

经济修复边际改善但仍处低位， 短期内建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2022年8月）



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

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

张文宇 010-66428877-352
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-319
chwang01@ccxi.com.cn

张林 010-66428877-271
lzhang01@ccxi.com.cn

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

经济修复边际放缓，降息落地短期内债券表现或优于权益——宏观经济与大类资产配置月报（2022年7月）

宏观经济再次探底后结构性修复，资产配置重点从商品转向权益——2022年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望（2022年H1）

疫情影响弱化经济边际修复，短期仍建议股债均衡配置——2022年5月宏观经济与大类资产配置分析与展望（2022年5月）

情冲击经济下行，建议股债均衡配置——2022年4月宏观经济与大类资产配置分析与展望（2022年4月）

本期要点

主要观点

8月经济运行环比边际改善，但总体仍然维持较低水平的修复。从供给端来看，工业增加值增速回升，服务业生产边际改善。从需求端来看，稳增长发力基建投资同比增速延续回升、制造业小幅上行，二者带动投资增速小幅回升，但房地产投资延续回落；出口反弹修复期结束，本月出口增速出现大幅回落，后续在海外需求放缓以及错峰优势弱化下，仍有较大回落压力；基数作用及促消费扩需求政策综合影响下，消费边际回暖。从通胀水平来看，猪价扰动短期边际缓解、鲜菜价格涨幅回落等因素影响下，CPI并没有延续此前的持续上行态势，小幅回落至2.5%；核心CPI与上月持平于0.8%，仍位于1%以下的低位区间，显示当前需求仍较为疲弱。在大宗商品回落的背景下，PPI进一步回落至2.2%的较低水平，CPI-PPI剪刀差转正。从金融数据看，政策引导下8月社融数据出现改善，但基础不牢，宽信用政策仍需加力。在美国通胀处于高位、美联储多次加息的背景下，美元指数保持强势，人民币汇率继续走贬。

后续来看，消费逐步复苏但会持续受到疫情扰动，地产疲弱亟需政策进一步发力，全球滞胀风险加大背景下外需下行趋势或难以扭转。从目前的情况来看，经济修复中出现的积极迹象并不确定、不稳定，随时可能受到疫情扰动，而经济运行中的拖累因素（地产疲弱、外需下行）延续的确定性却较大，因此后续仍需关注经济修复的可持续性、稳定性。纵观全年，我们维持基准情形下全年增速或为4.4%左右，增量政策的出台或有望拉升GDP增速至4.8%以上的判断。

从大类资产配置看，8月16日-9月15日，股票市场、大宗商品均有所下跌，上证综指、深证成指跌幅分别为2.32%、7.49%；商品指数跌幅约为1.72%；债市收益率整体呈低位波动走势，降息落地10年期国债收益率最低下行至2.58%。后续看，宏观经济虽然持续修复但仍面临多重扰动，短期内货币政策或较为宽松，银行间流动性保持合理充裕，在此背景下，建议股债均衡配置；同时在欧美货币政策偏紧、全球经济偏弱运行背景下，大宗商品价格面临一定的下行压力，建议谨慎配置。

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；
www.ccxi.com.cn
gzhaog@ccxi.com.cn

8月，经济继续延续修复态势，经济走势环比改善，但总体仍维持较低水平的修复。具体来看，工业生产边际改善，服务业生产小幅回升但仍偏弱。内需出现改善迹象，消费边际回暖，基建与制造业带动投资回升，地产投资延续回落态势。外需走弱，反弹期结束，出口大幅回落，且全球衰退预期升温下，出口后续仍面临较大下行压力。后续来看，经济修复仍面临海外经济衰退风险上行、国内需求依旧偏弱等压力，经济修复的基础仍不牢靠，宏观政策要继续发挥好跨周期的调节作用，加快推进稳经济一揽子政策发挥效能，细化实化接续政策。纵观全年，我们维持基准情形下全年增速或为4.4%左右，增量政策的出台或有望拉升GDP增速至4.8%以上的判断。

从资产配置来看，宏观经济持续修复但仍面临多重扰动，短期内货币政策或较为宽松，银行间流动性保持合理充裕，在此背景下，建议股债均衡配置；同时在欧美货币政策偏紧、全球经济偏弱运行背景下，大宗商品价格面临一定的下行压力，建议谨慎配置。

表1 2022年8月中国宏观经济核心指标一览表

	2022年							2021年			
	8月	7月	6月	5月	4月	3月	1-2月	12月	8月*	8月	同比变化
工业增加值 (同比, %)	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5	7.5	4.3	5.4	5.3	↓
服务业生产指数 (同比, %)	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	3	4.4	4.8	↓
投资 (累计同比, %)	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2	4.9	4	8.9	↑
制造业投资 (%)	10	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9	13.5	3.3	15.7	↑
房地产投资 (%)	-7.4	-6.4	-5.4	-4	-2.7	0.7	3.7	4.4	7.7	10.9	↓
基建投资 (不含电力, %)	8.3	7.4	7.1	6.7	6.5	8.5	8.1	0.4	0.2	2.9	↑
民间投资 (%)	2.3	2.7	3.5	4.1	5.3	8.4	11.4	7	3.9	11.5	↓
社零额 (同比, %)	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	1.7	-	2.5	↑
出口: 同比 (%, 美元)	7.1	18	17.7	16.4	3.6	14.4	16.1	20.8	-	25.41	↓
进口: 同比 (%, 美元)	0.3	2.3	1	4	0.1	0.5	16.6	19.7	-	32.42	↓
贸易顺差 (亿美元)	793.9	1012.7	979.4	775	499.7	453.3	1107.9	937.4	-	592	↑
CPI (同比, %)	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	1.5	-	0.8	↑
PPI (同比, %)	2.3	4.2	6.1	6.4	8	8.3	8.9	10.3	-	9.5	↓
M2: (同比, %)	12.2	12	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	9	-	8.2	↑
社会融资规模	24322	7620	51701	28338	9430	46475	73835	23682	-	29893	↓

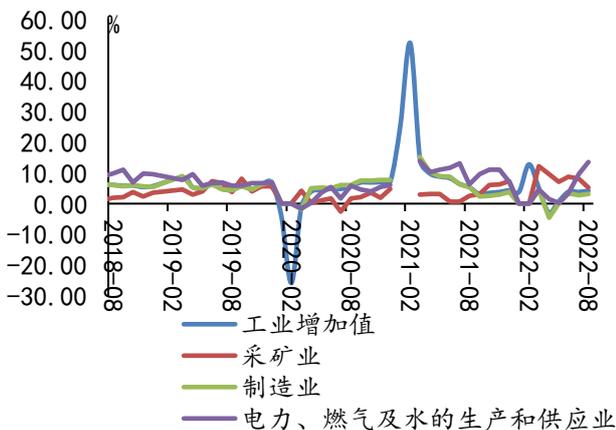
(注: ↓、↑、↔分别表示与上年同期相比, 相关指标数值为下降、上升或持平, *表示两年复合增速)

一、生产：工业生产边际改善，服务业生产小幅回升

（一）工业生产边际回升，但仍需关注疫情扰动

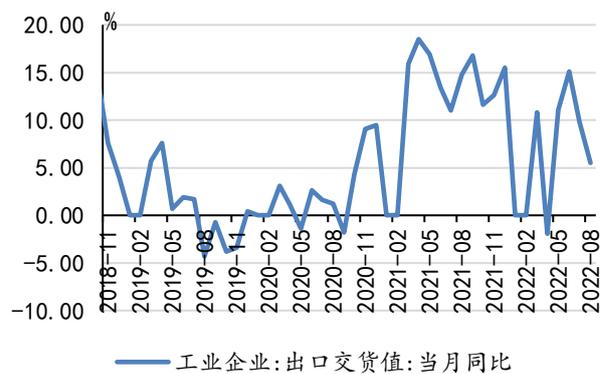
在稳增长政策加快释放效能以及8月下旬高温天气逐渐缓解支撑下，工业生产边际改善。8月规模以上工业增加值同比增长4.2%，较7月回升0.4个百分点，但仍不及去年同期的两年复合增速水平。今年以来，房地产投资持续低位运行，对相关产业链条的工业生产修复形成压制，且三季度以来的本轮疫情散发已波及20余省，对工业生产修复也产生一定干扰，但国内供应链、产业链整体延续修复态势，且8月以来加快落实稳经济一揽子政策和接续政策措施均有助于工业生产修复。值得注意的是，得益于政策支持，汽车产销持续修复，本月汽车行业工业增加值同比增速延续上行趋势，8月达到30.5%，较7月上行8.3个百分点，是支撑工业同比增速保持韧性的重要因素。后续看，在疫情逐渐稳定的情况下，随着高温天气进一步缓解、进入传统施工旺季，叠加利好政策逐渐显效发力下内需或延续改善势头，短期内工业生产存在继续修复基础，但全球经济衰退预期升温下外需回落，8月工业企业出口交货值较上月回落4.3个百分点至5.5%，外需减弱或对生产修复幅度形成一定制约。

图1：工业增加值边际回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图2：出口交货值有所回落

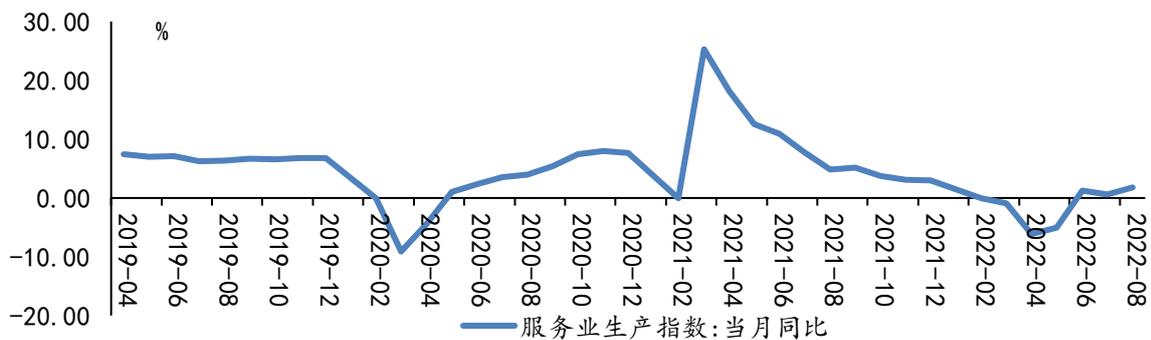


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）服务业生产指数小幅改善，但仍位于较低增速水平

基数作用叠加暑期影响，服务业生产指数边际改善但仍处于低位。服务业生产指数虽较前值回升 0.6 个百分点至 1.8%，但仍低于去年同期两年复合增速水平。8 月疫情虽有反复，但服务业仍实现向上修复，既有基数作用和暑期相关服务业需求增加原因，也与疫情防控的科学性、精准性进一步提升有关。后续来看，8 月份，服务业商务活动指数为 51.9%；其中，住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间，在疫情防控压力逐步减弱前提下，预计服务业生产逐步改善但短期内或仍处于相对低位。

图 3：服务业生产小幅回升



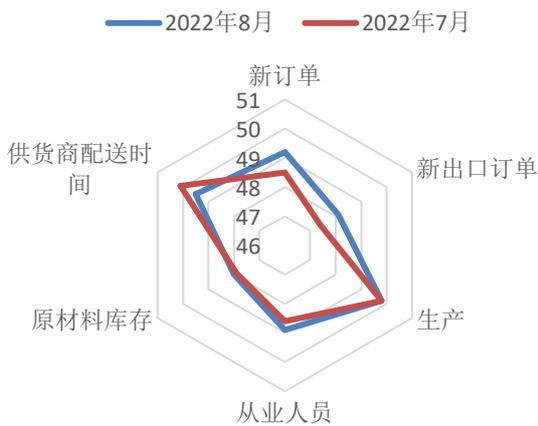
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）PMI 虽低于景气线但小幅回升，分项指数显示需求边际改善

制造业 PMI 小幅回升，但仍位于景气线之下。继 7 月制造业回落 1.2 个百分点跌至 49% 的景气线之下后，本月 PMI 较上月边际改善，回升 0.4 个百分点至 49.4%，提示制造业景气度边际改善但仍处于较低水平。从分项指数来看，需求侧指数的改善是制造业 PMI 改善的主要支撑因素，新订单指数、新出口订单指数均较前值回升 0.7 个百分点，分别达到至 49.2%、48.1%，生产端改善有限，生产指数与上月持平，为 49.8%。但值得一提的是，需求侧指数虽边际修复，但均处于较低水平，持续低于景气线，内外需求低迷状况未得到根本改变。此外，不同规模企业经营分化，大型企业、中型企业景气回升，小型企业则在临界点以下继续下行，中小企业预期偏弱问题依然突出。

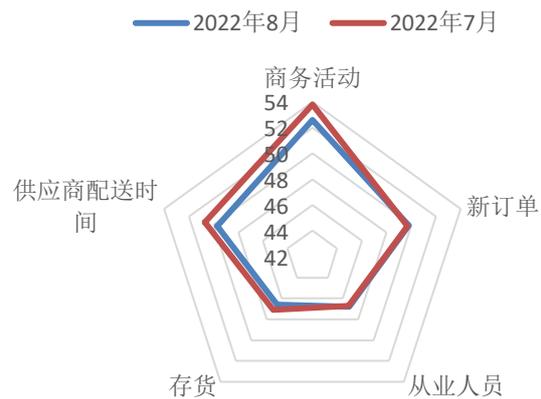
非制造业 PMI 修复放缓。8月非制造业商务活动指数较上月回落 1.2 个百分点至 52.6%，连续 3 个月位于荣枯线之上，其中服务业商务活动指数回落 0.9 个百分点至 51.9%，建筑业商务活动指数回落 2.7 个百分点至 56.5%，仍需持续关注疫情、房地产行业低位运行对服务业的冲击。

图 4：7-8 月 PMI 各分项指标走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 5：7-8 非制造业 PMI 各分项指标走势



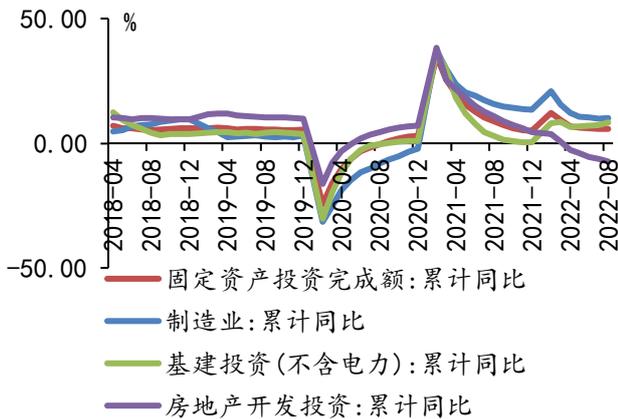
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、需求：内需边际改善外需走弱，后续或延续分化态势

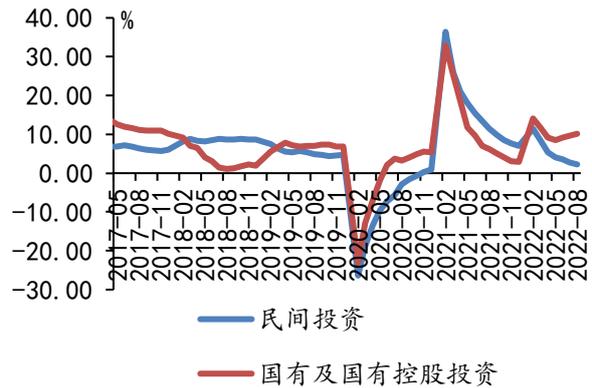
（一）基建、制造业投资带动投资回升，地产投资延续回落

基建投资与制造业投资双双回升，带动固定资产投资出现止跌企稳态势。1-8 月，固定资产投资同比增长 5.8%，较前值回升 0.1 个百分点；在 8 月底前基本完成专项债使用的政策要求以及加快推进政策性金融性开发工具落实到具体项目影响下，基建投资增速延续 5 月以来的回升态势，1-8 月累计同比增速为 8.3，较前值上行 0.9 个百分点。前 8 个月，制造业投资增速为 10%，较 1-7 月回升 0.1 个百分点。房地产市场仍处于筑底阶段，房地产开发投资增速继续回落，环比回落 1 个百分点至 -7.4%。民间投资增长延续放缓态势，较 1-7 月回落 0.4 个百分点至 2.3%。后续看，随着政策性开发性金融工具加快使用，以及 10 月底前发行完毕 5000 多亿元专项债地方结存限额，基建有望延续改善态势。在“一城一策”以及“保交楼、稳民生”等多项调控政策落地生效下，叠加基数作用，四季度房地产开发投资降幅或有所收窄，但受制于当前居民预期依然偏弱以及地产企业流动性压力依然较为突出，房地产投资能否改善仍有较

大不确定性。1-7月工业企业利润增速降为负值，盈利放缓以及基数作用下，制造业投资持续上行仍受制约。市场投资信心依旧偏弱，民间投资等市场主体自发性投资预计延续偏弱态势。

图6：固定资产投资小幅回升


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

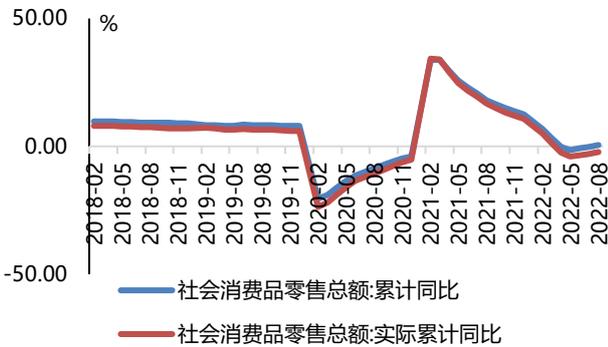
图7：民间投资延续回落走势


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）消费边际改善明显，但仍需关注消费修复面临的压力

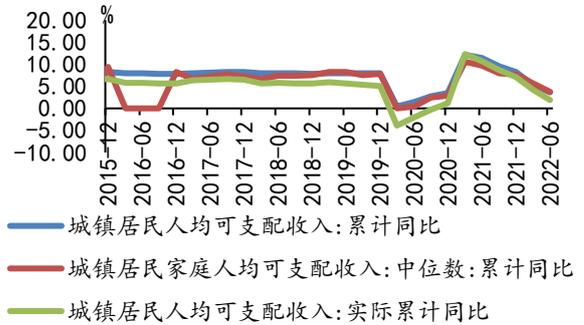
消费边际回暖，社零额同比增速回升。8月社零额同比5.4%，较上月回升2.7个百分点。8月消费回暖受到多重因素影响：首先，暑期到来带动相关消费需求增加；其次，促消费、扩内需政策持续发力提振消费修复；再次，虽然疫情有所反复，但在暑期相关需求增加以及防疫政策科学性、精准性进一步提升叠加基数作用下，本月餐饮收入（含限额以下住宿和餐饮业零售额、限额以上住宿和餐饮业餐费收入）当月同比增速较上月大幅回升9.9个百分点至8.4%，对消费整体修复起到了积极作用；此外，本月社零额增速回升也有去年同期基数偏低的原因。但值得一提的是，虽然随着物流进一步改善，8月实物商品网上零售额以及网上商品和服务零售额累计同比增速均延续6月以来的改善趋势，增速较前值分别回升0.1个百分点和0.5个百分点至5.8%和3.7%，但总体改善幅度仍然较弱。后续看，稳消费政策将继续助力消费修复，但当前就业压力尤其是青年就业压力仍较为突出，疫情反复下居民收入呈放缓态势，居民消费信心依旧偏弱，后续消费或呈弱修复态势。

图 8：社零额同比回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 9：居民收入放缓

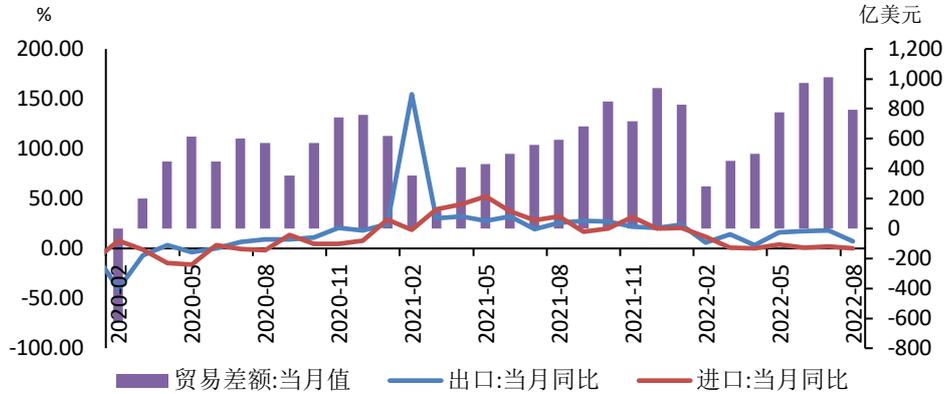


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）出口增速回落至两位数以下，外需走弱压力显现

外需走弱背景下，出口增速显著回落。虽然今年前几个月出口保持了相对较高的增速，但我们始终强调：“全球衰退预期升温下，海外需求进一步放缓叠加我国出口错峰效应逐渐弱化，出口存回落压力”。今年以来，受俄乌冲突导致能源价格上涨、前两年应对疫情的量化宽松政策溢出效应等因素影响，美国、欧元区、英国等全球主要经济体通胀水平大幅上升，为应对通胀压力，各主要经济体纷纷收紧银根，这进一步加大了疫情冲击及全球产业链重构下的全球经济下行压力，全球经济尤其是西方主要经济体的滞胀风险渐行渐近。在全球经济下行的背景下，叠加前期挤压的订单逐步被消化，8月份出口仅同比增长7.1%，较上月回落接近11个百分点。与此同时，在国内经济修复偏弱、内需相对疲弱的背景下，进口同比增速也从上月的2.3%的低位进一步下滑至0.3%。展望后续，在全球经济滞胀风险不改、外需走弱的背景下，仍需警惕出口进一步下行压力；与此同时，国内需求疲弱也将使得进口持续处于较低水平。

图 10：国内进出口及贸易差额走势



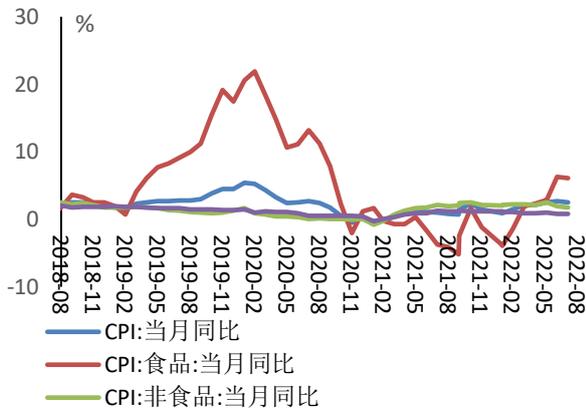
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、价格：需求疲弱通胀水平回落，CPI-PPI 剪刀差转正

（一）CPI 同比涨幅小幅回落，核心 CPI 继续处于 1%以下低位

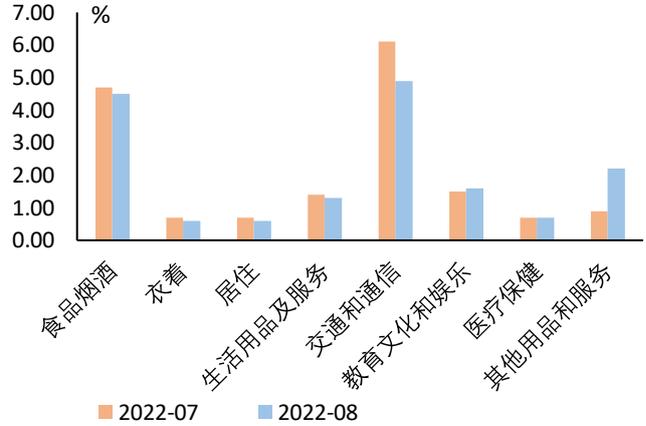
肉、菜价格涨幅放缓带动 CPI 涨幅回落。8 月，CPI 同比并没有延续上月的上行走势，而是回落 0.2 个百分点至 2.5%。从八大类来看，本月除教育文化和娱乐、其他用品和服务两类同比涨幅较上月走阔、医疗用品价格涨幅与上月持平外，其余各类涨幅均较上月有所回落。受此影响，食品、非食品价格同比涨幅均较上月回落 0.2 个百分点，分别为 6.1%、1.7%，食品价格涨幅仍然相对较高。值得一提的是，剔除了食品和能源的核心 CPI 与上月持平，保持在 0.8%，表明经济运行中终端需求仍然疲弱。分具体品种来看，在生猪产能持续调整背景下，叠加去年同期基数较低，本月猪肉价格同比上涨 22.4%，继续保持在高增速水平，但政策引导下此前压栏惜售情况有所缓解，叠加消费需求季节性走弱，上涨斜率有所放缓，“猪周期”对 CPI 的扰动短期边际略有弱化。同时，北方蔬菜上市量增加，部分缓解了蔬菜供给偏紧的情况，鲜菜价格涨幅回落同样是带动食品价格回落的重要因素之一。

图 11：CPI 同比小幅回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 12：PPI 同比进一步走低

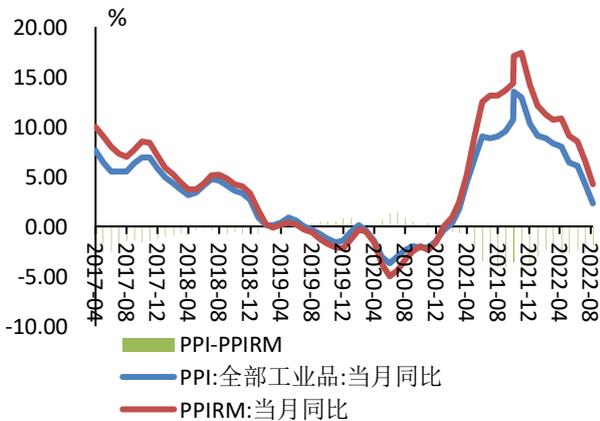


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）大宗商品价格回落等因素影响下，PPI 继续回落

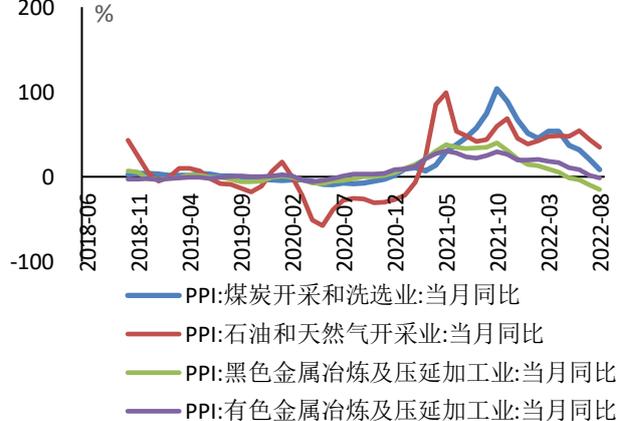
大宗商品价格回落，叠加基数走低、需求偏弱，PPI 进一步回落。8 月，PPI 同比较前值回落 1.9 个百分点至 2.3%。其中，原油、有色金属、煤炭等大宗商品价格波动下行是推动 PPI 回落的主要影响影响因素，当月石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、煤炭开采和洗选业等行业价格涨幅均回落，有色金属冶炼和压延加工业价格由涨转降，受此影响，当月生产资料价格涨幅较上月回落 2.6 个百分点至 2.4%。在终端需求疲弱背景下，生活资料价格同比为 1.6%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点，对 PPI 下行的影响有限。与此同时，8 月 PPIRM 同比上涨 4.2%，较前值回落 2.3 个百分点，已经连续 9 个月回落，企业成本压力边际缓解。

图 13：PPI 与 PPIRM 走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 14：PPI 同比进一步走低



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）CPI 破“3” 概率较小，剪刀差转正下关注企业盈利空间修复

CPI 虽然处于较高水平但四季度破“3” 概率较小。具体来看，新一轮猪周期开启以及四季度进入传统消费旺季，后续猪肉价格仍有上行支撑，但生猪保供稳价政策持续推进，9月8日发改委释放冻猪肉储备以缓解双节前猪价上涨压力，猪肉供给持续增加，预计对猪肉价格涨幅或形成一定约束。高频数据显示，截至9月16日，猪肉平均批发价格由8月底的29.86元/公斤小幅上行至30.7元/公斤，短期内猪价对CPI 同比的拉动作用将有所延续。但疫情反复下，服务业和部分商品需求偏弱，本月核心CPI 与上月持平，保持在0.8%的较低水平。需求不足态势改善仍需时日，叠加翘尾因素影响逐渐走弱，虽有猪周期助力，但四季度CPI 仍缺乏大幅上行基础。

PPI 同比大概率延续回落。欧美等主要经济体纷纷收紧货币政策和全球经济衰退预期升温对大宗商品价格形成压制，国际大宗商品价格整体或呈波动回落走势，叠加翘尾因素下行，后续PPI 或延续同比回落走势。PPI 与PPIRM 回落，CPI 与PPI 剪刀差转正理论上有助于缓解中下游企业成本压力，关注PPI 回落下对中下游企业利润空间带来的影响。

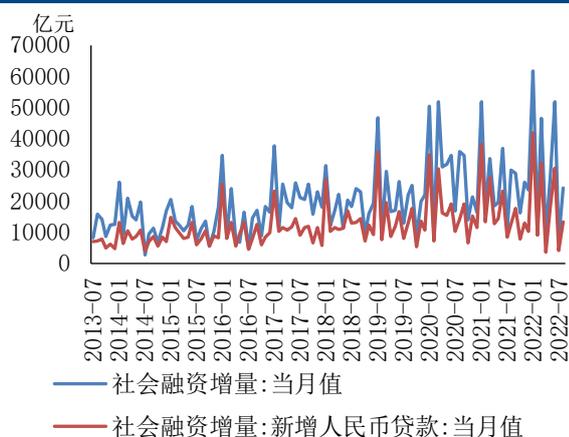
四、金融：政策支持下社融边际改善，人民币汇率继续走贬

（一）社融边际改善但基础不牢，宽信用政策仍需加力

政策性开发性金融工具落地支撑社融改善。因7月社融信贷出现显著收缩宽信用操作再次加码，8月15日央行再次降息，8月24日国常会部署稳经济一揽子政策，政策引导下8月社融数据出现改善，新增社融增量2.43万亿元，较前值多增1.67万亿元，但同比依然少增5593亿元，社融存量同比增速较前值回落0.2个百分点至10.5%。其中，表内、表外均有明显改善，其中外三项合计新增4768亿，同比多增5826亿，较前值多增7821亿元，是社融边际改善的重要支撑，但在政府债和企业债融资均少增的情况下，直接融资出现回落，对社融形成一定拖累。当月，M1 同比6.1%，较上月回落0.6个百分点，M2 同比12.2%，较上月上升0.2个百分点，M2-M1 剪刀差由7月收敛转为走阔，或表明市场活跃度在疫情反复之下未能持续好转。值得一提的是，社融存量同比与M2 同比增速之差再度扩大，说明当前资金淤积以及资金空转的现象依然存在。综合来看，自4月以来市场自发的融资需求总体上持续偏弱，社融增量主要依

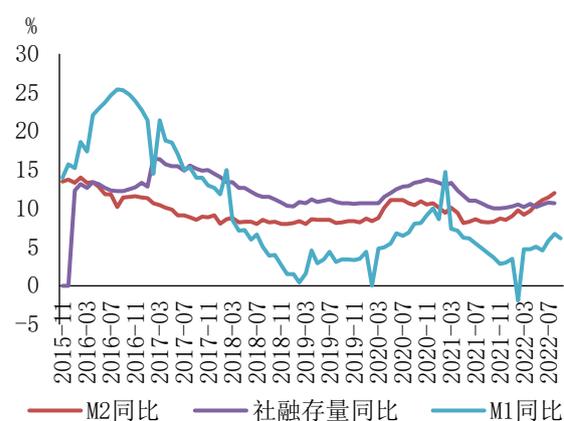
赖政府债融资增量，企业部门融资增加或也较为依赖政策性因素的拉动，房地产市场的延续下行也给居民部门的长期信贷需求带来一定压力，社融持续改善的基础仍不牢靠。但考虑到宽信用政策仍在持续发力，不排除政策性开发性金融工具规模进一步扩大的可能，各地“一城一策”稳定房地产的信贷政策或也将持续出台，社融增速大幅下滑可能性也相对较小，维持此前判断，预计2022年社融存量增速在10.5%左右。

图 15：8 月社融规模边际回暖



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 16：M2 与社融反向剪刀差延续扩大

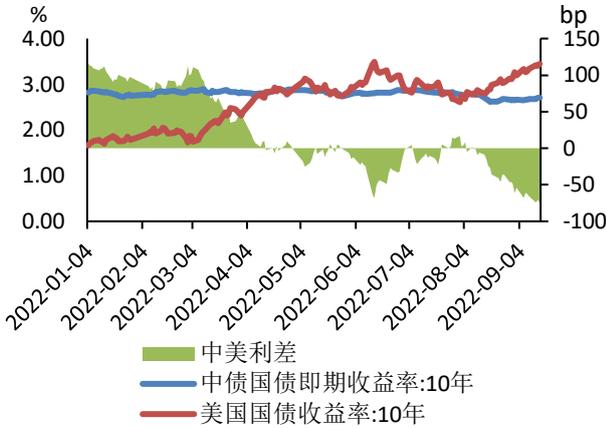


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）美元指数走高下，人民币汇率继续走贬

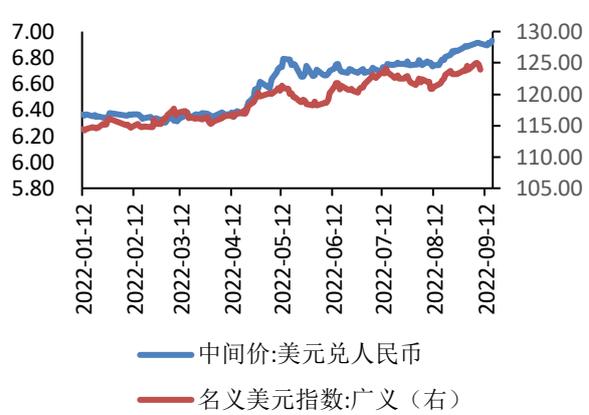
今年以来，在美国通胀处于高位、美联储多次加息的背景下，美元指数保持强势。与此同时，疫情冲击下国内经济低位运行，为应对经济下行压力，我国采取了降准、降息措施宽货币、宽信用，与美国等西方国家的货币政策走势分化。受此多重因素影响，今年以来人民币对美元汇率波动走贬，8月以来在美国高通胀未改、美元指数强势不改背景下，人民币汇率继续走贬，人民币对美元中间价从8月初的6.75回落至8月底的6.89。9月以来，虽然央行与9月5日宣布自9月15日起，年内第二次下调（上一次为5月15日，下调1个百分点）金融机构外汇存款准备金率2个百分点，由现行8%下调至6%，但人民币汇率进一步走贬，截至9月16日人民币对美元中间价已经跌至6.93，且在9月15、16日人民币对美元离岸、在岸汇率均“破七”。在8月美国通胀仍然处于8.3%的高位，导致市场对美联储加息75个基点的预期升温，美元近期仍将保持强势，后续人民币汇率会仍将存在一定的贬值压力。但值得一提的是，随着中国经济的逐步修复，中国市场对海外资本的吸引力依然存在，且中国的外汇管理政策工具充足，人民币贬值压力整体仍可控。

图 17：中美利差反向走阔



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 18：美元指数上行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

小结：

8月，中国经济修复喜忧参半。一方面，在供需两侧均出现一定的积极迹象，部分宏观数据边际改善：工业生产进一步修复，服务业生产相对7月出现明显的改善，基建持续发力，制造业投资这一企业自主性相对比较强的投资也出现小幅的边际改善，居民消费出现明显的反弹。另一方面，经济运行中的拖累因素依然存在甚至进一步加深：地产投资降幅进一步加大，民间投资进一步回落，出口出现明显的下行。后续来看，消费逐步复苏但会持续受到疫情的扰动，地产疲弱亟需政策进一步发力，全球滞胀风险加大背景下外需下行趋势或难以扭转。从目前的情况来看，经济修复中出现的积极迹象并不确定、不稳定，随时可能受到疫情的扰动，而经济运行中的拖累因素（地产疲弱、外需下行）延续的确定性却较大，因此后续仍需关注经济修复的可持续性、稳定性。纵观全年，我们维持基准情形下全年增速或为4.4%左右，增量政策的出台或有望拉升GDP增速至4.8%以上的判断。

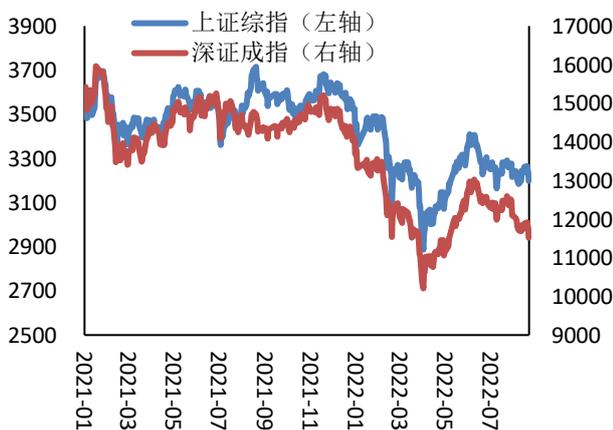
五、大类资产配置：各类资产表现分化，短期建议股债均衡

（一）大类资产回顾：各类资产表现分化，商品、权益继续下跌

8月16日-9月15日，股票市场、大宗商品均继续下跌，债市收益率整体呈低位波动走势。分类别看，受疫情反复、经济修复仍面临一定制约等因素影响，股票市场情绪整体偏弱，统计区间内上证综指、深证成指和创业板指跌幅分别为2.32%、7.49%、

10.83%。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 18%、49%，近十年历史分位约为 31%、51%，均较前期有所回落。从资金流动看，北向资金整体呈净流出状态，统计区间内净流出规模约为 12 亿元；8 月新发股票型基金份额为 101.31 亿，较 7 月（526.42 亿）大幅回落。从市场风格看，多数风格指数均有所下跌，其中小盘指数、成长指数跌幅较高，分别为 7.37%、10.31%。**债市收益率**整体呈先下后上走势，截至 9 月 15 日，10 年期国债收益率为 2.6625%。具体看，受 8 月 15 日降息落地影响，8 月中下旬收益率快速下行，10 年期国债收益率最低达 2020 年 5 月以来低点 2.58%；临近 8 月末，伴随降息对债市的利好作用逐步弱化以及宽信用政策持续发力，收益率转而上行。**大宗商品**整体呈区间波动走势，统计区间内商品指数有所下跌，跌幅约为 1.72%。分类别看，各细分商品指数表现分化，谷物、有色指数涨幅相对较高，分别为 4.41%、2.45%；煤焦钢矿、油脂油料指数跌幅相对较高，分别为 4.91%、2.89%。从黄金看，受欧美主要发达体货币政策持续偏紧等因素影响，黄金价格继续承压，统计区间内呈波动下行走势，截至 9 月 15 日，伦敦金价格下行至 1665 美元/盎司左右。

图 19：股票市场价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

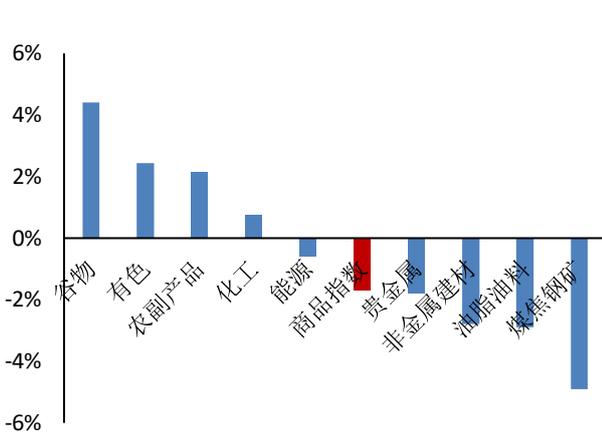
图 20：10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：Wind 商品指数涨跌幅（8.16-9.15）

图 22：黄金价格走势



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) 大类资产配置展望：大宗商品面临下行风险，短期建议股债均衡

大宗商品面临一定的下行压力，短期内建议股债均衡。具体看，短期内股票市场或仍呈区间震荡走势：一方面，近期稳增长政策持续加码，如新增3000亿元政策性开发性金融工具、5000亿元专项债以及更新改造设备领域专项再贷款支持等，或有利于提振市场信心，带动股票市场整体上行；另一方面，疫情反复仍对经济修复存在一定扰动，叠加海外经济衰退预期升温下，全球风险偏好有所下行，新兴市场外资流出压力或有所增大，或对股票市场走势形成一定利空；受多空多重因素影响，股票市场整体或呈区间震荡走势，仍建议关注政策支持力度大、估值相对较低的基建产业链，包括水利、城市更新、设备改造等传统基建以及数据中心、新能源等新基建。从债券市场看，近期内国内货币政策整体维持较为宽松的状态，银行间流动性保持合理充裕，叠加经济基本面仍较为疲弱，短期内债市收益率或呈低位波动走势。从信用债来看，8月房地产销售同比延续下行，房地产行业仍较为低迷，地产行业风险仍存；同时，近期“19兰州城投PPN008”“技术性违约”事件引起市场关注，在当前经济运行仍承压、债务风险持续释放的背景下，弱区域城投再融资能力存在进一步恶化的可能，建议谨慎下沉。从大宗商品看，欧美货币政策整体仍处于收紧阶段，或对大宗商品价格形成一定利空，叠加全球经济衰退引发原油等商品需求疲软，短期内大宗商品价格整体仍面临一定的下行风险。从黄金看，目前黄金价格处于2020年以来较低水平，全球经济偏弱运行下，市场避险性情绪或有所升温，或利好黄金价格走势。整体而言，宏观经济持续修复但仍面临多重扰动，短期内货币政策或较为宽松，银行间流动性保持合理充裕，在此背景下，建议股债均衡配置；同时在欧美货币政策偏紧、全球经济偏弱运行背景下，大宗商品价格面临一定的下行压力，建议谨慎配置。

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：

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

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

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>