

宏观经济

疫情冲击经济下行，建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2022年4月）



概述

■ 主要观点

疫情的超预期爆发进一步加大宏观经济运行的下行压力。4月，从供给端来看，疫情冲击了我国制造业的主要节点长三角、珠三角和环渤海经济带，工业生产和服务业生产出现负增长。从需求端来看，疫情影响下居民活动受限、物流受阻以及居民收入增长放缓冲击消费，社零额同比大幅回落；投资同比增速也较一季度有所回落，基建投资、地产投资、制造业投资三大类投资同步走弱，民间投资增速回落至5.3%的较低水平。在国内生产走弱以及海外生产修复的挤压下，出口同比增速回落至个位数。从通胀水平来看，在国内保供稳价政策持续推动下PPI有所下行，但在部分大宗商品价格持续高位运行背景下PPI总体仍处于高位；在供给偏紧、物流成本上涨影响下，CPI有所走高。从金融数据看，受疫情冲击和实体经济需求低迷的影响，社融总量和结构均有所恶化；受美国加息以及国内经济基本面走弱的影响，人民币汇率走弱。

后续，随着疫情逐步得到控制，疫情对供需两端的冲击将有所弱化。但疫情对市场主体造成的负面影响短期内难以修复，稳增长政策需进一步发力：财政政策在下半年或可视经济运行压力、地方财力、基建需求等择机发行特别国债；货币政策在坚持结构性宽信用的基调上，需加大总量型和价格型工具使用力度；行业监管方面特别需要适当调整房地产等行业监管政策，对受疫情冲击的重点行业加大扶持力度；当前就业压力加大背景下需坚持就业优先，多维度加大稳就业力度。

从资产配置看，伴随稳增长政策继续发力，股票市场盈利增长预期或逐步企稳，但在近期疫情频发的背景下，二季度或是全年盈利增长底，下半年起或边际改善；同时，在疫情反复、经济趋弱下，债市收益率上行动力或不足；大宗商品在国内疫情反复、美联储加息进程加快、全球经济放缓预期升温下或面临下行压力。在国内外环境趋于复杂的背景下，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复、疫情控制情况等择机增加股票市场配置比例。

■ 生产：疫情冲击下工业生产放缓，服务业生产显著回落

疫情冲击供应链受阻，停工停产范围扩大，同时俄乌冲突下大宗商品价格持续高位运行也在一定程度上对生产有所抑制，4月工业生产再度负增长。与此同时，疫情大范围的爆发导致服务业生产连续两月负增长。疫情反复产需持续疲弱叠加供应链受阻，制造业PMI延续回落并继续位于临界点以下。4月制造业PMI为47.4%，较前值回落2.1个百分点；服务业及建筑业景气双降，非制造业PMI大幅下降并继续位于收缩区间。

■ 需求：内外需求均走弱，后续仍存多重制约

受疫情影响，投资增速回落，三大类投资同步走弱；居民活动受限、防控政策加码下物流受阻以及居民收入增长放缓的影响下，4月社零额同比大幅回落；随着海外生产的修复以及疫情影响下国内生产放缓，出口替代效应走弱，出口增长回落至个位数。

■ 通胀：CPI与PPI延续分化走势，疫情反复和俄乌冲突扰动通胀

4月份，在供给偏紧、物流成本上涨以及需求增加共同影响下，CPI有所走高。虽然国内保供稳价政策持续推动，但在俄乌冲突背景下部分大宗商品价格持续高位运行，PPI保持较高水平。预计二季度CPI或有所上行，但受制于终端需求整体仍较疲弱，上行空间有限；短期内PPI大概率延续小幅回落走势。

■ 金融：新增社融规模缩结构弱，人民币有所贬值

4月份在疫情冲击以及实体经济需求走弱的背景下，新增社融大幅回落，结构进一步恶化：

新增人民币贷款主要依靠票据融资冲量，企业和居民新增贷款均进一步回落。受中美货币政策分化以及中国经济基本面走弱、出口放缓的影响，人民币汇率呈贬值趋势。

■ 大类资产配置：各类资产波动下行，短期建议股债均衡

大类资产回顾：4月1日-5月16日，各类资产均呈下行走势，其中股票市场跌幅较高，上证综指、深证成指和创业板指跌幅分别为5.49%、8.46%、12.34%。债市收益率呈区间波动、小幅上行走势，10年期国债收益率波动范围为[2.7394%，2.8486%]。大宗商品整体呈波动下跌走势，品指数跌幅约为3%，但内部走势有所分化，煤焦钢矿、非金属建材指数跌幅较高。

大类资产配置展望：国内疫情、政策以及美联储加息缩表仍是影响大类资产配置的重要因素，伴随稳增长政策继续发力，股票市场盈利增长预期或逐步企稳，但在近期疫情频发的背景下，二季度或是全年盈利增长底，下半年起或边际改善；同时，在疫情反复、经济趋弱下，债市收益率上行动力或不足；大宗商品在国内疫情反复、美联储加息进程加快、全球经济放缓预期升温下或面临下行压力。在国内外环境趋于复杂的背景下，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复、疫情控制情况等择机增加股票市场配置比例。

2022年4月，在疫情冲击、成本走高以及出口替代效应弱化背景下，经济明显走弱。从供给端来看，今年以来工业生产增速逐月回落，4月当月同比再度负增长，服务业生产更是连续两个月同比负增长。需求端同样整体走低：制造业和基建投资修复均有所放缓，房地产投资出现负增长，三大类投资增速的回落带动投资同比增速走低；疫情冲击下国内生产走弱，同时海外生产修复对我国出口带来挤出，出口同比增速回落至个位数；严格的防疫政策下居民正常生活受到限制，社零额同比连续两个月负增长，尤为值得关注的是，此前保持高位增长的线上消费同比增速也回落至个位数。后续来看，当前我国经济运行仍面临较大的不确定性：疫情的影响仍在持续，上海在6月方能全面恢复正常生产生活秩序，北京疫情仍在攻坚期，供需两端仍将受到疫情的持续冲击；此外俄乌冲突短期内难以结束，大宗商品价格仍将高位运行，工业生产成本压力不减。综合来看，二季度我国经济仍将面临较大的下行压力，后续经济改善仍需观察疫情走势以及国际形势的变化。在此背景下，二季度或是股票市场全年盈利增长底，同时经济趋弱下债市收益率上行动力或不足，大宗商品在美联储加息进程加快、全球经济放缓预期升温下或面临下行压力。在国内外环境趋于复杂的情况下，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复、疫情控制情况等择机增加股票市场配置比例。

表1 2022年4月中国宏观经济核心指标一览表

	2022			2021			4月*	4月	同比变化
	4月	3月	1-2月	12月	11月	10月			
工业增加值 (同比, %)	-2.9	5	7.5	4.3	3.8	3.5	6.8	9.8	↓
服务业生产指数 (同比, %)	-6.1	-0.9	4.2	3	3.1	3.8	6.2	18.2	↓
投资 (累计同比, %)	6.8	9.3	12.2	4.9	5.2	6.1	3.9	19.6	↑
制造业投资	12.2	15.6	20.9	13.5	13.7	14.2	-0.4	23.8	↑
房地产投资	-2.7	0.7	3.7	4.4	6	7.2	8.4	21.6	↓
基建投资	6.5	8.5	8.1	0.4	0.5	1	2.2	18.4	↑
民间投资	5.3	8.4	11.4	7	7.7	8.5	2.9	21	↑
社零额 (同比, %)	-0.2	-3.5	6.7	12.5	3.9	4.9	4.3	17.7	↓
出口: 同比 (%美元)	3.9	14.7	16.3	20.9	22	27.1		32.2	↓
进口: 同比 (%美元)	0	-0.1	15.5	19.5	31.7	20.6		43.3	↓
贸易顺差 (亿美元)	591	302	1160	944.63	717.1	845.4		428.6	↑
CPI (同比, %)	2.1	1.5	0.9	1.5	2.3	1.5		0.9	↑
PPI (同比, %)	8	8.3	8.9	10.3	12.9	13.5		6.8	↑
M2: 同比 (%)	10.5	9.7	9.2	9	8.5	8.7		8.1	↑
社会融资规模	9102	46531	73626	23682	26100	15900		18570	↓

(注: ↓、↑、↔分别表示表示4月份同去年同期增速相比为下降、上升或持平, *表示两年复合增速)

一、生产：疫情冲击下工业生产放缓，服务业生产显著回落

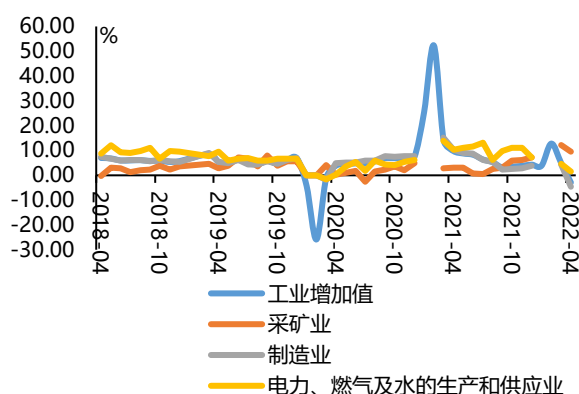
自武汉疫情爆发以来，工业生产端的修复始终保持相对较好的态势，但本轮疫情对我国制

制造业的重要节点长三角冲击巨大，导致供应链阻塞，叠加高成本以及海外生产修复的因素，工业生产当月负增长。疲弱修复的服务业生产在大范围疫情冲击下连续两月负增长。

（一）供应链趋紧、成本高位运行冲击工业生产，后续或将有所改善但幅度有限

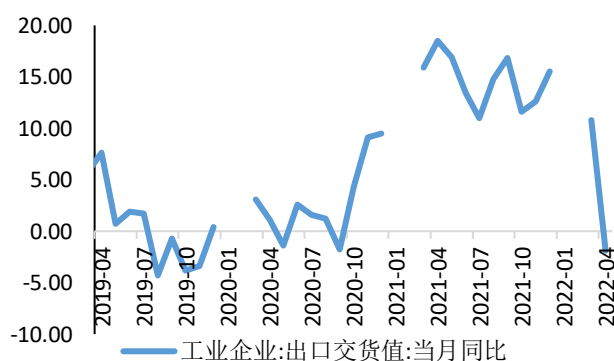
工业生产同比出现负增长。4月份，全国规模以上工业增加值同比下降2.9%，疫情爆发两年以来首次负增长。工业生产增速回落主要是由于疫情冲击下供应链受阻以及停工停产范围的扩大，此外俄乌冲突下大宗商品价格持续高位运行也在一定程度上对生产有所遏制。分三大门类来看，保供稳价背景下，采矿业和电力、热力、燃气及水生产保持正增长，供应链受阻背景下制造业成为拖累工业生产的主要因素，同比下降4.6%。尤为值得一提的是，受疫情冲击最为严重的上海和吉林均为汽车生产工业基地，汽车行业工业增加值同比大幅下降31.8%，是同比降幅最大的行业。后续来看，随着疫情得到恢复，特别是受疫情影响严重地区优先保障工业生产，因此后续生产端将加快修或有所改善，但考虑到疫情多点散发频发的情况没有根本改善，各地疫情防控政策仍从严从紧，生产改善的程度或将有限。

图 1：工业增加值增速放缓



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 2：出口交货值负增长

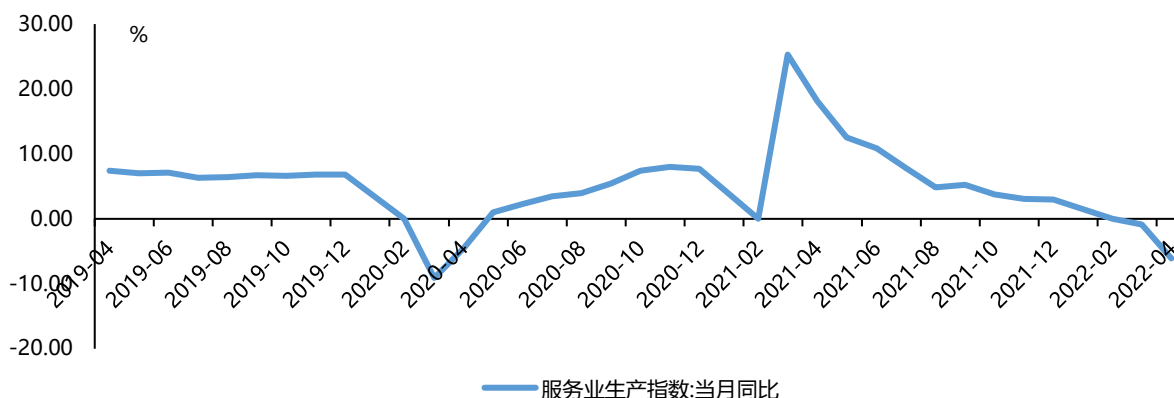


数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

（二）疫情扰动加大服务业生产大幅回落，短期内或延续低迷

疫情频发多发冲击下，服务业生产大幅回落。自武汉疫情爆发以来，服务业生产受疫情的影响最为直接，疫情影响范围的扩大和频发打断服务业生产修复，近期在疫情大规模持续的冲击下，服务业生产连续两个月同比负增长，4月份随着疫情影响的加大，服务业生产同比下降6.1%。服务业商务活动指数跌至40，为武汉疫情以来的最低点。后续来看，5月份疫情仍处于多点散发的态势，特别是疫情的反复以及防疫政策的波动进一步弱化的市场预期，4月份服务业业务活动预期指数下降至53%，同样为武汉疫情以来新低，短期内服务业生产或将延续低迷。

图 3：服务业生产指数持续负增长



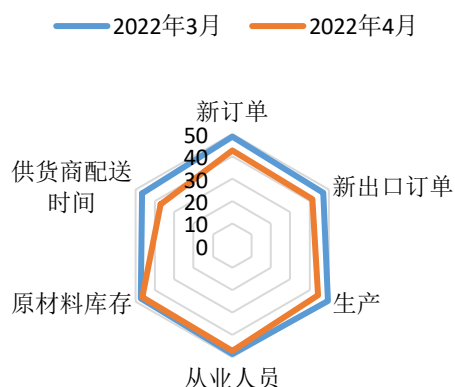
数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

（三）PMI 继续走弱，持续位于景气线之下，关注供应链受阻问题

疫情反复产需持续疲弱叠加供应链受阻，制造业 PMI 延续回落并继续位于临界点以下。4 月制造业 PMI 为 47.4%，较前值回落 2.1 个百分点，继续位于临界点以下。本轮疫情冲击下，国内制造业市场需求持续收缩，新订单指数较前值回落 6.2 个百分点至 42.6%，继续位于临界点以下，延续 3 月以来的回落态势，且回落幅度高于生产的回落幅度。海外经济活动正常化进程加快以及地缘政治冲突的影响导致本月新出口订单较上月回落 5.6 个百分点至 41.6%。本轮疫情具有点多、面广、频发的特点，部分企业临时减产停产，叠加物流不畅下供料短缺，制造企业生产明显下降。本月生产指数较上月回落 5.1 个百分点至 44.4%，继续低于临界点，企业生产活动显著放缓。

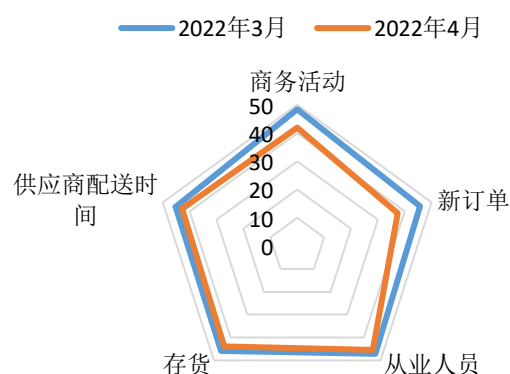
疫情反复服务业及建筑业景气双降，非制造业 PMI 大幅下降并继续位于收缩区间。4 月非制造业商务活动指数延续回落走势，较上月大幅下降 6.5 个百分点至 41.9%，其中服务业商务活动指数回落 6.7 个百分点至 40%，建筑业商务活动指数回落 5.4 个百分点至 52.7%，仍处于临界点以上。

图 4：PMI 回落



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 5：非制造业商务活动指数下降



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

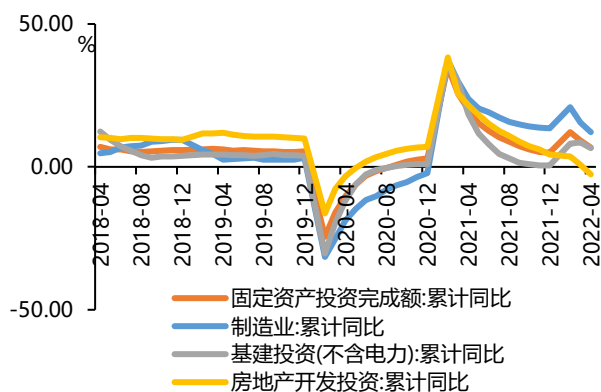
二、需求：内外需求均走弱，后续仍存多重制约

4 月份在疫情影响下，投资活动与居民活动均受到较大的冲击，同时在供应链紧张和交通物流不畅的影响下，出口增长进一步放缓。后续来看，随着疫情得到一定程度的控制需求端有望边际改善，但改善仍然受到内生动能走弱、国内市场主体信心不足以及海外增长预期放缓等多重因素的制约。

（一）疫情冲击内生投资回落，稳增长政策效果受到扰动

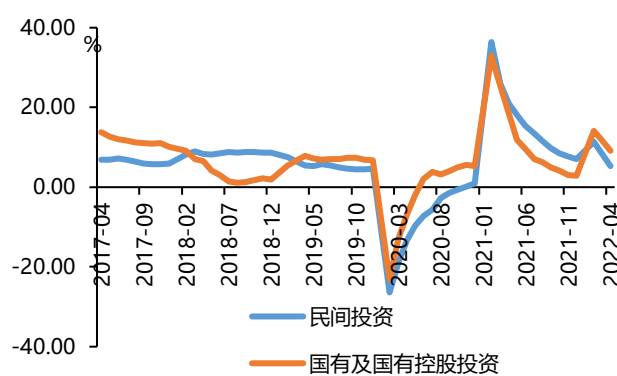
疫情冲击基建和制造业投资增速回落，地产投资负增长。疫情冲击下，投资活动有所放缓，1-4 月固定资产投资同比增长 6.8%，较一季度回落 2.5 个百分点。分类别来看，在高新技术投资的推动下制造业投资增长仍保持高增长 12.5%，不过仍较一季度增长放缓，疫情影响下稳增长政策受到冲击，基建投资同比增速较一季度放缓 2 个百分点至 6.5%，供需延续低迷的背景下房地产投资再度负增长，同比下降 2.7%。内生动能弱化背景下民间投资增长放缓加快，较一季度回落 3.1 个百分点至 5.3%，国有投资增速放缓相对较慢，仅回落 2.6 个百分点。后续来看，后续随着疫情缓解以及稳增长政策力度的加大，内生性投资和政策性投资均将迎来改善，同时近期多地针对房地产供需两端的限制政策有所放松，因此房地产投资也将见底回升。

图 6：固定资产投资增长放缓



数据来源: wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 7：民间投资走势



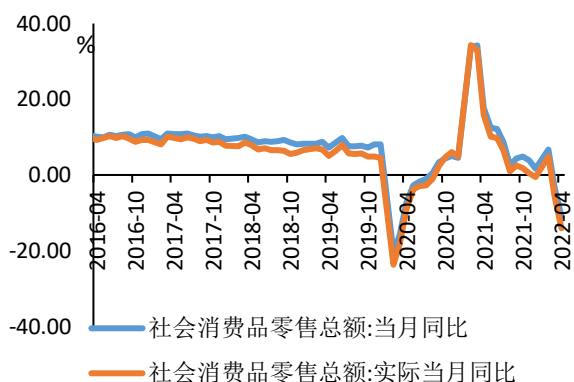
数据来源: wind、中诚信国际宏观利率数据库

（二）社零额同比降幅超过两位数，关注居民收入放缓导致消费增长潜力“永久性下滑”风险

社零额继续下滑，同比下滑超过两位数。4 月社零额同比下降 11.1%，连续两个月单月同比负增长，由于 CPI 的走高，社零额实际当月同比更是大幅下降 14%。社零额大幅回落主要有三方面的影响：一是疫情影响居民活动受限，接触类消费受到冲击，特别是餐饮收入同比大幅下降 22.7%；二是疫情对供应链和物流的冲击，物流受阻导致线上消费增速进一步放缓，供应链受阻下汽车消费大幅下降 31.6%；三是居民收入增速持续远离常态化水平下或导致消费增长

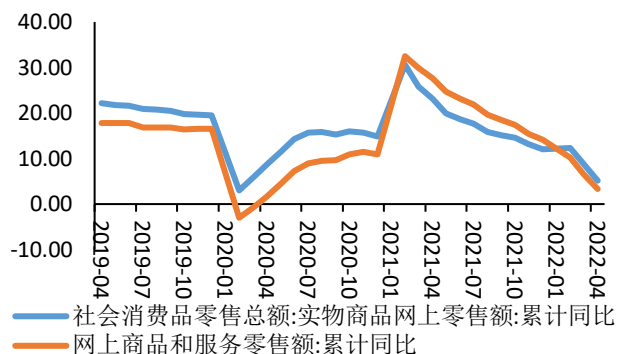
潜力“永久性下滑”。后续来看，4月以来政策上虽然加大了对消费的支持，但疫情打断了这一进程，随着疫情弱化以及物流的恢复，后续主要拖累因素将有所弱化，消费将迎来修复。

图 8：社零额负增长



数据来源: wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 9：线上消费增长持续放缓

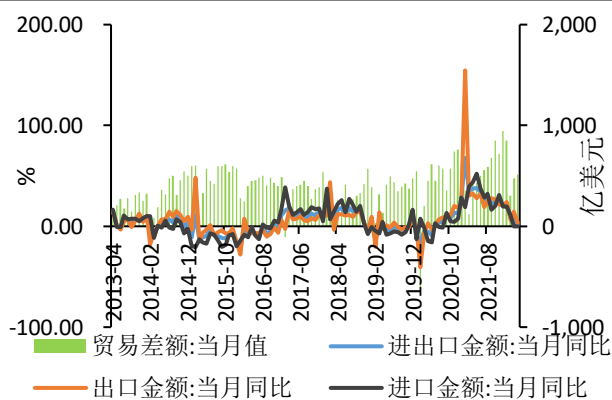


数据来源: wind、中诚信国际宏观利率数据库

(三) 疫情冲击国内产需低迷，进出口增速均保持较低水平

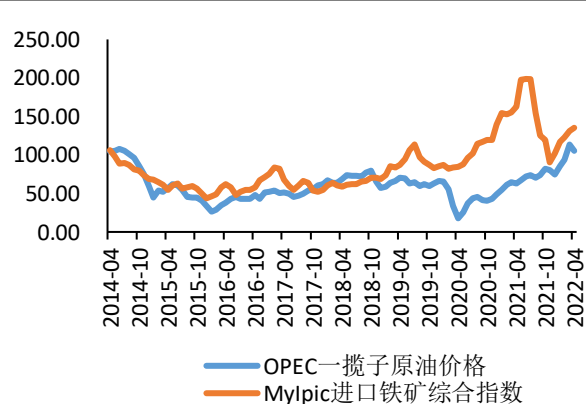
疫情冲击下国内生产走弱，同时海外生产的修复也在一定程度上挤压出口，4月份出口增速较3月显著回落，同比增长3.9%，较3月份回落10.8个百分点。出口增长的放缓主要受到三方面因素的影响。一是生产受限，4月份随着疫情影响的深入，停工停产以及物流受阻的背景下多地生产受阻。二是疫情冲击下交通运输受限：一方面出口的主要渠道港口阻塞，另一方面，各地外贸产品运往港口也存在困难。三是由于海外疫情的缓解，多国生产回暖，越南印度等国出口增速均显著加快。4月份进口额同前值持平，疫情延续背景下国内需求持续低迷，难以支撑进口，此外俄乌局势短期难以缓解，多数大宗商品价格保持在较高水平，对进口有所拖累。后续来看，短期内生产将见底回升，但考虑到海外生产修复对我国出口的挤出，出口修复程度或将有限。进口仍受制于国内需求低迷以及大宗商品价格持续高位运行。

图 10：国内进出口以及贸易差额走势



数据来源: wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 11：大宗商品价格回升



数据来源: wind、中诚信国际宏观利率数据库

三、通胀：CPI 与 PPI 延续分化，疫情反复和俄乌冲突扰动通胀

4 月份，在供给偏紧、物流成本上涨以及需求增加共同影响下，CPI 有所走高；虽然国内保供稳价政策持续推动，但在俄乌冲突背景下部分大宗商品价格持续高位运行未能加快 PPI 下行趋势。后续看，预计二季度 CPI 或有所上行，但受制于终端需求整体仍较疲弱，上行空间有限；短期内 PPI 大概率延续小幅回落走势。

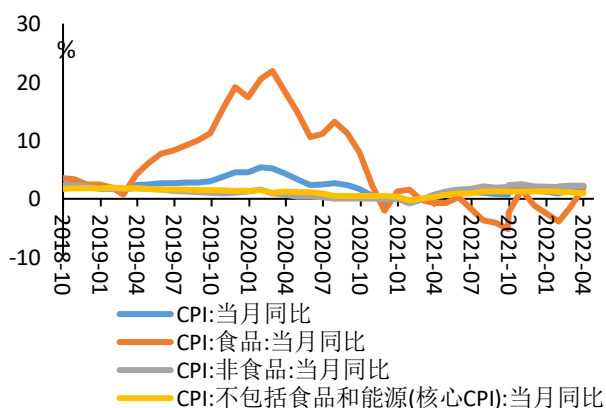
（一）疫情反复叠加国际大宗商品价格持续上涨

受供给偏紧、物流成本上涨以及需求增加共同影响，本月食品价格增速由负转正，非食品价格涨幅与上月持平。当月 CPI 同比上涨 2.1%，较前值回升 0.6 个百分点。剔除能源与食品的核心 CPI 为 0.9%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点。在猪肉价格跌幅收窄以及物流成本上涨、部分食品囤货需求增加影响下，4 月食品价格同比上涨 1.9%，由上月下降 1.5% 大幅回升 3.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.35 个百分点。非食品价格同比上涨 2.2%，涨幅与前值持平。从八大类看，国际原油价格仍处于高位，汽油和柴油价格分别上涨 29% 和 31.7%，涨幅均较上月有所扩大，此影响下交通通信同比上涨 6.5%，其余类别里教育文化娱乐、其他用品及服务价格分别上涨 2.0% 和 1.7%，居住、生活用品及服务价格均上涨 1.2%，医疗保健、衣着价格分别上涨 0.7% 和 0.5%。

（二）保供稳价政策、基数效应共同作用下，PPI 同比有所回落

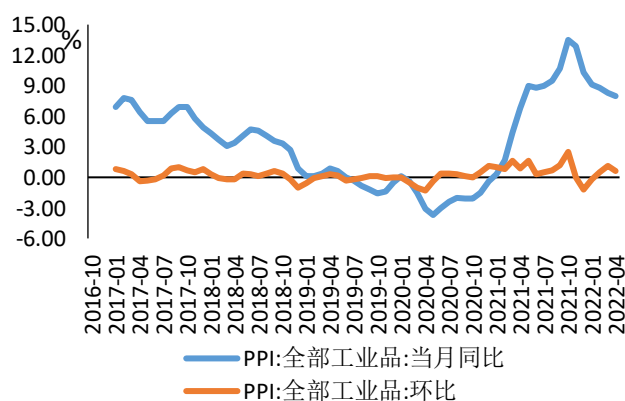
PPI 同比、环比涨幅均有所回落。虽然国际大宗商品价格持续高位运行，但随着稳增长力度不断加大，一系列保供稳价政策的落地实施，4 月 PPI 同比较前值回落 0.3 个百分点至 8.0%，连续 7 个月同比下行。从行业来看，与石油相关的行业价格涨幅继续扩大，其中石油和天然气开采业上涨 48.5%，扩大 1.1 个百分点；燃气生产和供应业上涨 20.7%，扩大 4.4 个百分点。在俄乌地缘政治冲突影响下，原油等大宗商品价格持续高位运行，美联储加快加息缩表进程将一定程度上支撑美元指数上行，进而对大宗商品价格持续上行形成抑制，但当前俄乌冲突走势仍不明朗，短期内油价大概率仍处于高位。

图 12：CPI 同比持平



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 13：PPI 高位回落



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

（三）预计 CPI 仍有上行空间但幅度温和，PPI 或延续小幅回落

CPI 仍有上行空间，PPI 或延续小幅回落，关注疫情反复及俄乌冲突对通胀的扰动。CPI 方面：一方面，随着猪肉产能持续优化，预计后续猪肉对食品价格的拖累有望逐步减轻。另一方面，核心 CPI 有所回落，显示当前需求仍较为疲弱。预计二季度 CPI 或有所上行，但受制于终端需求整体仍较疲弱，上行空间有限。PPI 方面：俄乌冲突持续下，短期内国际原油价格仍将高位波动，PPI 仍面临较大的输入型通胀压力，但随着保供稳价工作的持续推进或将在一定程度上缓解 PPI 上涨压力。综合考虑大宗商品高位运行下输入性通胀压力较大、保供稳价政策持续发挥作用以及翘尾因素影响，预计短期内 PPI 大概率延续小幅回落走势。

四、金融：新增社融规模缩结构弱，人民币有所贬值

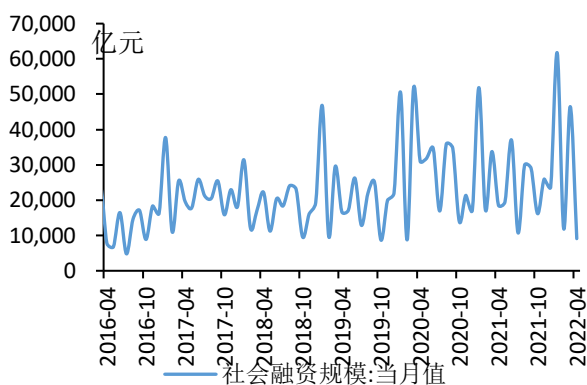
4 月份，在疫情冲击、实体经济走弱的背景下，新增社融大幅回落，同时结构上继续恶化，宽信用仍需加码。中美货币分化以及出口走弱背景下，人民币升值态势有所扭转，后续在美联储持续转“鹰”以及出口回稳背景下人民币汇率或将保持稳定。

（一）新增社融规模缩结构弱，警惕疫情影响下或现“信贷塌方”

融资需求疲弱，新增社融规模下滑至万亿元之下。4 月新增社融 0.91 万亿，同比少增 9468 亿元，是自 2020 年 2 月以来的单月最低值。社融增量收缩下 4 月社融存量同比增长 10.2%，较上月回落 0.4 个百分点。从间接融资看，表内融资规模出现较大幅度下滑，其中人民币贷款（社融口径）增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元；表外融资收缩幅度降低。从直接融资看，企业债券净融资和非金融企业股票融资总体相对稳定，但政府债对社融的支撑力度有所减弱。4 月政府债券净融资 3912 亿元，同比多增仅 173 亿元，而 1 至 3 月政府债净融资平均多增 3079 亿元。

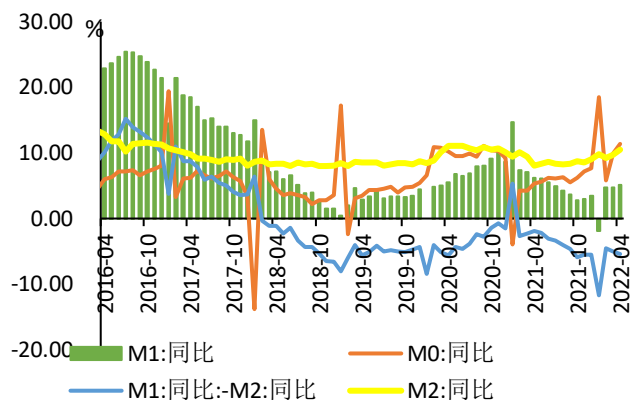
社融与 M2 走势背离，社会资金供给超过需求。4 月 M2 同比增长 10.5%，较上月回升 0.8 个百分点，较去年同期回升 2.4 个百分点。M1 同比上升 5.1%，较上月回升 0.4 个百分点，M2-M1 剪刀差延续边际走阔。社融与 M2 增速之差已经连续三个月出现下滑，且较为罕见的出现负值，同样证明社会融资需求偏弱，社会资金供给超过需求。考虑到 M2 中包含非存款类金融机构在存款类金融机构的存款，以及非存款机构部门持有的货币市场基金，即同业存款和其他存款（包含同业存单），因此金融机构购买资管产品也会计入 M2，如果资管产品本身未投入实体经济，就会产生社融增速并未提升而 M2 提升的现象，或提示出现资金空转问题。

图 14：新增社融走势



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 15：M1 与 M2 走势



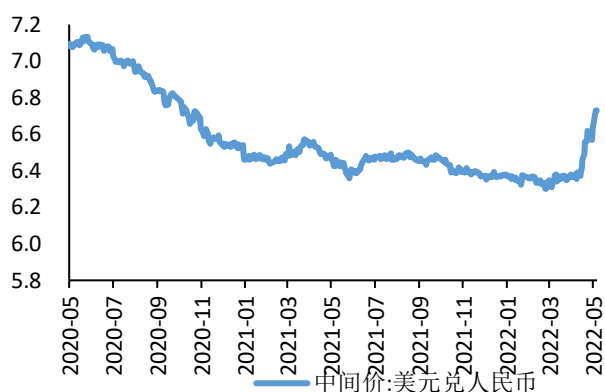
数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

社融增速亟待企稳，稳增长政策仍需继续加速加码。4 月社融信贷总量、结构双双走弱，反映了疫情冲击蔓延的影响正在扩散，叠加消费不振、地产下滑，需求收缩的压力正在加大，需要警惕社融走低转化为信贷塌方。后续看，一方面，宽货币宽信用的政策力度或会持续加强，通过降低银行负债成本带动降低企业融资成本，大量结构性政策工具的使用力度将持续加强。另一方面，房地产政策或将延续放松态势，各地因城施策适当调整当地融资与供地政策或将更加频繁有力。从财政政策来看，后续专项债的发行节奏有望进一步加快。综合来看，宽信用的政策效果依然受限于疫情冲击的约束，社融真正企稳回升或将延续到二季度之后。

（二）中外政策分化叠加出口走弱人民币持续贬值

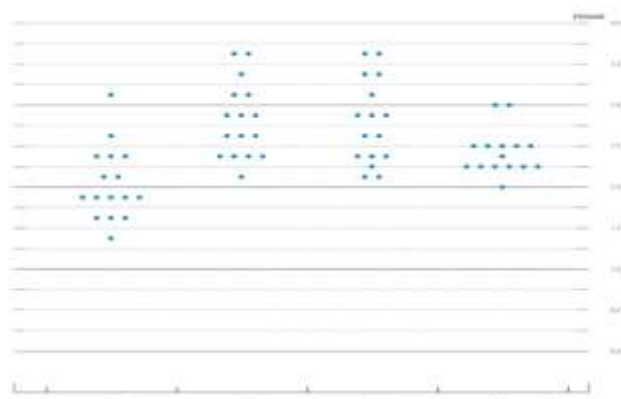
4 月美元兑人民币均价贬值 1.3% 至 6.4。近期人民币汇率贬值主要有以下两个方面的原因：一方面是我国同美国货币政策的分化：3 月 17 日，美联储三年来首次加息，本次加息 25 个基点；而我国货币政策转向宽松，于 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，中美货币政策的分化加大了人民币贬值的压力；另一方面是疫情冲击下我国经济基本面弱化，同时出口走弱，从而对人民币的支撑有所弱。后续来看，5 月美联储议息会议宣布加息 50 基点并将于 6 月开始被动缩表，当前联邦基金目标利率为 0.75% 至 1.00%，后续或持续加息至 2% 以上。随着美联储加息缩表推进，美元指数仍有一定上升空间。综合来看，短期内人民币贬值压力仍存。

图 16：人民币汇率走势



数据来源：wind、中诚信国际宏观利率数据库

图 17：美联储加息点阵图



数据来源：美联储

五、大类资产配置：各类资产波动下行，短期建议股债均衡

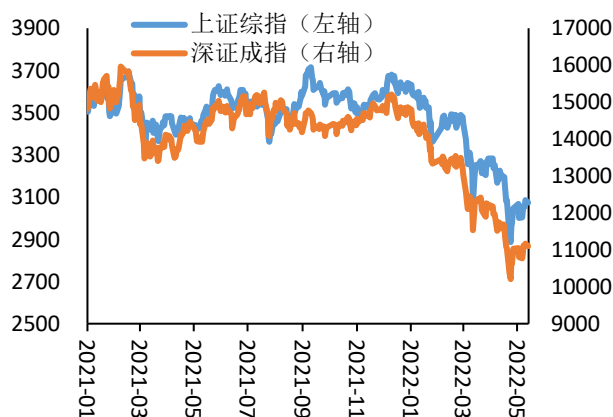
4月1日-5月16日，各类资产均呈下行走势，股票市场跌幅较高，大宗商品表现分化。后续看，国内疫情、政策以及美联储加息缩表仍是影响大类资产配置的重要因素，伴随稳增长政策继续发力，股票市场盈利增长预期或逐步企稳，但在近期疫情频发的背景下，二季度或是全年盈利增长底，下半年起或边际改善；同时，在疫情反复、经济趋弱下，债市收益率上行动力或不足；大宗商品在国内疫情反复、美联储加息进程加快、全球经济放缓预期升温下或面临下行压力。在国内外环境趋于复杂的背景下，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复、疫情控制情况等择机增加股票市场配置比例。

（一）大类资产回顾：各类资产波动下行，股票市场表现不佳

4月1日-5月16日，各类资产均呈下行走势，股票市场跌幅较高，大宗商品表现分化。分类别看，股票市场整体呈波动下跌走势，在疫情反复、经济运行趋弱、一季报显示A股盈利承压等因素的影响下，股票市场整体情绪较为脆弱，延续下跌走势，上证综指、深证成指和创业板指跌幅分别为5.49%、8.46%、12.34%。从资金流动看，北向资金整体呈净流出状态，统计区间内资金净流出额约为112亿元；同时，4月股票型新发基金份额为40.84亿，虽较3月有所上升，但远不及2021年底新发股票基金200亿份额的水平，仍处于历史较低位置。从估值看，目前上证综指、深证成指市盈率近五年历史分位约为11%、47%，近十年历史分位约为30%、54%。从市场风格看，各风格指数表现分化，其中小盘指数、成长指数跌幅较高、分别为9.51%、11.08%。债市收益率呈区间波动、小幅上行走势，10年期国债收益率波动范围为[2.7394%，2.8486%]。截至5月16日，10年期国债收益率为2.8216%。一方面，经济运行仍较弱，叠加国内疫情频发，避险性情绪升温下利好债市走势；另一方面，美联储加息进程加快，中美利差持续倒挂，叠加降准幅度不及市场预期，对债市形成一定利空。多空因素综合作用下，债市整体呈区间波动走势。大宗商品整体呈波动下跌走势，统计区间内商品指数跌幅约

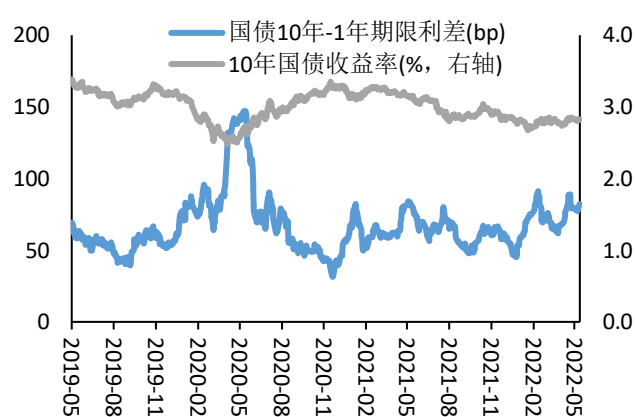
为 3%，但内部走势有所分化。分类别看，煤焦钢矿、非金属建材、有色金属指数跌幅相对较高，分别为 12.47%、9.75%、7.05%；农产品、油脂油料、能源指数涨幅相对较高，分别为 9.96%、7.31%、4.35%，其中俄乌冲突对原油供给端冲击的影响仍存，布伦特原油价格仍在高位运行。从黄金看，受美联储加息等因素影响，黄金价格呈波动下跌走势，尤其是 4 月下旬以来，跌幅较为明显，截至 5 月 16 日，伦敦金价格约为 1826 美元/盎司，较 3 月末下降近 6%。

图 18：股票市场价格走势



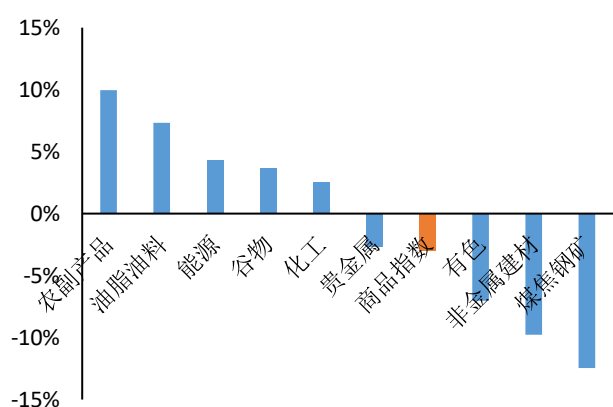
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 19：10 年期国债收益率走势



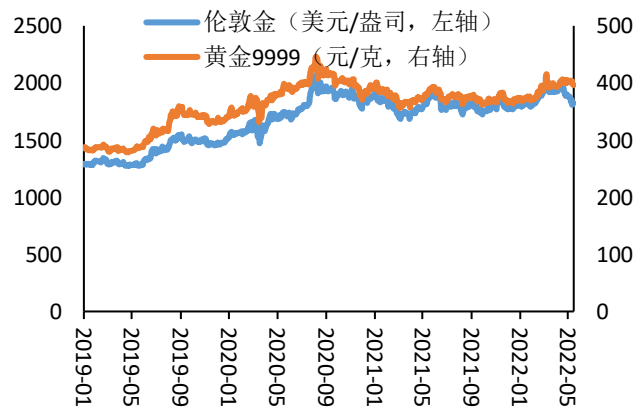
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 20：Wind 商品指数涨跌幅（4.1-5.16）



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 21：黄金价格走势



数据来源：wind，中诚信国际整理

（二）大类资产配置展望：大宗商品或面临下行风险，短期内建议股债均衡配置

国内疫情反复、美联储加息缩表等仍是影响短期内大类资产配置的重要因素，短期内建议股债均衡配置。从股票市场看，近期在国内疫情反复、经济承压、美联储加息进程加快等因素的作用下，沪深两市延续下跌走势，当前股票市场仍处于阶段性底部。目前股票市场对经济、海外环境等负面因素的反应已较为充分，整体估值处于历史较低水平，若疫情、经济等不发生超预期演变，股票市场持续大幅下行的可能性或较低。4 月 29 日政治局会议释放积极信号，稳定市场信心，后续伴随稳增长政策持续发力，增长预期或逐步企稳，有望带动企业盈利进一步上升。但在近期疫情频发的背景下，二季度盈利或仍处于较低水平，或是全年盈利增长底，下

半年起或边际改善。从债券市场看，5月4日美联储宣布加息50BP，并表示于6月启动缩表计划，海外流动性持续收紧，中美利差持续倒挂，截至5月16日，中美利差倒挂5.84BP，海外资金流出压力仍存。但考虑到此前中美利差走势对加息预期已有所反应，同时近期疫情频发、经济仍有下行压力，短期内收益率上行动力或不足。从信用债来看，近期中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，县城基础设施领域建设及资金需求或进一步加大，可关注城投债投资机会；同时，近期房地产调控政策边际放松，但考虑到政策出台到行业面修复存在一定时滞，当前房企销售仍较为低迷，部分房企信用修复仍有待观察。从大宗商品看，短期内俄乌冲突对原油供给端影响仍存，叠加OPEC+仍坚持小幅增产，原油供需仍较为紧张，短期内原油价格或仍呈高位运行态势。从基本金属看，国内疫情频发对基本金属需求形成一定冲击，短期内需求难以大幅改善，叠加美联储加息进程加快、全球经济放缓担忧情绪升温等，基本金属价格或面临调整压力，短期内或呈弱势震荡走势。从煤炭来看，在国内保供稳价政策延续下，煤炭供应或维持较为宽松的局面，同时二季度为煤炭需求淡季，供需格局或呈偏弱态势，煤炭价格将继续承压。从黄金看，伴随美联储加息进程加快，美国通胀压力或有所缓解，黄金价格上行动力不足、大概率或呈逐步回落走势。整体而言，国内疫情、政策以及美联储加息缩表仍是影响大类资产配置的重要因素，后续伴随稳增长政策继续发力，股票市场盈利增长预期或逐步企稳，但在近期疫情频发的背景下，二季度或是全年盈利增长底，下半年起或边际改善；同时，在疫情反复、经济趋弱下，债市收益率上行动力或不足；大宗商品在国内疫情反复、美联储加息进程加快、全球经济放缓预期升温下或面临下行压力。在国内外环境趋于复杂的背景下，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复、疫情控制情况等择机增加股票市场配置比例。

附录：均值方差模型介绍

本文大类资产配置观点主要依据基本面分析和模型结果，模型采用改进的均值方差模型。均值方差模型基于理性投资行为特点，在给定风险条件下最大化收益（或是在给定收益下最小化风险）为规划目标，求解资产配置组合，原理如下：

假设存在 n 种资产标的，其期望收益率 $R=(r_1, r_2, \dots, r_n)^T$ ，各标的权重 $w=(w_1, w_2, \dots, w_n)$ ， Σ 表示收益率的协方差矩阵， λ 表示风险厌恶水平。以投资者效用最大为目标，可建立模型：

$$\begin{aligned} \max w^T R - \frac{\lambda}{2} w^T \Sigma w \\ \text{s.t.} \quad 1^T w = 1 \\ w^i \geq 0 \end{aligned}$$

均值方差模型将收益和风险量化，寻找出收益和风险之间的均衡点，但同时收益和风险的微小变化会改变有效组合构成，影响模型的稳健性。本文通过对各类标的资产设置最小配置权重、止损条件（短期内某一类资产亏损超过 10%，设置下期该类资产权重不超过某一数值）来提高模型的稳健性，并分别测试了不同滚动期限（30/60/90/120 个交易日）、止损条件下模型的表现结果，发现滚动期限¹设置为 90 个交易日、止损条件设置为 30 个交易日内某一类资产亏损超过 10% 时调低资产权重效果较好。

¹ 这里滚动期限是指求解当期模型权重所需的历史数据时间长度

作者：

中诚信国际 研究院

李路易 010-66428877-511 lyli01@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319 chwang01@ccxi.com.cn

王秋风 010-66428877-452 qfwang01@ccxi.com.cn

过往研究：

- 经济表面企稳但隐忧仍存，建议股债均衡配置，2021年11月19日；
- 供需不平衡下经济修复趋缓，把握风险资产结构性机会，2021年10月21日；
- 经济修复边际走弱，寻求风险资产结构性机会，2021年8月23日；
- 经济不平衡修复，资产配置重点从商品转向股债，2021年7月23日；
- 经济修复边际走弱供需分化收窄，短期配置仍以风险资产为主，2021年6月23日；
- 警惕PPI上行制约生产修复，短期配置以风险资产为主，2021年5月20日；
- 经济延续修复但隐忧犹存，资产配置继续偏好大宗商品，2021年4月27日；
- 经济运行积极因素增多，避险资产难有趋势性走势，2021年3月26日；
- 放眼2021：中国经济修复的挑战与对策，2021年1月19日；

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。