



# 海外资产逐渐分化，国内风险资产有望修复

## ——资本市场一季报（2023年1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			●		
	日元	偏弱			●		
	英镑	偏弱			●		
贵金属	黄金	偏强震荡		●			
固收	中国国债	震荡			●		
	中国信用债	震荡			●		
	美债	偏强		●			
	中资美元债	偏强		●			
权益	A股	震荡		●			
	—消费	震荡		●			
	—周期	震荡			●		
	—成长	震荡	●				
	港股-科技	震荡		●			
	美股	震荡			●		

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，美元指数下行、黄金上涨，美债利率小幅回落，美国三大股指震荡。境内资产方面，中国国债利率震荡，人民币汇率小幅升值，A股出现反弹。

■ **本期主题：**海外方面，海外激进的加息步伐有望放缓。对于市场来说，货币政策预期的边际转鸽，将利多美股、美债、黄金，利空美元。国内方面，疫情即将达峰，未来仍有反复。短期随着疫情达峰，风险偏好将有所恢复。此外，中央经济工作会议定调较为积极，有多方政策落地，整体上更利好权益资产，相对不利固收资产。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：美国经济面临“浅衰退”风险，对美股仍有压制，预计美股将震荡筑底。2.美债：预计美债10年期利率中枢将会下移至3.5-3.6%的水平。3.黄金：金价有望延续偏强震荡的形态。4.汇率：美元指数出现反弹；人民币短期仍有波动风险。5.国内固收：受到经济基本面偏利空、银行间流动性中性偏利空，信贷扩张中性偏利空的影响，预计一季度10年期国债利率将先震荡后上行，表现偏弱。6.国内权益：三大关键因子呈现企业盈利、流动性和估值都偏多的格局，战略上对明年上半年A股大盘保持积极看多。节奏上，政策驱动行情暂告段落，一季度在疫情和外需的影响下，市场仍可能反复。一季度市场风格可能相对胶着，以政策指引的轮动为主。

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@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：境外股涨债跌，境内资产震荡 .....	1
二、本期主题：海外加息放缓，国内迎接疫情高峰 .....	2
(一) 海外加息预期放缓 .....	2
(二) 疫情即将达峰，未来仍有反复 .....	3
(三) 中央经济工作会议定调积极 .....	4
三、市场前瞻及策略：海外资产分化，国内资产修复 .....	5
(一) 美股：震荡筑底 .....	5
(二) 美债：利率将震荡下行 .....	6
(三) 中资美元债：配置价值凸显 .....	7
(四) 商品：黄金延续偏强形态，铜价或承压回调 .....	8
(五) 汇率：警惕美元反弹风险 .....	9
(六) 国内固收：预计维持偏弱格局 .....	11
1、利率债：逐步走弱 .....	11
2、信用债：信用利差修复后，震荡上行 .....	12
3、固收投融资建议：趋于谨慎，长债基金难免仍有波动 .....	14
(七) 国内权益：大盘震荡上行，结构轮动加快 .....	15
1、A股大盘：底部震荡逐步走向慢牛 .....	15
2、A股结构：轮动加快 .....	17
四、资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会 .....	18
(一) 胜率：境内权益资产胜率较高 .....	19
(二) 盈亏比：境内股票高于债券 .....	19
(三) 结论：维持不变 .....	20



## 图目录

图 1: A 股市场反弹	2
图 2: 境外市场美债利率震荡	2
图 3: 美国通胀大概率已经见顶	3
图 4: 美国 PMI 数据已出现明显回落	3
图 5: 地铁客运量 (7 日平均)	4
图 6: 百度疫情搜索指数开始回落	4
图 7: 经济增速下降将导致企业收入增速下降	6
图 8: 美股风险溢价未反映增长放缓的风险	6
图 9: 美债长端利率近期有所回落	7
图 10: Libor、Hibor 利率仍然偏高	7
图 11: 地产美元债下跌幅度较大	8
图 12: 中资美元债与境内信用债收益率之差由负转正 (以城投债为例)	8
图 13: 美债 10Y 实际利率有望回落	9
图 14: 黄金 vs 美元指数	9
图 15: 美元回调推动人民币汇率升值	10
图 16: 中美利差 vs 人民币汇率	10
图 17: 12 月银行间资金利率短下长上	12
图 18: 12 月国债利率中枢震荡, 曲线走平	12
图 19: 11-12 月不同等级中票信用利差先上后下	12
图 20: 11-12 月不同期限中票信用利差先上后下	12
图 21: 11-12 月不同等级城投信用利差先上后下	13
图 22: 11-12 月不同期限城投信用利差先上后下	13
图 23: 11-12 月中高评级钢铁债信用利差先上后下, 低评级持续走高	14
图 24: 11-12 月不同等级煤炭债信用利差先上后下	14
图 25: 11-12 月中高评级地产债信用利差先上后下, 低评级持续走高	14
图 26: 经济和企业盈利的运行节奏	16
图 27: M1 增速明年上半年有望上行	16
图 28: 绝对估值: 沪指估值分位数处较低水平	17
图 29: 相对估值: 具备一定股债性价比	17
图 30: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	19
图 31: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	19
图 32: 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	20
图 33: “胜率一盈亏比” 九宫格	20



## 表目录

表 1: 11-12 月市场及策略回顾（截至 2022 年 12 月 27 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 .....	15
表 4: 对重点行业的产业政策、景气度和估值水平做综合排序 .....	18
表 5: 大类资产配置及投资策略建议表 .....	20



## 一、前期回顾：境外股涨债跌，境内资产震荡

回顾我们的趋势预判，11-12 月中债的走势与我们判断一致，人民币、美债、黄金、A 股、美股、美元与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：11-12 月市场及策略回顾（截至 2022 年 12 月 27 日）

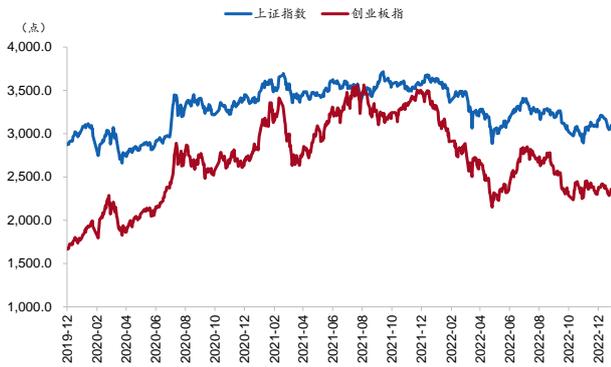
大类资产		现价	今年以来	近 6 个月	近 2 个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	33242	-8.5%	7.4%	1.2%	偏弱	不符合，因美国货币紧缩放缓，美股震荡
	标准普尔 500 指数	3829	-19.7%	0.2%	-1.8%		
	纳斯达克综合指数	10353	-33.8%	-7.4%	-6.7%		
美债	美国 10Y 利率	3.84%	232BP	64BP	-18BP	看利率上行	不符合，因美国货币紧缩放缓
货币	美元指数	104.20	8.6%	-0.3%	-5.9%	偏强	不符合，因美国货币紧缩放缓
	人民币兑美元	6.96	-8.5%	-3.9%	4.2%	偏弱	不符合，因美国货币紧缩放缓
黄金	伦敦金	1813	-0.9%	-0.3%	10.3%	看偏弱震荡	不符合，因美国货币紧缩放缓
A 股	上证指数	3096	-15.0%	-9.2%	6.2%	看震荡	不符合，因国内防疫、地产政策放松
	沪深 300	3888	-21.3%	-13.4%	9.8%		
	上证 50	2632	-19.6%	-13.4%	13.1%		
	中证 500	5886	-20.0%	-9.5%	1.8%		
	创业板指数	2359	-29.0%	-16.9%	4.8%		
	科创 50	963	-31.1%	-13.8%	-3.1%		
	金融(风格.中信)	6393	-10.5%	-3.8%	13.0%		
	周期(风格.中信)	4322	-13.9%	-11.9%	3.8%		
	消费(风格.中信)	11097	-15.6%	-6.4%	14.9%		
	成长(风格.中信)	6120	-27.8%	-14.3%	0.7%		
稳定(风格.中信)	2477	-3.6%	-2.6%	4.9%			
中债	中国 10Y 利率	2.87%	9BP	2BP	17BP	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，美元指数下行、黄金上涨，美债利率小幅回落，美国三大股指震荡，各资产仍沿着美联储紧缩的主线交易。美联储 12 月加息 50BP，加息速度放缓。美股震荡、美债利率小幅回落、美元走弱、黄金走强共同反映了美国货币政策紧缩放缓的影响。

图 1：A 股市场反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：境外市场美债利率震荡



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，人民币汇率小幅升值，A 股出现反弹，其中，宽基指数中，上证 50 和沪深 300 反弹较多；风格指数中，金融消费反弹较多。过去 2 个月，国内政策出现重大变化，一方面，防疫政策从 11 月开始不断优化，另一方面，稳增长政策加码，包括房地产融资政策松绑、中央经济工作会议定调积极等。政策的进度和力度超出我们此前预期，受此影响，A 股明显反弹，且金融消费等板块领涨市场，人民币汇率有所走强，债券利率小幅上行。

整体而言，11-12 月市场走势基本印证了我们上期主线的判断，但是政策调整节奏较预期更快，海外资产的走势基本围绕海外货币紧缩主线展开，而国内资产终于迎来了政策落地。

## 二、本期主题：海外加息放缓，国内迎接疫情高峰

### （一）海外加息预期放缓

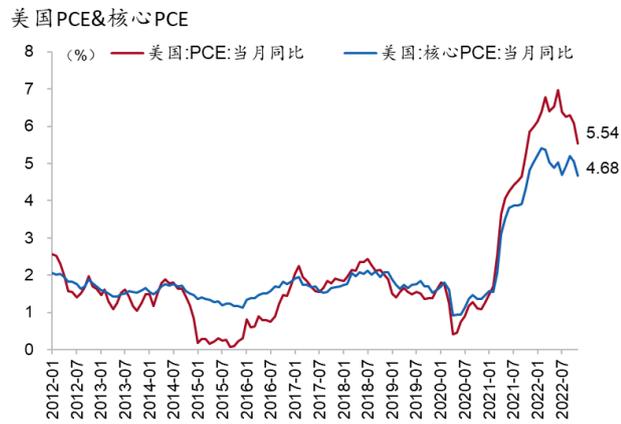
海外激进的加息步伐有望放缓。一方面，美国通胀数据大概率已经确认了见顶之势，未来将逐渐回归到下行趋势当中，美联储持续、快速、大幅加息的必要性正在下降。另一方面，美国经济回落趋势正逐步明确，明年大概率将出现温和衰退，这将倒逼美联储停下目前的加息脚步。同时，鲍威尔也在近期的议息会议中传递出了放缓加息步伐的信号。对于市场来说，货币政策预期的边际转鸽，将利多美股、美债、黄金，利空美元。

展望一季度，预计美联储将在 1 月的议息会议中继续加息，但这对市场来说已经属于预期之中，影响有限。而鲍威尔对未来何时停止加息的表述、以及加息终点的暗示可能才是重中之重。对于市场而言，由于其在年末已经对货币政策的边际转向有所预期，甚至有抢跑的迹象，未来若无增量鸽派信号传递出来，市场可能会在短时间内陷入反复震荡期。但若鲍威尔能够在明年 1 月的议息会议中释放更加明确的转向信号，或是宏观数据有“转鸽”倾向（例如经济



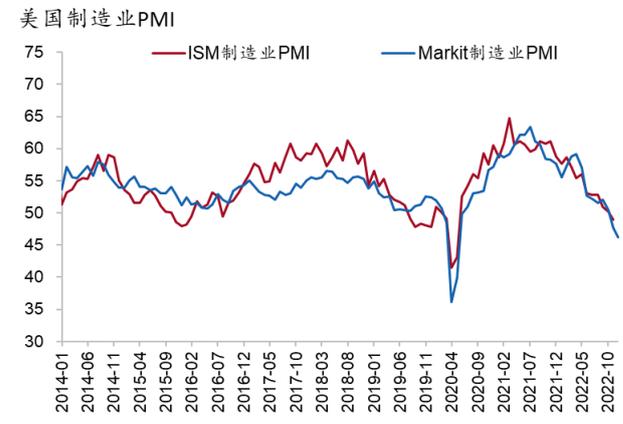
数据超预期走弱、通胀超预期下行等），市场或有望继续沿着货币政策由鹰转鸽的路径进行交易。

图 3：美国通胀大概率已经见顶



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：美国 PMI 数据已出现明显回落



资料来源：Wind、招商银行研究院

## （二）疫情即将达峰，未来仍有反复

自 11 月以来，我国防疫政策不断优化。当前，我国疫情正处于快速上升阶段，对经济和市场造成一定程度的冲击，压制了市场的风险偏好。城市拥堵指数、地铁客运量、全国整车货运流量指数等高频数据，能够反映城市内部活动和跨城市物流情况，当前这些数据主要受疫情影响大幅下滑，从侧面反映了疫情的严重程度。

**本轮疫情发展速度极快，疫情达峰时间可能早于预期。**此前市场普遍预期达峰时间在 1 月中下旬，但是由于奥密克戎极强的传染性，疫情实际的发展速度远高于预期。百度疫情搜索指数在 12 月 21 日达峰，由于疫情搜索指数反映的是互联网用户对疫情的关注程度，不代表实际感染，根据各地经验，疫情搜索指数大约领先新增病例数一周左右。据此推算，全国疫情新增病例数可能在 12 月底达峰。根据各个地方政府的估计，全国多地将在 12 月底 1 月初达峰，这与互联网数据是吻合的。从地铁客运量数据观察，一二线城市几乎同步下行，并且在 12 月 24 日附近停止下行，而疫情达峰时间较早的北京，已经开始回升。

**疫情达峰后，经济将迎来短期修复。**但是，地铁客运量等数据的下降，说明疫情短期对劳动力供给造成了明显的冲击，且后续修复进程恰好与春节假期重合，可能会受到春节的影响而有所放缓，整体上本轮劳动力供给冲击可能将持续到春节之后。

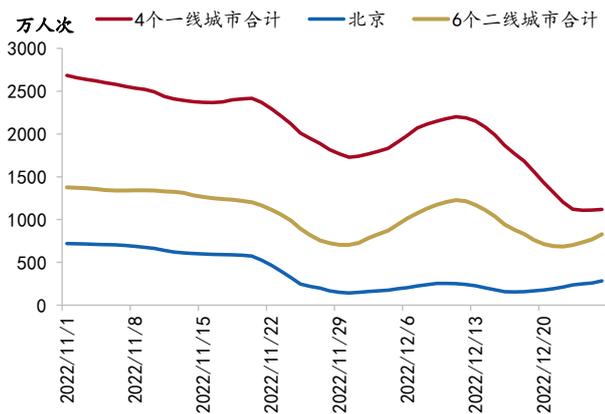
**中长期来看，根据海外经验，大部分国家经历了不止一轮的疫情冲击。**由于新冠病毒不断变异，疫苗和人体自身免疫系统无法完全防止再次感染。在多次疫情冲击中，第一轮疫情对经济的冲击最大，后续经济受损程度逐渐收敛。我们认为，之所以首轮冲击较大，一个重要原因在于民众的心理预期。面对首



次疫情冲击时，不仅实际感染快速上升，同时民众还面临未知的恐慌心理，出行意愿大幅下降。

短期来看，第一波疫情即将达峰，对于资本市场而言，风险偏好将在第一波疫情达峰前后出现明显提升，从而有利于权益资产，但会对固收资产形成压制。

图 5：地铁客运量（7 日平均）



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：百度疫情搜索指数开始回落



资料来源：百度、招商银行研究院

### （三）中央经济工作会议定调积极

12月15-16日，中央经济工作会议在北京举行。本次中央经济工作会议总基调与12月政治局会议一致，整体定调较为积极，对市场关心的多个重大问题作出了回应，并在各方面进行了具体部署。会议提出货币政策要精准有力，重提保持流动性合理充裕。地产方面，中央经济工作会议重申“支持刚性和改善性住房需求”，放在扩大内需部分的首位，预计可能有需求端的进一步放松。消费方面，恢复和扩大消费放在优先位置，重点在住房改善、新能源汽车、养老等。民营经济方面，强调“两个毫不动摇”“必须亮明态度，毫不含糊”，有助于提升市场信心。产业政策方面，“要大力发展数字经济”“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中显身手”。围绕“安全”，突出了包括制造业“关键核心技术和零部件薄弱环节”，以及“新型能源体系”。

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\\_50951](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50951)

