

## 聚焦稳增长 权益市场吸引力提升

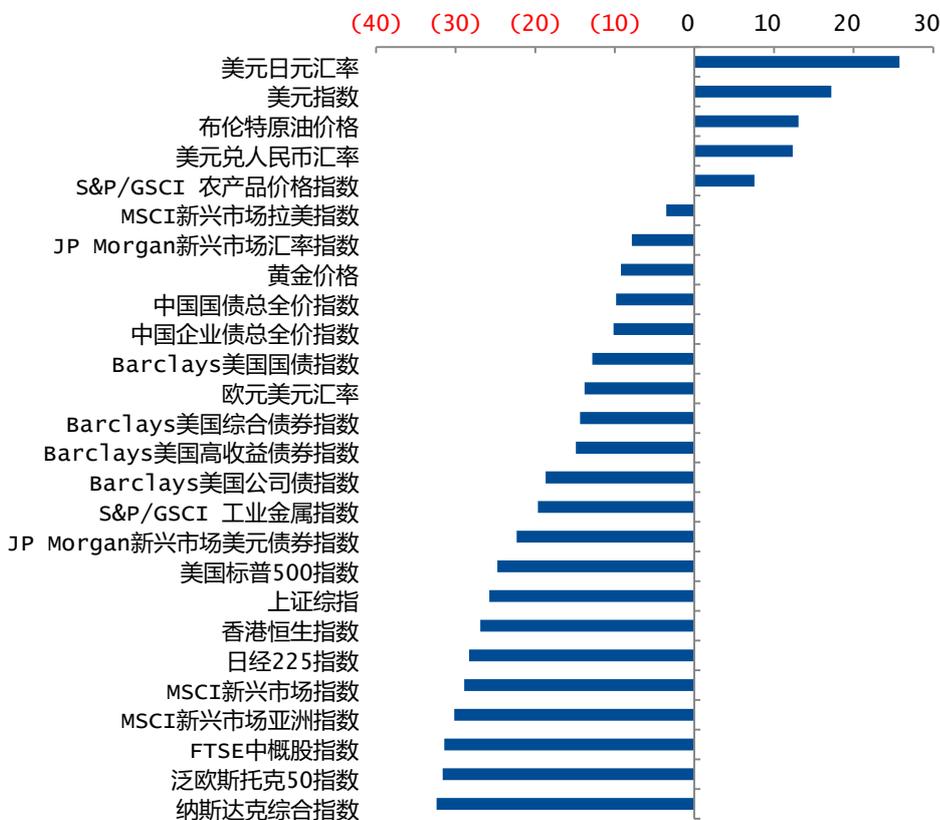
文/东方红资产管理 权益研究团队

### 一、 行情回顾

#### 1. 大类资产表现回顾

今年以来，美元一枝独秀，非美经济体股债汇三杀。截至 9 月 30 日，今年全球大类资产表现排序为：美元指数>原油>农产品>黄金>债券>工业金属>股票。美元一枝独秀导致非美货币承压；权益方面，发达市场普遍下挫，美股较高点回撤 23%，欧洲和新兴市场跌幅更大；大宗品表现分化，原油和农产品较强，但在 6 月中旬衰退交易开始主导以后，大宗品集体下跌。

年初至今大类资产涨跌幅 (%)，美元计价



数据来源：Bloomberg，东方红资产管理，数据截至 2022 年 9 月 30 日

2022年初以来涨跌幅, %

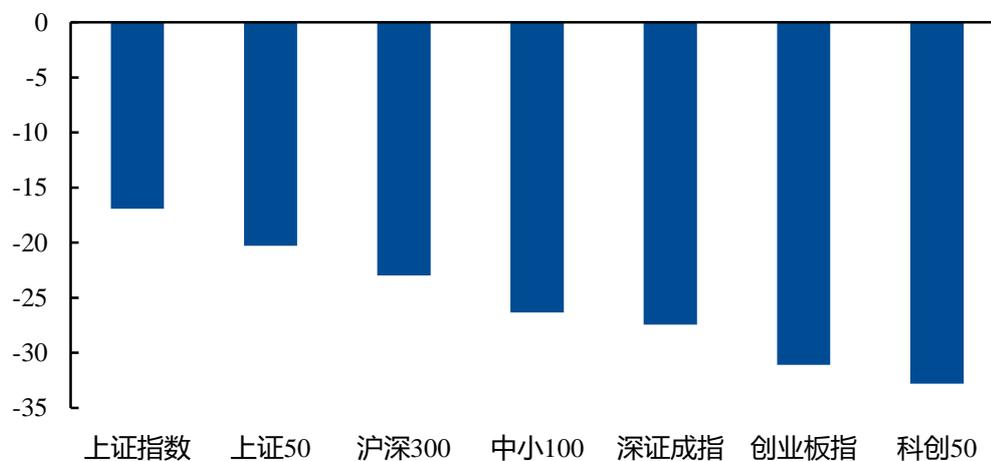


数据来源: Bloomberg, 东方红资产管理, 数据截至 2022 年 9 月 30 日

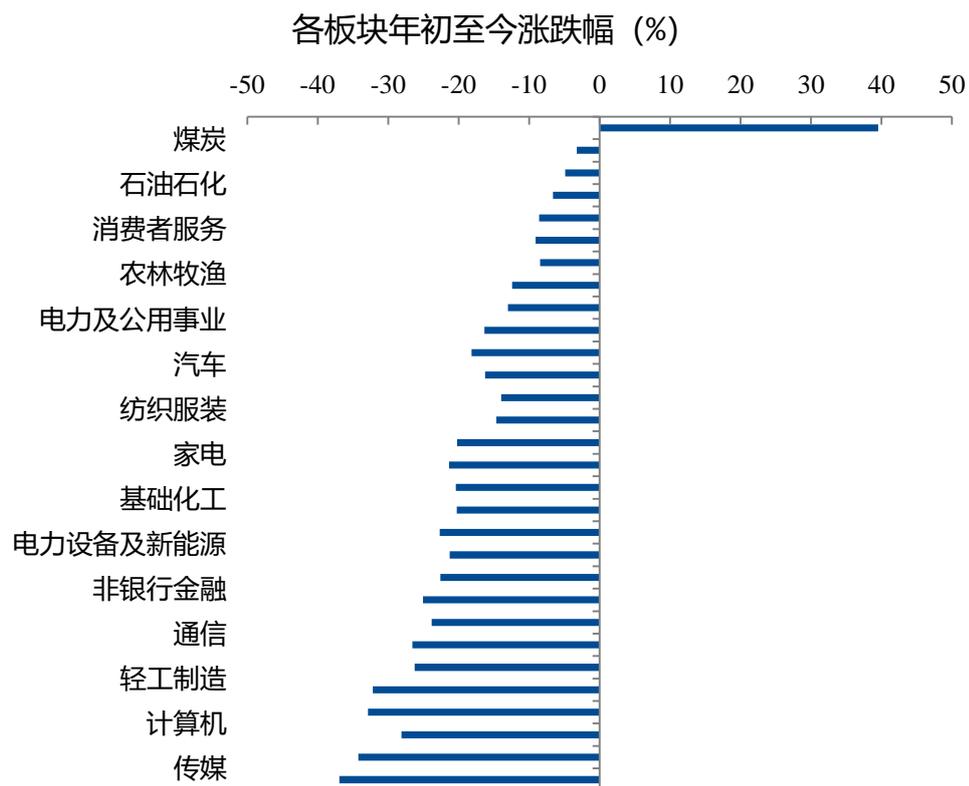
## 2. A 股市场表现回顾

截至 9 月 30 日, A 股市场整体下跌, 主要指数均呈回落态势。具体来看, 年初至今, 上证指数下跌 16.9%、上证 50 下跌 20.3%, 沪深 300 下跌 23%、创业板指下跌 31.1%。行业方面, 仅煤炭 (+39.5%) 上涨, 电子 (-36.9%)、传媒 (-34.2%)、医药 (-28.1%) 领跌。

各指数年初至今涨跌幅 (%)



数据来源: Wind, 东方红资产管理, 数据截至 2022 年 9 月 30 日



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 9 月 30 日

第一阶段：1-4 月，海内外多重利空因素影响下，A 股市场震荡下跌。海外方面，欧美央行紧缩预期持续升温，俄乌冲突下通胀升温，进一步推升海外紧缩预期；国内方面，一季度经济下行压力仍然较大，加之 3 月开始的新一轮疫情对国内基本面产生了较大冲击，人民币也一度快速贬值。

第二阶段：5-6 月，随着“稳增长”力度加大、国内疫情逐步好转，A 股市场迎来底部回升。一方面，3 月后不断加码的“稳增长，促消费”政策提振了市场信心；另一方面，5 月起国内疫情逐渐好转，经济数据也呈修复态势，叠加宽松的国内流动性环境，支撑 A 股持续回升。

第三阶段：7 月至今，市场对于全球经济下行的担忧再度升温，A 股市场震荡再度加剧。一方面，国内地产下行压力仍然较大、消费复苏较为缓慢、“高温限电”再现等因素的冲击下，经济复苏态势整体偏缓；另一方面，在俄乌冲突、欧洲能源危机的背景下，美元指数持续刷新 20 年

新高，美债十年期利率逼近 4%，非美经济体遭遇股债汇三杀，显著拖累 A 股市场表现。



数据来源: Wind, 东方红资产管理, 数据截至 2022 年 9 月 30 日

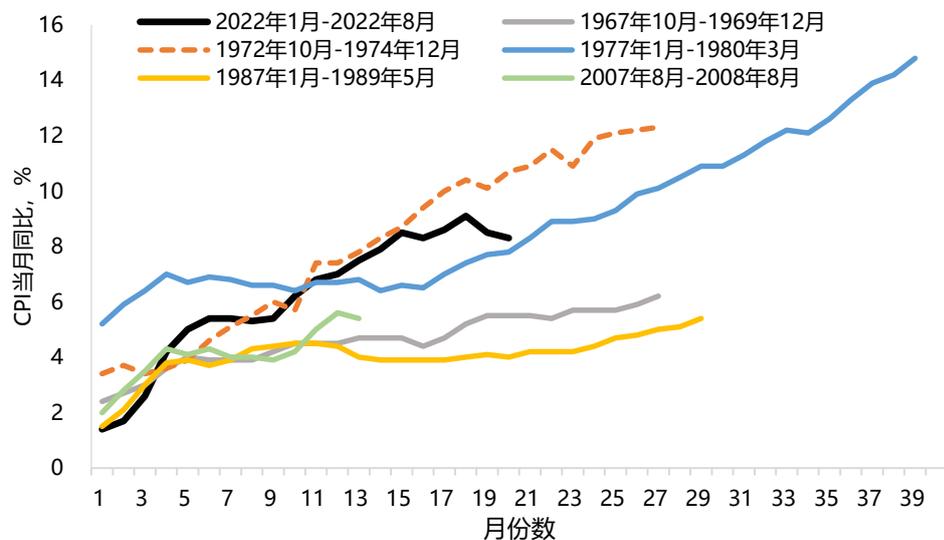
## 二、宏观经济展望

### 1. 海外通胀压力居高不下

本轮通胀的上行幅度和速度堪比 1970 年代。与 1970 年代相似，既有需求端的放水刺激，同时面临能源危机、粮食危机等外生冲击。

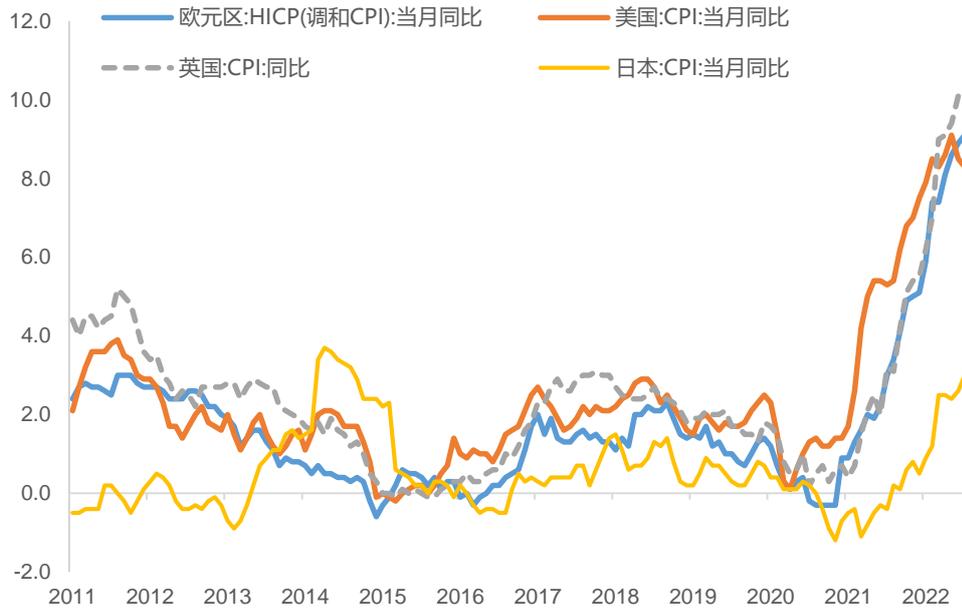
受俄乌冲突的影响，本轮通胀的扩散范围更广。除了美国通胀位于近 40 年以来高位，欧元区和英国的 CPI 都攀升至有记录以来的最高水平，连日本的通胀压力也在积聚，显著增加政策压力。

历史上多轮美国通胀上行期CPI同比变化



数据来源: Wind, 东方红资产管理, 数据截至 2022 年 8 月

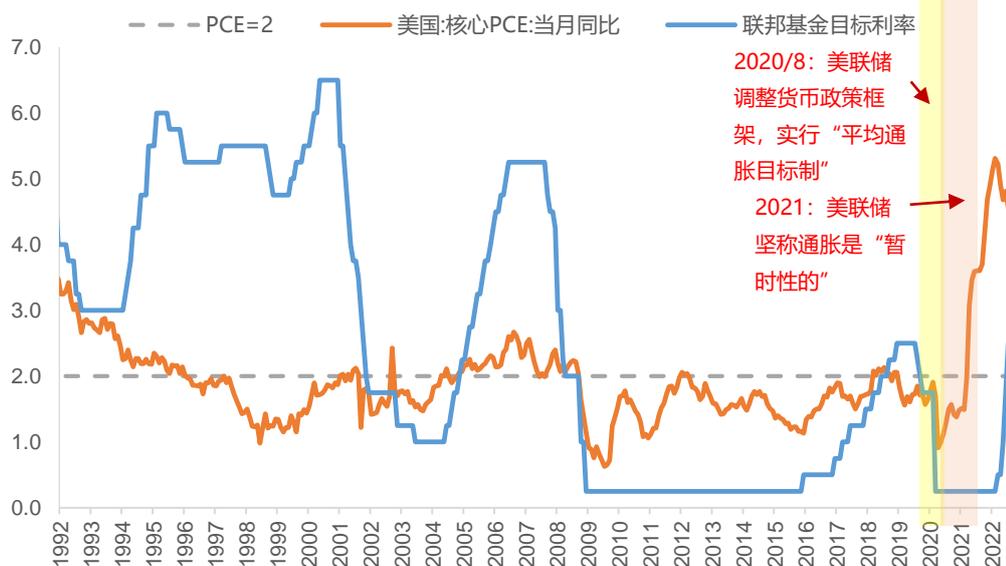
## 主要发达国家的通胀都创下新高



数据来源: Wind, 东方红资产管理, 数据截至 2022 年 8 月

通胀压力下, 美欧央行不得不“追赶式紧缩”。由于政策严重“落后于曲线”, 美联储不得不快速地、持续地加息, 直到通胀压力缓解, 并不惜以牺牲经济为代价。欧央行在 Jackson Hole 会议上也表现出坚定抗击通胀的态度。

## 本轮美联储加息严重滞后于通胀



数据来源: Wind, 东方红资产管理

利率上行背景下，2020 年以来的经济复苏逻辑被破坏。政府支出、地产投资是 2020 年以来发达经济体的两大经济驱动力。利率快速上行，使得发达经济体债务压力上升，限制政府加杠杆的空间，同时推升抵押贷款利率，拖累地产投资。

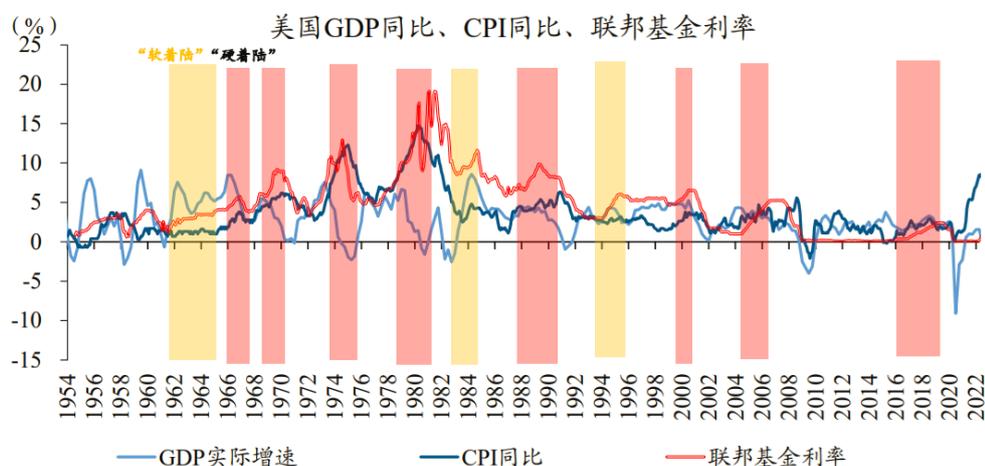
衰退或成为治理通胀的代价。“赶作业”式政策紧缩很可能导致美国经济陷入衰退，软着陆“非常具有挑战性”。历史上控制超过 4%以上通胀的紧缩政策都带来了经济的硬着陆，当前 CPI 超过 8%，为治理当前通胀，经济出现衰退可能性很大。

### 多项指标指向美国衰退风险逐步增加

衰退预警信号：越红色，衰退风险越大							
	2s10s美债利差, %	经济领先指标	持续失业救济金申请, 千人	初次失业救济金申请, 千人	新建单位许可数量, 千间	新屋销售量, 千间	新屋开工量, 千间
05/2021	1.5	4.6	-2303	-1634	205	99	200
06/2021	1.3	3.9	-1962	-966	235	125	141
07/2021	1.1	2.8	-1680	-1331	241	113	232
08/2021	1.1	2.0	-1471	-885	124	153	229
09/2021	1.1	1.8	-1364	-768	281	107	246
10/2021	1.2	1.3	-1078	-829	198	168	242
11/2021	1.1	0.6	-768	-316	167	83	99
12/2021	0.8	0.1	-539	-175	0	0	37
01/2022	0.8	0.9	-450	-426	-55	-8	139
02/2022	0.5	0.0	-340	-68	-39	-49	28
03/2022	0.2	-0.1	-225	0	-17	-132	89
04/2022	0.2	-0.6	-84	210	-73	-220	0
05/2022	0.3	-1.1	0	116	-201	-209	-243
06/2022	0.1	-2.3	16	215	-200	-254	-206
07/2022	-0.1	-2.8	68	514	-211	-328	-359

数据来源：Wind，东方红资产管理

### 美国近 11 次经济着陆中，硬着陆和软着陆分别为 8 次、3 次

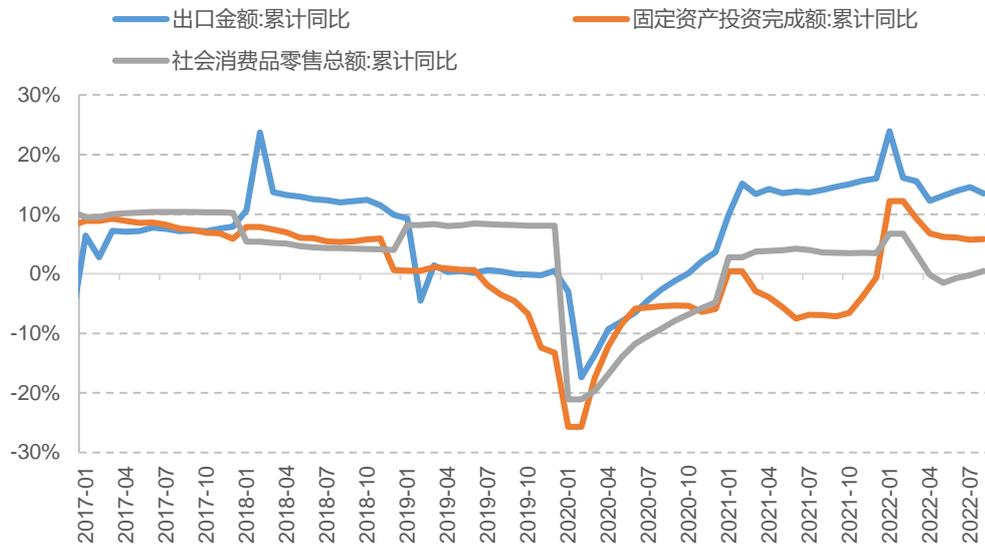


数据来源：Wind，东方红资产管理

## 2. 国内宏观政策有望更加积极

中国出口回落风险上升，将倒逼政策对冲。三架马车中，出口是经济增长的主要支撑。但8月美元口径出口增速已回落至个位数，在去年高基数和当前环比压力下，2020年疫情后中国出口的超级周期或告一段落，当前出口拐点或已出现。中国出口同比增速将逐步放缓，Q4或降至5%以下。往前看，内需对经济驱动重要性更加凸显。出口下行压力加大意味着国内政策必须有所改变，疫情后修复和地产恢复效果是关键。

### 三架马车中出口明显好于投资和消费



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至2022年8月

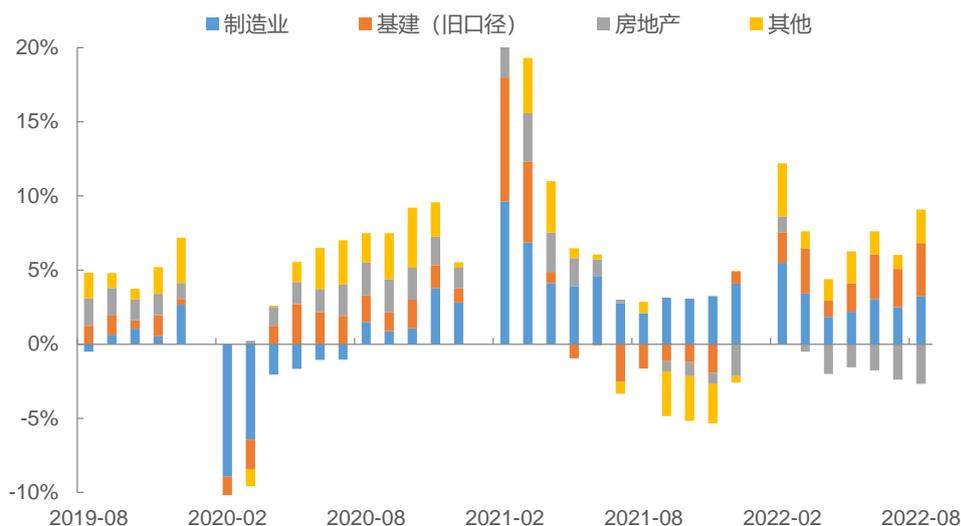
### 中国出口同比增速或将逐步放缓



数据来源：Wind，东方红资产管理

投资方面，主要表现为基建强、地产弱，尚需政策托底信心。基建投资或维持高增速，考虑到年底之前尚有专项债存量规模、叠加政策性开发性金融工具助力形成实物工作量，基建的韧性有望在 Q4 延续。但市场对地产行业的悲观预期尚未明显扭转，地产销售依然疲弱，地产部门仍需政策托底信心。

对固定资产投资单月同比的拉动



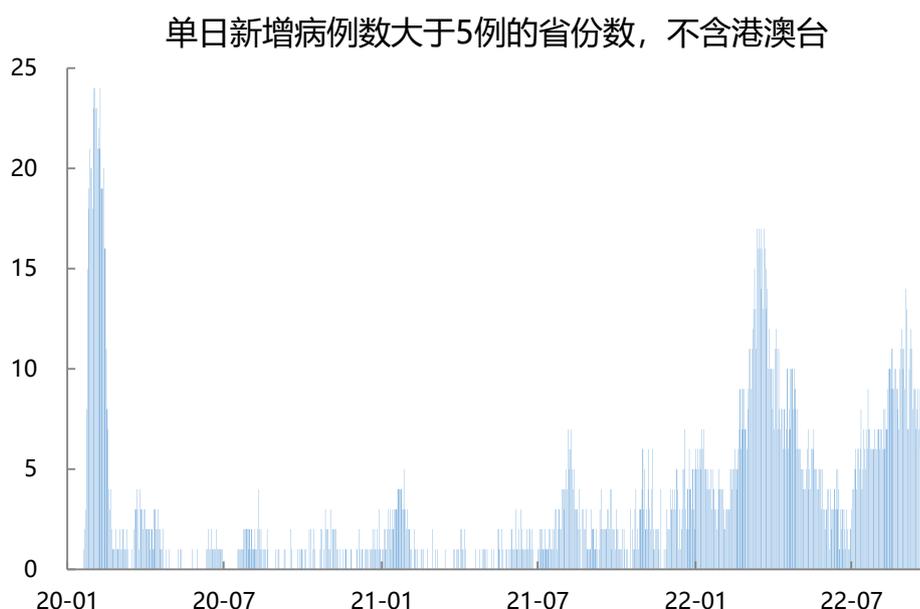
数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 8 月

受地产销售疲弱影响，地产投资负增长持续扩大

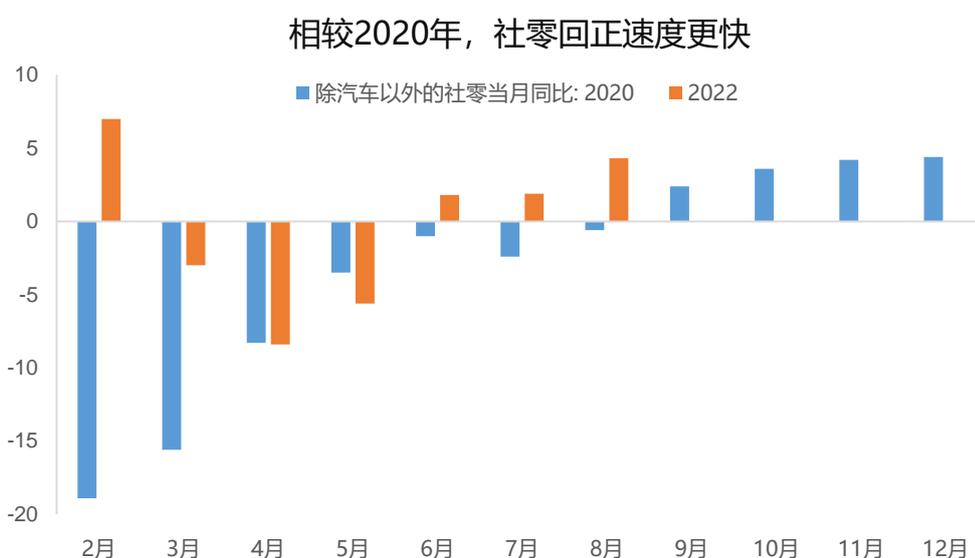


数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 8 月

消费端，疫情仍是制约消费的核心因素。6月底第9版疫情防控优化，但7月以来国内疫情多点散发，城际活动情况出现下降，对于消费产生了较大的影响。随着防疫政策持续优化，通过常态化核酸检测，兼容经济增长与动态清零目标的新模式，四季度疫情有望得到控制，那么疫情对消费的约束可能边际缓解。

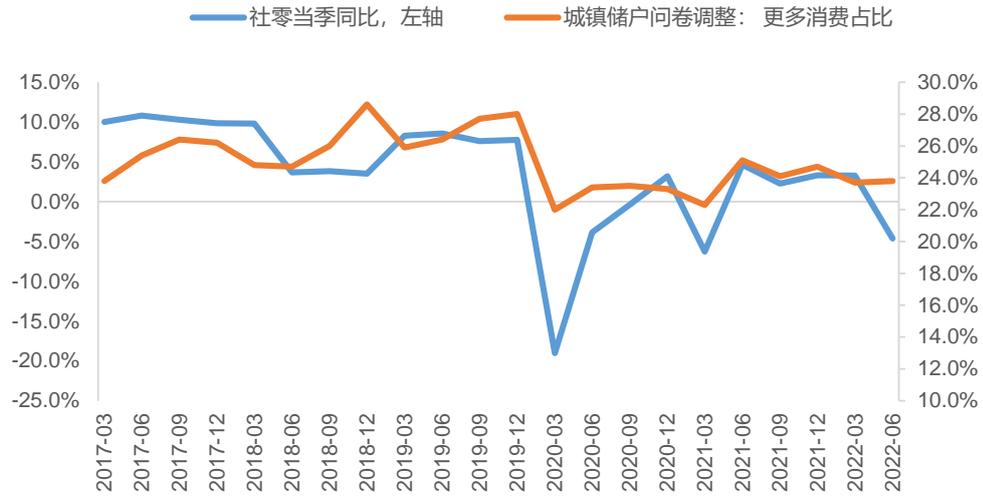


数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至2022年9月30日



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至2022年8月

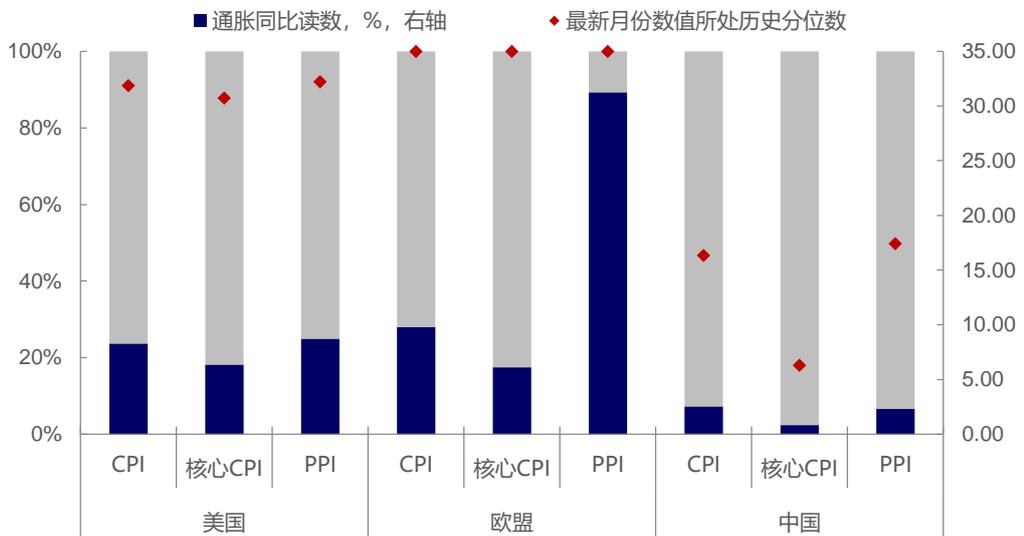
## 相较2020年，居民消费意愿更稳定



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 6 月

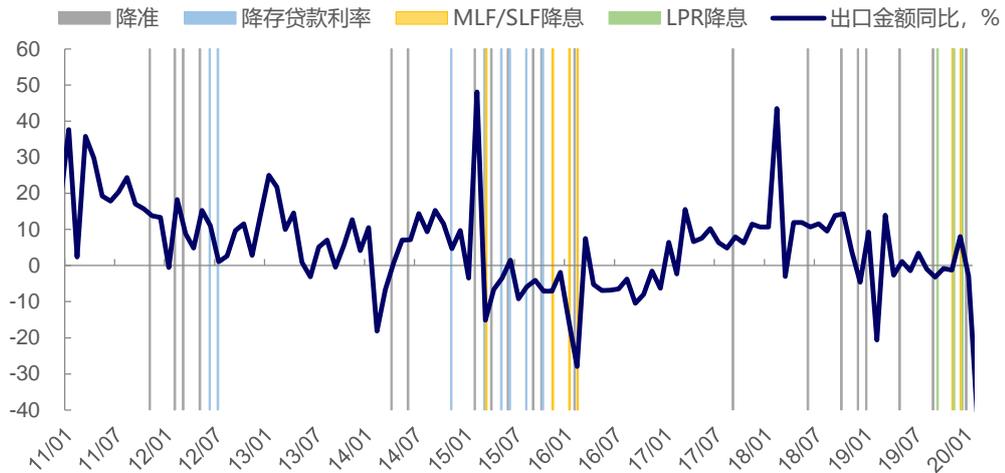
政策端，当前中国通胀不高，汇率贬值压力可控，政策空间依然大。当前通胀低位提供了政策空间，从通胀压力来看，中国 CPI（尤其核心 CPI）同比增速仍处于低位水平，明显低于欧美发达国家及主要的新兴国家，大概率不会对政策宽松形成掣肘。汇率贬值也并非政策宽松的制约因素。本轮贬值的主要原因并非国内降息，而是美元指数持续走强和中国经济短期增长的问题。如果通过降息而实现宽信用，经济预期出现好转，反而有利于人民币汇率。

## 中美欧通胀情况对比



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 8 月

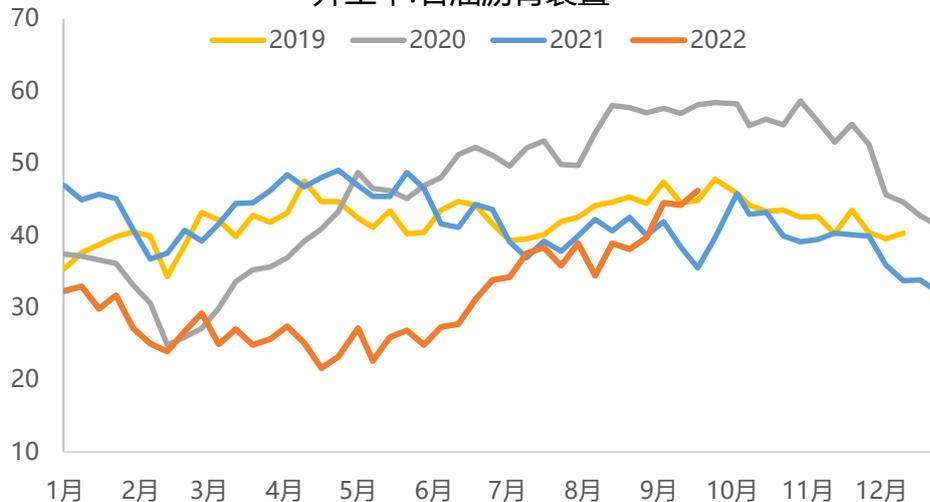
### 历史经验来看，出口下行时往往对应着货币政策的宽松



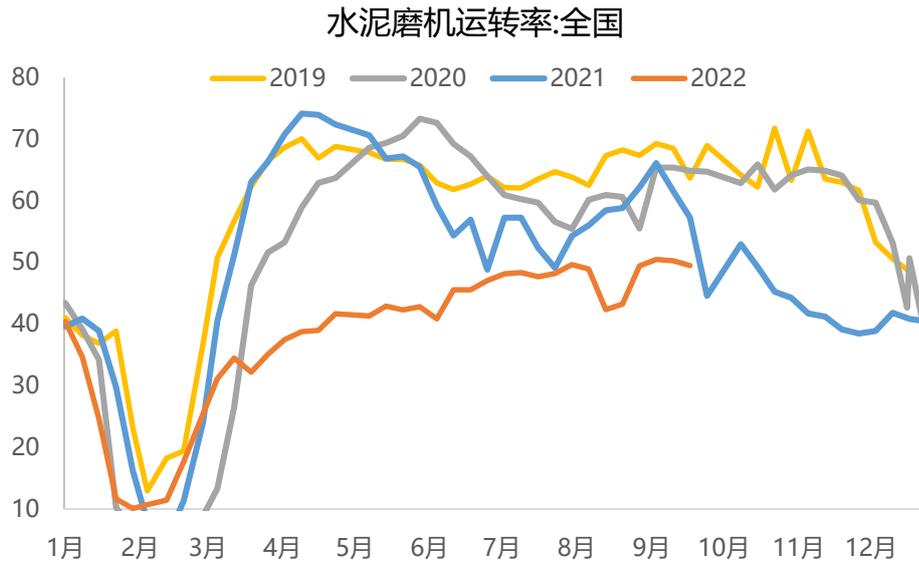
数据来源：Wind，东方红资产管理

此外，高层对经济的政策诉求或进一步上升。中国经济成为全球经济的主要增长点，有助于实现国内、国际的战略目标。随着美、欧陷入通胀困局，2022年8月中国出口增速下台阶，中国“稳增长压力较小的窗口期”已经结束，“内循环”将成为重心。9月16日，习近平总书记在上合组织发表讲话，提出“中国将为世界经济企稳复苏提供强大动能，为各国提供更广阔的市场机会”。8月15日以来，多次重要会议（5次国常会、3次专题会议）的主题均为稳增长，这是非常罕见的。后期对经济增长的诉求可能进一步上升。

### 开工率:石油沥青装置



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至2022年9月30日



数据来源: Wind, 东方红资产管理, 数据截至 2022 年 9 月 30 日

### 三、 市场研判

市场方面, 无论从 A 股盈利变化、市场估值水平, 还是从大类资产配置的角度, 未来市场或迎来企稳回升。

A 股一轮完整的盈利周期大致为 3-3.5 年, 当前, 企业盈利高点回落的过程至今接近尾声, 下半年在去年盈利基数逐步回落的背景下, 有望迎来盈利增速边际上行。



数据来源: Wind, 东方红资产管理。历史数据仅供展示, 不代表未来表现。

相对而言，股债天平或逐步向股票倾斜。从大类资产对比角度来看，股票相对于债券的吸引力提升，历史经验显示，沪深 300 风险溢价达到均值以上两倍标准差附近往往对应中期底部区域。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 9 月 30 日

盈利方面，A 股企业盈利三四季度有望环比改善。当前经济已经在二季度接近底部，下半年方向是环比改善，考虑到去年基数偏低，在中性的盈利环比预测下，2022 全年非金融净利润有望实现高个位数甚至低双位数的增长。

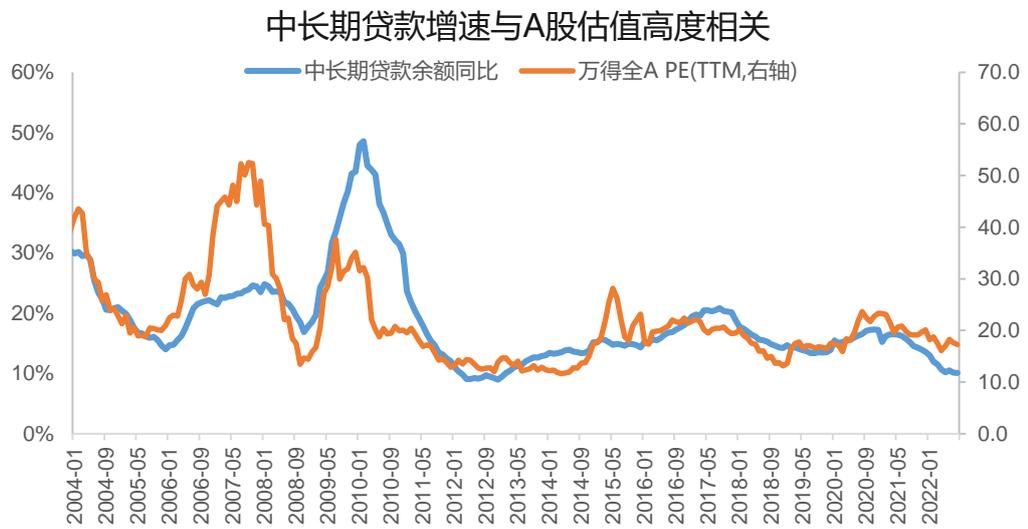
### 中性环比预测下，今年全年 A 股非金融盈利增速有望回归两位数增长

A 股剔除金融预测	单季环比增速			累计同比增速			前两个季度占比推 22 年 A 股非金融增速	
	22Q2 (A)	22Q3 (E)	22Q4 (E)	22Q2 (A)	22Q3 (E)	2022 年累计 (E)	22Q2 累计占比 (E)	2022 全年累计 (E)
1. 悲观情形	14.7%	-20%	-60%	1.5%	3.1%	3.6%	64%	-1.2%
2. 中性情形		-16%	-55%		6.8%	10.1%	60%	10.1%
3. 乐观情形		-10%	-50%		9.1%	14.3%	58%	14.3%
历史环比季节规律	Q3 环比 Q2			Q4 环比 Q3			历史 Q2 净利润占全年比重-参考值	
历史均值/中值	-2% / -3%			-30% / -17%			Q2 占比均值/中值	
08 / 12 / 18 年参考	-20% / -7% / -3%			-106% / 12% / -62%			08 / 12 / 18 年参考	

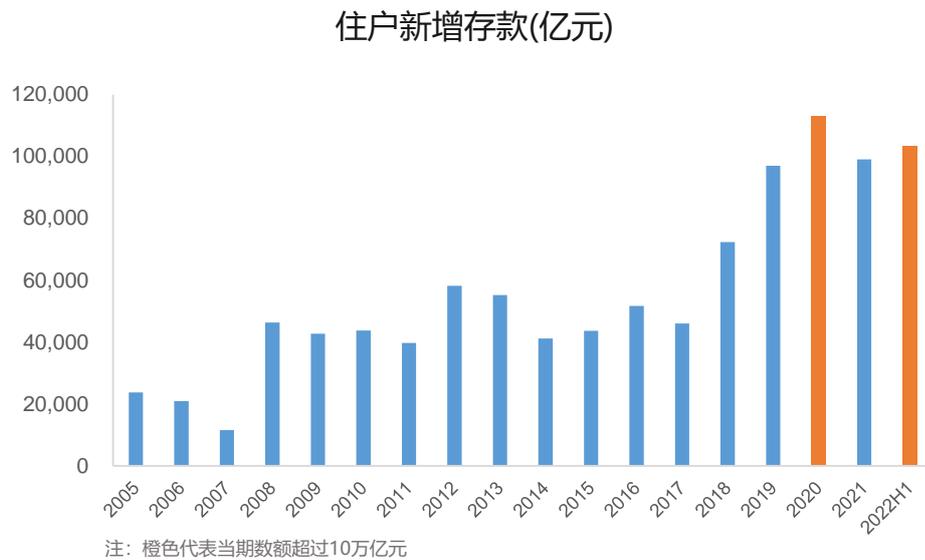
数据来源：Wind，东方红资产管理

估值方面，A股整体估值有望企稳回升。企业中长期贷款增速决定了A股整体估值中枢方向。从8月信贷数据来看，新增企业中长期贷款同比已有改善，叠加政策性开发性金融工具、以及对设备更新再贷款的支持，多措并举下，未来可关注企业中长期融资能否持续改善。

此外，无风险利率下调，利好市场整体估值。在理财产品向净值化转型后，特别是2022年以来部分理财产品收益率“破净”后，存款产品成为大多数居民真正意义上的“无风险利率”，近期存款利率下调或将促进资金由储蓄向消费和投资端转化。

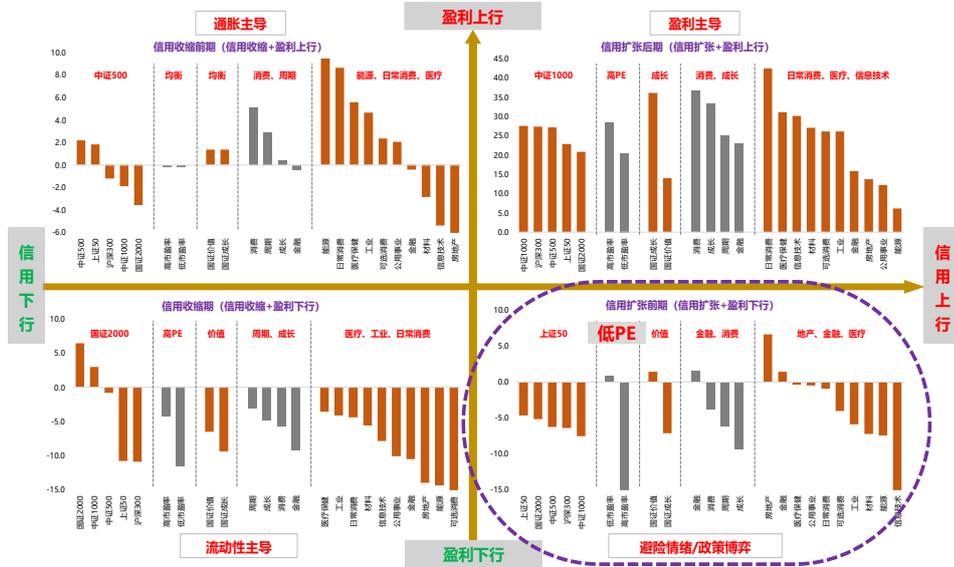


数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至2022年8月



数据来源：Wind，东方红资产管理

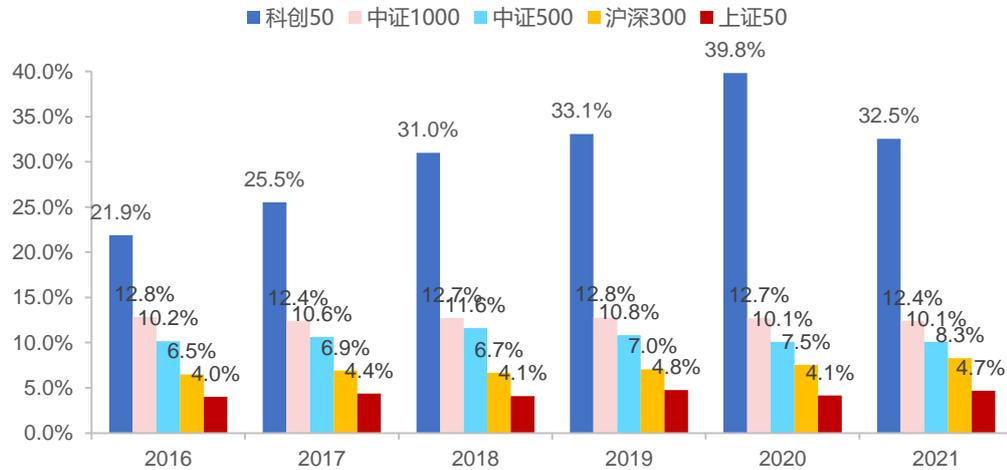
总结来看，基于历史估值分析，当前市场已非常接近于中期底部。今年整体上处于信用扩张前期和企业盈利下行的第四象限，避险情绪和政策博弈主导指数普跌，5-6月在信贷超预期下短暂出现复苏预期，但8-9月又回到第四象限。随着信用扩张，明年有望逐步从第四象限走向第一象限，今年Q4是过渡期，资产价格可能提前反应。



数据来源：Wind，东方红资产管理

风格上，大小盘、成长价值之间进入再平衡阶段。根据2021年底数据，主要指数海外业务收入占比从高到低排列为：科创50 (32.5%) > 中证1000 (12.4%) > 中证500 (10.1%) > 沪深300 (8.3%) > 上证50 (4.7%)。基于外需和出口下滑的宏观前提假设，大盘价值风格或更为占优。

### 主要宽基指数的海外收入占比对比

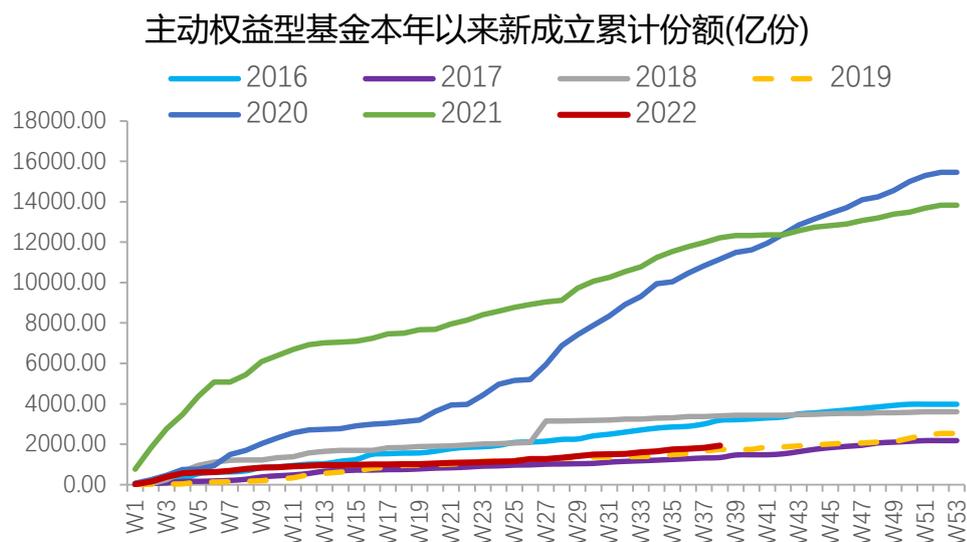


数据来源：Wind，东方红资产管理

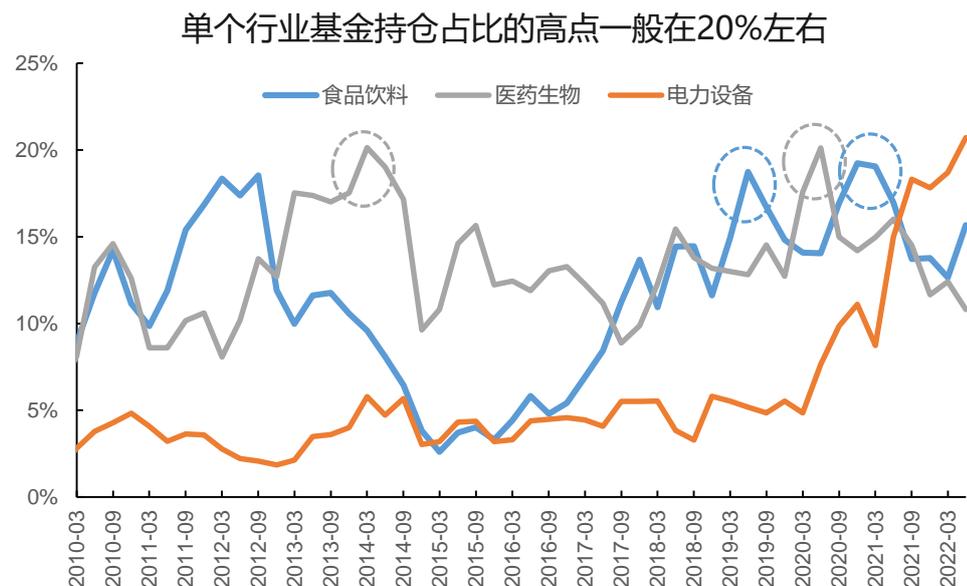
## 四、 风险与不确定性

### 1. 存量资金博弈下，注意拥挤度

今年以来，公募基金发行明显放缓，截至 2022 年第 38 周仅新发 1934 亿份左右，远少于 2020 年的 1.1 万亿和 2021 年的 1.2 万亿，缺乏增量资金导致市场呈现存量博弈的特征，行业轮动可能加快。参考历史经验，20%可能是单个行业基金持仓占比的上限。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年第 38 周



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 6 月。历史数据仅供展示，不代表未来表现。

除了有增量资金的年份，  
基金持仓比例高点往往对应阶段性股价高点



数据来源：Wind，东方红资产管理。历史数据仅供展示，不代表未来表现。

## 2. 美股和美债的扰动风险

欧美经济衰退预期下，美股可能暂时难以摆脱熊市区间。从过去 50 年 NBER 定义的衰退期来看，美股往往早于衰退开始下跌，在衰退后期提前见底反弹。在最终“以衰退换通胀”越来越成为基准情形之下，美股在将步入衰退时大概率仍有一波调整。参考 60 年代以来历次衰退情形下美股市场的表现，当前市场的调整幅度和时间可能还不够充分。

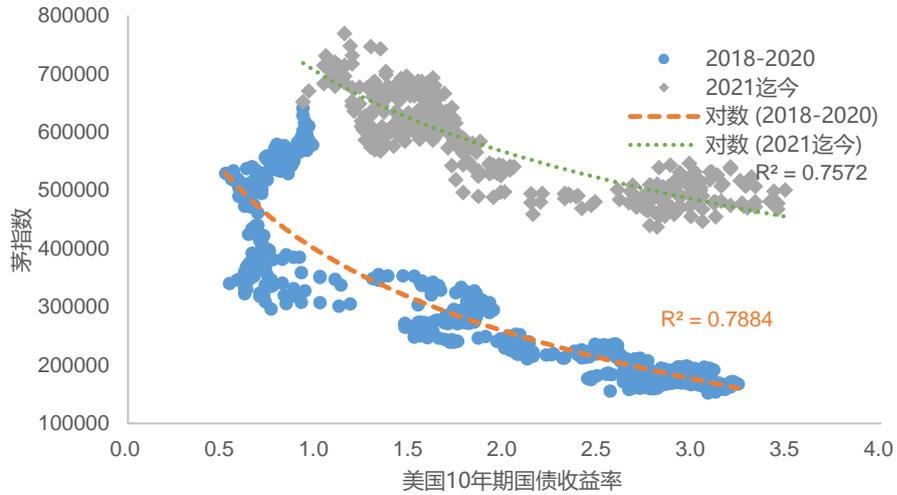
对 A 股而言，美债利率或影响“茅指数”估值。加息终点上修驱动美债利率阶段性攀升，若上行速度或幅度超预期，可能对全球成长股的估值形成一定压力。

### 60年代以来美国历次衰退标普500调整幅度 (收盘价)



数据来源: Wind, 东方红资产管理

### 美债十年期利率与茅指数呈现一定负相关性



数据来源: Wind, 东方红资产管理

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。