

报告日期: 2022年09月27日

**分析师**

蒋飞 0755-83537175

Email:jiangfei@cgws.com

执业证书编号:S1070521080001

李相龙 0755-23820694

Email:lxlong@cgws.com

执业证书编号:S1070522040001

联系人(研究助理):

仝焱炜 0086-13680337457

Email:tongyaowei@cgws.com

从业证书编号: S1070122040023

联系人(研究助理):

贺昕煜 0086-13021212875

Email:hexinyu@cgws.com

从业证书编号: S1070122050027

**相关报告**

《九月大类资产配置月报》2022-08-29

《八月大类资产配置月报》2022-09-01

《七月大类资产配置月报》2022-07-01

《六月大类资产配置月报》2022-05-31

《五月大类资产配置月报》2022-04-29

# 十月大类资产配置月报

**要点**

- 国际经济方面, 四季度发达市场国家股市或将进入熊市第二阶段。美联储9月货币政策会议再度大幅加息75bp, 鲍威尔发表了更为“鹰派”的观点。欧央行10月或将至少加息75bp, 甚至有可能加息100bp。欧美经济或将于2023年衰退, 欧美市场熊市或刚刚开启。国内经济方面, 四季度是全年经济收官之战, 期待“二十大”释放更多政策利好, 稳定全国经济复苏局势。我国经济仍呈现弱复苏的局面, 我们跟踪的9月高频经济数据有所回落。国内经济仍面临外需回落、疫情反复、风险事件等不利因素, 复苏基础仍需稳固。
- 美元和黄金: 美元指数继续走强, 正迈向120大关。内因而言, 美国工资增速依然较高, 通胀居高不下, 美联储仍将继续大幅加息。外因而言, 欧洲贸易逆差创历史新高, 欧元疲软。美联储继续大幅加息, 黄金价格或将继续下行。
- 原油和铜: 四季度, 国际油价将在经济衰退、需求转弱的主导下继续回落。我们认为, 四季度布伦特原油期货价将跌破80美元/桶。美国原油库存9月继续增长, 油价仍将延续回落趋势, 但美国政府停止释放战略石油储备后, 油价回落可能稍有放缓。经济衰退背景下, 需求转弱引导铜价重回下行通道。随着美联储继续大幅加息后经济步入衰退, 信用利差继续扩大, 工业投资或将受到影响, 工业需求转弱, 促使铜价重回下行区间。
- 沪深300和十年期国债: 经济维持弱复苏局面, 难以支撑股市持续反弹。我们认为工业企业利润增速也仍在筑底, 暂未出现拐点, 因此股市从熊转牛的基础还未形成。不过, “二十大”可能出台的政策利好或许将导致出现一些反弹。稳汇率压力不会改变我国货币政策宽松的基调, 十年期国债利率仍将下行。只要国内经济需求, 货币政策仍有宽松空间。从领先指标来看, 社融-M2同比仍在下行, 说明年底前十年期国债收益率有可能继续创新低。
- 资产配置策略: 九月份长城证券大类资产配置指数从8月31日的136.23上涨至9月26日的151.21, 破150大关的同时创年内新高。十月大类资产配置策略将原油空单上调至15%, 沪铜空单上调至30%, 沪金空单上调至20%, 沪深300指数空单仓位下降至15%, 十年期国债多单上调至20%。

**风险提示:** 国内宏观经济政策不及预期; 美联储超预期加息; 国际大宗商品价格波动; 新冠疫情再次爆发。

## 目录

1. 全球经济周期.....	4
1.1 欧美熊市或刚刚开启.....	4
1.2 国内经济复苏仍需稳固.....	5
2. 大类资产走势分析.....	7
2.1 美元与黄金.....	7
2.2 原油和铜.....	9
2.3 沪深 300 和十年期国债.....	10
3. 长城证券大类资产配置指数.....	12
3.1 上月回顾.....	12
3.2 下月策略.....	13
风险提示.....	13

## 图表目录

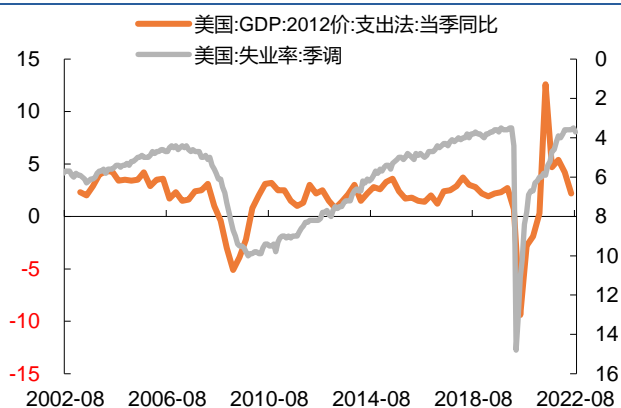
图 1: 美国经济增长与失业率 .....	4
图 2: 美联储预测经济增长率 .....	4
图 3: 欧元区经济增长 .....	4
图 4: 欧央行预测经济增长率 .....	4
图 5: 美股 .....	5
图 3: 8 月经济弱复苏 .....	5
图 4: 9 月长城证券 GDP 跟踪指数回落 .....	5
图 8: 出口或将转弱 .....	6
图 9: 基建仍将维持高增态势 .....	6
图 10: 美元指数 .....	7
图 11: 美元与工资 .....	8
图 12: 欧元贬值、美元走强 .....	8
图 13: 欧洲贸易逆差扩大、欧元疲软 .....	8
图 14: 黄金价格与国债实际收益率 .....	8
图 15: 国际油价回落 .....	9
图 16: 油价与库存 .....	10
图 17: 美国战略石油储备 .....	10
图 18: 企业债利差与铜价 .....	10
图 19: 股市与 PMI 指数 .....	11
图 20: 股市与工业企业利润 .....	11
图 21: 社融-M2 同比领先十年期国债收益率 .....	11
图 22: 长城证券大类资产配置指数 .....	12
表 1: 大类资产配置分项涨跌 .....	12
表 2: 长城证券大类资产配置策略 .....	13

# 1. 全球经济周期

## 1.1 欧美熊市或刚刚开启

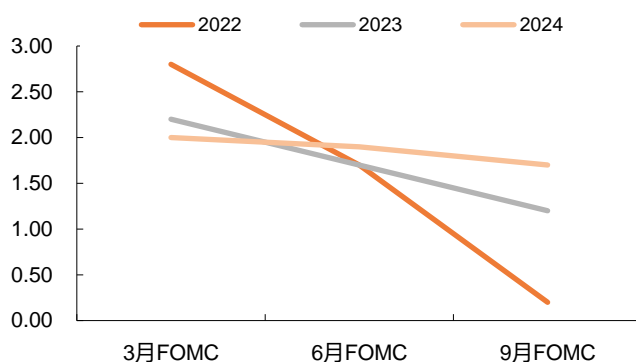
美联储9月货币政策会议再度大幅加息75bp，鲍威尔发表了更为“鹰派”的观点，同时打消了市场对2023年降息的幻想。从经济预测来看，美联储几乎默认了美国经济即将衰退的事实，美联储将2022年经济增长从6月预测的1.7%大幅下调至0.2%，2023年和2024年也分别下调至1.2%和1.7%，表明对美国经济的悲观态度。而且，美联储预测2022年和2023年失业率分别为3.8%和4.4%，历史上，美国失业率大幅上升的时候，经济都难逃衰退。

图 1: 美国经济增长与失业率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 2: 美联储预测经济增长率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

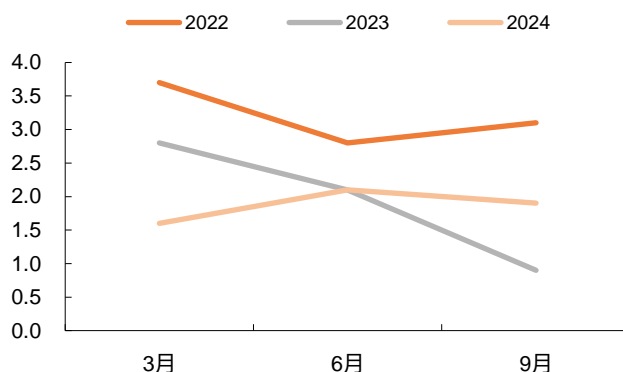
欧央行10月或将至少加息75bp，甚至有可能加息100bp。欧央行不仅面对着高通胀问题，也需要处理欧元贬值问题。在美联储大幅加息75bp后，欧央行为了稳定汇率需要保持同步的加息节奏。而现在的全球经济形势下，大幅加息势必会导致经济衰退。在9月最新的欧央行经济预测中，2022年实际GDP增长率为3.1%，2023年显著放缓至0.9%，2024年反弹至1.9%。随着欧央行继续加息、俄乌冲突可能恶化、天然气供应短缺等不利因素影响，欧洲经济衰退可能比预想的更为严峻。

图 3: 欧元区经济增长



资料来源: IFIND、长城证券研究院

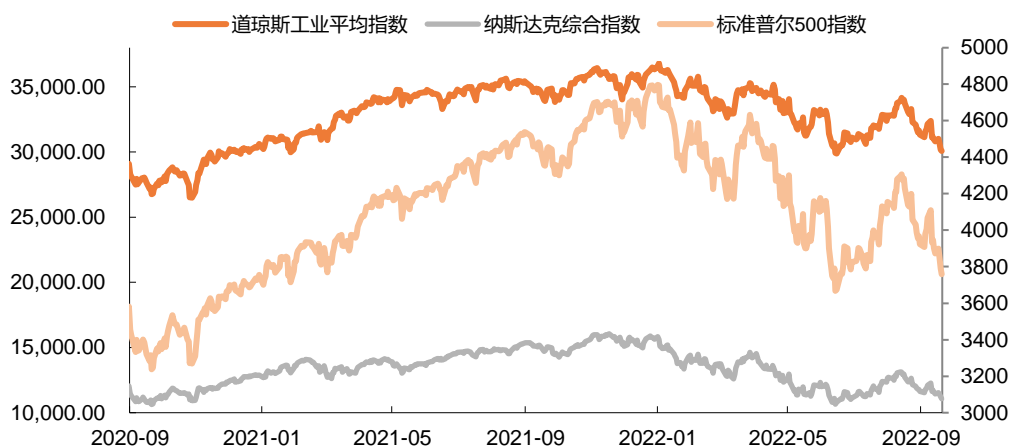
图 4: 欧央行预测经济增长率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

**四季度发达市场股市或将进入熊市第二阶段。**在《发达市场熊市或刚开启》的专题报告中，我们将美股走势分为三个阶段。第一阶段，今年以来美联储持续收紧货币政策，股市持续下跌，只有在美联储7月会议后鲍威尔讲话表现出加息态度不够坚决强硬、扰乱市场预期时，美股才出现了一波熊市反弹。第二阶段或在四季度，随着欧美不断加息，劳动力市场收缩，失业率出现一定程度回升，工业生产量进一步下降，经济显露衰退迹象，股市继续回调。第三阶段或在明年，美国经济衰退，甚至可能爆发经济危机，美股或将大幅度调整。

图 5: 美股



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

## 1.2 国内经济复苏仍需稳固

我国经济仍呈现弱复苏的局面，9月经济数据有所回落。6月过后，随着上半年疫情逐渐好转，财政货币政策不断加码，经济持续复苏。8月社会消费品零售总额同比 5.4%，较7月大幅回升，消费刺激政策呈现一定效果。8月规模以上工业增加值同比 4.2%，较7月回升 0.4 个百分点，三季度工增值同比或将明显优于二季度。根据长城证券 GDP 跟踪指数，8月 GDP 增速或将在 5.4%左右，比7月上升 0.8 个百分点。但9月份跟踪指数不断回落，截至9月第三周已经回落到 4.2%。

图 6: 8月经济弱复苏

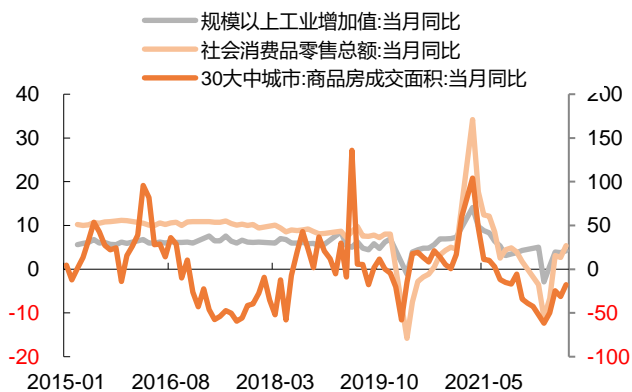


图 7: 9月长城证券 GDP 跟踪指数回落

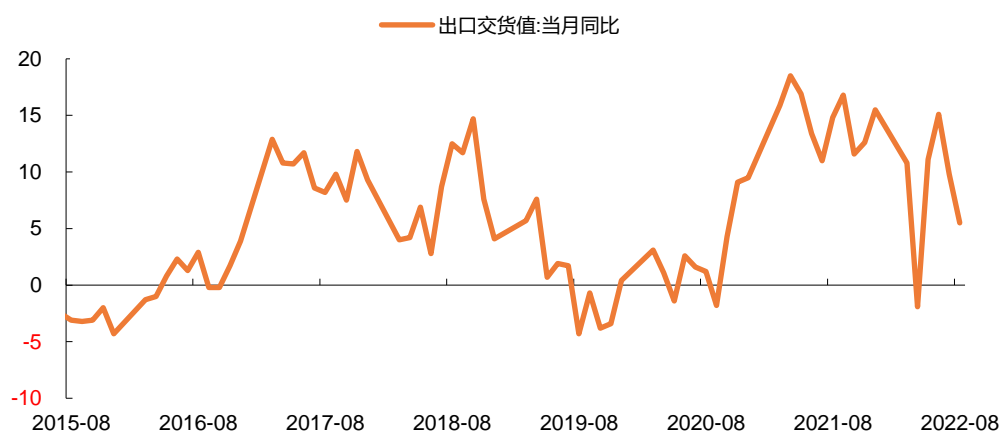


资料来源: IFIND、长城证券研究院

资料来源: IFIND、长城证券研究院

**国内经济仍面临外需回落、疫情反复、风险事件等不利因素，复苏基础仍需稳固。**首先，8月出口交货值同比5.5%，出现大幅回落，反映出外需转弱。随着欧美大幅加息，四季度全球经济面临下行压力，外需可能进一步下降。其次，进入秋冬季后，新冠病毒活跃性提升，防疫压力增加，一旦在经济重点省份出现疫情，经济复苏或将再受影响。最后，我国风险处置仍在路上，除了中小村镇银行信用风险、房地产债务风险外，随着人民币汇率破“7”，也可能出现汇率风险。为了应对这一风险，9月26日，央行决定从28日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%。

**图 8: 出口或将转弱**

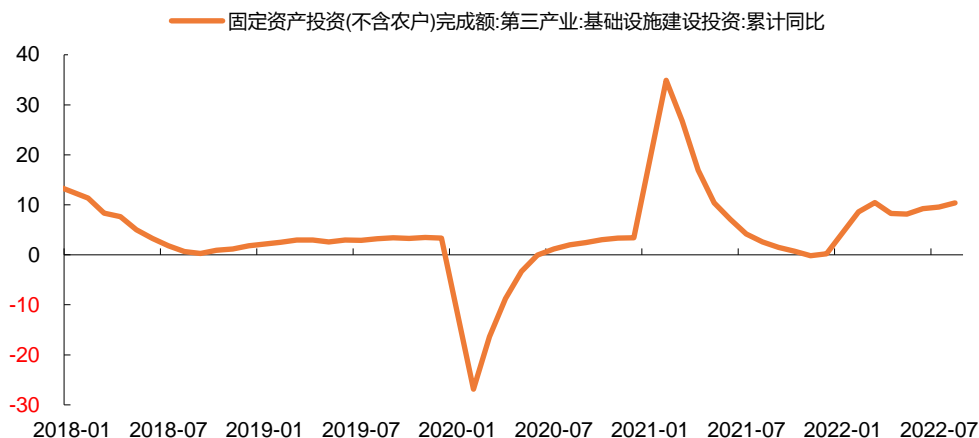


资料来源: IFIND、长城证券研究院

**四季度是全年收官之战，期待“二十大”释放更多政策利好，稳定全国经济复苏局势。**

“二十大”即将于10月16日在北京召开，我们认为四季度要维持经济复苏态势，仍需在货币和财政政策上加码。货币政策方面，虽然由于美联储持续加息，中美利差大幅度倒挂，人民币汇率破“7”，但只要经济需要，货币政策在四季度仍有降息降准空间，我国货币政策仍会“以我为主”。财政政策方面，8月全口径基建投资增速已经达到10.37%，为4月以来最高点。我们认为，四季度财政仍将会发挥重要作用，后续基建或将会持续处于高增态势。

**图 9: 基建仍将维持高增态势**



资料来源: IFIND、长城证券研究院

## 2. 大类资产走势分析

### 2.1 美元与黄金

9月24日,美元指数盘中最高点达到**114.53**,延续上涨势头。在美联储加息预期升温影响下,9月20日,美元指数重新突破110。9月22日,美联储大幅加息75bp并延续“鹰派”态度。加息次日,美元指数飙升至113.03,较前一日的111.29大幅上涨。我们认为,在内外因共同作用下,美元指数将继续走强,正迈向120大关。

图 10: 美元指数

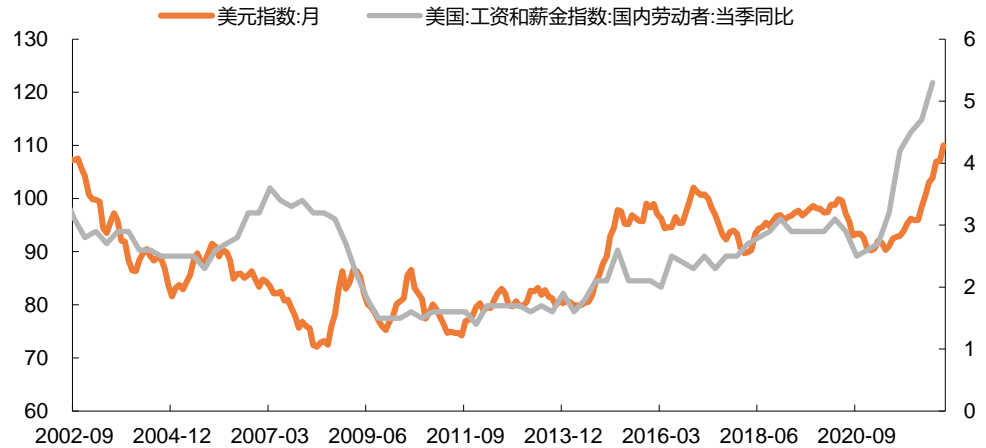


资料来源: IFIND、长城证券研究院

内因而言,美国国内数据指标反映出当前美国经济仍将支持美元走强。从历史经验看,美元指数和美国工资增速存在一定关联。8月失业率为3.7%,仍处于低位。7月职位空缺率回升至6.9%,仍处于高位。因此劳动力市场依然过热,工资增速或将在高位继续持续

一段时间，直至美国经济明显衰退，对劳动力的需求减少，工资增速或才能回落可能。因此，近期工资高增速预示美元指数继续走强。

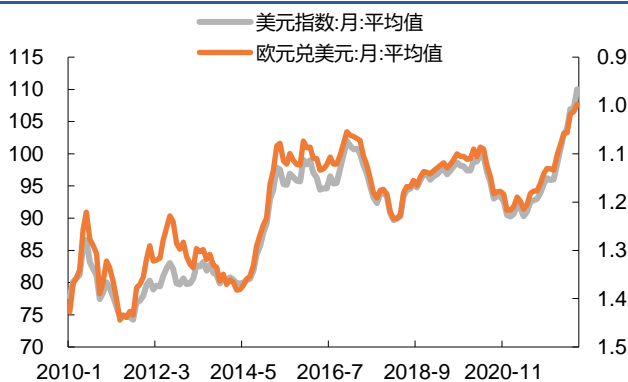
图 11: 美元与工资



资料来源: IFIND、长城证券研究院

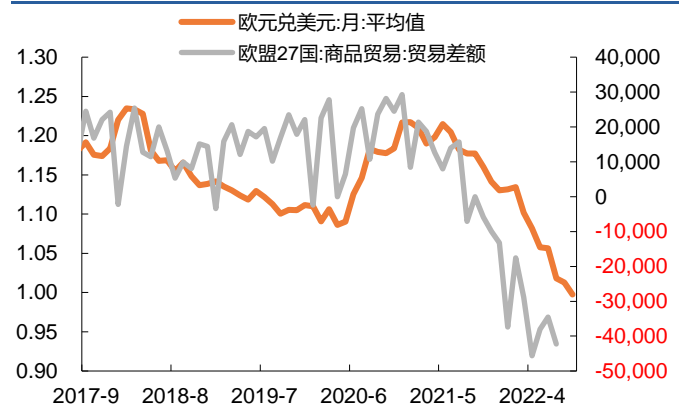
外因而言，欧洲贸易难以扭转贸易逆差，欧元难以回升，促使美元走强。欧元在美元指数中权重占比最高，达到 50% 以上。俄罗斯中断“北溪 1 号”天然气管道供应之后，欧洲为了储备天然气过冬而高价大量进口 LNG，导致欧洲贸易逆差不断扩大，欧元贬值势头或难以扭转。虽然欧央行现在保持与美联储同步的加息幅度，但只要贸易逆差仍在扩大，欧元就很难扭转颓势，美元指数就会继续走强。

图 12: 欧元贬值、美元走强



资料来源: IFIND、长城证券研究院

图 13: 欧洲贸易逆差扩大、欧元疲软

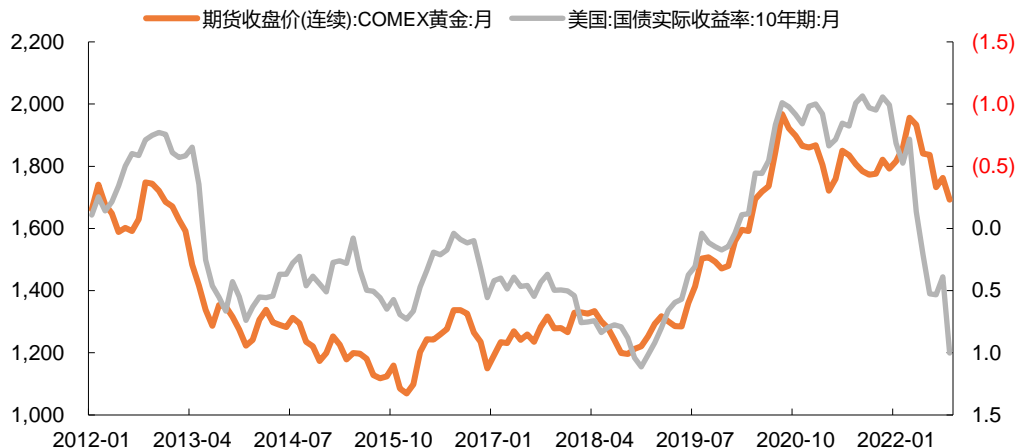


资料来源: IFIND、长城证券研究院

美联储继续大幅加息，黄金价格或将继续下行。美联储加息后，9月24日，两年期美债收益率升穿 4.2%，创 15 年新高，十年期美债收益率创造 11 年新高的 3.83%。我们认为，美十年期国债收益率或将冲破 4%。美国国债实际收益率与黄金价格较为一致，随着美联储继续大幅加息推升美国十年期国债实际收益率，黄金价格或将进一步下行。但短期内，俄乌冲突再度恶化作用下，黄金的避险需求或将支撑黄金下限。

图 14: 黄金价格与国债实际收益率



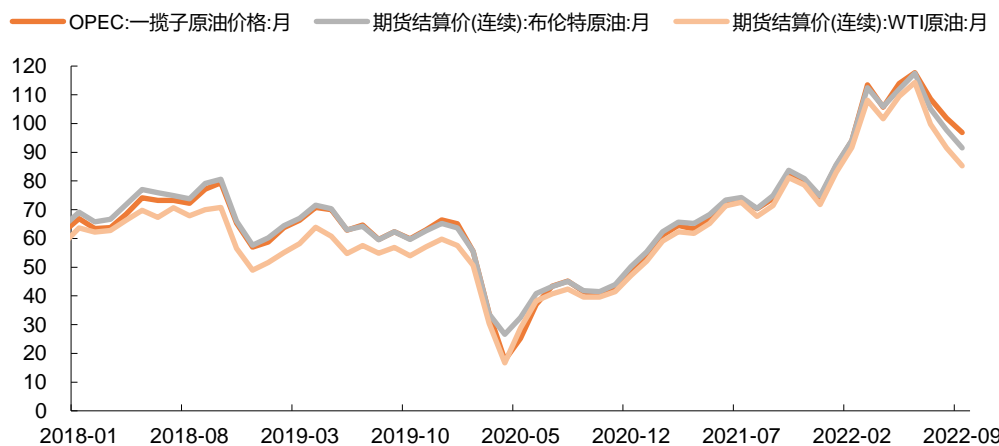


资料来源: IFIND、长城证券研究院

## 2.2 原油和铜

四季度，国际油价将在经济衰退、需求转弱的主导下继续回落。对于国际油价，我们在二季度宏观经济报告中认为，“2022年下半年国际油价将恢复到由供需主导的约85美元/桶的合理价格区间”。在半年度宏观经济报告中认为，“全球石油需求会随着欧美经济增速下滑而降低，国际油价也将在四季度回落”。9月23日，OPEC一揽子原油价格95.51美元/桶，布伦特原油期货价86.15美元/桶，WTI原油期货价78.14美元/桶。根据我们的油价预测模型，原油价格在四季度还将至少下跌6美元/桶，而且如果欧美经济衰退更快，跌幅将更大。我们认为，四季度布伦特原油期货价将跌破80美元/桶。

图 15: 国际油价回落



资料来源: IFIND、长城证券研究院

美国原油库存9月继续增长，油价仍将延续回落趋势，但美国政府停止释放战略石油储备后，油价回落可能稍有放缓。美国除战略石油储备之外的原油和石油产品的库存量在3月份见底之后就逐渐在回升，同时油价也是在3月份见顶之后不断回落。今年3月，拜

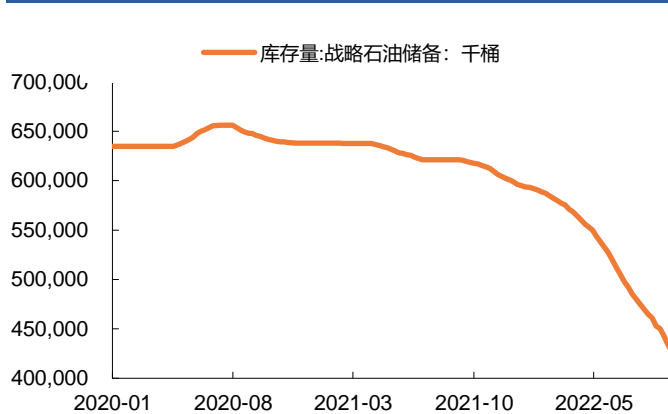
登政府宣布从战略石油储备中释放史无前例的 1.8 亿桶，以遏制飞涨的原油价格。近期，美国能源部长表示，拜登政府正在考虑在当前计划于 10 月结束后是否需要进一步释放战略石油储备。我们认为，鉴于油价已经回落，而且美国战略石油储备已经从 3 月 5.73 亿桶下降至 9 月 4.34 亿桶，美国或将停止释放战略石油储备。

图 16: 油价与库存



资料来源: IFIND、长城证券研究院

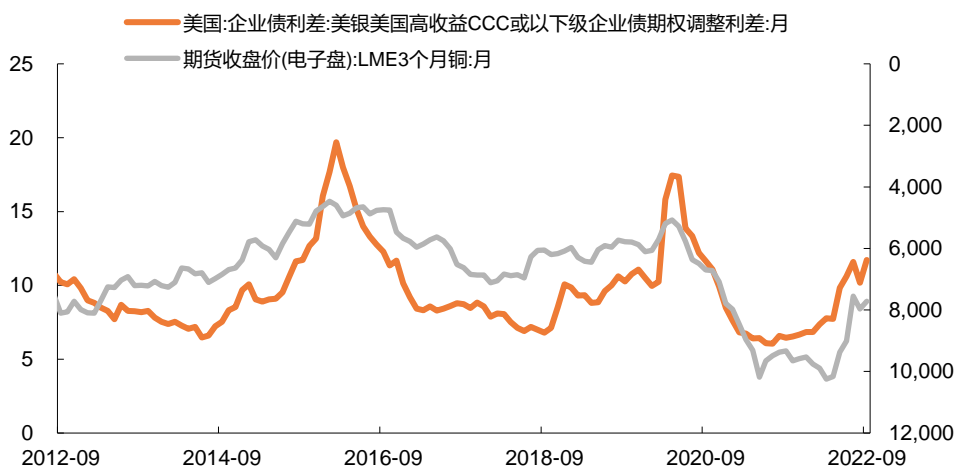
图 17: 美国战略石油储备



资料来源: IFIND、长城证券研究院

**经济衰退背景下，需求转弱引导铜价重归下行通道。**由于美联储 7 月会议后错误的预期引导，导致美国金融环境改善，需求反弹，铜价在 8 月出现反弹。美国 9 月的企业债信用利差较 8 月有所扩大，而这预示美国的工业需求回落，9 月 LME 铜下跌了 3.14%。随着美联储继续大幅加息后经济步入衰退，信用利差继续扩大，工业投资或将受到影响，工业需求转弱，促使铜价重归下行区间。

图 18: 企业债利差与铜价



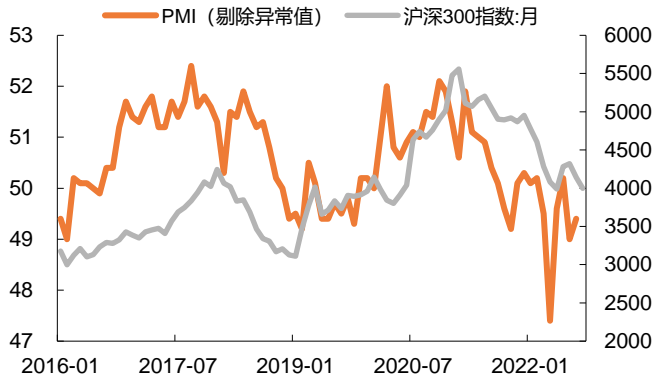
资料来源: IFIND、长城证券研究院

## 2.3 沪深 300 和十年期国债

经济维持弱复苏局面，难以支撑股市反弹，静待“二十大”后政策刺激力度。我们认为，当前经济复苏经济仍需稳固，虽然 8 月份经济数据较好，但一些数据显示经济并非全面

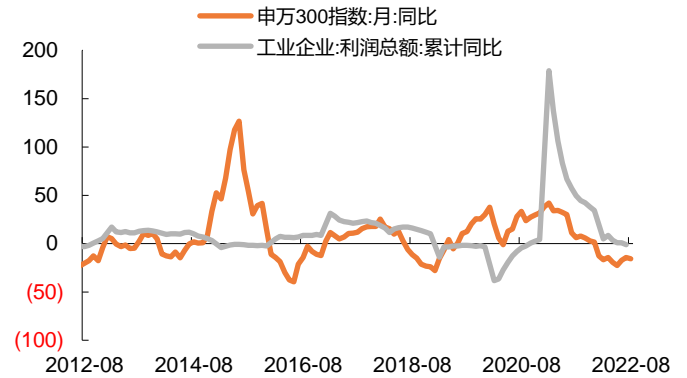
回暖。首先是8月PMI指数为49.4%，依然位于荣枯线以下，表明制造业复苏力度不足。其次，虽然房地产限购政策有一定放松，但居民购房需求低迷，9月商品房销售面积同比降幅扩大。最后，我们认为工业企业利润增速也仍在筑底，暂未出现拐点，因此股市从熊转牛的基础还未形成。不过，“二十大”可能出台的政策利好或许将导致出现一些反弹，这也是我们10月下调股市空头仓位的原因之一。

图 19: 股市与 PMI 指数



资料来源: IFIND、长城证券研究院

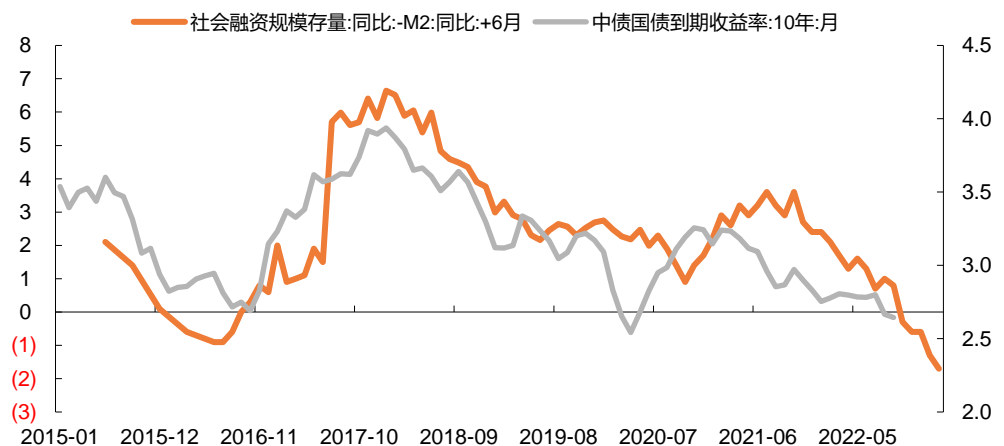
图 20: 股市与工业企业利润



资料来源:IFIND、长城证券研究院

稳汇率压力不会改变我国货币政策宽松的基调，十年期国债利率仍将下行。虽然人民币兑美元汇率跌破7，但横向比较来看，在美联储大幅度连续加息背景下，人民币汇率已表现得比较稳健。只要国内经济需求，货币政策仍有宽松空间。从领先指标来看，社融-M2的同比增速领先10年期国债利率大约半年，目前社融-M2同比仍在下行，说明年底前十年期国债收益率有可能继续创新低。

图 21: 社融-M2 同比领先十年期国债收益率



资料来源: IFIND、长城证券研究院

## 3. 长城证券大类资产配置指数

### 3.1 上月回顾

图 22: 长城证券大类资产配置指数



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

九月份长城证券大类资产配置指数从 8 月 31 日的 136.23 上涨至 9 月 26 日的 151.21, 突破 150 大关的同时创年内新高。(2022 年 1 月 4 日作为 100)

九月主要策略回顾: 9 月份将原油空单头寸维持 10%, 沪铜空单维持 25%, 黄金空单下调至 15%, 股票空单仓位维持 35%, 债券多单头寸上调至 15%。(具体请参考《九月大类资产配置》)

表 1: 大类资产配置分项涨跌

	原油指数	沪铜指数	沪金指数	沪深 300	十年期国债期货
9 月策略	10%	25%	15%	35%	15%
2022-09-26	610.3	60,700.0	384.4	3,841.4	100.92
2022-08-31	716.5	62,060.0	386.9	4,081.4	101.44
涨跌幅	-14.82%	-2.19%	-0.66%	-5.88%	-0.51%

资料来源: IFIND, 长城证券研究院

9 月份长城大类资产配置指数上涨至 151.21, 创年内新高, 主要原因是股市和油价如我们预期的那样回落。原油方面, 市场已经逐步接受欧美经济衰退, 原油需求或将转弱, 油价将在四季度继续回落。沪铜方面, 从全球来看, 铜产量回升、需求转弱是长期趋势, 国内铜价或将跟随国际铜价下跌。沪金方面, 人民币贬值导致黄金的保值需求增强, 国内金价跌幅弱于国际, 但美联储大幅加息, 黄金承压下行后, 沪金指数会跟随国际金价持续回落。股市方面, 我们认为工业企业利润未现拐点之前, 股市都将处于熊市阶段, 只是 10 月可能释放一些政策利好, 情绪面转暖可能刺激股市。国内货币政策宽松的基调不会改变, 只要经济需要, 四季度仍可能降息降准, 十年期国债期货将继续创新高。

## 3.2 下月策略

根据长城证券宏观团队的判断，我们做如下调仓：原油空单上调至 15%，沪铜空单上调至 30%，沪金空单上调至 20%，沪深 300 指数空单仓位下降至 15%，十年期国债多单上调至 20%。

**表 2: 长城证券大类资产配置策略**

	原油指数	沪铜指数	沪金指数	沪深 300	十年期国债期货
10 月策略	15%	30%	20%	15%	20%
9 月策略	10%	25%	15%	35%	15%
8 月策略	10%	25%	20%	35%	10%
7 月策略	10%	20%	15%	40%	15%
6 月策略	10%	15%	10%	40%	25%
5 月策略	20%	10%	10%	40%	20%
4 月策略	10%	10%	10%	50%	20%
3 月策略	10%	10%	0%	40%	40%
2 月策略	0%	10%	10%	40%	40%
1 月策略	0%	10%	10%	30%	50%

资料来源：长城证券研究院

## 风险提示

国内宏观经济政策不及预期；美联储超预期加息；国际大宗商品价格波动；新冠疫情再次爆发。

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上  
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间  
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间  
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>