



海外货币收紧席卷全球，国内资产有望探底回升

——资本市场四季报（2022年10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		●			上调
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，美元上涨，黄金下跌，美债利率上行，美国三大股指下跌。境内资产方面，人民币汇率贬值，中国10年期国债利率上行，A股下跌，风格趋于收敛，成长和消费风格下跌幅度偏大，金融和稳定风格下跌偏小。

■ 本期主题：四季度市场交易主线会持续偏向于海外货币紧缩预期，短期需要谨防过度交易紧缩带来的资产快速下跌的风险，而中后期需要关注美国经济衰退风险上升，对美债和美股的边际影响会更明显。

在国内，未来1-2个季度的政策变量，可能对国内资产带来较为明显的影响。建议对二十大保持高度关注，会议公报中关于经济政策任何趋向正面的表述，可能都会成为提振市场信心的催化剂，从而利好权益资产，相对不利固收资产。

■ 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，而估值未到极低水平，再创新低概率较大。2.美债：未来交易货币收紧可能还会自动加强，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：经济基本面利多收敛、银行间流动性由利空转为中性，信贷扩张由中性转为小幅利空的影响，四季度10年期国债利率震荡偏弱。6.国内权益：处于盈利筑底、流动性和估值稍稍偏多的格局，四季度A股将处于先探底后回升的底部震荡区域，上下空间均有限，趋势性行情仍需等待内外需改善的信号。结构上，随着四季度经济探底回升，消费和金融板块或有修复。成长板块短期有待消化海外利空。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

刘东亮

资本市场研究所主管

☎：0755-82956697

✉：liudongliang@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

✉：uchang9898@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：境外股债双杀，境内股票走弱.....	1
二、本期主题：海外紧缩力度上升，国内等待政策变量.....	2
（一）美联储优选抗通胀，加大市场交易货币紧缩的力度.....	2
（二）关注重大会议带来的政策变量.....	3
三、市场前瞻及策略：海外资产下探新低，国内资产承压.....	5
（一）美股：有继续下探新低的压力.....	5
（二）美债：利率延续上行，中枢抬升.....	6
（三）黄金：金价继续震荡下行.....	7
（四）汇率：美元延续强势，非美货币贬值压力加大.....	7
（五）国内固收：震荡偏弱格局.....	10
1、利率债：震荡偏弱.....	10
2、信用债：信用利差趋于震荡.....	11
3、固收投融资建议：不追利率低点，以稳为主.....	13
（六）国内权益：大盘探底回升，蓝筹景气改善.....	14
1、A股大盘：处于先探底后回升的底部震荡区域.....	14
2、A股结构：蓝筹景气改善，成长短期承压.....	16
3、港股：恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化.....	17
4、权益投资建议：逢低布局，价值为先.....	17
四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债.....	18
（一）胜率：境内股债资产胜率中等.....	18
（二）盈亏比：美债和港股科技股较高.....	18
（三）股债性价比：境内股票便宜，美股偏贵.....	18
（四）结论：上调美债至标配.....	19



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: 8 月美国核心 CPI 同比和环比拐头向上	3
图 4: 9 月美联储议息会议点阵图显示委员上调未来利率预测水平	3
图 5: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	6
图 6: 美股绝对估值低但相对估值高	6
图 7: 实际利率曲线与基准利率	7
图 8: Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高	7
图 9: 紧缩预期使美债实际利率再度向上	7
图 10: 美元大幅走强压制金价	7
图 11: “美强欧弱”优势收敛但仍在	8
图 12: 美欧利差波幅加大	8
图 13: 人民币贬值幅度较其他货币仍具韧性	8
图 14: 中美利差倒挂幅度再次加大	8
图 15: 德法制造业 PMI 持续下滑	9
图 16: 德国 PPI 快速攀升	9
图 17: 日本 CPI 持续上行	9
图 18: 日本贸易逆差扩大	9
图 19: 英国通胀高企但加息相对谨慎	10
图 20: 9 月银行间资金利率上行	11
图 21: 9 月利率中枢上移, 曲线趋平	11
图 22: 9 月不同等级中票信用利差趋于震荡	11
图 23: 9 月中短期信用利差震荡, 长期下行	11
图 24: 9 月不同等级城投信用利差震荡下行	12
图 25: 9 月 3 年期信用利差震荡下行	12
图 26: 9 月钢铁债信用利差震荡	12
图 27: 9 月煤炭债信用利差低位震荡	12
图 28: 9 月房地产信用利差震荡	13
图 29: 企业盈或先探底后小幅回升	14
图 30: 盈利主要拖累项 PPI 或于 10 月见低点	14
图 31: 实体流动性偏宽松对估值形成支撑	15
图 32: 经济偏弱货币适度超发	15
图 33: 绝对估值: 沪指估值分位数处较低水平	15
图 34: 相对估值: 具有一定股债性价比	15
图 35: 宽基指数估值曲线	16



图 36: 中信风格指数估值曲线..... 16

表 37: A 股行业按盈利预测景气度排序（前 15）..... 17

表 38: A 股行业按盈利预测景气度排序（后 15）..... 17

图 39: 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 18

图 40: 黄金估值中等..... 18

图 41: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比..... 19

图 42: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比..... 19

表目录

表 1: 9 月市场及策略回顾（截至 2022 年 09 月 26 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..... 13

表 4: 大类资产“胜率-盈亏比”九宫格..... 19

表 5: 大类资产配置及投资策略建议表..... 20



一、前期回顾：境外股债双杀，境内股票走弱

回顾我们的趋势预判，9月人民币、美元、美债、美股、中债的走势与我们判断一致，A股和黄金与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：9 月市场及策略回顾（截至 2022 年 09 月 26 日）

大类资产	现价	今年以来	半年末以来	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	29261	-19.5%	-4.9%	-15.6%	-7.1%	偏弱	符合
	标准普尔 500 指数	3655	-23.3%	-3.4%	-19.3%	-7.6%		
	纳斯达克综合指数	10803	-30.9%	-2.0%	-24.0%	-8.6%		
美债	美国 10Y 利率	3.88%	236BP	90BP	156 BP	73 BP	看利率上行	方向符合，幅度超预期，因美联储缩力度超预期
货币	美元指数	114.11	18.9%	9.0%	16.0%	5.0%	偏强	
	人民币兑美元	7.15	-10.8%	-6.3%	-11.2%	-3.6%	偏弱	
黄金	伦敦金	1622	-11.3%	-10.2%	-16.3%	-5.2%	看偏弱震荡	比预期弱，因市下调货币宽松和内经济修复预期以及美国紧缩升温负面冲击成长、消费风格估
A 股	上证指数	3051	-16.2%	-10.2%	-6.2%	-4.7%	看震荡	
	沪深 300	3837	-22.3%	-14.5%	-9.1%	-5.9%		
	上证 50	2615	-20.1%	-14.5%	-9.8%	-5.3%		
	中证 500	5806	-21.1%	-10.0%	-8.2%	-5.7%		
	创业板指数	2323	-30.1%	-17.3%	-12.7%	-9.6%		
	科创 50	962	-31.2%	-13.0%	-11.8%	-6.6%		
	金融(风格, 中信)	6137	-14.1%	-8.5%	-10.9%	-3.3%		
	周期(风格, 中信)	4376	-12.8%	-8.9%	-2.3%	-5.3%		
	消费(风格, 中信)	10301	-21.6%	-14.2%	-7.2%	-7.6%		
	成长(风格, 中信)	6143	-27.6%	-13.0%	-7.9%	-7.0%		
稳定(风格, 中信)	2441	-5.0%	-4.1%	-0.8%	-4.2%			
中债	中国 10Y 利率	2.72%	-6BP	-11BP	-7BP	9BP	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

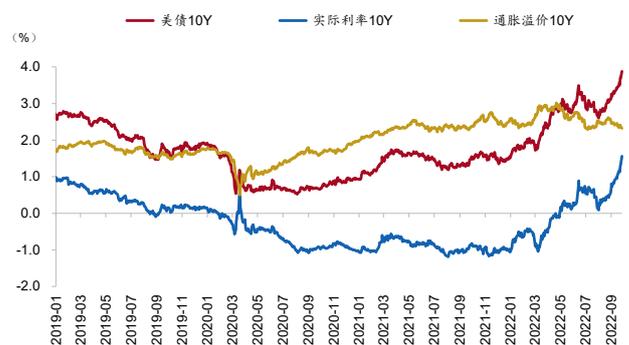
境外资产方面，美元上涨，黄金下跌，美债利率上行，美国三大股指下跌，各市场较为一致地围绕美联储紧缩的主线展开，符合我们预期。其中，黄金下跌幅度较大，十年美债利率上行突破年内前高（3.5%），触碰 4.0% 的高位，显示出市场的紧缩预期快速攀升。美股三大指数下跌，道琼斯指数率先突破年内前低，显示出投资者在担忧紧缩预期的同时，对未来经济衰退的担忧也在持续。

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，中国国债利率震荡趋于上行，与我们基于流动性和信贷变化的判断基本一致；人民币汇率继续贬值，与我们基于美元走强、中美利差走阔背景下的预判一致。但月末人民币贬值的速度略超预期，同步国债利率上行幅度逐渐加大，体现出因汇率约束，市场下调了货币宽松的预期。与此同时，A 股所有指数下跌，且幅度不小，体现出市场不仅对货币宽松预期进行了定价，也顺势下调了对经济修复的预期。其中，成长和消费风格下跌幅度偏大，金融和稳定风格下跌偏小，A 股风格趋于收敛，反映出海外货币收紧对高估值的成长和消费风格也带来不小的冲击。

整体而言，9 月海内外资产走势的方向基本循着上期报告我们关注的两个关键因子：1) 美国交易回归紧缩主线；2) 国内稳增长政策落地延续经济修复预期。但在幅度上，海外交易紧缩主线的幅度强劲，超出预期；同时中国经济修复缓慢，低于预期。

二、本期主题：海外紧缩力度上升，国内等待政策变量

海外方面，由于 8 月通胀数据回落幅度弱于预期，市场交易紧缩的态度变得坚定，市场通过美元指数走强，美债利率上行，和美股下探进行回应。而 9 月议息会议上，美联储在承认经济下行的背景下，优选抗通胀，进一步推升了市场紧缩的预期，各大资产沿着原有方向加速演绎。

而国内方面，受疫情防控趋严的影响，经济修复实际表现略低于预期，且外部货币收紧的影响，市场担忧稳增长政策空间缩小。而对于疫情与稳增长政策的变化，市场期待四季度重大会议可以给予新的方向。

（一）美联储优选抗通胀推升市场交易货币紧缩的力度

9 月美联储加息幅度在市场预期之内，加息 75bp，美国联邦基金利率（基准利率）上行至 3-3.25%。超出市场预期的是，公布的点阵图对于今年年底的利率水平预测提高至 4.4%（前一期 6 月议息会议为 3.4%），2023 年底为 4.6%（前一期为 3.8%），均高于会议前市场的预期。这显示出美联储委员

对通胀的容忍度降低，希望更快速地加息来抑制通胀。由于加息终点上移，推动 10 年美债利率上行突破前高（年内前高为 3.5%），同期美元指数继续走强，美股三大指数下跌。

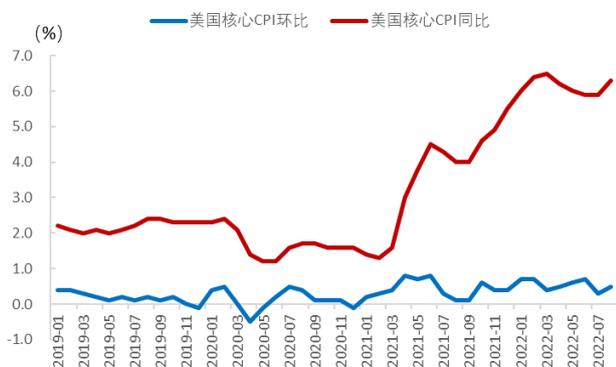
往后看，在 9 月通胀数据出来之前，市场会自动强化紧缩预期，利多美元，利空美债、黄金和美股。9 月通胀数据落地之后，需要看核心 CPI（剔除能源和食品）环比的表现，这将决定紧缩预期是继续升温还是趋于缓和。若环比进一步走高，紧缩预期会再度升温，这可能给资产带来过度交易紧缩的风险，利多美元，利空美债、黄金和美股的幅度都会加大。但若环比能降低，且能在 10 月进一步降低，则会带动市场对明年核心 CPI 同比的预期回落至 4% 附近，促使紧缩预期逐渐降温，利多美元，利空美债、黄金和美股的幅度也会逐步降低。

除货币紧缩预期之外，还需要关注到经济走弱的趋势。9 月议息会议上，美联储对经济悲观预期上升。9 月议息会议分别调低了对经济增长，以及调高了对失业率的预测：大幅下调今年 GDP 预测 1.5 个百分点到 0.2%，小幅下调未来两年经济增长，小幅上调今年失业率至 3.8%，大幅上调未来两年失业率至 4.4%。可以看出，在对通胀容忍度降低的同时，美联储对经济衰退的容忍度上升，并淡化了经济衰退对货币政策的影响。

与美联储不同的是，资本市场会定价经济衰退，在确定的紧缩预期下，四季度经济需求和企业盈利下行的概率上升，美股面临更大的下行压力，但同时也会使美债利率逐渐筑顶。

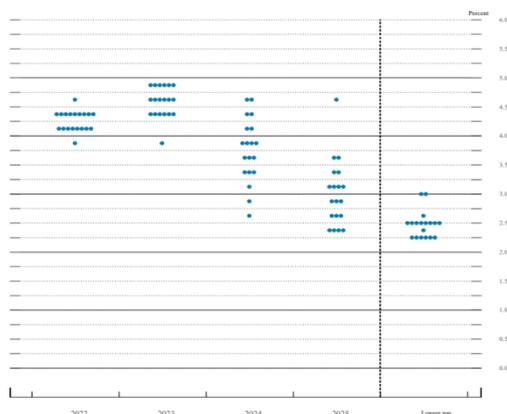
整体而言，四季度市场交易主线会持续偏向于货币紧缩预期，节奏由核心 CPI 环比走势决定，短期需要谨防过度交易紧缩带来的资产快速下跌的风险，而中后期需要关注经济衰退风险上升，对美债和美股的边际影响会更明显。交易主线发生变化的下一个观察窗口期可以延迟至 12 月的议息会议，届时可以通过美联储的发言，再来确认交易主线是否发生切换。

图 3：8 月美国核心 CPI 同比和环比拐头向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：9 月美联储议息会议点阵图显示委员上调未来利率预测水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）关注重大会议带来的政策变量

今年以来，市场一直在期待各类稳增长政策出台，以及政策落地的效果，这一线索的变化是股债价格波动的核心驱动力之一。站在三季度末的时点，市场对这一问题的关心已经开始转向对二十大的期待。

不可否认，今年并不缺乏稳增长政策，特别是对楼市、专项债、基建、小微企业等方面，但期待中的落地效果迟迟不见，即使某个月份的宏观数据出现企稳反弹，或者某些高频数据频传利好，也难以持续调动市场的信心。这是因为，一方面，单月数据的边际改善并不足以说明问题；譬如9月公布的8月宏观数据整体上好于预期，三驾马车中两升一降，但市场并不认可，股债资产随后依然沿着经济下行的逻辑在运行。另一方面，很多深层次的矛盾并不会因为单月数据的改善而化解；比如疫情防控政策对消费的拖累，在可预见的阶段仍会持续；比如在大部分地方放松地产调控政策后，地产依然维持颓势；又比如中国的外部环境日渐不友好，所谓“脱钩”、“技术封锁”等问题持续带来困扰。

上述问题，虽然市场存在种种预期，但在宏观或者政策层面，尚未见到根本性变化，目前市场仍缺乏对未来经济转向乐观的线索或者催化剂。总结而言就是，人心思变，市场在等待某个重大节点所带来的变化，等待对上述重大问题的厘清。

中国存在明显的政治经济周期，每逢重大会议召开后，决策层在施政纲领，以及各级政府在经济方面都会有一些实质性动作，从而步入新一轮政治经济周期。2013年的十八大，对深化经济、文化、社会、生态文明体制改革都有具体纲领，5年后的十九大则对中国全面建成社会主义现代化强国作出了分两步走的战略部署，到2035年基本实现社会主义现代化，到本世纪中叶把中国建成富强民主文明和谐美丽的社会主义现代化强国。在最高纲领或部署出台后，随着中央和地方各级政府换届到位，会在经济领域出台更多具体实操层面的细则，往往能够激发出一波经济活力。对于二十大，习近平总书记7月底在省部级主要领导干部专题研讨班上曾表示，二十大要对全面建成社会主义现代化强国两步走战略安排进行宏观展望，重点部署未来五年的战略任务和重大举措，“要紧紧抓住解决不平衡不充分的发展问题，着力在补短板、强弱

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_47380

