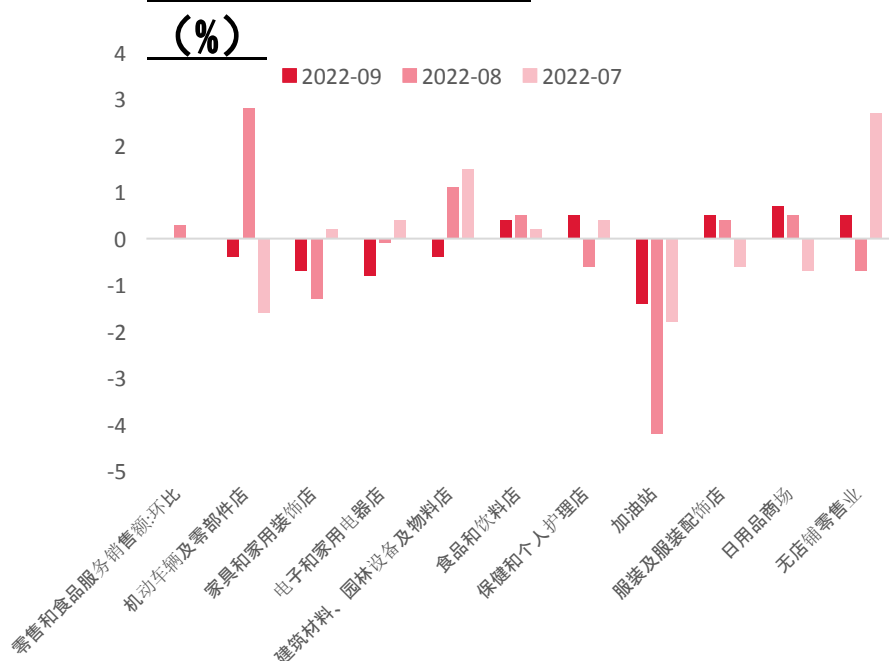




# 美国通胀：核心通胀压力较顽固

- 核心通胀超预期走强：**美国9月CPI同比增加8.2%，前值8.3%，市场预期8.1%；核心CPI同比增6.6%，前值6.3%，市场预期6.5%。尽管能源价格持续回落，但核心服务价格走高导致美国通胀压力仍然较大。CPI回落幅度不及预期，服务通胀上行、食品价格续升是主要原因，而商品通胀有所缓和。美国服务通胀接棒商品通胀的画面已经开始演绎，但通胀压力并未消减。
- 消费需求开始走弱：**由于借贷成本上升打击消费者需求，美联储持续加息加剧经济衰退风险，美国消费者在消费方面变得越来越谨慎。美国9月零售销售环比持平，低于市场预期的0.2%，前值为0.3%。9月零售销售同比增长8.2%，为今年4月以来最低水平。细分来看，13个零售类别中有7个类别零售下滑，杂货商店零售环比下降了2.5%，加油站零售环比下降了1.4%。
- 核心通胀压力较顽固：**美国由于住房、核心服务项普遍有较大幅上涨，推动核心通胀环比显著上升，加之食品分项的较快上行，进一步验证了当前“薪资-物价”螺旋式通胀压力仍在加大，由于房租相对房价存在一定延迟效应，后续食品及核心通胀压力或依然较为顽固。

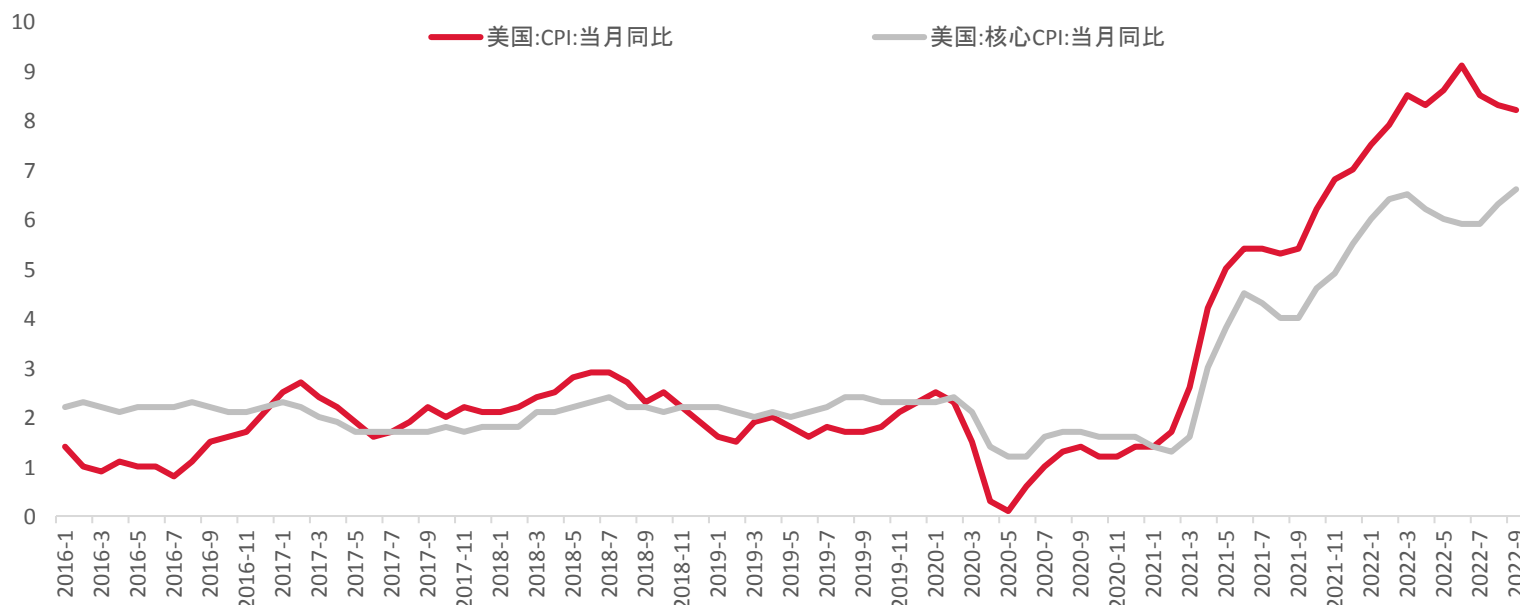
## 消费需求开始走弱



## 能源下跌但食品、住房等多数分项上涨 (%)



## 美国核心通胀再度上行 (同比, %)

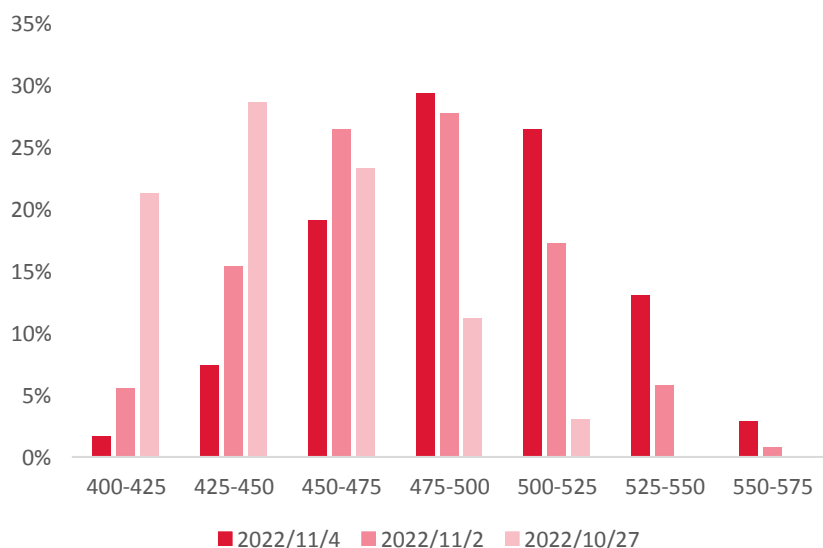


# 美联储加息：更慢、更高、更长

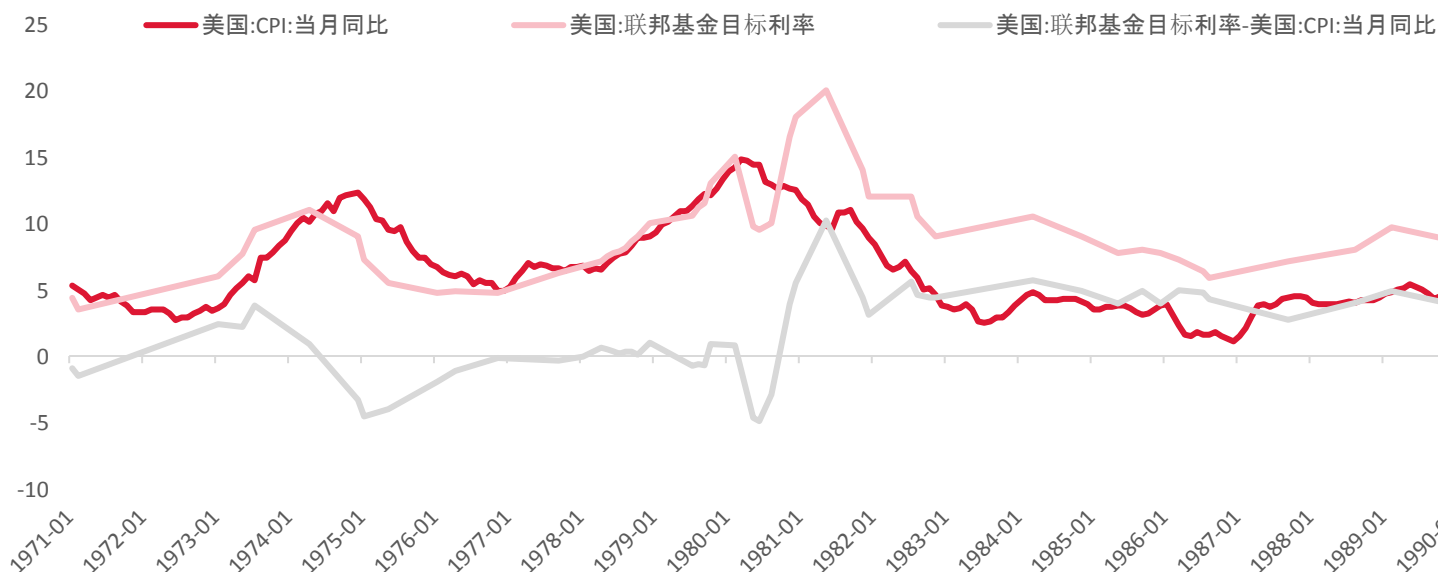
- **11月美联储加息75bp，鲍威尔发言偏鹰：**美联储如期连续第四次加息75基点。美联储主席鲍威尔称，为了保持足够限制性的货币政策立场，继续加息是适合的。从风险管理的角度看，联储希望确保不要犯紧缩得不够和放松得太早的错误；最早12月议息会议会放慢加息幅度；加息后的终端利率、即利率峰值可能比9月预计的高。
- **更慢、更高、更长：**后续加息速度可能放缓、终点利率高于此前预期、维持限制性利率水平时间更长。鲍威尔吸取过去经验，七八十年代通胀时期，控通胀失败的表现之一就是过早降息，导致实际政策利率为负，而后续沃尔克始终保持政策利率压制通胀才控制住通胀。以目前加息终点利率在5%左右的情况来看，明年在通胀降至4%以下之前，可能美联储都不会转向降息，除非发生较为重大的风险或者危机。而且如果数据持续超预期，加息终点仍有上移的可能。
- **短期压力减弱，明年降息可能下降：**短期对风险资产压力减弱，但明年降息可能下降意味着难以对风险资产带来转折性的预期好转。

## 议息会议后，市场预期终端利率明显升温

## 本轮美债收益率继续突破新高 (%)



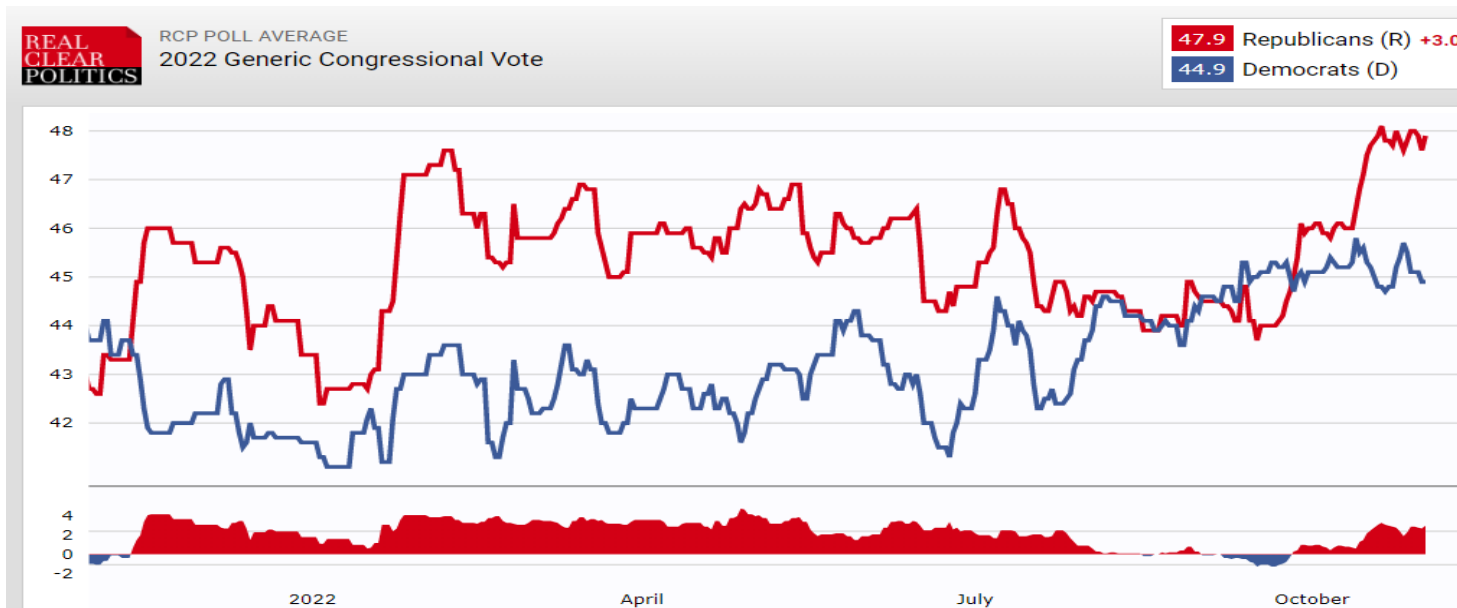
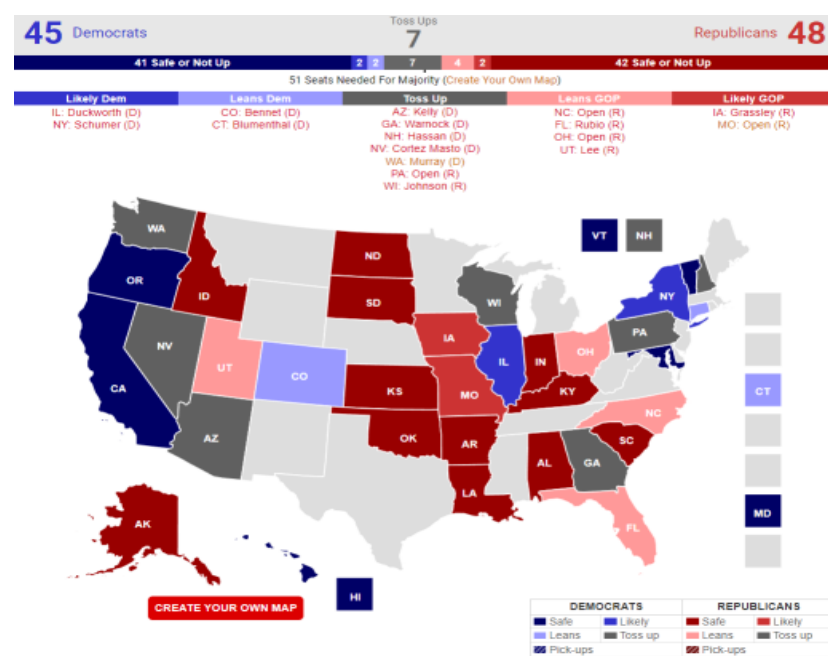
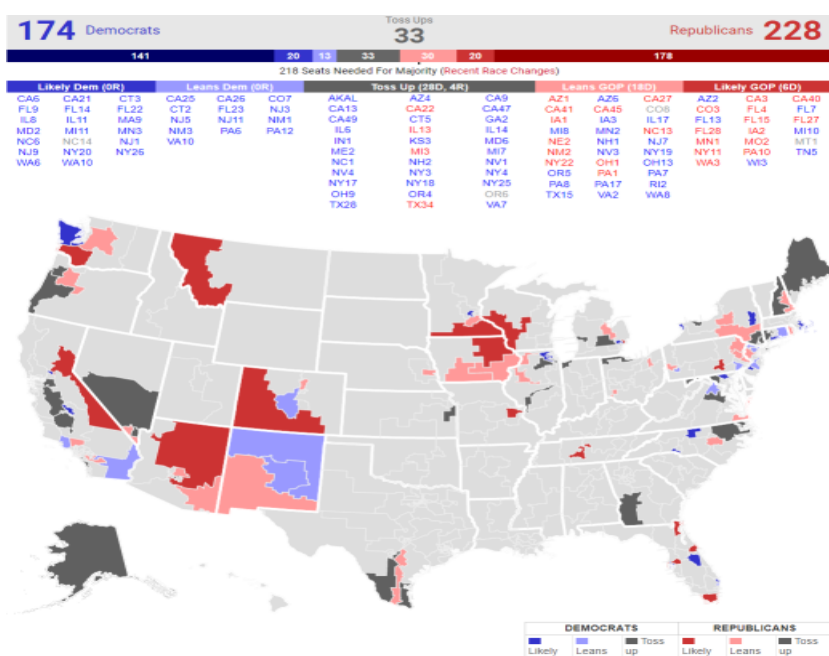
## 七八十年代政策利率及通胀水平 (%)



# 美国中期选举将落地

- 共和党或至少赢得一院：**从美国各州的初选情况以及最新民调结果来看，截至11月2日，众议院席次预测为民主党174席次和共和党228席次，另有33个摇摆席次；参议院中，民主党和共和党有望获得45席次和48席次。民主党在众议院暂时处于劣势，共和党赢面更大，而在参议院，民主党和共和党暂时处于均势。民主党在中期选举中的劣势，反映出民众对于拜登的施政满意度以及通货膨胀等因素给各选区的民主党候选人带来一定负面影响。未来民主党在施政方面或将面临较大牵制。
- 中期选举结束后，中美政策或短期有所缓和：**由于高通胀、防疫不利等因素导致此前民主党支持率较低，近几个月民主党采取相对激进的政策来提升支持率。后续选举结束，包括中美关系的政策预期或将在短期内有所缓和，不过长期来看依然存在不确定性，需要关注中期选举后两党的相关态度变化。

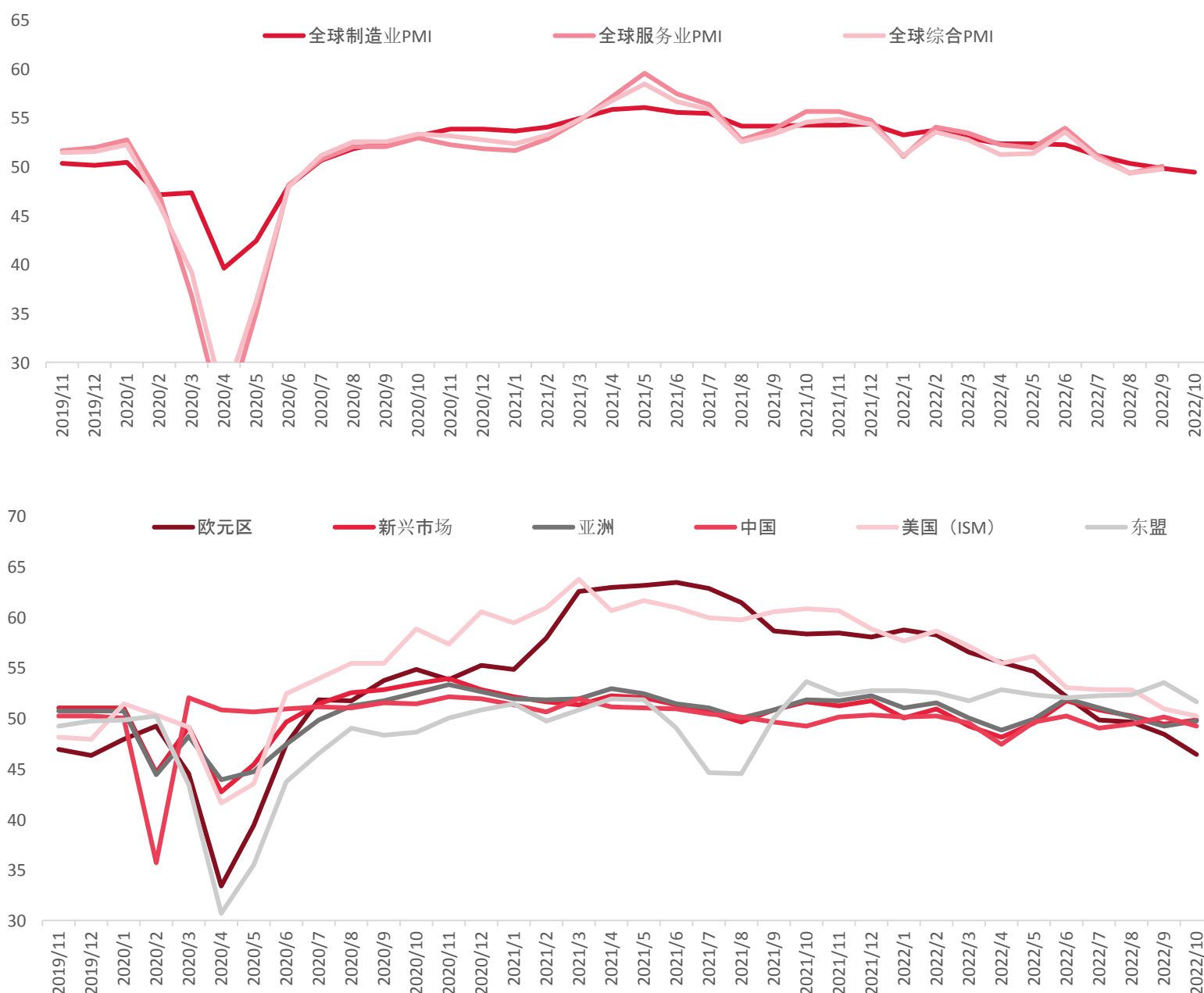
## 中期选举民主党面临的压力较大



# 海外经济： 全球经济下行压力增大，风险并未消除

- **全球面临下行风险：** 10月全球制造业PMI指数由上月的49.8下降0.4个百分点至49.4，连续第二个月下降至收缩区间。超半数主要国家制造业PMI读数位于收缩区间且继续下行趋势明显。整体来看，未来受能源问题、衰退预期、流动性收紧、地缘政治等因素影响，全球经济增长动能可能还将持续下降，未来读数可能继续下滑。
- **海外风险事件并未消除：**
  - **1. 英国政治、经济窘境。** 高通胀、加息、经济衰退困扰，财政政策进退两难，难以找到有效解决方法。英国新首相苏纳克正酝酿较大规模的增税和削减公共开支计划，这可能加剧衰退前景。
  - **2. 欧洲衰退。** 尽管近期由于天气较暖、欧洲天然气库存几乎存满，天然气价格大跌，但通胀这一根本问题仍在加剧，欧洲经济衰退或只是时间问题和程度问题。
  - **3. 俄乌冲突。** 俄乌冲突有所升级，近期俄罗斯、北约的军演均在展示战略性威慑力量，北溪管道爆炸导致俄、欧缓和可能大大降低。
  - **4. 新兴市场冲击。** 包括全球下行压力从欧美向新兴经济体传导、欧洲若发生较深度衰退则美元可能重回强势，对新兴市场的冲击可能并未结束。

## 全球经济下行压力持续增大

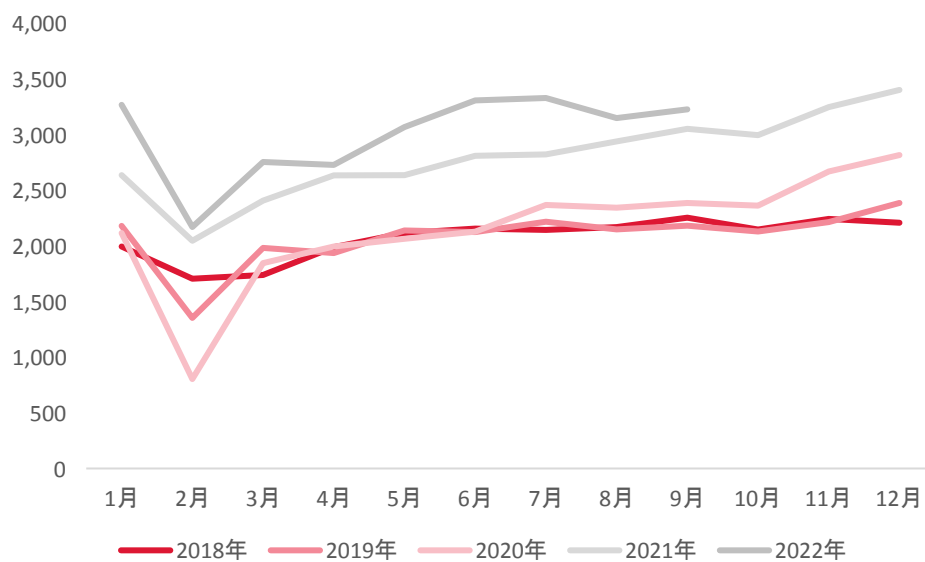




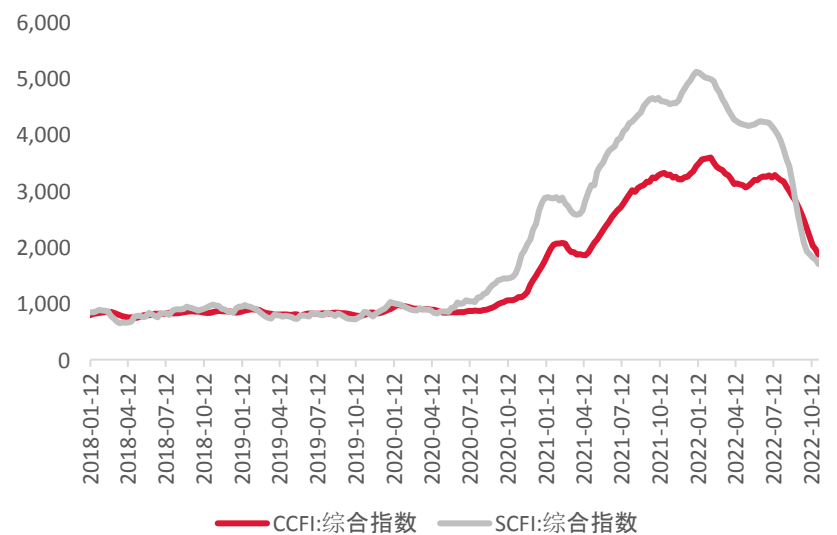
# 外需： 欧美经济衰退预期增强，外需压力上升

- **出口增速继续回落：**9月我国出口总额3228亿元，同比增速回落至5.7%（前值7.1），环比增速上升至2.5%（前值-5.3）。过去海外节日订单大多于9月开始发出，往往会对我国出口形成季节性的拉动作用，而今年9月欧美日韩等主要贸易对象制造业PMI均持续回落，外需走弱对我国出口的影响开始逐步显现。
- **对欧美主要贸易伙伴出口增速继续显著回落：**9月我国对欧盟出口同比增加5.6%（前值11.1%）；对美国出口同比下滑11.6%（前值-3.8%）；对东盟同比增加29.5%（前值25.1%），10月出口集装箱运价指数继续下滑。展望未来，海外多国受货币政策收紧以及高通胀的影响需求逐渐转弱，我国出口增速或延续下行趋势，出口对经济的支撑作用或将减弱。

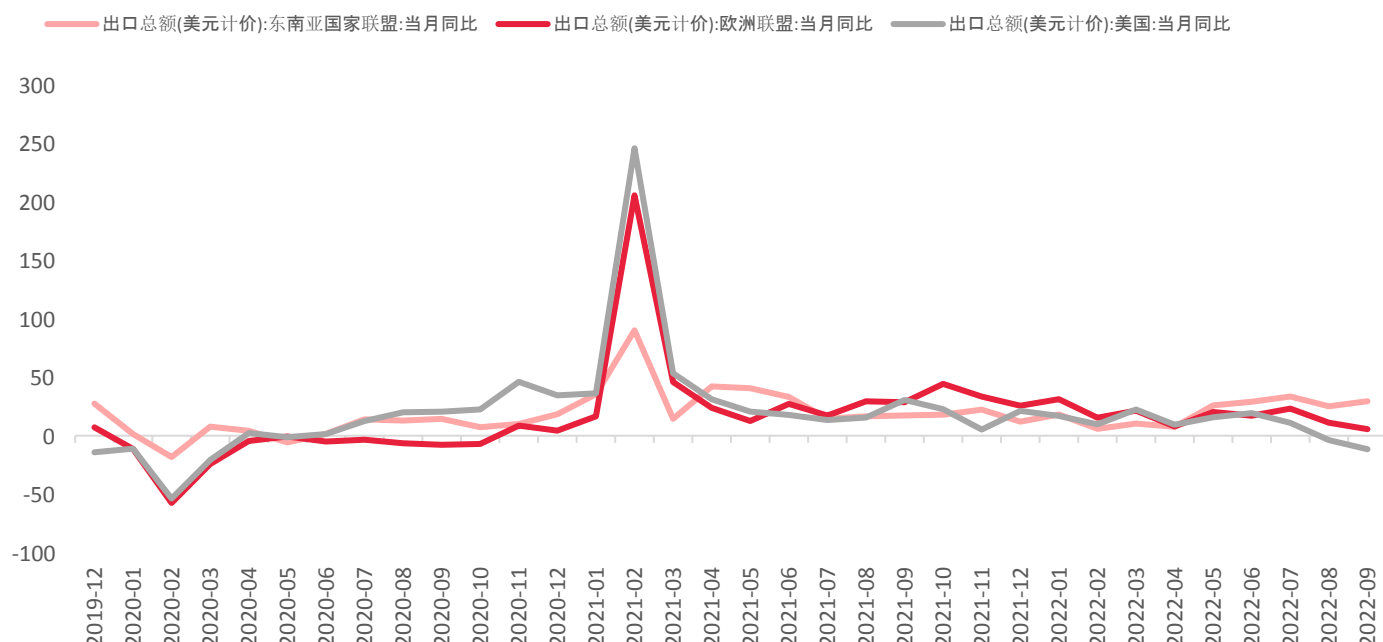
### 出口金额环比小幅回升



### 出口集装箱运价指数下滑



### 对主要贸易伙伴出口增速下滑





## 1 欧美从滞胀到衰退

欧洲衰退几成定局，美国也处于“强弩之末”，并有可能向全球传导

欧洲极端衰退风险有所降低，但欧美仍在逐步接近衰退

## 2 美联储货币政策令金融环境更脆弱

美联储加息路径更加清晰，不会过早放松，未来全球央行救市空间不大

美联储紧缩可能令全球金融环境更加脆弱，局部系统性风险增加

## 3 潜在金融危机风险

前期可能触发系统性风险的危机信号暂时解除，短期风险有所缓和

警惕未来出现新的触发金融风险的累积因素或风险信号

## 4 俄乌冲突不确定性

俄乌冲突不确定性仍在增加

关注俄乌局势、俄罗斯及欧美对抗的演绎情况

# 内容目录

**01 市场回顾**

**02 海外经济环境及政策影响**

**03 国内经济环境及政策影响**

**04 市场结构与特征**

**05 资产配置观点展望**



# 国内经济：9月经济复苏弱

- 生产端：9月份规模以上工业增加值同比继续回升，增长6.3%，但考虑去年限电导致的低基数因素，复苏依然较弱。
- 需求端：房地产投资（持续下滑，未见起色）；基建投资（稳增长背景下，继续发力）；制造业（受需求偏弱、高库存影响增长放缓）；消费（必选消费走强，疫情扰动明显）；外需（海外风险增加，外需走弱）。
- 服务业：9月份，服务业生产指数同比增速1.3%，较上月有所回落，疫情反复、地产冲击等主要影响因素犹存，需求的复苏仍然偏弱。

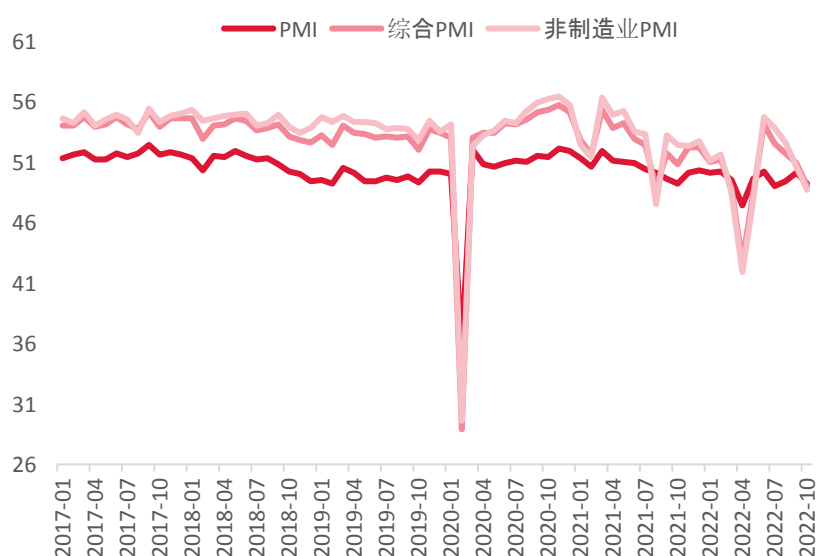
## 国内经济供需表现

两年平均增速	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2022年9月	6.3	1.3	-8	10.1	11.2	2.5	10.7
2022年8月	4.2	1.8	-7.4	10	10.37	5.4	11.8
2022年7月	3.8	0.6	-6.4	9.9	9.58	2.7	23.9
2022年6月	3.9	1.3	-5.4	10.4	9.25	3.1	22
2022年5月	0.7	-5.1	-4	10.6	8.16	-6.7	15.3
2022年4月	-2.9	-6.1	-2.7	12.2	8.26	-11.1	1.9
2022年3月	5	-0.9	0.7	15.6	10.5	-3.5	12.9
2022年1-2月	7.5	4.2	3.7	20.9	8.5	6.7	6.2
2021年12月	5.8	5.3	-3	11	1.6	3.9	19.5
2021年11月	5.4	5.6	3	11.2	-0.7	4.4	21.2
2021年10月	5.2	5.5	3.3	6.9	1.6	4.6	18.7
2021年9月	5	5.3	4	6.4	-0.7	3.8	18.4
2021年8月	5.4	4.4	5.9	6.1	-0.3	1.5	17
2021年7月	5.6	5.6	6.4	2.8	-1	3.6	12.9
2021年6月	6.5	6.5	7.2	6	3.5	4.9	15.1
2021年5月	6.6	6.2	9	3.6	3.9	4.5	11.1
2021年4月	6.8	6.2	10.3	3.4	3.6	4.1	16.7
2021年3月	6.8	6.8	7.7	-0.4	6.6	6.3	10.2
2021年1-2月	8.1	6.8	7.6	-3.4	-1.1	3.2	15.2

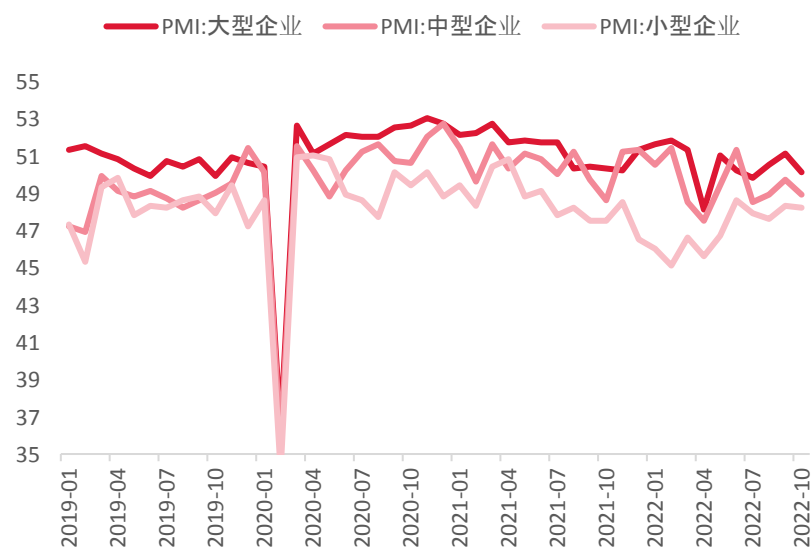
# 国内经济： 制造业修复偏慢，利润传导不畅

- **旺季不够旺，经济复苏动能仍然较弱：**10月制造业PMI重回收缩区间（49.2，前值50.1）。经济仍受到疫情多地散发影响，需求及生产恢复进展较慢。非制造业PMI（48.7，前值50.6）及综合PMI（49，前值50.9）进一步回落至收缩区间。受季节性因素和国内疫情影响，10月产需双双回落。制造业PMI的5个分类指数均低于临界点，其中生产和需求指数降幅靠前。今年10月有一定特殊性，恰逢二十大会议召开，方向明确后再判断经济复苏进展的准确性更高，但目前来看，经济复苏动力仍显不足。
- **小企业持续收缩：**大型企业PMI降幅较大，接近临界点（50.1，前值51.1），中、小型企业PMI仍处于收缩区间，小型企业PMI已经长时间处于收缩区间，近期虽有改善但仍然较弱。
- **制造业利润改善存在结构差异：**9月规模以上工业企业利润总额累计同比继续下滑至-2.3%。其中，制造业利润总额累计同比下滑-13.2%，较上月小幅回升0.2%；制造业PMI主要原材料提升幅度大于出产价格，产成品库存提升，体现出利润传导不畅，下游需求不足。虽整体改善不强，但结构存在亮点，装备制造业利润同比增长0.6%，为今年首次由降转增，汽车制造业和计算机等电子设备制造业同比多增明显。

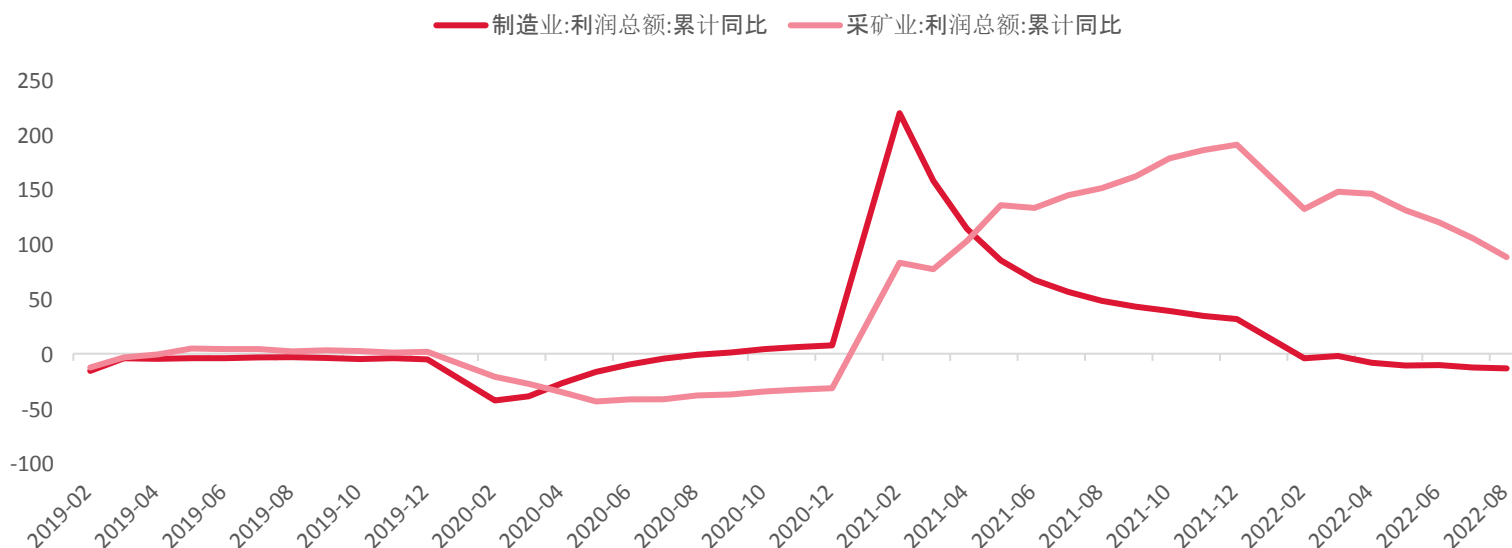
## 制造业PMI再度跌回收缩区间，非制造业PMI继续下行



## 各类型企业PMI均出现下滑



## 制造业利润状态不佳



# 国内经济： 疫情反复扰动，消费服务业复苏趋弱

- 消费修复情况：**9月份社零回落，同比增长2.5%，较上月下滑2.9个百分点，必选消费相对较好，可选消费表现较差。主要是因为疫情反复，必选消费“囤货”需求上升，除汽车外，可选消费普遍受疫情拖累。
- 服务业PMI连续四月下滑：**10月服务业PMI为47（上期48.9），连续四月下滑。受疫情全国多地频发，多城市的防疫措施收紧，较大程度限制线下消费服务业活动开展。零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落，业务总量下降。此外，新订单41.7（上期41.6）、业务活动预期56.7（上期57.1），服务业改善前景低迷。
- 影响消费服务业复苏的正反向因素相互博弈：**10月疫情相对9月扰动加大，对需求影响不可忽视，10月经济数据，尤其是消费、服务等需求领域或进一步走弱。另一方面，防疫要求可能更偏向精准防控，减少过度防疫，降低对经济发展的影响，未来有望对消费带来一定改善，仍需关注疫情控制和防疫政策变化情况。

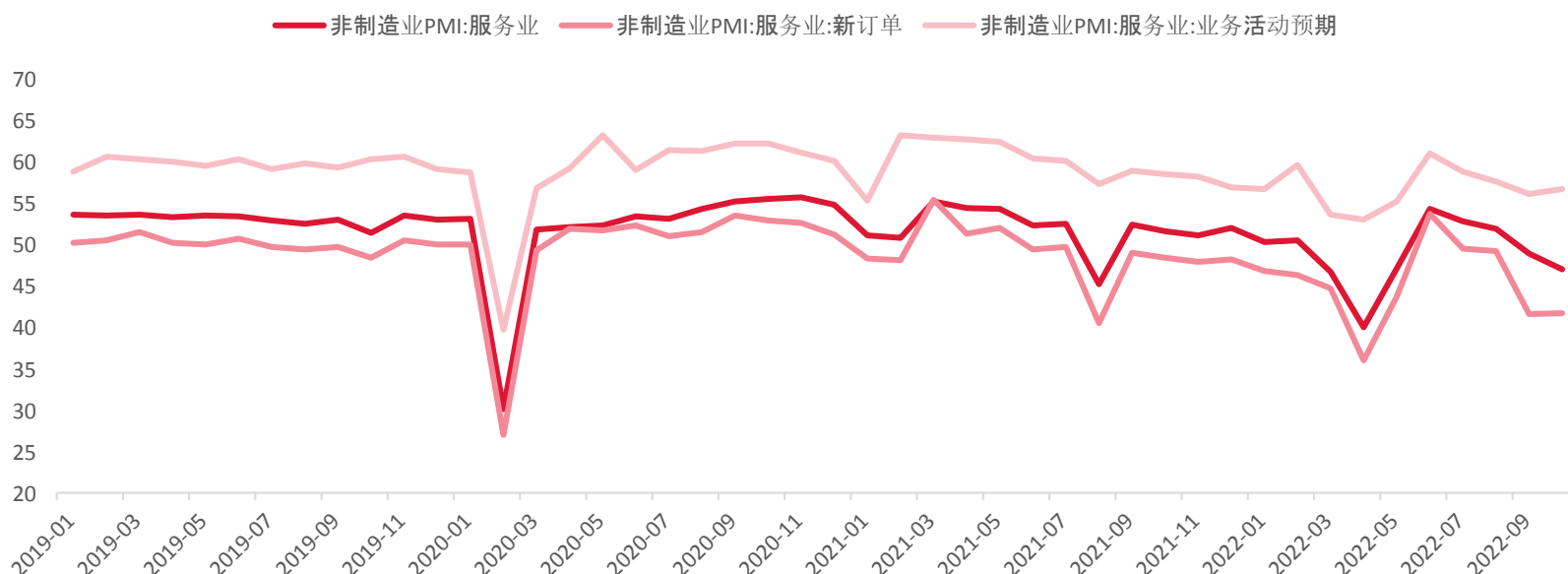
## 9月消费再次受疫情冲击

	8月份增速	9月份增速	9月份增速较8月份变化
<b>必选消费</b>			
粮油、食品类	8.1	8.5	0.4
饮料类	5.8	4.9	-0.9
烟酒类	8.0	-8.8	-16.8
服装鞋帽针纺织品类	5.1	-0.5	-5.6
日用品类	3.6	5.6	2.0
中西医药品类	9.1	9.3	0.2
<b>可选消费（地产相关）</b>			
家用电器和音像器材类	3.4	-6.1	-9.5
家具类	-8.1	-7.3	0.8
建筑及装潢材料类	-9.1	-8.1	1.0
<b>可选消费（非地产相关）</b>			
化妆品类	-6.4	-3.1	3.3
金银珠宝类	7.2	1.9	-5.3
文化办公用品类	6.2	8.7	2.5
通讯器材类	-4.6	5.8	10.4
石油及制品类	17.1	10.2	-6.9
汽车类	15.9	14.2	-1.7

## 疫情呈现全国多地散发趋势



## 10月服务业景气继续走弱

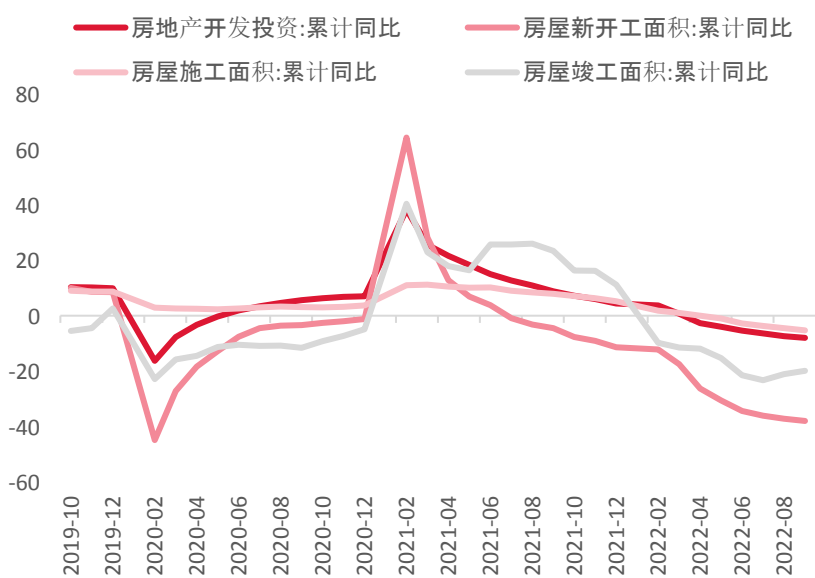




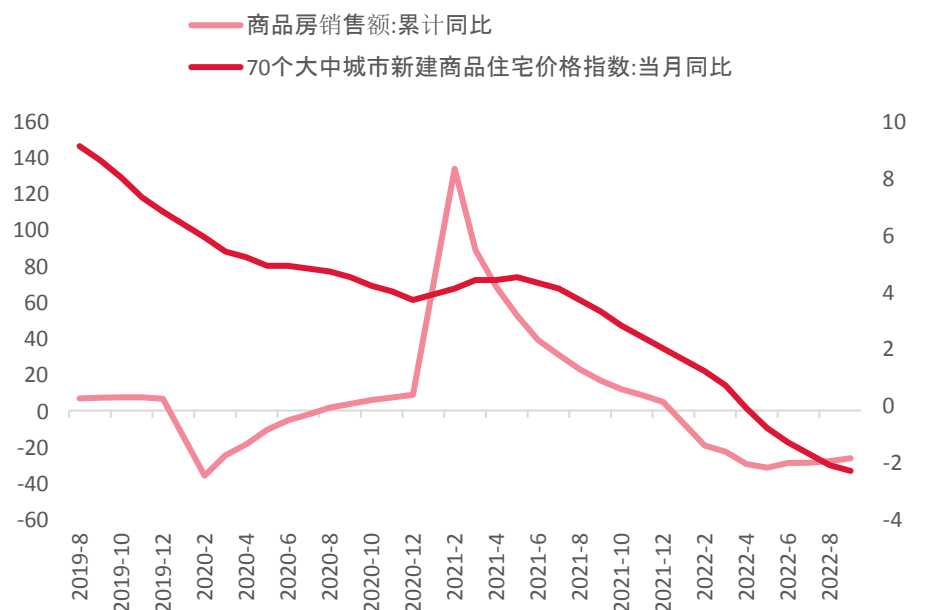
# 国内经济：地产复苏偏慢，关注四季度地产政策窗口期

- **地产投资低迷，新开工继续大幅下滑：**9月，房地产开放投资累计同比降至-8%，房屋新开工面积累计同比继续下滑至-38%，房屋竣工增速降幅有所收窄，显示出未来施工、投资压力进一步增强，地产投资或仍未见底。
- **新房房价指数维持低迷，销售仍未改善：**9月，70个大中城市新房价格指数同比增长-2.3%，一线城市新房价格环比由涨转降，二三线城市房价环比降幅与上月持平。9月房地产销售继续处于弱势，10月地产销售数据再度走弱，30大中城市商品房成交面积回落至较低水平，同比降幅从13.6扩大至19.8%，部分政府回购对9月末地产销售的拉动作用暂未带动居民有效需求回升。
- **关注四季度地产政策窗口期：**10月下旬，国有大型银行接连发布公告，释放出金融服务实体经济力度加大的信号，地产信贷投放将在四季度执行推进。不过四季度地产政策也面临增量空间边际趋弱问题，关注四季度房地产下行趋势是否能得到缓解。

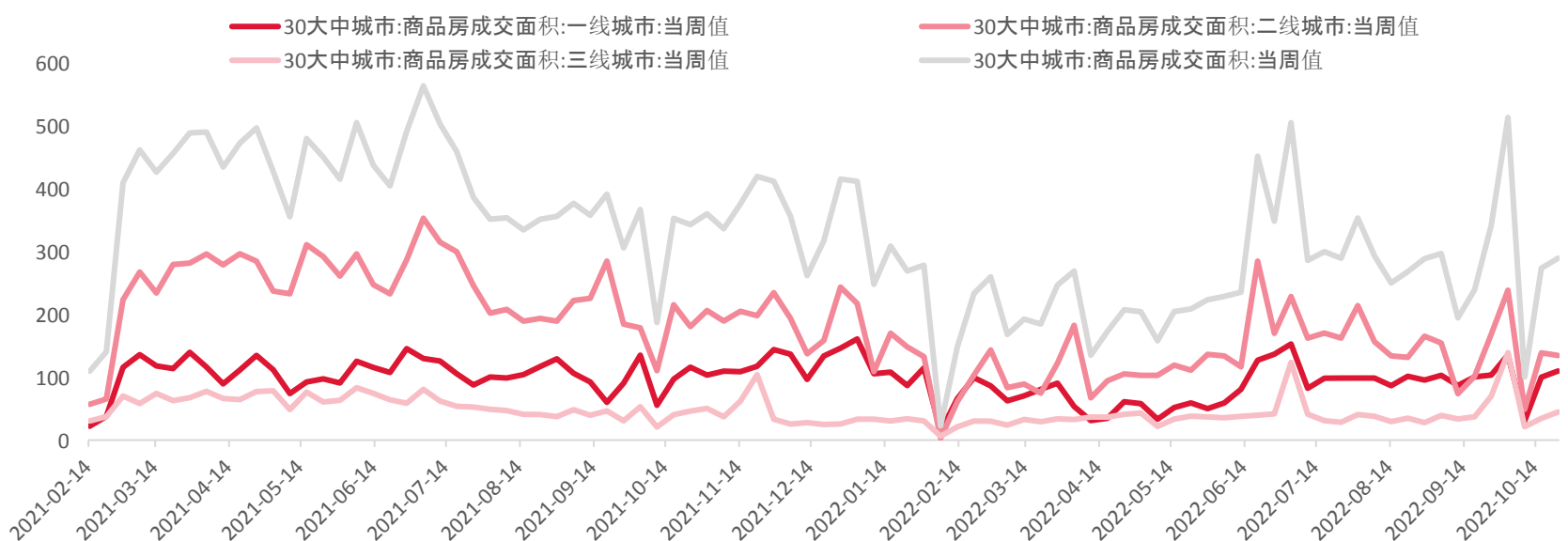
## 房地产开发投资持续下行



## 房地产量价维持低迷



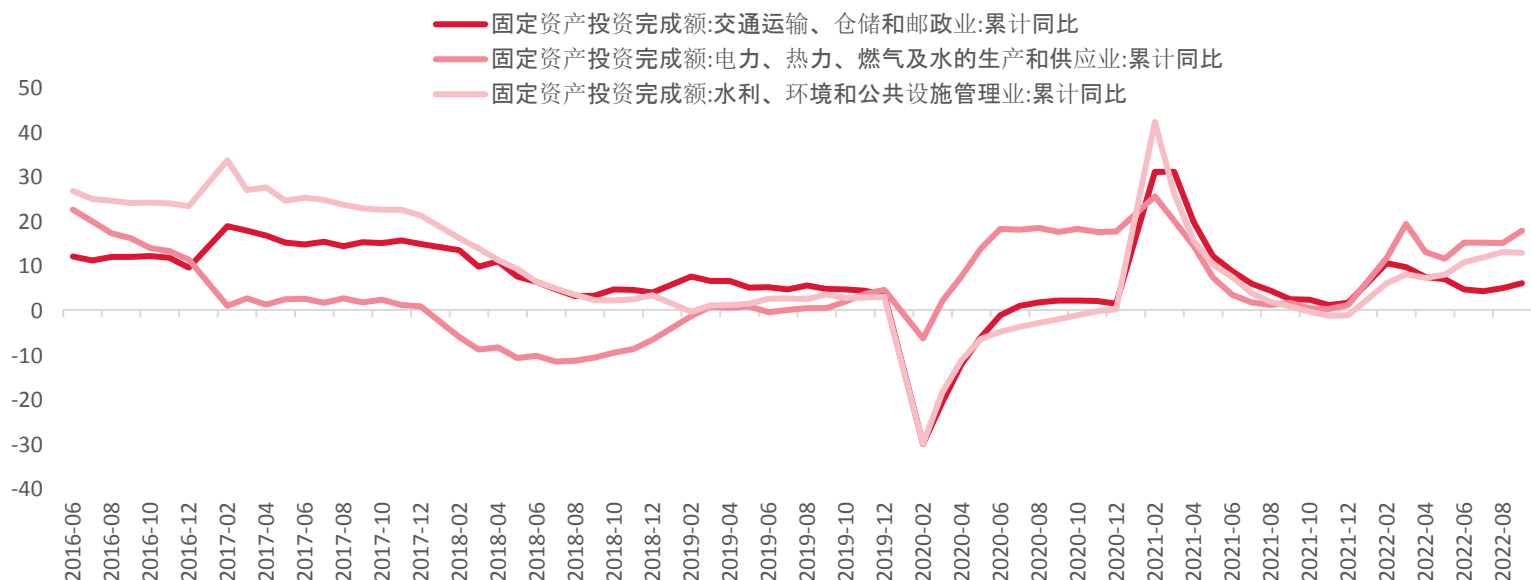
## 10月30大中城市商品房成交较弱



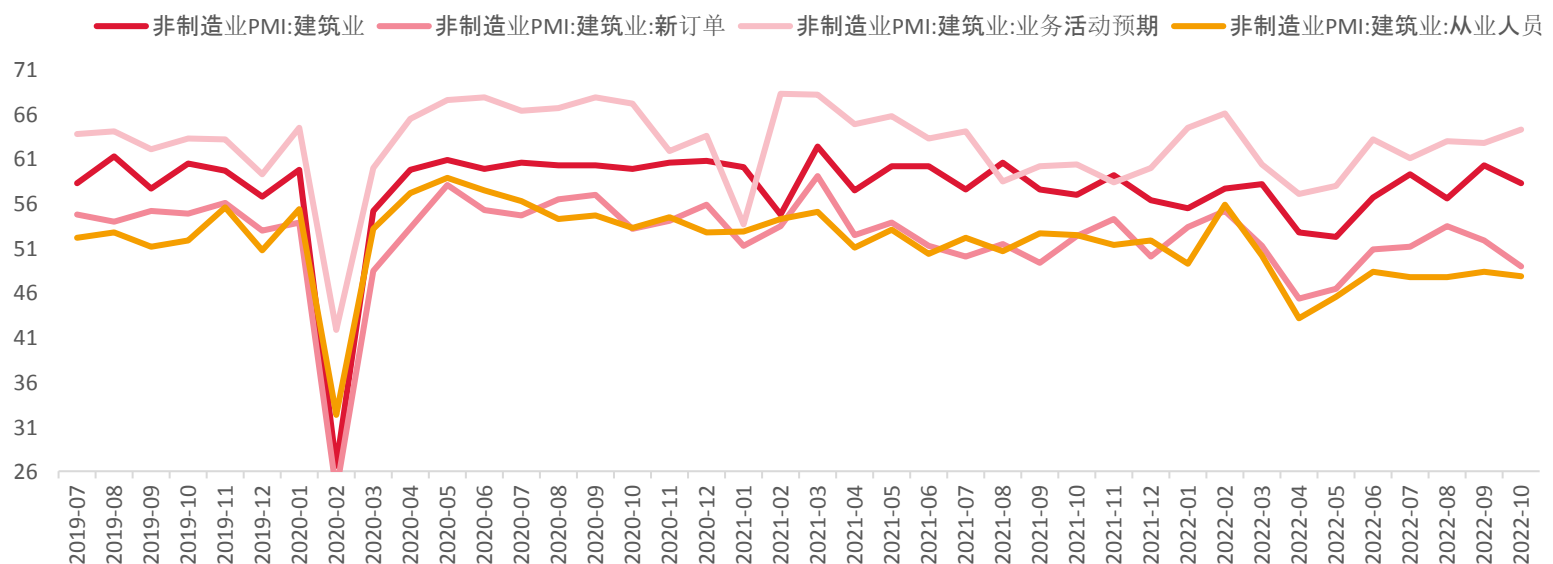
# 国内经济： 基建投资增速持续加快，支撑经济

- **基建成为拉动经济增长的主动力：** 9月基建投资累计同比增长11.2%，增速逐步提升。政策精准发力基建投资领域，对经济的支撑作用持续增强。不过随着冬季来临，施工可能再度步入淡季，后续基建对经济的支撑力度存疑。
- **建筑业景气度仍较高：** 10月建筑业PMI环比走弱（本期58.2vs上期60.2），但业务活动预期仍较强（本期64.2vs上期62.7）。10月建筑业景气度仍较高。
- **基建并未带动其他领域需求有效回暖：** 9月开工加快，基建开始显效，但对其他领域的带动作用相对不够明显，基建对需求的带动作用或未能抵消地产下行带来的拖累，暂时未能有效弥补其他领域的就业和需求回暖。

## 基建投资继续发力



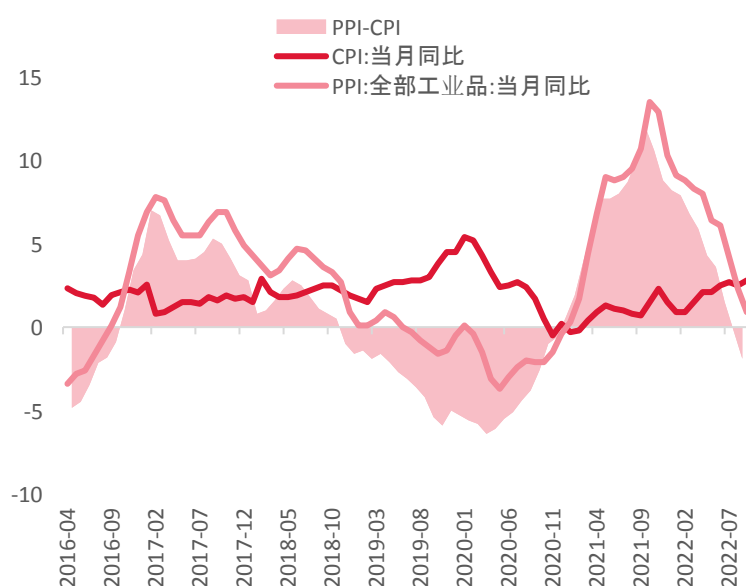
## 建筑业业务活动预期小幅上行



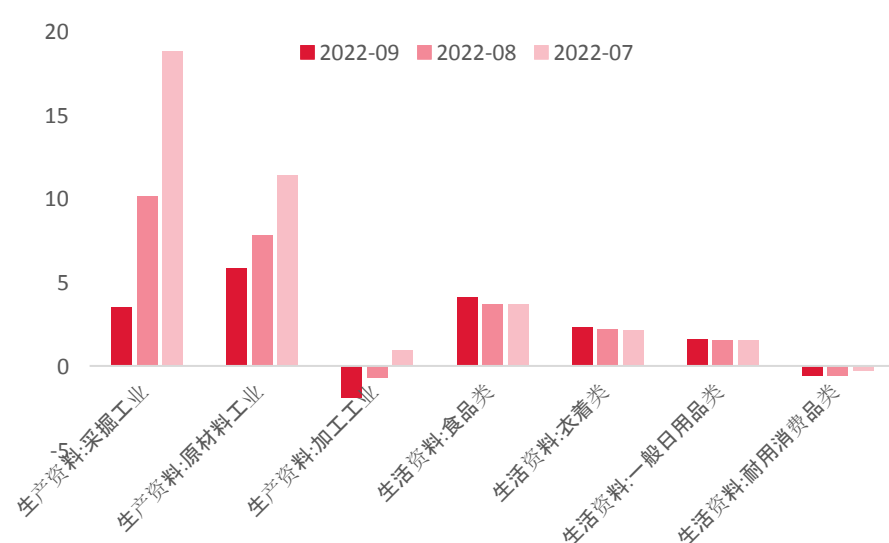
# 物价观测：通胀总体可控

- **PPI持续回落，通胀传导压力减轻：**9月CPI小幅上升至2.8%，PPI较快回落至0.9%，通胀传导压力进一步减轻。从同比看，生活资料的价格逐渐小幅提升，而生产资料的价格显著回落。
- **需求走弱减轻核心通胀压力：**由于短期需求较弱，价格难以向下传导，核心通胀较低。
- **通胀总体可控：**欧美衰退预期下，国际油价高位回落，能源通胀压力有所缓解。由于养殖成本上升，猪肉价格较快上涨，对食品类通胀形成一定压力，不过考虑到今年降低了猪肉权重，因而通胀整体可控。

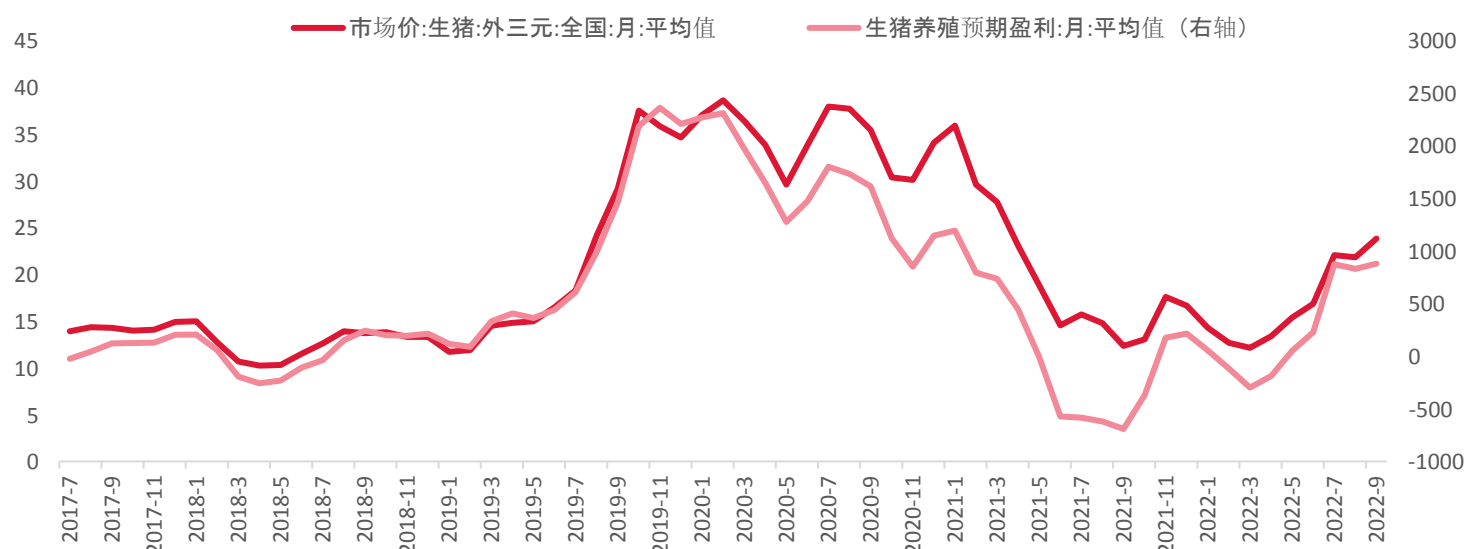
### PPI较快回落，CPI小幅上升



### 生活资料的价格同比逐渐提升



### 盈利预期和生猪价格有所上行



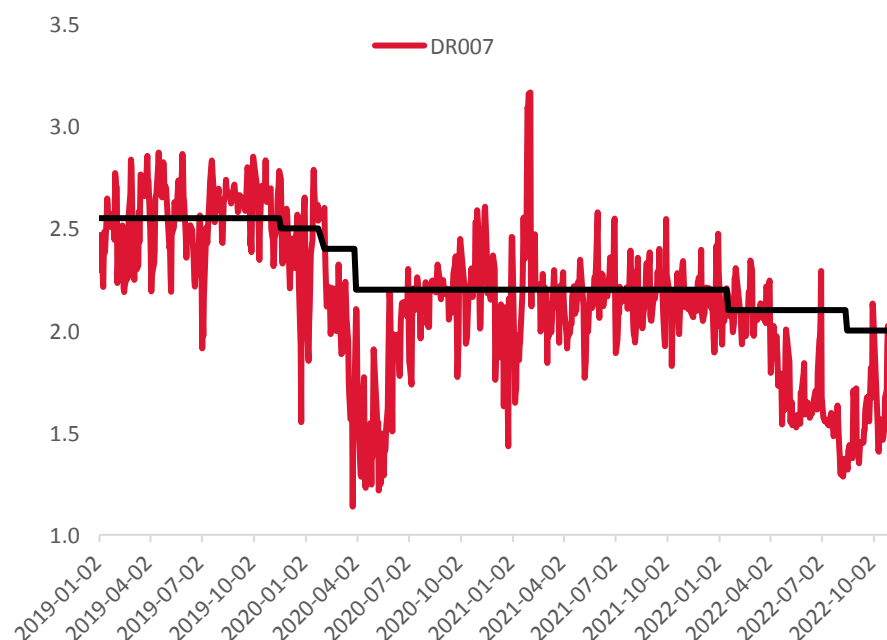
# 国内利率：处于震荡格局

- **当前国内市场流动性充裕，资金利率向政策利率靠拢：**1) 同业存单利率小幅上行，不过仍维持在较低水平；2) 10月税期影响，市场资金上升；3) 5000多亿结存专项债限额需在10月底发行完毕，带动10月专项债发行加速。
- **人民币汇率压力制约货币宽松空：**1) 中美利差倒挂，美联储紧缩拐点未到；2) 中美经济相对强弱趋势未见拐点，带来人民币汇率压力；3) 跨境资本流动压力较大，稳汇率压力上升。
- **汇率、经济因素制约，利率难有突破：**短期来看，经济偏弱需宽松环境呵护，货币政策难以收紧，制约利率上行，资金利率继续上行的空间变小；汇率偏弱制约利率下行。后续资金利率及利率债短期难以摆脱震荡格局。

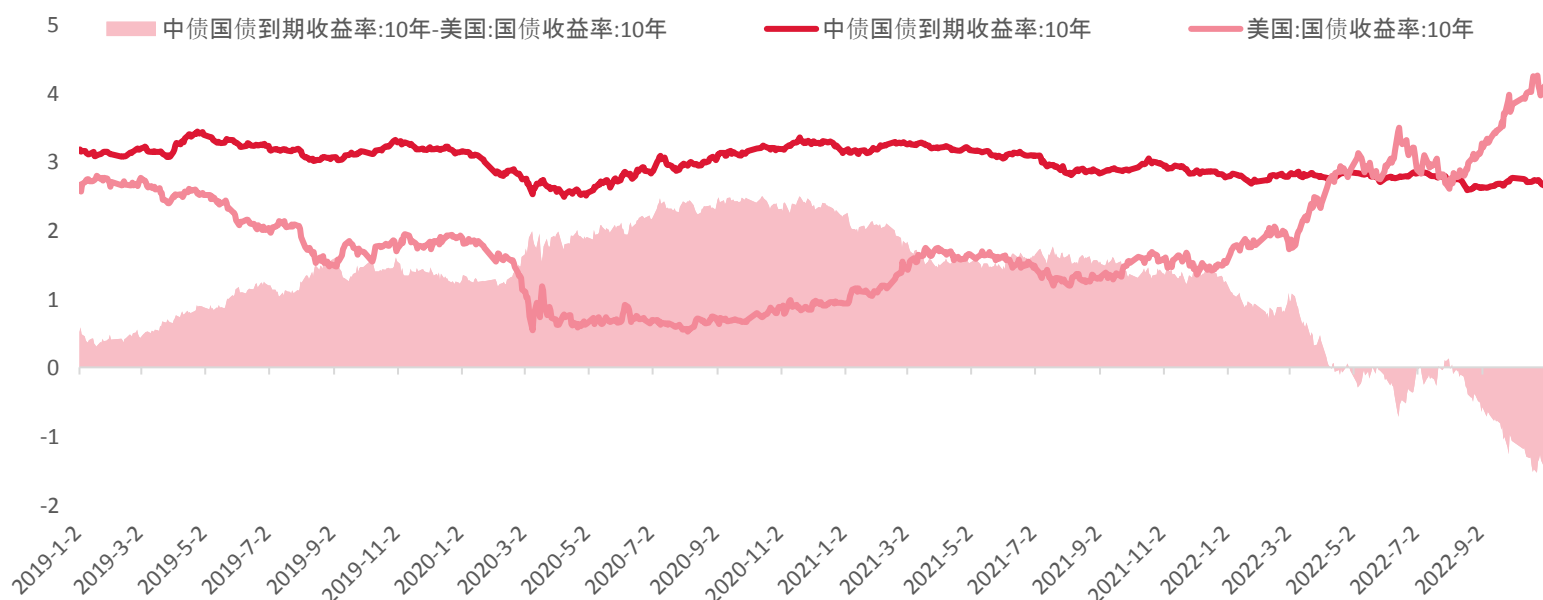
## 同业存单利率呈上行趋势



## DR007利率逐步向逆回购利率靠近



## 中美利差倒挂进一步加深



## 1 重要时间节点

11月8日美国中期选举，11月中旬G20会议，11月金融工作会议  
12月政治局会议、中央经济工作会议

关注重要时间节点前后可能出现的内外部政策预期变化

## 2 疫情控制及防疫政策

疫情是干扰消费、服务、收入信心的重要因素，未来一段时期市场对防疫放松预期可能依然会有所反复

关注四季度疫情控制，及未来官方防疫政策是否出现调整

## 3 稳增长政策加码力度

需要较大力度的政策加码，才能更有效扭转信心和观望情绪

10月政策加码空间受限，重点关注后续需求端刺激、地产政策、货币政策



# 内容目录

**01 市场回顾**

**02 海外经济环境及政策影响**

**03 国内经济环境及政策影响**

**04 市场结构与特征**

**05 资产配置观点展望**



# 内资情绪改善，外资流出加剧

- 10月份内资情绪有改善，外资避险情绪加强：
  - ✓ 从两个整体指标来看：净融资买入额在10月出现回升
  - ✓ 10月北向资金净买入出现大幅下行
- 目前全球风险事件增多，外资对于A股的信心继续减弱，外资流出量较大。国内市场信心有一定改善，10月的融资买入额有一定程度上涨，但市场信心还是偏弱，增量资金先相对有限。

### 市场融资买入额10月份抬升



### 10月份北向资金走弱



- **股/债性价比继续抬升：**截至10月底，沪深300股息率/十年期国债收益率继续上行至1.14（前值1.01），当前该指标已经明显超过05年4月以来的正一倍水平，沪深300性价比继续抬升；
- **风险溢价继续上行，超出正一倍水平靠近：**10月份A股仍保持震荡，带动沪深300风险溢价率继续上行至3.52，已经超过05年4月以来的正一倍标准差(3.21)水平，并在继续上行，市场避险情绪依旧偏强。市场信心的改善可能还需明显的转好信号，目前看“显著提升的经济数据”或“稳增长、防疫政策优化”都可能对市场有一定的提振作用。

## 股债性价比角度来看，沪深300性价比有所提升



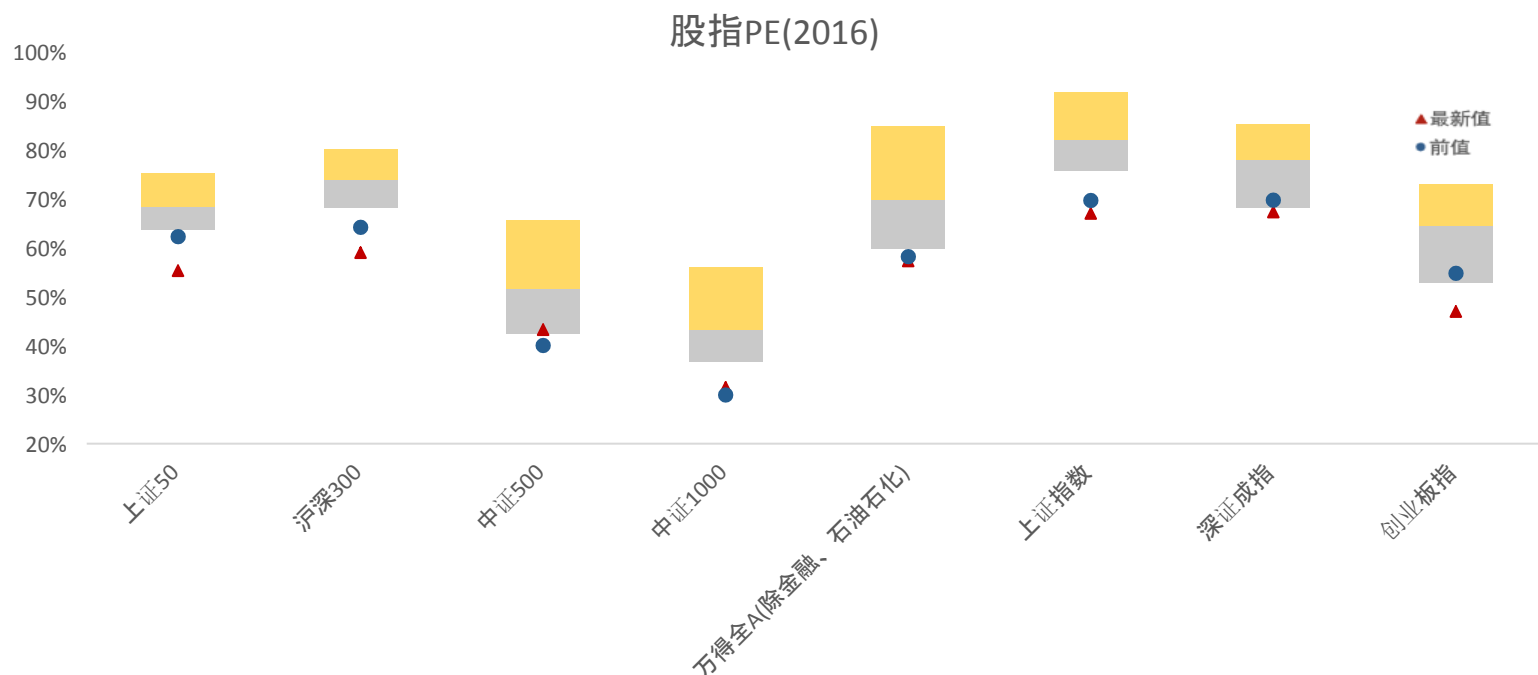
## 市场避险情绪仍偏强



# PE估值：股指估值延续回落态势

- 10月份，部分指数均仍有不同程度下跌，其中**上证50**和**创业板指**跌幅最为明显，**上证50**指数估值已经处于历史最低水平，**创业板指**估值跌至下1/4分位数区间。
- 此外，**沪深300**、**上证指数**以及**深证成指**估值也出现一定程度下跌，其中**深证成指**也跌至下1/4分位数区间。
- 中证500**指数估值较上月有小幅回升，回升至1/4分位线以上。
- 跟踪PE的8个股指中，全部位于中位数以下区间，并有7个股指处于下1/4分位数以下区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化。



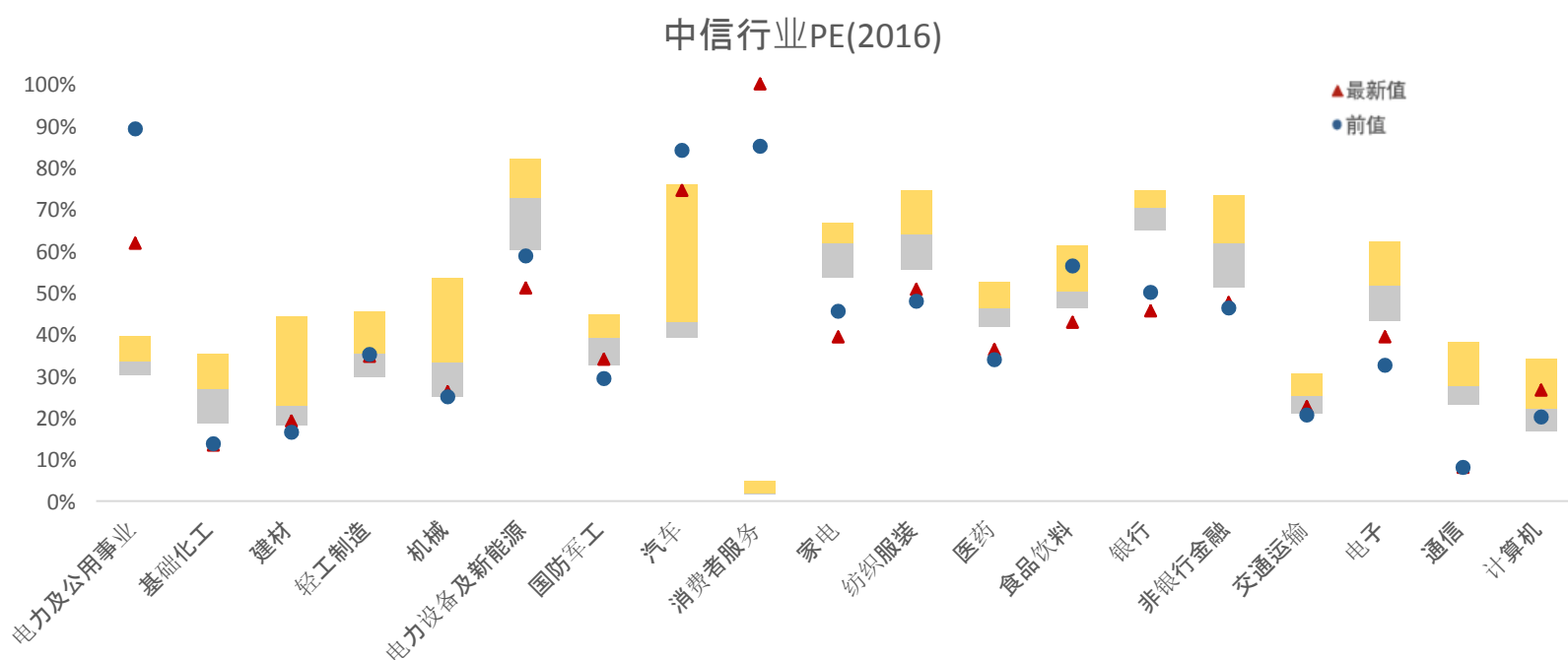
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2016年1月1日至今，按最大值归一化处理。

	上月涨跌幅	今年以来涨跌幅	PE	分位数
上证50	-12.04	-26.14	8.76	0.00
沪深300	-7.78	-25.56	10.74	0.36
中证500	1.63	-18.50	18.89	27.56
中证1000	2.74	-18.55	28.29	12.30
万得全A(除金融、石油石化)	-1.86	-19.41	26.19	15.63
上证指数	-4.33	-17.48	11.65	1.69
深证成指	-3.54	-26.79	22.96	22.01
创业板指	-1.04	-28.50	43.44	8.93

# 行业估值PE：行业估值表现分化

- 10月份，行业估值表现较为分化，股价上涨的**计算机**、**国防军工**和**电子**板块，估值也有一定程度回升。但**医药**和**通信**板块，虽然股价上行，估值却没有明显变动。
- 电力及公用事业**、**电力设备及新能源**、**汽车**、**家电**、**食品饮料**板块估值出现明显回落，尤其是**食品饮料**板块出现跨档下行，跌至下1/4分位数区间。
- 跟踪PE的17个行业中，9个行业处于下1/4分位数以下区间，2个行业位于上1/4分位数以上区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化。



注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2016年1月1日至今，按最大值归一化处理。

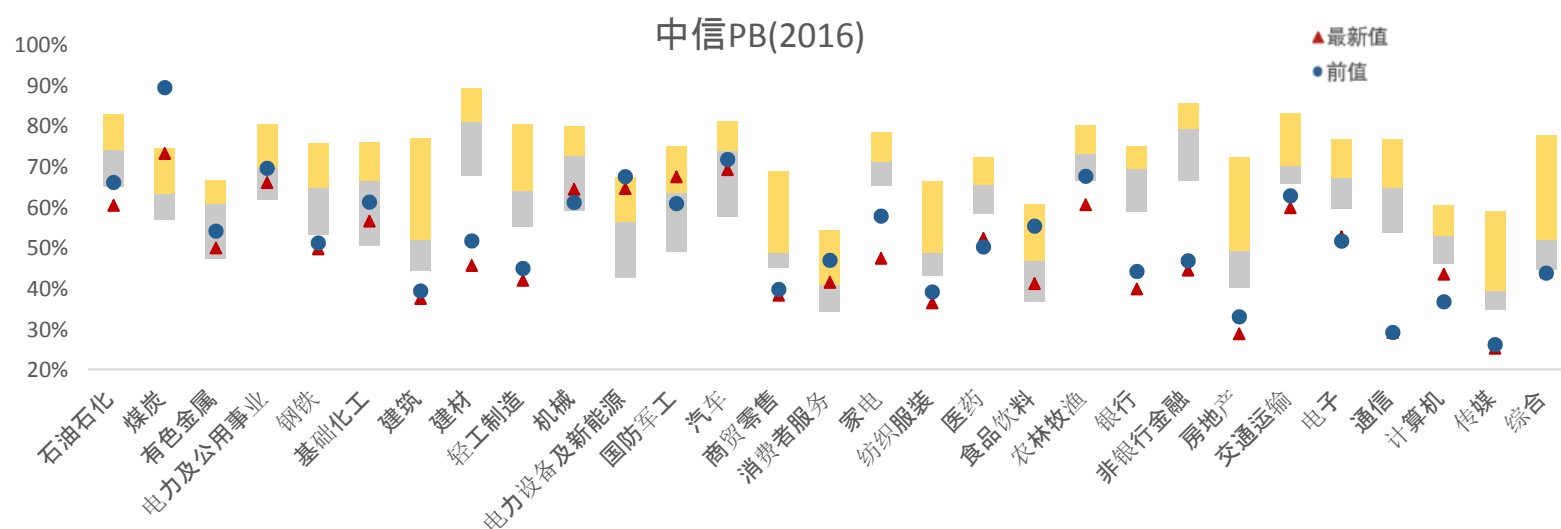
行业（中信）	上月涨跌幅（%）	今年以来涨跌幅（%）	PE	百分位
电力及公用事业	-3.86	-12.79	42.19	92.63
汽车	-2.23	-10.12	39.30	73.91
计算机	16.94	-20.90	94.12	54.95
轻工制造	-4.78	-25.63	28.76	45.77
交通运输	-2.90	0.74	20.69	39.44
国防军工	11.69	-16.63	66.62	33.71
建材	-10.13	-28.55	13.40	32.83
电子	3.34	-30.50	39.21	19.60
纺织服装	-4.45	-13.75	25.10	16.51
食品饮料	-22.14	-25.16	28.16	12.59
医药	6.49	-19.00	31.80	12.59
非银行金融	-3.60	-21.05	13.20	12.34
电力设备及新能源	-0.32	-15.28	33.15	11.74
家电	-12.26	-24.97	13.24	4.01
通信	6.41	-16.39	15.69	0.44
商贸零售	-2.27	-16.25		



# 行业估值PB： 多数行业估值出现不同程度下跌

- 相比PE，PB估值相对稳定性更高，随着股价变动基本都可以反映出来，其中：
- 10月煤炭行业股价出现下跌，估值也明显回落，跌至3/4分位数下。
- 机械和综合行业股价小幅上涨，其中机械行业估值小幅上行，而综合板块估值没有明显变动。
- 而农林牧渔、钢铁、有色金属、基础化工、石油石化、银行和地产板块股价都出现明显下跌，估值也有一定程度下行，其中农林牧渔板块估值跌幅明显，已经至下1/4分位数区间。而建筑、银行和房地产行业估值已经低至历史最低水平。
- 当前观察PB的11个行业中，7个行业处于下1/4分位数以下区间，1个行业位于上1/4分位数以上区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化。



注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2016年1月1日至今，按最大值归一化处理。

行业（中信）	上月涨跌幅（%）	今年以来涨跌幅（%）	PB	百分位
煤炭	-12.58	24.71	1.40	72.87
机械	4.30	-14.34	2.51	34.43
基础化工	-5.62	-21.33	2.54	30.14
有色金属	-3.45	-14.80	2.36	29.66
综合	0.83	-12.50	1.52	21.82
钢铁	-2.21	-20.93	1.01	14.07
农林牧渔	-6.19	-10.75	2.95	12.91
石油石化	-8.37	-10.11	0.92	11.18
传媒	-1.95	-31.79	1.60	0.28
建筑	-2.18	-11.70	0.84	0.00
银行	-9.46	-16.33	0.49	0.00
房地产	-13.66	-16.88	0.84	0.00

# 港股： 10月港股受内外风险事件冲击，继续下跌

- 10月国内外风险事件增多，港股继续保持下跌趋势。
- 10月国内信心偏弱，欧美通胀依旧高企，衰退预期增强，进一步增强市场的不确定性和担忧情绪，压制港股上行。不过目前美联储加息预期存在短期压力边际缓和，如果后续通胀出现改善，对港股的压制将有所减弱。
- 港股目前处于较低的估值水平，港股有望企稳但波动风险仍然较高：当前全球面临能源危机、通胀高企、中美关系等问题，导致港股持续走弱。不过港股已处于较低估值水平，加上近期政策对于港股支持力度不断加大，外部压力短期有所减弱，港股中一些A股无法投资的经营稳健的中资企业有望迎来阶段性企稳或反弹，不过波动风险仍然较高。

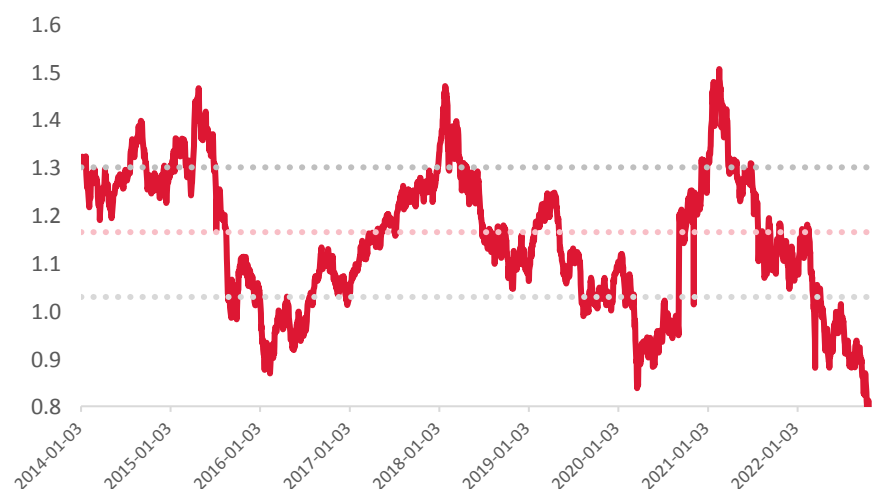
## 10月港股仍受内外风险事件冲击



恒生PE



恒生PB



# 内容目录

**01 市场回顾**

**02 海外经济环境及政策影响**

**03 国内经济环境及政策影响**

**04 市场结构与特征**

**05 资产配置观点展望**



# 经济逻辑与FICC配置观点

规避 低配 标配 高配 超配



经济逻辑		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 欧洲天然气供应短期有缓解，极端风险降低，不过在通胀、加息背景下，衰退压力继续上升；</li> <li>✓ 美国“薪资-物价”螺旋带来的顽固性通胀困扰，以及经历美联储激进加息后，经济处于“强弩之末”，衰退风险临近；</li> <li>✓ 由于欧美衰退预期增强，货币政策受高通胀制约，不确定性较强，未来仍是需要密切关注的风险点；</li> <li>✓ 疫情对经济影响仍然存在，以地产为主的需求端复苏偏弱，宏观政策在不断加码稳增长。考虑到海外风险，存在两个可能场景：             <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 场景一：欧洲不发生极端衰退、美国软着陆，海外衰退相对温和，国内经济的悲观预期见底，政策预期向好；</li> <li>◆ 场景二：欧美衰退等外部风险加剧，并对全球产生外溢影响，引发全球风险偏好降低；</li> <li>◆ 场景一对市场影响中性偏乐观，目前市场主要交易该场景，场景二对市场影响较负面，短期发生风险的可能性不高，需适当保持谨慎。</li> </ul> </li> <li>✓ 国内流动性短期平稳，利率偏震荡，难上难下。</li> <li>✓ 人民币汇率短期偏弱，但下行空间明显收窄、逐渐趋于企稳，未来中美经济相对强弱变化将是人民币汇率扭转的关键。</li> </ul>	
资产类别		主要观点	配置建议
债券	利率债	短期来看，资金利率向政策利率靠近的走势可能接近尾声，中长期看，经济偏弱仍需宽松政策支持，后续或偏震荡。	标配
	信用债	当前信用利差或已接近极限，经济企稳反弹前，仍要警惕信用风险事件发生。中期角度看，信用债收益、风险性价比相对偏低。	低配
商品	黄金	欧美衰退预期提升，美联储加息预期可能接近“见顶”，黄金具备较好的避险、均衡配置价值，中长期投资价值有望提升。	标配
外汇	美元	由于就业市场强劲、通胀压力不减，美联储加息态度偏鹰，且欧洲衰退风险也在为美元提供支撑，美元相对强势尚未结束。不过美国衰退压力也在上升，美联储存在态度转向的不确定性，美元走势在中期存在变数。	标配

# 市场逻辑与A股策略

规避 低配 标配 高配 超配



<b>A股逻辑</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 今年的A股市场我们分为三个窗口来观察，分别为情绪窗口、政策窗口和经济窗口，时而分割，时而共振。</li> <li>✓ 目前三个窗口三个都在调整期（市场情绪、政策和经济）。</li> </ul> <div style="margin-top: 10px;"> <p>市场情绪窗口 {</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>外部影响：经济衰退预期令外需走弱，美联储加息预期接近顶部，风险偏好压制缓解</li> <li>内部影响：9-10月经济依然较弱，悲观预期逐渐计价充分，情绪阶段性触底</li> </ul> </div> <div style="margin-top: 10px;"> <p>政策窗口 {</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>经济政策：较大力度的刺激收效甚微，四季度财政增量空间有限。市场开始寄希望于明年政策预期。</li> <li>防疫政策：疫情是影响需求恢复节奏的关键，市场对防疫预期变化转向乐观</li> </ul> </div> <div style="margin-top: 10px;"> <p>经济窗口 {</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>基建和制造业：9月开始基建发力，但未能向其他领域传导；制造业受需求偏弱、去库存拖累，复苏较弱</li> <li>地产和消费：地产惯性下行，政策不断发力，后续压力未缓解；消费受疫情影响较大，有复苏潜力</li> </ul> </div>
-------------	---

资产类别	主要观点	配置建议
------	------	------

权益	A股	<p>➤ 内部环境趋稳，外部风险短期有缓解，市场情绪较10月改善：</p> <p><b>11月投资环境好于10月，A股大幅下行风险缓解，有望迎来阶段性企稳。</b>一是今年经济偏弱预期已被基本反应，估值跌至低位，市场情绪改善，下行空间和风险较小；二是外部风险和估值压制有所缓和，短期发生外部极端风险的可能较小；三是防疫政策仍在优化，市场预期可能从非理性乐观回归理性乐观。风格方面，市场尚未形成明确风格主线，短线或呈现“非典型轮动”，行业切换可能较为迅速，建议仍以均衡配置为基础，并密切关注前期受疫情影响较大的板块，等待风格从模糊到明确带来的右侧机会。</p> <p>➤ 风格方面，两个场景——</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 场景一：经济复苏偏弱，但短期利空因素边际改善，A股向下、向上空间均有限，偏震荡行情；</li> <li>◆ 场景二：外部短期风险有所缓解，国内部分积极政策出台，前期受疫情影响较大的板块占优。</li> <li>◆ 风险主要在于外部不确定性仍未消除；机会主要在于明年政策预期/防疫政策优化带来的阶段性反弹，由于明确机会出现前，市场风格不够稳定，建议偏均衡持仓，并密切关注前期受疫情影响较大的板块。</li> </ul> <p>➤ 行业方面：</p> <p><b>政策逻辑：</b>关注二十大报告对未来重点支持领域，如安全、科技两个大方向上。另外，稳增长、防疫政策如果继续优化，或市场博弈未来政策优化预期，可关注前期受疫情影响较大的板块。</p> <p>➤ 策略方面：</p> <p>风险偏好从低到高：定投，雪球、私募期权复合策略降低左侧风险，多头策略。</p>	标配
----	----	---	----

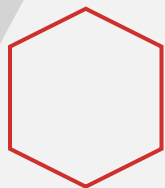


## 风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

## 适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



# 谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



**华宝证券**  
HWABAO SECURITIES