

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

全球资产普遍调整，权益吸引力增强

——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10月19日

相关报告

《大类资产配置专题：全球分化加剧，资产价格多数下跌》 2022-09-13

《大类资产配置专题：周期阶段拐点，不确定性加大》 2022-08-07

《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

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：

- **9月国内经济边际走强，海外通胀仍然严峻。**9月国内经济边际走强。PMI上行0.7回到扩张区间，其中PMI生产分项上行1.7达到51.5。反映在高频数据上即是各类工业生产开工率数据9月中下旬普遍出现明显幅度的回升。融资环境改善，9月社融明显超预期，企业贷款数据强劲，个人贷款数据仍偏弱但也较7-8月企稳，拖累幅度减弱。需求方面，汽车销售景气度维持高位；政策加码稳定市场信心，商品房成交出现部分积极迹象，但持续性仍然有待数据验证；出口则显著回落，海外货币政策收紧对于需求的拖累逐步显现，临近圣诞备货季运价高频数据持续回落，显示出口两位数高增长的阶段可能正在过去。局部地区疫情形势反复下，出行需求短暂好转后再度回落。海外方面，9月欧美经济继续回落，通胀仍然高位徘徊。9月美国PMI下降1.9到50.9，但美国就业市场表现仍然稳定。美国9月通胀数据发布后，全球风险资产从十一假期前半段短暂的relief交易中反转，重回通胀交易轨道。美债收益率快速上行逼近4%，美元走强，美元兑人民币重新逼近7.2关口。欧元区经济继续弱于美国，欧洲PMI下降1.2到48.4，欧元区CPI则上升到创纪录的两位数。欧央行下调加息终点难度仍然较大。
- **9月境内外大类资产普遍调整，大类资产中美元录得最好收益，明显分化总体回落的商品因平均跌幅最小成为表现第二的大类资产，债券其次，权益市场调整最为明显。**9月全球权益市场全线回落，发展中国家市场如巴西、印度表现靠前，A股大盘表现强于中小盘，行业风格表现与8月特征相近，旧能源、银行地产上涨或相对抗跌，消费者服务等下游板块行业也相对偏强。海外发达国家债市大幅下跌，最终在9月下旬通过汇率因素将调整压力传导至国内债市，带来国内债市的跟随调整。美元持续走强，美元指数9月下旬最高达到114.16的历史高位，人民币外汇政策工具箱逐步开始启用。
- **本月我们推荐高配权益，中低配置债券和商品。**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，目前商品价格均相对中性，股票估值出现明显吸引力，本月我们推荐高配权益，中低配置债券和商品。经济周期驱动的战术资产配置策略方面，我们的美林时钟策略当前信号本月指向第一（复苏）象限，推荐配置股票，这一信号历史胜率约72%，上月取得微弱正收益（不到0.01%）。

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. 全球资产普遍调整，权益资产吸引力增强	4
1.1. 国内经济边际走强，海外通胀仍然严峻	4
1.2. 大类资产配置策略：加大权益配置力度	9
2. 股票：全球权益市场全线回撤	13
3. 债券：全球债市普遍调整	17
4. 商品与外汇：商品分化，美元指数持续走强	20
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：全球新增确诊低位震荡	4
图 2：9 月制造业 PMI 回到扩张区间	5
图 3：生产明显改善	5
图 4：8 月工业增加值修复放缓	5
图 5：固定资产投资回升	5
图 6：地产投资走弱，基建投资加快	5
图 7：消费尚待恢复	5
图 8：出口回落	6
图 9：CPI 小幅回落	6
图 10：M2 同比高位个	6
图 11：居民贷款企稳，企业贷款强劲	6
图 12：主要行业去库存	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企稳	7
图 15：汽车销售上涨	7
图 16：美国 PMI 明显回落	7
图 17：美国住房销售上行扭转	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 33：9 月全球资产表现	12
图 34：2010 年以来参考组合表现（均为固定比例，稳健组合为 40%港股+60%国债，进取组合为 25%国债+75%港股）	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 股估值水平	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	17
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	18
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	19
图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率	19
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: 原油价格与库存规模	23
图 72: 动力煤、天然气价格走势	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

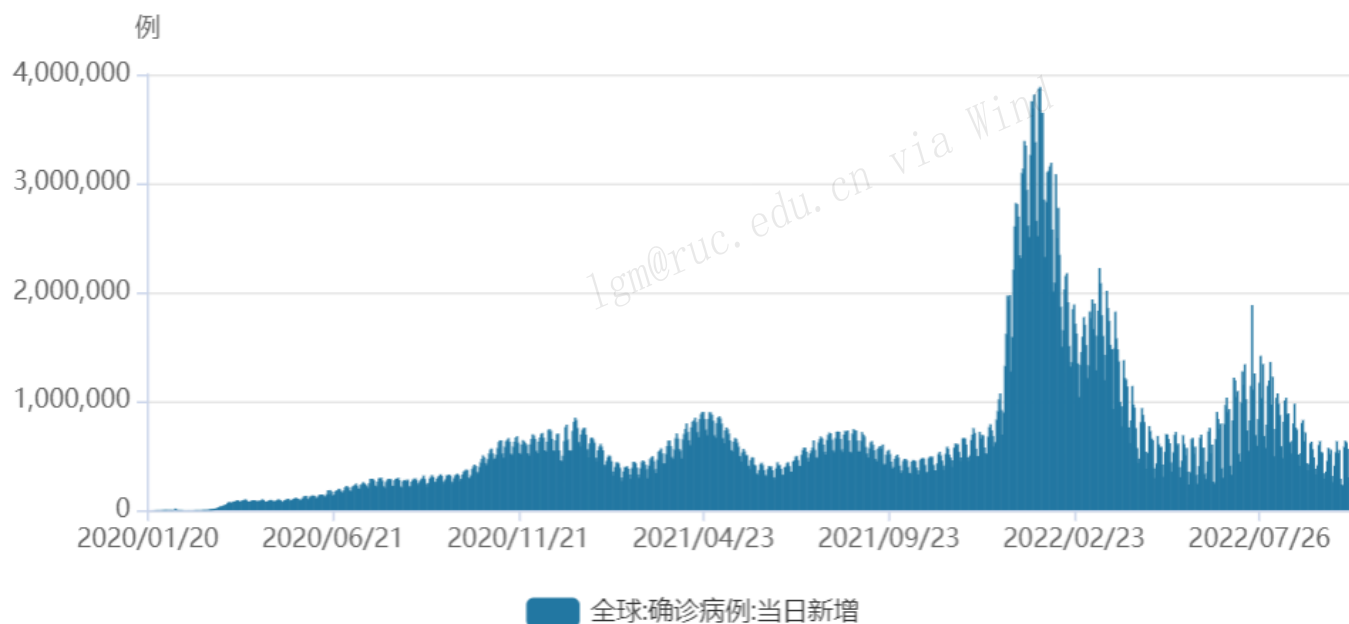
1. 全球资产普遍调整，权益资产吸引力增强

1.1. 国内经济边际走强，海外通胀仍然严峻

9月国内经济边际走强。PMI上行0.7回到扩张区间，其中PMI生产分项上行1.7达到51.5。反映在高频数据上即是各类工业生产开工率数据9月中下旬普遍出现明显幅度的回升。融资环境改善，9月社融明显超预期，企业贷款数据强劲，个人贷款数据仍偏弱但也较7-8月企稳，拖累幅度减弱。需求方面，汽车销售景气度维持高位；政策加码稳定市场信心，商品房成交出现部分积极迹象，但持续性仍然有待数据验证；出口则显著回落，海外货币政策收紧对于需求的拖累逐步显现，临近圣诞备货季运价高频数据持续回落，显示出口两位数高增长的阶段可能正在过去。局部地区疫情形势反复下，出行需求短暂好转后再度回落。

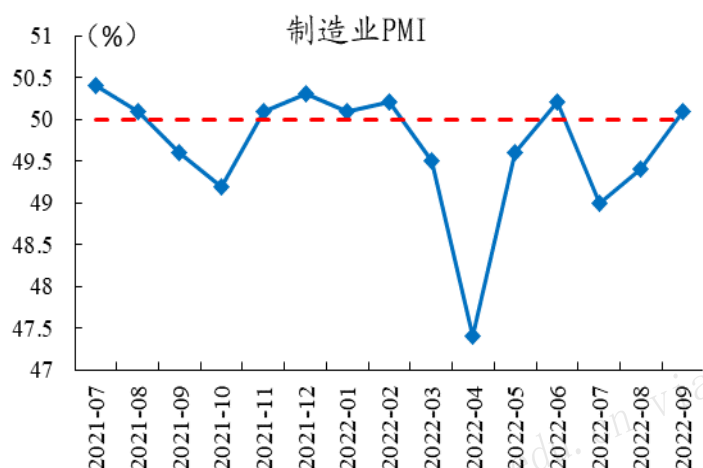
海外方面，9月欧美经济继续回落，通胀仍然高位徘徊。9月美国PMI下降1.9到50.9，CPI则仅略微回落0.1%到8.2%，幅度不及市场预期，尤其是房租等项目推动核心通胀加速0.3个百分点到6.6%，再创新高。但美国就业市场表现仍然稳定。美国9月通胀数据发布后，全球风险资产从十一假期前半段短暂的relief交易中反转，重回通胀交易轨道。美债收益率快速上行逼近4%，美元走强，美元兑人民币重新逼近7.2关口。欧元区经济继续弱于美国，欧洲PMI下降1.2到48.4，欧元区CPI则上升到创纪录的两位数。欧央行在这一宏观背景下下调加息终点难度仍然较大。

图 1：全球新增确诊低位震荡



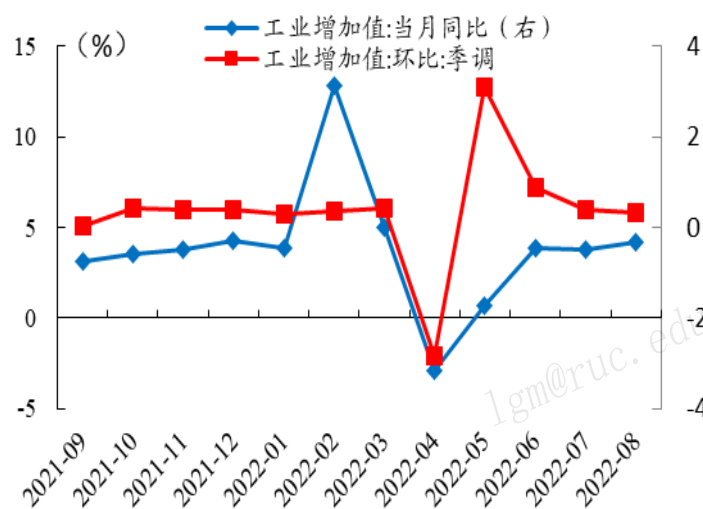
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：9 月制造业 PMI 回到扩张区间



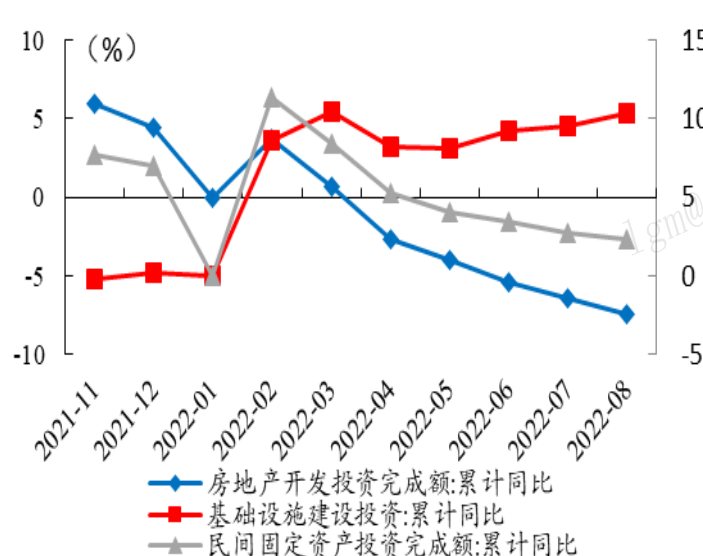
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：8 月工业增加值修复放缓



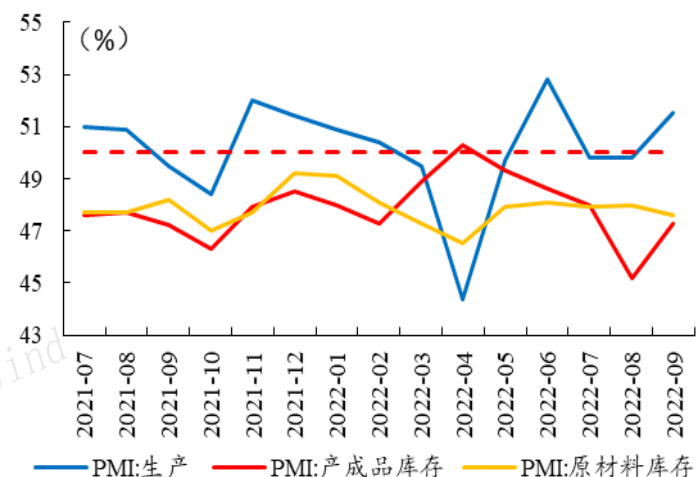
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资走弱，基建投资加快



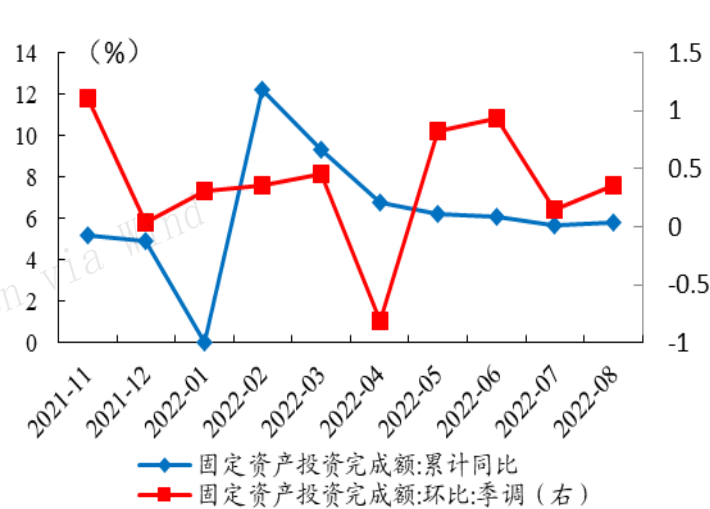
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产明显改善



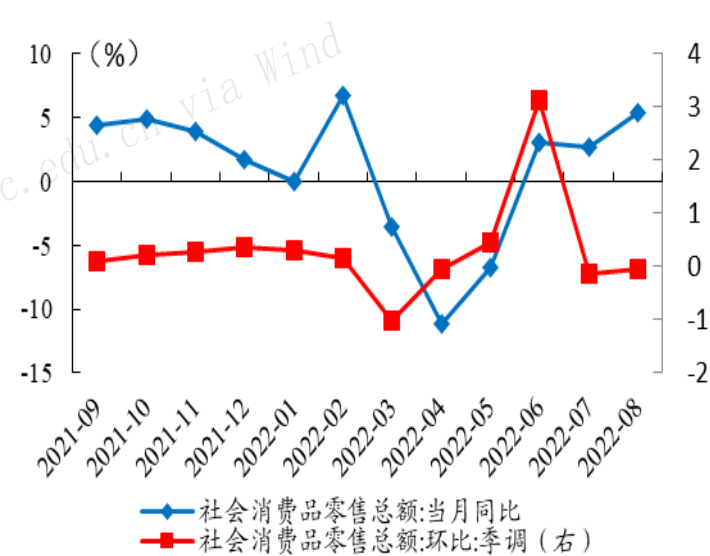
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资回升



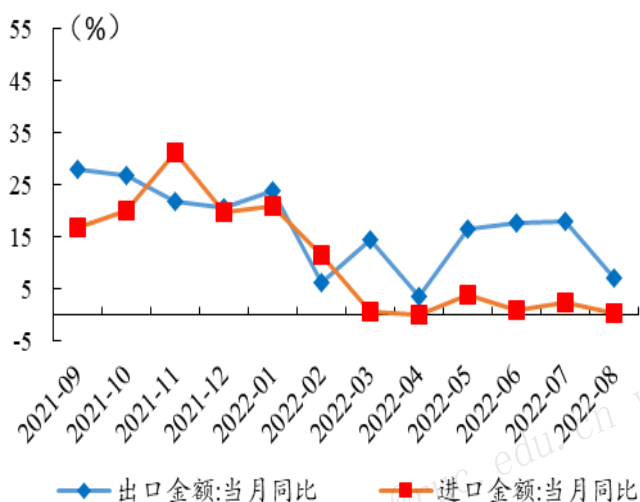
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费尚待恢复



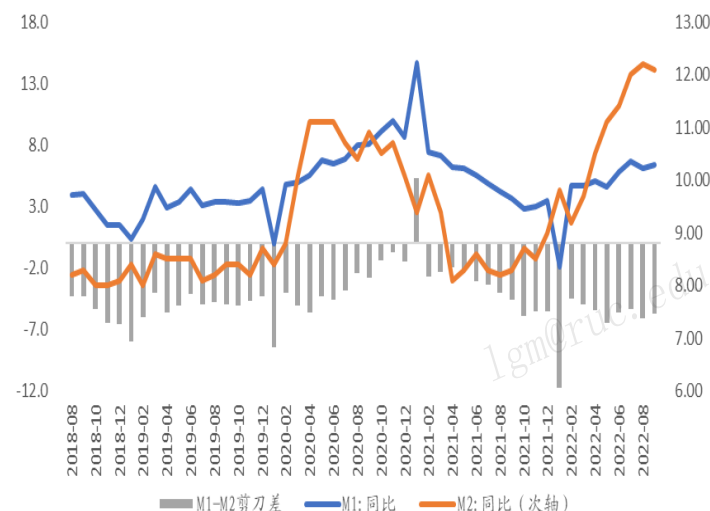
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口回落



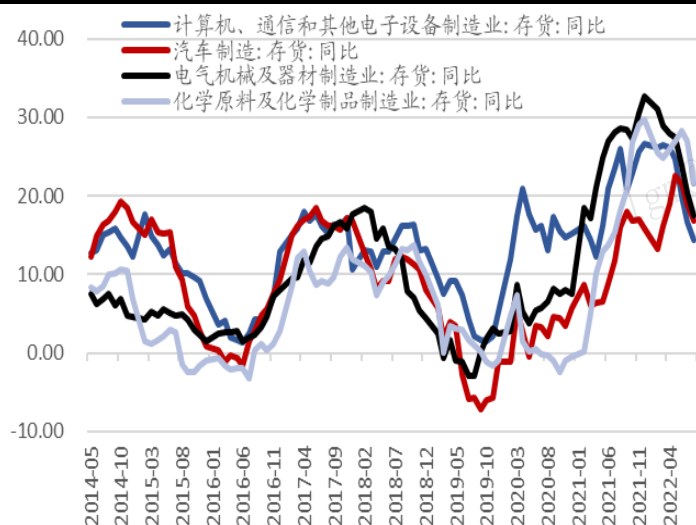
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比高位个



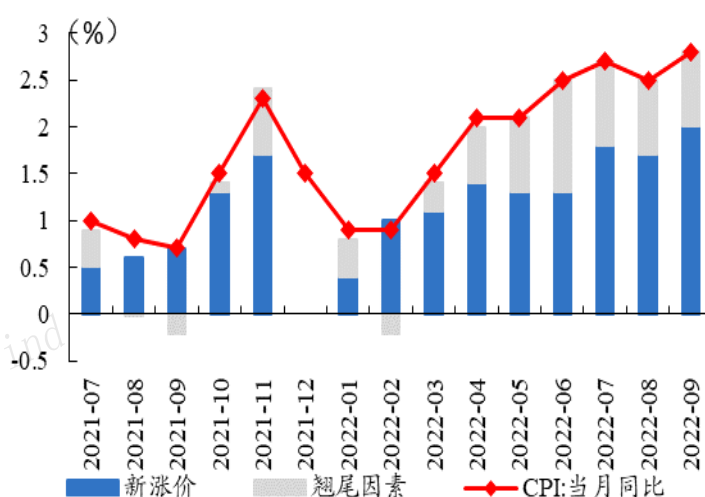
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业去库存



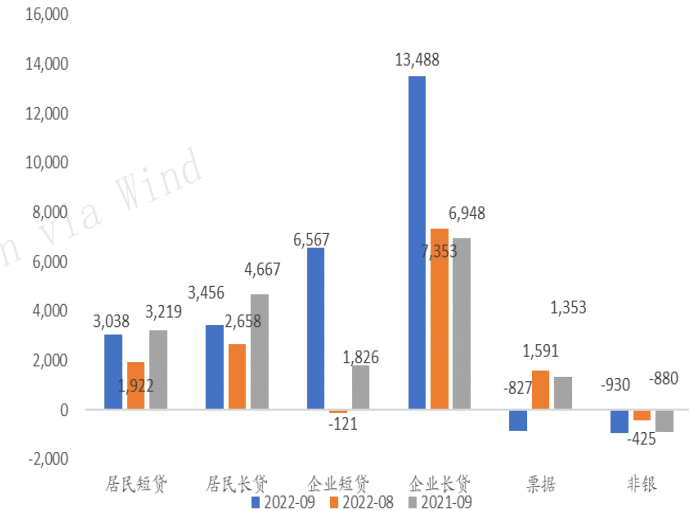
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 小幅回落



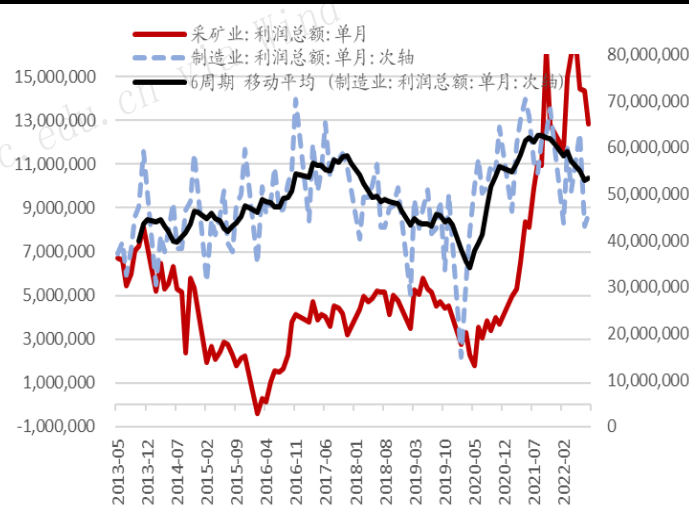
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民贷款企稳，企业贷款强劲



资料来源：Wind, 中原证券

图 13：采矿业和制造业利润表现



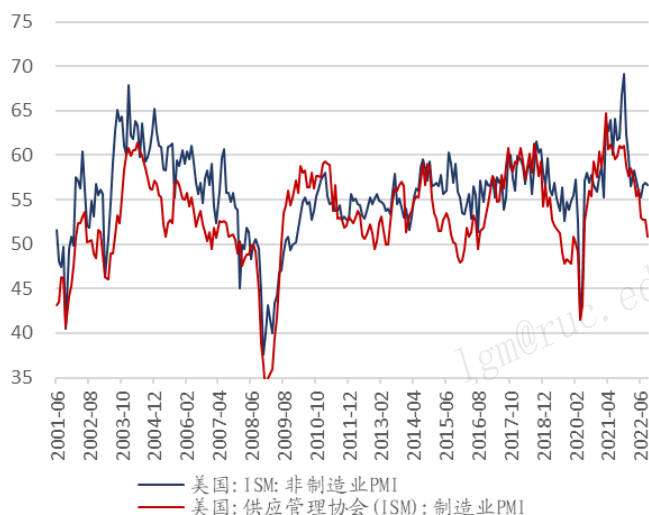
资料来源：Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售企稳



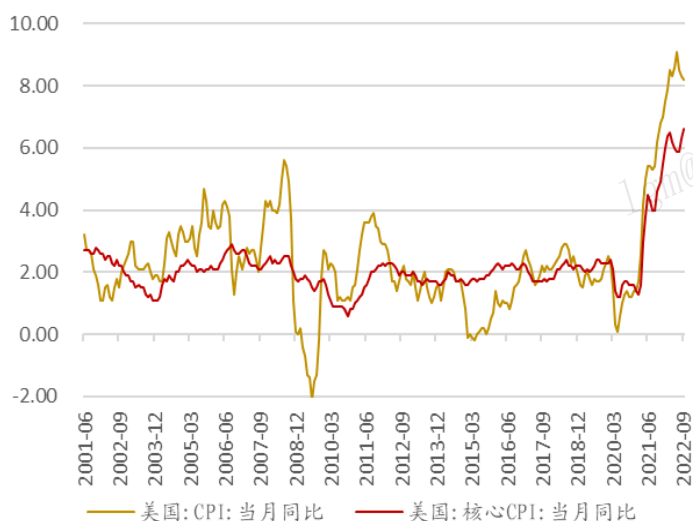
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国 PMI 明显回落



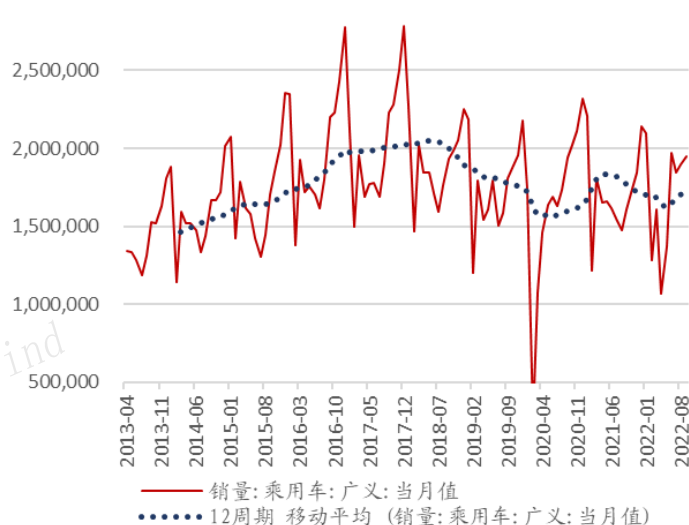
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



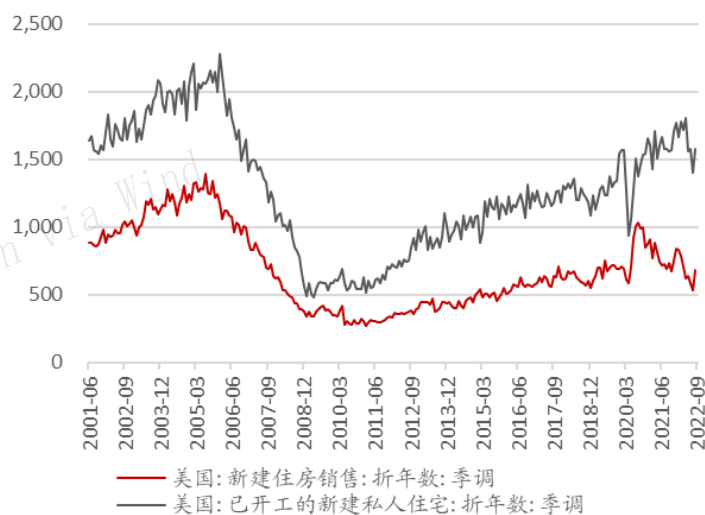
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售上涨



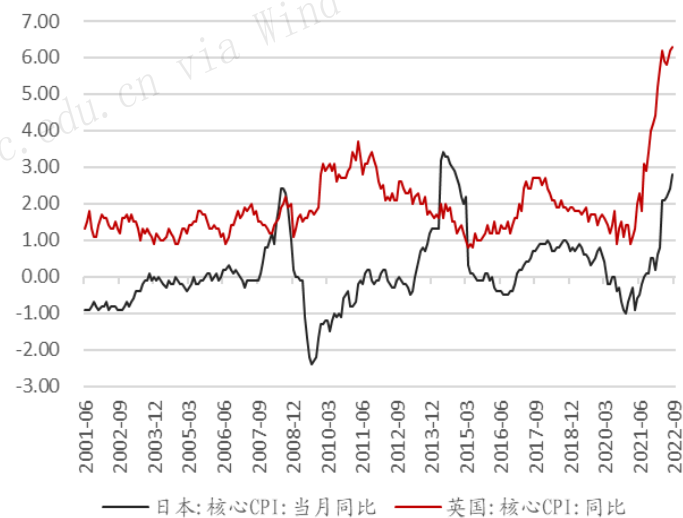
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房销售上行扭转



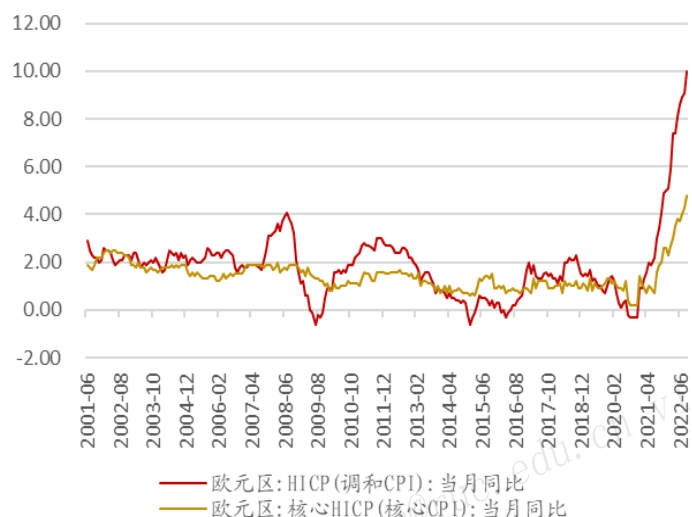
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



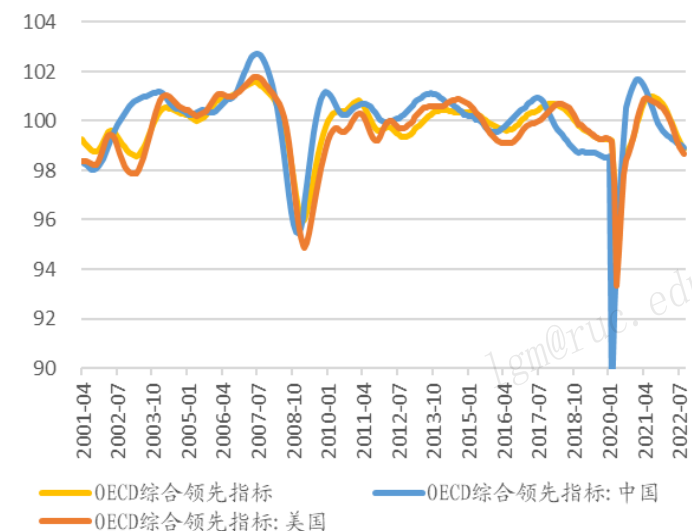
资料来源: Wind, 中原证券

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

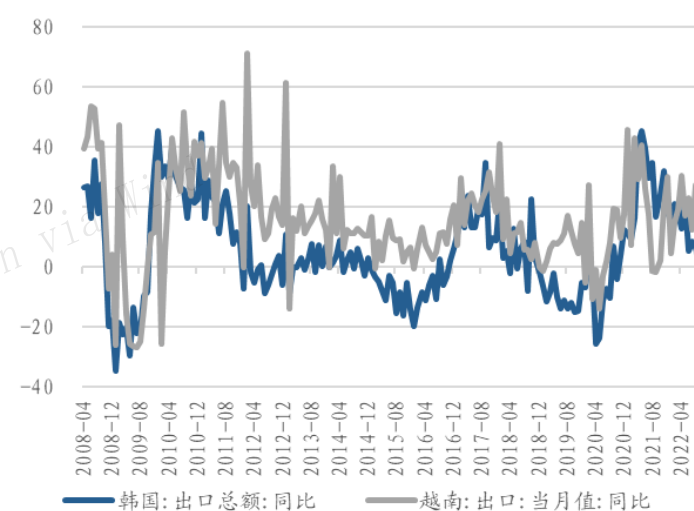
图 24: 主要经济体花旗经济意外指数

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_47484

