



海外资产逐渐分化，国内风险资产有望修复

——资本市场一季报（2023年1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			●		
	日元	偏弱			●		
	英镑	偏弱			●		
贵金属	黄金	偏强震荡		●			
固收	中国国债	震荡			●		
	中国信用债	震荡			●		
	美债	偏强		●			
	中资美元债	偏强		●			
权益	A股	震荡		●			
	—消费	震荡		●			
	—周期	震荡			●		
	—成长	震荡	●				
	港股-科技	震荡		●			
	美股	震荡			●		

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，美元指数下行、黄金上涨，美债利率小幅回落，美国三大股指震荡。境内资产方面，中国国债利率震荡，人民币汇率小幅升值，A股出现反弹。

■ **本期主题：**海外方面，海外激进的加息步伐有望放缓。对于市场来说，货币政策预期的边际转鸽，将利多美股、美债、黄金，利空美元。国内方面，疫情即将达峰，未来仍有反复。短期随着疫情达峰，风险偏好将有所恢复。此外，中央经济工作会议定调较为积极，有多方政策落地，整体上更利好权益资产，相对不利固收资产。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：美国经济面临“浅衰退”风险，对美股仍有压制，预计美股将震荡筑底。2.美债：预计美债10年期利率中枢将会下移至3.5-3.6%的水平。3.黄金：金价有望延续偏强震荡的形态。4.汇率：美元指数出现反弹；人民币短期仍有波动风险。5.国内固收：受到经济基本面偏利空、银行间流动性中性偏利空，信贷扩张中性偏利空的影响，预计一季度10年期国债利率将先震荡后上行，表现偏弱。6.国内权益：三大关键因子呈现企业盈利、流动性和估值都偏多的格局，战略上对明年上半年A股大盘保持积极看多。节奏上，政策驱动行情暂告段落，一季度在疫情和外需的影响下，市场仍可能反复。一季度市场风格可能相对胶着，以政策指引的轮动为主。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@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：境外股涨债跌，境内资产震荡	1
二、本期主题：海外加息放缓，国内迎接疫情高峰	2
(一) 海外加息预期放缓	2
(二) 疫情即将达峰，未来仍有反复	3
(三) 中央经济工作会议定调积极	4
三、市场前景及策略：海外资产分化，国内资产修复	5
(一) 美股：震荡筑底	5
(二) 美债：利率将震荡下行	6
(三) 中资美元债：配置价值凸显	7
(四) 商品：黄金延续偏强形态，铜价或承压回调	8
(五) 汇率：警惕美元反弹风险	9
(六) 国内固收：预计维持偏弱格局	11
1、利率债：逐步走弱	11
2、信用债：信用利差修复后，震荡上行	12
3、固收投融资建议：趋于谨慎，长债基金难免仍有波动	14
(七) 国内权益：大盘震荡上行，结构轮动加快	15
1、A股大盘：底部震荡逐步走向慢牛	15
2、A股结构：轮动加快	17
四、资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会	18
(一) 胜率：境内权益资产胜率较高	19
(二) 盈亏比：境内股票高于债券	19
(三) 结论：维持不变	20



图目录

图 1: A 股市场反弹	2
图 2: 境外市场美债利率震荡	2
图 3: 美国通胀大概率已经见顶	3
图 4: 美国 PMI 数据已出现明显回落	3
图 5: 地铁客运量 (7 日平均)	4
图 6: 百度疫情搜索指数开始回落	4
图 7: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	6
图 8: 美股风险溢价未反映增长放缓的风险	6
图 9: 美债长端利率近期有所回落	7
图 10: Libor、Hibor 利率仍然偏高	7
图 11: 地产美元债下跌幅度较大	8
图 12: 中资美元债与境内信用债收益率之差由负转正 (以城投债为例)	8
图 13: 美债 10Y 实际利率有望回落	9
图 14: 黄金 vs 美元指数	9
图 15: 美元回调推动人民币汇率升值	10
图 16: 中美利差 vs 人民币汇率	10
图 17: 12 月银行间资金利率短下长上	12
图 18: 12 月国债利率中枢震荡, 曲线走平	12
图 19: 11-12 月不同等级中票信用利差先上后下	12
图 20: 11-12 月不同期限中票信用利差先上后下	12
图 21: 11-12 月不同等级城投信用利差先上后下	13
图 22: 11-12 月不同期限城投信用利差先上后下	13
图 23: 11-12 月中高评级钢铁债信用利差先上后下, 低评级持续走高	14
图 24: 11-12 月不同等级煤炭债信用利差先上后下	14
图 25: 11-12 月中高评级地产债信用利差先上后下, 低评级持续走高	14
图 26: 经济和企业盈利的运行节奏	16
图 27: M1 增速明年上半年有望上行	16
图 28: 绝对估值: 沪指估值分位数处较低水平	17
图 29: 相对估值: 具备一定股债性价比	17
图 30: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	19
图 31: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	19
图 32: 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	20
图 33: “胜率一盈亏比” 九宫格	20



表目录

表 1: 11-12 月市场及策略回顾（截至 2022 年 12 月 27 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	15
表 4: 对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序	18
表 5: 大类资产配置及投资策略建议表	20



一、前期回顾：境外股涨债跌，境内资产震荡

回顾我们的趋势预判，11-12 月中债的走势与我们判断一致，人民币、美债、黄金、A 股、美股、美元与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：11-12 月市场及策略回顾（截至 2022 年 12 月 27 日）

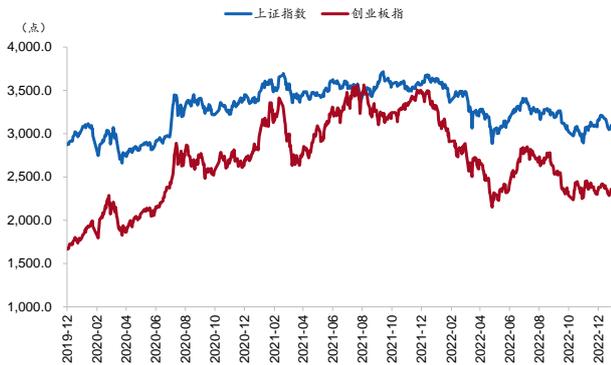
大类资产		现价	今年以来	近 6 个月	近 2 个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	33242	-8.5%	7.4%	1.2%	偏弱	不符合，因美国货币紧缩放缓，美股震荡
	标准普尔 500 指数	3829	-19.7%	0.2%	-1.8%		
	纳斯达克综合指数	10353	-33.8%	-7.4%	-6.7%		
美债	美国 10Y 利率	3.84%	232BP	64BP	-18BP	看利率上行	不符合，因美国货币紧缩放缓
货币	美元指数	104.20	8.6%	-0.3%	-5.9%	偏强	不符合，因美国货币紧缩放缓
	人民币兑美元	6.96	-8.5%	-3.9%	4.2%	偏弱	不符合，因美国货币紧缩放缓
黄金	伦敦金	1813	-0.9%	-0.3%	10.3%	看偏弱震荡	不符合，因美国货币紧缩放缓
A 股	上证指数	3096	-15.0%	-9.2%	6.2%	看震荡	不符合，因国内防疫、地产政策放松
	沪深 300	3888	-21.3%	-13.4%	9.8%		
	上证 50	2632	-19.6%	-13.4%	13.1%		
	中证 500	5886	-20.0%	-9.5%	1.8%		
	创业板指数	2359	-29.0%	-16.9%	4.8%		
	科创 50	963	-31.1%	-13.8%	-3.1%		
	金融(风格.中信)	6393	-10.5%	-3.8%	13.0%		
	周期(风格.中信)	4322	-13.9%	-11.9%	3.8%		
	消费(风格.中信)	11097	-15.6%	-6.4%	14.9%		
	成长(风格.中信)	6120	-27.8%	-14.3%	0.7%		
稳定(风格.中信)	2477	-3.6%	-2.6%	4.9%			
中债	中国 10Y 利率	2.87%	9BP	2BP	17BP	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

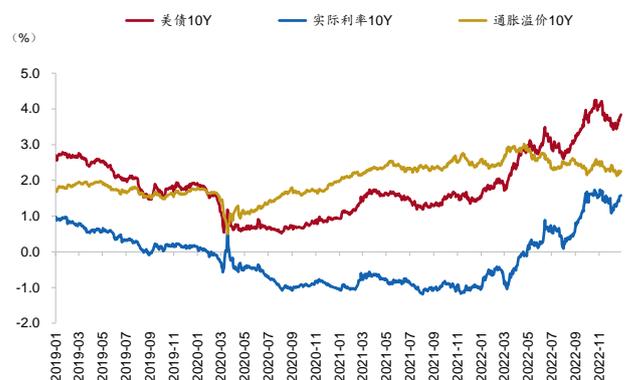
境外资产方面，美元指数下行、黄金上涨，美债利率小幅回落，美国三大股指震荡，各资产仍沿着美联储紧缩的主线交易。美联储 12 月加息 50BP，加息速度放缓。美股震荡、美债利率小幅回落、美元走弱、黄金走强共同反映了美国货币政策紧缩放缓的影响。

图 1：A 股市场反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：境外市场美债利率震荡



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，人民币汇率小幅升值，A 股出现反弹，其中，宽基指数中，上证 50 和沪深 300 反弹较多；风格指数中，金融消费反弹较多。过去 2 个月，国内政策出现重大变化，一方面，防疫政策从 11 月开始不断优化，另一方面，稳增长政策加码，包括房地产融资政策松绑、中央经济工作会议定调积极等。政策的进度和力度超出我们此前预期，受此影响，A 股明显反弹，且金融消费等板块领涨市场，人民币汇率有所走强，债券利率小幅上行。

整体而言，11-12 月市场走势基本印证了我们上期主线的判断，但是政策调整节奏较预期更快，海外资产的走势基本围绕海外货币紧缩主线展开，而国内资产终于迎来了政策落地。

二、本期主题：海外加息放缓，国内迎接疫情高峰

（一）海外加息预期放缓

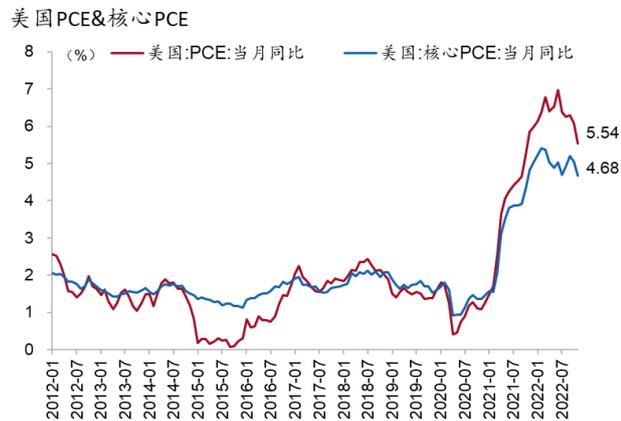
海外激进的加息步伐有望放缓。一方面，美国通胀数据大概率已经确认了见顶之势，未来将逐渐回归到下行趋势当中，美联储持续、快速、大幅加息的必要性正在下降。另一方面，美国经济回落趋势正逐步明确，明年大概率将出现温和衰退，这将倒逼美联储停下目前的加息脚步。同时，鲍威尔也在近期的议息会议中传递出了放缓加息步伐的信号。对于市场来说，货币政策预期的边际转鸽，将利多美股、美债、黄金，利空美元。

展望一季度，预计美联储将在 1 月的议息会议中继续加息，但这对市场来说已经属于预期之中，影响有限。而鲍威尔对未来何时停止加息的表述、以及加息终点的暗示可能才是重中之重。对于市场而言，由于其在年末已经对货币政策的边际转向有所预期，甚至有抢跑的迹象，未来若无增量鸽派信号传递出来，市场可能会在短时间内陷入反复震荡期。但若鲍威尔能够在明年 1 月的议息会议中释放更加明确的转向信号，或是宏观数据有“转鸽”倾向（例如经济



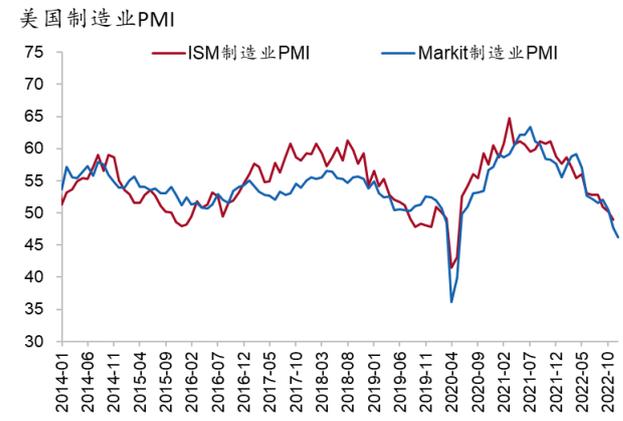
数据超预期走弱、通胀超预期下行等），市场或有望继续沿着货币政策由鹰转鸽的路径进行交易。

图 3：美国通胀大概率已经见顶



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：美国 PMI 数据已出现明显回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）疫情即将达峰，未来仍有反复

自 11 月以来，我国防疫政策不断优化。当前，我国疫情正处于快速上升阶段，对经济和市场造成一定程度的冲击，压制了市场的风险偏好。城市拥堵指数、地铁客运量、全国整车货运流量指数等高频数据，能够反映城市内部活动和跨城市物流情况，当前这些数据主要受疫情影响大幅下滑，从侧面反映了疫情的严重程度。

本轮疫情发展速度极快，疫情达峰时间可能早于预期。此前市场普遍预期达峰时间在 1 月中下旬，但是由于奥密克戎极强的传染性，疫情实际的发展速度远高于预期。百度疫情搜索指数在 12 月 21 日达峰，由于疫情搜索指数反映的是互联网用户对疫情的关注程度，不代表实际感染，根据各地经验，疫情搜索指数大约领先新增病例数一周左右。据此推算，全国疫情新增病例数可能在 12 月底达峰。根据各个地方政府的估计，全国多地将在 12 月底 1 月初达峰，这与互联网数据是吻合的。从地铁客运量数据观察，一二线城市几乎同步下行，并且在 12 月 24 日附近停止下行，而疫情达峰时间较早的北京，已经开始回升。

疫情达峰后，经济将迎来短期修复。但是，地铁客运量等数据的下降，说明疫情短期对劳动力供给造成了明显的冲击，且后续修复进程恰好与春节假期重合，可能会受到春节的影响而有所放缓，整体上本轮劳动力供给冲击可能将持续到春节之后。

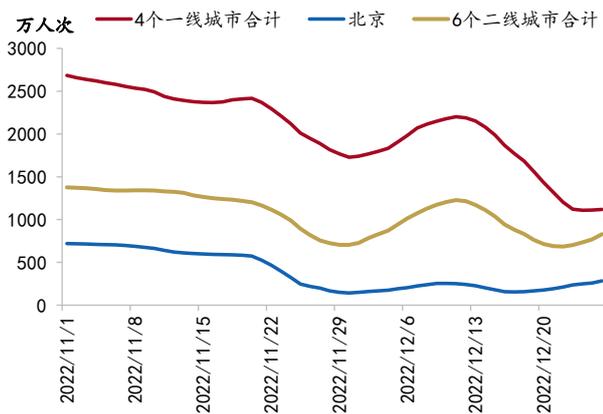
中长期来看，根据海外经验，大部分国家经历了不止一轮的疫情冲击。由于新冠病毒不断变异，疫苗和人体自身免疫系统无法完全防止再次感染。在多次疫情冲击中，第一轮疫情对经济的冲击最大，后续经济受损程度逐渐收敛。我们认为，之所以首轮冲击较大，一个重要原因在于民众的心理预期。面对首



次疫情冲击时，不仅实际感染快速上升，同时民众还面临未知的恐慌心理，出行意愿大幅下降。

短期来看，第一波疫情即将达峰，对于资本市场而言，风险偏好将在第一波疫情达峰前后出现明显提升，从而有利于权益资产，但会对固收资产形成压制。

图 5：地铁客流量（7 日平均）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：百度疫情搜索指数开始回落



资料来源：百度、招商银行研究院

（三）中央经济工作会议定调积极

12 月 15-16 日，中央经济工作会议在北京举行。本次中央经济工作会议总基调与 12 月政治局会议一致，整体定调较为积极，对市场关心的多个重大问题作出了回应，并在各方面进行了具体部署。会议提出货币政策要精准有力，重提保持流动性合理充裕。地产方面，中央经济工作会议重申“支持刚性和改善性住房需求”，放在扩大内需部分的首位，预计可能有需求端的进一步放松。消费方面，恢复和扩大消费放在优先位置，重点在住房改善、新能源汽车、养老等。民营经济方面，强调“两个毫不动摇”“必须亮明态度，毫不含糊”，有助于提升市场信心。产业政策方面，“要大力发展数字经济”“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中显身手”。围绕“安全”，突出了包括制造业“关键核心技术和零部件薄弱环节”，以及“新型能源体系”。

总体来看，此次会议一方面保持了比较积极的政策方向，包括货币财政硬科技等领域，另一方面，对过去几年受到疫情压制或者政策扰动的领域，包括地产、消费、互联网、民营经济等，政策上进行了优化，其中消费的地位进一步提高。从大类资产表现而言，会议对经济定调积极，有多方政策落地，整体上更利好权益资产，相对不利固收资产。

三、市场前瞻及策略：海外资产分化，国内资产修复

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	美元在一季度的短期窗口中或有反弹可能。尽管美国经济将逐渐迈入温和衰退，但三季度 GDP 环比上修，表明美国经济的表现似乎仍高于市场预期，这将巩固“美国差，欧洲更差”的经济差格局，也将推动美元指数出现反弹。
	人民币	短期仍有波动风险。一方面是美元的反弹，另一方面是疫情快速达峰给经济带来短期冲击，也将给人民币带来波动风险。
	欧元	一季度需要警惕欧元回调。
	日元	一季度需要警惕日元回调的风险。
	英镑	一季度英国将进一步陷入衰退状态，不利于英镑表现。
商品	黄金	金价有望延续偏强震荡的形态。在美联储加息预期放缓的宏观背景下，美债实际利率有望进一步从高位回落，这将成为推动金价走高的核心支撑力量。
	原油	在低库存、低供应格局下，外盘两油有机会在中国农历春节前回升至 90 美元/桶。
	铜	铜价有可能承压回调。首先，海外经济下行持续兑现，冲击基本金属的需求。其次，疫情扰动较强。再次，社会库存在生产淡季有可能出现较为明显的累增，对价格形成下行压力。
固收	国内固收	利率债市场未来受到经济基本面偏利空、银行间流动性中性偏利空，信贷扩张中性偏利空的影响，预计一季度 10 年期国债利率将先震荡后上行，表现偏弱，运行区间预计在 2.8-3.0%。信用债市场，信用利差短期将延续修复，修复后趋于震荡上行。
	美债	预计美债 10 年期利率中枢将会下移至 3.5-3.6% 的水平。
	中资美元债	美元基准利率、房企信用风险这两点制约因素均已经出现改善，中资美元债配置价值凸显。
权益	A 股	影响市场的三大关键因子呈现企业盈利、流动性和估值都偏多的格局，战略上对明年上半年 A 股大盘保持积极看多。节奏上，政策驱动行情暂告段落，业绩驱动行情可能在二季度，一季度在疫情和外需的影响下，市场仍可能反复。
	港股-科技	港股的两大宏观压制因素都将好转，港股整体有望迎来行情修复。恒生科技政策定位提升，业绩修复确定，配置价值显现。
	美股	随着美联储加息节奏放缓，货币政策紧缩导致美股“杀估值”告一段落，而美国经济面临“浅衰退”风险，对美股仍有压制，预计美股将震荡筑底。

资料来源：招商银行研究院

（一）美股：震荡筑底

随着美联储加息节奏放缓，货币政策紧缩导致美股“杀估值”告一段落，而美国经济面临“浅衰退”风险，对美股仍有压制，预计美股将震荡筑底。

美联储紧缩接近尾声，预计明年一季度美联储继续加息 2 次，加息速度进一步减慢，并接近完成“追赶通胀曲线”。由于加息已经接近尾声，且市场已经多有预期，货币紧缩将不再是美股的主要风险，货币政策紧缩导致的美股“杀估值”告一段落。

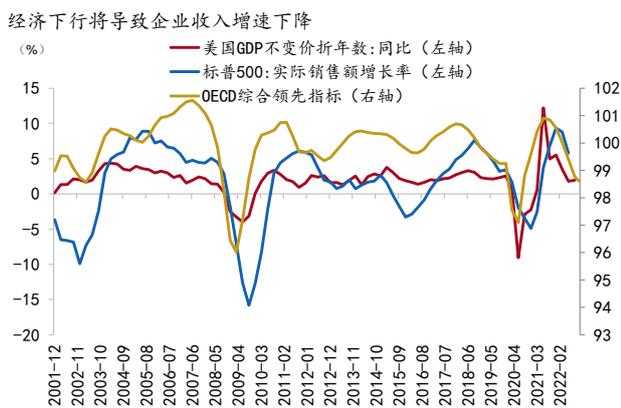
企业盈利增速放缓是美股的主要风险。我们判断美国经济增长内生动能已明显放缓，从 ISM 制造业 PMI 数据来看，11 月进一步下降至 49，已经跌破

荣枯线。美国经济或于明年上半年陷入“浅衰退”，持续时间一年左右。由于是“浅衰退”，总体影响比较温和，并且本轮美国企业和居民资产负债表比较健康，对经济衰退的承受能力较强。从节奏上看，股市一般会提前反映未来经济，因此，明年上半年美国经济衰退对股市仍有负面影响，但是幅度有限。

当前美股绝对估值虽被货币紧缩“杀”至低位，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28%分位的较低水平。但是标普500风险溢价（1/市盈率-美国10年期国债利率）处于过去10年5%分位数，股票相对债券的估值处于非常高位。估值主要由利率和风险溢价两部分组成，其中，风险溢价主要是对经济和企业盈利前景的反映。估值下降但风险溢价很高，说明美股估值下降主要是利率上升的结果，而不是由于风险溢价上升，风险溢价并未反映经济衰退风险。未来美国经济放缓，可能对风险溢价造成不利影响，进而压制美股估值。

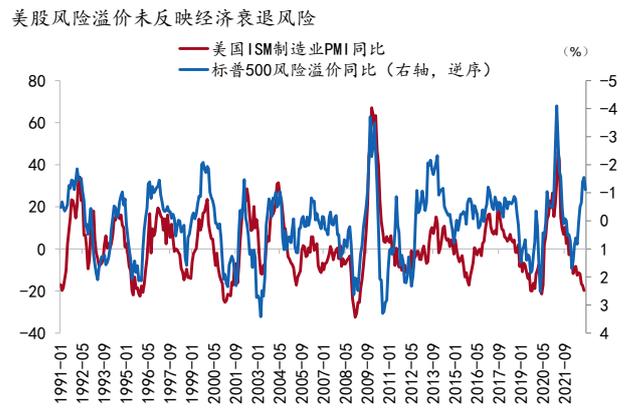
综合判断，美股主要面临企业盈利增速放缓的不利局面，美股将震荡筑底，等待美联储货币政策转向，建议策略上耐心等待加仓时机。

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：利率将震荡下行

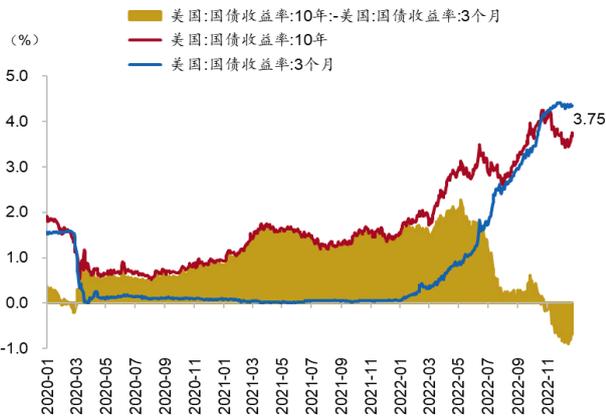
美联储加息步伐的放缓将进一步引导美债利率的走势，推动长端利率中枢下移。但需要留意的是，由于美联储在一季度大概率仍有加息动作，这将会给美债利率的下行带来幅度上的扰动。总体来说，预计美债10年期利率中枢将会下移至3.5-3.6%的水平。

投资策略上，美债已经进入到配置区间，可考虑持有或增配。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。

融资策略上，由于美联储仍处于加息周期当中，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，境外融资成本优势不再，建议转为低融资成本货币进行融资。

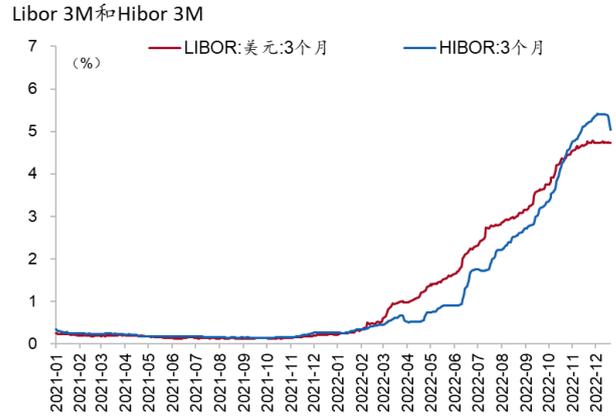


图 9：美债长端利率近期有所回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：Libor、Hibor 利率仍然偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）中资美元债：配置价值凸显

我们认为，美元基准利率、房企信用风险这两点制约因素均已经出现改善，中资美元债配置价值凸显。

首先，美债利率的上行大概率已进入尾声，下行动能正逐渐增强。其次，国内政策“三箭齐发”，房地产企业信用风险显著缓解。自去年 9 月恒大违约并持续发酵后，已有超 30 家大中房企在公开市场发生信用违约或展期，地产行业悲观预期不断上升，虽然政策边际回暖但给市场带来的实质性推动作用不大。11 月，房地产融资的“三支箭”政策先后出台，包括金融《十六条》、扩大民营企业债券融资支持工具（预计将提供约 2500 亿元支持民企债券融资）、放开存量房企股权融资等，预计能有效恢复地产融资端的造血功能，拓宽房企融资渠道，也是地产政策转向实质性宽松的标志，在政策支持下部分未出险房企流动性紧张状况或将有所缓解，房企风险再度大幅蔓延的概率下降。

不过，想要看到房地产行业全面企稳仍需销售端的发力，但目前销售市场仍在磨底阶段。除担忧期房交付以外，宏观经济增速下滑及居民收入预期转弱、房价下行压力也是压制需求的重要因素，在未观测到这些指标有变化前，销售端预计难以明显好转。可以肯定的是，《十六条》颁布之后，未来出台稳定销售的政策预期在进一步增强，地产行业主体风险或许正在逐步出清。

综合来看，在美元基准利率回落及房企信用风险减弱下，中资美元债交易价格均将有所回升。

另外，中资美元债票息丰厚，相较境内债券溢价较高。以投资级债券的绝对收益水平来看，目前其收益率在 6% 附近，相较境内债券溢价近 3%。

在板块选择上，在板块选择上，金融、地产和城投是最主要的美元债发行方向，明年均有配置价值，但内部仍有分化，具体如下：

地产债：央国企背景的房企、以及优质民企主体确定性较高。一方面，央国企背景的房企信用条件较优，流动性也相对充足，安全底垫高。另一方面，

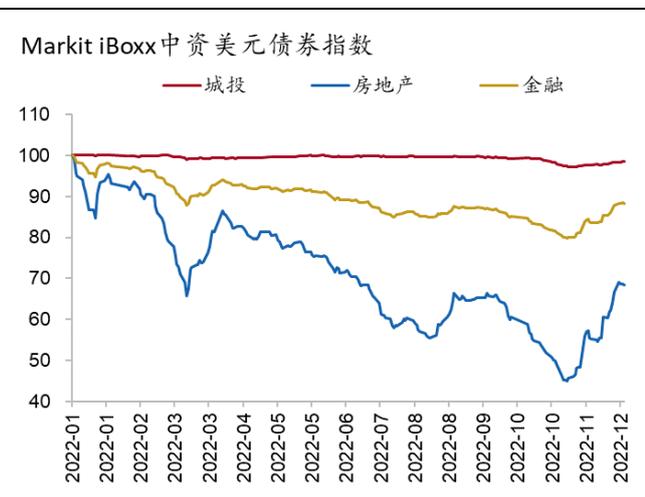


从《金融十六条》中支持“资质良好”、“优质房地产企业”、“市场化原则”的政策表述来看，主要受益的企业为还未发生信用违约的民营和混合所有制房企。

城投债：优质主体投资价值确定性高，弱资质城投可能会面临估值波动风险。 优质主体将受益于基准利率下行获取资本利得。但需要注意的是，由于2022年财政收支压力上升，财政赤字扩大，财政能力弱的区域可能更为严重，恐怕会影响到弱资质城投的收入和再融资能力，债券价格也将面临波动风险。

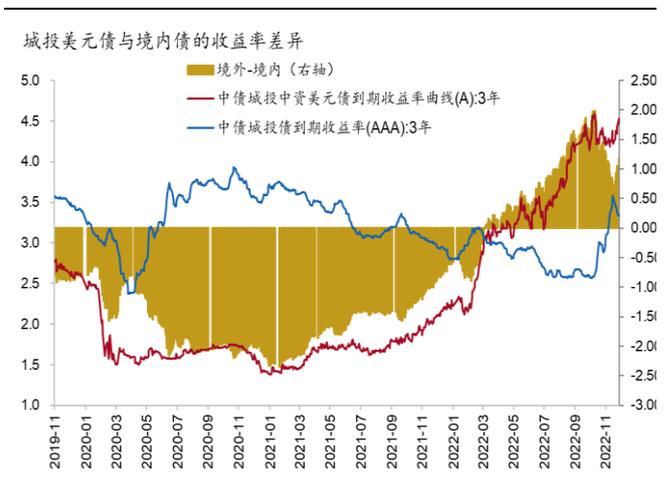
金融债：整体板块具备收益修复机会。 金融美元债整体流动性较好，明年将受益于基准利率的下行获取资本利得。其中，国有行是金融板块的主要发行人，今年估值压力主要来自于美债利率上行风险，中小银行的估值压力则来自于房企违约风险，而这两点制约因素在2023年均将有显著改善。

图 11：地产美元债下跌幅度较大



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：中资美元债与境内信用债收益率之差由负转正（以城投债为例）



资料来源：Wind、招商银行研究院

（四）商品：黄金延续偏强形态，铜价或承压回调

黄金：金价有望延续偏强震荡的形态。 在美联储加息预期放缓的宏观背景下，美债实际利率有望进一步从高位回落，这将成为推动金价走高的核心支撑力量。但是，需要留意两点制约因素，一是美债实际利率的回落预计不是一帆风顺的，美联储的实际加息动作对其仍有扰动，黄金届时也将出现波动；二是我们认为美元仍有反弹风险，这也将削弱黄金的走高幅度。在策略上，建议投资者可以考虑中高配黄金。尤其当伦敦金调整至 1750 美元下方时，将是较佳的介入点位。

图 13: 美债 10Y 实际利率有望回落



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 14: 黄金 vs 美元指数



资料来源: Wind、招商银行研究院

原油：油价有望回升。在低库存、低供应格局下，美油和布油有机会在中国农历春节前回升至 90 美元/桶，考虑到美联储加息的放缓是大势所趋，我们认为因为市场风险偏好变化对油价的冲击未来仍将趋弱，市场定价仍将回归供需。这种情况下，未来需警惕俄油供应收紧后的油价上行风险。

铜：铜价或将承压回调。铜价上方的压力来自于消费端的走弱，但是下方依然存在低库存的支撑。从消费端看，海外高通胀压制消费，欧美多项经济指标持续走弱，国内传统终端消费下滑，铜材企业开工率回落。但是，粗铜供应持续偏紧，冶炼厂精铜产量远不及预期，使得社会库存处于低位水平，对价格形成底部支撑。

展望未来，铜价有可能承压回调。首先，海外经济下行持续兑现，冲击基本金属的需求。其次，疫情扰动较强，将会有更多的下游加工企业在农历新年前提前放假，经济下行的压力较大。再次，社会库存在生产淡季有可能出现较为明显的累增，对价格形成下行压力。

（五）汇率：警惕美元反弹风险

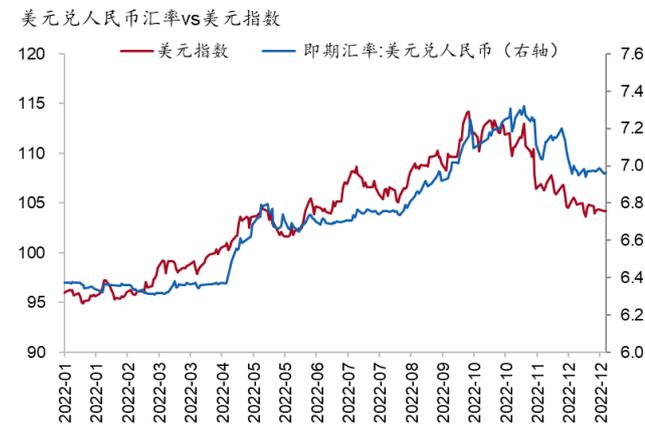
美元指数：美元在一季度的短期窗口中或有反弹可能。尽管美国经济将逐渐迈入温和衰退，但三季度 GDP 环比上修，表明美国经济的表现仍高于市场预期，这将巩固“美国差，欧洲更差”的经济差格局，也将推动美元指数出现反弹。但是中期来说，强美元动能已经趋缓，流畅型上涨形态不再。随着美联储货币政策的边际转向，能够推动美元指数向上的动能已经弱化，美元指数大概率将是震荡或偏弱震荡的形态。

人民币：短期内存在波动风险。在美元调整以及疫情管控政策优化下，人民币汇率的贬值压力出现一定程度的缓解，在岸、离岸人民币汇率均升值收复了 7.0 整数关口。但是短期而言，人民币汇率仍有波动风险。一方面是美元的反弹风险，可能会给人民币汇率带来负面压力。另一方面是疫情快速达峰会给



经济带来短期冲击，也将给人民币带来波动风险。中期而言，随着强美元动能的趋缓，人民币汇率大概率将出现企稳回升的形态，贬值风险降低。

图 15: 美元回调推动人民币汇率升值



资料来源：招商银行研究院

图 16: 中美利差 vs 人民币汇率



资料来源：Wind、招商银行研究院

欧元方面：明年一季度，经济衰退压力可能会对欧元的表现形成一定制约。根据欧洲央行行长在 12 月货币政策会议后的发言，2023 年第一季度欧元区将进入浅衰退。同时冬季过后能源补库的新来源依然存在一定变数。货币政策方面，12 月会议之后，市场对美联储加息的市场预期仍然滞后于美联储自身给出的点阵图，对降息时点的预测也过于乐观，而对欧洲央行加息预期的调整则比较迅速。因此第一季度需要警惕欧元回调，美元反弹的风险。

日元方面：2022 年日元走弱主要源于美日利差的扩大，而随着第四季度美债利率的回落以及日本央行调整收益率曲线控制政策——将 10 年国债收益率的波动上限从 0.25% 调整到 0.5%，美元/日元快速回落，从 152 附近回落到 133 一线。但日本当前的政策调整并非为放弃超宽松货币政策，从日本央行行长的发言来看，调整收益率曲线控制政策主要是解决债券市场的扭曲，促进货币宽松效应传递、同时保持日本国债收益作为参考利率的功能，而非基于通胀增长或者日元贬值而调整货币政策。因此在明年二季度黑田行长卸任之前，日本央行可能仍不会再有调整宽松货币政策的大动作，但美债收益率则可能随着美联储加息和市场预期调整而有所反弹，加剧美日利差。第一季度需要警惕日元回调的风险。

英镑方面：在英国新首相和新财相扭转了令金融市场剧烈动荡的财政政策之后，英镑兑美元虽然极端悲观的时刻已过，但英国经济衰退的压力仍然限制英镑表现。从英国央行的经济预测来看，英国在 2022 年第四季度的 GDP 将下降 0.1%，从货币政策角度来看，英国央行在加息方面始终谨慎，虽然在 12 月欧洲央行、美联储和英国央行都加息了 50 基点，但是英国央行内部分歧较大，有两位委员拒接加息，主要顾虑仍来自英国疲弱的经济前景，实际收入下降与金融条件紧缩已经令经济疲软，货币政策也有一定滞后性，基于风险的考量不建议继续加息。随着明年一季度英国进一步陷入衰退状态，英国央行的官员的



态度或将进一步分化，这将制约英国央行释放鹰派信号的空间，不利于英镑表现。

（六）国内固收：预计维持偏弱格局

1、利率债：逐步走弱

经济增长方面，受疫情扩散影响，12月经济修复仍然偏弱。但年末政策预期已快速上升，市场已上修对2023年经济预期，对疫后消费、地产的修复逐渐变得更加乐观。综合来看，尽管当下经济的实际读数仍然受到疫情扩散的压制，但可预见的是，随着疫情受控，经济活动有序恢复，叠加政策推动，经济从底部向上的概率较大。中期而言，基本面对债券的影响会逐步转为偏利空。

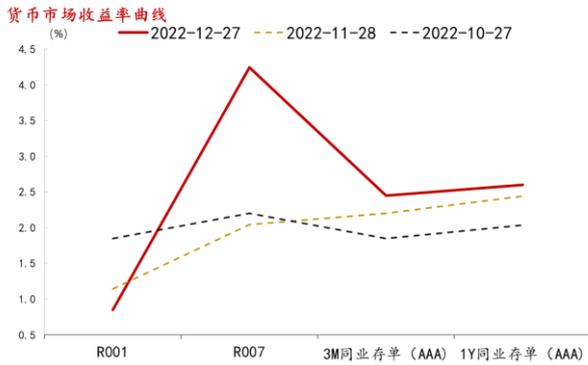
银行间流动性方面，预计2023年一季度资金利率中枢会偏震荡上行，节奏上可能前松后紧。目前判断资金利率中枢暂时不会明显上行，主要原因在于经济还在底部逐步向上修复的阶段，此时货币政策提供的支撑仍然是有必要的，不高的资金利率有利于经济的修复。不过需要注意的是，央行作为资金供给端，尽管在一季度没有主动提高资金利率的意图，但是资金需求上升仍有可能驱动资金利率上行。资金需求上升的驱动力来源于商业银行资产投放好转之后对负债资金的需求增多。需求增多的时间点可能会出现在春节后，在疫情逐渐稳定的背景下，经济活动增加将推动商业银行资产投放好转。由此，一季度银行间资金利率先震荡后上行的概率较大，对债券市场影响中性偏空。

信贷市场方面，当下企业和居民融资分化较为明显，整体仍然呈现企业贷款偏好，居民贷款继续偏弱的格局。一季度是银行开门红的传统时间点，预计总量表现不差，不过企业和居民分化的格局还会存在，居民端的修复可能需要较长的时间，对债券市场影响中性偏空。

综上，利率债市场未来受到经济基本面偏利空、银行间流动性中性偏空，信贷扩张中性偏空的影响，预计一季度10年期国债利率将先震荡后上行，表现偏弱，运行区间预计在**2.8-3.0%**。中期而言（6个月），经济修复的概率不断增加，经济增速可能会逐步向上，债券利率中枢会逐步抬升。

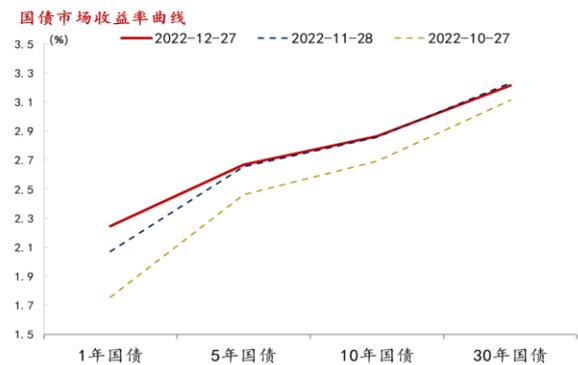


图 17：12 月银行间资金利率短下长上



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 27 日

图 18：12 月国债利率中枢震荡，曲线走平

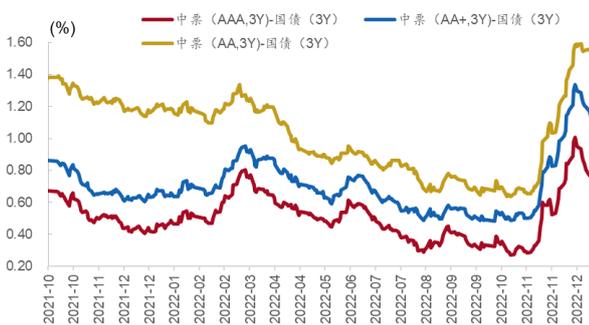


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 27 日

2、信用债：信用利差修复后，震荡上行

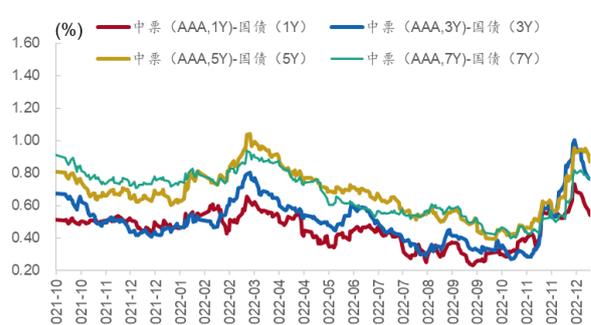
2022 年四季度信用债发生明显调整，信用债收益率大幅上行，信用利差也大幅上行，超出此前预期。推动信用利差大幅上行的原因，一方面，利率债收益率上行带来的流动性溢价，这一点此前被预期到。另一方面理财赎回带来的影响较为剧烈，超出我们的预期。到年末，随着央行对跨年流动性的呵护，监管政策的引导，赎回压力有阶段性缓解，信用利差上行到高位以后已经向下回落。短期而言，流动性偏宽松的环境将继续有利于信用利差修复，不过向下的空间并不大。中期而言，随着市场对经济预期的转变，利率呈底部抬升走势，信用利差预计向下修复至一定水平后仍然还会有一定的压力，需要保持谨慎。

图 19：11-12 月不同等级中票信用利差先上后下



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 27 日

图 20：11-12 月不同期限中票信用利差先上后下



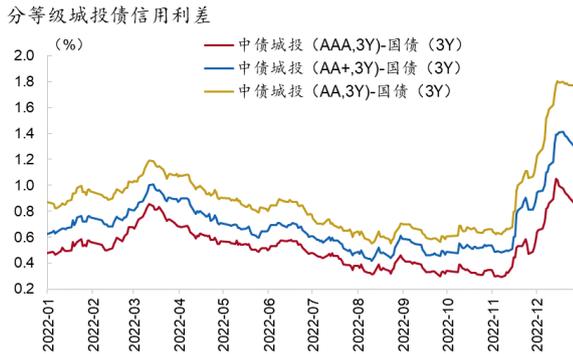
资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 27 日

城投债：受国债利率上行及理财赎回影响，城投信用利差快速上升。不过年末流动性受到呵护，城投债作为流动性较高的品种，信用利差从高位向下修复。展望后期，中高评级城投债信用利差更多跟随流动性走



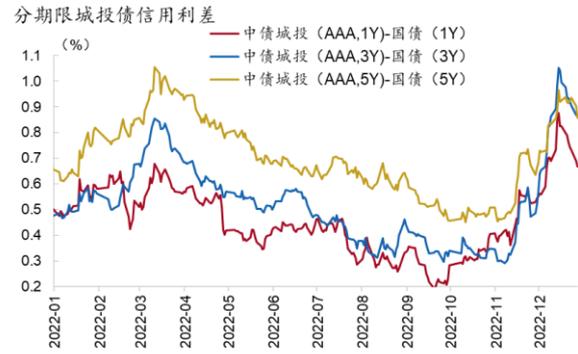
势，信用利差在一季度呈先下后上格局。违约风险较高的低评级城投债主要警惕信用风险。考虑 2022 年财政收支压力上升，财政赤字扩大，财政能力弱的区域可能更为严重，可能会影响到弱资质城投的收入和再融资能力，所以预计一季度低评级城投债的信用利差的修复较为有限，且未来还会有压力。

图 21：11-12 月不同等级城投信用利差先上后下



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 27 日

图 22：11-12 月不同期限城投信用利差先上后下

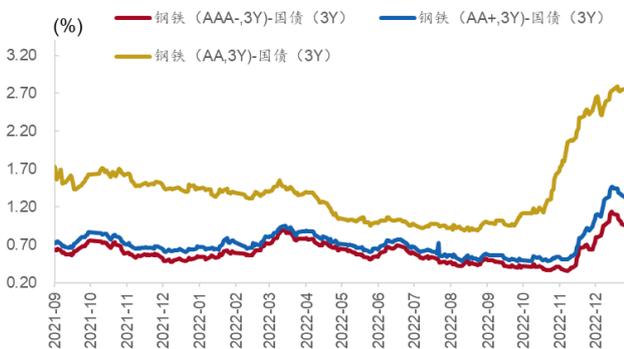


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 27 日

强周期债：行业景气度延续分化，煤炭仍较强，钢铁偏弱。煤炭行业，预计在一季度用电高峰期，景气度继续维持高位；同时，2022 年底债市调整中，煤炭债信用等级利差上行较大，从历史极低分位水平上升至中性的位置，为介入煤炭债提供较好配置机会。一季度是钢铁行业传统生产淡季，景气度或延续低迷，钢铁债的信用等级利差在经历了市场调整后已处于历史较高水平，进一步走阔的空间在缩小，但由于基本面不振也难以为信用等级利差压缩提供动力，介入钢铁债的时机仍需等待。一季度流动性溢价风险较小，整体带来的扰动可能不大。

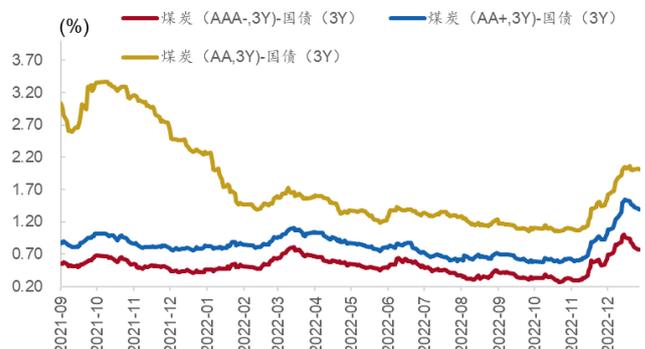


图 23: 11-12 月中高评级钢铁债信用利差先上后下，低评级持续走高



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 12 月 27 日

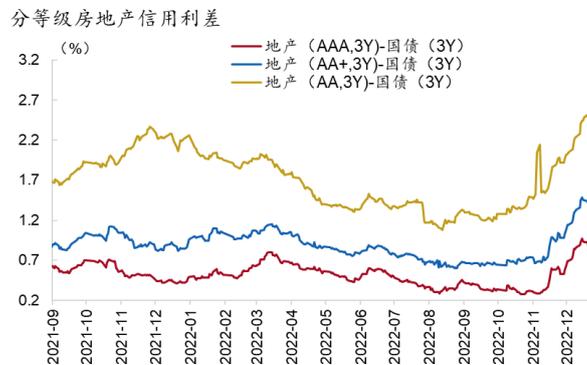
图 24: 11-12 月不同等级煤炭债信用利差先上后下



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 12 月 27 日

地产债: 近期地产行业“三支箭”融资支持性政策密集出台，地产债的交投情绪转暖，风险偏好提振，带动部分地产债价格修复。展望来看，预计一季度随着短期乐观情绪消化后，市场交易将逐步回归至房企主体的基本面上。地产行业的系统性风险无虞，但已经出险的房企和尾部弱资质的房企个体风险仍需要谨慎对待。

图 25: 11-12 月中高评级地产债信用利差先上后下，低评级持续走高



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截至 12 月 27 日

3、固收投融资建议：趋于谨慎，长债基金难免仍有波动

基于利率债市场先震荡后偏弱的局面，对于利率债投资组合，主要以防御为主，控制仓位，不拉久期。考虑到在节奏上，利率仍有一段偏震荡的行情，认为在操作上仍可以考虑适当止盈。

信用债方面，更看好受益于经济好转，下游消费修复的行业，例如休闲服务、食品饮料、建材行业等。看好受益于政策提振的行业，高端制造业、双碳等板块。同时看好边际转好的行业，地产和相关上下游行业。建议关注风险，即部分弱资质城投平台债偿债压力上升。



在产品方面，2022 年末理财经历赎回风波，也进一步引发了债券市场的明显调整。随着年末流动性的边际好转，赎回压力已有阶段性缓解。往后看，由于经济预期转为偏乐观，市场预期的债券资产收益也跟随回落，波动难免会加大，这给固收类产品的稳定性和投资收益都带来不小的挑战。在策略上，基于资金利率难有大幅上升和产品流动性高的判断，货基、存单基金、短债仍可继续持有，而长债波动相对较大，中长久期债基净值难免还会有波动，建议可以暂时观望。以博弈更高投资收益为目的，可以逢低增配固收+。

产品选择上，纯债基金中，22 年短债基金收益率优于中长债基金，中长债基金由于持有更多低流动性的信用债，这部分信用债遭到了大幅折价抛售，使前期采用票息策略的产品受损更严重，加剧了产品净值的下跌；配置了更多利率债且更灵活的交易策略型基金在 22 年收益率表现最佳，也同步印证了前述观点；风格上，债市的系统性调整使得操作风格不是 22 年产品业绩的核心抓手，整体差异不大。固收+基金方面，缺乏 beta 行情仍然是当前的核心矛盾，对 alpha 收益的操作无法拉开差距，整体延续偏弱表现。

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
纯债基金	策略	信用精选	-0.86	-1.37	1.74	-1.15	-1.90	-1.91
		防御策略	-1.01	-1.68	1.57	-1.26	-2.15	-2.15
		交易策略	-0.59	-0.89	2.21	-1.13	-1.72	-1.72
		平衡策略	-0.83	-1.40	1.62	-1.15	-1.95	-1.95
		短债基金	-0.16	-0.17	2.17	-0.33	-0.51	-0.51
	风格	弹性收益	-0.79	-1.24	1.80	-1.15	-1.84	-1.85
		攻守兼备	-0.76	-1.25	1.88	-1.08	-1.79	-1.79
		稳健收益	-0.39	-0.56	1.97	-0.56	-0.92	-0.92
固收+	行业配置特征	核心+卫星	-0.07	-1.00	-2.87	-3.86	-2.47	-5.52
		均衡	-0.19	-0.51	-2.25	-3.64	-2.32	-4.15
		灵活进攻	-0.83	-1.72	-2.12	-4.03	-2.81	-4.45
		中期偏好稳定	-1.27	-1.81	-4.64	-4.13	-2.70	-5.63
	风格	弹性收益	-0.83	-2.67	-5.35	-6.92	-4.55	-9.33
		攻守兼备	-0.60	-1.68	-2.15	-3.41	-2.43	-4.44
		稳健收益	-0.46	-1.10	-2.92	-3.82	-2.38	-4.55

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 12 月 23 日

债券融资方面，一季度建议发债靠前安排，后期预期扰动较大，不确定性增加，届时择时的难度会加大。

（七）国内权益：大盘震荡上行，结构轮动加快

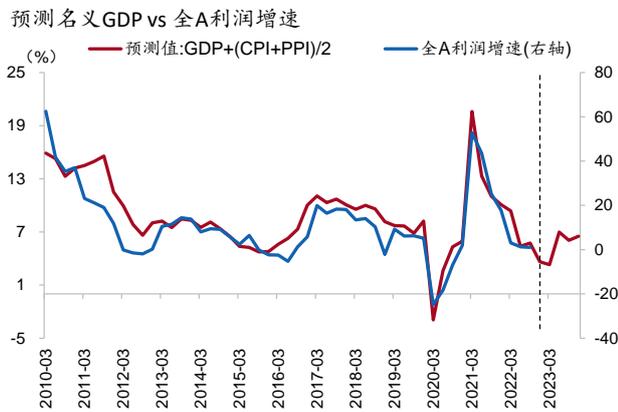
1、A 股大盘：底部震荡逐步走向慢牛



决定市场趋势的三大关键因子为企业盈利、流动性和估值水平。大势研判基本围绕这三大关键因子的不同组合来展开。展望 2023 年上半年，三大关键因子均呈现偏多的格局。

防疫政策的优化调整和中央经济工作会议的积极定调，均有助于企业盈利预期的修复。春节前后全国疫情达峰前经济仍会受到一定冲击，达峰之后经济将逐步修复。预计今年疫情的冲击将不止一轮，但第一轮对经济的影响最大，后续几轮经济受损程度将逐渐收敛。总体而言，疫情对经济的影响短空长多。此外，中央经济工作会议对财政货币等宏观政策定调积极，对过去几年受到疫情压制和政策扰动的领域，如地产、消费、互联网、民营经济等，在政策层面也进行了优化。市场对明年经济修复的信心已明显提高，但从预期好转到经济基本面真正修复，仍存在一定时滞。预计一季度经济是全年最低点，二季度经济将显著修复。

图 26：经济和企业盈利的运行节奏



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 27：M1 增速明年上半年有望上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

流动性明年上半年将呈偏宽松的格局。宏观流动性既是企业盈利的领先指标，也是股票市场流动性的重要来源，其在一定程度上能影响股市牛熊，历史上货币供应量 M1 增速就和市场估值走势高度相关。当前货币政策的重心依旧在稳增长，预计宽货币基调不会变。明年上半年美联储加息周期步入尾声，中国通胀处于合意区间的偏低位置，货币政策的空间较为充足，预计央行将继续降准降息。此外，根据银行间流动性的领先性，可推断明年上半年 M1 增速将继续上行。

估值进入中长期配置区间。当估值处于较低水平时，未来或早或迟随着经济周期的扩张将迎来牛市；估值越低，未来潜在的扩张空间就越大。今年 A 股下跌以后，以市盈率、市净率、风险溢价率等各个维度衡量的估值水平，均已跌到历史低位。当前上证指数市盈率比过往 5 年中 80% 的时间要便宜；此外，上证指数市盈率倒数与 10 年期国债收益率的差值，也比历史上 80% 的时间要高，表明股市中长期性价比已显著优于债市。近期随着防疫政策的优化调整、房地产政策的持续推出、以及美联储加息周期明年上半年步入尾声，我们认为上证指数估值再创新低的概率很小。

图 28：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 29：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，影响市场的三大关键因子呈现企业盈利、流动性和估值都偏多的格局，战略上对明年上半年 A 股大盘保持积极看多。节奏上，政策驱动行情暂告段落，业绩驱动行情可能在二季度，一季度在疫情和外需的影响下，市场仍可能反复。空间上，上证指数上半年波动区间为 2900-3700；鉴于政策拐点已至，且市场估值较低，2885 的低点应难以再破；此外，由于业绩难以恢复到 2021 年的水平，指数点位也难以突破 3700 点。下阶段行情有赖于全国疫情达峰以及两会稳增长政策的进一步出台。

2、A 股结构：轮动加快

近期在防疫政策和地产政策的驱动下，消费和金融地产等价值蓝筹板块上涨幅度较大，而中小成长在资金存量博弈下则有所调整。我们认为，明年上半年宏观经济和 A 股整体都逐渐转暖，多数行业的景气度都将好转，抱团的必要性降低，而板块风格轮动将加快。

1) 行业结构：从金融消费逐步轮动到科技制造

金融地产板块，在房地产政策的驱动下，预期已明显好转，股价已明显反弹。中央经济工作会议强调“支持刚性和改善性住房需求”，把支持“住房改善”放在扩内需部分的首位，后续需求端的政策或将进一步出台。我们预计地产相关板块，包括金融、建筑、建材、家电等行业的估值将有所修复，但对修复的空间要有合理预期。此类板块和总量经济高度相关，目前经济修复力度偏弱，长期看在房住不炒的总基调下，配置价值也仍显不足。

消费板块，受益于防疫政策优化和扩内需政策重点支持，基本面修复较为确定，保持高度关注。值得注意的是，近期消费医药的反弹更多是受政策驱动，股价已经抢跑在基本面修复之前。近期我国防疫政策全面调整，虽然短期由于居民大规模感染对经济存在一定冲击，但中长期看，生产生活有序恢复，居民就业和收入水平也将逐渐提升，消费场景和消费意愿将逐步扩大。此外，扩内需的政策也在相继出台，12 月 16 日中央经济工作会议提出，把恢复和扩大



消费摆在优先位置。12月14日中共中央、国务院也发布了《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》，要求全面促进消费，加快消费提质升级。消费医药作为机构长期重配的板块，目前估值合理，当继续重点关注。

科技板块，集齐产业政策支持、景气度高企和估值较低三大优势，仍然是行业配置的一大重点。12月16日中央经济工作会议再次强调要保证产业体系自主可控和安全可靠。此外，会议也再次强调要大力发展数字经济，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。12月19日中共中央、国务院印发《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，这是继10月28日国务院印发《全国一体化政务大数据体系建设指南》后，又一与数字经济主题高度关联的重大政策。科技板块两大主题，国产替代和数字经济，对应到A股则以计算机行业为主。当前计算机行业未来两年的盈利预测在众行业中排在领先地位，而估值水平则处在历史较低位置，5年市净率分位数处在16%的水平。

高端制造板块，产业政策长期持续，景气度持续较高，经过近期的股价调整，估值已有所消化，可持续关注。当前军工、电力设备及新能源等行业的5年市盈率分位已处于10-20%的低位。

总体而言，在宏观经济和权益市场回暖过程中，各行业景气度都将好转，板块轮动将加快。由于市场对政策比较敏感，消费和金融地产等价值蓝筹已率先反应政策增量变化，实际的基本面改善仍需时日，预计价值型板块仍需震荡消化；科技制造等成长板块可能轮动上涨。

表 4：对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序

中信行业	行业大类	产业政策	2023预测增速%	2024预测增速%	景气度排序	市盈率TTM	市净率	PE5年分位	PB5年分位	估值水平	综合排序
计算机	科技	强	68	31	1	112	3.4	53	16	低	第一梯队
电子	科技	强	43	31	2	39	3.1	28	17	低	
消费者服务	消费	中	284	35	6	3369	5.5	100	64	中等	第二梯队
食品饮料	消费	中	21	19	7	36	6.8	50	53	中等	
医药	消费	中	-3	22	8	33	3.5	21	17	低	第三梯队
电新	高端制造	强	38	27	3	33	3.4	15	61	中等	
国防军工	高端制造	强	40	30	4	60	3.4	19	54	中等	
汽车	高端制造	强	39	23	5	40	2.3	64	57	中等	

资料来源：Wind，招商银行研究院

2) 市值结构：从大盘过渡到中小盘

明年一季度市场风格可能相对胶着，以政策指引的轮动为主；明年二季度之后，随着经济修复、宏观流动性偏宽松，以及地产消费等稳增长增量政策的退坡，大盘价值将相对走弱，而中小成长的弹性将更为突出。

四、资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会

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：境内权益资产胜率较高

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

（二）盈亏比：境内股票高于债券

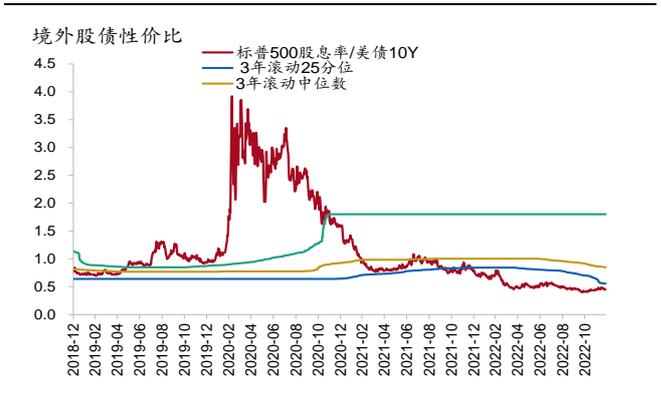
1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵。

图 30：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 31：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：

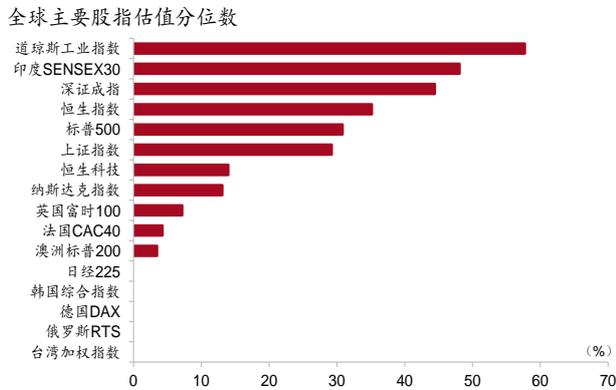
权益：A股在全球市场中估值属于较高水平。横向对比来说，A股在全球权益市场中估值分位数偏高，A股在全球主要股票资产中相对较贵。

固收：美债>中债。美债>中债。中债利率目前处于2.8%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：盈亏比中等。

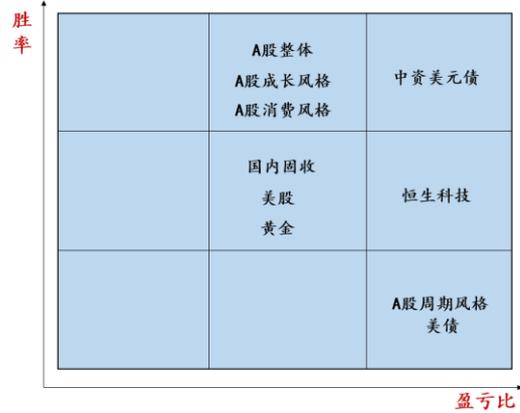


图 32：横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于偏高水位



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 33：“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

（三）结论：维持不变

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：**高配：A 股的成长风格。中高配：A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债、中资美元债。标配：中国国债、信用债、A 股的周期风格、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。**

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	标配	做多美元	美元指数	2021 年 6 月 26%	执行
	欧元	偏弱	标配				
	人民币	偏弱	标配				
	日元	偏弱	标配				
	英镑	偏弱	标配				
贵金属	黄金	偏强震荡	中高配				
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 2.93%	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 7.14%	执行
	美债	偏强	中高配				
	中资美元债	偏强	中高配				
权益	A 股	震荡	中高配	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) 17%	执行



	—消费	震荡	中高配		必需消费	食品加工 (申万)	2022年4月底 3.75%	执行
						医疗服务 (申万)	2022年7月底 -9.1%	
	—周期	震荡	标配					
	—成长	震荡	高配		成长	计算机 (申万)	2022年12月底	
	港股-科技	震荡	中高配		配置恒生科技	恒生科技指数 ETF	2022年4月底 -6%	执行
	美股	震荡	标配					

注：“配置变化”比较基准为 2023 年年度展望配置策略

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