

海外资产在紧缩下延续弱势，国内资产期待政策托底

——资本市场月报（2022年11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			●		
贵金属	黄金	偏弱震荡		●			
固收	中国国债	震荡		●			
	中国信用债	震荡		●			
	美债	下跌		●			
权益	A股	震荡		●			
	一消费	震荡		●			
	一周期	偏弱震荡				●	
	一成长	偏弱震荡		●			
	港股-科技	震荡		●			
	美股	偏弱		●			

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、黄金震荡，美债利率上行，美国三大股指上涨。境内资产方面，人民币汇率贬值，中国10年期国债利率震荡，A股震荡，风格分化加大，金融消费下跌较多，成长风格上涨较多。

■本期主题：海外方面，受部分非美央行操作影响，10月海外交易紧缩程度意外得到缓解，市场通过美元指数震荡，美股底部反弹进行回应。11月美联储议息会议在即，预计货币紧缩主线将再次得到确认。

国内方面，考虑到在大会后，疫情防控力度有望从过度严格转为正常，增强经济修复的动能，尤其是前期表现较弱的下游需求可能会有所修复，短期经济不必过度悲观，而对于明年经济的预期，则依赖于12月的中央经济工作会议指明路径。

■市场前瞻及策略：1.美股：美股同时面临货币紧缩和企业盈利增速下行的不利局面，美股仍未见底。2.美债：未来交易货币收紧可能会延续，推动美债利率创下新高。但是随着经济下行的迹象越来越多，会推动长债利率上行趋缓，并逐渐筑顶。3.黄金：通胀回落，名义利率上行，实际利率上升，利空黄金，预计金价震荡下行。4.汇率：美元将继续保持强势；人民币贬值压力难以得到实质性缓解。5.国内固收：基本面利多收敛、银行间流动性维持中性，信贷扩张小幅利空的影响，预计国债震荡为主，先强后弱。6.国内权益：随着10月底之后企业盈利或阶段性企稳，大盘也将随之企稳。整体而言，在海外衰退风险出清之前，以底部震荡为主，上下空间均有限。结构上，成长板块短期消化海外利空后，将受益于产业政策迎来中长期投资机会。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

✉: 0755-83132042

✉: baiyuhan@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

✉: suchang9898@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：海外紧缩主线尚未褪去，国内经济修复将被托底.....	2
(一) 海外重回货币紧缩主线.....	2
(二) 国内主线短期回归经济现状，中期等待政策托底.....	4
三、市场前瞻及策略：海外资产延续弱势，国内资产慢修复.....	5
(一) 美股：仍未见底	6
(二) 美债：利率延续上行，中枢小幅抬升.....	7
(三) 黄金：继续震荡下行.....	8
(四) 汇率：美元延续强势，非美货币贬值压力较大.....	8
(五) 国内固收：震荡偏弱格局.....	11
1、利率债：震荡偏弱	11
2、信用债：信用利差趋于震荡	13
3、固收投融资建议：不追利率低点，以稳为主	15
(六) 国内权益：大盘底部震荡，结构终归成长.....	16
1、A股大盘：处于底部震荡区域.....	16
2、A股结构：成长板块短期承压，长期占优.....	18
3、港股：恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化	19
4、权益投资建议：重点布局成长	20
四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债.....	21
(一) 胜率：境内股债资产胜率中等.....	21
(二) 盈亏比：境内股票较高.....	21
(三) 结论：大类配置建议不变.....	22

图目录

图 1: A 股市场下行	2
图 2: 境外市场美债利率上行	2
图 3: 美国核心 CPI 同比尚未见顶	4
图 4: 12 月美联储加息 75bp 概率上升	4
图 5: 三驾马车动能分化	5
图 6: 失业率超季节性边际上行	5
图 7: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	7
图 8: 美股风险溢价未反映增长放缓的风险	7
图 9: 美债短端利率急速攀升	8
图 10: Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高	8
图 11: 紧缩预期使美债实际利率再度向上	8
图 12: 美元短期转为震荡支撑金价	8
图 13: “美强欧弱”优势收敛但仍在	9
图 14: 美欧利差波幅加大	9
图 15: 出口动能持续放缓	10
图 16: 中美利差倒挂幅度继续加大	10
图 17: 英国 CPI 及核心 CPI 较高	10
图 18: 英国国债利率在 10 月上行势头得到缓解	10
图 19: 10 年美债收益率和美元兑日元走势	11
图 20: 英国通胀高企但加息相对谨慎	11
图 21: 10 月银行间资金利率小幅上移	13
图 22: 10 月利率中枢小幅下移	13
图 23: 10 月不同等级中票信用利差震荡向下	13
图 24: 10 月中短期限信用利差调整，长期限下行	13
图 25: 10 月不同等级城投信用利差震荡	14
图 26: 10 月短期限城投信用利差上升，中长期限震荡	14
图 27: 10 月钢铁债信用利差分化加大	14
图 28: 10 月煤炭债信用利差低位震荡	14
图 29: 10 月房地产信用利差分化加大	15
图 30: 企业盈利或阶段性企稳	17
图 31: 盈利主要拖累项 PPI 或于 10 月见低点	17
图 32: 实体流动性偏宽松对估值形成支撑	17
图 33: 经济偏弱货币适度超发	17
图 34: 绝对估值：沪指估值分位数处较低水平	18
图 35: 相对估值：具备较强股债性价比	18

图 36: 宽基指数估值曲线.....	18
图 37: 中信风格指数估值曲线.....	18
表 38: A 股行业按盈利预测景气度排序 (前 15)	19
表 39: A 股行业按盈利预测景气度排序 (后 15)	19
图 40: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比.....	22
图 41: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比.....	22
图 42: 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	22
图 43: 黄金估值中等.....	22

表目录

表 1: 10 月市场及策略回顾 (截至 2022 年 10 月 24 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.....	16
表 3: A 股主要宽基指数和风格指数景气度排序	21
表 4: 大类资产“胜率-盈亏比”九宫格.....	23
表 5: 大类资产配置及投资策略建议表.....	23

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，10月人民币、美债、黄金、A股、中债的走势与我们判断一致，美股、美元与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表1：10月市场及策略回顾（截至2022年10月24日）

大类资产		现价	今年以来	近6个月	近1个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	31500	-13.3%	-4.5%	9.7%	偏弱	不符合，因美元流动性紧张程度缓和，美股创年内新低之后，出现超跌反弹。
	标准普尔500指数	3797	-20.3%	-8.1%	5.9%		
	纳斯达克综合指数	10953	-30.0%	-11.2%	3.6%		
美债	美国10Y利率	4.25%	273BP	136BP	42BP	看利率上行	方向符合，幅度超预期。因美国通胀高居不下，市场对美加息终点上调。
货币	美元指数	112.01	16.7%	8.5%	-0.1%	偏强	不符合，因部分非美央行释放美元，减缓美元指数上行的幅度
	人民币兑美元	7.26	-12.2%	-9.3%	-2.3%	偏弱	符合
黄金	伦敦金	1650	-9.8%	-13.0%	-0.7%	看偏弱震荡	符合
A股	上证指数	2978	-18.2%	-2.3%	-1.5%	看震荡	符合
	沪深300	3633	-26.5%	-9.5%	-4.5%		
	上证50	2393	-26.9%	-14.7%	-8.3%		
	中证500	5897	-19.9%	4.8%	3.2%		
	创业板指数	2337	-29.7%	0.8%	2.1%		
	科创50	969	-30.7%	2.4%	3.2%		
	金融(风格, 中信)	5804	-18.7%	-9.8%	-4.5%		
	周期(风格, 中信)	4281	-14.7%	6.1%	0.4%		
	消费(风格, 中信)	9983	-24.0%	-5.2%	-5.0%		
	成长(风格, 中信)	6168	-27.3%	7.2%	3.6%		
中债	稳定(风格, 中信)	2415	-6.0%	-0.1%	0.3%		
	中国10Y利率	2.72%	-6BP	-12BP	-4BP	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、黄金震荡，美债利率上行，美国三大股指上涨，各资产并未统一沿着美联储紧缩的主线交易。2年期和10年期美债利率同步上行突破前高，分别触碰4.6%和4.25%的新高，反映了对美联储紧缩预期的继续攀升。不同的是，美元指数、黄金、美股三大指数未同步反映这一紧缩预期，美元指数的震荡和美股意外上涨主要是因为美元流动性的紧张程度有所缓解。同时，从美债利率上行幅度超预期，可以知道美元流动性紧张的缓解并不来自于美联储，可能是来自于其他非美央行。非美央行通过卖出美债，换取美元之后，为市场注入了新的美元。

图 1: A 股市场下行


资料来源: Wind、招商银行研究院

图 2: 境外市场美债利率上行


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，与我们基于流动性和信贷的判断基本一致。人民币汇率继续贬值，与我们基于国内基本面偏弱，中美利差走阔的判断基本一样。而人民币贬值的速度略快、国内债券市场情绪偏积极，则体现出国内经济修复速度偏慢以及市场预期偏弱。**A 股方面**，在经济预期偏弱和流动性偏松的背景下呈现底部震荡，上下幅度不大。其中，宽基指数中，上证 50 和沪深 300 下跌较多，中证 500 和科创 50 上涨较多；风格指数中，金融消费下跌较多，成长风格上涨较多。**A 股结构走势的分化**，体现出投资者一方面定价偏下游消费需求的疲弱，一方面定价国内二十大会议中对重点领域的利好政策。

整体而言，10 月海外资产的走势略有偏离上期提到的关键因子，即海外交易紧缩力度上升。国内资产暂时未偏离上期提到的关键因子，即在等待政策变量落地。

二、本期主题：海外紧缩主线尚未褪去，国内经济修复将被托底

海外方面，受部分非美央行卖美债操作的影响，10 月海外交易紧缩程度意外得到缓解，市场通过美元指数震荡，美股底部反弹进行了反映。这使得市场看起来偏离了货币紧缩主线，但通过分析我们会知道，市场交易并未远离，而 11 月美联储议息会议在即，市场交易货币紧缩可能会再次占据主导。

国内方面，大会变量落地后，市场交易分化，一是交易当下表现偏弱的基本面，通过上证 50 和沪深 300 下跌较多进行体现，二是交易二十大会议中提到的未来政策重点支持领域，例如科技创新、制造业、新能源、航天航空等，相关度更高的中证 500 和科创 50 上涨较多。到年底，我们认为这两条主线会并行，并且随着经济边际好转，结构分化或收敛。

（一）海外重回货币紧缩主线

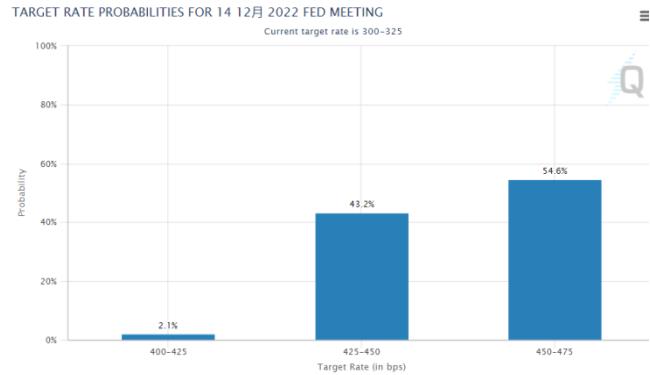
前期我们提到 9 月通胀数据落地后，如果核心 CPI 表现继续超预期，将推动市场提高对后续加息幅度的预测，同时市场紧缩交易力度会上升。从实际数据来看，9 月核心 CPI 同比攀升至 6.6%，环比上升至 0.8%（高于较前一期 0.5%），意味着美国通胀压力继续上升。在数据公布之后，加息终点从 9 月议息会议后的 4.5% 继续上移至 5%，市场迅速对这一因素进行定价，美债利率上升，美元指数冲高，美股三大指数快速下跌。

让人比较意外的是，当晚以及之后的交易日里，除了美债利率继续上行以外，其他资产出现反转，美元指数走出震荡回落态势，美股反弹。我们可以肯定这种反转并不来源于市场转变了对后续货币紧缩的预期，因为紧缩预期一旦转变，美债利率会同步下行。结合对于其他市场的观察，我们认为这种分化的行情与非美国家央行的操作有密切联系。首先是 10 月 11 日，英国央行宣布扩大其紧急购买操作，英国国债利率从高位向下，英镑贬值趋势得到遏制。此后英国财政政策反转，宣布将取消前期特拉斯提出的大规模减税计划，英镑贬值得到缓解，同时美元升值逐渐乏力，美股下跌趋缓。再晚一些是 10 月 21 日，美元兑日元突破 150 关口，日元汇率创下 1990 年以来最弱的水平，当晚日元走势逆转，快速走强收至 147，有消息称是日本央行进行外汇干预所致。此后的交易日里，日元阶段性走强。日本财务大臣铃木俊一公开表示：“日本央行立场不变，会对外汇市场采取适当的行动，对外汇过度的波动，会一直采取行动。”日本央行卖出美元，减缓日元走弱的速度，为市场提供了额外的美元流动性，之后美元指数走弱，美股反弹。

非美央行的操作有助于减缓美元上行的速度，进而减缓美股下行的速度，但我们需要注意这种影响是阶段性的。即使未来非美央行不得不在市场上的动作增多，力度增大，进而对海外资产产生的影响，但是这股力量可能不足以改变趋势，只是影响节奏，在大势上要跟随交易主线来进行变化，而交易主线的变化则一定要根据美联储的表态来进行调整。**11 月即将到来的美联储议息会议极为重要。**在开会前，已有美联储官员对加息立场出现了松动，认为如果明年联邦基金利率的峰值大幅高于 9 月预测的 4.5% 的水平，美国经济将面临巨大的“非线性”风险。这次发言推动市场对加息路径的预测有所降温，同时也让 11 月会议的关注度直线上升。届时美联储如表达继续承认经济下行风险上升，并且优先抗通胀，那市场交易紧缩的力度会再次上升，将利空美债、美股、黄金，利多美元。而一旦出现美联储承认经济下行风险上升，并有试图调整加息节奏等更加灵活的措辞，则市场交易紧缩的力度将放缓，进而利多美债、美股、黄金，利空美元。

图 3: 美国核心 CPI 同比尚未见顶


资料来源: Wind、招商银行研究院

图 4: 12 月美联储加息 75bp 概率上升


资料来源: CME FedWatch Tool、招商银行研究院

(二) 国内主线短期回归经济现状，中期等待政策托底

10月召开的二十大会议对我国未来发展做出展望，会议通稿传递出的相关内容与前期十四五规划一脉相承。由于会议传达对经济的总体基调未超出市场预期，会议结束后，市场交易的主线再度回到当下的经济表现上。在疫情持续扰动和预期转弱的影响下，9月经济继续不均衡修复。在供给端，工业生产修复加速，但服务业修复放缓，失业率边际上升；在需求端，基建和制造业投资边际上行，成为经济修复的主要拉动，但出口和消费增速下滑，房地产投资延续大幅收缩。同时，10月中上旬高频数据显示，下游消费和出行均受到明显压制，车市和地产销售均弱于上月同期，环比负增长。因此，在大会之后，市场通过股市偏弱，债市偏强，人民币贬值速度加快进行了反映。

展望未来，11月进入政策空窗期，市场交易主线仍将落在经济修复的实际表现上。我们预计前期趋严的疫情防控力度有可能缓解，推动此前表现较差的下游消费向上修复到正常区间。而在已有的稳增长政策下，四季度经济修复动能也将边际增强，四季度GDP有望增长5%，高于三季度3.9%。整体来看，短期经济修复的力度有望小幅提升，预计将有利于托底风险资产。

再往后看，12月中央经济工作会议召开在即，会议将对2023年经济工

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_48246

