



中建投信托

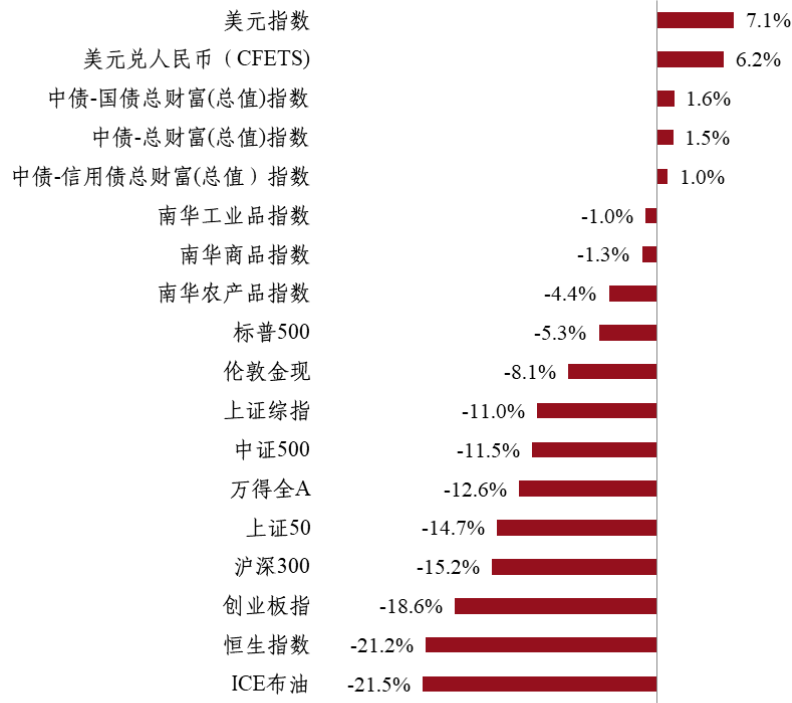
海外风险较大，国内弱复苏，先稳后进

——2022年四季度宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

三季度回顾：加息助推美元大涨，风险资产承压

- 美元流动性是目前影响全球大多资产走势的核心矛盾之一。美债收益率大幅上行，美元也大幅升值，风险资产承压，非美货币普遍对美元出现贬值。
- 国内权益市场，A股震荡下行。外部风险（俄乌冲突升级+加息潮+中美博弈）、政策监管、风险偏好回落等多因素冲击下，A股出现比较明显的回调，港股在内外因素均利空背景下，表现更差。国内债券市场，在7、8两月，因经济恢复不及预期叠加央行降息托底经济，债券市场持续走高，但到了9月，受到人民币汇率贬值及季末流动性趋紧影响，债市出现一定回调。



■ 三季度涨跌幅

四季度影响资产走势的核心变量

核心因素：

- 一． 年底中央经济工作会议带来的政策新部署；
- 二． 当前全球主要的问题是美元，而美国问题在于通胀。关注通胀、美债与美元走势；
- 三． 人民币汇率走势；
- 四． 信心犹如钟摆一样也存在周期，耐心等待信心恢复。

主要判断：

- 整体而言，外部环境（强美元+地缘政治风险升级+欧洲能源危机等）仍是大类资产表现的主要风险因素；国内经济大概率延续弱复苏格局，货币政策坚持“以我为主”，市场最大问题是缺乏信心。因此，耐心等待信心的恢复或是占优策略，政策是重要的变量，同时关注地产、出口数据的边际变化，静待风险偏好的好转。在此之前，资产配置“以稳为主”。

二十大讲话：“统筹发展与安全”将成为我国经济社会发展指导思想

- **高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。**发展是党执政兴国的第一要务，坚持把发展经济的着力点放在实体经济；**把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来**；既有质的有效提升，也有量的合理增长，注意质在量前。
- **进入新发展阶段后，创新将成为最重要的发展动力，核心是完善人才战略布局。**大会强调要实施科教兴国战略，强化现代化建设人才支撑：教育、科技、人才是全面建设社会主义现代化国家的基础性、战略性支撑。必须坚持科技是第一生产力、人才是第一资源、创新是第一动力，深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略。科技对国家战略的重要性和支撑作用进一步凸显，明确要求实现教育、人才、科技强国目标。**集聚力量进行原创性引领性科技攻关**，坚决打赢关键核心技术攻坚战。
- **将“国家安全”提升至事关“民族复兴的根基”的高度。**报告提出，**以新安全格局保障新发展格局**。安全具象化为国家安全、公共安全、人民生命安全和安全感、供应链安全、粮食安全、能源资源安全、海外权益安全、国防安全等等。
- 其他领域市场关注度较高的包括：房地产领域，“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”，表明增强供给端的保障性是房地产新发展模式的主要内容之一。绿色发展，“积极稳妥”、“立足禀赋”、“先立后破”，推进绿色转型、建设新型能源体系是大方向，但同时要确保能源供给稳定、能源结构平稳安全过渡。
- **二十大指明未来经济发展方向，国家安全、自主可控、扩内需等相关板块可能成为政策重点支持领域。**

[1] 宏观形势研判

[2] 流动性动态监测

[3] 2022年四季度资产配置观点及逻辑框架

1



PART

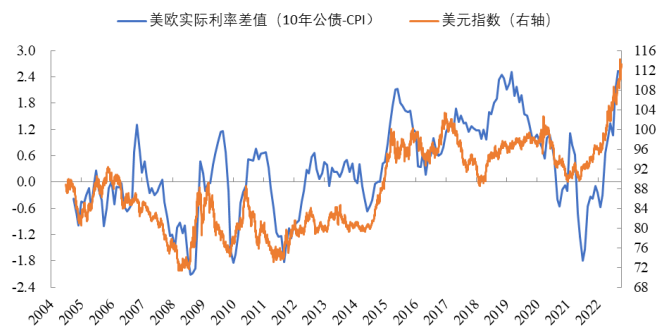
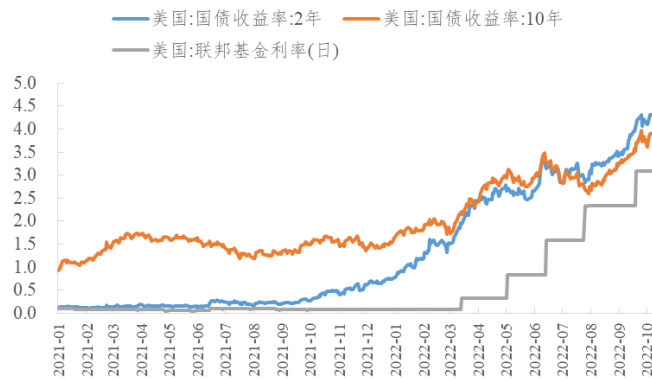
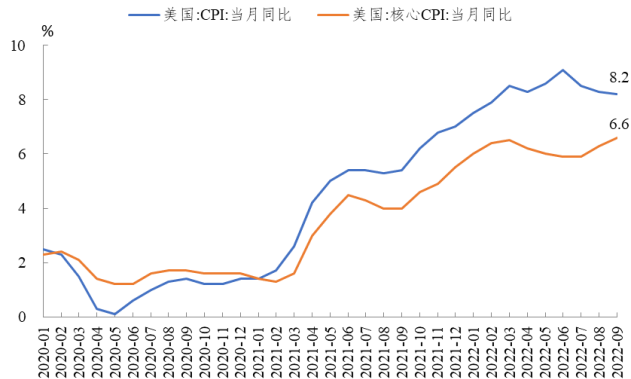
宏观形势研判



国内外经济、流动性概述

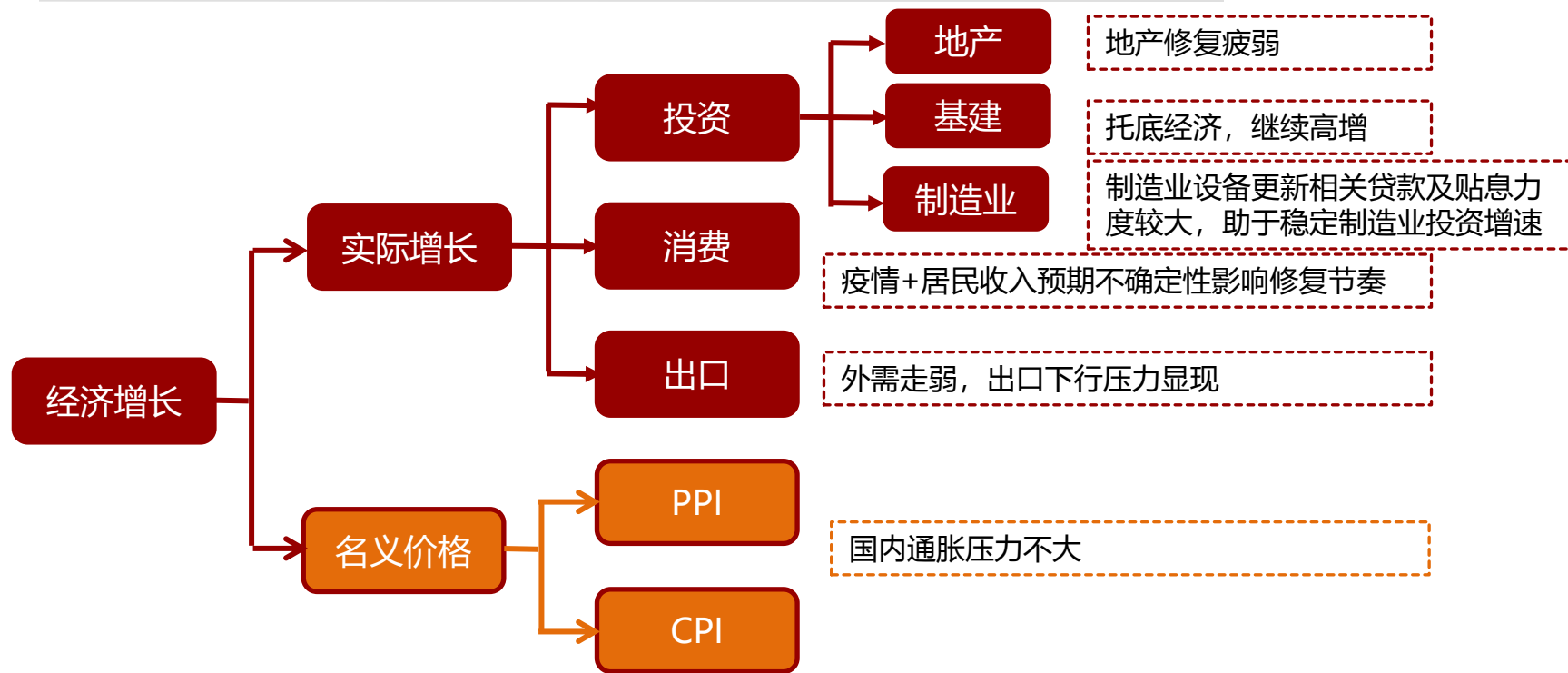
- **海外经济：**近期,国际货币基金组织（IMF）最新预测显示，**2022年全球经济增长速度仅为3.2%**，2023年则放缓至2.9%或更低。IMF有关官员表示，占全球经济三分之一的国家预计将在今年或明年至少连续两个季度出现经济萎缩。全球经济正面临越来越大的衰退风险，其中发达国家衰退程度更大。
- **全球流动性：**货币收紧仍是趋势。高通胀下，全球多数央行已经进入了加息周期，根据世界银行的研究，这一次全球加息的同步性是50年未见的级别。
- **国内经济：**短期政策宽松中经济弱复苏。经济整体表现相对平稳，目前没有出现大的波动，财政政策和货币政策一直比较积极，基建持续保持较高增速。
- **国内流动性：**在宽信用打通前，流动性仍将保持宽裕，市场利率偏离政策利率或持续一段时间，短期资金面可能边际收敛，但是，资金面的波动只是从过松的现状回归到边际收敛而非主动收紧。

强美元或将延续



- 美国通胀粘性较高，货币紧缩预期上升，年内后续加息125bps概率较高，美债利率尚未见顶；叠加美强欧弱经济格局以及地缘政治风险使得避险需求上升，美元或将继续保持强势。

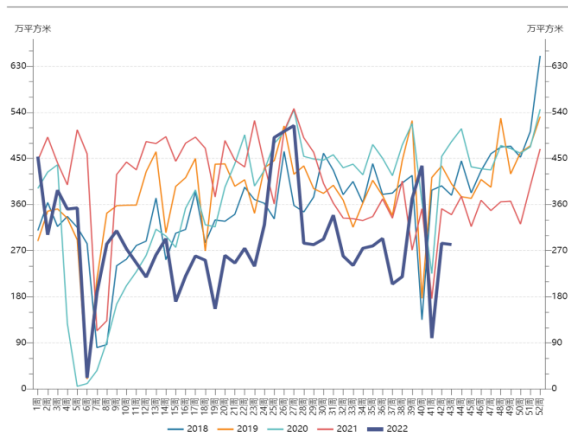
整体呈弱复苏格局



- 疫情反复、需求不足、信心不足等问题仍突出，稳增长压力人大。四季度国内宏观政策大概率仍会保持相对积极的基调，以加力巩固当前经济恢复发展的基础。

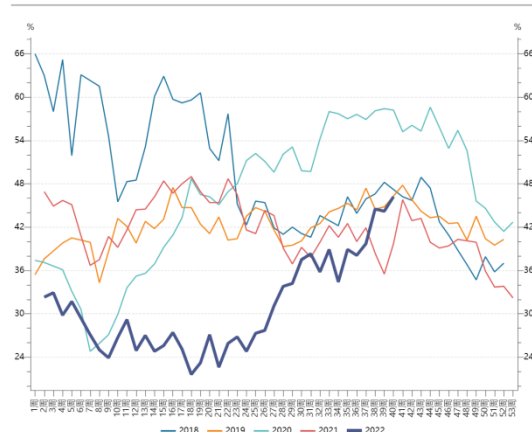
地产疲弱，基建高增

- 楼市调控再度放松，主要包括三方面：一是央行、银保监会阶段性放宽部分城市首套房贷利率下限；二是央行决定下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点；三是财政部发布居民换购住房相关的个人所得税优惠政策。
- 10月以来30大中城市商品房成交仍在走弱，后续，房地产政策宽松仍有望进一步加码。



数据来源：Wind

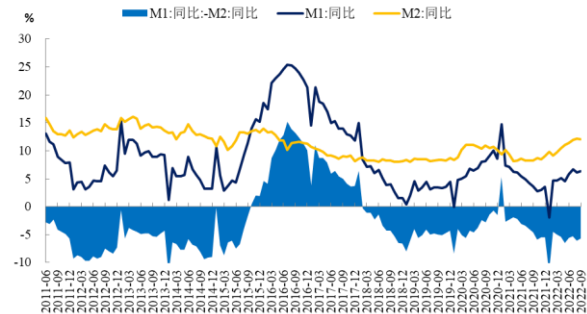
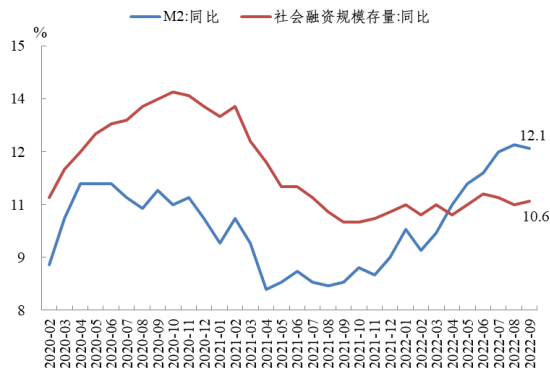
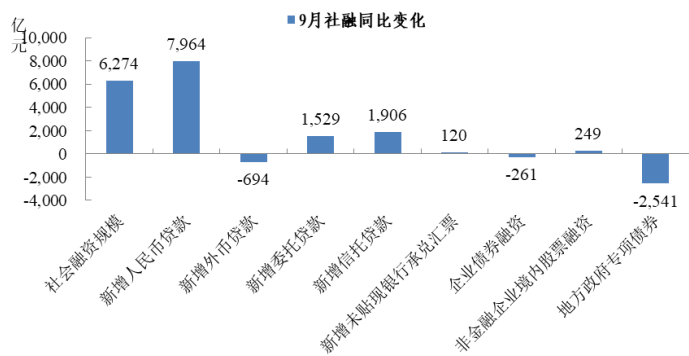
- 9月，建筑业升至高位景气区间。建筑业商务活动指数为60.2%，高于上月3.7个百分点，其中，土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，是近4个月高点。表明近期出台的盘活专项债、政策性金融工具等政策措施进一步推动基础设施建设项目落地，建筑业生产活动扩张加快。
- 沥青开工率等高频指标指向基建投资或进一步回暖。



数据来源：Wind

政府托底社融超预期回暖，政府加杠杆+居民降杠杆

- 9月社会融资规模增量为3.53万亿元，同比多增6274亿元。信贷贡献多增7964亿元，是最核心贡献项目。其次非标融资多增3555亿元，两者均与政策性金融工具的投放有关。政府加杠杆由政府债券切换为表内信贷。
- “社融-M2”剪刀差倒挂小幅收窄，流动性循环仍未明显改善；“M1-M2”剪刀差走扩至-6.1%，依然维持在低位，货币活化度偏弱。9月虽然M1回升0.3个百分点至6.4%，两者剪刀差有所收敛（结束了连续近半年来持续扩大的趋势），但背后或许与前期财政集中发债，大量资金囤积在企业活期账上尚未使用有关。
- 本轮社融企稳主要依靠基建相关信贷拉动，实体的内生融资需求仍偏弱，宽信用尚不稳固。



2

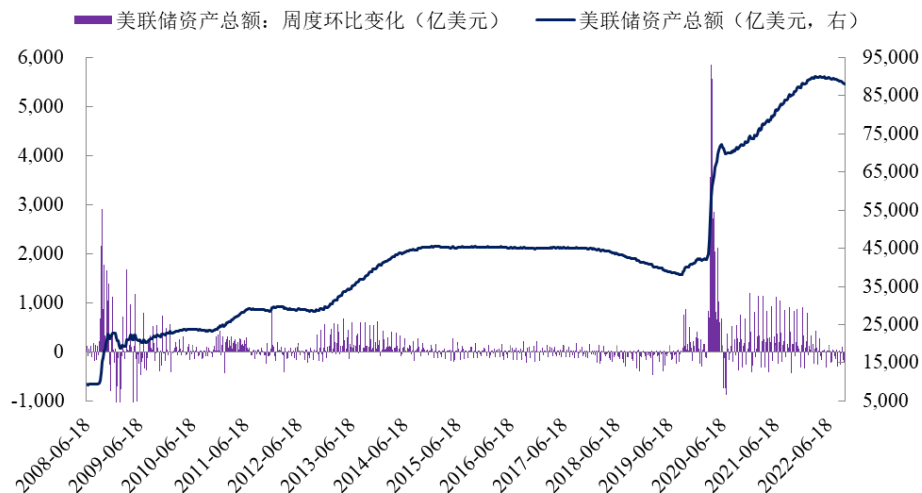


PART

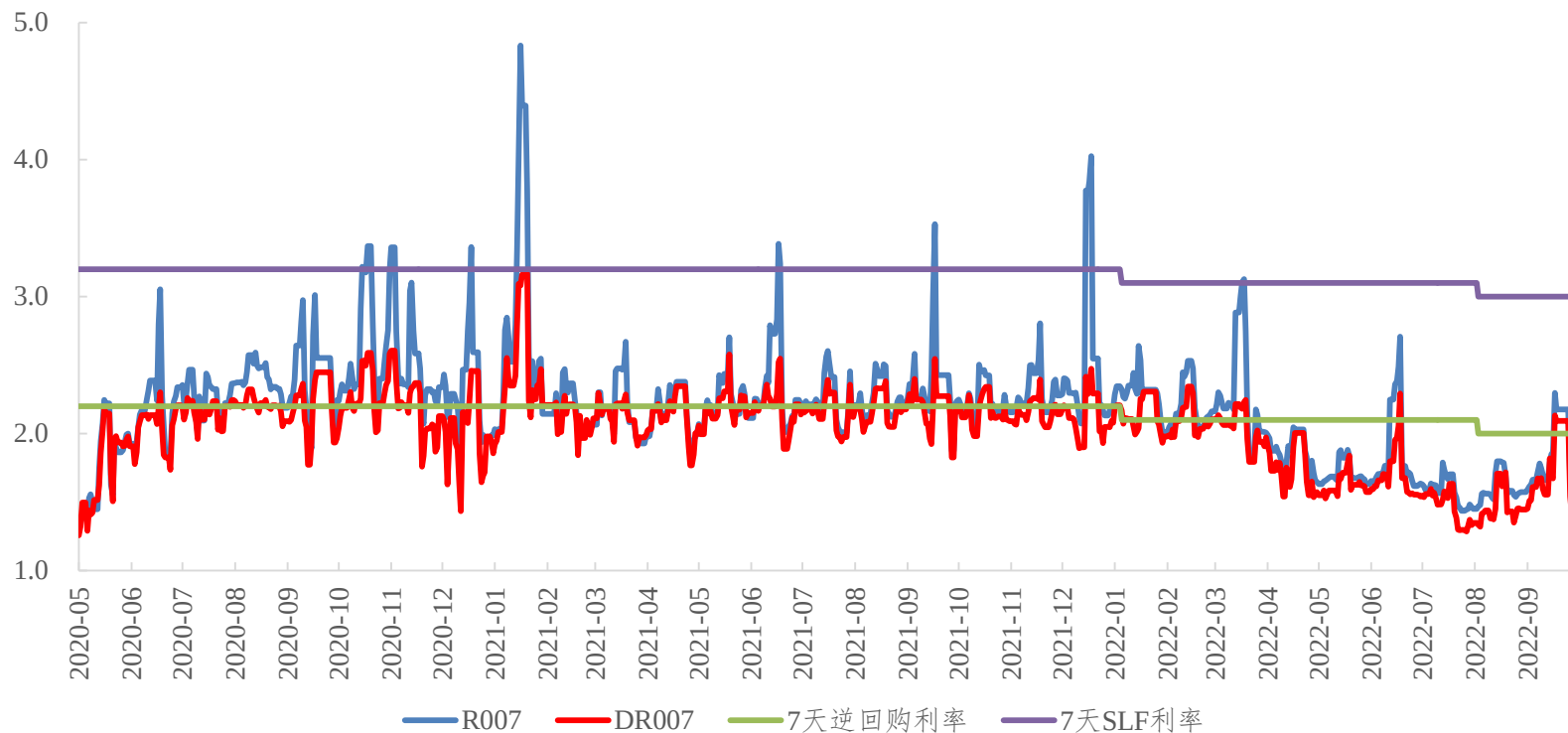
流动性动态监测



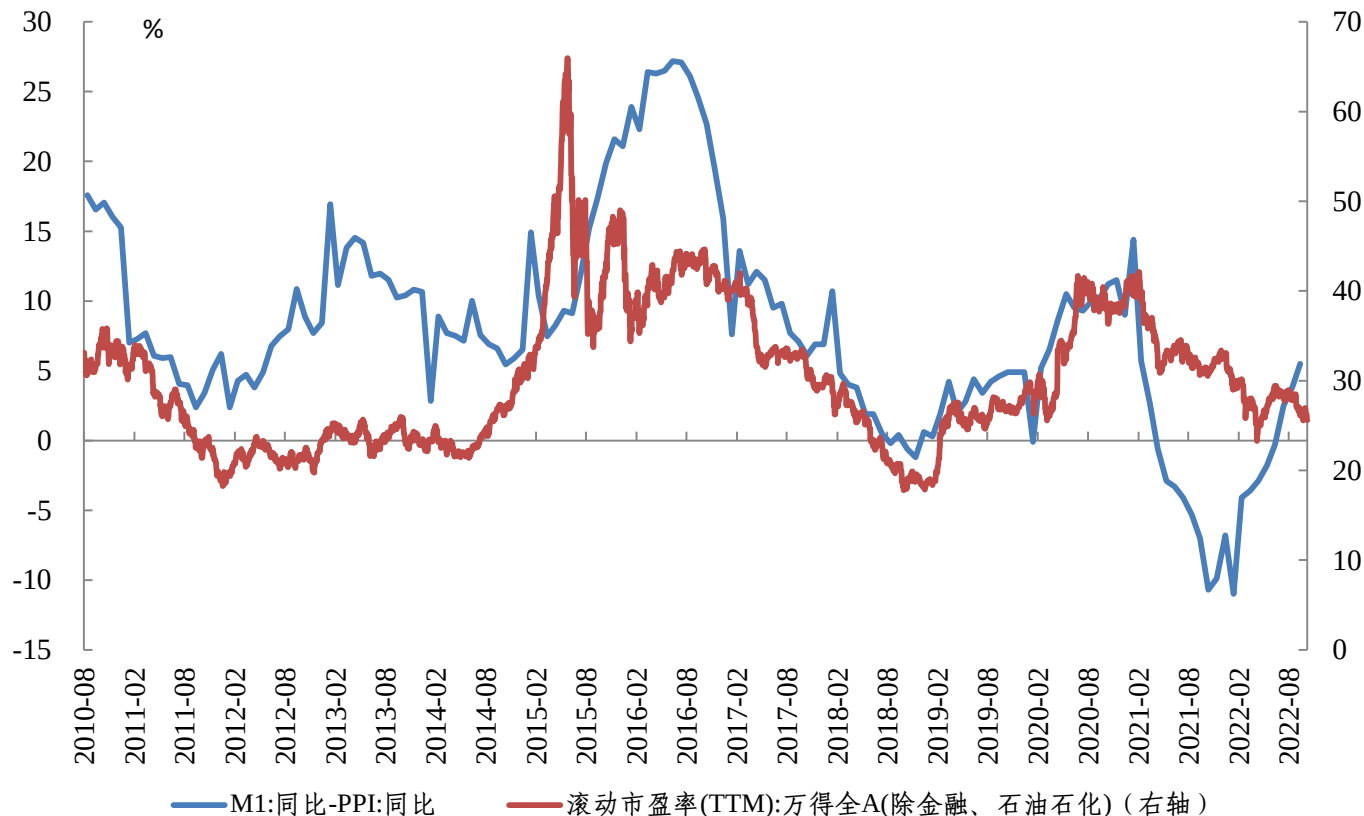
海外流动性：趋势性收紧



国内银行间流动性：流动性淤积

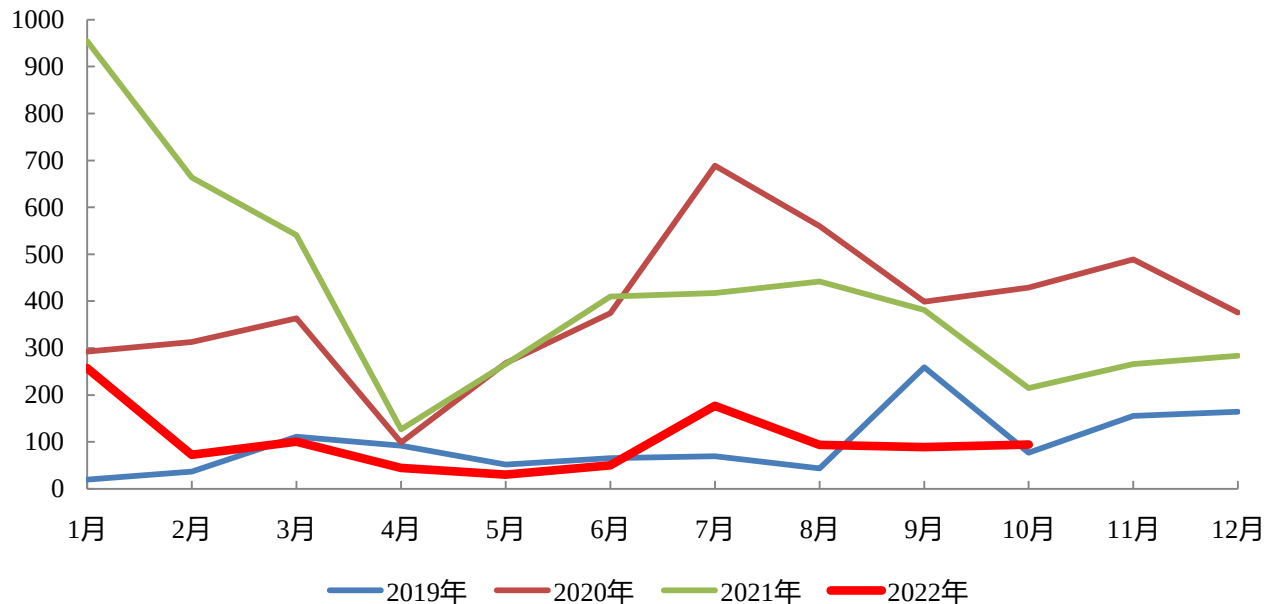


资本市场剩余流动性：不缺流动性，缺信心



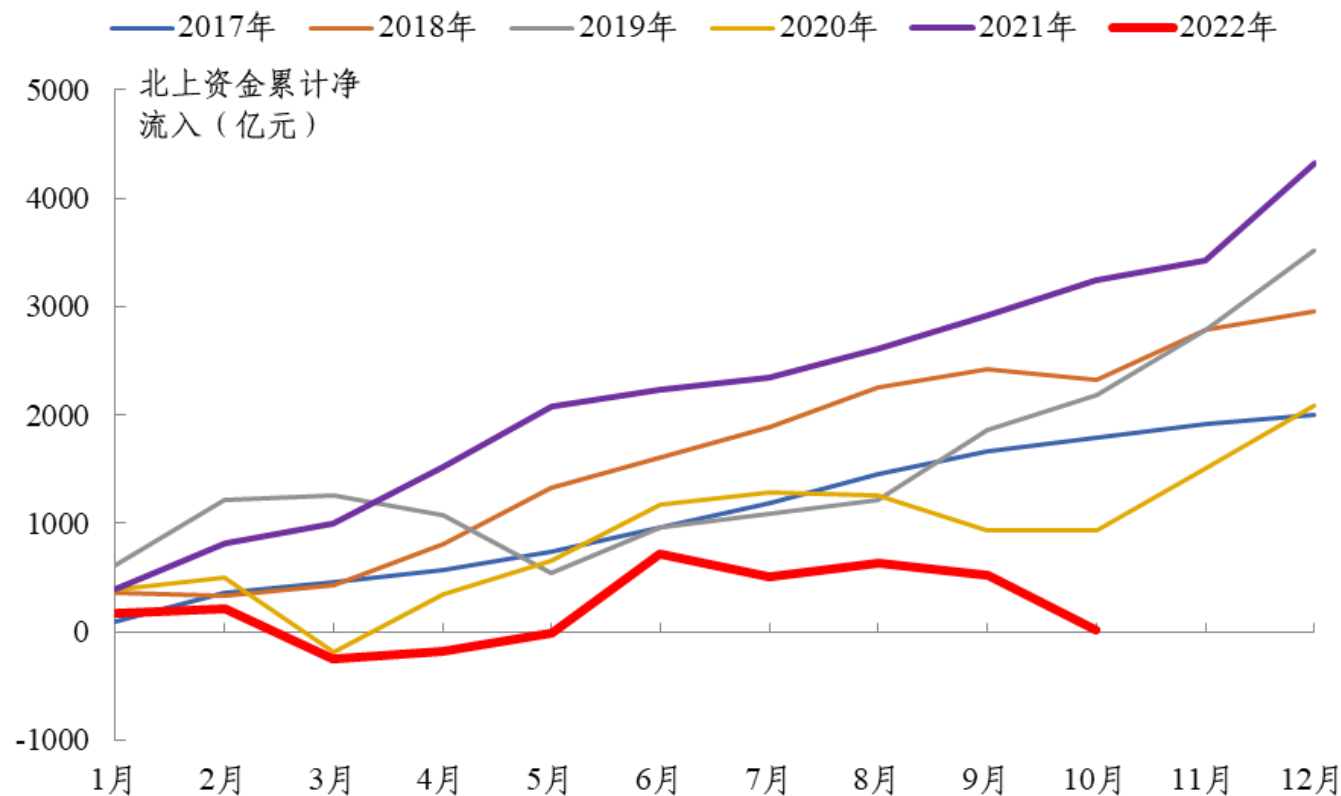
股市流动性一：偏股公募基金发行明显低于过去两年

新成立偏股公募基金每月周平均发行量（亿份）



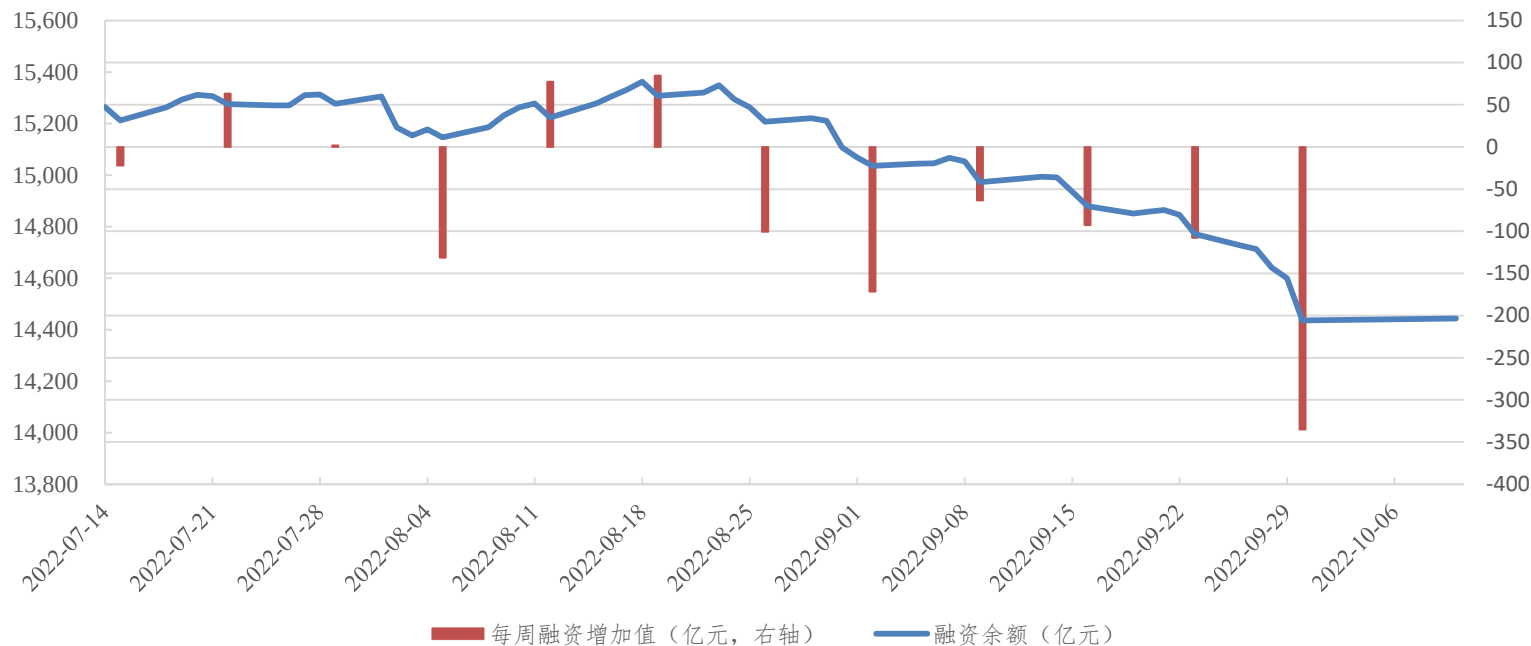
□ 股票市场仍缺乏赚钱效应，基金销售持续低迷，市场仍以存量博弈为主。

股市流动性二：近期北上资金持续净流出



股市流动性三：融资余额继续回落

最近融资余额14436亿元，较6月底减少661亿元



3



PART

2022年四季度资产配置观点及逻辑框架

资产配置依据：强美元+国内经济弱复苏，社融弱企稳

重要指标	三季度运行态势	后续展望
美元指数	截至2022年9月30日，收于112.2	短期继续保持强势。美国较欧洲在货币政策差异与经济格局上仍有优势，但优势有所减弱
十年期美债收益率（%）	截至2022年9月30日，收于3.83%	通胀粘性较高，货币紧缩预期上升，年内后续加息125bps概率较高，美债利率尚未见顶
GDP	GDP→PPI↓，宏观经济周期处于弱复苏场景	延续弱复苏格局
PPI		
社融/M2	货币政策处于“弱信用+宽货币”政策组合	流动性仍保持呵护，社融弱企稳（政府加杠杆，居民降杠杆）
DR007		
股权风险溢价率	股票性价比更高	
风险事件	疫情不确定、地产销售不及预期、中美关系超预期恶化、美联储鹰派超预期、美国经济衰退超预期等	

FED模型——股债风险溢价率

- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高出无风险收益率多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。当前股票性价比更高。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



资产配置观点：先稳后进

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	等待信心恢复，先稳后进	标配	标配+
	港股	底部震荡	标配	标配
	美股	延续调整	标配-	标配
债券	利率债	短期仍有机会，中长期偏震荡	标配	标配
	信用债	仍看好城投债，注意尾部风险	标配	标配
商品	大宗商品	工业品偏弱，农产品偏强	标配	标配
	原油	有支撑	标配	标配-
	黄金	短期承压，中长期存在上行空间	标配	标配+

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

权益市场：A股或在筑底过程中孕育结构性机会

- ❑ **A股：**当前A股市场在估值、股债相对吸引力方面处于非常有吸引力的位置，市场进一步下跌空间可能比较有限，不用过于恐慌。目前市场最大的问题是缺乏信心，信心何时恢复尚不明朗，需耐心等待。二十大指明未来经济发展方向，国家安全、自主可控等相关板块可能成为资本市场重点支持领域，主要涉及半导体、计算机、信创和军工等板块，部分估值性价比较高的公司或值得关注。
- ❑ **港股：**底部震荡。短期美元流动性收紧，而A股资金外溢效应减弱，资金面对于港股偏空；从盈利面看，彭博对恒指2022年盈利预测仍在下调，当前盈利增速已下调至-5.8%，而随着对2022年盈利增速的下调，对2023年盈利增速也在上调，至14.4%。但在内需预期转好假设下，短期极端定价有望修复，四季度呈现底部震荡。
- ❑ **美股：**或延续调整。在盈利周期+货币周期双重收缩压力下，美股下跌压力仍存。

债券市场：短期仍有机会，上下波动空间有限

- ❑ **利率债：**国内经济延续弱复苏，实体经济融资需求偏弱背景下央行可能不具备主动收紧的基础，资金面大概率将维持宽松，资金利率或较长一段时间内低于政策利率水平，“基本面偏弱+流动性维持宽松”的逻辑对债市有支撑，短期仍可适度保持乐观，把握回调后买入的机会。
- ❑ **信用债：**大基建及财政的背景下，持续对城投资产持乐观态度，但收益率及性价比较低。考虑到疫情防控对财政及税收的影响，弱资质区域城投需谨慎参与，需注意尾部风险。8月24日媒体报道兰州城投非标违约负面信息，29日兰州城投定向融资工具出现“准技术性违约”。8月以来城投期限利差已有所压缩，但仍处于相对较高的历史分位数，信用评级高、流动性好的城投适当拉长久期，票息叠加骑乘收益或是相对较好的投资策略。地产债方面，对部分回暖的国企主体可持续关注，若有对应资金可考虑折价参与。

商品市场:工业品偏弱，农产品偏强

- ❑ **大宗商品：**近期美元指数走强压制大宗商品表现，同时全球经济下行压力加大，国内外需求均面临走弱预期，工业品做多的机会有限。而农产品天气炒作期来临，高温、干旱减产预期下，叠加猪周期处于上行阶段，或仍维持高位震荡略偏强。
- ❑ **原油：**有支撑。供给方面，OPEC+做出200万桶减产；需求方面，随着发达经济体于2022年下半年集中放开疫情防控，以及冬季能源需求季节性上升，四季度油价仍有支撑。
- ❑ **贵金属：**美联储进一步加息、美元走强等因素可能使黄金价格短期承压。后续，随着经济衰退风险上行，避险情绪下金价在中长期存在上行空间。

免责声明

- 本报告由中建投信托股份有限公司（以下简称“本公司”）资本市场业务总部投研团队撰写发布，仅代表公司资本市场业务总部投研团队的观点和立场。
- 报告中的相关信息来源于本公司认可的已公开资料或其他信息，但本公司对该类信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告仅为报告出具日的观点、评估及预测，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。
- 在不同时期，公司投研团队可能发布与本报告观点不一致的研究报告。
- 本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的建议。
- 本报告版权仅为本公司所有。
- 本文数据来源：Wind，中建投信托。

An aerial photograph of a city skyline, likely Chicago, featuring numerous skyscrapers and a body of water in the distance. A large, semi-transparent silhouette of a person's head is overlaid on the left side of the image. A red rectangular border frames the central text area.

THANKS!