

## 疫情影响弱化经济边际修复， 短期仍建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2022年5月）



联络人

作者：  
中诚信国际 研究院

张文宇 010-66428877-352

wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

联系人：

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，  
股票中长期配置价值或凸显，2022年5月  
30日

疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季  
度或为股票中长期配置窗口，2022年4月  
25日

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，  
股票中长期配置价值或凸显，2022年3月  
21日

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

如需订阅研究报告，敬请联系  
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；  
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

### 本期要点

#### 主要观点

5月，疫情影响弱化，经济出现恢复势头。从供给端来看，工业增加值同比由负转正，服务业生产指数降幅收窄。从需求端来看：随着稳增长力度加大基建投资同比增速小幅回升，但制造业与房地产投资仍处于回落态势，投资整体走弱态势仍存；出口增速出现短期回升，但全球需求逐渐放缓、海外生产修复对我国出口带来挤出等不利因素仍存，后续出口存回落压力，进口增速虽在价格因素主导作用下出现回升但受制于内需疲弱升幅有限。疫情对消费的抑制有所缓解，社零降幅收窄，但仍处低位。从通胀水平来看，受疫情影响趋缓下供需失衡的问题有所改善以及国际大宗商品价格持续上涨等正反因素交织影响，物价整体保持稳定，CPI与上月持平；在保供稳价政策、物流逐渐畅通以及翘尾因素减弱共同作用下，PPI同比、环比涨幅继续回落。从金融数据看，疫情冲击趋缓、宽货币、宽信用持续发力，社融总量边际回暖，但实体经济需求低迷下，社融结构仍待改善；受美国加息以及国内经济基本面偏弱的影响，人民币汇率走贬。

后续来看，下半年经济虽有望边际修复，但全年实现5.5%左右预期经济增长目标难度较大。虽然5月以来经济出现边际改善，但二季度经济增速回调基本已成定局，势必拖累全年经济增长。下半年，疫情对经济的扰动仍存，同时俄乌冲突短期内难以结束，大宗商品价格仍处于高位运行态势，我国企业生产面临的成本压力仍然较大，微观主体的活力恢复仍然需要较长的时间。综合来看，在疫情得到有效控制的前提下，随着大规模稳增长政策效果的显现，二季度或为全年经济增长底，下半年有望触底回升，但复苏的节奏或不同于2020年的“V”型反弹，是一个相对较为缓慢的修复过程，或呈现出“U”型或“W”型复苏态势。

从大类资产配置看，5月16日-6月15日，各类资产表现分化，股票市场止跌转涨、涨幅较高，上证综指、深证成指和创业板指涨幅分别为7.17%、8.76%、9.20%，债市收益率先下后上，10年期国债收益率较前期小幅下行，波动范围为[2.6974%，2.8216%]；大宗商品先涨后跌，统计区间内商品指数涨幅约为0.698%，能源、化工、煤焦钢矿指数涨幅相对较高。后续随着国内经济边际回暖，企业盈利或将企稳，股票市场配置价值或凸显，政策支持下的基建板块表现或相对较好；同时，在货币政策稳中偏松、流动性较为充裕下，债市收益率或低位波动；大宗商品在全球经济增长预期放缓、美联储加息进程较快下，下行压力或较大。因此，我们认为，在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置，并视经济修复情况择机增加股票市场配置比例。

2022年5月，在疫情影响弱化背景下，经济出现恢复势头。工业增加值同比增速由负转正，服务业生产指数降幅有所收窄。随着政策稳增长力度加大，基建投资同比小幅回升，但受制造业与房地产投资仍处于回落态势拖累，投资整体仍呈走弱态势。出口增速在疫情影响趋缓下短期回升，但随着错峰优势的逐渐弱化，后续出口存在回落压力，进口增速虽在价格因素主导作用下出现回升但受制于内需疲弱升幅有限。疫情及严格的疫情防控措施对消费抑制有所缓解，社零降幅收窄，但仍处低位。后续看，下半年经济虽有望边际修复，但全年实现5.5%左右预期经济增长目标难度较大。虽然5月以来经济出现边际改善，但二季度经济增速回调基本已成定局，势必拖累全年经济增长。下半年，疫情对经济的扰动仍存，同时俄乌冲突短期内难以结束，大宗商品价格仍处于高位运行态势，我国企业生产面临的成本压力仍然较大，微观主体的活力恢复仍然需要较长的时间。综合来看，在疫情得到有效控制的前提下，随着大规模稳增长政策效果的显现，二季度或为全年经济增长底，下半年有望触底回升，但复苏的节奏或不同于2020年的“V”型反弹，是一个相对较为缓慢的修复过程，或呈现出“U”型或“W”型复苏态势。

从资产配置来看，伴随国内经济边际回暖，企业盈利或将企稳，股票市场配置价值或凸显，政策支持下的基建板块表现或相对较好；同时，在货币政策稳中偏松、流动性较为充裕下，债市收益率或低位波动；大宗商品在全球经济增长预期放缓、美联储加息进程较快下，下行压力或较大。后续在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置，并视经济修复情况择机增加股票市场配置比例。

**表 1 2022 年 5 月中国宏观经济核心指标一览表**

	2022 年				2021 年					同比变化
	5 月	4 月	3 月	1-2 月	12 月	11 月	10 月	5 月*	5 月	
工业增加值 (同比, %)	0.7	-2.9	5	7.5	4.3	3.8	3.5	6.6	8.8	↓
服务业生产指数 (同比, %)	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	3	3.1	3.8	6.6	12.5	↓
投资 (累计同比, %)	6.2	6.8	9.3	12.2	4.9	5.2	6.1	4	15.4	↑
制造业投资	10.6	12.2	15.6	20.9	13.5	13.7	14.2	1.3	20.4	↑
房地产投资	-4	-2.7	0.7	3.7	4.4	6	7.2	8.6	18.3	↓
基建投资	6.7	6.5	8.5	8.1	0.4	0.5	1	2.4	11.8	↑
民间投资	4.1	5.3	8.4	11.4	7	7.7	8.5	3.3	18.1	↑
社零额 (同比, %)	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	1.7	3.9	4.9	4.5	12.4	↓
出口: 同比 (% , 美元)	16.9	3.9	14.6	16.3	20.8	21.7	26.8		27.7	↓
进口: 同比 (% , 美元)	4.1	0	0	15.8	19.6	31.3	20		52.2	↓
贸易顺差 (亿美元)	787.5	511.2	470.6	1148	941.5	718.3	848.5		432.5	↑
CPI (同比, %)	2.1	2.1	1.5	0.9	1.5	2.3	1.5		1.3	↑
PPI (同比, %)	6.4	8	8.3	8.9	10.3	12.9	13.5		9	↑
M2: 同比%)	11.1	10.5	9.7	9.2	9	8.5	8.7		8.3	↑
社会融资规模	27921	9455	46566	73626	23682	25983	16176		19522	↑

(注: ↓、↑、↔分别表示表示 5 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)

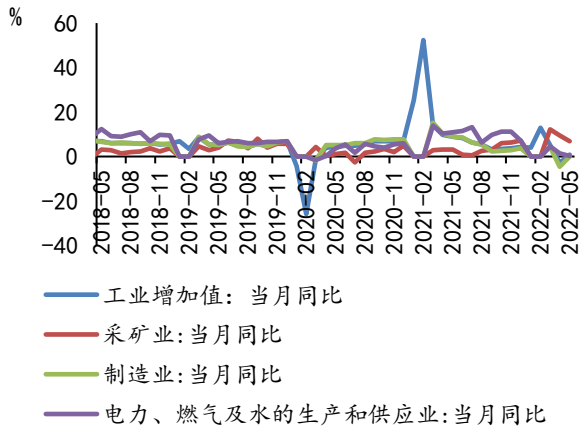
## 一、生产：疫情冲击减弱工业生产边际改善，服务业生产仍较弱

随着疫情影响趋缓以及保物流畅通工作的有序推进，此前工业生产的短期干扰因素初步缓解，工业同比增速本月由负转正。但疫情影响下服务业生产修复仍较弱，保持了 3 月以来的负增长态势，不过降幅有所收窄。

### (一) 工业生产边际回暖，后续或继续改善

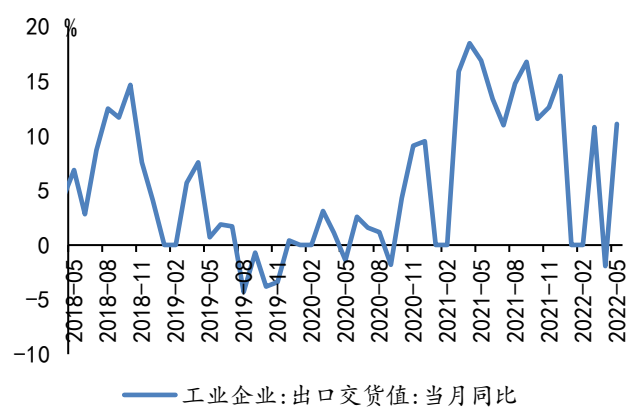
工业生产同比由负转正，但仍处于低位增长区间。5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%，较 4 月回升 3.6 个百分点，工业生产边际反弹但仍低于 1% 的增速水平。工业生产增速回升主要是由于疫情影响趋缓、物流不畅有所改善、供应链受阻问题初步缓解，以及企业逐步开启复工复产。其中，汽车行业工业增加值同比降幅由上月的 31.8% 大幅收窄 24.8 个百分点至 7%。后续来看，随着国内疫情影响逐步减弱，工业生产存在继续改善基础，但考虑到疫情反复以及企业成本压力仍存，工业生产修复受到制约。

图 1：工业增加值增速转正



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 2：出口交货值增速上行

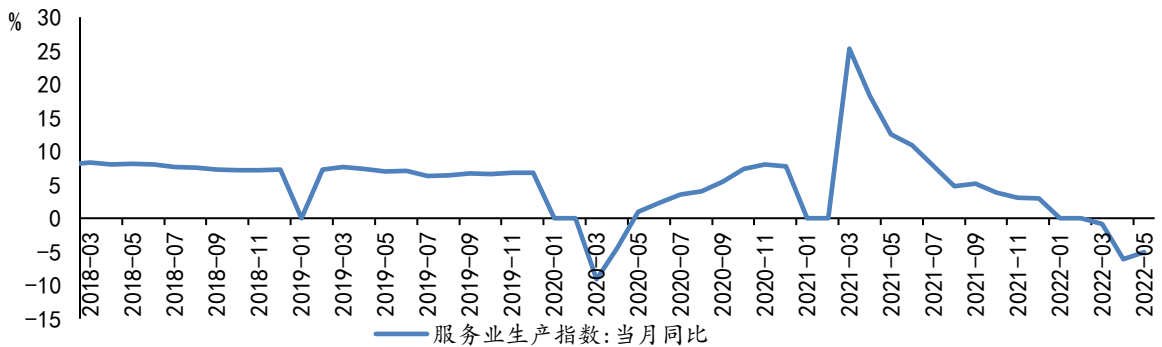


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## （二）服务业生产小幅改善但仍负增，持续处于低迷态势

服务业生产指数连续 3 个月负增长。5 月份降幅虽较 4 月收窄 1 个百分点至 5.1%，但服务业生产已经连续 3 个月负增长。后续来看，疫情扰动仍存，线下接触型服务业修复仍受到压制。

图 3：服务业生产指数持续负增长



数据来源: wind、中诚信国际整理

## （三）产需均有所改善，PMI 小幅回升但仍位于收缩区间

制造业 PMI 有所改善但仍位于临界点以下。5 月制造业 PMI 为 49.6%，较前值回升 2.2 个百分点，继续位于临界点以下。其中，生产指数较上月回升 5.3 个百分点至 49.7%；新订单指数较前值回升 5.6 个百分点至 48.2%；新出口订单较上月回升 4.6 个百分点至 46.2%，位于 2020 年下半年以来的次低水平。

服务业景气水平出现回升，但部分接触型服务业仍位于低位收缩区间。5月非制造业商务活动指数结束了2月份以来的回落走势，较上月大幅回升5.9个百分点至47.8%，其中服务业商务活动指数回升7.1个百分点至47.1%，建筑业商务活动指数小幅回落0.5个百分点至52.2%，继续位于扩张区间。

图4：PMI回升

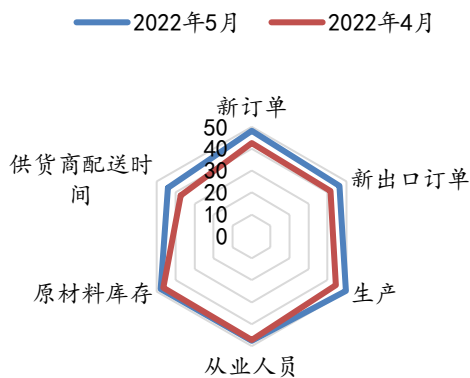
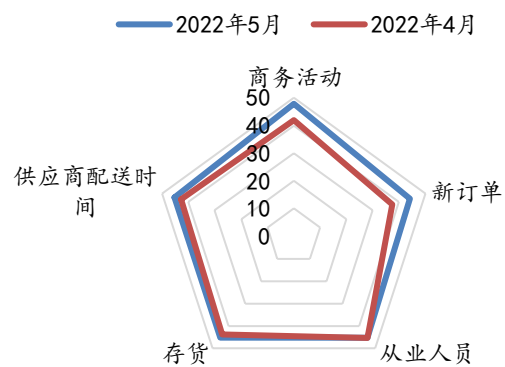


图5：非制造业商务指数回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 二、需求：外需反弹、内需依旧偏弱，需求修复仍面临制约

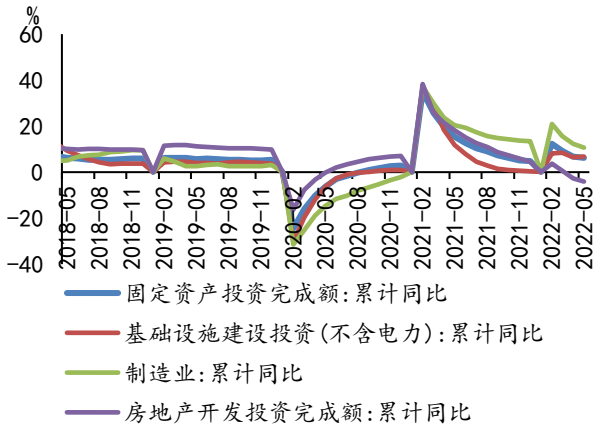
5月，需求侧走势分化：投资整体走弱态势不改，居民消费边际改善但仍位于低位，出口增长短期反弹。后续看，需求端有望延续边际改善态势，但改善幅度仍受内生动能偏弱、国内市场主体信心低迷以及海外需求预期放缓等多重因素制约。

### （一）稳增长政策发力基建投资增速回升，内生投资依旧较弱

稳增长加码发力下基建投资有所改善，制造业投资、地产投资拖累投资总体增速。1-5月固定资产投资同比增长6.2%，较前4个月回落0.6个百分点。其中，制造业投资增速为10.2%，较1-4月回落2.3个百分点，内生动能有所弱化，但高技术制造业投资仍保持在24%以上的高位增速或显示我国制造业结构持续优化。5月份稳增长持续加码，基建投资累计同比增速较1-4月回升0.2个百分点至6.7%。供需两端延续低迷背景下房地产投资较1-4月回落1.3个百分点至同比下降4%。内生动能弱化背景下民间投资增长继续放缓，较1-4月回落1.2个百分点至4.1%。后续看，在新增专项债需在6月底前基本发行完毕的政策要求下，基建有望进一步发挥托底投资作用；不过，虽然近期多地在“因城施策”下对房地产的调控政策边际放松，但受限于交易以及融

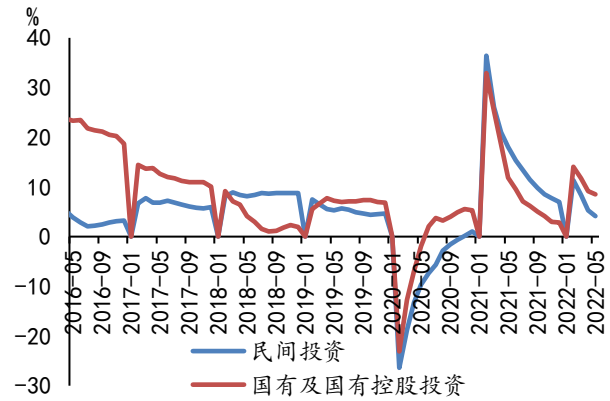
资仍较为低迷，房地产投资短期内仍将处于筑底阶段；在市场投资信心欠缺的情况下，内生性投资上涨动力不足预计依旧呈偏弱态势。综合来看，投资虽然在政策支持加大的情况下有望出现回升，但回升幅度或仍然受到制约。

图 6：固定资产投资继续回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 7：民间投资延续回落走势

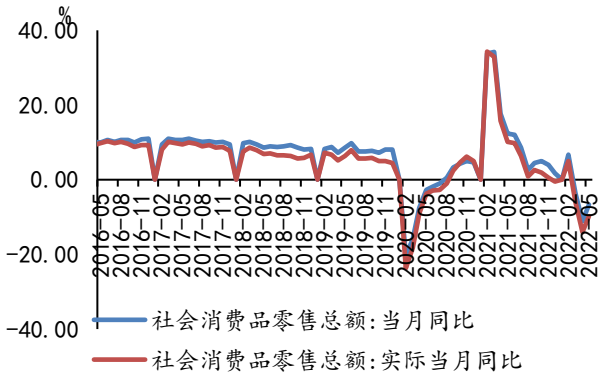


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）社零额同比仍位于下滑态势，关注线上线下消费同步走弱

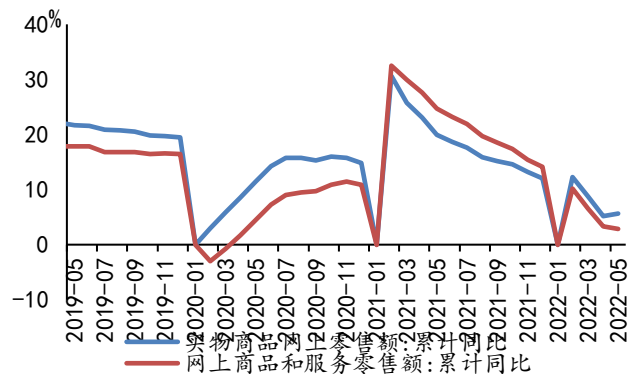
社零额同比降幅收窄但仍维持负增长。5 月社零额同比下降 6.7%，较上月降幅收窄 4.4 个百分点，但仍处于 2020 年 5 月以来的次低水平，连续 3 个月保持负增长，且受前期物流受阻影响，此前持续保持高速增长线上消费在 5 月份继续保持个位增速，线上线下消费呈同步走弱态势。社零额增速低迷主要受三方面原因影响：一是疫情冲击虽趋缓，但仍呈散发、反复态势，线下接触型服务业消费仍受到较大抑制；二是预期走弱下，居民消费信心低迷；三是疫情冲击下居民收入放缓，就业市场的严峻形势进一步拖累消费修复。后续来看，5 月以来物流持续修复叠加政策上加大对消费的支持，消费有望边际回暖，但考虑到疫情干扰犹存且受制于预期转弱以及收入放缓，预计消费整体呈弱修复态势。

图 8：社零额同比仍位于下滑区间



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 9：网上商品和服务零售额持续放缓

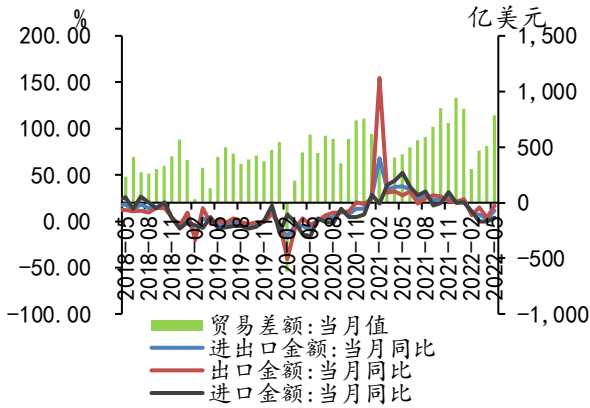


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### （三）疫情冲击弱化进出口短期反弹，外贸领域仍存回落压力

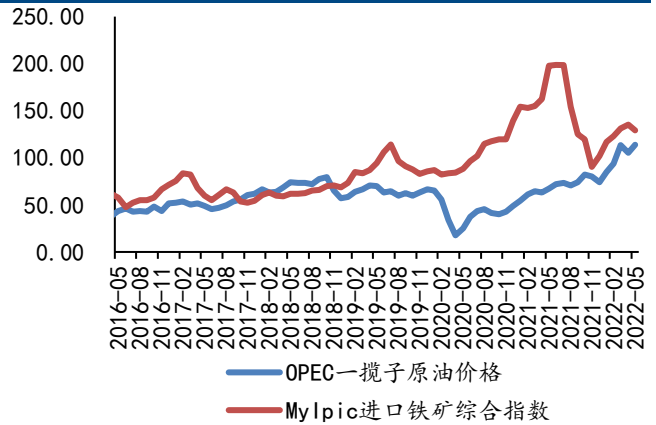
**进出口边际好转。**5月出口增速较4月显著回升13个百分点至16.9%，重回两位数增速，创近4个月以来新高。出口增速回升主要受到三方面因素影响：一是随着国内疫情逐渐稳定、物流与生产活动修复，前期积压订单生产加快，同时多项稳外贸政策持续发力也有利于支撑出口；二是海外需求虽有所放缓但仍处于扩张区间。美国、欧元区 PMI 仍位于荣枯线之上；三是去年同期基数较低。从进口看，5月进口同比增长4.1%，较4月份小幅回升4.1个百分点。疫情对经济的干扰减弱叠加国内稳增长政策持续发力，内需边际改善对进口回升带来支撑，但更为重要的是，全球供应链趋紧情况下多数大宗商品价格仍保持在较高水平，价格因素或是进口增速小幅回升的主导因素。后续看，当前海外需求整体呈放缓趋势，叠加疫情防控政策差以及我国的错峰优势逐渐弱化，下半年出口仍面临较大走弱压力。稳增长政策加码下进口虽可能较前期边际改善但改善幅度仍受制于国内需求的修复。

图 10：国内进出口及贸易差额走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 11：大宗商品价格持续高位运行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### 三、价格：疫情缓解通胀整体温和，关注大宗商品价格对 PPI 的影响

在疫情影响趋缓供需失衡问题有所改善以及国际大宗商品价格持续上涨综合作用下，物价整体保持稳定，本月 CPI 与上月持平；虽然大宗商品价格持续高位运行，但在保供稳价政策、物流逐渐畅通以及翘尾因素减弱共同作用下，PPI 同比、环比涨幅继续回落。后续看，短期内 CPI 上行仍有支撑，但受制于终端需求整体仍较疲弱，上行幅度较为温和；保供稳价政策持续发力叠加翘尾因素影响逐渐减弱，PPI 或延续小幅回落走势，但仍需关注原油价格高位运行对 PPI 的影响。

#### （一）供需改善下物价整体温和，CPI 同比与上月持平

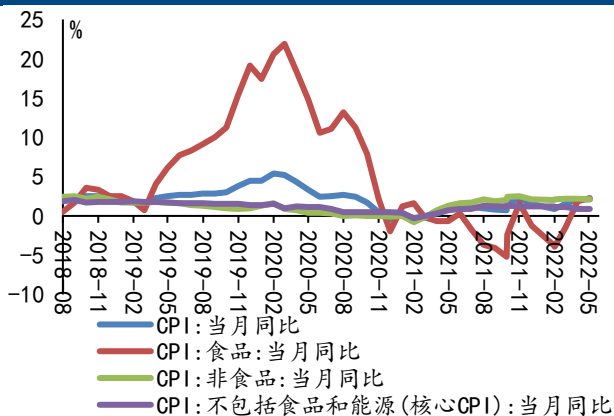
供需基本平衡，CPI 整体保持稳定。5 月 CPI 同比上涨 2.1%，与上月持平。剔除能源与食品的核心 CPI 为 0.9%，涨幅与上月相同。猪价跌幅收窄以及粮食价格上涨支撑 5 月食品价格同比上涨 2.3%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点，但环比由上月上涨 0.9% 转为下降 1.3%。非食品项价格涨幅较上月小幅回落 0.1 个百分点至 2.1%。从八大类看，全部类别商品及服务价格同比均上涨。其中在国际原油价格持续处于高位的影响下，交通通信同比上涨 6.2%，已经连续两个月位于 6% 以上的增速水平。



## （二）保供稳价政策、物流逐渐畅通和翘尾因素减弱下，PPI 继续回落

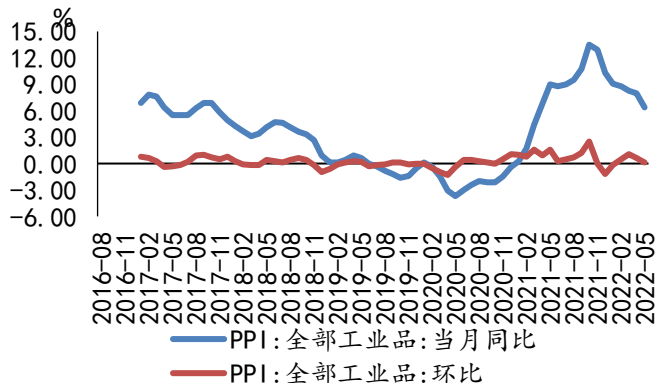
PPI 同比、环比涨幅均继续回落。虽然国际大宗商品价格持续高位运行，但随着稳增长持续加码，一系列保供稳价政策的落地实施，5月PPI同比较前值回落1.6个百分点至6.4%，连续7个月同比下行。环比上涨0.1%，涨幅较前值回落0.5个百分点。其中，生产资料价格同比为8.1%，涨幅较上月回落2.2个百分点；生活资料价格同比为1.2%，涨幅扩大0.2个百分点。从行业来看，在各地多措并举保障煤炭供应下，煤炭开采和洗选业上涨37.2%，较前值回落16.2个百分点，石油煤炭及其他燃料加工业上涨34%，回落4.7个百分点。值得关注的是，此前上游原材料价格上涨对生活资料价格的传导效应有所显现，生活资料价格出现小幅上涨，但在保供稳价以及稳增长政策支撑下，整体保持平稳。

图 12: CPI 同比持平



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 13: PPI 延续回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## （三）后续 CPI 仍有上行支撑但幅度温和，PPI 或延续小幅回落走势

CPI 仍有上行空间，PPI 或延续小幅回落，仍需关注输入型通胀压力。CPI 方面：随着猪肉产能持续优化以及猪肉价格逐渐进入回升周期，叠加翘尾因素影响以及汛期到来鲜菜价格也有望回升，预计短期 CPI 仍有上行支撑。但考虑到市场主体消费、投资低迷的情况难以在短期内快速改善，且当前核心 CPI 仍维持低位，显示需求仍较为疲弱，预计 CPI 上行幅度温和。PPI 方面：保供稳价政策尤其是煤炭等领域的保供稳价政策的持续推进，叠加翘尾因素影响逐渐减弱，后续 PPI 或延续小幅回落走势，但

俄乌冲突持续下原油等大宗商品供给趋紧叠加美国夏季出行高峰需求增加，短期内国际原油价格仍将高位波动，仍需关注大宗商品价格上涨对PPI的影响。

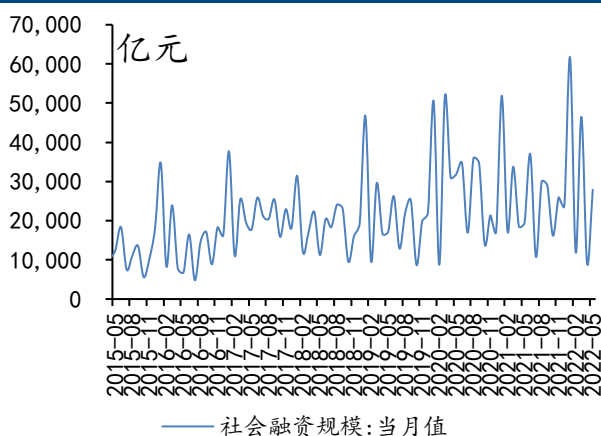
## 四、金融：宽信用下社融总量回升，海外量化收缩人民币有所贬值

在疫情冲击减弱、实体经济修复叠加稳增长政策加码发力背景下，新增社融显著回暖，但结构问题依旧突出，宽信用仍需加码且疏通传导渠道。在中美货币政策分化、国内经济基本面仍偏弱共同影响下，人民币延续贬值态势。展望后续，考虑到美联储已于当地时间6月15日宣布加息75个基点，这将对下半年人民币汇率走势造成一定程度的贬值压力。但在一系列稳外贸、稳汇率政策支持下叠加出口短期回稳，人民币汇率或有望保持宽幅波动态势。

### （一）宽信用效果显现社融总量回升但结构待改善

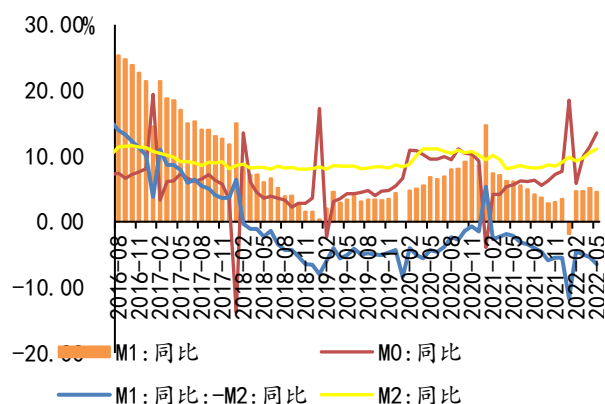
新增社融总量显著改善，但结构依旧偏弱。5月社融增量2.79万亿元，同比多增8378亿元，扭转了4月新增社融同比大幅回落局面，但是，社融的回稳主要是受稳增长驱动下金融机构加大信贷投放力度以及财政靠前发力带来政府债融资有所提升等因素影响，非金融企业部门自发性融资仍然偏弱。与此同时，5月M2同比11.1%，较上月上升0.6个百分点，M1同比4.6%，较上月回落0.5个百分点，M2-M1剪刀差延续走阔，或提示市场活跃度依旧偏弱，且社融存量同比与M2同比增速之差延续为负值，社融与M2走势背离或提示资金空转现象依然显著。后续来看，在政府债的加快发行以及稳信贷政策的推动的基础上，6月金融数据有望持续改善，但当前企业短贷和票据冲量的特征仍较为显著，社融与M2之差提示资金空转风险，宽货币向宽信用的传导依然有较大空间。考虑到部分企业主体依然面临较大的融资成本压力，政策层面料将持续加大托底力度，强化对重点领域和薄弱环节的支持力度。如果二季度经济增速回落显著，6月或7月仍有空间降准，亦不排除降息的可能性。

图 14：社融规模有所反弹



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 15：M1、M2 剪刀差走扩

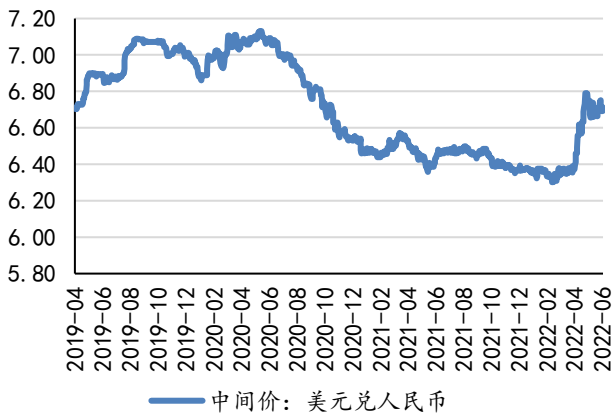


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## （二）海外量化紧缩下，美元指数走高，人民币延续贬值

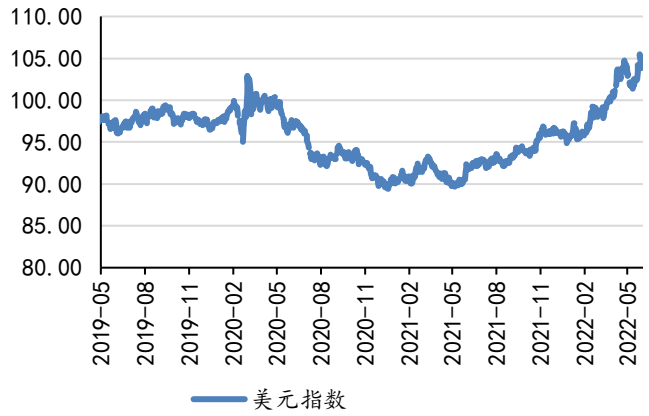
5月，人民币延续了4月以来的贬值走势。美元兑人民币均价由4月的6.4上调至6.7。虽然近期出口短期反弹对人民币形成一定支撑，但在美联储量化紧缩背景下，美元指数持续位于100以上的高位区间，而我国货币政策在保持稳健的基础上整体偏宽，中美货币政策分化以及仍旧偏弱的国内经济基本面加大了人民币贬值压力，在正反因素交织下，人民币整体延续贬值走势。后续看，6月美联储议息会议宣布加息75基点，为近四十年来力度最大的加息幅度，叠加6月份开启缩表进程，美元指数仍有一定上升空间，短期内人民币贬值压力仍存。但考虑到我国经济基本面的边际改善，且相比全球其他经济体，我国仍然是较为有投资前景的经济体，且我国拥有较为充裕的外汇储备规模和较为丰富的外汇政策工具，人民币虽存贬值压力但仍将保持在合理区间内双向波动。

图 16：人民币汇率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 17：美元指数上行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

## 五、大类资产配置：各类资产表现分化，短期建议股债均衡

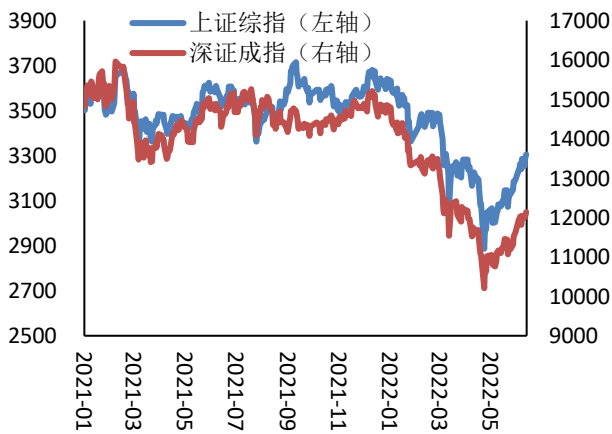
5月16日-6月15日，各类资产表现分化，股票市场止跌转涨、涨幅较高，债券市场和大宗商品整体呈区间波动走势。后续看，伴随国内经济边际回暖，企业盈利或将企稳，股票市场配置价值或凸显，政策支持下的基建板块表现或相对较好；同时，在货币政策稳中偏松、流动性较为充裕下，债市收益率或低位波动；大宗商品在全球经济增长预期放缓、美联储加息进程较快下，下行压力或较大。因此，我们认为，在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置，并视经济修复情况择机增加股票市场配置比例。

### （一）大类资产回顾：各类资产表现分化，股票市场止跌转涨

5月16日-6月15日，各类资产表现分化，股票市场止跌转涨、涨幅较高，债券市场和大宗商品整体呈区间波动走势。分类别看，股票市场整体呈波动上涨走势，在疫情逐步好转、稳增长政策持续发力等因素影响下，市场情绪有所回暖，上证综指、深证成指和创业板指涨幅分别为7.17%、8.76%、9.20%。从资金流动看，北向资金整体呈净流入状态，统计区间内资金净流入额超700亿元，外资持股热情相对较高。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30%、54%，近十年历史分位约为40%、57%，较前期有所上升。从市场风格看，各风格指数均有所上涨，其中周期、成长指数涨幅较高。债市收益率呈先下后上走势，10年期国债收益率较前期小幅下行。5月下半月受经济下行压力仍存、银行间流动性相对宽松等因素影响，收益

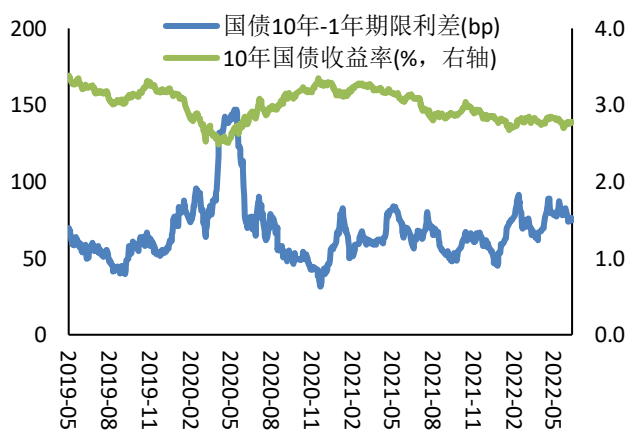
率整体下行；临近5月末，国务院印发扎实稳住经济一揽子政策措施，提振市场信心，叠加北京、上海逐步复工复产、社融总量显著回暖，市场风险偏好有所上升，收益率转而上行。大宗商品整体呈先涨后跌走势，统计区间内商品指数涨幅约为0.698%，但内部走势有所分化。分类别看，能源、化工、煤焦钢矿指数涨幅相对较高，非金属建材、谷物、有色指数跌幅相对较高。从黄金看，受鹰派加息预期、海外通胀持续走高等因素影响，黄金价格呈区间波动走势，截至6月15日，伦敦金价格约为1834美元/盎司。

图 18：股票市场价格走势



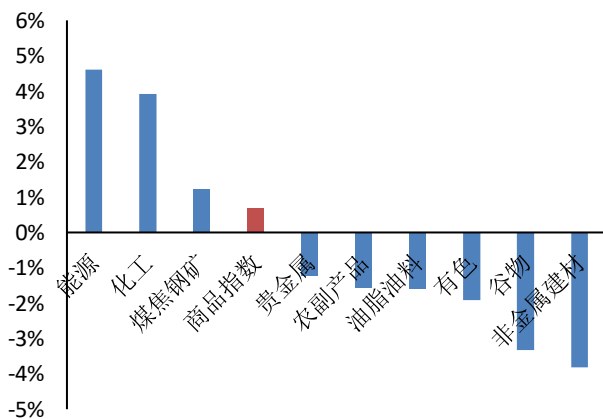
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 19：10 年期国债收益率走势



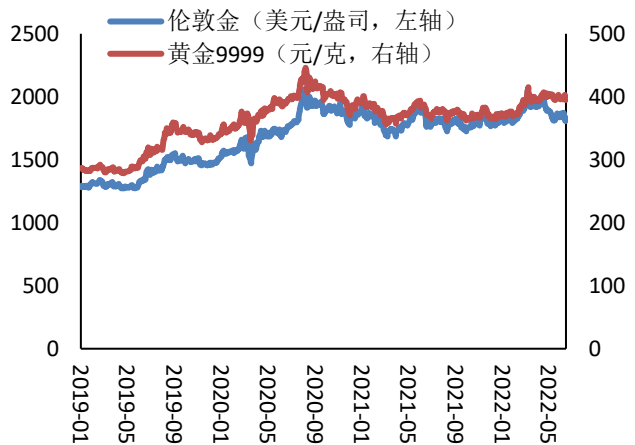
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：Wind 商品指数涨跌幅（5.16-6.15）



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：大宗商品或高位回落，短期建议股债均衡

在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置。从股票市场看，伴随宏观经济边际回暖，企业盈利或将企稳，叠加A股估值仍处于历史较低水平，后续股票市场继续波动上行的可能性或相对较高；同时，考虑到近期高层发布多项政策支持基础设施建设，后续基建板块表现或相对较强。从债券市场看，6月议息会议美联储宣布加息75BP，为1994年以来最大加息幅度，海外货币政策继续收紧，中美利差持续倒挂，或对收益率形成底部约束，但考虑到银行间流动性相对宽松以及市场对美联储加息已有预期，债市收益率大幅上行的可能性也较小，或仍呈低位波动走势。从信用债来看，近期《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》出台，部署进一步推进省以下财政体制改革的举措，对减轻基层政府财政压力具有积极影响，叠加近期基建下沉信号较为明确，优质区域城投或可进一步信用下沉。从大宗商品看，近期欧盟通过制裁俄罗斯原油方案，短期内地缘政治对原油供给端影响仍存，叠加夏季用油高峰期临近，供需偏紧下短期内原油价格或仍呈高位运行态势。从基本金属看，近期世界银行下调全球经济增长预期，市场对全球经济担忧情绪加重，叠加美国货币政策持续收紧，短期内受国际定价影响较多的基本金属或呈偏弱运行态势。从黄金看，短期内美联储加息或是影响黄金走势的重要因素，在6月15日美联储大幅加息75BP、今年加息进程较快的背景下，黄金价格上行动力或不足。整体而言，后续国内经济边际回暖，企业盈利或将企稳，股票市场配置价值或凸显，政策支持下的基建板块表现或相对较好；同时，在货币政策稳中偏松、流动性较为充裕下，债市收益率或低位波动；大宗商品在全球经济增长预期放缓、美联储加息进程较快下，下行压力或较大。因此，我们认为，在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置，并视经济修复情况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  $w=(w_1, w_2, \dots, w_n)$ ， $\Sigma$ 表示收益率的协方差矩阵， $\lambda$ 表示风险厌恶水平。以投资者效用最大为目标，可建立模型：

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

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<sup>1</sup>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

<sup>1</sup> 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

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、复制或者以其他方式使用。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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO5号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>