



海外资产下跌压力加大，国内资产震荡为主

——资本市场月报（2022年9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		●			下调
	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，美股3大股指震荡偏弱，美债10Y利率再度上行至3%以上，黄金小幅下行，美元上涨。境内资产方面，人民币汇率小幅贬值，中国10年期国债利率下行，A股窄幅震荡表现偏弱，其中稳定风格表现最强。

■ **本期主题：**未来一段时间，海外资产交易的天平由经济衰退风险上升，偏向美联储紧缩政策。后续货币紧缩的力度大小将成为大类资产走势的关键，我们认为美联储如果想要更低的通胀，就必然会对经济衰退有更高的忍耐度。因此，在未看到经济和就业数据连续恶化之前，交易主线会持续偏向于货币紧缩预期。

在国内，经济修复的基础不牢固，新的稳增长政策落地，市场正在等待经济数据出现改善。在经济出现连续好转之前，交易主线仍会偏向于经济疲弱。若经济数据能连续出现好转，才能预示经济的中期趋势有所改善，届时国内交易主线会偏向于经济修复。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：近期货币紧缩带来估值下修，中期企业盈利下行可能逐渐加大，美股将二次探底。2.美债：目前美债交易重新回到货币政策收紧的主线中，推动美债利率向上。3.黄金：通胀回落，紧缩预期下，实际利率上升，预计金价震荡下行。4.汇率：欧弱美强经济差支持美元强势，人民币继续贬值，但迎来维稳窗口。5.国内固收：经济基本面利多、银行间流动性由中性转为利空，信贷扩张由利多转为中性的多方影响，利率偏震荡，下行动力不足。6.国内权益：盈利偏弱、流动性和估值略偏多，A股大概率将呈现底部抬升、但上行空间受限的震荡格局。风格结构上，考虑增配食品加工和医疗服务等大消费板块，适当配置以基建为代表的周期性板块，对以新能源为代表的高景气成长板块，可持续关注但短期建议降低仓位，调低港股科技股至标配。

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

✉：uchang9898@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com



目录

一、前期回顾：境外股债双杀，境内债强股弱.....	1
二、本期主题：海外再度回归紧缩主线，国内继续等待数据改善.....	2
（一）美联储主席鹰派发言将海外交易拉回紧缩主线.....	2
（二）新的稳增长政策延续国内市场对经济修复的期待.....	4
三、市场前瞻及策略：海外资产下跌压力加大，国内资产震荡为主.....	5
（一）美股：二次探底	5
（二）美债：利率高位震荡.....	6
（三）黄金：金价震荡下行.....	7
（四）汇率：美元偏强震荡，人民币贬值压力加大.....	7
（五）国内固收：震荡格局.....	9
1、利率债：维持震荡判断	9
2、信用债：信用利差或小幅向上	10
3、固收投融资建议：持有原仓位，以稳为主	12
（六）国内权益：大盘震荡，结构收敛.....	14
1、A 股大盘：仍处于底部抬升、空间受限的震荡格局.....	14
2、A 股结构：相对看好中游成长和小盘股，注意收敛波动风险.....	15
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：震荡格局，注意高低切换	17
四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债.....	18
（一）胜率：境内固收资产胜率下降.....	18
（二）盈亏比：境内股票较高.....	18
（三）结论：大类配置建议不变.....	19

图目录

图 1: 国内 A 股市场震荡	2
图 2: 境外市场美债利率重新上行	2
图 3: 22 年 7 月美国 CPI 首次下行	3
图 4: 美国 CPI 各分项对美国 CPI 同比贡献率	3
图 5: 8 月商品房销售改善力度持续减弱	4
图 6: 8 月乘用车零售当周日均销量稳定, 好于去年同期	4
图 7: 基本面下行时美股通常表现较差	6
图 8: 去库存阶段企业收入下行	6
图 9: 8 月美债中期利率震荡走高	7
图 10: Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高	7
图 11: 紧缩预期使美债实际利率再度向上	7
图 12: 美元大幅走强压制金价	7
图 13: “美强欧弱”优势收敛但仍在	8
图 14: 美欧利差波幅加大	8
图 15: 出口动能具有韧性	9
图 16: 中美利差倒挂幅度再次加大	9
图 17: 8 月银行间资金利率上行	10
图 18: 8 月利率曲线牛平, 长债利率下行幅度大于短债	10
图 19: 8 月不同等级中票信用利差上行	11
图 20: 8 月中短期限信用利差上行	11
图 21: 8 月不同等级城投信用利差震荡上行	11
图 22: 8 月 3 年期信用利差上行更多	11
图 23: 8 月钢铁债信用利差震荡	12
图 24: 8 月煤炭债信用利差低位震荡	12
图 25: 8 月房地产信用利差震荡	12
图 26: 业绩增速整体呈下行态势	14
图 27: 业绩偏弱对估值扩张构成压力	14
图 28: 实体流动性偏宽松对估值形成支撑	14
图 29: 货币供应量 M2 增速高于名义 GDP 增速	14
图 30: 绝对估值: 沪指估值分位数处较低水平	15
图 31: 相对估值: 具备一定股债性价比	15
图 32: 宽基指数估值曲线	15
图 33: 中信风格指数估值曲线	15
图 34: 盈利预测指向景气度偏中游成长	16
图 35: PPI-CPI 收敛指向景气度偏中游成长	16



表 36: A 股行业按盈利预测景气度排序（前 15）	17
表 37: A 股行业按盈利预测景气度排序（后 15）	17
图 38: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	18
图 39: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比	18
图 40: 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	19
图 41: 黄金估值偏高	19

表目录

表 1: 8 月市场及策略回顾（截至 2022 年 08 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，境内债强股弱

回顾我们的趋势预判，8月人民币、美元、黄金、美债、美股、A股的走势与我们判断一致，中债与我们判断不尽一致，具体内容如下表所示：

表 1：8 月市场及策略回顾（截至 2022 年 08 月 26 日）

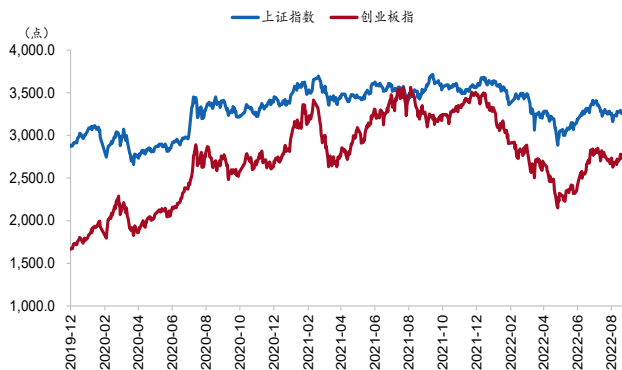
大类资产		现价	今年以来	近 6 个月	近 1 个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	32283	-11. 16%	-5. 21%	-1. 71%	看偏弱震荡	符合
	标准普尔 500 指数	4058	-14. 87%	-7. 46%	-1. 76%		
	纳斯达克综合指数	12142	-22. 39%	-11. 34%	-2. 01%		
美债	美国 10Y 利率	3. 05%	152BP	107BP	37BP	看利率上行	符合
货币	美元指数	108. 86	13. 43%	12. 75%	2. 85%	偏强	符合
	人民币兑美元	6. 87	-7. 13%	-7. 98%	-1. 79%	偏弱	符合
黄金	伦敦金	1737	-5. 02%	-8. 03%	-1. 59%	看偏弱震荡	符合
A 股	上证指数	3236	-11. 09%	-6. 23%	-0. 52%	看偏弱震荡	符合
	沪深 300	4108	-16. 86%	-10. 19%	-1. 50%		
	上证 50	2751	-15. 96%	-10. 53%	-1. 46%		
	中证 500	6298	-14. 42%	-7. 64%	0. 07%		
	创业板指数	2640	-20. 54%	-7. 55%	-1. 13%		
	科创 50	1046	-25. 19%	-15. 71%	-3. 94%		
	金融(风格, 中信)	6283	-12. 02%	-10. 67%	-0. 03%		
	周期(风格, 中信)	4798	-4. 43%	-0. 67%	-0. 78%		
	消费(风格, 中信)	11116	-15. 42%	-4. 97%	-1. 06%		
	成长(风格, 中信)	6804	-19. 78%	-8. 89%	-1. 81%		
	稳定(风格, 中信)	2574	0. 21%	-0. 36%	0. 97%		
中债	中国 10Y 利率	2. 67%	-13BP	-13BP	-10BP	看利率震荡	实际表现为利率下行, 因货币政策超预期宽松

注：A 股风格定义见文末

资料来源：Wind、招商银行研究院

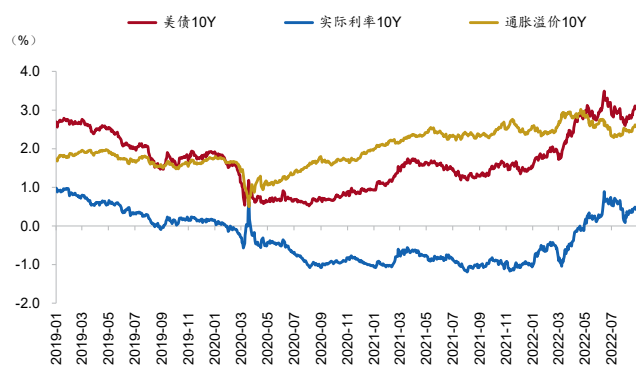
境外资产方面，美股三大股指震荡偏弱，美债 10Y 利率上行，黄金小幅下行，美元上涨；各市场较为一致地沿着美联储紧缩的主线展开交易，符合我们预期。其中，十年美债利率重拾升势至 3% 以上，显示出市场对于经济衰退的关注较前期有所缓和。而美股由上月的上涨，转为本月的下跌，反映此前美股透支了衰退预期下对加息节奏放缓的预期。

图 1：国内 A 股市场震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：境外市场美债利率重新上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

境内资产方面，人民币汇率小幅贬值，与我们基于美元走强、中美利差走阔背景下的预判一致。但 10 年期国债利率的下行走势超出了我们预期，原因来自 8 月货币政策意外松动，政策利率下移 10bp，推动长债利率同步下行进行重定价。货币政策的意外松动，暗示央行对于人民币贬值的容忍度较我们的预期要高，也凸显稳增长的迫切性。与此同时，A 股在流动性意外宽松的背景下维持弱势震荡，也进一步凸显了市场对于经济走弱的忧虑。其中，宽基指数中仅中证 500 实现正收益，科创 50 则下跌明显；风格指数中唯有稳定风格实现正收益，成长风格跌幅居前；A 股的结构走势从更微观的层面印证了投资者的谨慎态度。

8 月海内外资产的走势基本循着上期报告我们关注的两个关键因子：1）美国衰退预期抬头；2）中国经济修复偏弱。不过 8 月下旬开始，海内外交易主线有所变化。

二、本期主题：海外再度回归紧缩主线，国内继续等待数据改善

海外方面，7 月议息会议中，美联储对经济衰退风险的关注度上升，同期市场也通过十年期国债利率走平以及股市下跌表现出了同样的关注。然而 8 月以来，十年期美债利率再度走高并超过 3%，对经济衰退的远期担忧再度让位于当前的货币紧缩影响。国内方面，随着 8 月新一轮稳增长政策落地，市场仍在等待经济数据出现改善。

（一）美联储主席鹰派发言将海外交易拉回紧缩主线

8 月 26 日，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会发言偏鹰。发言重点包括三大方面：一是需要更多信息确认通胀回落；二是加息还需要继续，要将基准利率提高到中性利率（2.5%）之上；三是提到上世纪 70/80 年

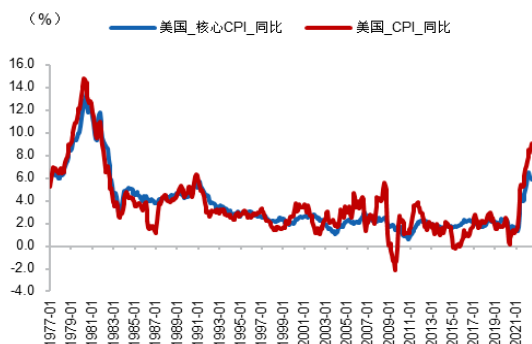


代高通胀时期的经验教训。当晚美股三大指数跌幅超过 3%，黄金跌超 1%，美元指数持续上行；市场的眼光再度聚焦美联储的抗通胀决心。

市场再次交易货币紧缩，后续货币紧缩的力度大小将成为大类资产走势的关键。此次年会上，美联储主席鲍威尔发言重点有三大方面，一是需要更多信息确认通胀回落；二是加息还需要继续，要将基准利率提高到中性利率（2.5%）之上；三是提到上世纪 70/80 年代高通胀时期的经验教训。

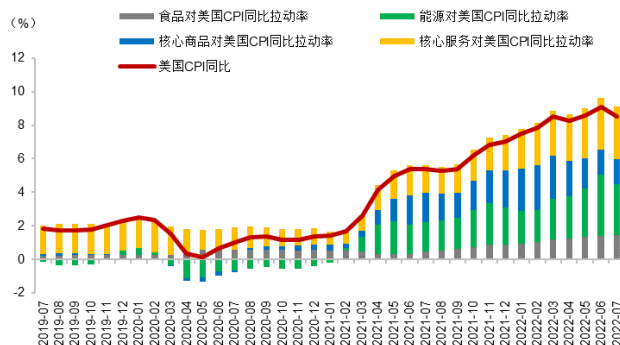
对于高通胀和美联储的货币政策，我们认为 7 月美国 CPI 首次出现回落，但仍在 8.5%（6 月为 9.1%）的高位。在通胀还未连续下行，且绝对水平远高于目标值（2.0%）的背景下，8 月末美联储发言称坚持货币政策紧缩，其实并不意外；并且在 9 月议息会议之前，7-8 月通胀数据确实难以让美联储放缓加息的步伐。预计 9 月加息幅度大概率是 75bp，不过考虑到目前经济数据略显疲态，更大幅度的加息（100bp）的可能性较小。整体来看，9 月议息会议之前，海外大类资产将继续交易紧缩政策，但不会过度交易。紧缩交易的回归将利多美元和美债，利空黄金和美股，但作用效果不会太过强烈。

图 3：22 年 7 月美国 CPI 首次下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：美国 CPI 各分项对美国 CPI 同比贡献率



资料来源：Wind、招商银行研究院

再往后看，对美联储来说，如何在高通胀和经济衰退风险之间进行抉择是个不小的挑战。这一轮美联储通过货币紧缩抑制高通胀的过程中，必然会面对更大的经济衰退的风险。这是因为货币紧缩打压的是利率敏感型需求，而对于解决当前美国高通胀中的供给问题（例如能源和粮食供给偏紧），和压制利率不敏感型需求的效果或不佳。利率敏感需求，包括工资和房租，通常粘性较大，在加息期间可能还会上行，直至加息力度足够大，或高利率持续时间足够长，才可能将其抑制住。因此，要实现更低通胀的目标，货币紧缩对利率敏感型需求的打压力度会加大，且持续时间会较长，经济衰退的风险上升的程度会更明显。这意味着美联储如果想要更低的通胀，就必然会对经济衰退有更高的忍耐度。

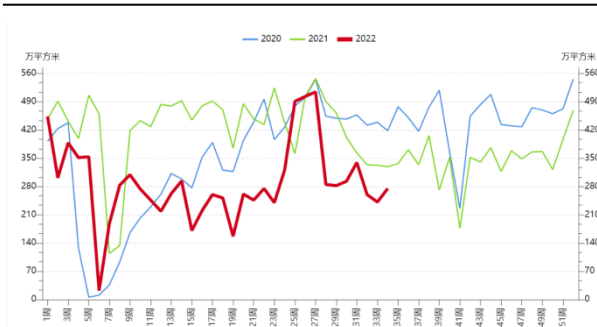
对于市场而言，在未看到经济和就业数据连续恶化之前，交易主线仍会偏向于货币紧缩预期。接下来第一个观察窗口期是 11 月的议息会议，9-10 月的通胀、经济和就业数据将提供更多的证据，届时可以通过美联储的发言，再来确认交易主线是否发生切换。



（二）新的稳增长政策延续国内市场对经济修复的期待

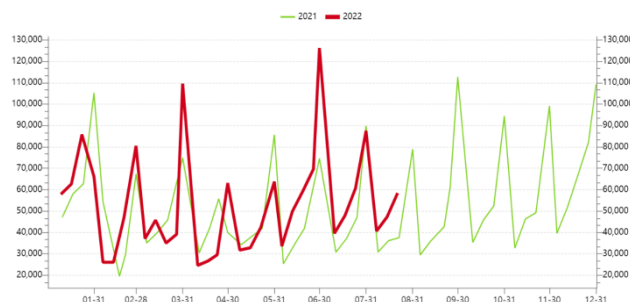
8 月经济需求端依然疲软。商品房销售改善力度持续减弱，8 月前两周，30 大中城市商品房销售面积，较 7 月同期环比下降。8 月乘用车零售当周日均销量稳定，基本持平与 7 月同期。

图 5：8 月商品房销售改善力度持续减弱



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：8 月乘用车零售当周日均销量稳定，好于去年同期



资料来源：Wind、招商银行研究院

鉴于经济修复进程迟缓，新的稳增长政策相继出台。一方面，货币政策宽松力度加大，8 月中旬央行下调政策利率 10bp，随后 LPR 报价下行，1 年期报价下行 5bp，5 年期报价下行 15bp。5 年期 LPR 报价下行幅度更大，显示出央行想通过引导房贷融资成本下行，支持房地产销售改善的目的。随后，8 月下旬央行召开信贷形势分析会，强调主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。预计信贷形势分析会的召开将推动 9 月商业银行贷款投放边际改善。

另一方面，8 月 24 日，国务院常务会议部署 19 条接续政策，总量层面第二次全面部署“稳增长”。在基建端，追加政策性开发性金融工具，8000 亿政策性银行信贷额度，5000 多亿专项债务限额。地产端，在保交楼（地方性纾困基金、AMC 参与重组、政策性银行专项借款等）、稳销售（“一城一策”灵活运用信贷等政策）继续发力。此外，国务院即时派出稳住经济大盘督导和服务工作组，赴若干经济大省联合办公，加快政策落实举措。

下一阶段，经济数据是否逐步好转将是投资者关注的重点，并决定市场的中期走向。从新一轮稳增长政策的着力点来看，中短期将沿着政策利率下调、基建再次发力、房地产继续托底的传导链，观察信贷数据（特别是结构数据）的走势，以及信贷扩张后实体经济数据的边际表现。考虑到经济在中期维度上的修复还面临诸多困难，例如地产周期性回落，外部需求走弱等，即便新一轮政策加码有助于市场对经济好转形成一定预期，从而支撑权益和商品、利空债券，但这一影响能否持续仍需连续几个月的数据改善来确认。因此，中期维度上，市场大概率仍会踟躇于经济疲弱，权益和商品将继续承压，债券则相对较好。只有当经济数据连续边际好转后，才能支持交易主线向经济修复迁移，届时股市将获得上行动力，债市则反之。



三、市场前瞻及策略：海外资产下跌压力加大，国内资产震荡为主

表 2：市场前瞻及策略汇总表

资产类别		市场前瞻及策略
汇率	美元	尽管美欧利差或小幅收窄，但欧弱美强经济差，美元将继续保持强势。
	人民币	在国内经济尚未出现改善之前，人民币的贬值压力难以得到根本的缓解，大概率是区间震荡的行情。短期人民币汇率 6.9-7.0% 之间是重要的维稳区间。
贵金属	黄金	通胀回落，紧缩预期下，实际利率上升，利空黄金，预计金价震荡下行。
固收	国内固收	未来受到经济基本面利多、银行间流动性由中性转为利空，信贷扩张由利多转为中性的多方影响。9 月判断利率偏震荡，可选择暂时观望。若 9 月利率债发生明显调整，再判断是否择机上车。
	美债	目前美债交易重新回到货币政策收紧的主线中，推动美国长债利率向上。不过考虑到美国经济疲态已经逐渐现象，因此长债利率较难突破前期 3.5% 的高点。
权益	A 股	盈利偏空、流动性和估值略偏多，A 股大概率将呈现底部抬升、但上行空间受限的震荡格局。小盘成长高景气高估值，大盘蓝筹低景气低估值，这种分化格局将会有所收敛，但风格系统性切换的条件目前尚不具备。基于大盘暂难走出趋势性行情，建议总体仓位有所控制。
	港股-科技	恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化。
	美股	近期货币紧缩带来估值下修，中期企业盈利下行可能逐渐加大，美股将二次探底。是否能探出新底，则取决于经济衰退风险上升的速度和程度，目前还难以判断。建议耐心等待加仓时机。

资料来源：招商银行研究院

（一）美股：二次探底

上期报告中，我们认为在紧缩预期和衰退风险上升的双重压力下，美股继续偏弱震荡。近期交易主线偏向紧缩预期，对美股估值的压制力度上升，而中期经济衰退风险预期仍存，盈利下行预期也在上升。

当前美股估值虽被货币紧缩“杀”至历史中位水平，但估值下修仍未见底。标普 500 市盈率（TTM）21 倍，处于过去 10 年的 45% 分位，类似 2019 年水平。由于近期美债利率重新走高，标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）回升到 1.62%，处于过去 10 年 13% 分位数，股票相对债券的估值优势再度下降。在通胀数据没有连续下行确认拐点之前，紧缩政策还将持续，估值下修仍未见底。不过考虑到紧缩政策已进入到后半段，下修空间不会太大。

除货币紧缩对估值的直接影响外，股票市场也将关注受紧缩影响的企业盈利下行风险。从经济景气度、库存周期、财务及工资成本来看，未来企业盈利均受负面影响。首先，美国 ISM 制造业 PMI 指数已连续 2 个月下行，且新订单指数同时下行，显示经济景气度下行。其次，持续高通胀将抑制居民消费，当前美国消费增速停滞不前，而库存增速走高，未来存在去库存压力。同时，货币紧缩和利率上行将导致企业财务成本上升，2022 年一季度，标普 500 指

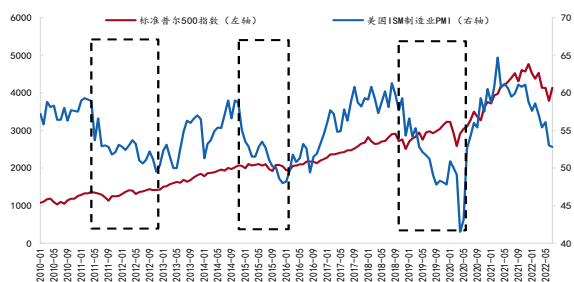


数成分股息支出仅占息税前利率的 11%，处于历史极低水平，而上轮紧缩时的平均水平约为 15%，当前美债利率已超过上轮紧缩的高点，未来加息的效果将反映在企业财报中，此外“用工荒”也将造成工资成本继续上升。

综合判断，中期企业盈利下行压力逐渐加大，叠加货币紧缩带来的估值下修压力，美股将二次探底。是否会探出新底，则取决于经济衰退风险上升的速度和程度，目前还难以判断。但即使按乐观假设，未来美国经济不衰退，经济和企业盈利的走弱也不可避免，美股也难有机会，建议策略上要耐心等待加仓时机。

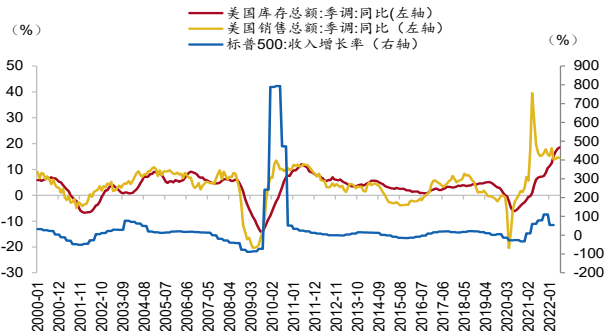
图 7：基本面下行时美股通常表现较差

美国制造业 PMI 与股市走势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：去库存阶段企业收入下行



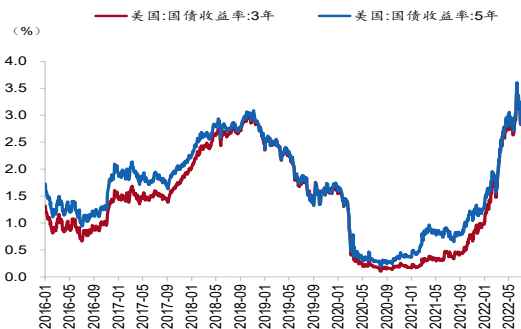
资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）美债：利率高位震荡

目前美债交易重新回到货币政策收紧的主线中，推动美国长债利率向上。不过考虑到美国经济疲态已经逐渐显现，因此长债利率较难突破前期 3.5% 的高点。中期来说（6 个月），尽管美联储坚持货币紧缩，但经济衰退风险上升将会推动长债利率趋于回落。直到美联储确认紧缩政策放缓之后，长债利率才会进一步下行。

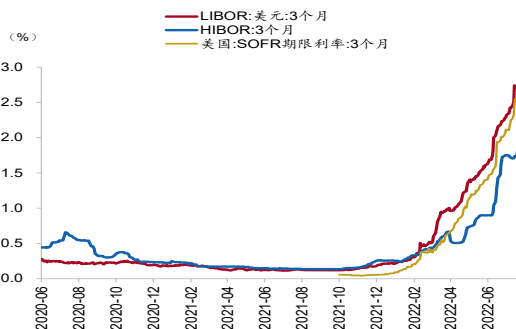
美元、港元融资方面，以 Libor、SOFR、Hibor 作为定价基准的美元、港元融资成本预计还将继续处于高位，融资安排上建议“赶早不赶晚”。3M 的 Libor、SOFR、Hibor 利率预计也在高位震荡。建议有刚性融资需求的客户抓紧时间安排融资。

图 9：8 月美债中期利率震荡走高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：Libor、Hibor、SOFR 利率继续走高



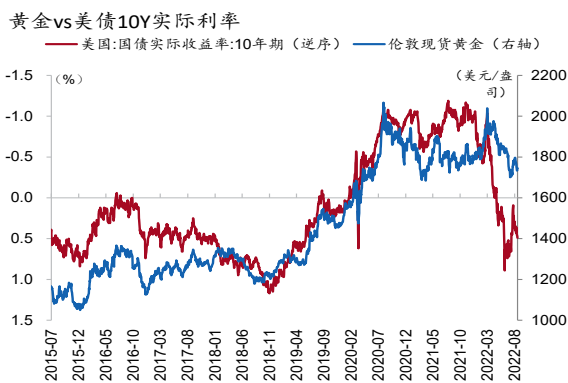
资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）黄金：金价震荡下行

短期而言，通胀虽预计缓慢回落，但紧缩预期将使影响金价的最关键因子美债实际利率上升，利空黄金。而投资者的避险情绪和黄金期货持仓量等因子维持震荡，对交易的影响整体偏中性，未见明显风险。因此，金价短期将震荡下行。中期而言（6 个月），美国经济衰退的阴影继续在下方暗中累计支撑能量，当美联储加息步伐放缓之后，实际利率上行受阻，金价有望企稳。

策略上，建议投资者短期对黄金仓位进行控制，看多不宜操之过急，建议对黄金产品进行标配。

图 11：紧缩预期使美债实际利率再度向上



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：美元大幅走强压制金价



资料来源：Wind、招商银行研究院

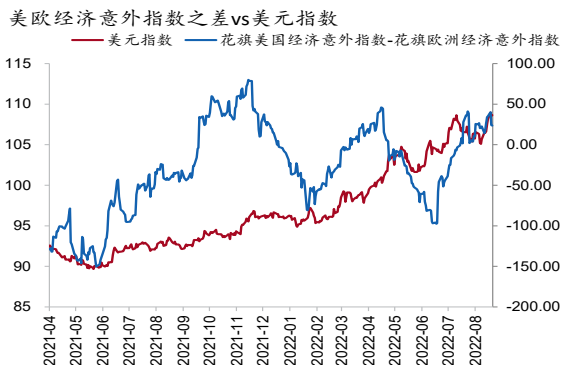
（四）汇率：美元偏强震荡，人民币贬值压力加大

美元方面：短期而言，鉴于欧洲已进入加息周期，9-10 月份欧央行加息也被货币市场定价。欧美货币政策差异逐渐收敛，美欧利差或将小幅收窄，疲弱的欧元短期压力得到一定程度缓解。但从经济增长差异来看，欧洲经济情况更加糟糕，加息之后经济衰退风险更大，相比之下，美国经济稳定性更强，因



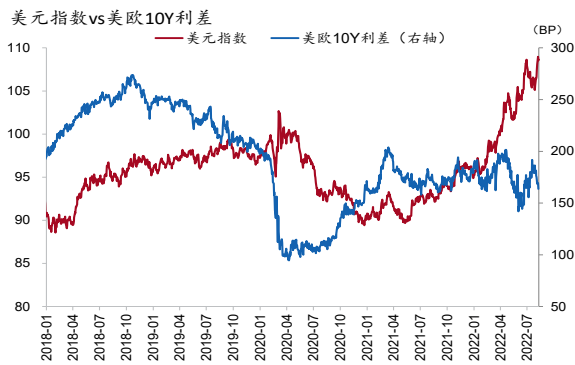
此欧弱美强的经济差仍会延续。而即使考虑到近期美元期货的投机净多单继续上升，看多美元的情绪继续发酵，但距离历史峰值还有距离，对美元短期影响为中性。因此，美元短期将继续保持强势。**中期而言（6个月）**，美国经济衰退风险上升，可能会推动美元指数走弱，难以维持在较高的水平，但考虑到其他经济体，包括欧洲和新兴国家的经济相对疲弱，美元走弱的幅度空间不会太大。

图 13：“美强欧弱”优势收敛但仍在



资料来源：招商银行研究院

图 14：美欧利差波幅加大

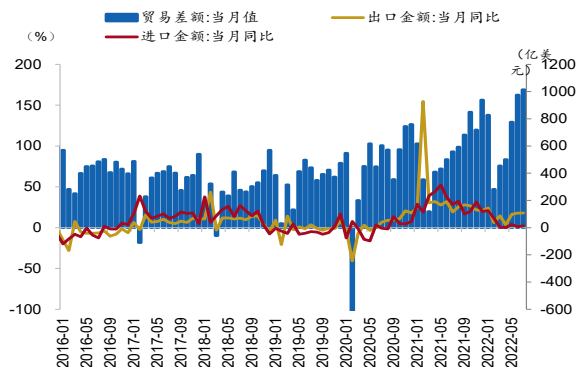


资料来源：Wind、招商银行研究院

人民币方面：近期贬值压力加大，主要源于内生经济走弱，央行降息，推动中债利率明显下行，中美利差倒挂程度进一步加剧，另一方面也受美元持续走强的影响。好消息是短期出口或继续保持较强的状态，贸易顺差或继续在高位，为人民币提供一定支撑。通过对人民币中间价的观察，近期未见央行有明显干预的迹象，显示出人民币弹性增加。当前美元兑离岸人民币汇率已突破 6.9%，继续贬值突破 7.0%可能会引发市场预期的大幅波动，鉴于汇率稳定对经济具有重要作用，我们认为 6.9-7.0%之间是央行可能干预的重要维稳区间。**短期而言**，贬值压力下的人民币将在维稳区间震荡。**中期而言（6个月）**，在国内经济尚未出现改善之前，人民币的贬值压力仍难得到根本缓解。

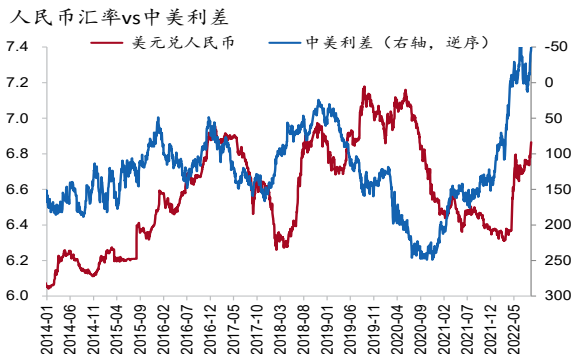


图 15：出口动能具有韧性



资料来源：招商银行研究院

图 16：中美利差倒挂幅度再次加大



资料来源：Wind、招商银行研究院

（五）国内固收：震荡格局

1、利率债：维持震荡判断

前面提到，8 月经济底部震荡，暂时未出现持续走弱的迹象，新一轮稳增长政策落地后，未来市场将继续观察经济的实际表现。预计在经济数据出现明显好转之前，基本面环境对债券偏利好。

银行间流动性方面，美联储再一次加息，叠加跨季带来的季节性紧张，银行间流动性将继续收敛，资金利率中枢将小幅向上抬升。目前，我国的 7 天逆回购利率（政策利率）为 2.0%，8 月 DR007（市场交易利率）月度均值仅在 1.4%。而 9 月下旬美联储将再一次加息，若加息幅度为 75bp，美国联邦基金目标利率将达到 2.75-3.0%。中美两国的政策利率和短期资金利率倒挂幅度扩大将导致人民币贬值压力进一步上升，8 月美元对人民币贬值压力加大，美元对离岸人民币突破 6.9，不稳定性已逐渐显现。在保持人民币汇率稳定的约束下，国内资金利率将继续承受边际递增的上行压力。此外，9 月是季末月，银行对于资金的需求量会加大，推升资金利率中枢。总而言之，9 月银行间流动性继续边际趋紧，将对债市的影响从中性转为利空。

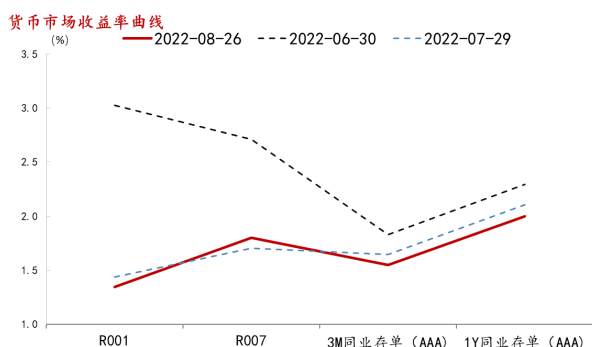
信贷市场，8 月中上旬信贷扩张乏力，票据利率在低位震荡。信贷形势会议召开后，票据利率出现明显反弹，同业存单利率止住下行势头，预示 8 月下旬信贷投放边际好转。9 月信贷边际好转的势头或可延续，不过考虑到整体经济偏弱，好转的幅度或有限，对债市的影响可能由此前的利多转为中性。

综上，利率债市场未来受到经济基本面利多、银行间流动性由中性转为利空，信贷扩张由利多转为中性的多方影响，短期将在 2.6-2.8% 震荡。在上一期月报里，我们认为 10 年期国债利率 8 月份将运行在



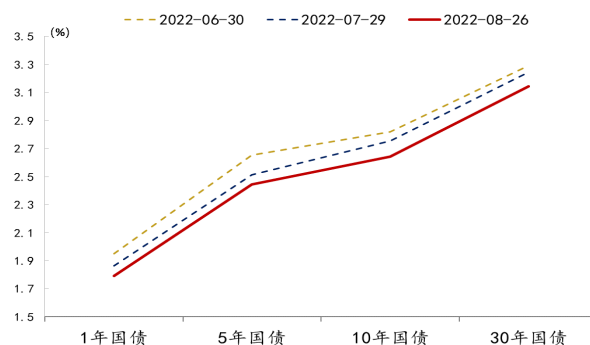
2.7-2.9%的低位区间，央行超预期降息 10bp 之后，10 年期国债利率实际运行空间下移至 2.58-2.75%。相比于 8 月份，9 月债市利空的因素在积累，10 年期国债利率继续下行的动力不足，大概率将在 2.6-2.8% 区间震荡。中期而言（6 个月），经济增速再次下台阶才能推动债券利率持续下行，目前尚未见到经济继续恶化的迹象，因此，在中期维度上，仍维持此前利率震荡的判断。

图 17：8 月银行间资金利率上行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

图 18：8 月利率曲线牛平，长债利率下行幅度大于短债



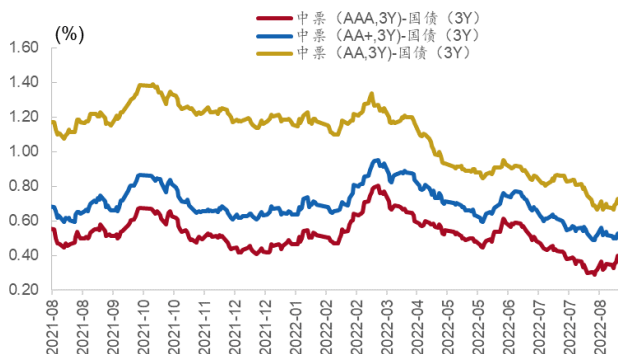
资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

2、信用债：信用利差或小幅向上

上一期报告我们提出，银行间流动性收敛将推升信用债中的流动性溢价，进而推动信用利差上升，尤其是中短期限信用利差上升幅度将比较明显；而基本面变化不大，信用风险溢价将趋于震荡；8 月的实际情况符合我们的预期。展望 9 月，考虑到银行间流动性继续收敛，流动性溢价将继续向上，中短期限和高等级信用利差上行幅度或加大。经济增长修复缓慢，信用风险溢价或继续趋于震荡，若阶段性考虑到 9 月信用扩张边际好转带来对基本面预期的小幅改善，信用风险溢价震荡中趋于小幅下行，中低等级信用利差下行幅度或更大。综上，信用债中的流动性溢价趋于上行，信用风险溢价趋于震荡小幅下行，信用利差或趋于小幅上行。

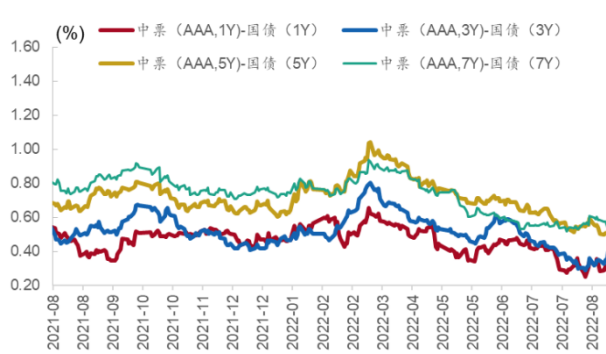


图 19：8 月不同等级中票信用利差上行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

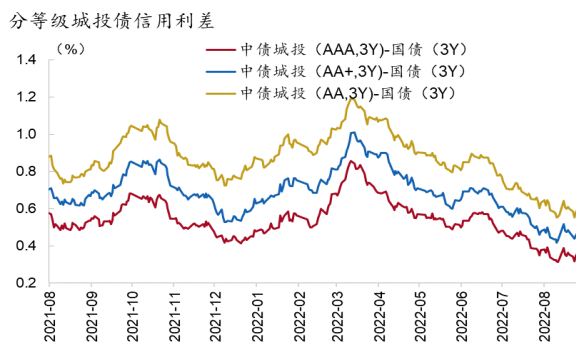
图 20：8 月中短期限信用利差上行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

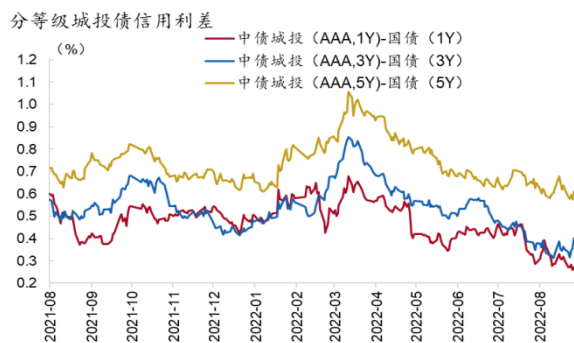
城投债：受流动性溢价上升影响，城投信用利差或继续上行。城投债依托于稳增长政策，在经济修复动能偏弱的背景下，一直都是机构青睐的优质资产，信用利差也被压缩到极低的位置。随着银行间流动性继续收敛，流动性溢价施加上行压力，尤其是中短期城投债，反弹压力或更大。不过考虑到经济比较疲弱，银行间流动性收敛幅度有限，流动性溢价上行推动信用利差上行的幅度或在可控范围之内。

图 21：8 月不同等级城投信用利差震荡上行



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

图 22：8 月 3 年期信用利差上行更多



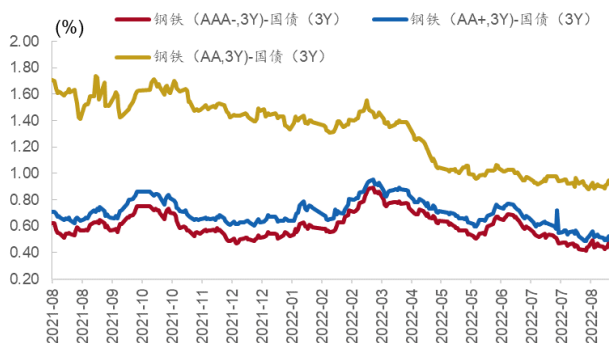
资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

强周期债：行业景气度分化，钢铁偏弱，煤炭强劲。钢铁行业在下游需求持续偏弱的影响下，利润预期下行，钢铁行业出现大量减产现象，以缓解当下供过于求的问题。考虑到上游原材料价格难以有趋势性下行，因此在经济增长未能企稳上升之前，钢铁利润或难以改善，整个行业景气度偏弱，信用利差暂时难有压缩空间。未来随着流动性溢价的上升，钢铁债信用利差或跟随上升。**煤炭行业**景气度持续上升。今年夏季高温天气持续时间长，用电需求持续上升。并且，干旱天气导致水资源匮乏，水利发电量下滑严重，发电需求只能大量倾斜于煤炭发电，导致煤炭需求快速上升，叠加煤炭供给端偏紧，煤炭价格有望高位运行，煤炭行业



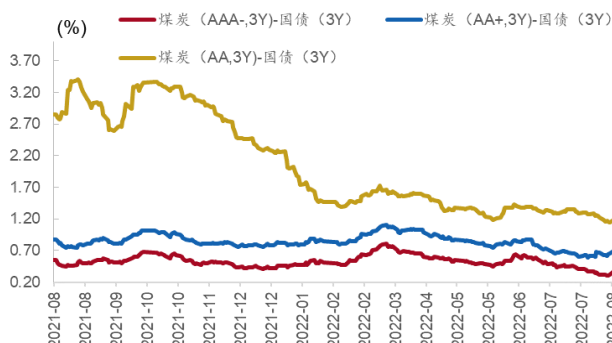
利润也有望保持在强劲区间。未来即使流动性溢价上升，基本面强劲的表现仍有望支持煤炭信用利差在低位震荡。

图 23：8 月钢铁债信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

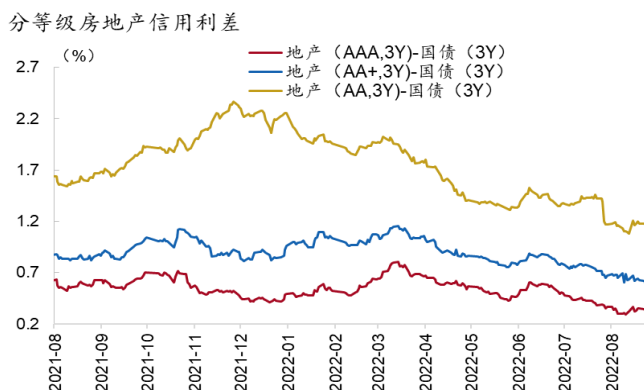
图 24：8 月煤炭债信用利差低位震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 26 日

地产债：8 月政策对地产需求支持力度进一步加大。先是通过降息，引导 5 年期 LPR 下行 15bp，继续推动房贷融资成本下行。同时，各地因城施策，限购限贷进一步松动。企业融资端也有改善，多家民营房企正在与中债信用增进公司沟通，拟通过增信支持的方式发债融资，8 月下旬已有 1 家民营房企成功发行中期票据。随着政策支持力度加大，民营房企债券融资渠道正逐渐恢复。尽管政策对地产支持力度进一步加大，但 8 月基本面的销售和新开工数据仍然疲弱，基本面数据是否能进一步改善，还需要一段时间检验。在基本面未出现积极信号之前，建议继续对地产债保持谨慎。

图 25：8 月房地产信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

3、固收投融资建议：持有原仓位，以稳为主

基于利率债市场震荡的局面，对于利率债投资组合，建议保持原仓位。8 月 10 年期国债利下行突破 2.6%，我们建议不宜追涨，可适当止



盈。9月判断利率偏震荡，可选择暂时观望。若9月利率债发生明显调整，再判断是否择机上车。短债方面，考虑到银行间流动性收敛的可能性较大，短债投资收益或下降，不过流动性强，可以继续持有。

考虑到信用市场行业基本面表现分化，可以按照受银行间流动性收敛带来的影响程度进行调整。城投债受影响或比较明显，可考虑持有原仓位或适当减配，煤炭行业受影响比较小，可考虑继续持有或增配。钢铁、地产行业受基本面影响或更大，在基本面未好转之前，可继续持有或观望。信用下沉策略可暂时选择观望，等待经济好转的信号。

固收产品可继续持有纯债，择机增配固收+。纯债基金方面，短期内交易策略产品或有表现，从风格上看近一个月弹性收益和攻守兼备的产品明显更优，但对于主动管理型基金而言，不建议切换频率太高。由于债券利率震荡为主，产品策略上可以继续配置较为稳定的信用精选策略，关注在票息基础上适度进行波段交易的平衡策略产品；风格上，选择攻守兼备的产品。

固收+方面，境内股债性价比处于较高水平，股票相对便宜，经济修复若有积极信号，可以择机介入；考虑到权益市场风格趋向收敛，建议关注行业配置策略为核心+卫星和均衡。

表 3：优选池债券型基金风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月 月回报	近三个月 月回报	今年以 来回报	近一个月 最大 回撤	近三个月 最大 回撤	今年以 来最大 回撤
纯债基金	策略	信用精选	0.42	1.03	2.22	-0.02	-0.12	-0.18
		防御策略	0.47	1.16	2.41	-0.02	-0.15	-0.26
		交易策略	0.54	1.18	2.23	-0.07	-0.29	-0.42
		平衡策略	0.51	1.16	2.19	-0.02	-0.17	-0.35
	风格	弹性收益	0.51	1.20	2.29	-0.05	-0.22	-0.39
		攻守兼备	0.50	1.18	2.43	-0.02	-0.18	-0.26
		稳健收益	0.33	0.87	2.03	-0.01	-0.06	-0.07
固收+	行业配置特征	核心+卫星	1.91	2.40	-0.95	-0.95	-1.92	-5.30
		均衡	0.90	1.24	-1.18	-0.90	-1.33	-3.98
		灵活进攻	1.04	1.44	-0.30	-0.73	-1.17	-3.95
		中期偏好稳定	1.42	2.00	-2.04	-0.84	-1.26	-5.29
	风格	弹性收益	3.43	4.58	-1.56	-1.32	-2.74	-9.00
		攻守兼备	1.29	1.91	-0.29	-0.63	-1.25	-3.79
		稳健收益	1.62	1.96	-0.90	-0.91	-1.39	-4.36

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至8月26日

债券融资方面，8月利率下行突破年内新低，为长期债券融资打开了低成本融资的区间，建议在债券市场情绪高涨时，多发长期债券。在利率进入低位区间时，可进一步加快融资步伐。

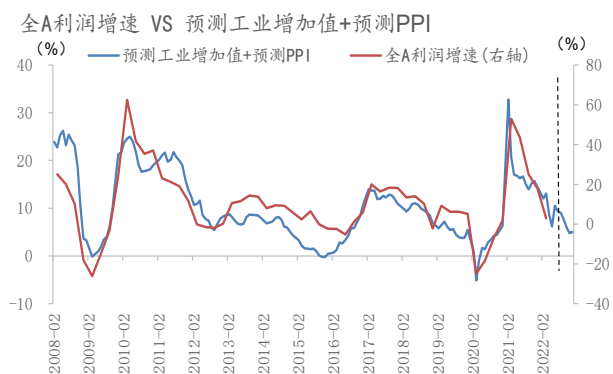


(六) 国内权益：大盘震荡，结构收敛

1、A股大盘：仍处于底部抬升、空间受限的震荡格局

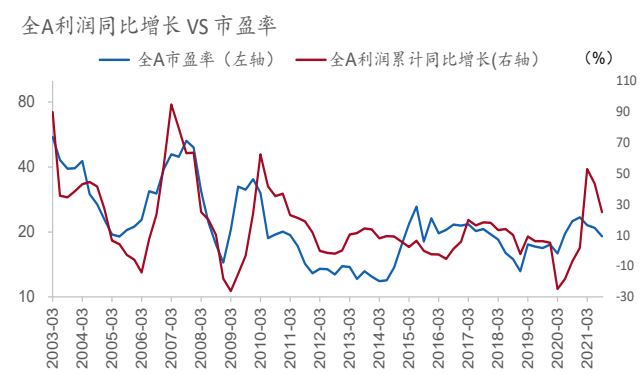
当前来看，影响 A 股大盘的三大因子呈现盈利偏空、流动性和估值略偏多的格局。

图 26：业绩增速整体呈下行态势



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 27：业绩偏弱对估值扩张构成压力



资料来源：Wind、招商银行研究院

企业盈利的支撑力持续偏弱。主题讨论中提到 7-8 月经济复苏再次转弱，前期疫情阶段性好转对 5-6 月市场反弹的作用力无法延续，国内经济仍处于内需疲弱、外需衰减的困局之中，总体宏观环境对企业盈利并不友好。此外，A 股上市公司整体业绩与工业增加值+PPI 高度相关；全球需求走弱的背景下，大宗商品价格和 PPI 预计将继续下行，市场预期 PPI 要到四季度才能见到年内低点。在此之前，PPI 将是 A 股影响因子中的主要拖累项。

图 28：实体流动性偏宽松对估值形成支撑



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 29：货币供应量 M2 增速高于名义 GDP 增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

流动性维持小幅宽松。今年以来货币政策偏宽松，M1 和 M2 增速均有所回升。当前经济修复趋弱进一步提升了稳增长的重要性，预计宽货币的总基调不会变。与此同时，美联储继续释放强势加息信号，将对国内进一步放松货币形成掣肘，未来流动性或将维持小幅宽裕的格局。



图 30：绝对估值：沪指估值分位数处较低水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 31：相对估值：具备一定股债性价比

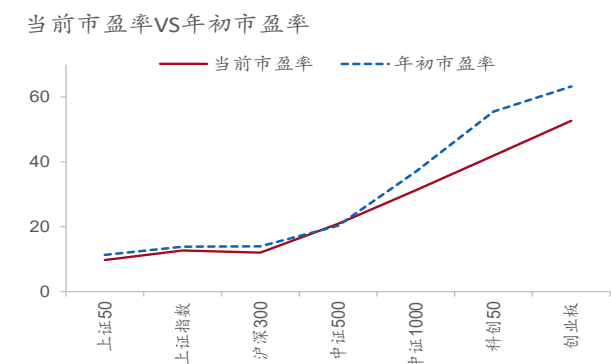


资料来源：Wind、招商银行研究院

估值进入配置区间。从绝对估值看，当前上证指数市盈率处于过去 5 年的 20-30%分位，属历史较低水平。从相对估值看，全 A 非金融风险溢价（全 A 非金融市盈率的倒数-10 年期国债收益率）处于过往 5 年的 80-90%分位，股市中长期性价比优于债市。

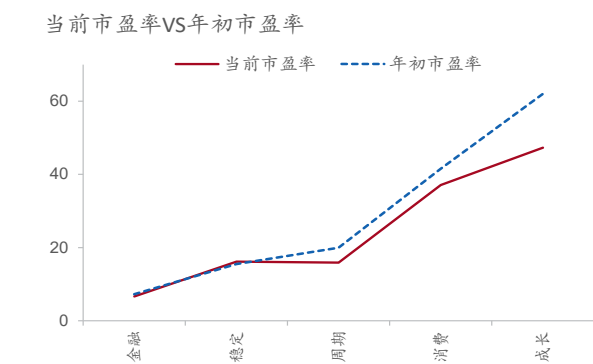
综上，未来 A 股一方面遭遇企业盈利的向下拖累，另一方面受到流动性和估值的向上支撑。从上证指数的运行空间看，考虑到当前流动性和企业盈利均好于 4 月份，应难以再跌破 3000 点；同时由于企业盈利难以恢复到一季度的景气水平，也较难往上突破前期 3600 点的高位。**整体而言，A 股大概率将呈现底部抬升、但上行空间受限的震荡格局。**后续是否能走出趋势性行情，关键要看需求改善的信号，如地产和汽车销售数据的好转、中长期贷款增速的提高、PPI 止跌等。

图 32：宽基指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

图 33：中信风格指数估值曲线



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

2、A 股结构：相对看好中游成长和小盘股，注意收敛波动风险

大盘震荡走势中，市场资金的偏好和流向将围绕不同结构的景气度和估值进行权衡，进而产生行情的结构差异。



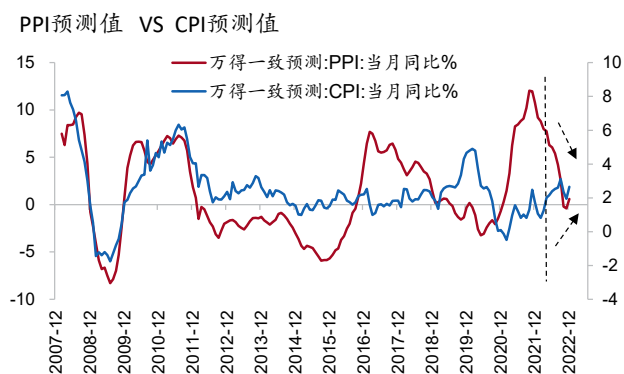
行业结构：景气度偏向中游成长板块，但估值较高。从宏观因素看，未来一段时间通胀将表现为 PPI 快速下行+CPI 温和上行，并且 9 月份之后 CPI 将高于 PPI。在此过程中，上游原材料行业遭遇产品价格下跌，而中下游制造业则将受益于成本下降以及产品售价回升，由此推动行业景气度自产业链上游向中下游迁移，中游高端制造业首先受益。从微观盈利预测看，若将上市公司 2022 年一季度净利润增速、2022 年预测增速、2023 年预测增速做加权排序，景气度也同样偏向于中下游，尤其是中游高端制造业。不过，这其中的一些高景气领域，如汽车、电力设备及新能源等，当前板块估值也偏高，过往 5 年的估值分位数普遍在 80% 以上，交易拥挤和乐观预期中的波动风险不容忽视。

图 34：盈利预测指向景气度偏中游成长

板块	指数类型	2022Q2 利润增速	2022 利润增速	2023 利润增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度 合排序	景气度 合排序
科创板	宽基	9	26	23	41	4.6	8	4	1	6
创业板	宽基	-8	40	24	48	5.8	32	52	2	8
沪深300	宽基	5	13	12	12	1.4	19	25	3	13
中证1000	宽基	-4	13	20	31	2.6	22	54	4	13
上证指数	宽基	6	11	12	13	1.4	20	21	5	14
中证500	宽基	-13	13	16	21	1.8	29	16	6	15
上证50	宽基	9	8	9	10	1.3	28	53	7	15
成长	中信风格	9	44	24	48	3.5	24	49	1	4
消费	中信风格	7	25	16	37	3.6	65	49	2	7
金融	中信风格	-3	14	11	7	0.7	1	0	3	11
周期	中信风格	13	9	10	16	1.9	7	70	4	11
稳定	中信风格	-9	12	12	16	1.2	78	35	5	12
中游	产业链	4	19	19	29	3.0	44	76	1	6
下游	产业链	1	37	18	45	3.6	77	60	2	7
TMT	产业链	-15	30	18	31	2.4	3	6	3	9
上游	产业链	45	8	8	11	1.6	1	75	4	11
基建	产业链	-7	13	11	20	1.5	81	66	5	12

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

图 35：PPI-CPI 收敛指向景气度偏中游成长



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

市值结构：小盘股相对景气，但估值偏高。本轮大小盘分化的核心驱动力是业绩增速差的变化。4-8 月小盘指数的普遍涨幅在 35% 以上，国证 2000 指数 5 年市盈率分位和市净率分位均已处在 60-75%。回顾历史，影响业绩增速差的关键因素主要有三项：流动性是否宽裕、新兴产业是否爆发、并购重组政策是否积极。流动性宽裕时通常小盘股偏强，主要逻辑是融资成本的下降和资金的更易获得，对更难融资更缺资金的小公司来说业绩改善空间更大。新兴产业爆发时小盘股也通常偏强，主要逻辑是新兴产业以小公司为主，在蛋糕不断做大、市场无序竞争且没有固定格局的环境下，各种小企业因新业务而实现业绩爆发和赶超的潜在空间更大，而对处于成熟期的大公司来说要有大的格局变化就比较难。并购重组政策积极时，小盘股也通常偏强，主要逻辑是并购重组直接影响上市公司的外延增长，而外延增长对小公司的业绩来说占比较大。4 月底以来，小盘股的强势反弹正是受益于流动性宽松和新能源产业链的爆发。这两大因素今年仍将维持，小盘相对景气也将维持。不过，在 A 股整体震荡走势中，一些估值偏高的景气小盘股，需注意乐观预期中的波动风险。

小盘成长高景气高估值，大盘蓝筹低景气低估值，这种分化格局将会有所收敛，但风格系统性切换的条件目前尚不具备。美联储释放的强势加息信号掣肘国内流动性的宽松幅度，这将使得流动性对小盘成长的支撑力度边际走弱。但在宏观政策没有强刺激、经济预期没有好转之前，金融消费等大盘蓝筹的基



本面不具备向上弹性，风格由小盘成长系统性切换到大盘蓝筹的概率不大。预计阶段性风格收敛之后，高景气的中小成长板块仍将相对强势。

3、港股：恒生科技底部震荡，趋势性行情缺乏催化

港股科技股在国内监管政策转向绿灯、中美审计监管风险出清的背景下或有估值修复，但今年的业绩压力和流动性压力都难以支撑其走出趋势性行情。从恒生科技景气度看，互联网流量红利见顶，快速扩张阶段结束，叠加宏观经济下滑，业绩增速难以回到过往的高增长阶段。从恒生科技所处的流动性环境看，由于中国香港货币政策紧随美国，恒生科技的主要投资者以境外为主，下半年美联储紧缩仍将对恒生科技构成压力。恒生科技行情的真正逆转，仍然有待互联网行业新增长点的出现，以及宏观经济的企稳和美联储货币政策的转向。

4、权益投资建议：震荡格局，注意高低切换

仓位及结构方面：基于 A 股大盘暂难走出趋势性行情，建议总体仓位有所控制。综合考虑景气度、产业政策以及估值，建议结构上考虑：

(1) 增配长期需求稳定、当前估值合理的食品加工和医疗服务等大消费板块。

(2) 适当配置受益于稳增长政策、目前估值合理、以基建产业链为代表的周期性板块。

(3) 对于以新能源产业链为代表的高景气成长板块，虽然受益于政策支持、需求旺盛、市场渗透率提升等积极因素，值得持续关注；但现阶段估值分位数处于 80% 的高位，短期建议降低仓位。

(4) 下调恒生科技至标配。恒生科技面临美联储紧缩压力和业绩压力，仍需等待风险出清。

表 36：A 股行业按盈利预测景气度排序（前 15）

行业	所属风格	2021Q2 预测增速	2022 预测增速	2023 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度综 合排序
电力设备及新能源(中信)	成长	49	34	25	47	4.3	60	84	1
国防军工(中信)	成长	10	30	27	63	3.7	30	68	2
电子(中信)	成长	-16	30	24	36	3.6	18	32	3
有色金属(中信)	周期	59	17	19	19	3.0	2	62	4
食品饮料(中信)	消费	13	20	19	37	7.3	56	60	5
计算机(中信)	成长	-34	52	27	76	3.3	36	10	6
消费者服务(中信)	消费	-305	146	30	338	5.0	99	58	7
汽车(中信)	消费	-34	36	23	52	2.7	99	84	8
机械(中信)	周期	-6	22	23	39	2.8	41	59	9
基础化工(中信)	周期	29	10	18	20	3.2	11	75	10
纺织服装(中信)	消费	-27	46	18	26	1.8	22	31	11
医药(中信)	消费	13	-2	22	31	3.6	11	14	12
商贸零售(中信)	消费	2	584	5		1.4		21	13
建筑(中信)	周期	6	25	13	11	1.0	62	28	14
通信(中信)	成长	12	22	11	17	1.3	0	3	15

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

表 37：A 股行业按盈利预测景气度排序（后 15）

行业	所属风格	2021Q2 预测增速	2022 预测增速	2023 预测增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位	景气度综 合排序
家电(中信)	消费	10	10	13	17	3.0	19	23	16
电力及公用事业(中信)	周期	-29	28	14	66	2.0	100	89	17
轻工制造(中信)	消费	-23	18	19	30	2.2	70	9	18
房地产(中信)	金融	-62	315	12	156	1.0	100	6	19
建材(中信)	周期	-29	23	15	12	1.7	25	1	20
农林牧渔(中信)	消费	-67	1879	8		3.7		67	21
石油石化(中信)	周期	23	6	5	9	1.1	0	54	22
煤炭(中信)	周期	81	4	3	9	1.8	19	100	23
银行(中信)	金融	9	8	10	5	0.5	0	0	24
非银行金融(中信)	金融	-17	16	11	13	1.2	13	4	25
综合(中信)	周期	-33	-19	22	103	1.7	87	59	26
交通运输(中信)	周期	3	-6	4	16	1.6	9	31	27
传媒(中信)	成长	6	-15	-5	20	1.3	0	0	28
钢铁(中信)	周期	-50	5	6	11	1.2	58	44	29
综合金融(中信)	金融	-30	-7	-10	29	1.5	14	7	30

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 8 月 29 日

权益类投资产品方面：市场震荡格局下，可更关注持仓股票估值较低的价值型绩优管理人，同时长期关注对景气轮动有深入研究的基金经理及其所管理



基金。对于成长型基金，建议待相关板块的高估值适当消化后，再择机布局。此外，由于市场缺乏整体机会，类似过去几年基金业绩普遍较好的情况将难以出现，基金挑选的难度加大，购买专业机构精选的基金组合不失为一项好的策略，因此可加强对中长期业绩得到证明的 FOF 的关注和配置。

四、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债

对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐。需要说明的是，胜率越高代表未来获正回报的概率越高（因基本面越好），盈亏比越高则代表估值越低。具体如下：

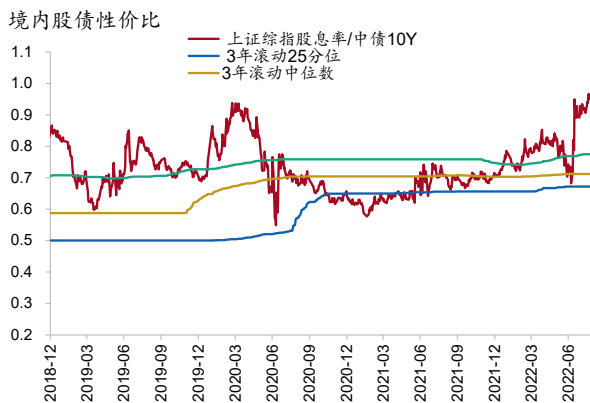
（一）胜率：境内固收资产胜率下降

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股、黄金、国内固收、港股科技股胜率中等，而美股、美债胜率较低。

（二）盈亏比：境内股票较高

1) 跨资产来看，经过本轮境内股票下跌而利率下行后，目前境内股债性价比处于较高水平，股票相对便宜。境外股债性价比处于 3 年滚动 25 分位水平的下方，美股相对美债偏贵。

图 38：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 39：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

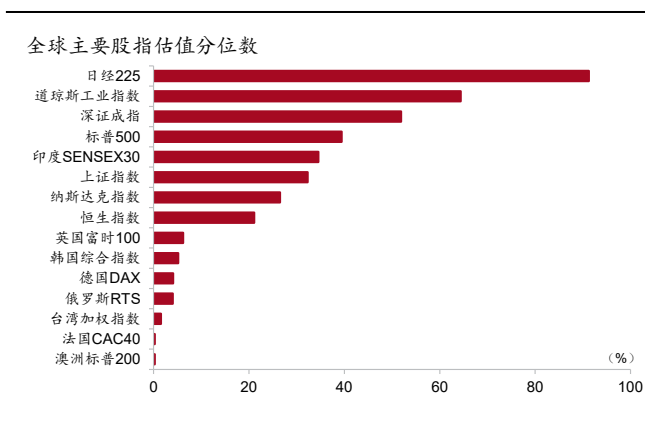
2) 资产内部对比来看：

权益：A 股在全球市场中估值属于较高水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值分位数偏高，A 股在全球主要股票资产中相对较贵。

固收：美债>中债。中债利率目前处于 2.7% 附近的位置，盈亏比较为中性。美债利率在 3% 附近，盈亏比较高。

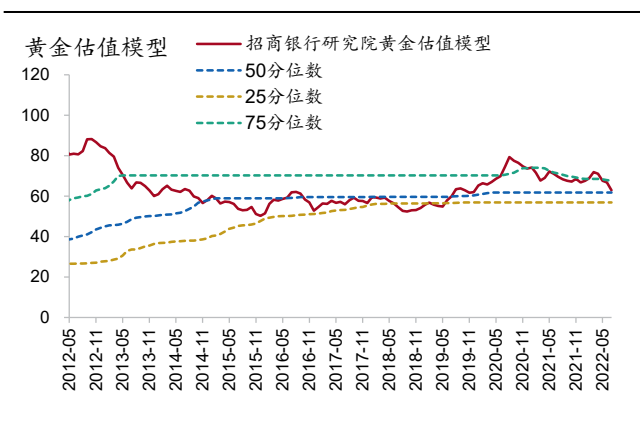
黄金：盈亏比。根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看，目前伦敦金估值处于过去 10 年接近 60 分位数的水平，盈亏比偏低。

图 40：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



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 41：黄金估值偏高

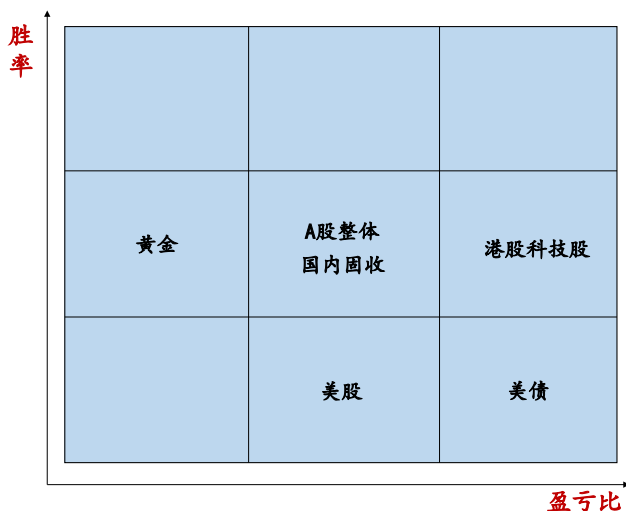


资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）结论：大类配置建议不变

根据胜率的“高一中一低”3 档以及盈亏比的“高一中一低”3 档，我们构建了“胜率—盈亏比”九宫格，并将各类资产放入相应的档位当中，以供投资者参考。

表 3：大类资产“胜率-盈亏比”九宫格



注 1：胜率越高代表未来获正回报的概率越高，盈亏比越高代表估值越低；

注 2：↑代表胜率上调，↓代表胜率下调，→代表盈亏比上调，←代表盈亏比下调，无箭头代表维持不变

资料来源：招商银行研究院

整体，我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议：美元中高配，黄金、中国国债、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、美股、港股（科技）标配，人民币、欧元、美债中低配，A 股的周期风格低配。

表 4：大类资产配置及投资策略建议表

资产类别		市场趋势及配置建议			投资策略			
		月度趋势	配置建议 (未来 6 个月)	配置变化	投资策略	策略标的	起始时间 及期间表现	执行/终止 及其原因
汇率	美元	偏强	中高配		做多美元	美元指数	2021 年 6 月 21.2%	执行
	欧元	偏弱	中低配					
	人民币	偏弱	中低配					
贵金属	黄金	偏弱震荡	标配					
固收	中国国债	震荡	标配		中短久期	中债国债及政策性 银行债（1-3 年） 指数	2021 年 12 月 2.6%	执行
	中国信用债	震荡	标配		下沉评级	中债短融 AA 指数	2021 年 4 月 6.6%	执行
	美债	下跌	中低配					
权益	A 股	偏弱震荡	标配		适当配置以基建产 业链为代表的周期 性板块	银行指数、地产指 数、建筑指数加权 平均	2021 年 12 月（相 对沪深 300 超额 收益）9%	执行
	—消费		标配		增配食品加工和医 疗服务等大消费板 块	食品加工（申万）	2022 年 4 月底 -0.8%	执行
	—周期		低配			医疗服务（申万）	2022 年 7 月底 -4%	
	—成长		标配					
	港股-科技	偏弱震荡	标配		配置恒生科技	恒生科技指数 ETF	2022 年 4 月底 -5.6%	执行
	美股	偏弱震荡	标配					

注：“配置变化”比较基准为 4 月配置策略

资料来源：招商银行研究院

表 1 风格注释：

- 1) 稳定风格包含以下中信三级行业：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工Ⅲ,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营Ⅲ。
- 2) 周期风格包含以下中信三级行业：其他化学制品,石油开采Ⅲ,炼油,油品销售及仓储,其他石化,动力煤,无烟煤,炼焦煤,焦炭,其他煤化工,黄金,铜,铅锌,镍钴,锡锑,铝,长材,板材,特钢,铁矿石,贸易流通,氮肥,钾肥,磷肥,复合肥,农药,涤纶,维纶,氨纶,粘胶,锦纶,树脂,纯碱,氯碱,无机盐,氟化工,有机硅,磷化工,聚氨酯,其他化学原料,日用化学品,民爆用品,涂料油漆,印染化学品,橡胶制品,玻璃Ⅲ,陶瓷,造纸Ⅲ,工程机械Ⅲ,矿山冶金机械,纺织服装机械,锅炉设备,机床设备,起重运输设备,基础件,其他通用机械,铁路交通设备,船舶制造,其他运输设备,仪器仪表Ⅲ,金属制品Ⅲ,电站设备Ⅲ,一次设备,二次设备,乘用车Ⅲ,卡车,客车,专用汽车,汽车零部件Ⅲ,汽车销售及服务Ⅲ,摩托车及其他Ⅲ,服装用纺织品,家用纺织品,产业用纺织品,化学原料药,航运,航空,半导体Ⅲ,塑料制品。
- 3) 成长风格包含以下中信三级行业：油田服务Ⅲ,稀有金属Ⅲ,环保,水务,燃气,供热或其他,建筑装修Ⅲ,新型建材及非金属新材料,其他专用机械,风电,核电,光伏,航空军工,航天军工,兵器兵装Ⅲ,其他军工Ⅲ,生物医药Ⅲ,其他食品,种子,物流,PC 及服务器硬件,专用计算机设备,广播电视,电影动画,互联网,整合营销,电子设备Ⅲ,其他元器件Ⅲ,动力设备,系统设备,其他,通信终端及配件,网络覆盖优化与运维,网络接配及塔设,线缆,增值服务Ⅲ,基础软件及套装软件,行业应用软件,IT 外包服务,系统集成及 IT 咨询。
- 4) 消费风格包含以下中信三级行业：印刷,包装,其他轻工Ⅲ,百货,超市,连锁,贸易Ⅲ,景区,旅行社,酒店,餐饮,白色家电Ⅲ,黑色家电Ⅲ,小家电Ⅲ,照明设备,其他家电,服装Ⅲ,服饰Ⅲ,化学制剂,中药饮片,中成药,医药流通,医疗器械,医疗服务,白酒Ⅲ,啤酒,葡萄酒,黄酒,其他饮料Ⅲ,肉制品,调味品,乳制品,果蔬饮料,农产品加工及流通,饲料,动物疫苗,畜牧养殖,林木及加工,水产养殖,海洋捕捞,商业地产,平面媒体。
- 5) 金融风格包含以下中信三级行业：国有银行Ⅲ,股份制银行,城商行,证券Ⅲ,保险Ⅲ,信托,其他非银金融,住宅地产,园区,房地产服务Ⅲ。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇