

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

周期阶段拐点，不确定性加大

——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08月07日

相关报告

《大类资产配置专题：资产价格波动放大，推荐战术性防御》 2022-07-13

《大类资产配置专题：全球经济预期走弱，大类资产普遍回落》 2022-05-16

《大类资产配置专题：货币政策错位加剧，中美利差倒挂》 2022-04-11

联系人：马巍琦

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：

- **国内生产回落，欧美趋向滞胀。**7月国内经济再度有所回落，生产超季节性趋弱，但需求月末显示出修复迹象。PMI 回落到 49，收缩幅度明显超预期。从分项来看，价格和生产双收缩是主要原因，新订单和新出口订单也比较弱；行业结构层面，建筑业较强，服务业仍在荣枯线上，上游生产弱。反映了两个宏观逻辑：一是低利润空间推动上游行业在生产淡季主动去库，二是疫情反复在现实和预期层面形成了双重冲击。海外方面，7月欧美通胀形势仍然严峻，衰退迹象逐渐显露。在此情况下，欧美央行一方面延续紧缩态势。欧央行7月年来首次加息，幅度达到 50bp。美联储7月 FOMC 再度加息 75bp。另一方面不约而同淡化前瞻指引，表明经济的不确定性已经明显加大，货币政策不得不牺牲“透明”性来保留相机抉择的空间。美联储连续三次加息 25、50、75bp 后终于没有在第四次加息 100bp，“变鹰”幅度放缓被市场解读为重要的鸽派或拐点信号。美债收益率因此明显回落。市场定价的利率“路径”是美联储加息周期 2023 年见顶，随后很快转入降息。但必须指出，这一路径存在假设不能实现的重大风险，即高估了菲利普斯曲线的斜率。
- **7月全球权益市场延续分化表现，全球债市普涨，商品延续跌势，美元指数高位震荡。**7月 A 股多数行业回落，受益于汽车景气度持续较高及猪价上涨等逻辑的机械、汽车、电力和农林牧渔行业表现靠前。消费者服务、食品饮料及建材、医药、金融等行业表现靠后。美债利率交易经济衰退和联储货币政策见到拐点，上旬到中旬震荡，下旬快速下行。国内债市从交易复苏转向交易经济走弱，上旬小幅调整后高位震荡，中下旬社融发布后市场利空出尽，随着地产信贷风险事件发酵持续震荡下行。美元在大幅走强后高位震荡，人民币兑美元汇率维持在 6.7 到 6.8 区间震荡。
- **7月境内外大类资产（主要是权益类资产）表现有所分化，境内债券>权益和商品，境外权益>债券>商品。**全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前股票估值、商品价格均相对中性。本月我们推荐回归均衡配置，标配债券、权益和商品。我们的美林时钟策略当前信号仍然指向第四（衰退）象限，推荐配置债券。这一信号历史胜率约 72%，上月取得 0.7% 正收益。

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. 周期阶段拐点，不确定性加大	4
1.1. 国内生产回落，欧美趋向滞胀	4
1.2. 大类资产配置策略：周期阶段拐点，不确定性加大	9
2. 股票：全球权益资产延续分化态势	14
3. 债券：全球债市普涨	17
4. 商品与外汇：商品延续跌势，美元指数高位震荡	20
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：全球新增确诊反弹	5
图 2：7 月制造业 PMI 回落	5
图 3：生产回落	5
图 4：6 月工业增加值修复放缓	5
图 5：固定资产投资平稳	5
图 6：地产投资走弱，基建投资加快	6
图 7：消费尚待恢复	6
图 8：出口平稳	6
图 9：CPI 小幅上扬	6
图 10：M2 同比持续回升	6
图 11：居民长贷有所修复	6
图 12：主要行业去库存	7
图 13：采矿业和制造业利润表现	7
图 14：地产销售与挖掘机销售地位震荡	7
图 15：汽车销售上涨	7
图 16：美国 PMI 明显回落	7
图 17：美国住房销售有放缓迹象	7
图 18：美国通胀	8
图 19：主要发达国家核心通胀	8
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	9
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率	10
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	11
图 28：商品指数波动率	11
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	12
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 33：7 月全球资产表现	13
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	15
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	16
图 42: A 股成交规模与市值	16
图 43: A 股估值水平	16
图 44: A 股市场情绪	17
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	22
图 61: 黄金与美国实际利率	22
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	23
图 67: 铜供需缺口	23
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: 原油价格与库存规模	23
图 72: 动力煤、天然气价格走势	24
图 73: 建材价格走势	24
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	25
图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关--	25
图 79: 美元指数走势	25

1. 周期阶段拐点，不确定性加大

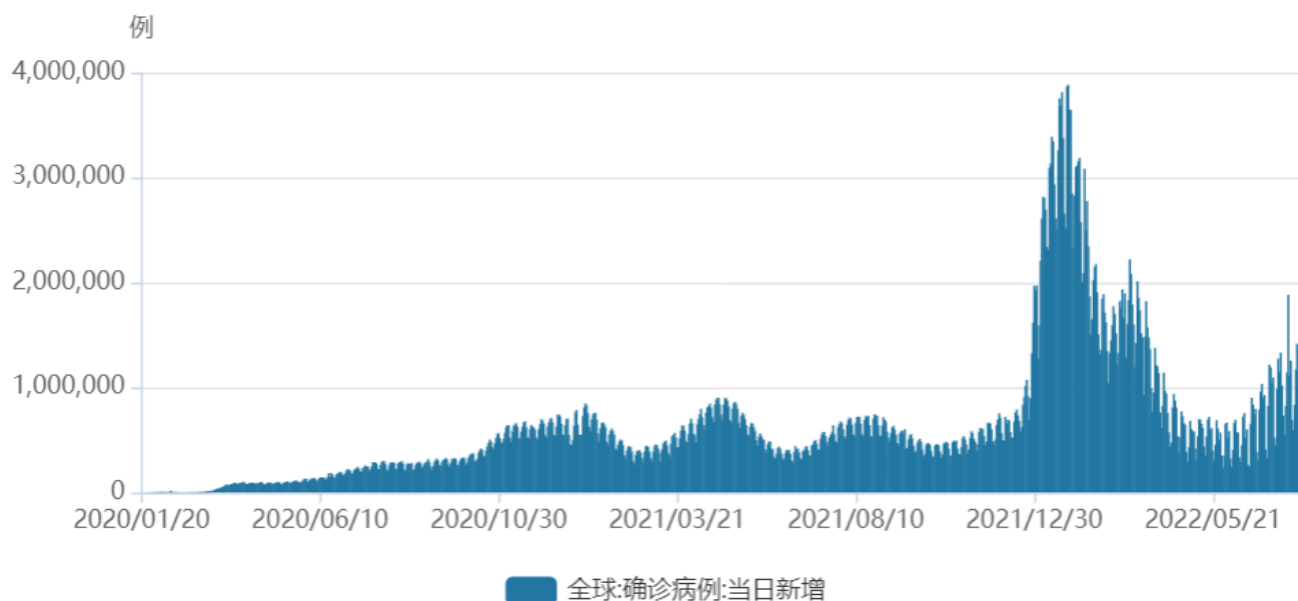
1.1. 国内生产回落，欧美趋向滞胀

7月国内经济再度有所回落，生产超季节性趋弱，但需求月末显示出修复迹象。PMI 回落到49，收缩幅度明显超预期。从分项来看，价格和生产双收缩是主要原因，新订单和新出口订单也比较弱；行业结构层面，建筑业较强，服务业仍在荣枯线上，上游生产弱。反映了两个宏观逻辑：一是低利润空间推动上游行业在生产淡季主动去库，二是疫情反复在现实和预期层面形成了双重冲击。这与高频数据中生产开工类数据7月中下旬以来普遍持续下降的现象基本对应。月末票据利率大幅下行也暗示社融可能再度有所回落。但经济结构中乐观的一面是，需求类高频数据7月下旬普遍有所修复，30城房地产成交企稳回升，汽车销售景气度持续处于高位，观影人数等数据也有所攀升。流动性被动宽松，银行间隔夜加权价格在缴税大月税期波动微弱，逐步压缩到1%附近，反映地方债供给高峰过去和贷款可能有所回落的背景下全月生息资产可能供给偏弱，资金充裕。

海外方面，7月欧美通胀形势仍然严峻，衰退迹象逐渐显露。美国二季度经济数据公布，连续两个季度环比下滑，技术上陷入衰退。尽管这一信号意义有限，去年Q4存货投资推动基数异常上行，环比短期回落是正常现象。但回落的美国PMI数据，尤其是快速下降且连续两个月处于收缩区间的新订单分项等数据显示需求回落迹象已经较为明显。欧洲形势相对更为严峻，7月欧元区调和CPI达到8.9%再创新高，核心CPI也继续攀升到4%水平，同时欧元区制造业PMI跌破荣枯线水平，衰退风险加大。在此情况下，欧美央行一方面延续紧缩态势。欧央行7月年来首次加息，幅度达到50bp。美联储7月FOMC再度加息75bp。另一方面不约而同淡化前瞻指引，表明经济的不确定性已经明显加大，货币政策不得不牺牲“透明”性来保留相机抉择的空间。

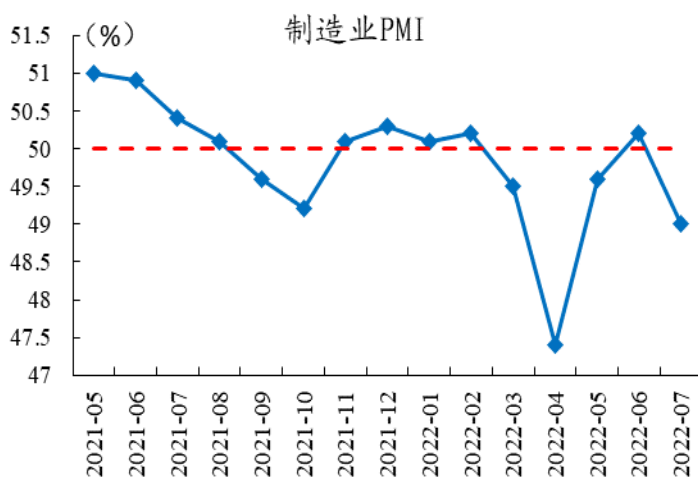
美联储连续三次加息25、50、75bp后终于没有在第四次加息100bp，“变鹰”幅度放缓被市场解读为重要的鸽派或拐点信号。美债收益率因此明显回落。市场定价的利率“路径”是美联储加息周期2023年见顶，随后很快转入降息。但必须指出，这一路径存在假设不能实现的重大风险，即高估了菲利普斯曲线的斜率，未来如果短期“浅衰退”并没有有效的推动CPI下行，导致美联储无法找到合适的机会及时降息，最终导致欧美经济衰退幅度超预期。大宗商品尤其是能源价格回落后，未来一到两个月CPI的走势较为关键。如果“输入式通胀”下降不能缓和核心CPI的上行趋势，出现前述场景的风险明显上行，欧美利率可能存在明显回升的风险。

图 1：全球新增确诊反弹



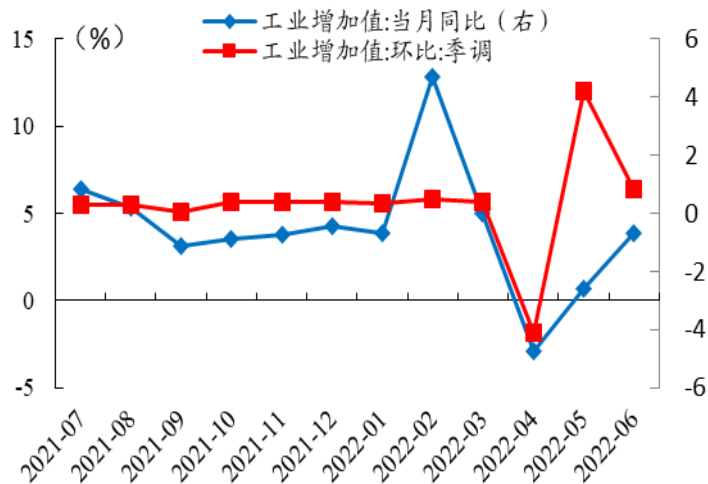
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：7 月制造业 PMI 回落



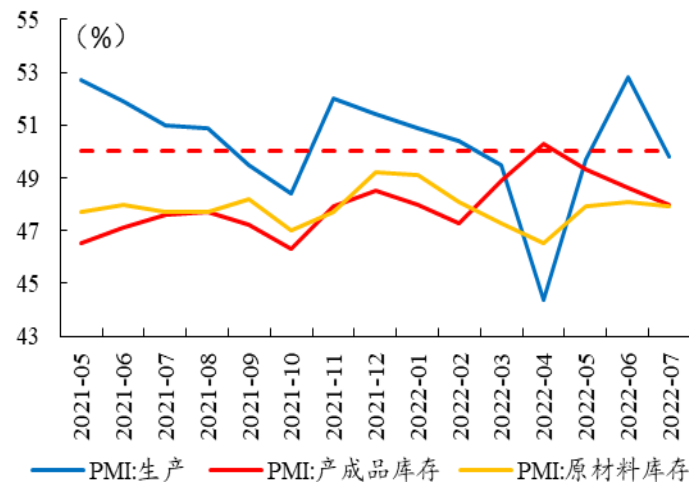
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：6 月工业增加值修复放缓



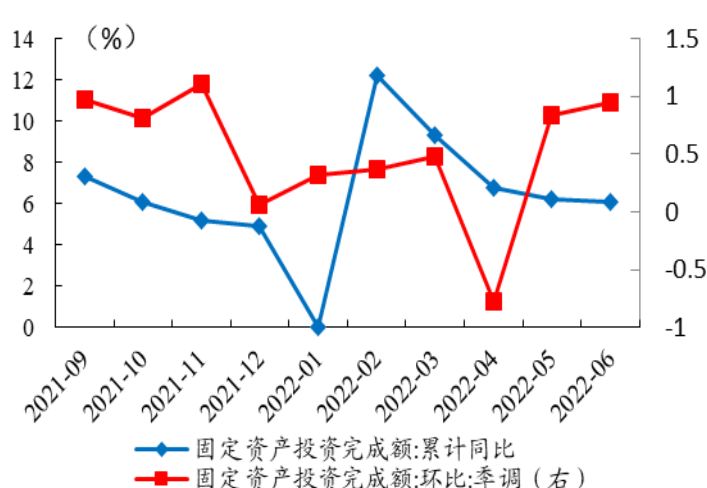
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产回落



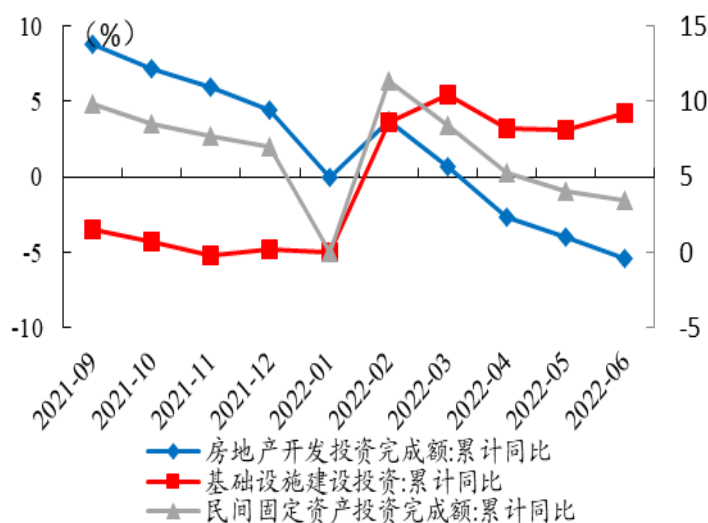
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资平稳



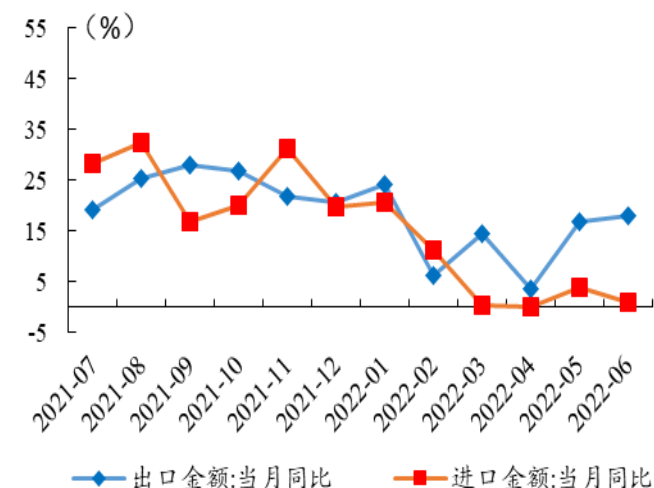
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资走弱，基建投资加快



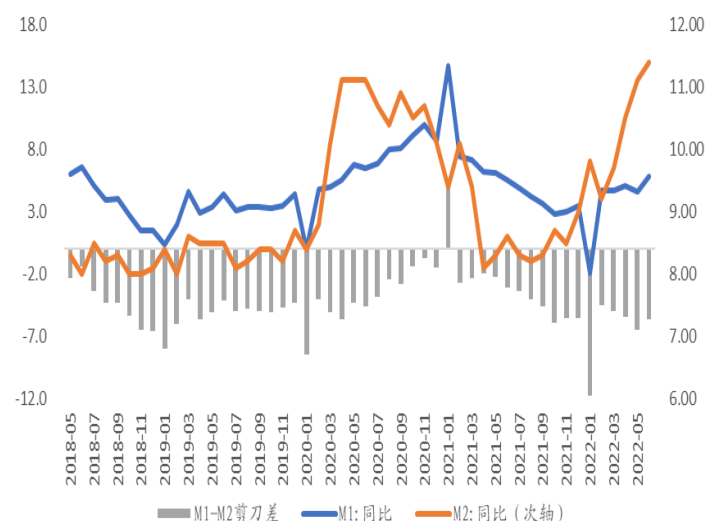
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口平稳



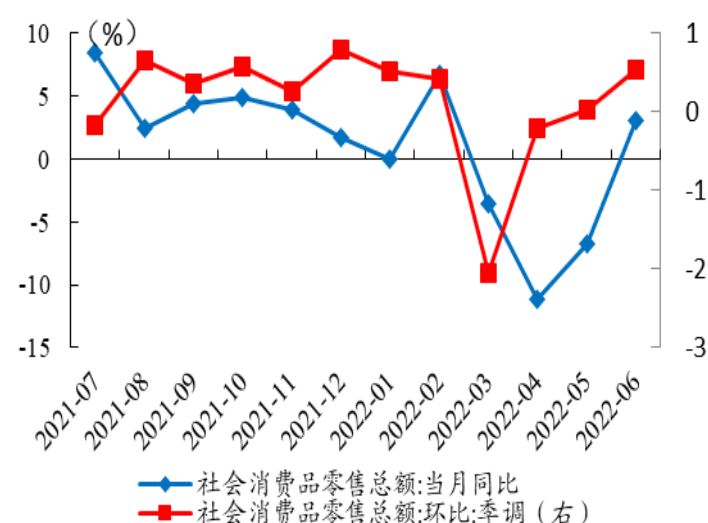
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比持续回升



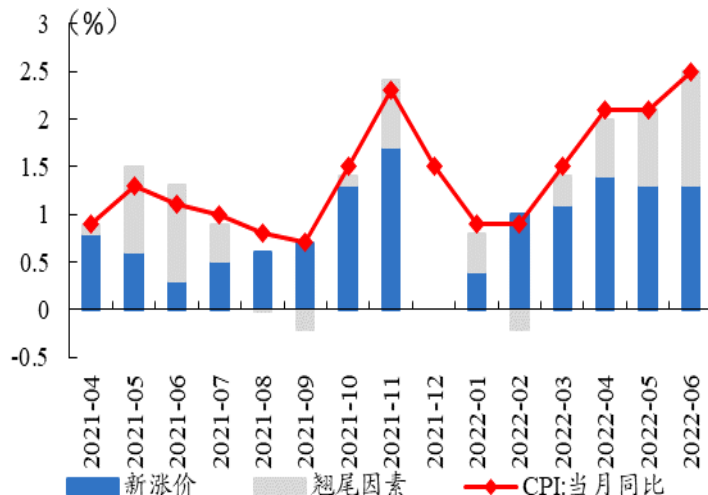
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费尚待恢复



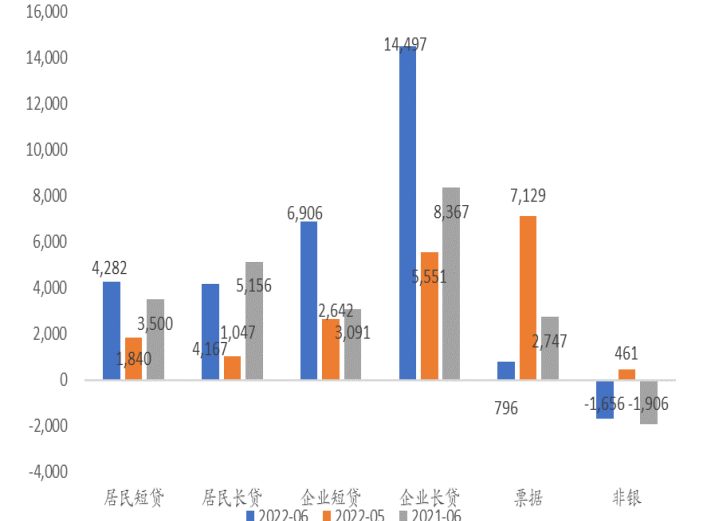
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 小幅上扬



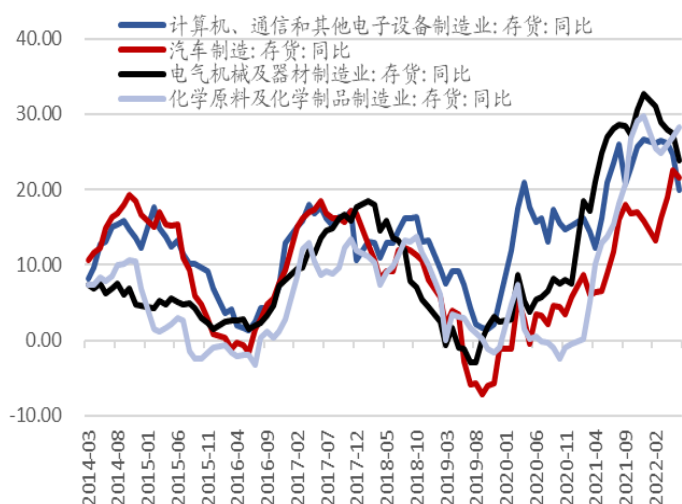
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民长贷有所修复



资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业去库存



资料来源：Wind, 中原证券

图 14：地产销售与挖掘机销售地位震荡



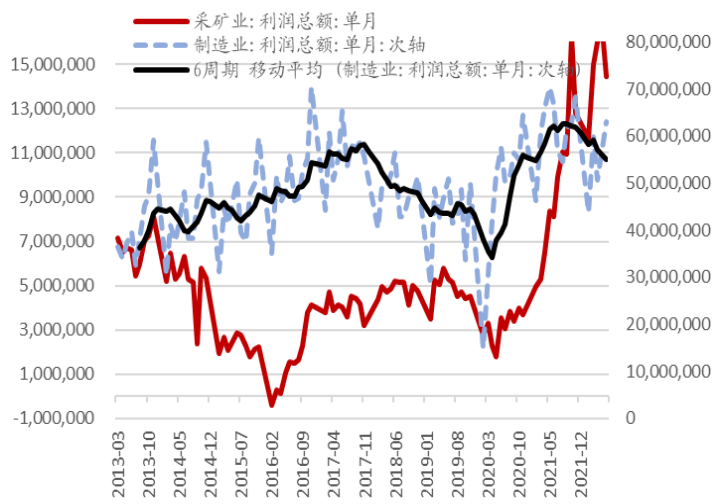
资料来源：Wind, 中原证券

图 16：美国 PMI 明显回落



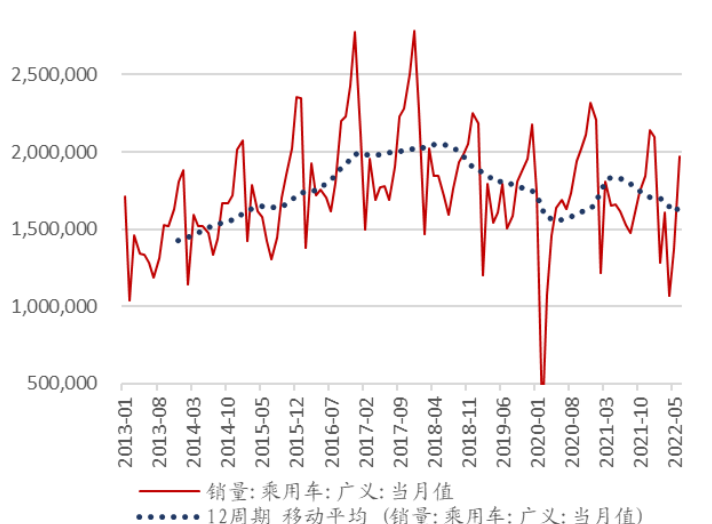
资料来源：Wind, 中原证券

图 13：采矿业和制造业利润表现



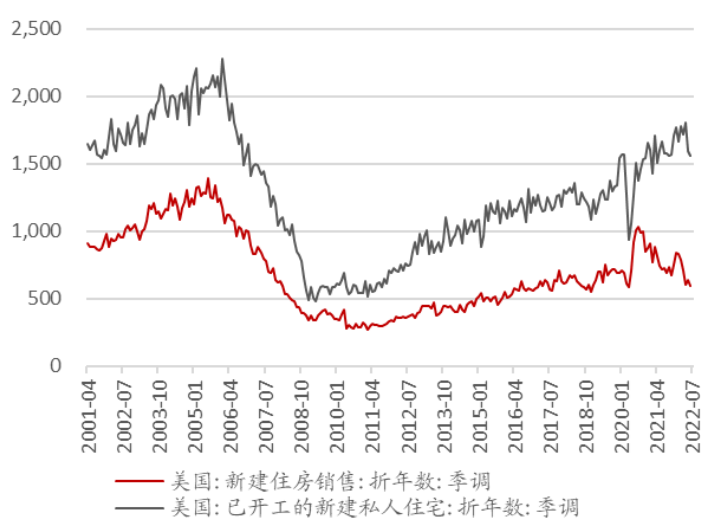
资料来源：Wind, 中原证券

图 15：汽车销售上涨



资料来源：Wind, 中原证券

图 17：美国住房销售有放缓迹象



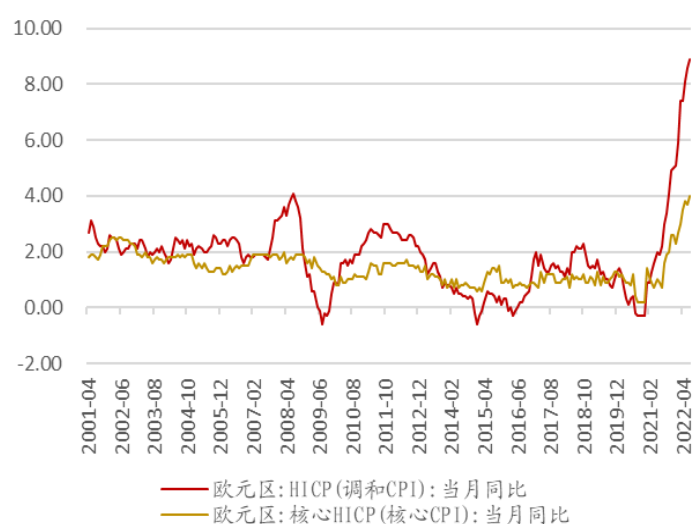
资料来源：Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



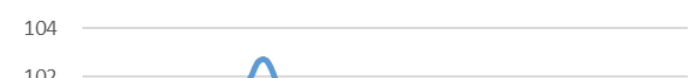
资料来源: Wind, 中原证券

图 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 19: 主要发达国家核心通胀



资料来源: Wind, 中原证券

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_44876

