

分析师：周建华
登记编码：S0730518120001
zhoujh-yjs@ccnew.cm 021-50586758
研究助理：魏际维
021-50586982

全球经济预期走弱，大类资产普遍回落

——大类资产配置专题

证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年05月16日

相关报告

《大类资产配置专题：海外货币政策加速转向》 2022-01-05
《大类资产配置专题：复苏放缓，均衡配置》 2021-08-08
《大类资产配置专题：资产整体“偏贵”，聚焦轮动机会》 2021-07-17

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- 4月大类资产多数表现偏弱，国内主线逻辑在于疫情和稳增长政策，海外主线逻辑在于滞胀。4月国内疫情蔓延多地，经济数据受到较大影响，PMI读数回落到47.4。就业形势承压，预期转弱导致居民和企业部门融资“加杠杆”意愿较低，信贷显著回落，地产销售持续受到拖累。面对经济下行压力政策连续发声，出台各类“稳增长”措施组合拳。4月29日政治局会议要求“加大宏观政策调节力度”，重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”。国内资产价格在“弱现实”和“复苏预期”的拉锯博弈中表现出债强股弱的特征。海外方面，美联储5月议息会议如预期加息50bp，缩表速度慢于市场预期，并表态“不积极考虑加息75bp”，紧缩态度有所缓和。但备受期待、被认为可能是通胀拐点的4月CPI数据仅小幅回落，核心通胀再度超预期后市场对于联储加息75bp的概率预期重新上升。中期来看，美联储在经历了当前以压制通胀为核心的加速紧缩阶段后，随着通胀的回落和经济的减速，态度可能逐渐回归中性，如果未来美国经济陷入衰退则可能再度转向宽松。这一“三阶段”路径可能主导一段时期内的宏观资产表现，市场将围绕经济数据和货币政策表态持续开展博弈和预期修正。
- 基于PMI分项指标构建美林时钟配置策略，长期来看可以获取较好的风险调整后收益，验证了模型在国内的有效性。我们以PMI新订单指数和PMI原材料购进指数（12月移动平均平滑后）分别作为增长和通胀的代理变量判断当前所处的经济周期象限，并构建配置策略，月度持有当月（以月初公布的上月PMI为信号）最优的一种或两种资产。股票、债券、商品和现金资产的基础资产分别为Wind全A指数，中债-新综合财富(总值)指数，南华商品指数和货币市场基金指数。这一策略长期（2016年初至今）可以取得年化12%-13%的较高收益，和权益资产的长期回报率相当，并大幅度降低了回撤和波动率，优化了风险调整后回报。
- 4月全球大类资产整体表现为商品>债券>权益。本月我们维持推荐中高配置权益，标配债券，中低配商品。商品价格波动最为剧烈的时期可能已经过去，长期预计趋向逐步回落。股市方面建议超配，A股和港股在前期连续下跌和疫情冲击经济形势的背景下连续一段时期偏弱，已有较好的配置价值。我们建议投资者对高性价比的权益资产维持耐心持有。国内债市短期基本面顺风，美债在短期急速上行后也已经较大程度上释放了调整压力，我们推荐标配。

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

内容目录

1. 全球经济预期走弱，大类资产普遍回落	4
1.1. 国内疫情、海外滞胀仍是核心矛盾	4
1.2. 大类资产配置策略：维持标配债券、高配权益	8
2. 股票：耐心持有仍然是当前合适的策略	13
3. 债券：美债利率继续上行	17
4. 商品与外汇：商品需求下滑，人民币快速回落	20
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：全球新增确诊逐步下降	4
图 2：4 月制造业 PMI 回落	5
图 3：生产回落	5
图 4：3 月工业增加值回落	5
图 5：固定资产投资震荡回升	5
图 6：地产投资低位震荡	5
图 7：消费偏弱	5
图 8：出口放缓	6
图 9：CPI 平稳	6
图 10：M2 同比震荡回升	6
图 11：居民长贷负增	6
图 12：主要行业库存抬升	6
图 13：采矿业和制造业利润表现	6
图 14：地产销售与挖掘机销售回落	7
图 15：汽车销售偏弱	7
图 16：美国就业数据	7
图 17：美国住房开工	7
图 18：美国通胀	7
图 19：主要发达国家核心通胀	7
图 20：欧元区通胀	8
图 21：欧元区 PMI	8
图 22：OECD 领先指标	8
图 23：韩国和越南出口	8
图 24：主要经济体花旗经济意外指数	8
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率	9
图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现	10
图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征	10
图 28：商品指数波动率	10
图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年	11
图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年	11
图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性	12
图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性	12
图 33：4 全球资产表现	12
图 34：2010 年以来参考组合表现	13
图 35：PMI-美林时钟策略	13

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

1. 全球经济预期走弱，大类资产普遍回落

1.1. 国内疫情、海外滞胀仍是核心矛盾

4月大类资产多数表现偏弱，国内主线逻辑在于疫情和稳增长政策，海外主线逻辑在于滞胀。4月国内疫情蔓延多地，经济数据受到较大影响，PMI 读数回落到 47.4。就业形势承压，预期转弱导致居民和企业部门融资“加杠杆”意愿较低，信贷显著回落，地产销售持续受到拖累。面对经济下行压力政策连续发声，出台各类“稳增长”措施组合拳。4月29日政治局会议要求“加大宏观政策调节力度”，重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”。国内资产价格在“弱现实”和“复苏预期”的拉锯博弈中表现出债强股弱的特征。

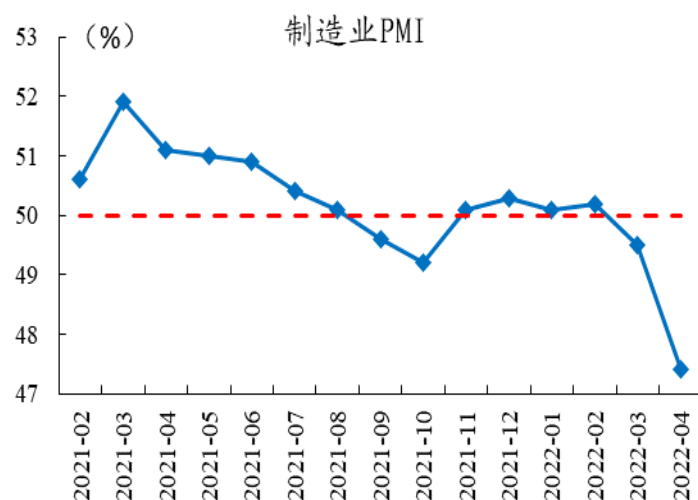
海外方面，美联储5月议息会议如预期加息 50bp，缩表速度慢于市场预期，并表态“不积极考虑加息 75bp”，紧缩态度有所缓和。但备受期待、被认为可能是通胀拐点的4月CPI数据仅小幅回落，核心通胀再度超预期后市场对于联储加息 75bp 的概率预期重新上升。海外市场由“滞胀”逻辑主导，美国经济能否避免陷入衰退，实现在联储的紧缩周期中“软着陆”是核心命题。中期来看，美联储在经历了当前以压制通胀为核心的加速紧缩阶段后，随着通胀的回落和经济的减速，态度可能逐渐回归中性，如果未来美国经济陷入衰退则可能再度转向宽松。这一“三阶段”路径可能主导一段时期内的宏观资产表现，市场将围绕经济数据和货币政策表态持续开展博弈和预期修正。

图 1：全球新增确诊逐步下降



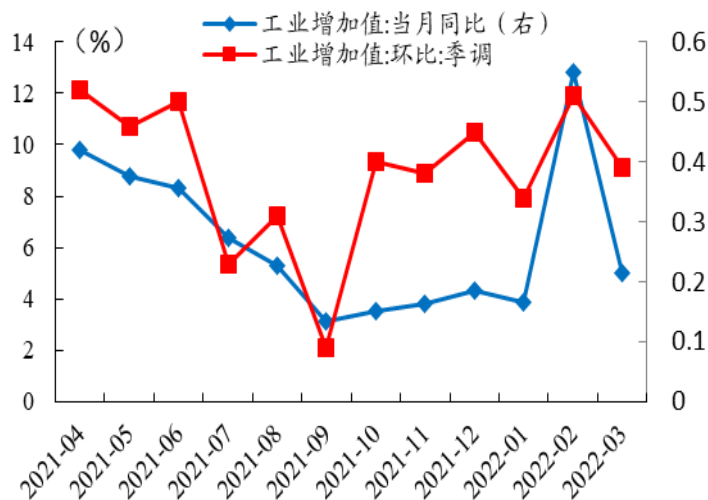
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：4 月制造业 PMI 回落



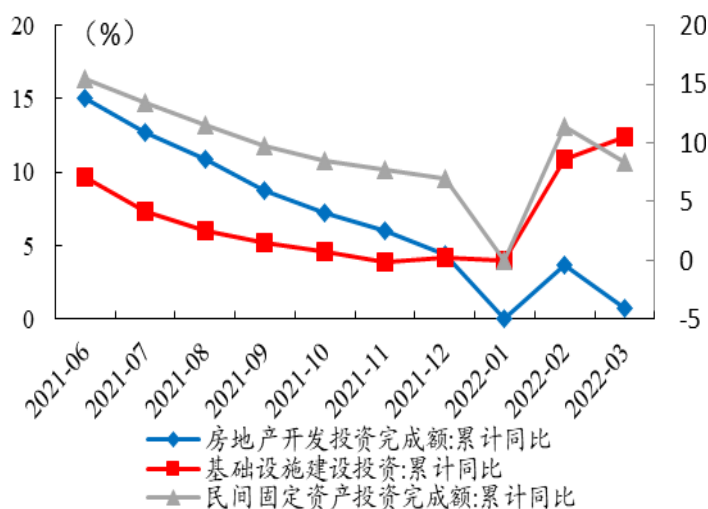
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：3 月工业增加值回落



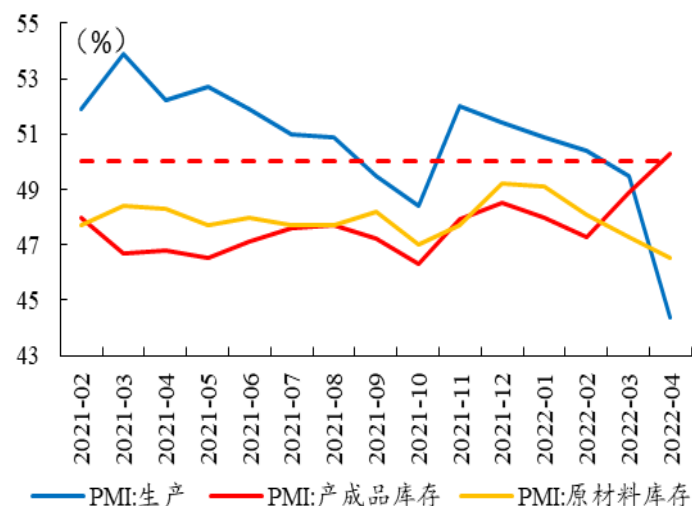
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资低位震荡



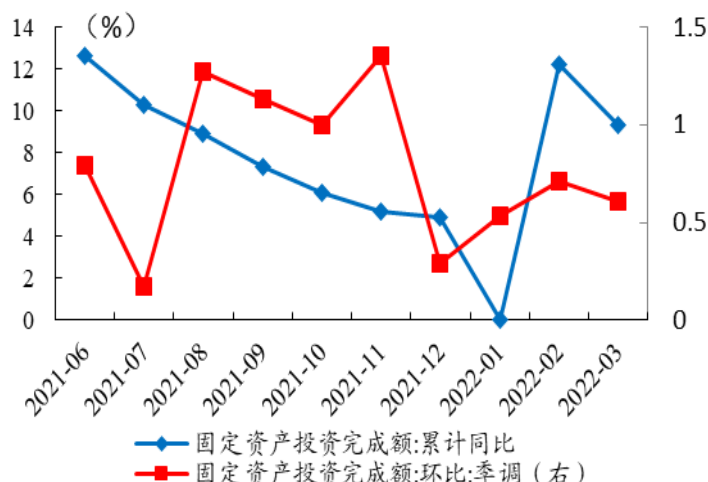
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产回落



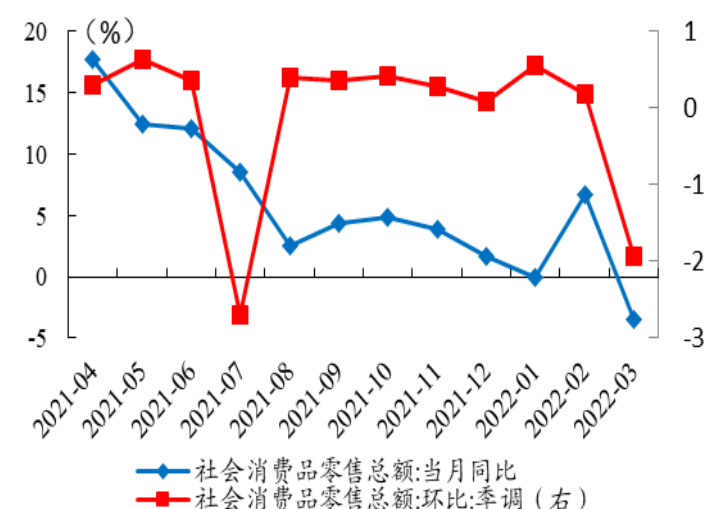
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资震荡回升



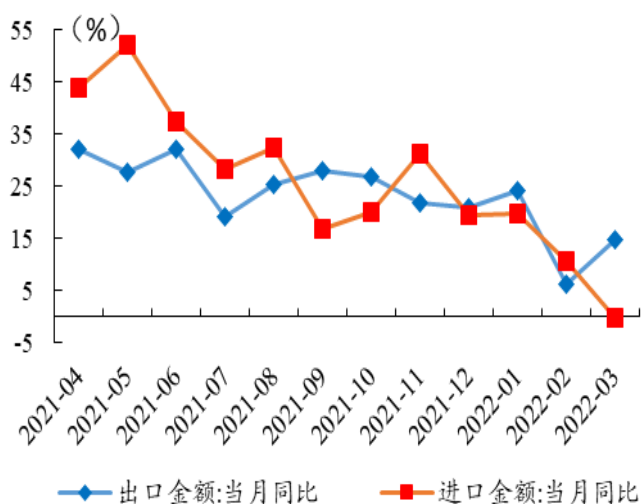
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费偏弱



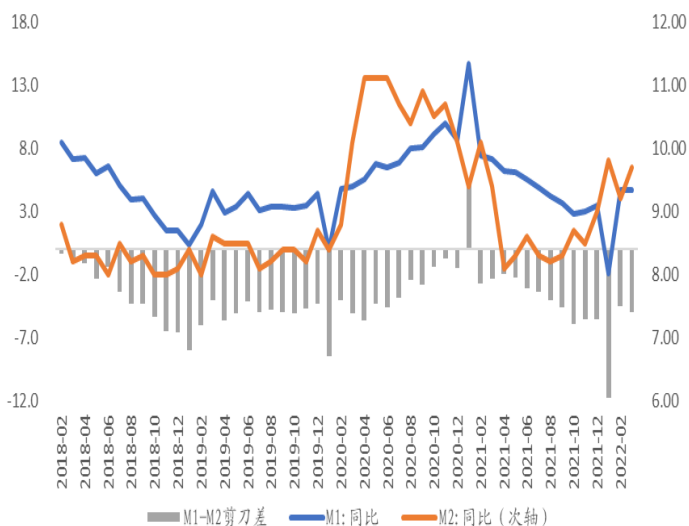
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口放缓



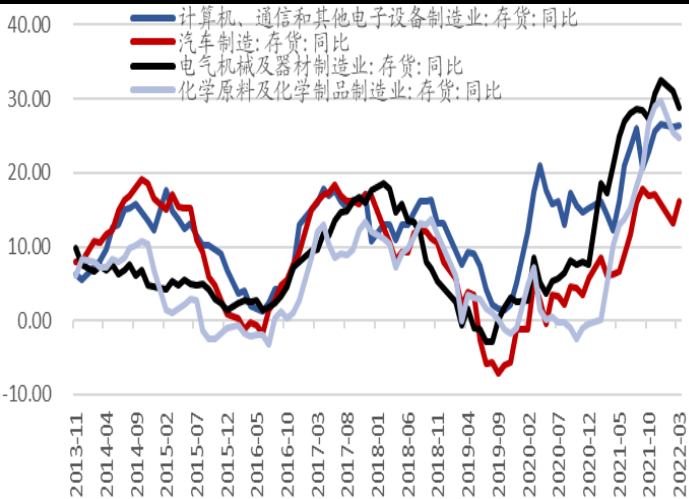
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比震荡回升



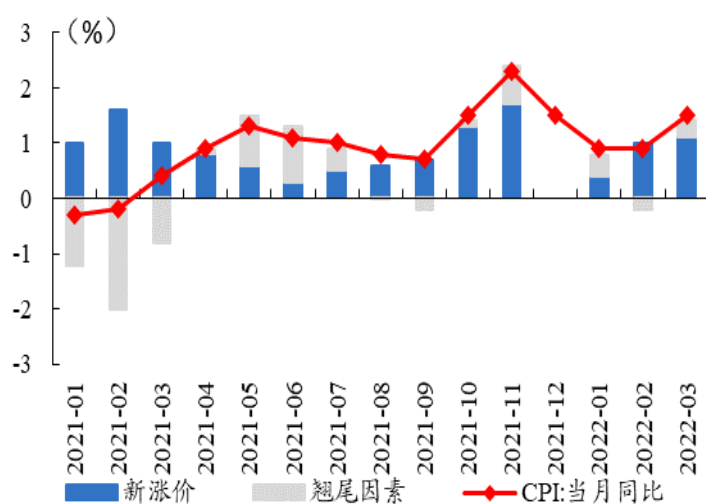
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业库存抬升



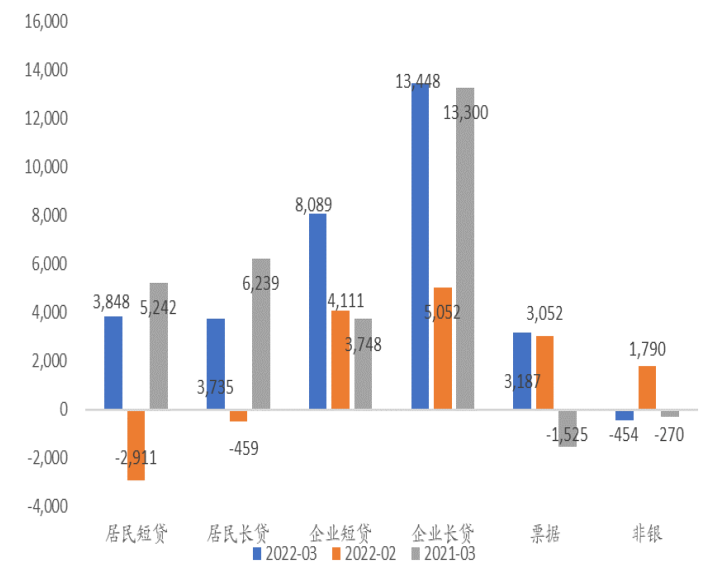
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 平稳



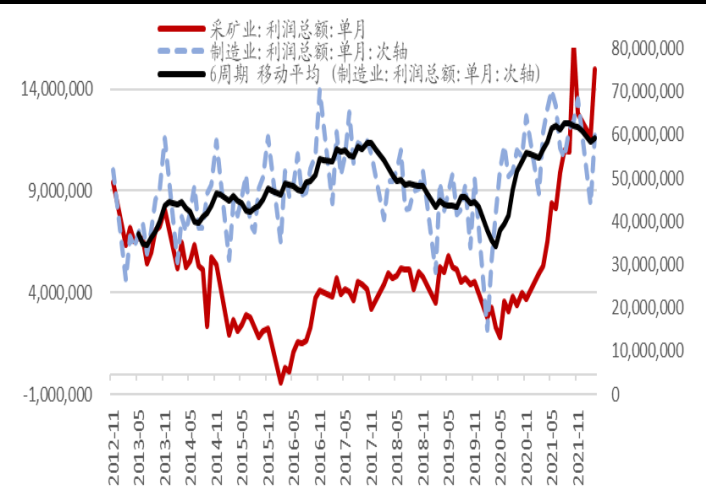
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民长贷负增



资料来源：Wind, 中原证券

图 13：采矿业和制造业利润表现



资料来源：Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售回落



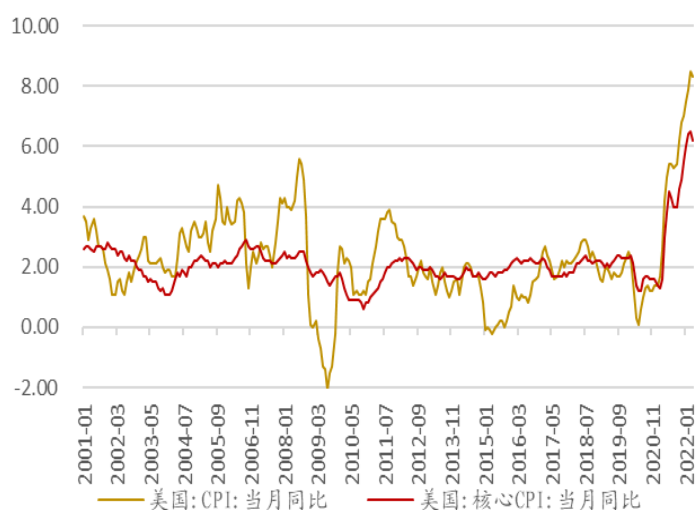
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国就业数据



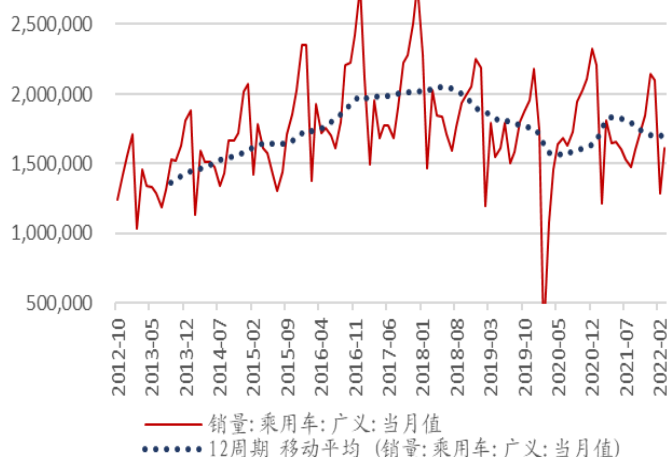
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



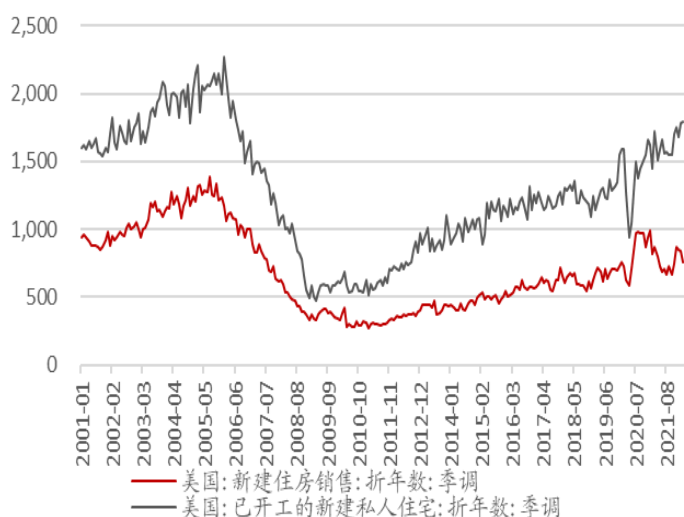
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售偏弱



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房开工



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



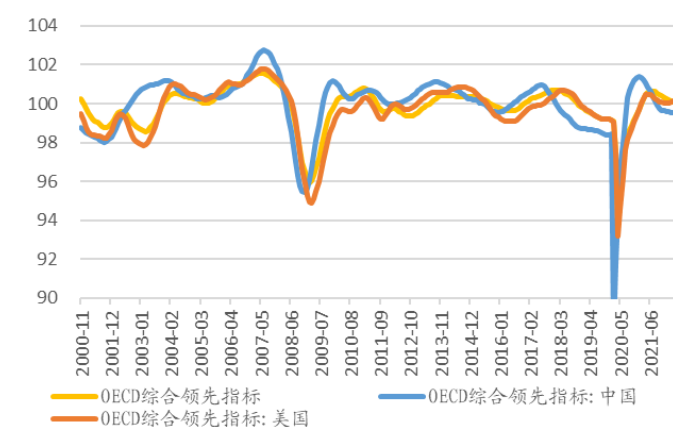
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 主要经济体花旗经济意外指数

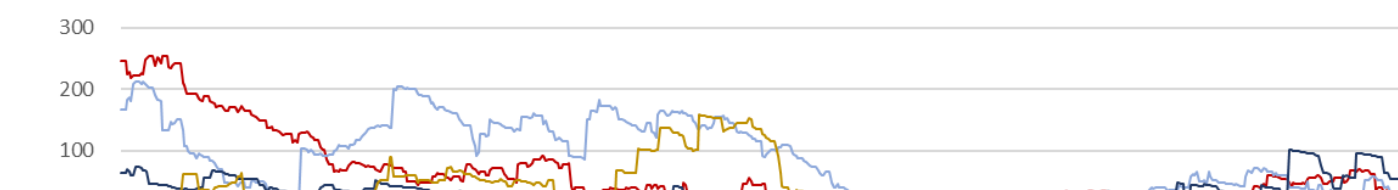
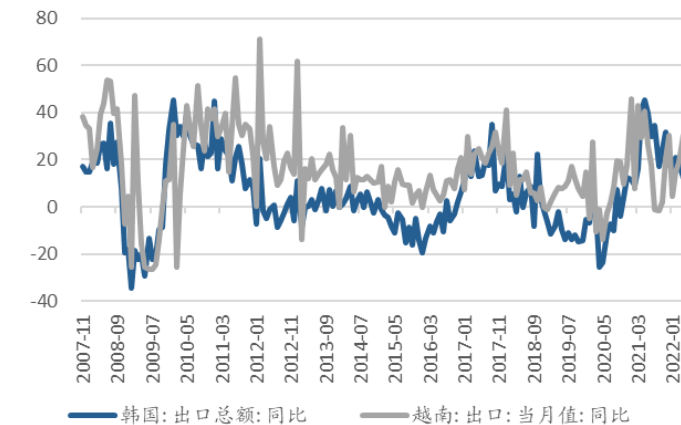


图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41936

