



研究院
Institute



私人银行 季度投资观点

二零二三年 第四季度

这个签名 关乎几代人的未来



招行家族信托，托付家业未来

父母之爱子，则为之计深远。

守业之用心，则为之谋全局。

商界风云流转，家事几代千秋，财富与事业的传承总有诸多不确定。慧眼识时的您，定知晓家族信托的意义：一个签名、一份嘱托，牵系子孙的代代枝繁，承载家族的殷殷所期。

2013年始，招行私人银行首推家族信托服务，以金融科技加持，由专属客户经理协同投资、保险、法律、税务等领域专家，从家族价值观出发，激励与约束并举，为您制定专业而全面的家业传承解决方案。逾十年耕耘，超万单经验，招行家族信托让您传家无忧。

助您家业常青 是我们的份内事

了解更多招商银行私人银行服务，敬请垂询。



扫码了解更多



Private Banking
私人银行

40066-95555 微信服务号：招商银行私人银行

2023年四季度配置策略

物极必反

2023 年前三季度，中美的双预期差主导了大类资产波动，即中国经济复苏力度低于预期，而美国经济表现和美联储货币政策强于预期。当前美联储已初步达成其降息的操作目标，且美国劳动力市场总体维持强劲，韧性超市场预期。6 月美联储“鹰派”终结利率“十连加”，但进一步大幅上调了利率终点目标，再次引发资本市场波动。境内方面，经济增长预期回归现实，出口下行，进口从低位改善，消费表现不及预期，房地产投资持续偏弱，基建投资和制造业投资增速边际下行，强预期与弱现实虽有所收敛，市场对基本面复苏程度的担忧仍在。

展望 2023 年四季度，在美联储加息周期仍未结束、国内政策持续刺激的宏观背景下，美国经济韧性如何，国内经济复苏力量来自何处，如何影响资本市场？各大类资产分别蕴含哪些风险与机会？带着这些思考，与您分享我们对 2023 年四季度资产配置的最新观点。

■ 2023 年三季度大类资产表现回顾：境内股票震荡，境外股债双跌

三季度，境内股票震荡，境外股债双跌（见表 1）。

表 1：前三季度市场及策略回顾

大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月	三季度 (%)
权益	MSCI 发达市场	2249	10.6%	3.4%	-3.0%
	MSCI 新兴市场	58515	1.8%	-1.5%	-2.2%
	道琼斯工业平均指数	33508	1.1%	0.7%	-2.6%
	标准普尔500指数	4288	11.7%	4.3%	-3.6%
	纳斯达克综合指数	13219	26.3%	8.2%	-4.1%
	上证综合指数	3110	0.7%	-5.0%	-2.9%
	伦敦金融时报100指数	7608	2.1%	-0.3%	1.0%
	巴黎CAC40指数	7135	10.2%	-2.6%	-3.6%
	法兰克福DAX指数	15387	10.5%	-1.6%	-4.7%
	东京日经225指数	31858	27.2%	18.4%	-4.0%
	韩国综合指数	2465	10.2%	-0.5%	-4.0%
	恒生指数	17810	-10.0%	-12.7%	-5.9%
	台湾加权指数	16354	19.6%	3.1%	-3.3%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	116565	7.6%	14.4%	-1.3%
	俄罗斯RTS指数	1008	1.3%	1.1%	2.5%
大类资产	名称	现价	今年以来 (BP)	过去6个月	三季度 (%)
利率	美国10Y	4.59	71	111	78
	中国10Y	2.68	-16	-18	4
	英国10Y	4.45	65	91	0
	法国10Y	3.41	30	61	47
	德国10Y	2.87	311	52	44
	日本10Y	0.77	69	39	35
大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月	三季度 (%)
贵金属	黄金	1848	1.4%	-6.1%	-3.7%
	白银	22	-7.4%	-8.0%	-2.5%
大类资产	名称	现价	今年以来 (%)	过去6个月	三季度 (%)
汇率	美元	106.19	2.6%	3.5%	2.7%
	人民币	7.30	-4.8%	-5.9%	-0.5%
	日元	149.37	-12.2%	12.5%	-3.4%
	英镑	1.22	0.9%	-1.1%	-3.9%
	欧元	1.06	-1.2%	-2.5%	-3.1%

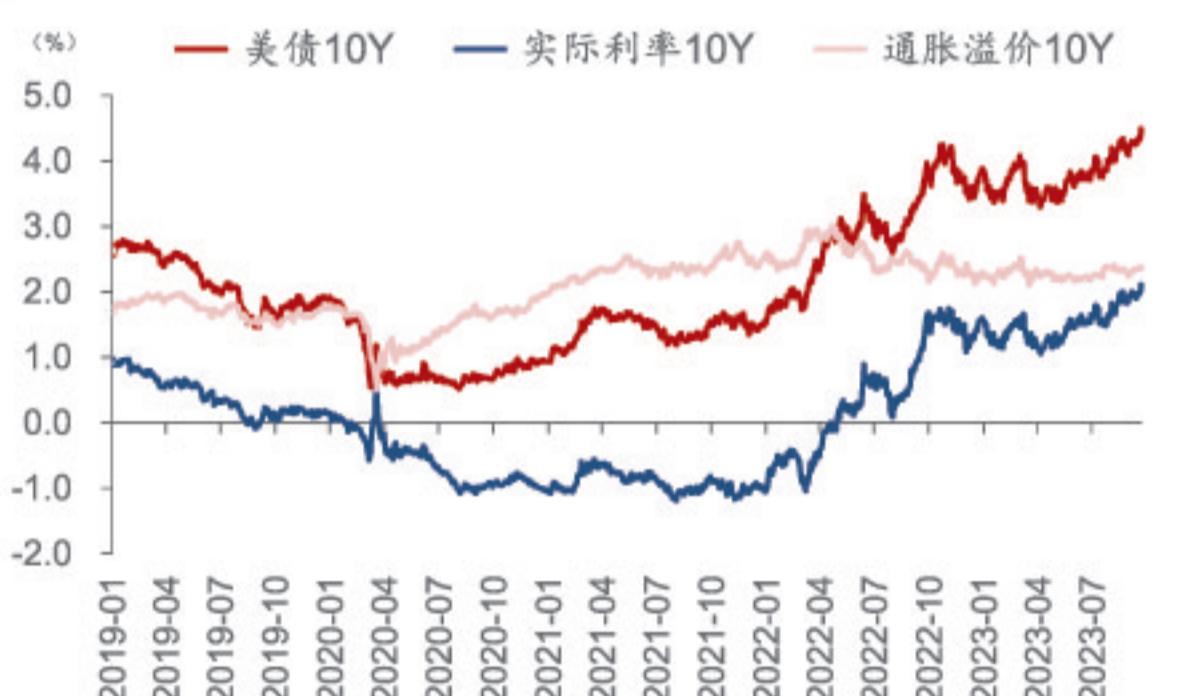
数据来源：Wind、招商银行研究院，截至 2023 年 9 月 30 日

2023年四季度配置策略

境外市场方面，9月美元指数上行，美债利率继续上行，纷纷创下年内新高（图1）；黄金震荡偏弱；美股下跌，纳斯达克走势弱于道琼斯指数。境外资产的表现均反映了美联储紧缩预期再度升温，对应事件是9月美联储议息会议偏鹰，并向市场暗示年内或仍有一次加息，同时下调了明年的降息次数。

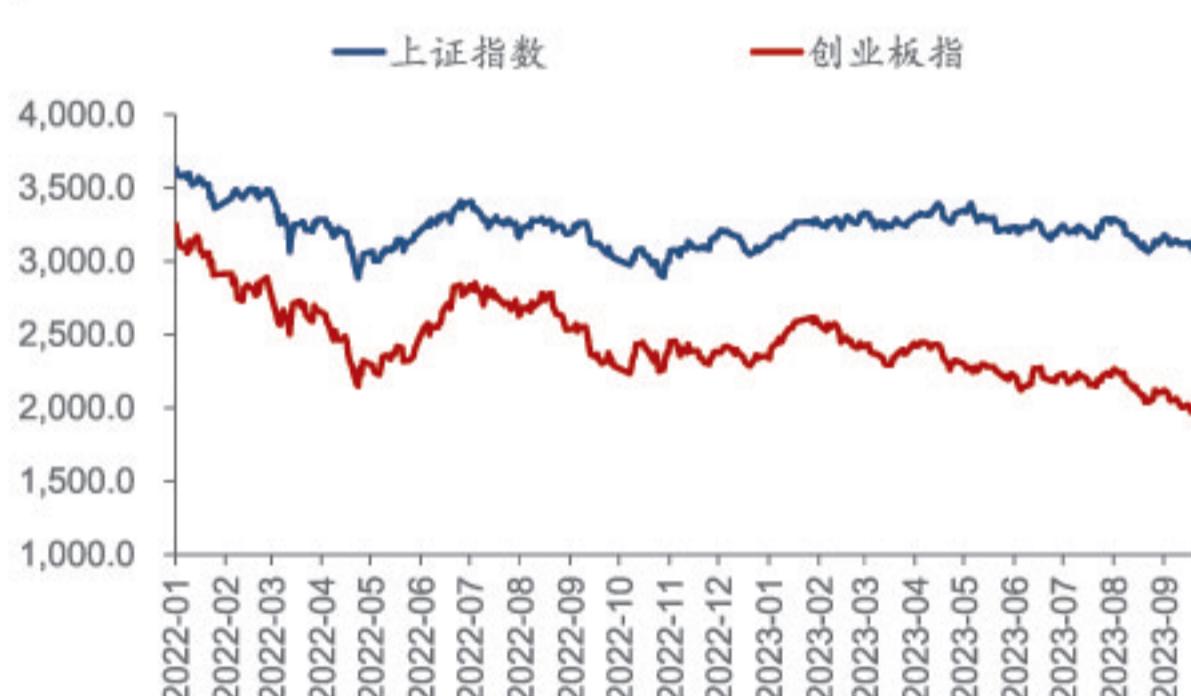
境内市场方面，9月中国国债利率震荡上行，定价国内经济出现边际企稳迹象。人民币汇率震荡偏弱，A股震荡（图2），显示出两类资产除受到国内因素的正面影响，还受到境外流动性收紧的负面影响。从A股结构来看，金融周期板块有所上涨，对应工业品价格回暖，背后是稳增长政策落地和基本面边际企稳的支撑；成长板块跌幅较大，反映境外货币紧缩预期上升的负面影响；消费板块震荡，反映出国内需求企稳，但是幅度有限。宽基指数中，上证50指数表现较强，主要是表现偏强的金融板块占比较高；科创50和创业板指数表现较弱，主要是表现偏弱的成长风格占比较高。

图1：美债利率再创新高



数据来源：Wind, 招商银行研究院

图2：A股市场震荡



数据来源：Wind, 招商银行研究院

■ 2023年四季度大类资产配置展望：美联储偏鹰致市场趋紧，国内经济和风险偏好均将企稳

展望四季度，境外对年内是否会再度加息仍显纠结，美债利率预计将维持高位，这将利多美元，利空美股、黄金等风险资产；境内经济有望企稳，支撑风险偏好筑底。预计国内基本面和政策均支持市场风险偏好呈现波折式缓慢修复的趋势，这将使得债券资产价格上涨趋缓，权益资产价格底部向上缓慢修复。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产配置做如下建议（见表2）：

表2：主要资产配置建议汇总表

资产类别	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	
贵金属	黄金		●			
固收	中国国债			●		
	中国信用债			●		
	美债		●			
	中资美元债		●			
	A股		●			
	—消费		●			
	—周期			●		
	—成长	●				
权益	港股-科技		●			
	美股			●		

定稿日期：2023/10/08

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版



目 录

一、2023年四季度宏观经济主线：境外美联储偏鹰，境内中国经济企稳	4
■ 主线一：美国政策立场相对鹰派	4
■ 主线二：国内经济边际企稳，有望支撑风险偏好筑底	5
二、主要市场研判：A股触底，债券利率震荡，人民币汇率仍偏弱	6
■ 境内固收：经历利率上行后，将继续震荡	6
(一) 资金：同业存单利率将震荡回落	6
(二) 利率债：震荡为主，仍有可能小幅调整，但中期暂无风险	6
(三) 信用债：信用利差震荡	7
(四) 固收投资策略：震荡中保持耐心	8
■ 境内权益：大盘底部企稳，战略性布局四个方向	9
(一) A股大盘：底部区域	9
(二) A股结构：战略性看好医药、电子、高股息和微盘股	10
(三) 权益投资建议：保持中高仓位	12
(四) 港股策略建议：企稳修复	12
■ 美股：整体震荡，逐步增配科技板块	12
■ 美债：利率将维持高位	13
■ 中资美元债：利率维持高位，暂无趋势行情	14
■ 商品：黄金震荡偏弱，沪金将强于伦敦金	14
■ 对冲：环境适中，可持续配置	15
三、大类资产配置策略：维持国内权益中高配，重视结构性机会	15

市场前瞻

图 3：美国降息预期推迟

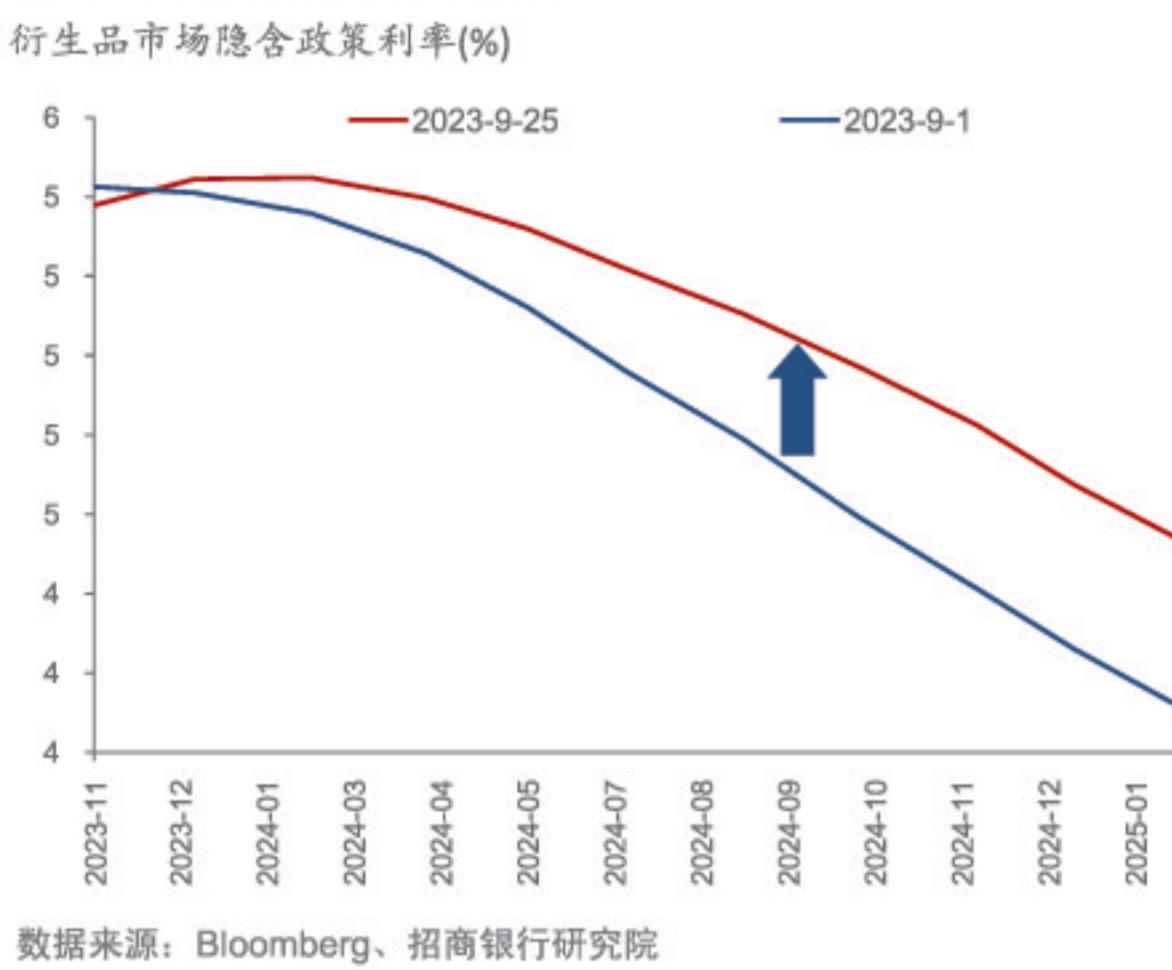


图 4：美国 GDP 增速预测不断上调



2023 年四季度宏观经济主线：境外美联储偏鹰，境内中国经济企稳

■ 主线一：美国政策立场相对鹰派

对于境外资产来说，交易主线仍然集中在货币政策的变动上。目前来看，市场对年内是否会再度加息仍显纠结，美债利率预计将维持高位，这将利多美元，利空黄金。

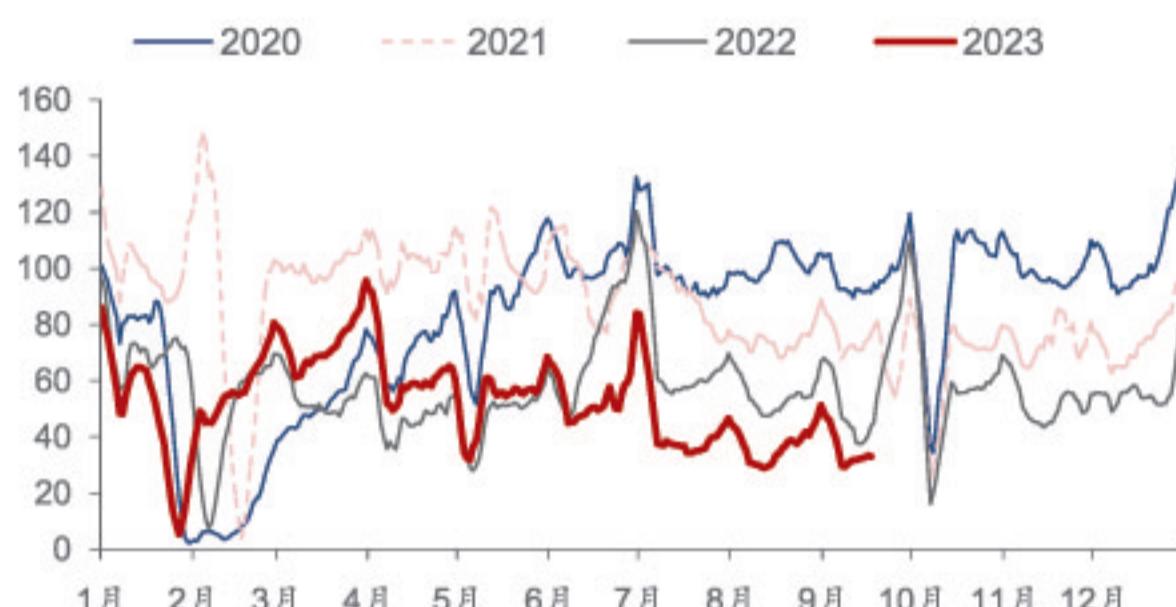
从美国经济基本面来看，软着陆预期空前浓烈。美国经济、消费仍然维持着相当的韧性，市场也在不断上调 Q3-Q4 的经济预期。另外，油价 7-9 月呈现反弹形态，再通胀风险升温，这也给维持“更高更久”的政策利率提供了支撑。当然，美国经济同样也面临部分不利因素，例如美国政府可能面临停摆风险、汽车工人罢工、学生贷款恢复缴款抑制居民消费等等。但这些不利因素对经济的负面影响一方面可能相对短期，另一方面影响程度也仍需观察。

从美联储政策立场来看，释放的信号相对鹰派。第一，美联储大幅上调了对未来两年 GDP 增速的预期。第二，尽管 9 月政策利率维持不变，但释放了未来大概率将进一步加息的信号。第三，美联储大幅调低了明年的降息预期，三季度点阵图中位数显示美联储明年降息幅度为 50bp，仅为二季度（100bp）的一半，指向直至明年底政策利率水平仍然位于 5%上方（图 3）。

展望未来，无论是货币政策还是市场都将继续处于数据依赖期，考虑到近期再通胀风险的上升，以及美国经济的韧性（图 4），市场对年内是否会再加息一次将保持敬畏心理，除非看到经济、通胀持续放缓的证据，否则市场的交易节奏仍将中性偏紧。另外，如果未来基本面数据仍高于预期，市场将会朝着继续加息的方向定价，美债利率、美元存在进一步上行风险，黄金、股市以及非美货币预计将会有所承压。



图 5: 60 城新房销售面积 9 月再度回落 (7 日平滑)



数据来源：华泰证券、招商银行研究院

■ 主线二：国内经济边际企稳，有望支撑风险偏好筑底

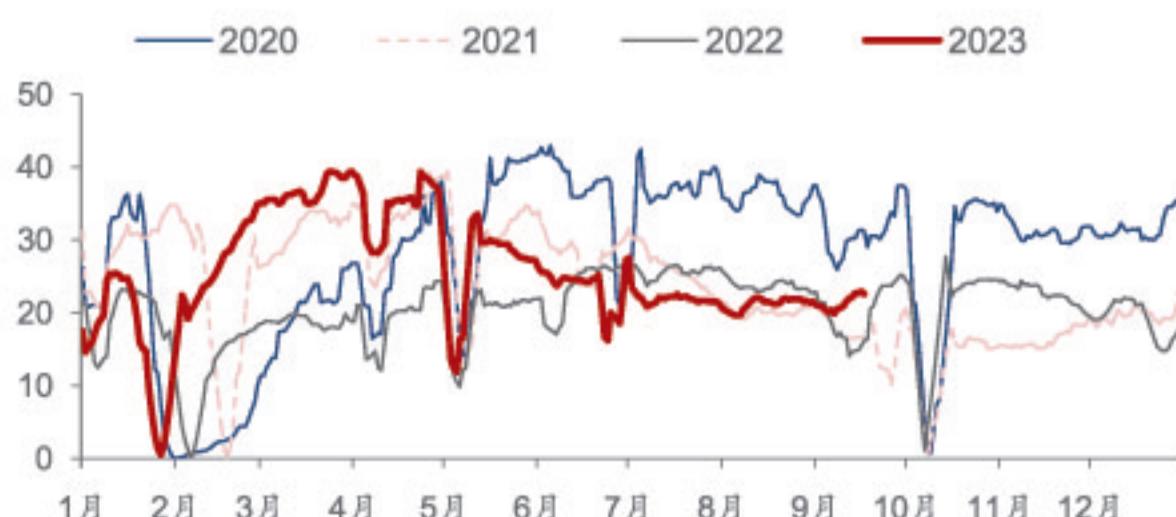
三季度报告中提到，在对政策定价结束之后，市场风险偏好的交易主线将回归到经济数据的表现上。8月份国内经济数据出现边际企稳的迹象，并且9月部分经济数据显示修复还在继续。在经济阶段性筑底的背景下，债券市场率先走出利率上行的行情，而股市仍在震荡的走势之中。股票市场并非没有定价国内经济企稳，而是股市同时受到境外流动性收紧的影响，市场情绪受到了外资持续流出的压制。

展望四季度，国内经济有望企稳，支撑风险偏好筑底。受稳增长政策支持，8月经济数据出现边际企稳的迹象，预计这次经济企稳的状态可以持续到四季度。对于市场而言，经济企稳的意义在于确认了短期经济无失速下行的风险，这意味着市场风险偏好不会持续回落。此外，在经济企稳修复期间，风险偏好也会相应触底修复。从中期角度来说，四季度经济修复的幅度不会太大，相应地，市场风险偏好回升的幅度或有限。

关于地产、化解地方债务风险相关的政策已落地，后期的重点是关注政策的效果。一是地产销售的修复情况（图5，图6），到9月末，地产销售边际企稳好转，但分化明显，二手房的表现远好于一手房。这个现象可以看出政策刺激非刚需的效果不错，但是对于刚需来说，或许还需要更长的时间或者更大力度政策的支持。二是地方化债的进展，目前地方化债相关政策正在有序地推进之中，这有效化解了市场对风险的担忧。总体来说，目前市场风险偏好将进入到与经济数据表现同步的阶段，考虑到经济数据或有反复，因此预计市场的波动性也会上升。

整体而言，到年底，国内基本面和政策均支持市场风险偏好呈现波折式缓慢修复的趋势，这将使得债券资产价格上涨趋缓，权益资产价格底部向上缓慢修复。期间，需要注意的是近期境外美元指数上升，美债利率偏高，流动性整体收紧，境内权益资产受到的压制可能还会持续。

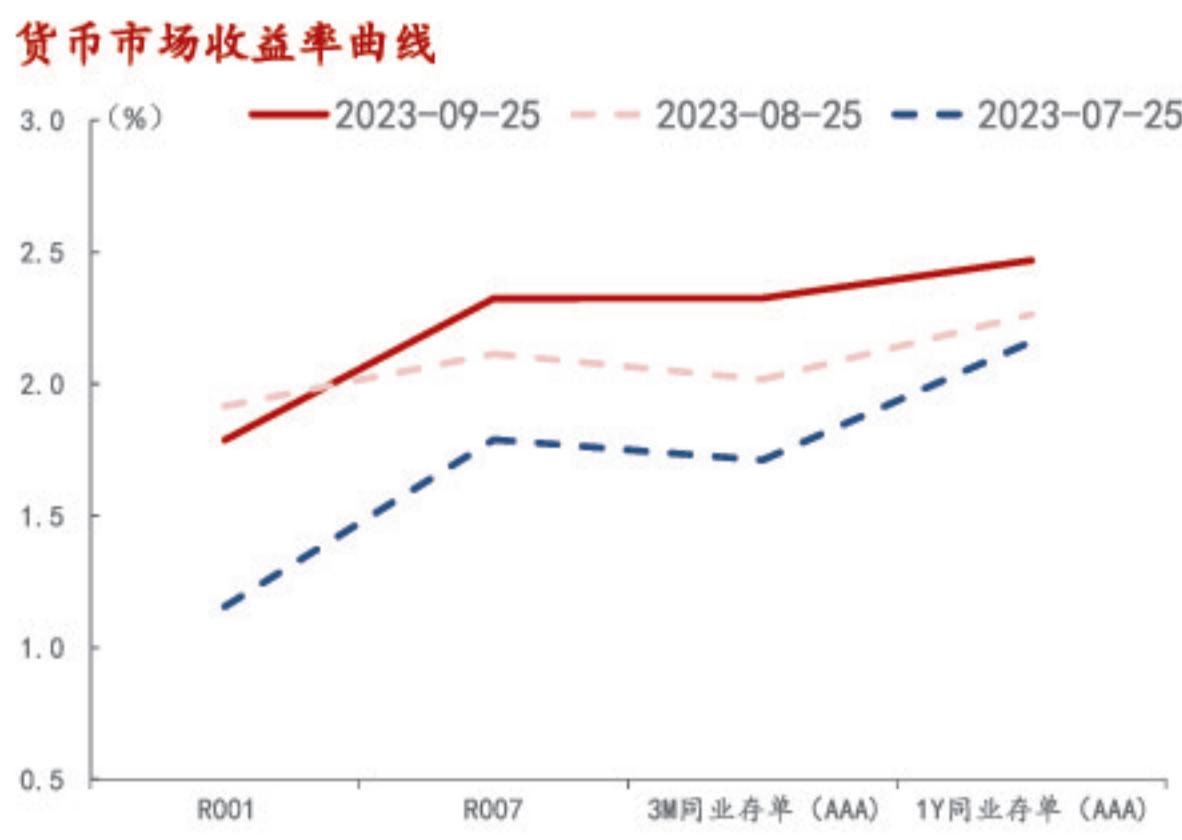
图 6: 26 城二手房销售面积 9 月小幅改善 (7 日平滑)



数据来源：华泰证券、招商银行研究院

主要市场研判

图 7：9 月银行间资金利率上行



数据来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 25 日

主要市场研判：A 股触底，债券利率震荡，人民币汇率仍偏弱

■ 境内固收：经历利率上行后，将继续震荡

（一）资金：同业存单利率将震荡回落

9 月资金利率和同业存单利率上行，流动性紧张程度上升。中旬，央行宣布降准 0.25 个百分点，并净投放 1 年期 MLF，向市场补充中长期流动性，同时，央行继续在公开市场上增大短期流动性投放。在此背景下，9 月下旬，资金利率上行幅度逐步收窄，转为震荡走势（图 7）。

往后看，央行连续降息和降准，向市场释放了资金稳定的预期，这一基调并没有改变。跨过 9 月之后，10 月资金压力或有阶段性缓解，但考虑到 10 月的流动性需求并不低，叠加人民币贬值压力的约束，资金利率回落幅度或有限，难以下行回到 8 月上旬的低位，预计 10 月 DR007 会回落至政策利率（7 天逆回购利率）1.8%附近波动，1Y 同业存单（AAA）会回落至 2.3–2.4%附近。但到年底，资金利率易上难下，预计会在 9 月的基础上小幅上行。

（二）利率债：震荡为主，仍有可能小幅调整，但中期暂无风险

银行间流动性方面，结合对资金的分析，预计 10 月资金利率中枢或小幅回落，但 11–12 月资金利率中枢易上难下，整体对债市影响偏中性。

信贷市场方面，8 月信贷数据总量改善，但结构不佳。随着地产政策落地，居民抵押贷款有望边际企稳，预计 9 月信贷总量继续边际好转，结构有望小幅改善，四季度有望持续这种状态。信贷数据表现对债市影响中性偏空。

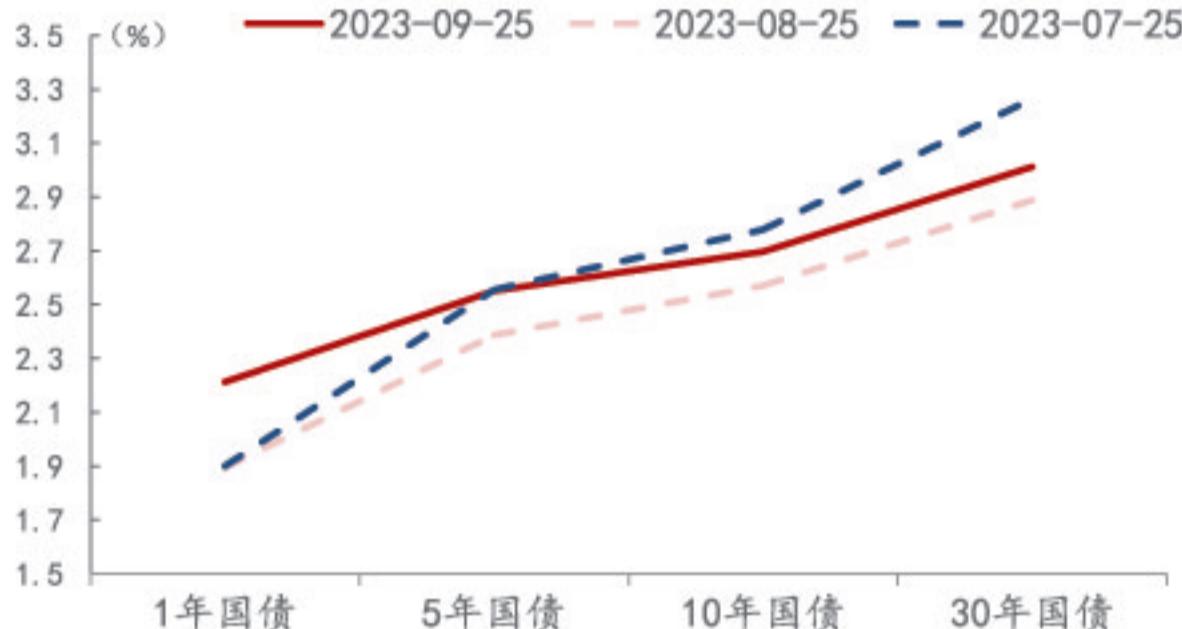
经济增长方面，当下经济数据显示出边际企稳迹象，对债券市场影响偏中性。考虑到目前经济阶段性企稳会持续到四季度，但幅度或不大，因此预计经济增长因素对债券影响中性。

综上，利率债市场未来受到银行间流动性中性、信贷扩张中性偏空、经济基本面中性的影响，预计债券利

主要市场研判

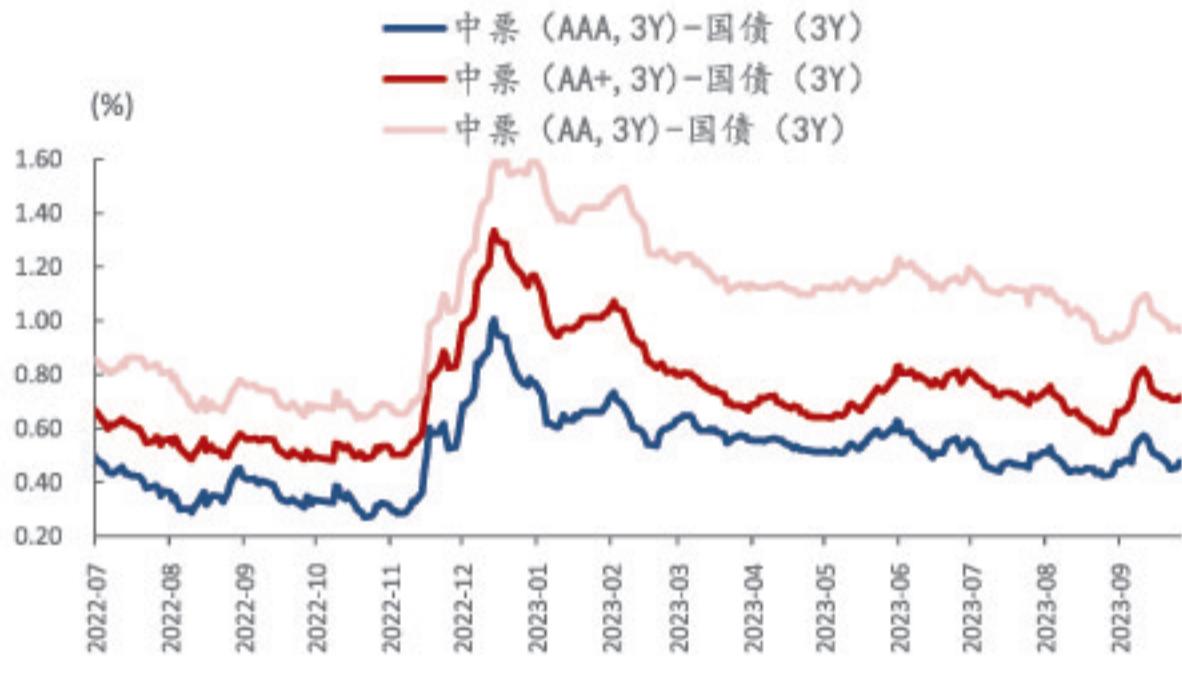
图 8：9 月国债利率上行，曲线走平

国债市场收益率曲线



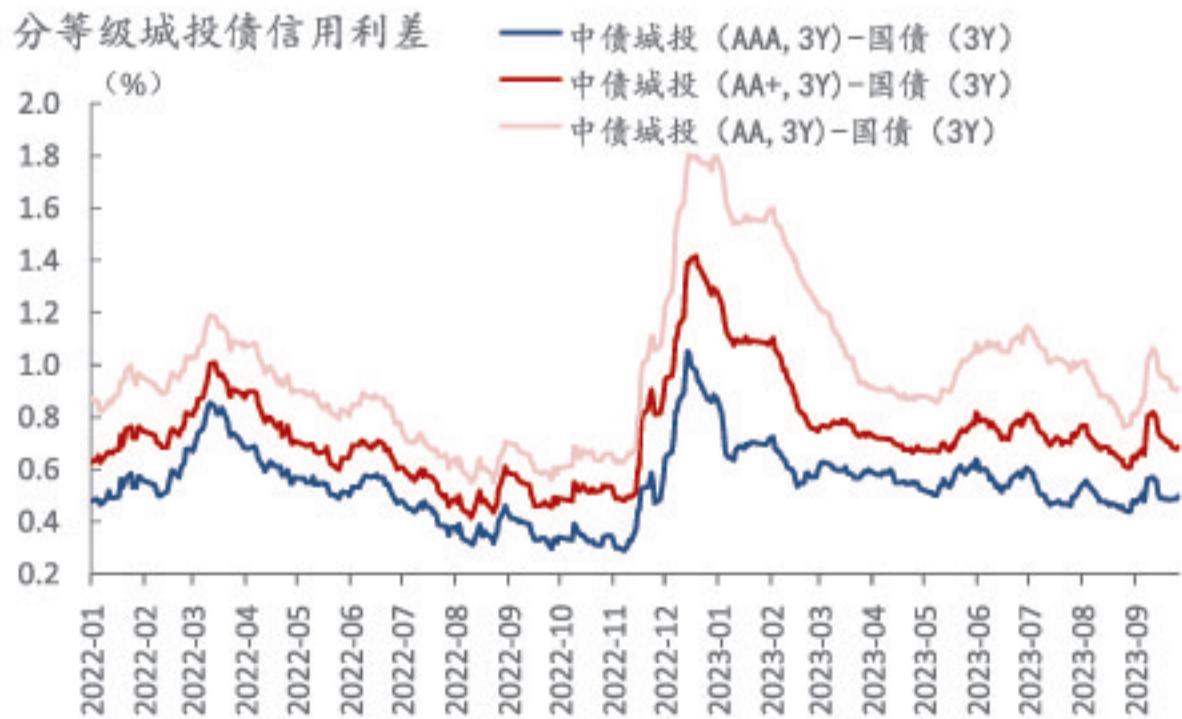
数据来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 25 日

图 9：9 月信用利差向上后下



数据来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 25 日

图 10：9 月城投信用利差向上后下



数据来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 25 日

率震荡为主，阶段性或有小幅上行。截至 9 月末，10 年期国债利率已经进入到 2.65-2.7% 的区间（图 8），预计继续向上的空间不会很大，继续上行调整至 2.75% 附近可能会有更多配置盘出现，带动利率小幅回落，因此预计 10 年期国债利率短期主要震荡区间在 2.6-2.7%，中期震荡区间在 2.6-2.8%。后期行情把握三个基本判断，一是在经济出现触底现象时，不排除后续还有阶段性小幅调整的可能；二是在经济还没有明显改善前，债市调整风险还不大；三是由于债市交易主线将跟随经济数据波动，而经济数据或有反复，因此债市的波动性会有所上升。

（三）信用债：信用利差震荡

9 月资金利率上行，信用利差跟随上行，之后资金利率上行放缓，信用利差回落（图 9）。往后看，跨过 9 月之后，资金利率或有回落，预计信用利差会继续震荡下行。不过，考虑到资金利率难以回到 8 月时期的低点，因此信用利差也难以回落到前期低位。整体而言，在经历调整行情之后，信用债市场会迎来阶段性小幅修复。结构上，中低评级信用利差表现会好于高评级，原因有两点：一是可观的票息，二是信用风险随着稳增长政策落地或有缓释。

城投债：后期资金利率有望小幅回落，城投债信用利差或将震荡下行，不过空间有限（图 10）。目前地方政府化债工作正在推进之中，中低评级城投债仍受益于地方政府债务压力的阶段性缓解，信用利差还有压缩的空间。不过需要注意的是，短期债务压力的缓解并不意味着收支不平衡（中长期）等问题得到解决。在策略上，仍然建议看重偿债能力强的优质城投，谨防尾部风险。

产业债：产业债信用利差整体趋于震荡下行，不过行业结构仍然分化。近期受地产政策提振，地产销售边际回暖，地产债表现较前期出现小幅好转。展望未来，地产销售修复还会维持，政策也仍有空间，地产债风险有望阶段性回落，但中期来看，不宜高估地产债好转的幅度。

金融债：高等级金融债信用利差震荡。前期判断金融债信用利差会震荡上行，目前已经兑现。后期随着资金利率小幅回落，金融债信用利差会向下小幅压缩，但

主要市场研判

表 3：债券型基金池风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月	近三个月	今年以来	近一个月	近三个月	今年以来
			回报	回报	回报	最大回撤	最大回撤	最大回撤
债券基金	同业存单基金		0.08	0.53	1.81	-0.04	-0.04	-0.04
	短债基金		0.01	0.63	2.52	-0.15	-0.15	-0.15
	信用票息		-0.15	0.73	3.35	-0.37	-0.37	-0.37
	中长期债券基金	防御策略	-0.11	0.77	3.04	-0.30	-0.30	-0.30
		交易策略	-0.25	0.47	2.20	-0.45	-0.45	-0.45
		平衡策略	-0.27	0.64	3.12	-0.48	-0.48	-0.48
固收+	固收+纯债		-0.20	0.63	3.21	-0.41	-0.44	-0.45
	(股+纯债 平均仓位)	[0-10%]	-0.13	0.62	3.07	-0.32	-0.36	-0.55
		[10-20%]	-0.18	0.30	2.55	-0.61	-0.81	-0.97
		[20-30%]	-0.04	0.12	1.91	-0.95	-1.54	-1.98
	(行业配置 特征)	核心+卫星	0.04	-0.11	1.72	-0.99	-1.72	-2.03
		均衡	-0.04	0.05	1.96	-0.75	-1.24	-1.71
		灵活进攻	-0.07	0.18	1.90	-0.78	-1.13	-1.76
		中期偏好稳定	-0.01	0.46	2.05	-0.92	-1.37	-1.92

数据来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 9 月 24 日

幅度有限。整体上，考虑到年内银行净息差压力偏大，预计机构对金融债的配置或小幅放缓，金融债信用利差震荡为主。

（四）固收投资策略：震荡中保持耐心

利率债方面，基于市场震荡，对于利率债投资组合，以中性久期为主，可等利率上行至偏高位置后再拉久期和增配。信用债方面，票息收益仍是主要策略。仓位方面，目前建议在合适、可控的仓位下持有债券或固收类产品（表 3）。

产品选择上：

对于流动性管理的投资者，建议优选货币基金、T+1 现金类理财和低波动的同业存单基金、稳健低波策略银行理财。

对于波动承受意愿不高的稳健型投资者，仍维持纯债产品的配置建议，但预计四季度短债和中长期债券产品的月度收益都会较上半年有所下滑。一方面，中期维度，经济数据有企稳迹象，经济修复难以证伪。另一方面，地方化债需要低利率环境配合。长端利率上有顶下有底，在 10 年期国债利率运行在 2.6-2.7% 的预期下，纯债产品净值或将在波动中走高。但如果四季度利率震荡范围进一步拓宽，纯债产品净值的波动率将更类似三季度的情况。因此，中长债基金仍建议配置信用票息等偏稳健的产品策略。银行理财方面，可在四季度阶段性选择利率相对高点介入，配置期限匹配策略的中长期债券产品，锁定利率水平。

对于有波动承受意愿的稳健进阶投资者，可以适度配置中高波动的固收+。今年以来，不同股债中枢比例的固收+基金业绩存在分化，但差异化的行业配置策略对业绩产生的作用却不大，说明 beta 收益对固收+净值影响作用大于股债两类资产的 alpha 收益。虽然当前权益资产性价比优于债券资产，但基本面回升弹性受到制约，难以驱动股债两类资产走出持续的 beta 行情。因此，主动管理型固收+基金整体将继续面临比较困难的局面。理财产品方面，在大盘偏弱震荡下，强调防御属性和绝对收益的投资目标，布局以“+策略”（高股息、下行波动控制、股指增强、量化中性等）为导向的低波动固收+

主要市场研判

表 4：主要指数的估值水平

指数简称	指数类型	市盈率(分位数%)			市净率(分位数%)			股息率(分位数%)		
		3年	5年	10年	3年	5年	10年	3年	5年	10年
万得全 A	宽基	23	39	36	4	10	9	97	96	89
全 A 等权指数	宽基	23	39	36	4	10	9	97	96	89
上证指数	宽基	41	52	42	17	20	15	94	96	88
深证综指	宽基	17	29	36	1	11	6	96	92	96
创业板指	宽基	1	5	3	1	9	7	99	100	100
上证 50	市值风格	48	62	58	22	45	51	93	96	88
沪深 300	市值风格	16	21	27	5	8	10	97	98	88
中证 500	市值风格	58	47	26	18	18	9	67	80	90
中证 1000	市值风格	76	60	42	2	14	9	97	89	94
国证 2000	市值风格	87	84	56	15	33	19	92	81	90
万得微盘股指数	市值风格				98	94	52	2	4	44
金融(风格, 中信)	行业风格	43	26	24	34	21	10	62	77	80
周期(风格, 中信)	行业风格	62	51	37	15	46	35	91	95	97
消费(风格, 中信)	行业风格	3	26	36	2	11	15	97	98	99
成长(风格, 中信)	行业风格	5	11	10	1	14	8	99	99	100
稳定(风格, 中信)	行业风格	53	68	50	80	78	49	74	81	79
基金重仓(季调)指数	基金	6	32	36	2	11	14	99	92	86
平均数		35	41	35	19	27	19	85	87	88
中位数		32	39	36	5	14	10	96	95	89

数据来源：Wind、招商银行研究院

图 11：业绩领先指标 M1 增速下行



数据来源：Wind、招商银行研究院

图 12：业绩同步指标中长贷增速下行



数据来源：Wind、招商银行研究院

产品。如果出现一波阶段性股市大盘上涨行情，主动管理型的固收+基金净值反弹上行速度也将更快。

■ 境内权益：大盘底部企稳，战略性布局四个方向

(一) A 股大盘：底部区域

9月 A 股艰难磨底，成交额一度缩量至年内低点。在大宗商品和国债利率已经定价经济边际企稳的背景下，A 股的表现更为疲弱，原因在于海外流动性预期和外资流出。

对此，在国内因素的支撑下，A 股不必再过度悲观。

第一，从估值层面看（表 4），A 股当前已处在相当低的位置。主要宽基指数，无论是上证指数、沪深 300、还是万得全 A 等，市净率估值处于过往 5 年或 10 年的底部，同时股息率处于过往 5 年或 10 年的顶部。目前阶段看估值，主要看市净率或股息率，市盈率则会受到业绩负增长的影响而被动变高。根据估值均值回归的规律，在当前的极端估值水平之下，未来随着业绩的周期性好转或早或迟都将迎来估值扩张。重视估值的意义，不仅仅在于安全边际，更在于长期视角下的高胜率和高弹性。

第二、从业绩预期看，四季度将有望改善（图 11，图 12）。M1 增速和中长期贷款余额同比增速，这两大货币信贷数据都是 A 股利润增速的领先或同步指标，8 月的最新数据仍在下行。历史上这两个数据只要有其一上行，A 股基本就能稳住。它们均与支柱产业房地产有较大的关系，预计随着地产政策松绑，四季度地产销售有改善。目前地产仍是经济企稳修复的短板。在地产政策和其他宽信用政策的托底下，预计四季度金融数据有望改善，不过幅度还需要跟踪观察。

第三、从股市流动性看，预计北向资金难以持续流出。彭博 43 家外资机构一致预期（表 5），三季度是中国经济最弱阶段，四季度将边际好转，同时美国经济四季度将转为下行。这意味着，四季度将是中国边际走强，美国边际走弱的格局。这种预期之下，北向资金应难以持续流出，预计未来外资的影响会逐渐收敛。资金层面对于大盘的影响通常偏短期，中期的主导影响因素还是业绩基本面，对外资行为可淡化看待。

主要市场研判

表 5：外资眼中的经济：三季度是中国经济最弱阶段，四季度将有所修复

当季同比增速%	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
	GDP	2.9	4.5	6.3	4.3	5.0	4.1	4.7	4.7	4.8
CPI	1.8	1.3	0.1	-	0.7	1.3	1.6	1.8	1.8	1.4
PPI	-1.1	-1.6	-4.1	-3.3	-2.3	-1.0	0.2	1.0	1.4	1.2
GDP+(PPI+CPI)/2	3.3	4.4	4.3	2.7	4.2	4.3	5.6	6.1	6.4	5.8

彭博：中国经济一致预期										
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
GDP 环比折年率	2.6	2.0	2.1	2.0	0.4	0.1	0.9	1.4	1.8	2.0
CPI	7.1	5.8	4.0	3.5	3.2	2.8	2.6	2.5	2.3	2.4

数据来源：Wind、招商银行研究院

展望后市，四季度业绩预期将有所改善，同时估值处于底部，A股震荡磨底后将有所反弹，上证指数主要运行空间在3000-3400点。从中枢点位看，在全年业绩零增长的预期下，今年中枢点位应和去年的3225点接近。从上方空间看，四季度经济修复程度应达不到上半年的水平，预计上证点位不超过前期高点3400点。从下方空间看，前期濒临3000点时活跃资本市场政策力度空前，3000点似乎是决策层的底线。总体而言，四季度当上证临近下限3000点时可适当乐观，临近上限3400点时要适当谨慎。站在更长期的角度，3000点附近就是底部，只是明年中美经济仍有压力，走出这个底部仍将有一段波折期。

（二）A股结构：战略性看好医药、电子、高股息和微盘股

过往几年权益资产的沉闷固然磨人，但在市场长长时间低迷之后，理性的投资者心态上应更加积极乐观，毕竟市场提供了低估值买入未来中国最优秀企业的机会。投资一定是追求大格局上的成功，而不是执着于一时得失。看清未来的大方向至关重要，如果长短期逻辑同时支持某个方向，那大概率是个较好的投资机会。

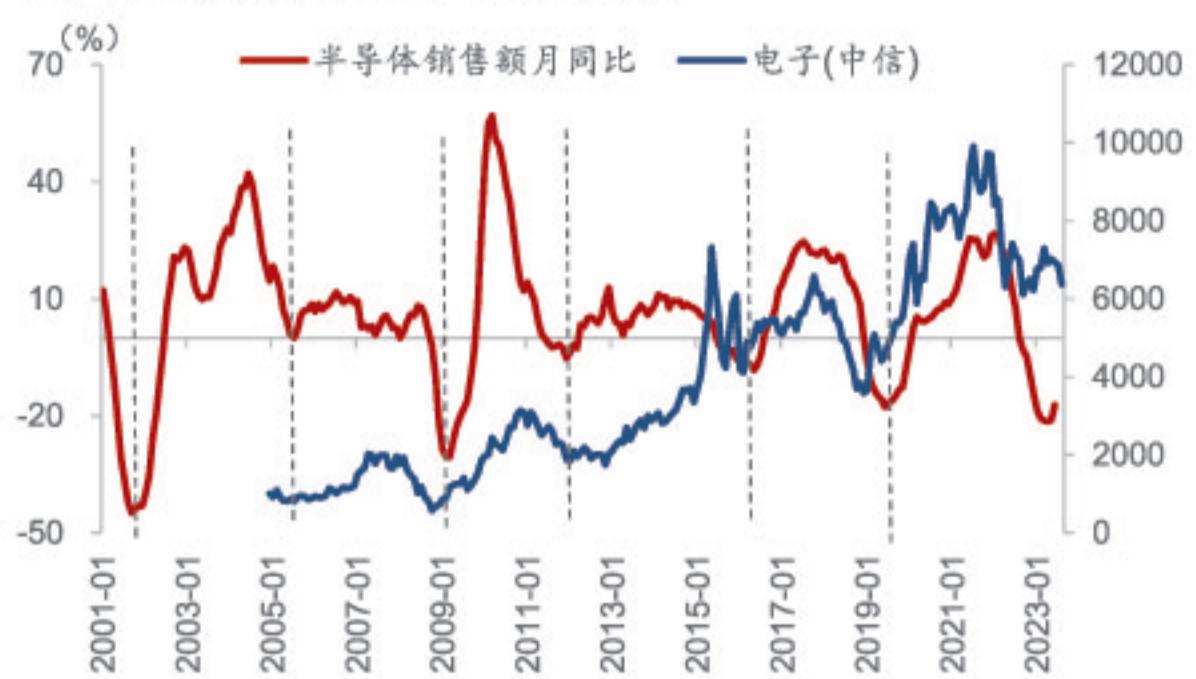
展望未来，随着四季度经济企稳，周期消费等总量经济强相关的行业应能企稳，甚至可能阶段性会比较强，但其长期可持续性仍有不确定性。建议以中长期的战略思维、同时结合短期的逻辑来综合考虑投资方向，建议关注：

第一、战略性看好央国企重估策略。长期看，这是经济下台阶、企业整体成长性下滑背景下的高股息红利。央国企重估策略不必拘泥于行业，即使是传统周期性行业，虽不适合从成长性逻辑去投资整个行业，但非常适合从低估值高股息的角度投资个股。央国企重估策略为何有效？1) 如果把所有股票投资者看成一个整体，其实际到手的投资收益仅有分红，换算成收益率就是股息率，而这里面始终能获得高股息的人，其投资收益就能跑赢大盘。这是央国企重估策略的本质逻辑。2) 在经济增速下台阶的阶段，央国企重估策略的逻辑会进一步加强。企业的成长性不足，资本开支速度就会下降，

主要市场研判

图 13：半导体销售周期见底将助力电子等科技股

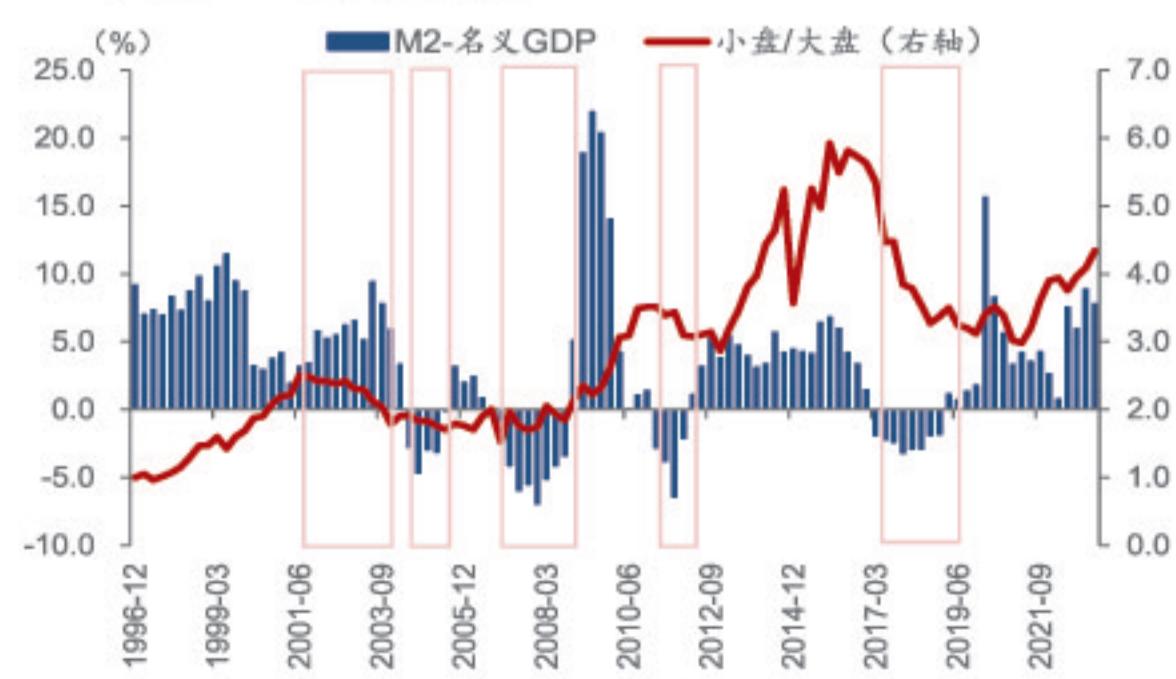
电子等科技股 VS 全球半导体周期



数据来源：Wind、招商银行研究院

图 14：宏观流动性宽松时小盘股偏强

M2-名义GDP vs 小盘/大盘



数据来源：Wind、招商银行研究院

多余的资金与其留在账上“睡觉”，不如分红给股东让股东自谋其它投资机会。3) 今年 8 月证监会的减持新规又进一步加强了企业的分红动力，政策规定近三年累计分红低于 30% 的大股东、控股股东不得减持，这有助于上市公司做好业绩加大分红。

第二、战略性看好医药。长期看，这是老龄化时代背景下的行业红利。医药行业目前仍是基金第一重仓行业。目前下跌已三年，估值处在历史极低位置，5 年和 10 年的市净率分位都在 5% 以内。7 月底以来的医药反腐，短空长多。短期会影响医院的招标速度，影响药品和器械的进院速度，但其长期的需求并没有变，反而对真正有议价能力的创新药和创新器械是利好。一个长期需求有确定性增长的行业出现罕见低估值的情形，应是价值投资者的配置良机，只是年内由于业绩拖累还有个混沌震荡期。

第三、战略性看好电子。长期看，这是举国体制助力科技自强自立背景下的产业政策红利（图 13）。对中国科技的打压已是美国和西方在大国博弈下的长期选择，这从对中国华为及芯片企业的制裁中可见一斑。科技是现代生产力发展和经济增长的第一要素，尤其在人口等经济变量又中长期下行的背景下，国家对科技产业的重视程度将空前。资本市场对科技企业的支持亦是特别倾斜。目前电子行业是基金第二重仓行业。估值处在历史较低位置，5 年和 10 年的市净率分位都在 15% 以内。此外，库存也处于底部，半导体周期也已底部企稳，这是一个顺周期又有中长期成长性的行业，未来股价有较大概率跟随业绩周期而上行。只是这一轮中国半导体周期，在海外打压下，叠加中美经济明年仍将有波折，时间上可能会起来的更慢，幅度上相比过往也可能稍弱一些。

第四、持续关注微盘股策略。长期看，这是 IPO 退市制度不完善背景下的制度红利（图 14）。国内退市难问题始终没有解决，再差的企业起死回生的概率都较高，这是制度对上市企业和中小投资者的保护。这就给了绩差股微盘股反转的力量。过往二十几年，万得微盘股指数走出了年化 25% 左右的长牛行情，其收益来源自然不是业绩，而是股价下跌反转后的价差收益，不断有公司因为股价下跌沦为微盘股，又不断有公司因为反转的力量而摆脱微盘股。既然没有业绩支撑的微盘股都能

主要市场研判

图 15：经济增速下降将导致企业收入增速下降

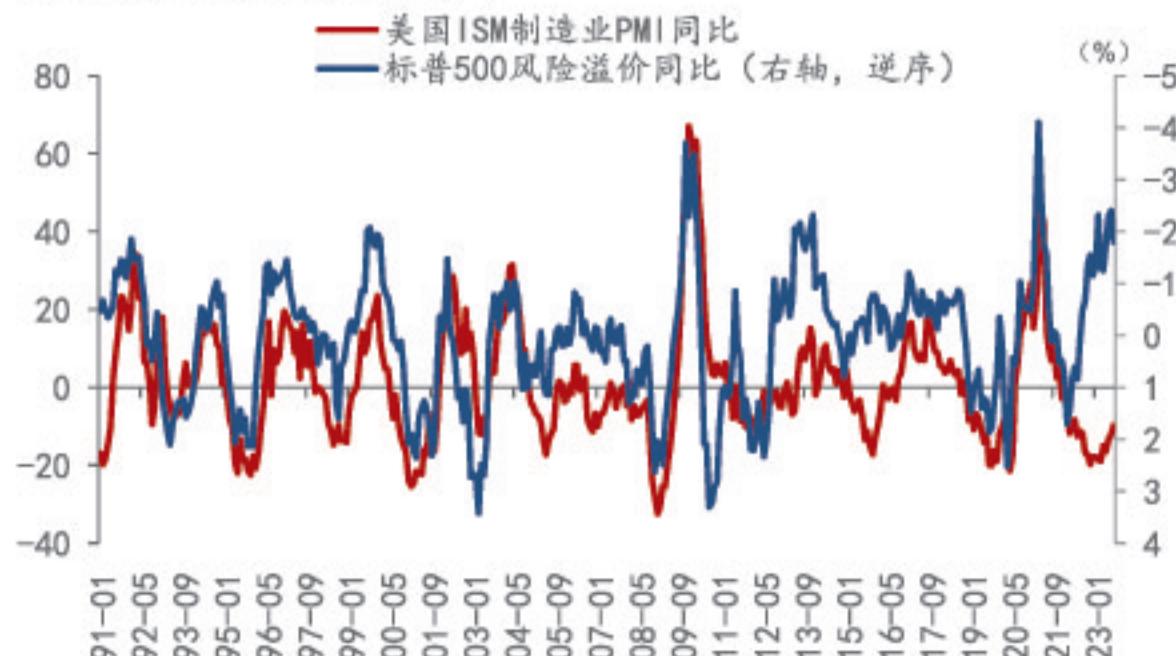
经济下行将导致企业收入增速下降



数据来源：Wind、招商银行研究院

图 16：美股风险溢价未反映增长放缓的风险

美股相对估值处于极高水平



数据来源：Wind、招商银行研究院

有如此绩效，那些低估值有业绩支撑的微盘股理论上应该有更好的业绩，同时也能在一定程度上防范退市制度修改所带来的风险。当前 A 股已有 5200 多家公司，机构能覆盖的不超过一半，在小盘股微盘股里依然有不错的投资机会。

（三）权益投资建议：保持中高仓位

仓位方面，大盘处于中长期底部，维持中高配。

产品方面，建议将量化多头、挂钩结构化、均衡和逆向策略作为核心品种进行配置；对风格、行业有一定偏好的客户，可将央国企重估和恒生科技作为卫星策略进行配置。

（四）港股策略建议：企稳修复

港股 A 股化的趋势较为明显。前期偏弱主要受制于中国经济低于预期，同时也受制于美国加息。随着四季度经济基本面将企稳，美元紧缩周期也接近尾声，港股大盘也有望企稳修复。

恒生科技多是互联网平台企业，其营收主要来自居民的线上消费。互联网时代的流量红利已然见顶，新的二次增长曲线尚不清晰，现阶段其大方向和 A 股消费股类似。在经济基本面企稳叠加估值较低的背景下，弹性未必有多大，但仍具一定中长期配置价值。

■ 美股：整体震荡，逐步增配科技板块

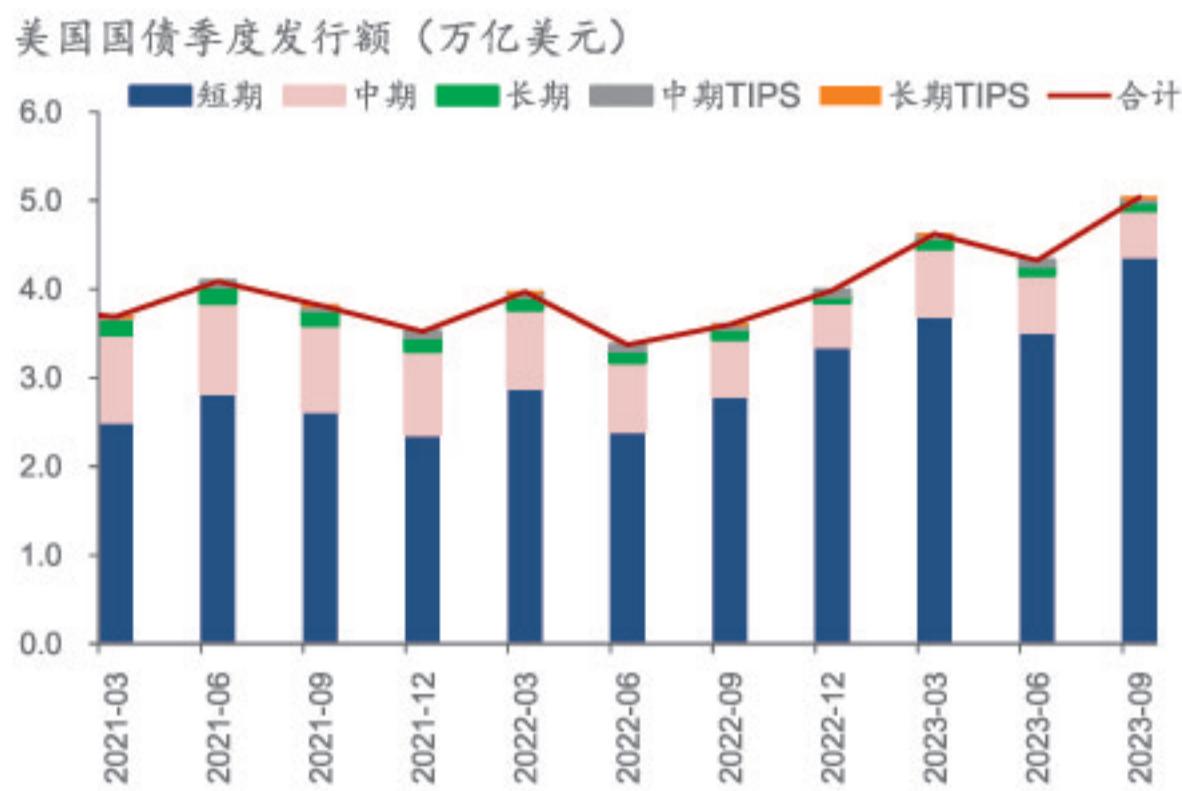
美国经济维持韧性，美联储态度偏鹰，市场的交易节奏仍将中性偏紧。美股面临估值调整压力（图 15，图 16），但是企业盈利改善对美股形成支撑，判断美股整体震荡。具体来看：

流动性对美股的影响较为不利。近期利率不断走高，美股受美联储紧缩预期影响有所调整。通胀居高不下、央行维持鹰派是美股面临的最大的尾部风险。美股估值偏高，美债利率未来可能居高不下，美股将面临估值调整压力。

企业盈利预期有所改善，经济衰退预期正在减弱，对美股形成支撑。美国经济表现好于市场预期，分析师对标普 500 的盈利预期继续改善。从领先指标看，8 月

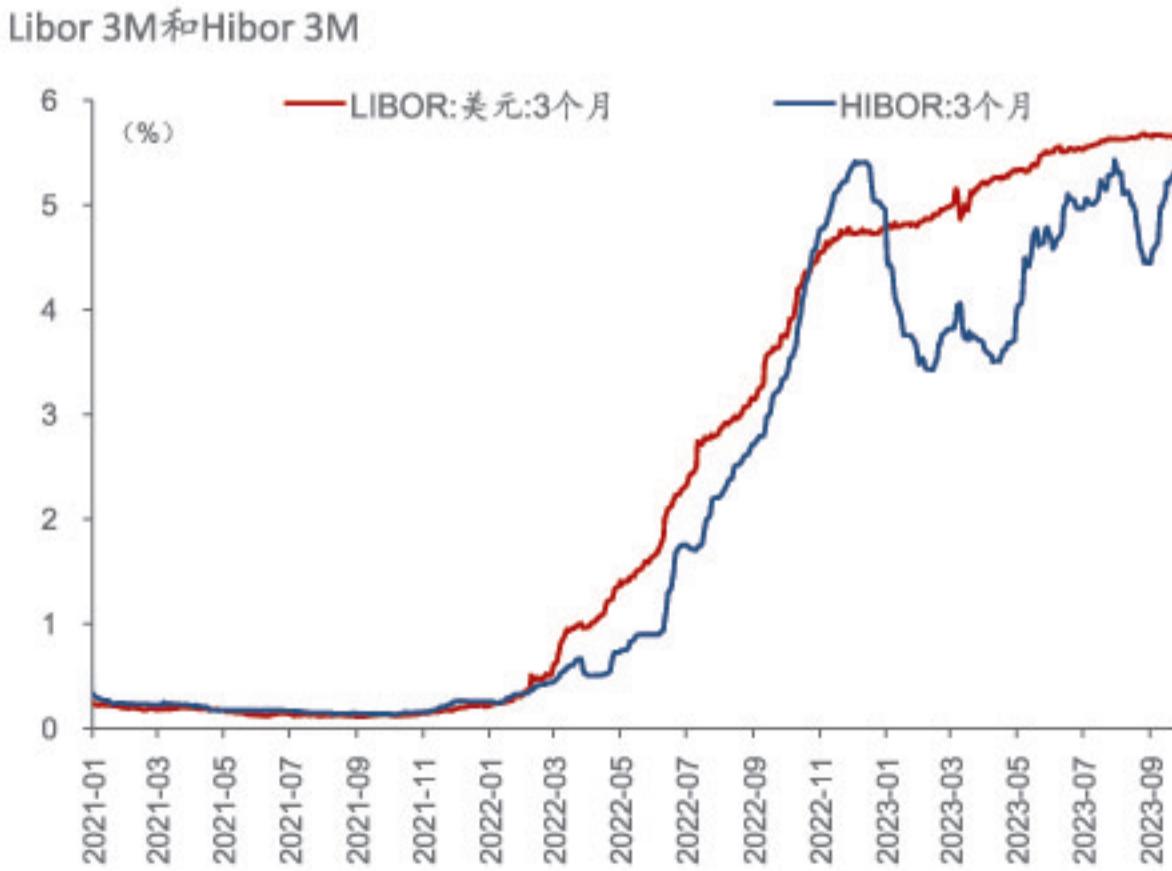
主要市场研判

图 17：美国国债 Q3 发行额度较高



数据来源：Wind、招商银行研究院

图 18：Libor、Hibor 利率仍然偏高



数据来源：Wind，招商银行研究院

美国 ISM 制造业 PMI 较大幅度回升至 47.6，并且已连续 2 个月回升。

美股估值高，具备估值回落调整的空间。当前标普 500 市盈率 (TTM) 23 倍，处于过去 10 年的 61% 分位数，估值水平较高。美股风险溢价 (1/市盈率 - 美国 10 年期国债利率，越低代表股票相对债券越贵) 更是处于过去 10 年的 0% 分位数，相对估值水平极高。但美股估值离科网泡沫还有非常大的距离，因此大幅下跌的可能性也较小。

结构上，科技板块基本面仍然强劲，短期受交易拥挤和货币紧缩升温影响可能有所回调，但回调将是加仓时机。二季度，美股头部科技公司总收入同比增长 6.8%，增速相比一季度有所回升，总净利润同比增长 27.6%，增速大幅提升。三季度开始，美股科技板块将进入业绩上行周期：1、下半年 AI 继续快速发展等。2、全球半导体将步入上升周期。3、美股互联网公司降本增效后，业绩增速开始企稳回升。但是，支撑美股上涨的大型科技股目前交易高度拥挤，预期充分，短期上行动力不足。

综合来看，建议标配美股，逐步增配美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。

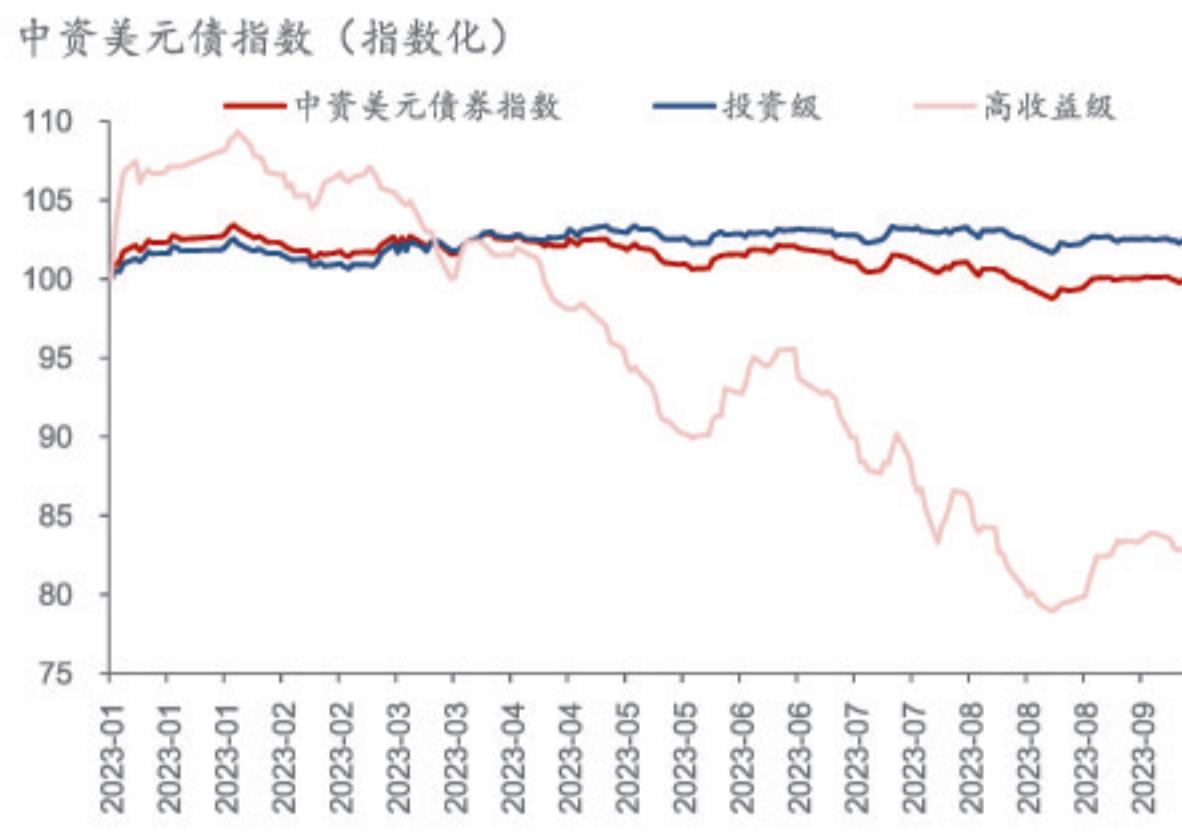
■ 美债：利率将维持高位

美债 10Y 利率预计将维持高位。第一，在美国财政赤字扩张的影响下，美债 Q3 季度发行额明显放量（图 17），逼近 5 万亿美元（数据截至 2023 年 9 月 22 日），在一定程度上增加了利率的上行压力。第二，美国经济仍然不差，再通胀压力加大，叠加美联储对货币政策维持偏鹰立场，美债利率整体易上难下。第三，债券市场对联储政策存在“敬畏心理”。年初以来，市场曾尝试抢跑“美国衰退+货币政策转松”预期，但却屡次遭到证伪。目前债券市场对于未来是否会继续加息明显持谨慎态度，在未看到经济出现持续放缓的证据前，预计美债利率将维持高位。如果未来再通胀压力进一步加大，或是经济数据持续好于预期，甚至不排除利率进一步上行挑战 4.7% 的可能。

投资策略上，美债利率短期内或仍有波动，建议观望。但从中长期配置角度来说，仍然维持中高配策略不变。

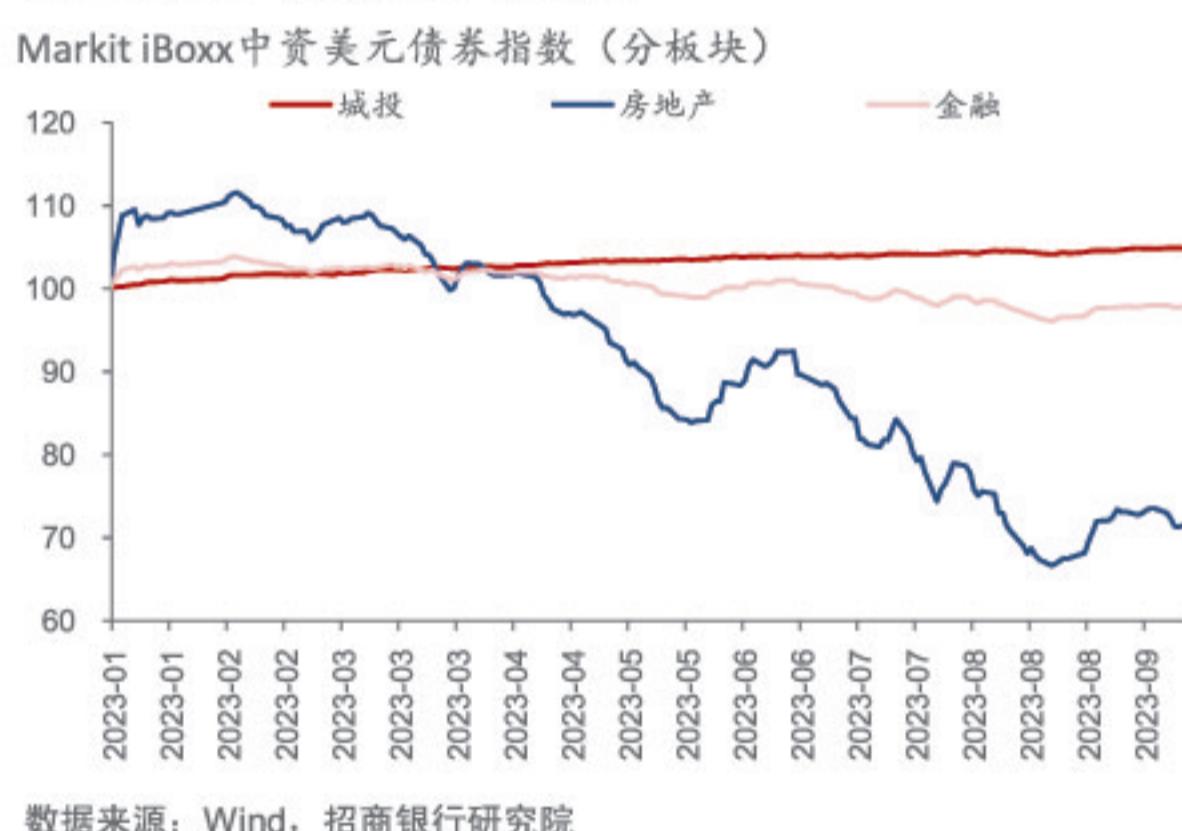
主要市场研判

图 19：高收益债与投资级债券表现分化



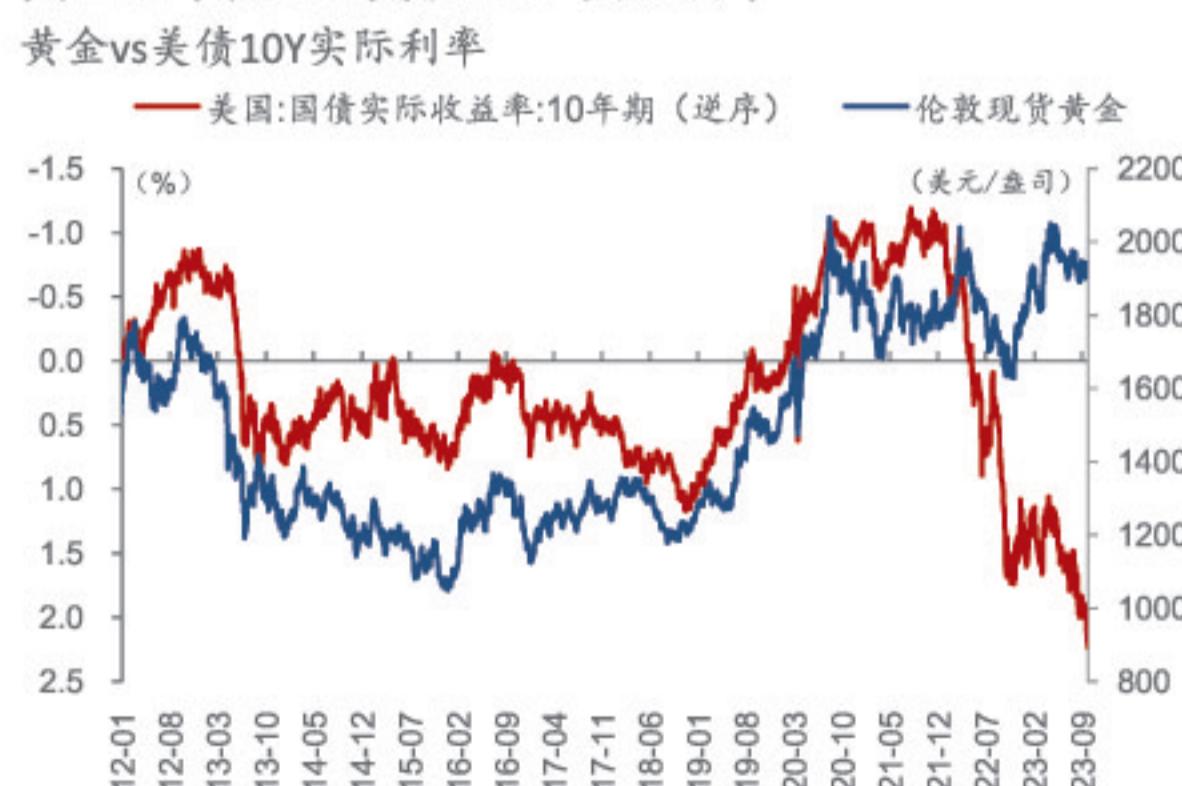
数据来源：Wind，招商银行研究院

图 20：地产美元债小幅反弹



数据来源：Wind，招商银行研究院

图 21：黄金 vs 美债 10Y 实际利率



数据来源：Wind，招商银行研究院

融资策略上，尽管美联储已经处于加息的尾声，但以 Libor、SOFR、Hibor 作为定价基准的美元、港元融资成本仍然偏高（图 18），建议以低融资成本货币进行融资。

■ 中资美元债：利率维持高位，暂无趋势行情

趋势上，由于美元基准利率大概率维持高位，中资美元债预计同样将延续震荡行情。从境内外溢价以及票息收益的角度来看，中资美元债仍然具备配置价值。

结构上，市场将继续呈现投资级强于高收益的特征（图 19）。对于高收益债来说，受益于“认房不认贷”、“下调首/二套房首付比例”、“取消限购”等房地产放松政策，高收益债在近期出现一定程度的反弹（图 20）。但考虑到政策出台传导至销售尚需时日，房企对市场预期也仍然悲观，房地产开发投资疲软，地产行业尚未看到趋势性好转的信号。因此，我们也难以确认目前就是高收益债的底部。若未来地产行业依旧偏弱，高收益债也存在继续下行的风险。板块上，TMT 和金融板块具备相对优势，地产、弱资质城投建议相对谨慎。

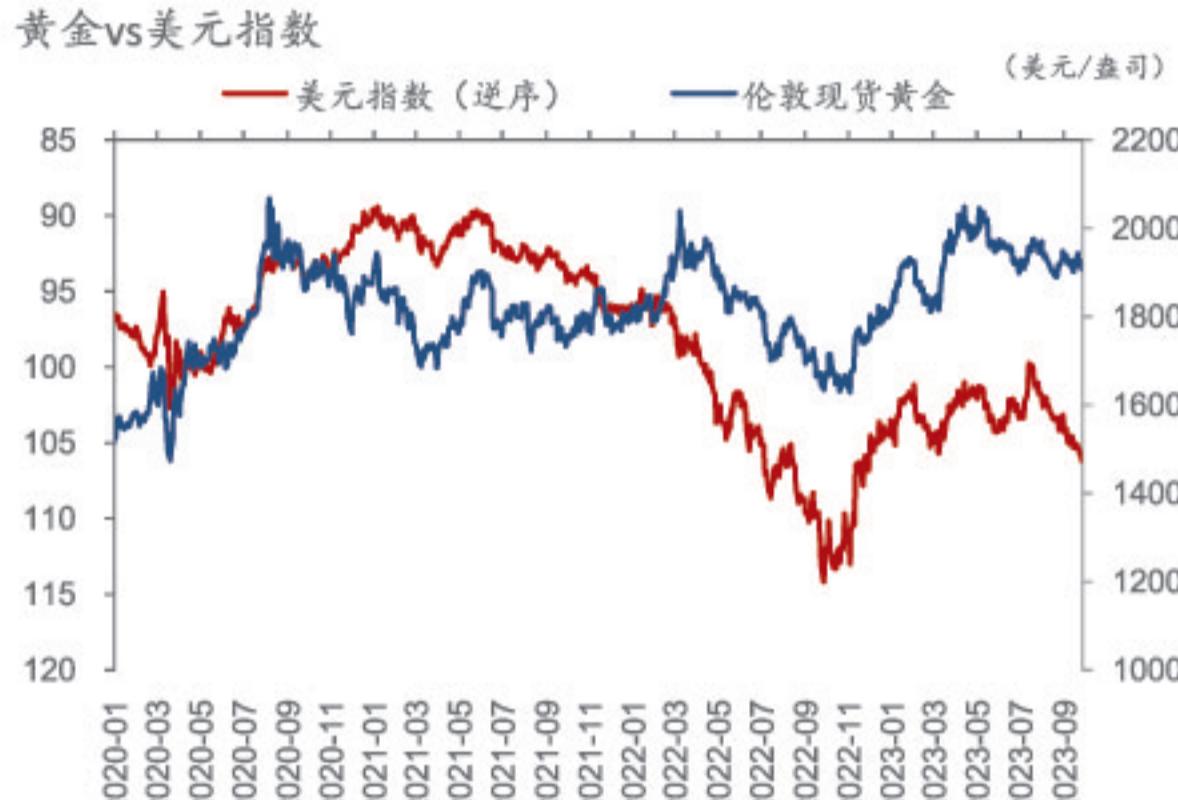
综合来看，对中资美元债和相关产品维持中高配建议。具体产品结构上，以配置投资级美元债为主，板块上可以优选 TMT、金融板块，尽量规避地产、弱资质城投板块。产品上建议适当配置 QDII 债基或是相应的银行理财产品。

■ 商品：黄金震荡偏弱，沪金将强于伦敦金

黄金：伦敦金或震荡偏弱（图 21，图 22）。对于伦敦金来说，由于实际利率维持高位，且美元存在反弹风险，这将给黄金带来下行压力。但是，从 2022 年以来，央行购金需求不断攀升，导致黄金与实际利率的负相关关系出现松动，在实际利率不断上行的背景下，金价表现仍然相对坚挺。从目前的央行购金情况来看，上半年购金量依旧旺盛（接近 400 吨），预计将继续成为黄金的托底力量，金价下跌空间不大，整体将呈现震荡偏弱走势。但是对于上海金来说，考虑到人民币仍然存在贬值压力，加上目前国内囤金需求较为旺盛，预计上海金表现将继续强于伦敦金。从中长期来看，黄金牛市未完，

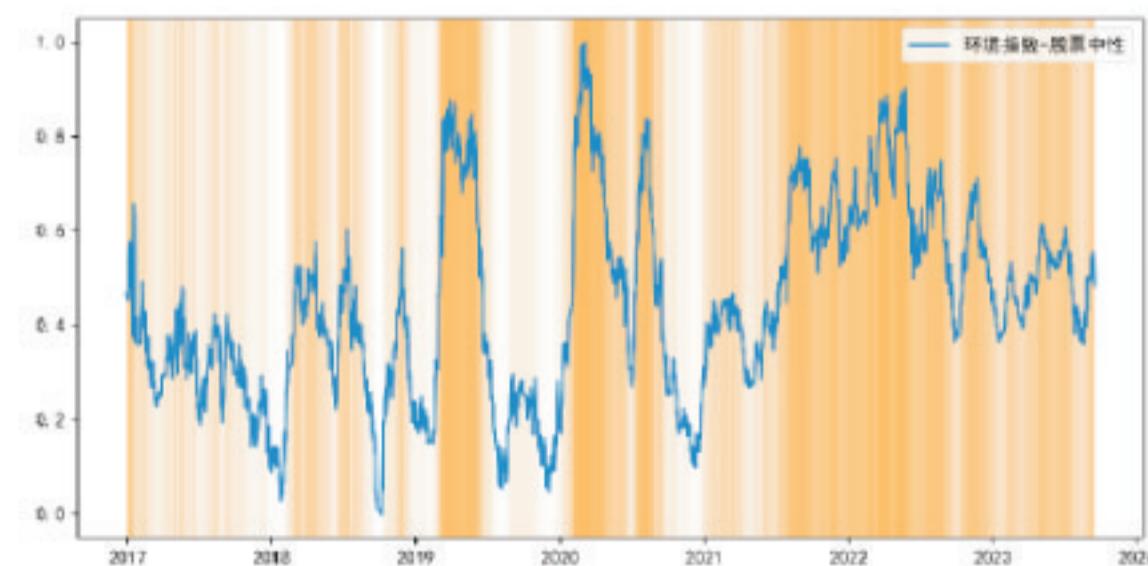
大类资产配置策略

图 22：黄金 vs 美元指数



数据来源：Wind，招商银行研究院

图 23：股票中性策略环境指数



数据来源：Wind、招商银行私人银行部，截至 2023 年 9 月 15 日

图 24：“胜率—盈亏比”九宫格



数据来源：Wind，招商银行研究院

现在属于上涨通道中的正常休整期。

原油：油价或维持高位震荡，不易出现深跌。第一，OPEC+减产确实提升了四季度原油市场出现供应缺口的确定性，这是此前油价强势的原因。在 9 月沙特、俄罗斯宣布在四季度合计 130 万桶/日的减产后，四季度供应缺口大幅增加。在没有出现重大宏观风险事件之前，供应紧缺格局很难扭转。第二，油品裂解价差或长期维持高位，对油价构成支撑。短期中国成品油出口配额下发利空已经出尽，海外成品油库存依旧偏低。在俄罗斯柴油出口禁令的扰动下，中间馏分油走势或继续偏强。此外，短期需注意美国飓风对成品油裂解价差的扰动。第三，油品价格推高海外通胀，或再度引发市场交易海外央行加息预期，在四季度可能会构成油价阶段性回调的利空，建议持续关注。

■ 对冲：环境适中，可持续配置

从量化选股策略环境来看，对冲环境指数处于 2016 年以来 58.52% 分位，市场流动性和流动性结构分位数分别处于 51.04% 和 49.26%，指数波动和股票分化程度分别处于 50.43% 和 7.35% 分位。综合基差情况、流动性和波动性两方面来看，量化选股环境中等。仍可作为中低风险配置组合的重点组成部分（图 23）。

大类资产配置策略：维持国内权益中高配，重视结构性机会

根据市场研判与分析（图 24），对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议：高配 A 股的成长风格。中高配 A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债、中资美元债。标配中国国债、信用债、A 股的周期风格、美股、美元、人民币。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有，在法律允许的范围内保留所有权利。





招商银行私人银行 助您家业常青 是我们的份内事



扫码了解更多
“私人银行”详情

招商银行私人银行汇聚“1+N”专家团队的经验和智慧，遵循独特严谨的“螺旋提升四步工作法”，为您提供财富管理方案，并打造“开放式产品平台”助您捕捉更多投资机会。成立15年来，屡获业界国内外权威机构和媒体的认可，让我们倍受鼓励，载誉前行。

当您的金融资产在1000万人民币以上，希望拥有“1+N”专家团队的私人银行服务，敬请垂询。

请致电95555，或登录cmbchina.com



Private Banking
私人银行

