

类别

宏观策略月报

日期

2022 年 10 月 31 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198



风险偏好低迷抑制中国股市表现

近期研究报告

《宏观专题-民主党处境改善但难改中期选举大势》2022. 8. 24

《宏观专题-新冠疫情对全球人口的总量和结构性影响》2022. 8. 16

《贵金属专题-“纸黄金”数字货币为何全面溃败》2022. 6. 23

《宏观专题-新冠疫情和乌克兰战争加速全球政经格局重组》2022. 5. 25

《宏观专题-Omicron 新冠变种冲击下的各国防疫比较》2022. 4. 29

《宏观专题-俄乌冲突与台海局势背后的美国中期选举因素》2022. 4. 22

观点摘要

- 截至10月28日,2022年中国大类资产走势为:债券(+3.8%)>货币(+1.9%)>商品(-7%)>股票(-22.9%),商品价格两轮冲高后均回落调整,股市持续下跌后明显反弹而后偏弱调整,国债收益率震荡下滑但在2020年底点附近触底反弹。10月份影响市场走势的主导因素主要有三点:1、经济通胀方面,美国通胀显示较强韧性,就业市场依然非常紧俏,欧美经济衰退信号增多;中国经济延续弱复苏,基建投资稳增长,民间投资消费支出疲软,经济预期偏谨慎和悲观。2、经济政策方面,中国重要会议提出以中国式现代化实现中华民族伟大复兴,英国财政刺激计划昙花一现,欧洲央行如期加息75BP,但加拿大央行开始放缓紧缩步伐,市场预期美联储也将在11月会议后放缓紧缩步伐。3、地缘政治方面,美国再次出台针对中国的半导体技术转移限制,俄乌积极筹备冬季决战,美国中期选举倾向于共和党。
- 中国重要会议为未来经济发展定调,政治不确定性抑制短期市场风险偏好,代表旧经济动能的大盘蓝筹股或继续弱于代表新经济动能的中小科技龙头股,观察人民币汇率贬值压力和增量政策出台时机;美联储11月会议势必加息75BP,但若美国通胀压力开始缓解,而共和党在中期选举过后至少执掌众议院,那么美联储的确有可能在11月会议过后放缓紧缩步伐,这将给全球金融资产提供反弹机会;但与此同时中美地缘政治风险可能趋势性恶化,同时俄乌冬季决战的风险迫在眉睫,国内风险资产或继续受到抑制。综合而言,基本面依然利多债券,但短期看国债利率下行空间相对有限;股票特别是大盘蓝筹股性价比突出,但风险偏好谨慎不利于股市表现;经济衰退预期下,大宗商品中长期依然偏空,但短时间内不排除在美联储紧缩压力边际缓解下出现阶段性反弹。因此我们建议股债均衡配置,而超配黄金作为对冲美联储紧缩步伐边际缓和可能性的工具。

目录

一、1-10 月宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 中国抗疫形势整体恶化	- 4 -
2.2 中国经济延续弱复苏格局	- 5 -
2.3 欧美经济衰退信号增强	- 8 -
2.4 以高质量增长推动中国式现代化	- 12 -
2.5 关注美联储紧缩步伐放缓预期	- 13 -
2.6 俄乌冬季决战一触即发	- 14 -
三、资产市场分析	- 14 -
四、中期资产配置	- 17 -

一、1-10 月宏观市场回顾

截至 10 月 28 日, 2022 年中国大类资产走势为: 债券(+3.8%)>货币(+1.9%)>商品(-7%)>股票(-22.9%), 商品价格两轮冲高后均回落调整, 股市持续下跌后明显反弹而后偏弱调整, 国债收益率震荡下滑但在 2020 年底点附近触底反弹。10 月份影响市场走势的主导因素主要有三点: 1、经济通胀方面, 美国通胀显示较强韧性, 就业市场依然非常紧俏, 欧美经济衰退信号增多; 中国经济延续弱复苏, 基建投资稳增长, 民间投资消费支出疲软, 经济预期偏谨慎和悲观。2、经济政策方面, 中国重要会议提出以中国式现代化实现中华民族伟大复兴, 英国财政刺激计划昙花一现, 欧洲央行如期加息 75BP, 但加拿大央行开始放缓紧缩步伐, 市场预期美联储也将在 11 月会议后放缓紧缩步伐。3、地缘政治方面, 美国再次出台针对中国的半导体技术转移限制, 俄乌积极筹备冬季决战, 美国中期选举倾向于共和党。

二、宏观环境评述

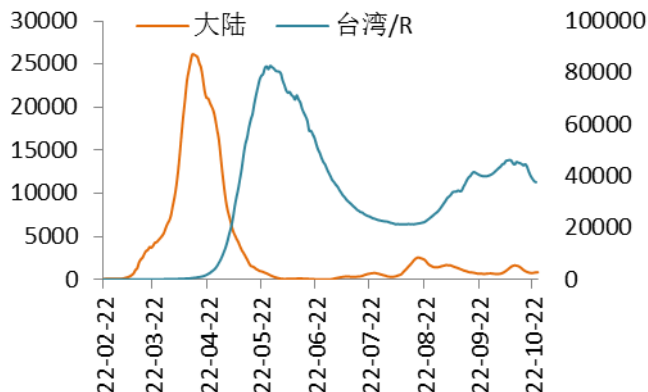
2.1 中国抗疫形势整体恶化

2019 年底以来全球经历了四轮新冠疫情, 第一轮是从 2019 年 12 月至 2020 年 9 月, 新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球, 日均新增确诊病例最高去到 29.3 万, 主要流行毒株为原始株 SARS-CoV-2; 第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬, 欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化, 日均新增确诊病例最高去到 74.5 万, 主要流行毒株为 Alpha、beta 和 Gamma; 第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 10 月上旬, 主要是首发于印度的具有较强传染性的 Delta 毒株扩散到全球, 日均新增确诊病例最高去到 82.7 万; 第四轮是从 2021 年 10 月中旬至今, 主要是首发于南非的具有更强传染性的 Omicron 毒株在欧美消极防疫影响下肆虐全球, 日均新增确诊病例最高去到 343.7 万。10 月 19 日世界卫生组织 WHO 表示, 尽管各国和地区向该组织报告的每周新冠死亡病例数接近大流行以来的最低水平, 但死亡率相较其他呼吸道病毒仍很高, 新冠疫情仍构成“国际关注的突发公共卫生事件”, 这是世卫组织依照《国际卫生条例》所能发布的最高级别警报。

由于欧美在 Omicron 新冠变种的冲击下消极抗疫, 意图以自然免疫弥补疫苗免疫的不足, 并且在 2022 年 2 月份以来纷纷宣布疫情结束并减少甚至取消防疫措施, 欧美的疫情数据已经缺乏可信度, 继续分析全球疫情数据已无意义。欧美消极抗疫一方面使得本地区内疫情更容易扩散, 累计感染率的上升以新冠后遗症的普遍存在持续影响有效劳动力的供给; 另一方面使得其他地区抗疫压力大增, 中

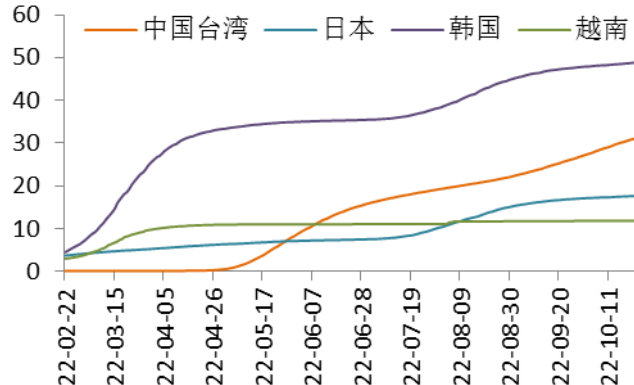
国周边国家地区如韩国、越南、中国台湾、日本等先后进行躺平冲关，作为世界自由港的中国香港实际上也已经进入躺平状态，9月底中国香港大幅度放松防疫措施，这使得坚持动态清零策略的中国大陆的抗疫压力更大。

图1：海峡两岸疫情形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：累积感染率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022年3月至5月在香港疫情的冲击下，中国沿海发达地区疫情严重恶化；中国二季度GDP增速也放缓至0.4%；是次疫情冲击过后，中国一方面加大稳增长力度，另一方面在坚持动态清零的基础上根据Omicron变种特点适当调整防疫措施。但是在周边国家地区纷纷进行躺平冲关之际，大陆地区防疫压力与日俱增，8月中旬以来大陆日均新增感染者均在500人以上，并因暑假和国庆长假出行旅游旺季出现两轮恶化。总体上而言，动态清零策略仍能继续起效，但其与经济增长的矛盾也更加突出，服务业受到较为严重的影响，进而影响到居民就业、收入和消费支出。

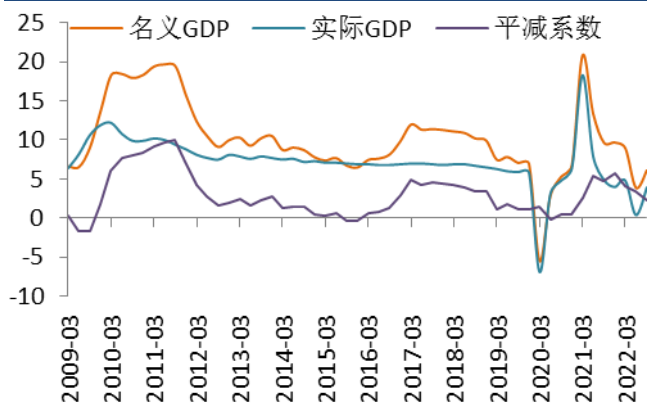
2.2 中国经济延续弱复苏格局

中国2022年三季度实际GDP和名义GDP同比分别增长3.9%和6.1%，显示出自新冠疫情冲击中的恢复。综合考虑稳增长政策、防疫压力、国际形势和基数效应等情况，我们预计中国四季度经济继续复苏，实际GDP同比增速提升到4.5%附近，全年经济增速介乎3-3.5%之间。

从9月份经济数据看，中国疫后复苏仍然体现出生产端强投资消费端弱、海外需求强国内需求弱的特点。在投资方面，2022年1-9月份城镇固定资产投资累计同比增长5.9%，增速较1-8月份提高0.1个百分点，但低于市场主流预期的6%。分行业看，市场关注的1-9月份房地产投资累计萎缩8%，萎缩程度较1-8月份加深0.6个百分点，显示在房地产调控政策已经显著放松的情况下，房地产开发商的投资意愿仍然没有改善；1-9月份基础建设投资累计同比增长11.2%，增速较

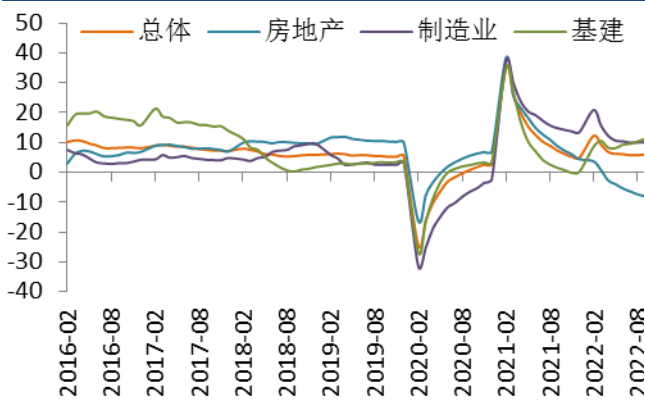
1-8 月份提高 0.8 个百分点，基建继续成为稳增长的定海神针。分企业性质看，1-9 月份民间企业投资累计同比增长 2%，增速较 1-8 月份回落 0.3 个百分点；1-9 月份国有企业投资累积同比增长 10.6%，增速较 1-8 月份提升 0.5 个百分点；国有企业投资的扩张较好地弥补了民间企业的萎缩，但民间企业投资意愿的持续萎缩，说明了民间资本对经济增长前景较为悲观，最终也会影响到居民就业与消费支出。

图3：中国总体经济增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国投资增速

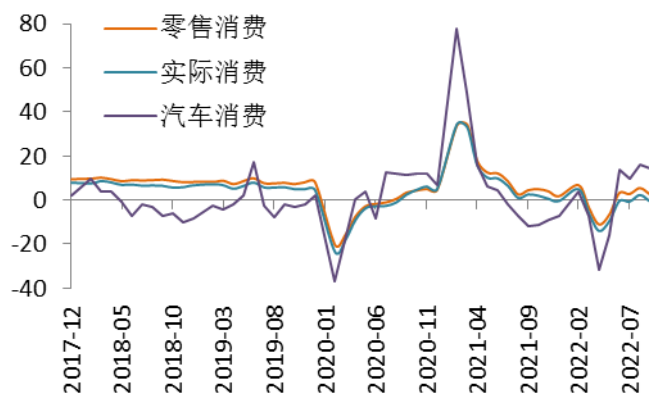


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

9 月份实际产出同比增长 6.3%，增速较 8 月份提升 1.9 个百分点，也是 3 月份以来的最高增速，其中采矿业和制造业增速均有显著回升。但当月产销率回落到 96.9%，为近三个月的低点，恐影响到 10 月份的产出增速；9 月份出口交货值同比增长 5%，为 5 月份以来的连续第五个月增速回落，显示出欧美央行集体紧缩对外部需求的抑制。在消费方面，9 月份社会消费名义同比增长 2.5%，增速较 8 月份明显回落，也是近四个月的最低增速，扣除物价影响的 9 月实际消费同比萎缩 0.7%；从分项看，汽车消费增速依然维持在 15% 左右，石油制品、服装鞋帽、家用电器和金银珠宝消费增速大幅回落，防疫措施对服务业的抑制继续影响到居民的收入预期和非必要消费意愿。

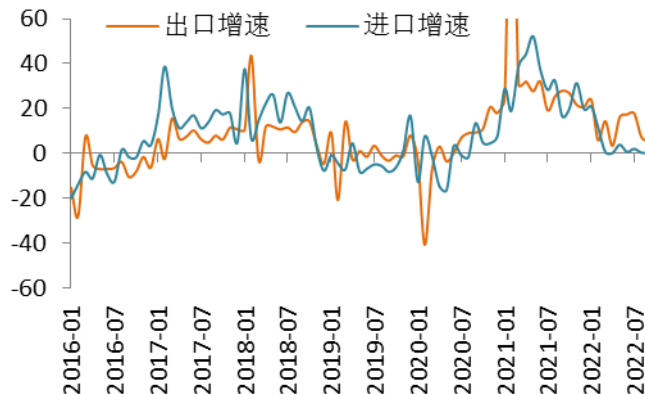
9 月份出口同比增长 5.7%，在排除 3-5 月份疫情扰动之后，年内出口增速基本上体现出逐月回落趋势，反映出欧美央行集体紧缩对海外需求的抑制；9 月份进口同比增长 0.3%，同样反映出疫情防控和房地产市场动荡对内部需求的抑制；由于内需比外需更加疲软，贸易盈余被动增加，1-9 月份贸易盈余累积 6451.3 亿美元，较去年同期增长 51.6%。总体上看净出口在衰退性盈余的支撑下仍然经济增长起到正面拉动作用，但拉动系数随着海外经济衰退前景增强与国内稳增长而迅速减弱。

图5：中国消费增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

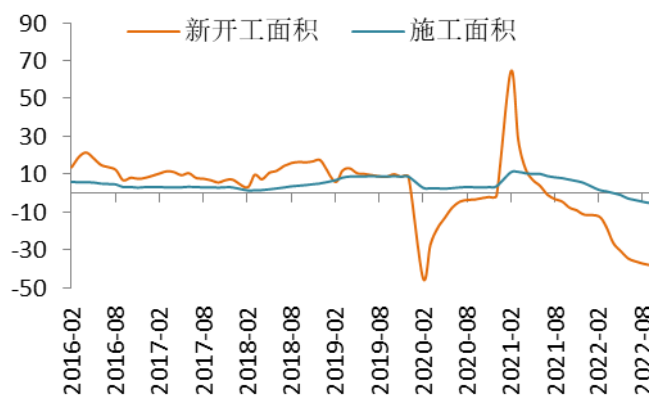
图6：中国外贸增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

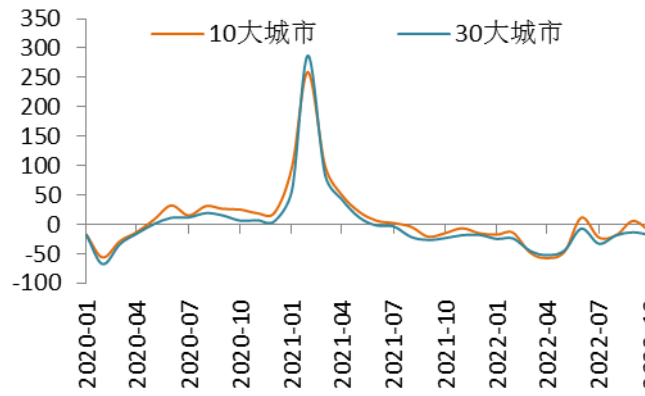
1-9 月份房地产销售面积和销售额分别同比萎缩 22.2%和 26.3%，萎缩程度自 6 月份以来震荡收窄，但改善的幅度非常小；住宅去化月数小幅上升至 4.67 个月，与 2017 年 12 月的水平相似，远低于 2015 年 3 月份的峰值(19.6 个月)，因此虽然房地产销售整体疲软，但房地产整体库存水平还是处于较为健康的水平。销售疲软、库存水平趋于上升以及房地产市场整体气氛不佳抑制房地产开发商投资建造意愿，1-9 月份房地产投资同比萎缩 8%，萎缩程度较 1-8 月份扩大 0.6 个百分点，其中土地购置费和建筑安装支出分别同比萎缩 5.1%和 9.3%。虽然 6 月份以来销售有所企稳，但对于销售前景的不确定性使得开发商放缓建造步伐，1-9 月份新开工面积和施工面积分别同比萎缩 38%和 5.3%，萎缩程度均较 1-8 月份有所加大。根据高频数据显示，截至 10 月 26 日，10 月份 10 大城市房地产成交面积同比萎缩 13.7%，30 大城市房地产成交面积同比萎缩 18.1%，显示房地产调控政策再次放松并没有有效刺激居民购房热情。在房地产市场大周期转折和中短周期负面因素的共同作用下，房地产市场的企稳可能需要更长时间。

图7：房地产开工建设增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：房地产成交面积增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

总体上看，由于年内防疫压力明显上升，房地产行业销售投资整体低迷，债

务杠杆率抑制各部门投资消费意愿，乌克兰战争推升企业生产成本和地缘政治风险，欧美央行集体紧缩使得海外经济衰退预期持续上升等负面因素的综合因素，虽然在系列稳增长政策的刺激下，中国经济增长势头已经初步逆转 2021 年至 2022 年四月份的震荡下跌趋势，但复苏回升的力度并不强，总体看 9 月份中国经济数据较 8 月份变化不大。往前看，我们预计稳增长政策将继续起效，但由于防疫压力继续抑制民间投资和消费意愿，结构调整政策力度有所缓和但整体上仍然是抑制性的，经济新动能已有明显表现但仍不能充分对冲旧动能的减退，国际方面乌克兰战争和中美博弈引发的地缘政治风险依然处于较高水平区间，欧美央行集体紧缩引发的全球经济衰退预期有增无减，因此中国经济可能继续维持弱复苏格局，经济旧动能的减弱以及由此引发的居民收入疲软预期继续抑制风险资产表现。

2.3 欧美经济衰退信号增强

10 月 24 日 Markit 公布欧美 PMI 初值，其中欧元区 10 月份制造业和服务业 PMI 均环比下跌，结果是 10 月份综合 PMI 环比回落 1 个百分点至 47.1%，这是欧元区综合 PMI 连续第四个月位于萎缩区间；根据欧元区综合 PMI 与欧元区经济增长的历史相关性，基本上我们可以判断欧元区三季度实际 GDP 将出现环比萎缩，而十月份估计也难逃厄运，因此欧元区经济将出现技术性衰退。10 月份美国 Markit 制造业和服务业 PMI 也均环比回落且低于荣枯分界线，由于美国市场更加看重 ISM 编撰的 PMI 数据，而且 ISM 的 PMI 数据与 Markit 的在趋势上不尽一致，因此我们对此保持谨慎。从其他领先指数看，10 月份密歇根大学消费者指数录得 59.9，较 9 月份提升 1.3 个点，但这与 10 月份通胀预期上升到 5% 相背离，消费者可能认为通胀预期回升是暂时的，或者薪资上调足以对冲物价上升。

图9：Markit欧美PMI

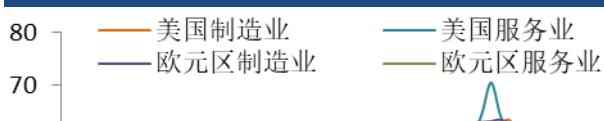
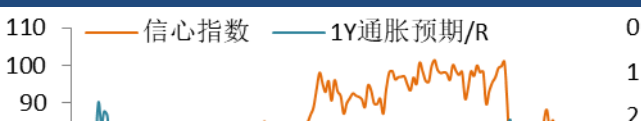


图10：美国消费者信心



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_48140

