

2022. 12. 22

宏观友好度视角下的中美权益资产比较

——从寻底到磨底，美股配置价值 23 年展望

本报告导读：

进一步丰富宏观友好度评分体系，增强了其对美股的兼容性。展望 23 年，“CN 宏观友好度评分”继续回升，斜率降低；“HK 宏观友好度评分”开始反弹，向上空间大；“US 宏观友好度评分”先寻底后磨底。基于该视角的中期配置价值排序：港股>A 股>美股，中国权益资产吸引力全面优于美国权益资产；建议高配港股和 A 股，低配美股。

摘要：

- **适配 A 股的“CN 宏观友好度评分”已回升至中枢上方，23 年仍将继续回升，但斜率逐步下降。**从美林周期、库存周期、金融周期中提炼出三种宏观压力指标并整合成为“CN 宏观友好度评分”，其和全 A 指数滚动收益率之间的相关性达到 0.69；不仅可以解释经济景气拉动的牛市也可以解释流动性驱动的牛市。截至 11 月，“CN 宏观友好度评分”已升至中枢上方，预计将在政策呵护下继续回升，但斜率逐步下降。
- **适配港股的“HK 宏观友好度评分”来自中国库存周期和美国金融周期的叠加，即将触底反弹，23 年上行潜力很大。**港股属于中国权益资产范畴，但其特殊性使得“CN 宏观友好度评分”对其解释力不足；为此，我们将中国库存周期友好度和美国金融周期友好度进行加权平均后合成“HK 宏观友好度评分”，该指标和恒指滚动收益率相关性达到 0.68；“HK 宏观友好度评分”目前正处于向上拐点形成的窗口期，未来向上均值回归的空间更大。
- **构建适配美股的“US 宏观友好度评分”，方式与“CN 宏观友好度评分”相似，预计其 23 年先寻底后磨底。**“US 宏观友好度评分”对美股主要指数的平均解释力高于 0.67；预计 23 年美国金融周期和美林周期友好度将触底反弹，库存周期友好度则继续下行，呈现两上一下格局，上行速度慢于下行速度。预计“US 宏观友好度评分”在前三季度继续下行，四季度逐步做底，总体上呈现先寻底后磨底的特征。
- **基于三条宏观友好度评分曲线的对比，年度配置价值排序上，港股>A 股>美股。**将“CN”、“HK”、“US”三条“宏观友好度评分”指标曲线并列比较，得出主要权益资产年度配置价值参考排序：港股>A 股>美股，即在此视角下，中国权益资产全面优于美国权益资产；建议高配港股和 A 股，低配美股。
- **风险提示：**本报告结论基于模型预测，数据和处理方法可能有偏或无效，策略观点以策略团队为准。

报告作者



廖静池(分析师)



0755-23976176



liaojingchi024655@gt.jas.com

证书编号 S0880522090003



王大霖(分析师)



021-38032694



wangdaji026000@gt.jas.com

证书编号 S0880522080007

相关报告

经济周期：定义、概念与划分

2022. 12. 21

宏观友好度评分是如何比较 A 股和港股的

2022. 12. 08

如何估算黄金的避险需求

2022. 12. 03

宽信用政策超预期，低估值板块年底逆袭

2022. 12. 02

国企改革背景下央企配置价值提升

2022. 11. 30

目 录

1. 已有的“CN 宏观友好度评分”从经济周期嵌套角度解释 A 股牛熊 .. 3	
1.1. 源自周期嵌套模型的基本面中长线综合指标..... 3	
1.2. 指标已升至中枢上，预计仍将继续回升但斜率下降 3	
2. 已有的“HK 宏观友好度评分”融合中国库存周期和美国金融周期 ... 4	
2.1. 港股的特殊性使得普通的“CN 宏观友好度评分”缺乏解释力 4	
2.2. “HK 宏观友好度评分”向上均值回归的空间更大 5	
3. 构建适配美股的“US 宏观友好度评分”，预计 23 年先寻底再磨底.. 6	
3.1. 美国库存周期友好度预计全年总体继续回落..... 6	
3.2. 美国金融周期友好度预计 23 年春季见底后缓慢回升..... 7	
3.3. 美国美林周期友好度或即将从历史低位开始小幅回升..... 8	
3.4. 合成的“US 宏观友好度评分”过去对美股的解释力较好 10	
3.5. 以“US 宏观友好度评分”的预期走势作为美股择时的基线..... 12	
4. 从三种宏观友好度对比中得出 A 股、港股、美股年度配置建议 .. 13	

1. 已有的“CN宏观友好度评分”从经济周期嵌套角度解释 A 股牛熊

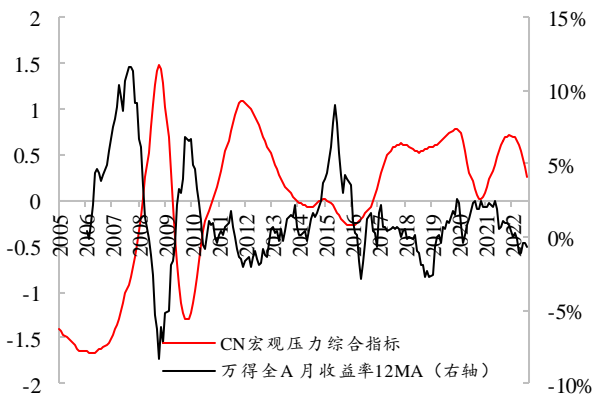
1.1. 源自周期嵌套模型的基本面中长线综合指标

在早先的报告《如何以宏观友好度评分辅助权益仓位管理——兼论板块配置轮盘中的三种周期划分法》中，我们首次介绍了宏观友好度评分指标体系的概念、构架方式，和其辅助权益仓位决策的功能。

具体上，我们从美林周期、库存周期、金融周期三种短周期划分方式中提炼出三种宏观压力指标：“滞胀指标”、“滞销指标”、“货币缺口指标”，再将其整合成为“宏观综合压力指标”并逆序处理得到对应的“宏观友好度评分”。此为该概念的首次引入，后文为进行区分更准确地称其为“CN宏观友好度评分”。

直观上看，“CN宏观友好度评分”和全 A 阶段性表现显著正相关（相关性系数 0.69）；对于大多数基本面指标较难以很好解释的 14-15 年前后的流动性牛市，该指标也能较好地进行拟合。

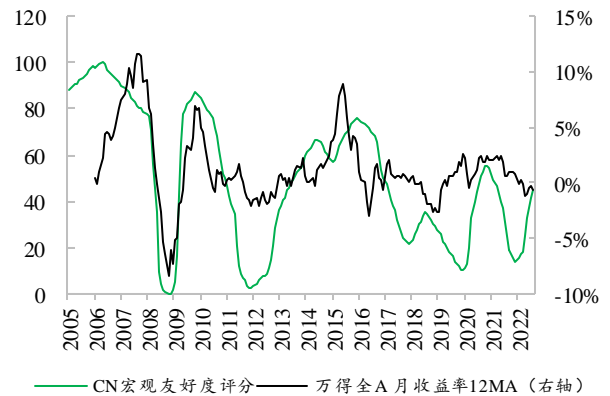
图 1: CN 宏观压力综指和全 A 表现负相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 数据截至 2022 年 8 日, 详见《如何以宏观友好度评分辅助权益仓位管理》, 原文中宏观压力综指即指 CN 宏观压力综指, 数据经标准化处理

图 2: CN 宏观友好度评分和全 A 表现正相关



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 数据截至 2022 年 8 日, 详见《如何以宏观友好度评分辅助权益仓位管理》, 原文中宏观友好度评分即指 CN 宏观友好度评分

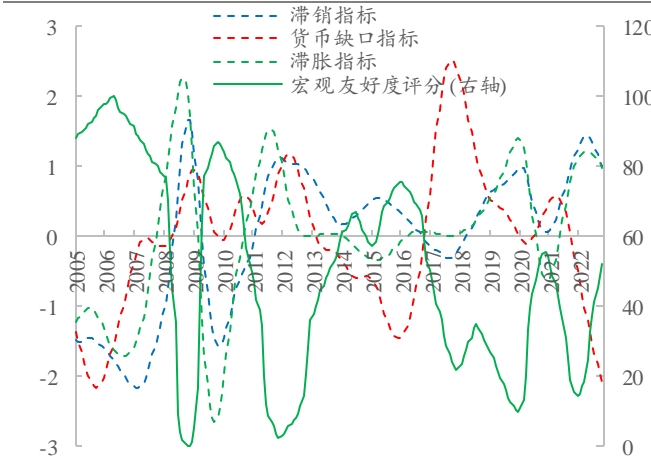
1.2. 指标已升至中枢上, 预计仍将继续回升但斜率下降

截至 11 月份数据, “CN 宏观友好度评分”回升至中枢以上, 主要贡献来自于美林周期和库存周期的改善, 以及绝对位置偏宽松的金融周期。此前一段时间 (主要指 8-10 月), A 股的弱势表现和宏观友好度的回升一度形成鲜明对比, 我们在《宏观友好度评分上行, 风格差异指标新高》一文中将其归因于风险偏好下降的压制; 11 月以来这种背离情况在利好政策的鼓舞下正得到修正, A 股投资者信心正在重建。

对未来一年进行定性展望, 预计在政策呵护下, 库存周期和美林周期友

好度有望继续改善（即滞销指标和滞胀指标将继续下降），而金融周期友好度将逐步回落（货币缺口指标出现向上拐点）。基于对各指标权重、预期变化方向和变化率的基准假设，“CN 宏观友好度评分”23 年大概率将缓慢回升至接近 14 年初的水平，只是回升的速度逐渐降低。

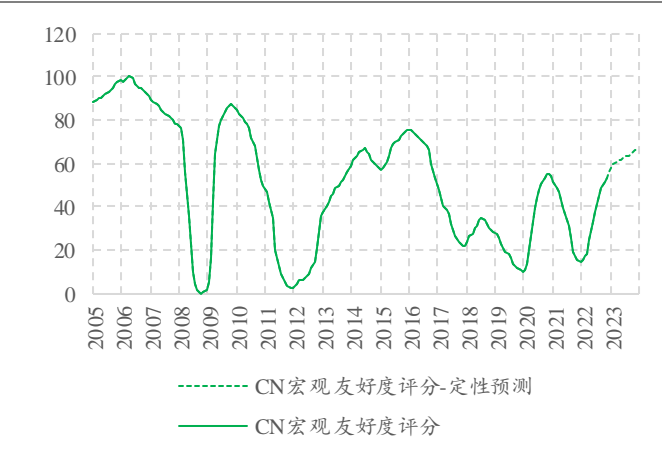
图 3：CN 宏观友好度评分回升超中枢



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：数据截至 2022 年 10 月，详见《宏观友好度评分上行，风格差异指标新高》，此处的宏观友好度评分即指 CN 宏观友好度评分，数据经标准化处理

图 4：预计 23 年 CN 宏观友好度将继续回升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：数据截至 2022 年 11 月

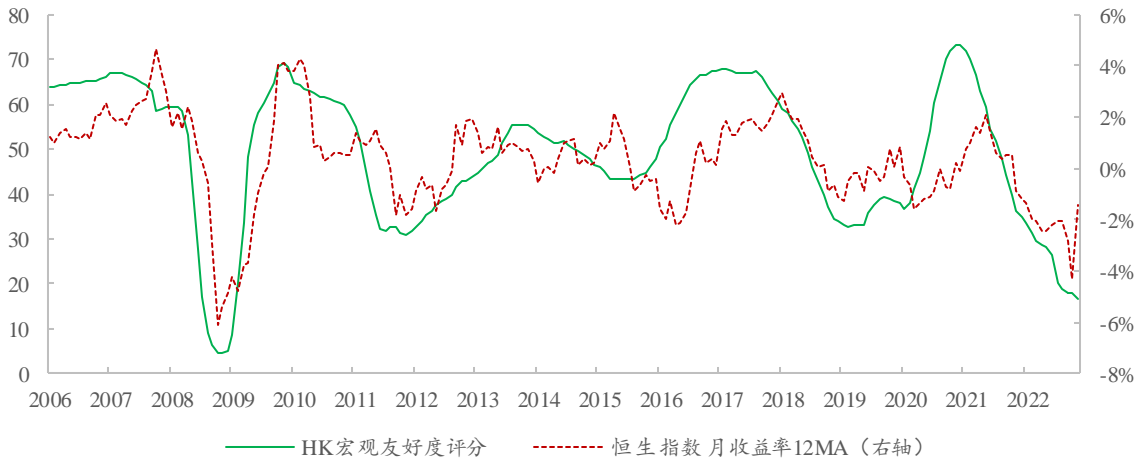
2. 已有的“HK 宏观友好度评分”融合中国库存周期 和美国金融周期

2.1. 港股的特殊性使得普通的“CN 宏观友好度评分”缺乏解释力

由于香港特区资本市场的特殊地位，普通的 CN 宏观友好度评分对港股解释力不足。这种特殊性主要表现在，港股的分子端紧跟中国库存周期，而分母端却追随美国的金融周期。有鉴于此，我们在报告《宏观友好度评分是如何比较 A 股和港股的》中因地制宜地对宏观友好度评分体系进行了改良，形成了“HK 宏观友好度评分”。

对于中国库存周期，我们直接沿用“CN 宏观友好度评分”中的滞销指标进行中国库存周期友好度评价；对于美国金融周期，我们对 10Y 美债实际利率做滤波和平滑处理后得到美国金融压力指标，代表美联储鹰派程度，将逆序转化为美国金融周期友好度评分。最后以 2:1 的比例将中国库存周期友好度评分和美国金融周期友好度评分进行加权即可合成“HK 宏观友好度评分”。该指标和恒指 12 个月移动平均收益率相关性接近 0.68，解释力得到明显提升；和“CN 宏观友好度评分”指标对万得全 A 指数表现的解释力基本等量齐观。

图 5：HK 宏观友好度评分很好地解释了港股表现

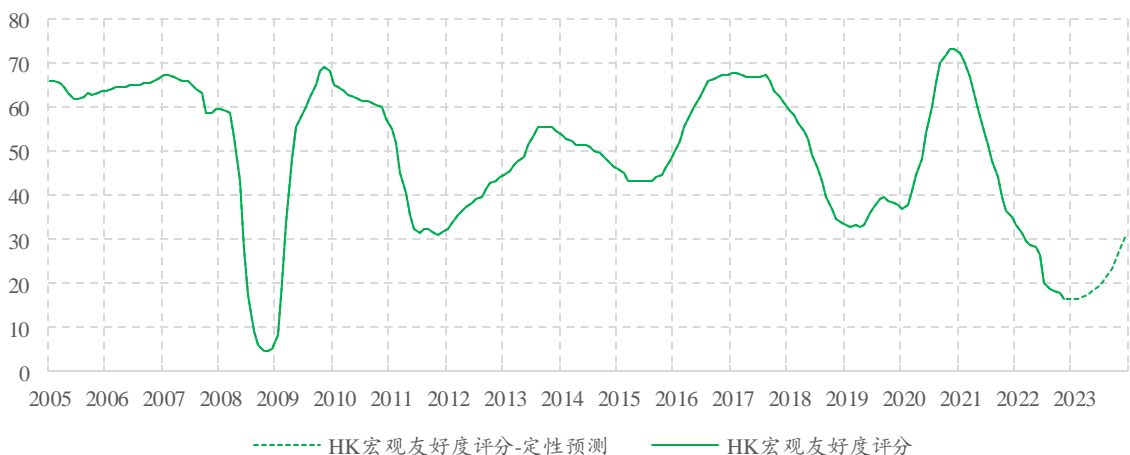


数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月，详见《宏观友好度评分是如何比较 A 股和港股的》

2.2. “HK 宏观友好度评分” 向上均值回归的空间更大

对“HK 宏观友好度评分”进行定性展望：**(1)** 中国库存周期方面，基本可以认为中国经济已经告别主动去库存阶段而进入被动去库存阶段，对应传统经济的复苏早期，未来宽信用政策和疫情防控优化政策加速落地会起到积极作用，中期方向向上是相对确定的，对应库存周期友好度评分稳步回升。**(2)** 美国金融周期方面，在报告《美债实际利率中期向下拐点将于春季确认——基于一个领先指标》中我们构建“美联储紧缩动力评分”，推算其中期向下拐点将出现于 23 年 3 月、确认于 4 月；这意味着美国金融周期友好度评分中期趋于回升。**(3)** 综合而言，“HK 宏观友好度评分”正处于向上拐点形成的窗口期，未来向上均值回归的空间很大。

图 6：HK 宏观友好度评分向上拐点即将出现



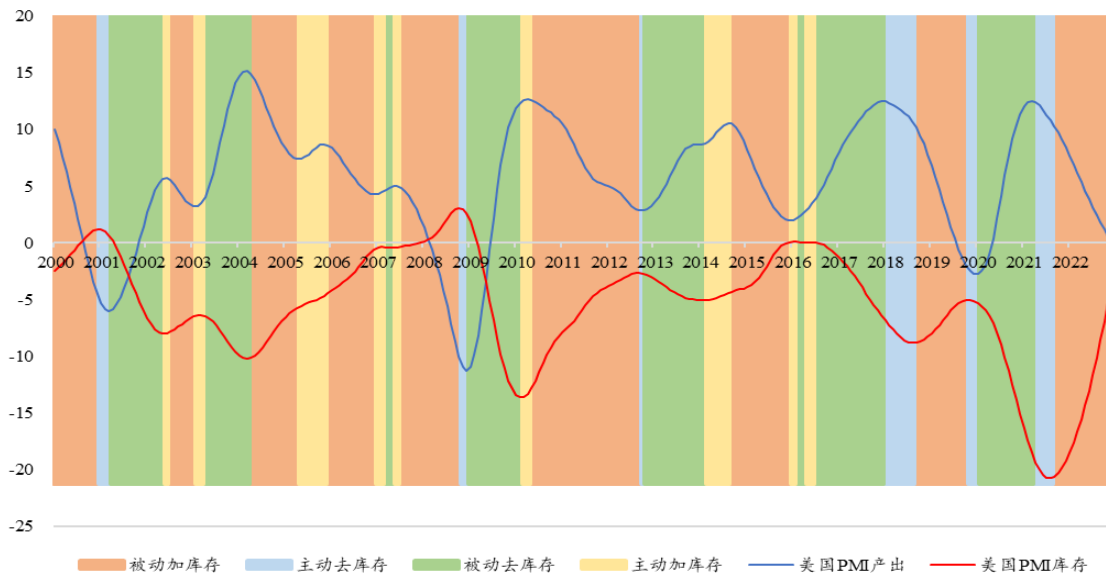
数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月

3. 构建适配美股的“US 宏观友好度评分”，预计 23 年先寻底再磨底

3.1. 美国库存周期友好度预计全年总体继续回落

沿用中国库存周期的分析思路，基于美国 ISM 制造业 PMI 库存与 ISM 制造业 PMI 产出两个分指标划分美国库存周期象限，以两者之差为美国滞销指标，并对应转化为美国库存周期友好度评分。

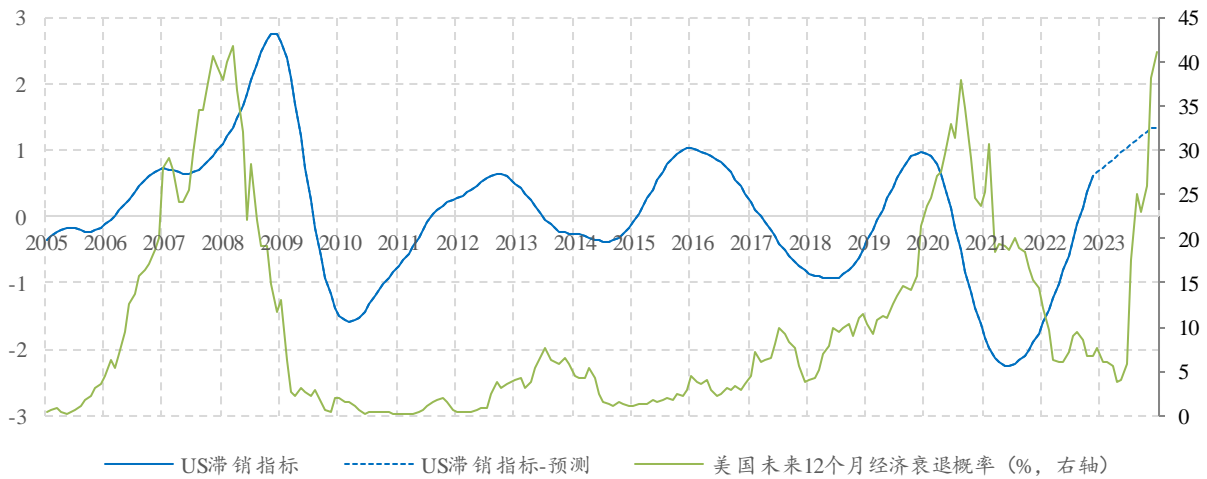
图 7：美国库存周期处于被动加库存阶段



数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月，PMI 数据均进行去均值处理 (-50)

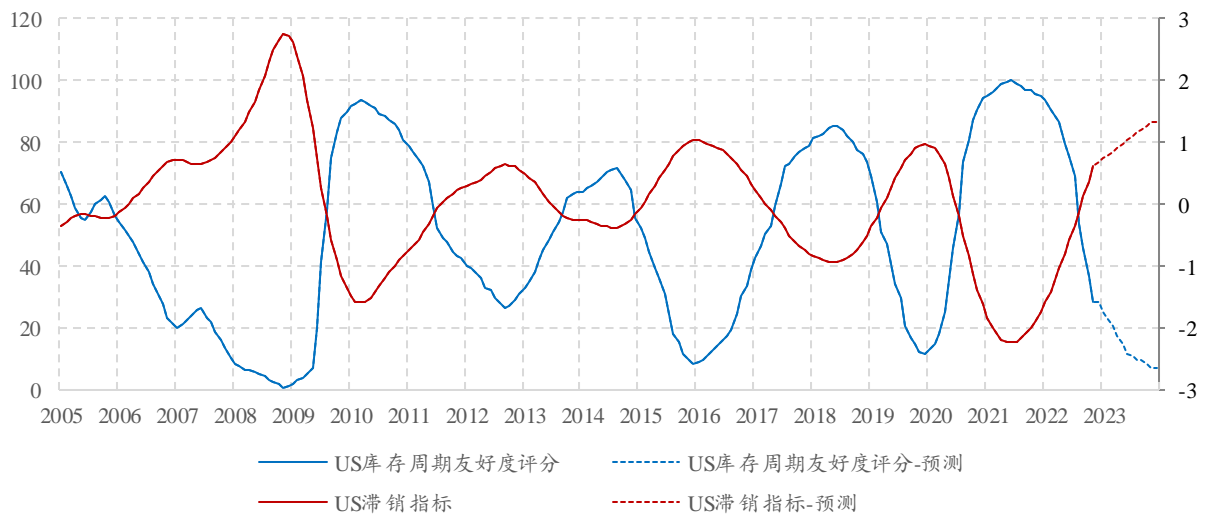
美国滞销指标（即 US 滞销指标，后同）22 年以来加速上行，对应库存周期友好度加速回落。历史上，美国滞销指标和纽约联储公布的未来 12 个月衰退概率指标存在正相关性，且滞销指标是领先指标。目前，纽约联储预计 23 年衰退风险总体逐月增加。根据两者的相关性规律，美国滞销指标预计在 23 年年底前的大部分时间保持上行；相应地，美国库存周期友好度评分预计继续回落，直至年底才走平。

图 8：美国滞销指标预计继续回升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月，滞销指标经标准化处理，23 年 12 月衰退概率的数据由线性外推补足

图 9：美国库存周期友好度评分预计继续回落

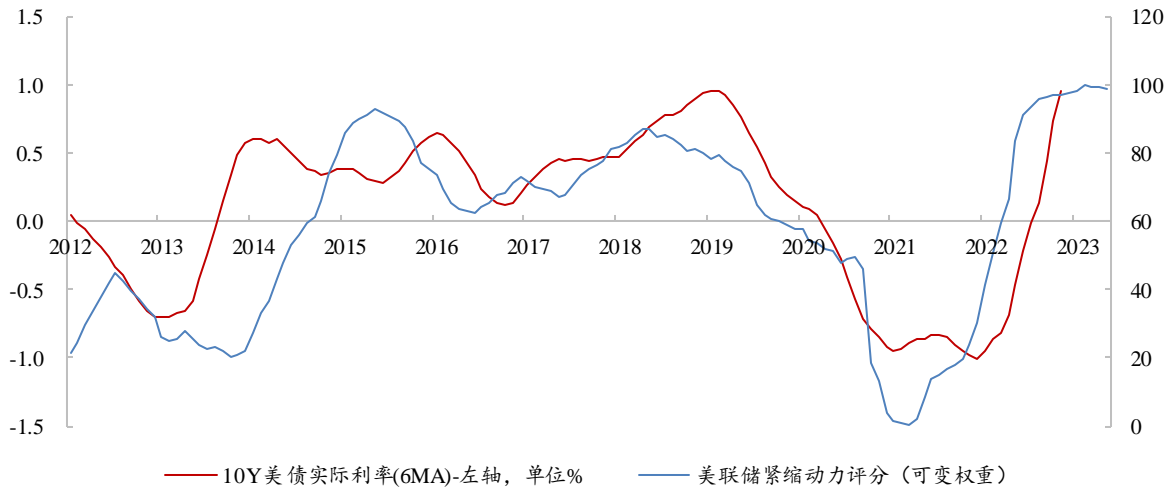


数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月，数据经标准化处理

3.2. 美国金融周期友好度预计 23 年春季见底后缓慢回升

对美国金融周期的研究方法和中国金融周期存在明显区别，前者基于美联储的全球央行地位而专注于对实际利率的研究。在《美债实际利率中期向下拐点将于春季确认——基于一个领先指标》中我们综合通胀、就业、景气和期限利差四个维度的前瞻性指标，构建“美联储紧缩动力评分”，推算指标中期向下拐点将出现于 23 年 3 月、确认于 4 月；这意味着美国金融周期友好度评分将于春季见底。

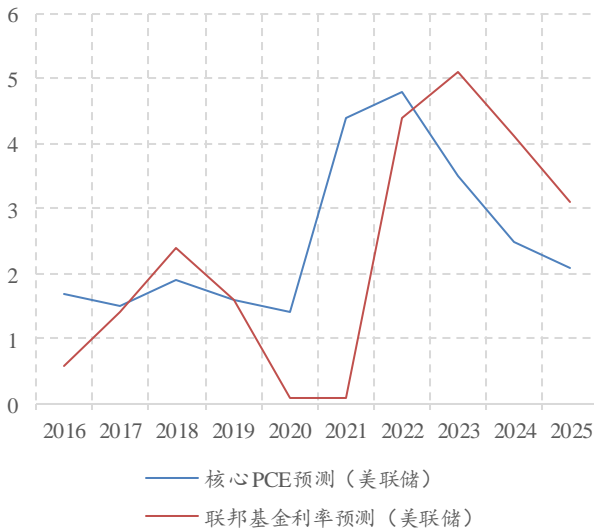
图 10：综合指标“美联储紧缩动力评分”将于 3-4 月确认向下拐点



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，详见《美债实际利率中期向下拐点将于春季确认》

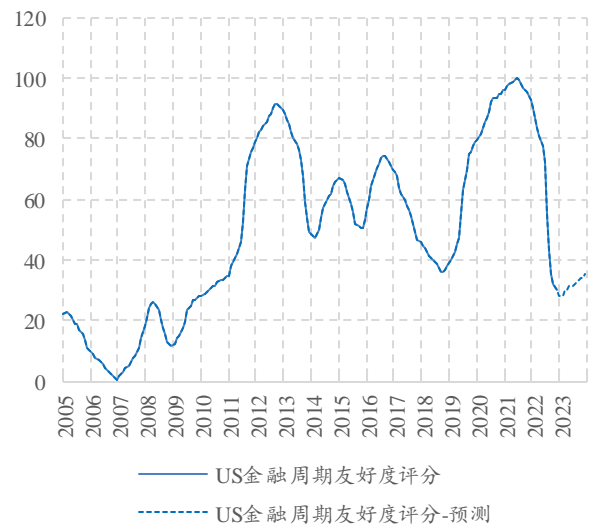
美联储目前给市场的预期是 23 年继续加息使联邦基金利率升至 5.1%，此后两年降息使联邦基金利率回落至 3% 附近，利率曲线的拐点保持对核心 PCE 拐点的滞后性。即便如此，美债长端收益率一般会在预期的作用下领先于官方确定的短期利率出现向下拐点；因此，这和我们对于金融周期友好度拐点的判断并无矛盾，只是暗示向上拐点出现后的回升斜率将比较有限。

图 11：美联储预计加息终点预计为 5.1%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究
注：数据截至 2022 年 11 日，单位%

图 12：美国金融周期友好度预计上半年触底



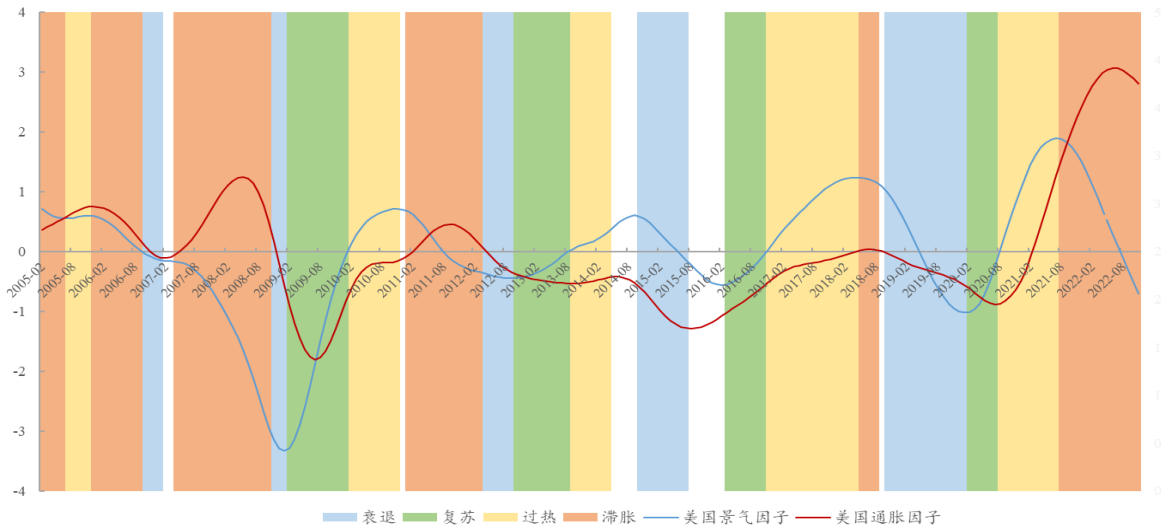
数据来源：Wind，国泰君安证券研究
注：数据截至 2022 年 11 日

3.3. 美国美林周期友好度或即将从历史低位开始小幅回升

和定义中国的美林周期的方法类似，我们基于通胀因子和景气因子界定美国的美林周期。其中，景气因子来自对综合 PMI（即制造业 PMI 和非

制造业 PMI 以 6: 4 比例加权) 的滤波、平滑和标准化处理; 通胀因子主要来自于 CPI 和 PPI 的波动率加权平均。基于针对美国设置的象限划分规则, 21 年四季度以来美国经济被认为走出过热进入滞胀并持续至今, 对应通胀因子显著偏高的同时景气因子拐头向下。发展趋势上, 目前美国经济处于滞胀象限后期, 未来随着物价的继续回落将逐步走出滞胀象限 (其后大概率进入衰退象限)。

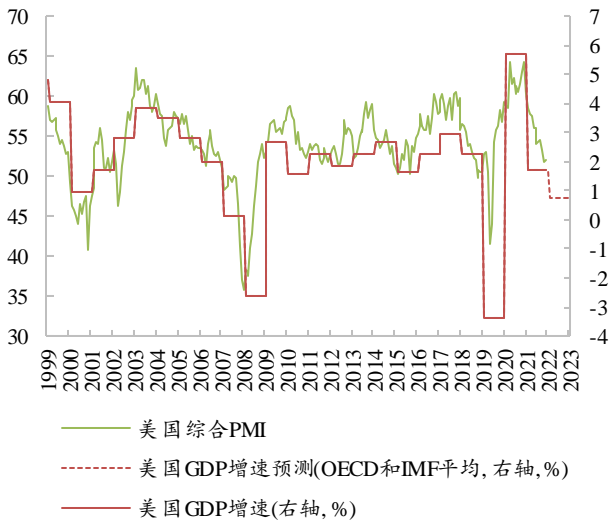
图 13: 美国经济处于美林周期的滞胀象限后期



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 数据截至 2022 年 11 月, 经标准化处理

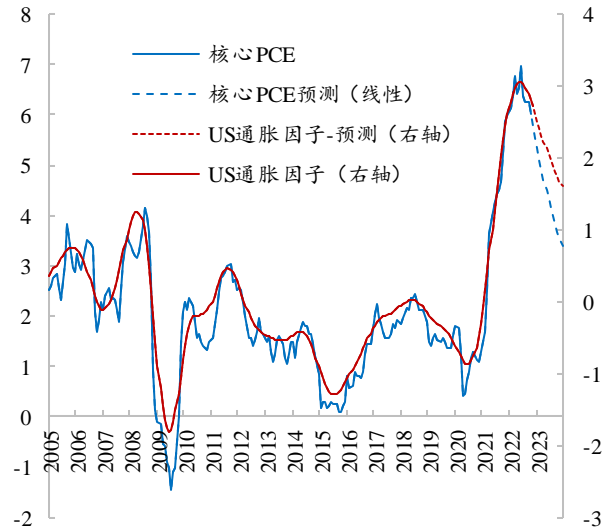
我们依然以美国通胀因子和景气因子之差作为美林周期的简化压力指标 (滞胀指标), 经逆序处理可得美国美林周期友好度评分。展望两因子的未来趋势, 首先根据综合 PMI 和美国 GDP 年增速间的高相关性, 预计美国综合 PMI (及景气因子) 在 23 年继续回落; 其次根据通胀因子和核心 PCE 的高相关性, 参考美联储对核心 PCE 的年度预测, 预计美国通胀因子也在 23 年继续回落, 回落速度略快于景气因子。

图 14: 预计美国综合 PMI 继续回落



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究
注: 数据截至 2022 年 11 日

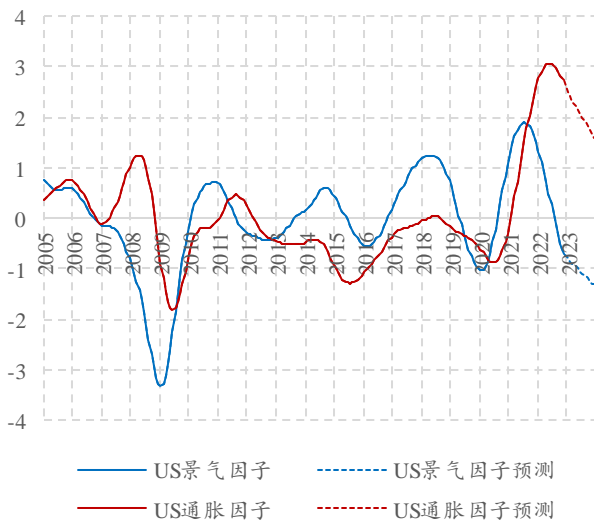
图 15: 预计美国通胀因子随核心 PCE 回落



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究
注: 数据截至 2022 年 11 日, 经标准化处理

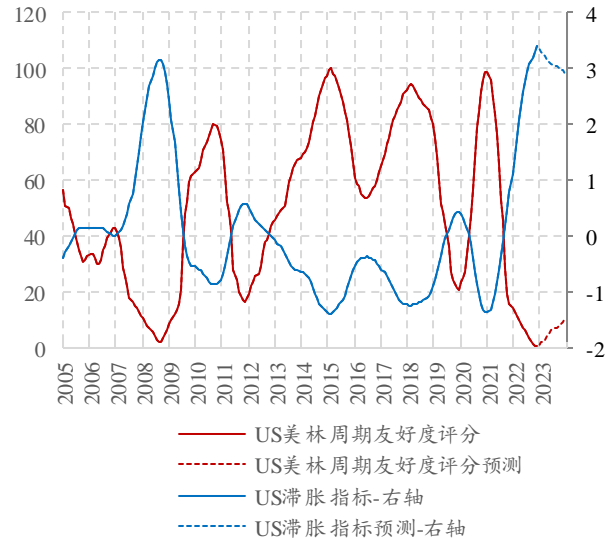
基于景气因子和通胀因子同步回落的预判, 美国滞胀指标将从 23 年一季度开始从近 20 年的历史高位缓慢回落; 相应地, 美国美林周期友好度评分将从历史低位触底反弹, 到年底前小幅回升至 10 分 (/100 分)。

图 16: 预计美国通胀因子和景气因子均回落



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究
注: 数据截至 2022 年 11 日, 经标准化处理

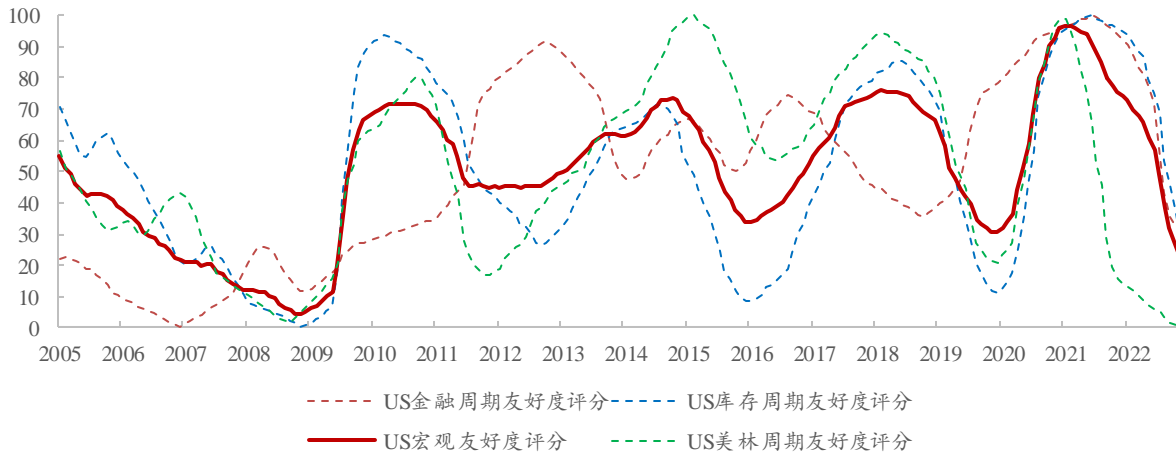
图 17: 美国美林周期友好度预计将见底回升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究
注: 数据截至 2022 年 11 日, 经标准化处理

3.4. 合成的“US 宏观友好度评分”过去对美股的解释力较好
以对美股主要指数的平均解释力 (相关性系数) 最大为优化目标, 进行规划求解, 我们发现以 0.5: 0.25: 0.25 的权重将美国库存周期友好度、金融周期友好度和美林周期友好度评分进行加权平均所得的“US 宏观友好度评分”可以较好地解释美股的牛熊周期。

图 18：以三个周期友好度的加权平均为 US 宏观友好度评分

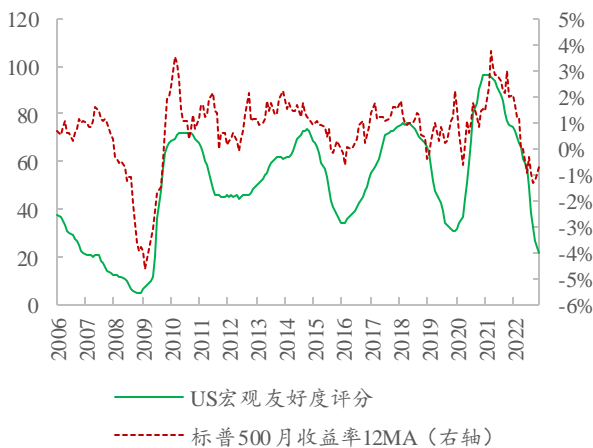


数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月

例如，05 年来指标和标普 500 滚动收益率间的相关性接近 0.67，和纳斯达克指数间相关性超过 0.7。对于这种肉眼可见的相关性我们其实可更多地从经济学基本面的角度进行理解和利用，无需过度追求数据上的精准；这与我们一直以来坚持的特色研究方法（半量化+半主动）是统一的。以史为鉴的意义在于从已经发生的事实中提炼出一些规律以指导未来的投资。无论是使用平滑处理、加权平均还是相关性分析，我们的目的始终是寻求一种中长期视角下的规律性，使得我们可以从经济周期循环的角度去理解各种资产价格的牛熊变化，并作出主观判断。

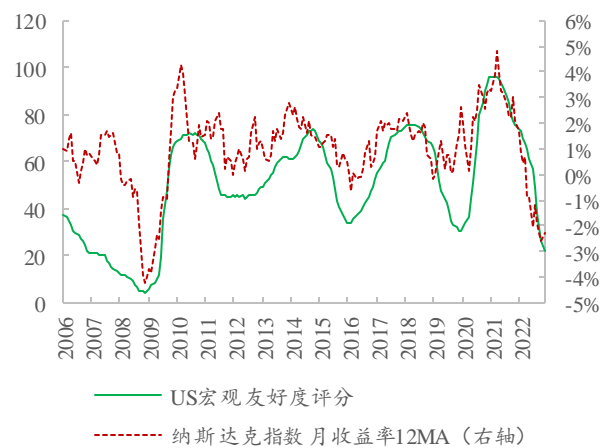
必须承认，除了经济周期因素外，投资者情绪、风险偏好、交易行为、政策预期等因素都会显著影响资产价格的波动，这是经济周期研究力有不逮之处，也是宏观友好度评分体系内生的局限性所在。那些无法解释的部分一般需要由策略、量化、行业研究以及技术分析进行弥补。

图 19：指标对标普 500 解释力较强



数据来源：Wind，国泰君安证券研究
注：数据截至 2022 年 11 日

图 20：指标对纳斯达克解释力较强



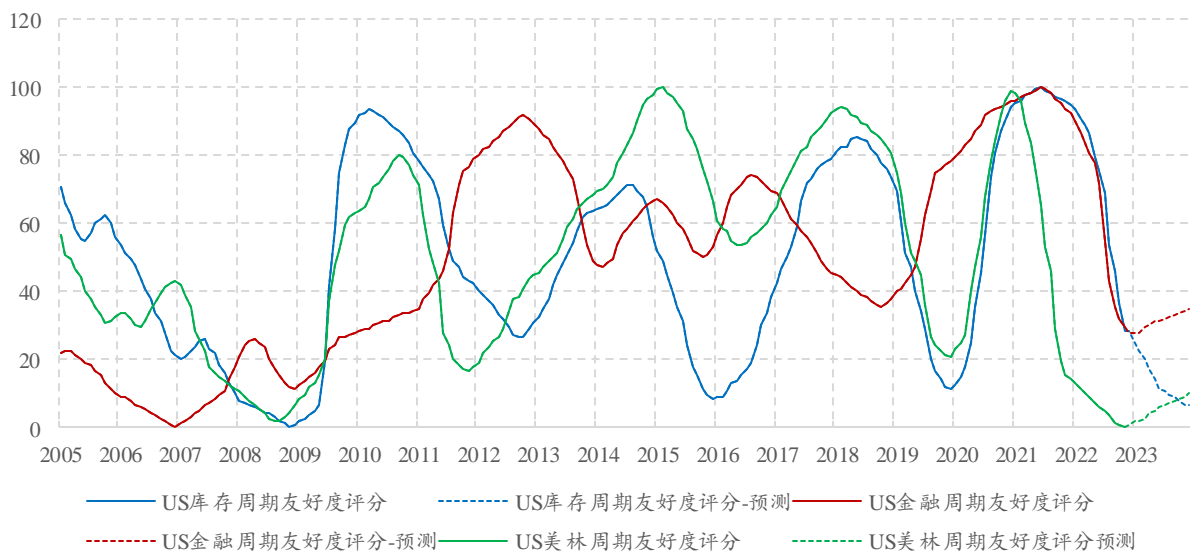
数据来源：Wind，国泰君安证券研究
注：数据截至 2022 年 11 日

3.5. 以“US 宏观友好度评分”的预期走势作为美股择时的基线

前文中我们基于当前一致预期数据对美国三类周期友好度评分曲线 23 年的大致走势进行了推演，其中金融周期和美林周期友好度将触底反弹，库存周期友好度继续下行，总体上呈现两上一下格局，其上行速度慢于下行速度。

如果说库存周期友好度作用于美股分子端，金融周期友好度作用于美股分母端，美林周期友好度同时作用于分子端和分母端；简言之，23 年美股面临的主要风险是分子端的恶化速度（或幅度）超过分母端的改善速度（或幅度）。

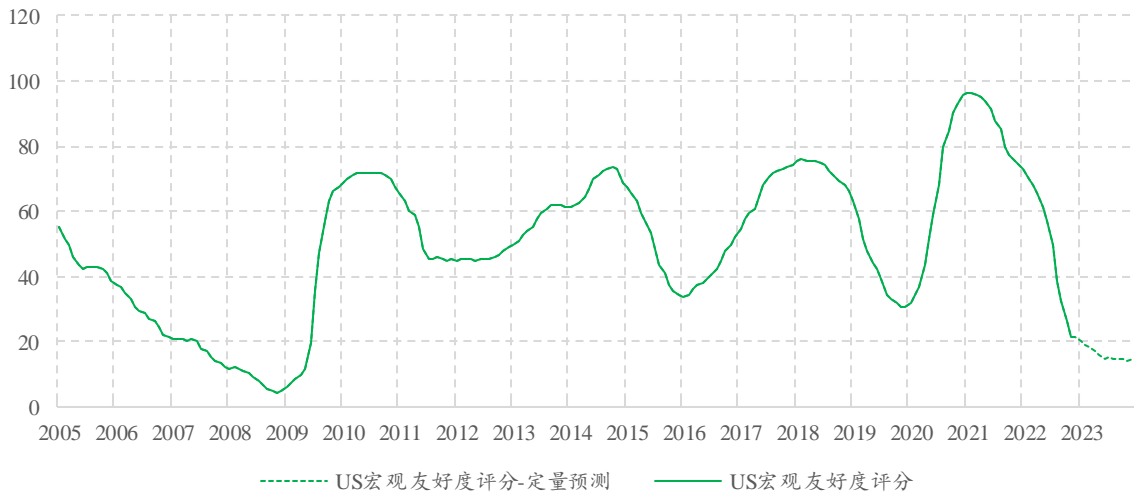
图 21：美国三种周期友好度评分预计“两上一下”



数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月

使用前述权重进行加权综合，23 年“US 宏观友好度评分”曲线（的虚线部分）预计在前三季度继续下行，四季度逐步做底，总体上呈现先寻底后磨底的特征。对于美股投资者而言，23 年应该会看到一些跌出来机会，但 24 年或许才有更大的上行空间。

图 22：US 宏观友好度评分预计先继续下行再逐步做底



数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：数据截至 2022 年 11 月

还必须承认，基于当前一致预期数据的进行外推显然存诸多瑕疵，例如思考的维度和复杂性不足（预测多为线性外推）、一致预期数据随时间改变（且经常会更新滞后）等。但面对市场巨大的不确定性时，投资者总希望能获得一个心理上的“锚”作为分析的基础，为此我们可先基于现有资料定期勾勒出某种基准情景（称之为基线或 baseline），然后在基线的基础上，不定期地根据随机事件的发生（如政策）和一致预期数据的边际变化进行更新和修正。

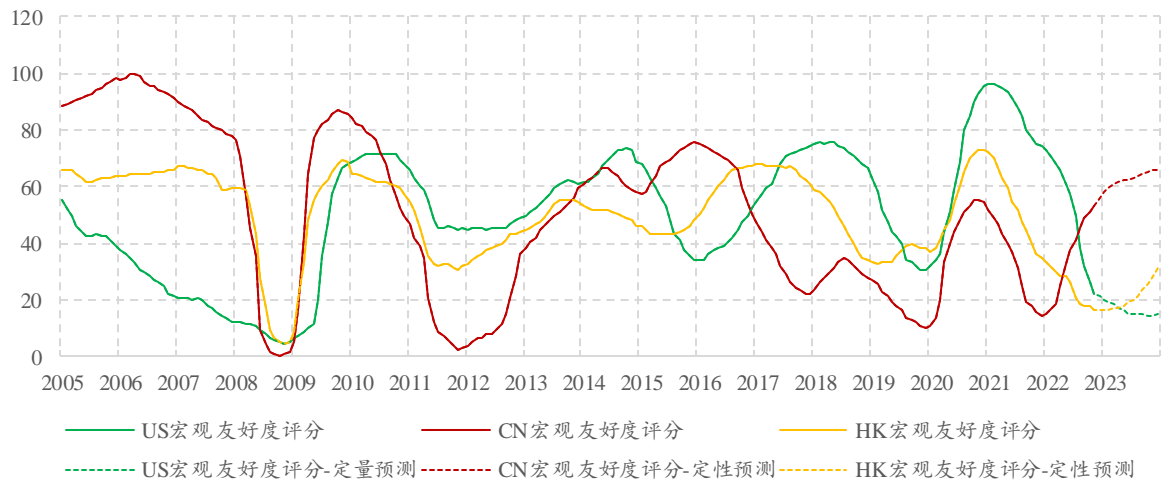
4. 从三种宏观友好度对比中得出 A 股、港股、美股 年度配置建议

最后，将适配三个股票市场的宏观友好度评分指标并列进行对比，从而对 23 年 A 股、港股、美股的配置价值进行比较。展望 23 年，“CN 宏观友好度评分”预计继续回升，只是斜率降低；“HK 宏观友好度评分”即将开始反弹，向上空间更大；“US 宏观友好度评分”预计先寻底后磨底。

我们基于该视角，判断美股中期前景要弱于 A 股和港股，因此在年度配置价值排序方面，**港股>A 股>美股**，中国权益资产吸引力全面超过美国权益资产，**建议投资者高配港股和 A 股（尤其港股），低配美股。**

当然，在上述中期配置观点外，我们未来可在宏观友好度评分体系框架下，通过定期跟踪三大宏观友好度评分指标曲线的边际变化不定期更新和调整三大市场的配置观点，以获得更多、更具时效性的投资建议。这个过程自然将涉及实际经济数据的验证或证伪，以及一致预期数据的动态变化，也是细化研究的方向。

图 23: US 宏观友好度评分中期趋势弱于 CN 和 HK 宏观友好度评分



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心南楼18层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		