

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

全球分化加剧，资产价格多数下跌

——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09月13日

相关报告

《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

《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

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：

- **全球经济分化加剧。**8月国内经济仍在弱势修复阶段。PMI较上月小幅回升，但仍处于50以下。工业生产开工等指标总体持平或稍有修复，库存延续下降态势，主动去库仍阶段性对开工形成一定压制，制造业利润移动平均仍处于下行通道。融资环境略有好转，8月社融稍微超预期，较7月的过低水平有一定修复。海外方面，8月欧美经济形势分化。8月美国经济数据总体强于预期，劳动力市场仍然强劲，失业率维持低位；PMI维持在50以上的扩张区间，通胀指标也有小幅回落。杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔向市场传递了“抑制通胀之前货币政策不会放松”的明确信号，将吸取七十年代美联储过早降息导致控制通胀失败的教训。鲍威尔讲话后市场对9月FOMC继续加息75bp的预期回升，美元指数明显走强，美债利率回升。欧洲经济形势则明显更弱，高能源价格下电价飞涨对居民、工业部门均产生了明显打击，PMI快速回落到50以下收缩区间，通胀持续攀升突破9%，加息较慢的欧洲央行被迫加速加息“赶进度”，9月8日欧央行加息75bp。加息未来可能对欧洲内部政府债务负担较重的部分国家造成明显冲击，欧洲经济衰退风险强化。
- **8月境内外大类资产高度分化的态势延续，总体来看债券强于商品和股市。**股市方面，发展中国家表现最好，东亚国家地区次之，欧美发达国家股市明显调整。债市方面，欧美长端利率大幅上行，国内长债则在意外降息中延续牛市。商品波动放缓，整体延续跌势，内部分化明显更多表现为自身的供需逻辑。8月A股风格出现一定切换迹象，旧能源（煤炭、石油石化）、非银金融、传媒、交运和食品饮料等行业表现靠前，汽车、电新等高景气度“赛道”出现一定回撤。商品价格8月总体延续跌势但波动有所缓和，南华商品指数波动率持续下行。具体商品价格驱动因素回归自身供需因素，同类商品表现内部分化都较为明显，全球宏观因素稍有淡化。
- **本月我们维持推荐均衡配置，标配债券、权益和商品。**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，目前股票估值、商品价格均相对中性。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0.8%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. 全球分化加剧，资产价格多数下跌.....	4
1.1. 国内弱势修复，海外美强欧弱.....	4
1.2. 大类资产配置策略：维持均衡配置.....	9
2. 股票：发达市场权益资产下跌为主.....	13
3. 债券：货币政策分化，债市内强外弱.....	17
4. 商品与外汇：商品延续跌势，美元指数创历史新高.....	20
5. 风险提示.....	25

图表目录

图 1：全球新增确诊回落.....	4
图 2：8 月制造业 PMI 小幅修复.....	5
图 3：生产持平.....	5
图 4：7 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.....	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.....	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低位震荡.....	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 33：8 月全球资产表现.....	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

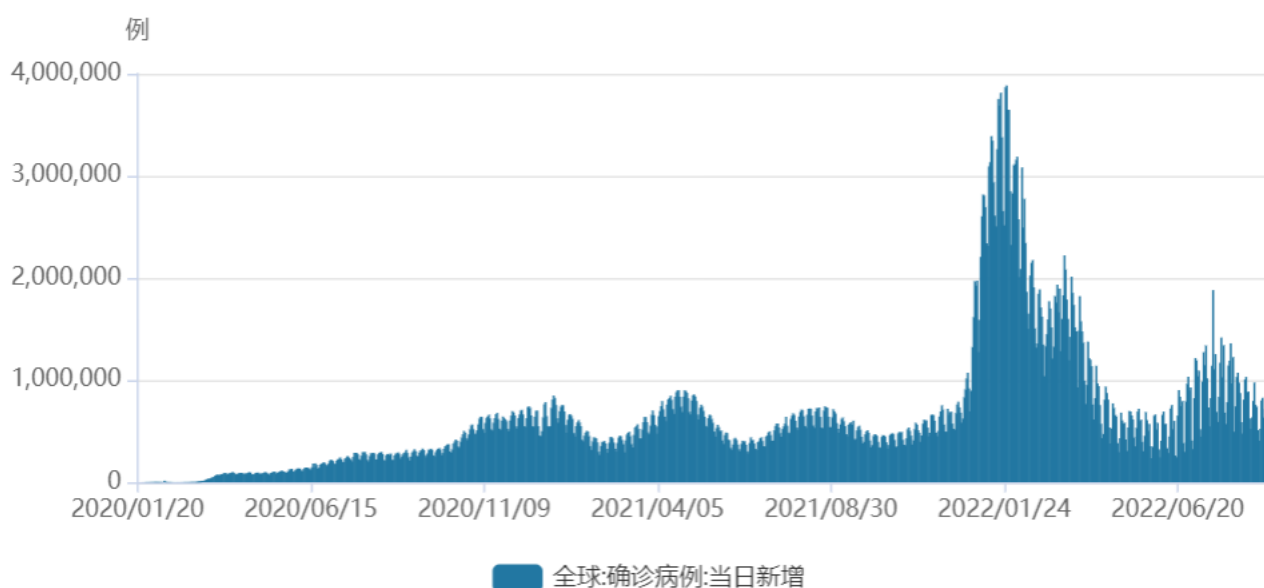
1. 全球分化加剧，资产价格多数下跌

1.1. 国内弱势修复，海外美强欧弱

8月国内经济仍在弱势修复阶段。PMI较上月小幅回升，但仍处于50以下。工业生产开工等指标总体持平或稍有修复，库存延续下降态势，主动去库仍阶段性对开工形成一定压制，制造业利润移动平均仍处于下行通道。融资环境略有好转，8月社融稍微超预期，较7月的过低水平有一定修复。需求方面，汽车销售景气度维持高位；商品房销售和7月表现总体相近，仍低位徘徊；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，8月欧美经济形势分化。8月美国经济数据总体强于预期，劳动力市场仍然强劲，失业率维持低位；PMI维持在50以上的扩张区间，通胀指标也有小幅回落。杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔向市场传递了“抑制通胀之前货币政策不会放松”的明确信号，将吸取七十年代美联储过早降息导致控制通胀失败的教训。鲍威尔讲话后市场对9月FOMC继续加息75bp的预期回升，美元指数明显走强，美债利率回升。欧洲经济形势则明显更弱，高能源价格下电价飞涨对居民、工业部门均产生了明显打击，PMI快速回落到50以下收缩区间，通胀持续攀升突破9%，加息较慢的欧洲央行被迫加速加息“赶进度”，9月8日欧央行加息75bp。加息未来可能对欧洲内部政府债务负担较重的部分国家造成明显冲击，欧洲经济衰退风险强化。

图 1：全球新增确诊回落



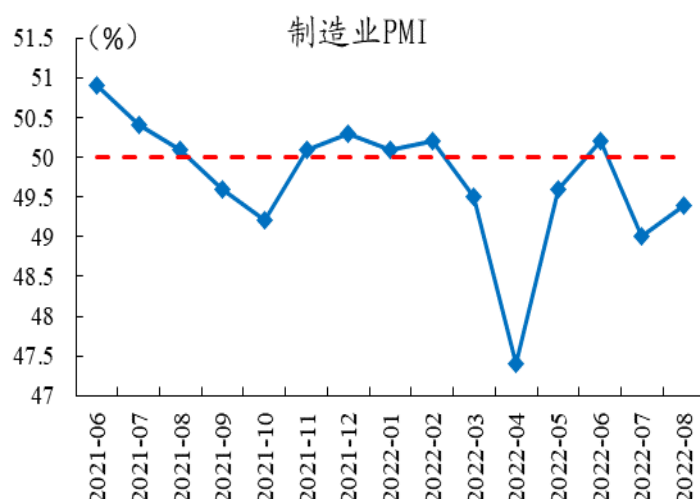
资料来源：Wind, 中原证券

本报告版权属于中原证券股份有限公司 www.ccnew.com

请阅读最后一页各项声明

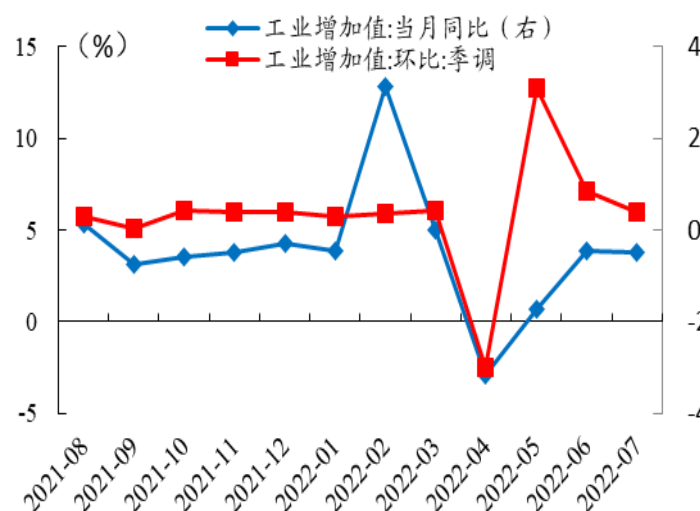
第4页 / 共26页

图 2：8 月制造业 PMI 小幅修复



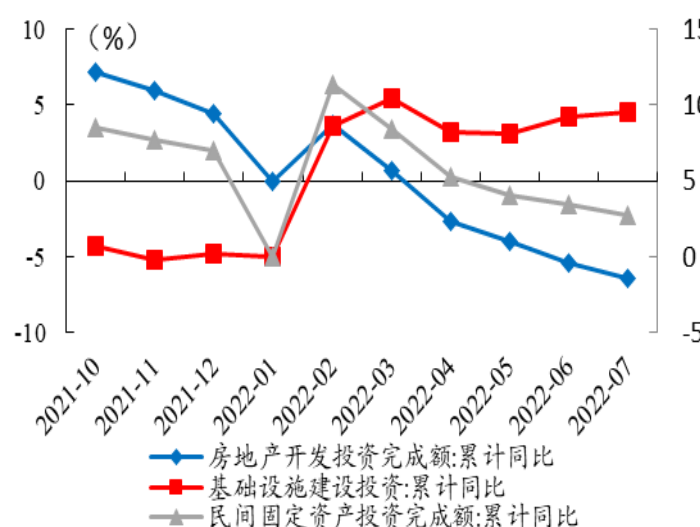
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：7 月工业增加值修复放缓



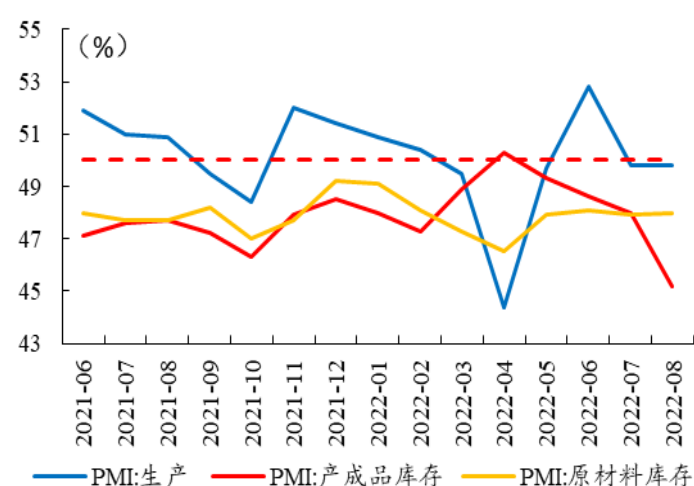
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资走弱，基建投资加快



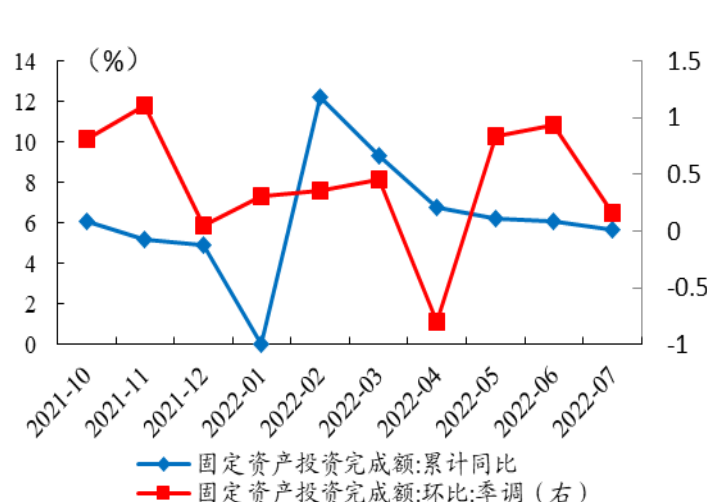
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产持平



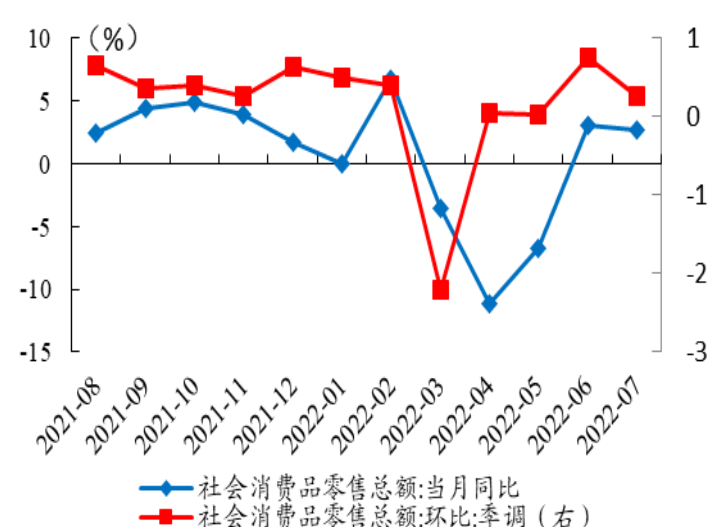
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资平稳



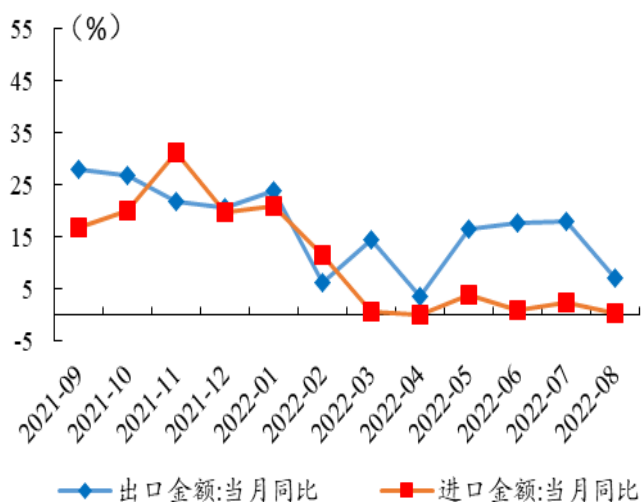
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费尚待恢复



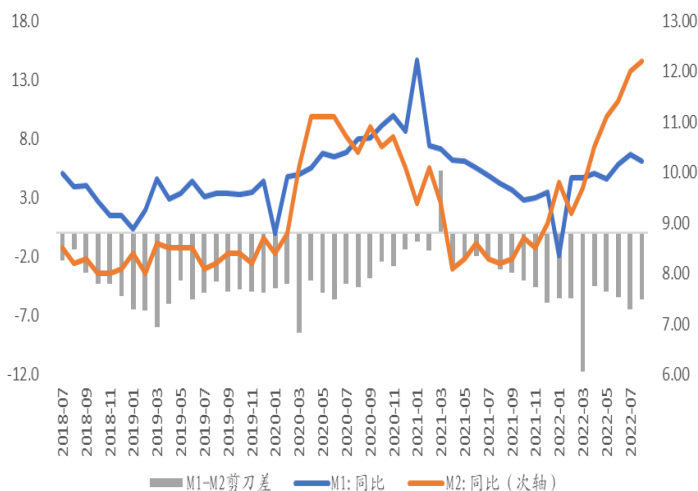
资料来源：Wind, 中原证券

图 8: 出口回落



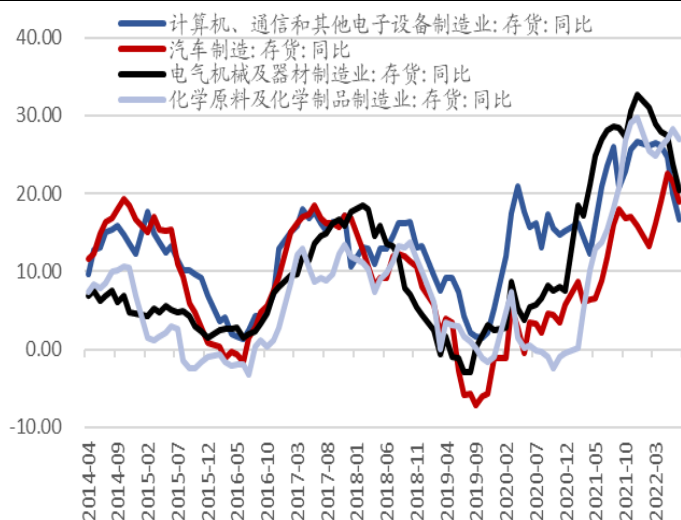
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: M2 同比持续回升



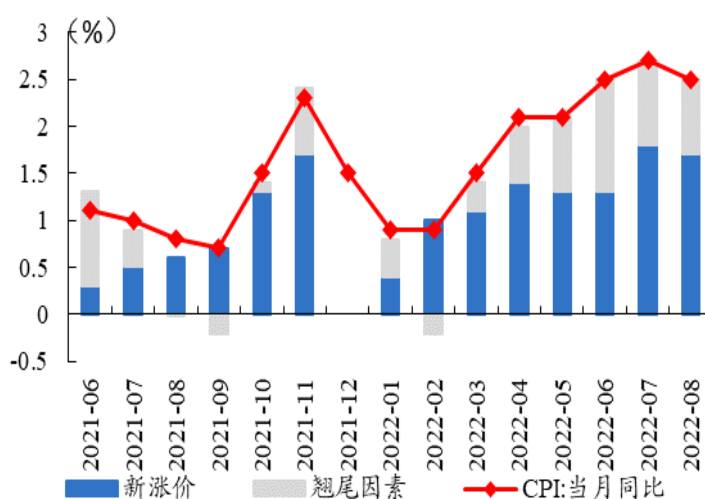
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 主要行业去库存



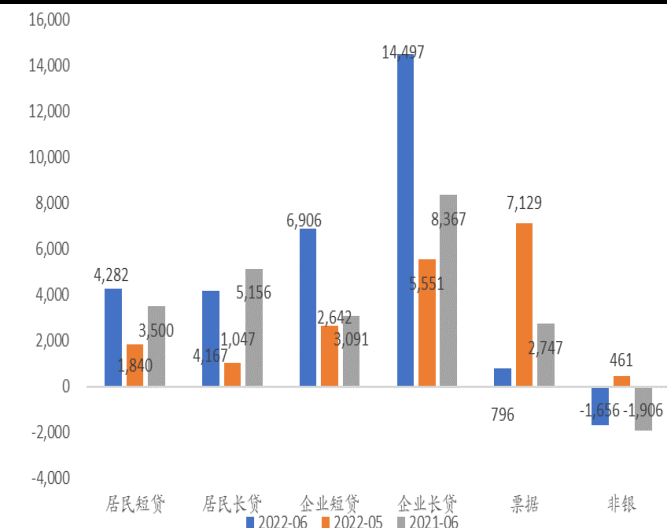
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: CPI 小幅回落



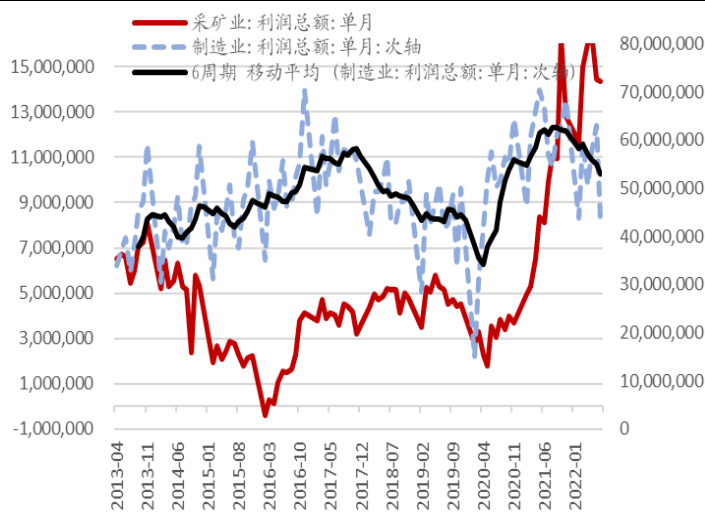
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 居民长贷有所修复



资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 采矿业和制造业利润表现



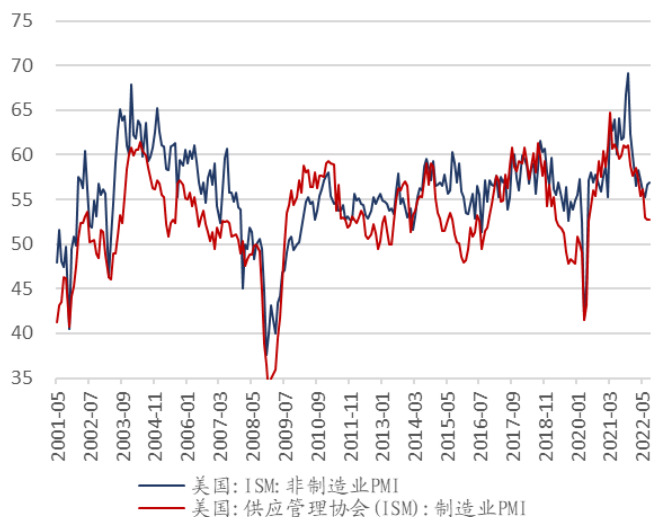
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售低位震荡



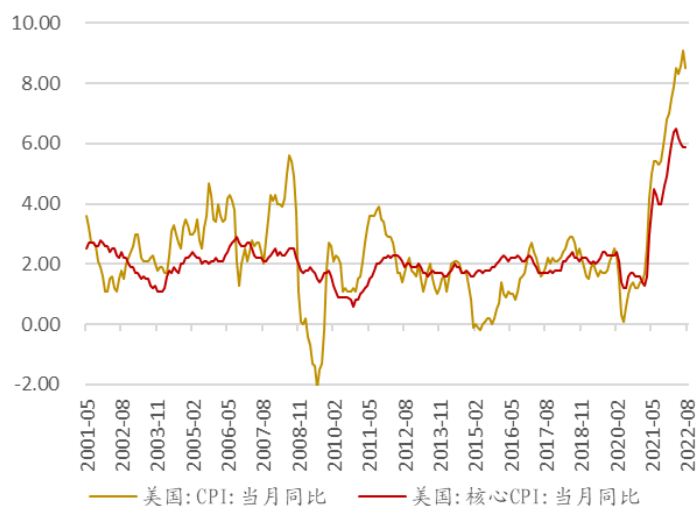
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国 PMI 明显回落



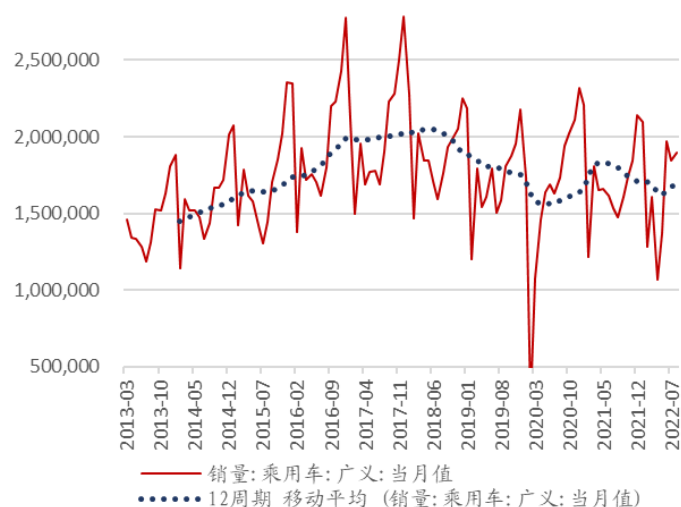
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



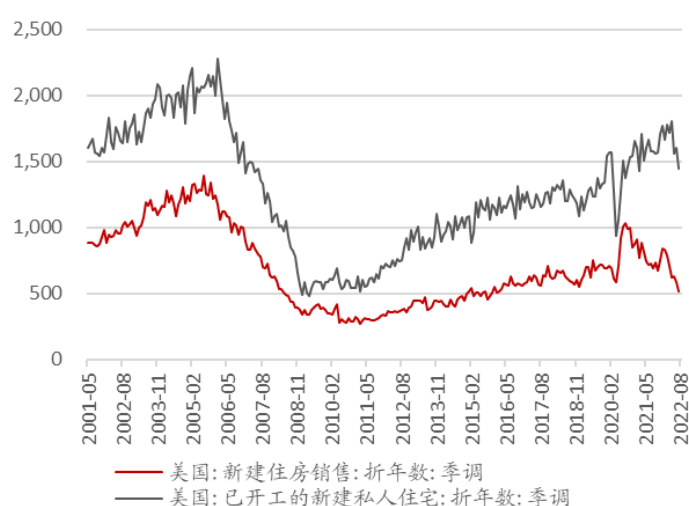
资料来源: Wind, 中原证券

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



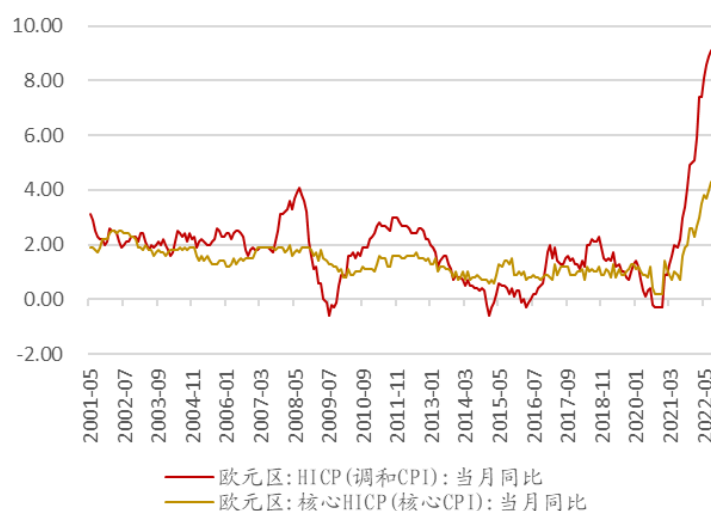
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



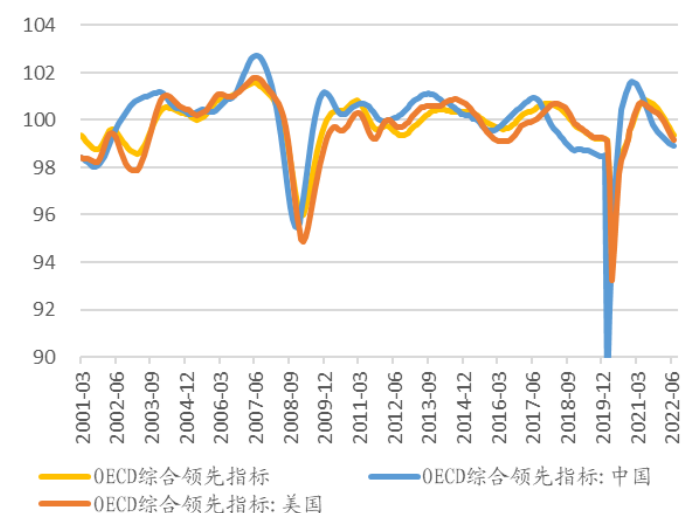
资料来源: Wind, 中原证券

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

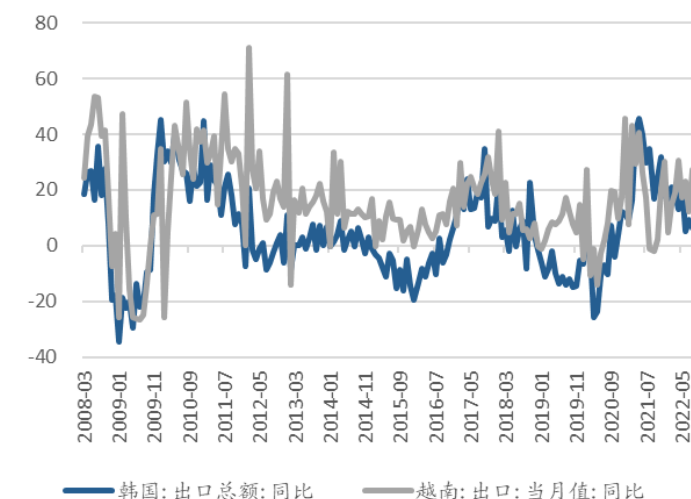
图 24：主要经济体花旗经济意外指数

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_46040

