

疫情扰动经济修复放缓， 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10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

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



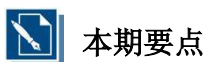
相关报告

宏观经济延续结构性修复，资产配置建议
防守型布局——2022年三季度宏观经济及大
类资产配置分析与四季度展望（2022年10
月）

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）

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）



本期要点

主要观点

10月，疫情在全国多地散发，多地疫情防控措施纷纷加码，对供需两端产生扰动，经济修复再度边际放缓。具体来看，工业生产与服务业生产双双走弱，服务业生产更是回落至6月以来最低位。国内需求持续疲弱，地产投资低位下行拖累固定资产投资整体回落，疫情扰动下消费增速再度转负。出口增速自2020年3月以来首现负值，外需对经济修复的支撑弱化。从通胀水平来看，基数作用及节后需求回落下，CPI并没有延续此前的持续上行态势，回落至2.1%，核心CPI与上月持平于0.6%，持续位于低位区间，显示需求仍较为疲弱；高基数下PPI降至负数。从金融数据看，政策性因素支撑减弱，10月社融数据边际回落，宽信用政策仍待持续发力。美元指数保持强势，国内经济修复放缓、国内宏观基本面仍偏弱，人民币汇率走贬。涉外收付款连续两个月为逆差，但10月逆差额环比收窄，银行结售汇差额则由上月的顺差转为逆差，整体看跨境资本流动仍处于合理区间。

后续来看，11月以来，经济运行中的积极因素有所增加，国务院联防联控机制综合组11日公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，随着国内疫情防控政策持续优化、房地产支持政策进一步加码以及美国10月通胀回落下美联储加息幅度收窄预期升温等，叠加基数作用以及多项稳增长政策支持，四季度经济仍有望延续结构性修复势头。我们维持此前四季度GDP增速或延续回升至4.5%，全年GDP增速或为3.4%左右的判断。

从大类资产配置看，10月10日-11月14日，各类资产表现分化，股票市场止跌转涨，债市收益率先下后上，10年期国债收益率上行至近期高点2.8354%。后续看，经济或仍呈弱修复状态，权益上行空间或仍有限，债市收益率或呈区间波动走势；同时在全球流动性偏紧、海外经济衰退的背景下，大宗商品价格仍面临一定的下行压力，建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复力度调整股票配置比例。

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资者服务部

www.ccxi.com.cn
赵耿 010-66428731;
gzhaog@ccxi.com.cn

10月，疫情在全国多地散发，多地疫情防控措施纷纷加码，对供需两端产生扰动经济修复再度边际放缓。具体来看，工业生产与服务业生产双双走弱，服务业生产更是回落至6月以来最低位。国内需求持续疲弱，地产投资低位下行拖累固定资产投资整体回落，疫情扰动下消费增速再度转负。出口增速自2020年3月以来首现负值，外需对经济修复的支撑弱化。后续来看，当前海外滞胀风险不减，外需仍有下行压力，且内需持续偏弱背景下，经济修复仍面临压力，但随着疫情防控政策的进一步优化，房地产边际放松政策持续出台，多项稳增长政策发力生效，叠加基数作用，四季度经济增速或呈稳中趋升态势，增速或延续回升至4.5%，纵观全年，我们维持此前判断，全年增速或为3.4%左右。

从资产配置来看，在疫情防控优化等因素影响下，市场信心有所回暖，或利好股票市场走势，但考虑到后续经济或仍呈弱修复状态，权益上行空间或仍有限，债市收益率或呈区间波动走势；同时，在全球流动性偏紧、海外经济衰退的背景下，大宗商品价格仍面临一定的下行压力，建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复力度调整股票配置比例。。

表1 2022年10月中国宏观经济核心指标一览表

	2022年									2021年		
	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	1-2月	10月*	10月	同比变化
工业增加值 (同比, %)	5	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5	7.5	5.2	3.5	↓
服务业生产指数 (同比, %)	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	5.5	3.8	↓
投资 (累计同比, %)	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2	3.8	6.1	↑
制造业投资 (%)	9.7	10.1	10	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9	-	14.2	↓
房地产投资 (%)	-8.8	-8	-7.4	-6.4	-5.4	-4	-2.7	0.7	3.7	6.8	7.2	↓
基建投资 (不含电力, %)	8.7	8.6	8.3	7.4	7.1	6.7	6.5	8.5	8.1	-	1	↑
民间投资 (%)	1.6	2	2.3	2.7	3.5	4.1	5.3	8.4	11.4	3.8	8.5	↓
社零额 (同比, %)	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	-	4.9	↓
出口: 同比 (%, 美元)	-0.3	5.7	7.1	18	17.7	16.4	3.6	14.4	16.1	-	26.8	↓
进口: 同比 (%, 美元)	-0.7	0.3	0.3	2.3	1	4	0.1	0.5	16.6	-	20.05	↓
贸易顺差 (亿美元)	851.5	847.4	793.9	1012.7	979.4	775	499.7	453.3	1107.9	-	848	↑
CPI (同比, %)	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	-	1.5	↑
PPI (同比, %)	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8	8.3	8.9	-	13.5	↓

M2: (同比, %)	11.8	12.1	12.2	12	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	-	8.7	↑
社会融资规模	9079	35271	24322	7620	51701	28338	9430	46475	73835	-	16176	↓

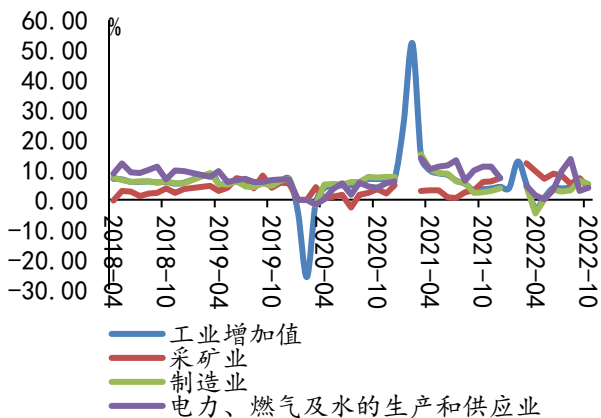
(注: ↓、↑、↔分别表示与上年同期相比, 相关指标数值为下降、上升或持平, *表示两年复合增速)

一、生产：工业生产走弱，服务业生产显著回落

(一) 疫情对生产端造成扰动，工业生产边际回落

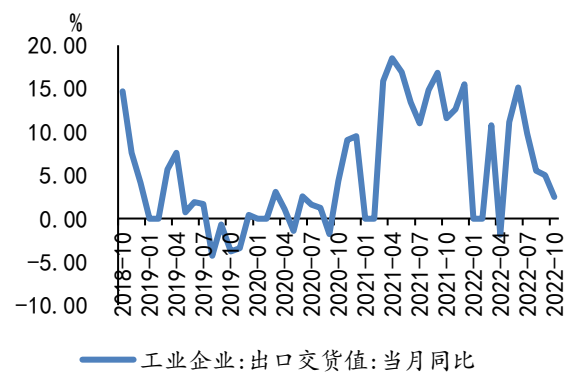
疫情反复以及外需走弱下，工业生产边际回落。10月规模以上工业增加值同比增长5%，较9月回落0.4个百分点，且不及去年同期的两年复合增速水平。一方面，10月外需继续走弱，出口交货值对工业生产的带动作用弱化；另一方面，10月以来，疫情在全国多点散发，疫情及疫情防控政策影响下，工业生产受到扰动；此外，房地产持续处于深度收缩区间，对相关链条生产亦产生一定拖累。值得注意的是，消费不足叠加基数作用，本月汽车行业工业增加值同比增速延续上月回落趋势，10月为18.7%，较9月回落5个百分点，对工业同比增速的支撑有所减弱。后续看，随着疫情防控政策进一步优化，叠加稳增长政策支持，工业生产或将有所改善，但地产持续低迷、外需下行压力不减或对生产修复幅度形成一定制约，预计工业增加值整体保持窄幅波动态势。

图1：工业增加值边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图2：出口交货值有所回落

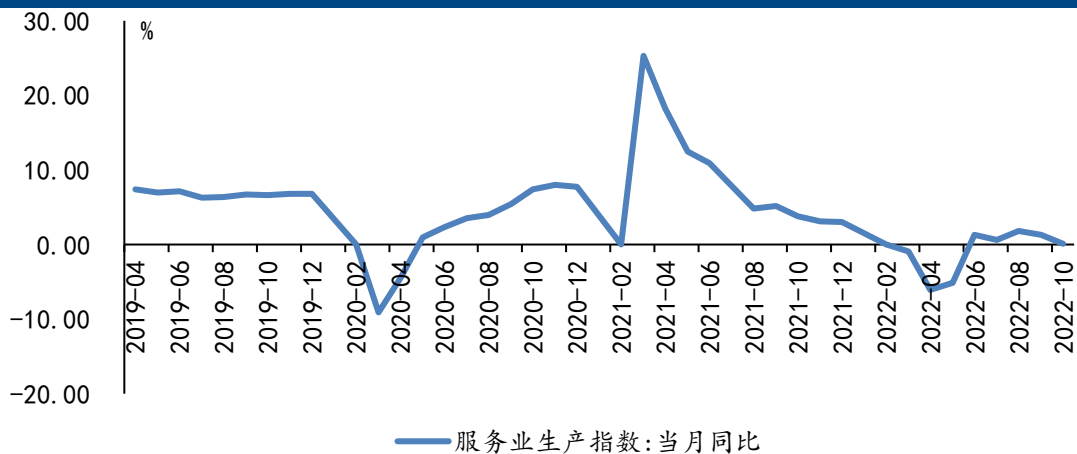


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）疫情反复扰动下，服务业生产指数大幅回落

疫情多地散发，服务业生产指数同比增速回落至零左右。疫情反复及疫情防控政策下，服务业修复同样受限，服务业生产指数低位回落，较前值回落 1.2 个百分点至 0.1%，大幅低于去年同期 5.5% 的两年复合增速水平。后续来看，虽然随着疫情防控政策的进一步优化有利于服务业边际回暖，但 10 月份，服务业商务活动指数延续 7 月以来的回落走势，较上月回落 1.9 个百分点至 47%，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数低位回落，均低于 45.0%，预计后续服务业生产修复仍将受到疫情制约。11 月 15 日，文化和旅游部发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好文化和旅游行业防控工作的通知》，提出跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，跨省游客凭 48 小时核酸检测阴性证明即可乘坐跨省交通工具，预计将对线下服务业生产改善带来一定助力，但考虑到当前为旅游淡季且各地防控政策存在差异，预计短期内改善作用较为有限，服务业生产短期内或仍处于相对低位。

图 3：服务业生产回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

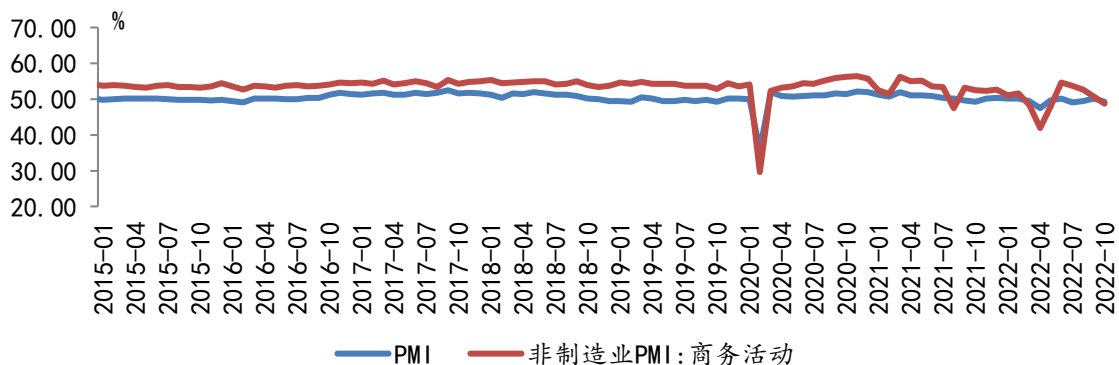
（三）产需两端放缓，PMI 再次回落至景气线之下

制造业 PMI 止升转降，重回景气线之下。10 月制造业 PMI 为 49.2%，较前值回落 0.9 个百分点，重回荣枯线之下。疫情多地散发下，产需两端均有所放缓，其中生产指数为 49.6%，较上月回落 1.9 个百分点，降至临界点之下；内需疲弱新订单指数下滑，新订单指数较前值回落 1.7 个百分点至 48.1%，新出口订单仍位于低位收缩区间。

综合 PMI 产出指数为 49%，较上月回落 1.9 个百分点。同时，本月出厂价格指数继续低于原材料购进价格指数，企业盈利进一步承压。此外，不同规模企业景气水平均回落，中小企业景气水平继续位于景气线之下，中小型企业生产经营压力仍较大。

疫情多地散发下非制造业 PMI 再次回落至景气线之下。10 月非制造业商务活动指数较上月回落 1.9 个百分点至 48.7%，重回荣枯线之上下，值得注意的是，除今年 10 月外，2020 年新冠疫情暴发以来，非制造业 PMI 仅在 2020 年 2 月、2021 年 8 月以及今年 3-5 月等几个月份位于临界点以下，提示需高度关注疫情及严格的疫情防控政策对非制造业生产带来的冲击。服务业商务活动指数延续 7 月以来的回落走势，较上月回落 1.9 个百分点至 47%，建筑业商务活动指数回落 2 个百分点，但仍位于 58.2% 的高景气区间。

图 4：PMI 及非制造业 PMI 回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

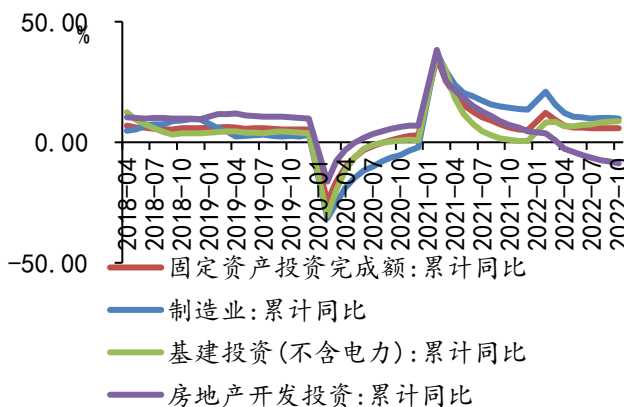
二、需求：内外需求均回落，稳增长扩需求仍需加力

（一）房地产投资继续下行，拖累固定资产投资

基建投资升至年内高位，制造业投资略有回落，地产投资持续低位运行并拖累投资整体增速。1-10 月固定资产投资同比增长 5.8%，低于前值的 5.9%，未能延续回升势头。其中在 5000 多亿元专项债地方结存限额在 10 月底前发行完毕的政策要求以及前期政策性开发性金融工具落地生效带动下，基建投资增速延续 5 月以来的回升态势，已升至年内高点，但增幅较前值有所收窄。制造业投资增速为 9.7%，较 1-10 月回升

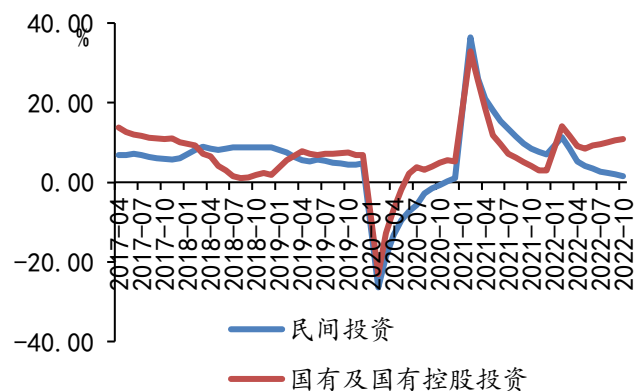
落 0.4 个百分点。1-10 月房地产开发投资增长-8.8%，低于前值的-8.0%，房地产投资仍未见底。前 10 个月，民间投资增长延续放缓态势，较 1-9 月回落 0.4 个百分点至 1.6%。后续看，随着 5000 多亿元专项债地方结存限额使用完毕，且预计四季度提前下发的专项债额度或于明年初才能落地支持项目建设，预计年内基建增速或稳中趋缓。11 月以来，政策加大对房企融资端支持。11 月 8 日，交易商协会表示，将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，与此前已经出台的多项地产支持政策形成合力，有利于房地产市场逐渐企稳，但考虑到政策显效存在时滞，预计短期内房地产投资仍将处于低位运行态势。在出口下行压力加大、工业企业利润增速放缓等因素影响下，后续制造业投资预计延续高位窄幅波动态势。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仍偏弱。

图 5：固定资产投资回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：民间投资延续回落走势



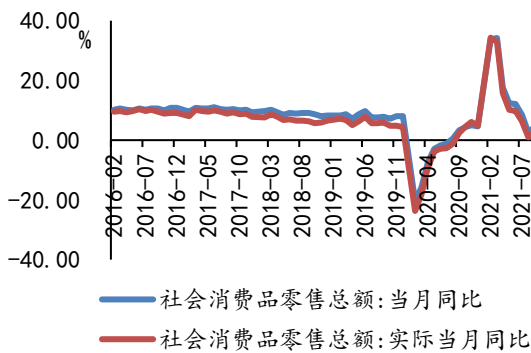
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）疫情反弹消费大幅回落，关注消费意愿低迷问题

消费边际回落，社零额同比增速转负。10 月社零额同比-0.5%，较上月大幅回落 3 个百分点。10 月疫情多点散发对消费修复产生冲击，尤其是对线下接触型消费产生明显扰动，其中 10 月餐饮消费收入（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）同比下降 8.1%，降幅较 9 扩大 6.4 个百分点，为 2022 年 6 月以来最低点。值得一提的是，虽然疫情及疫情防控政策下物流运输受到一定影响，但 10 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 1.1 个百分点和 0.9 个百分点至 7.2%和 4.9%，或与双

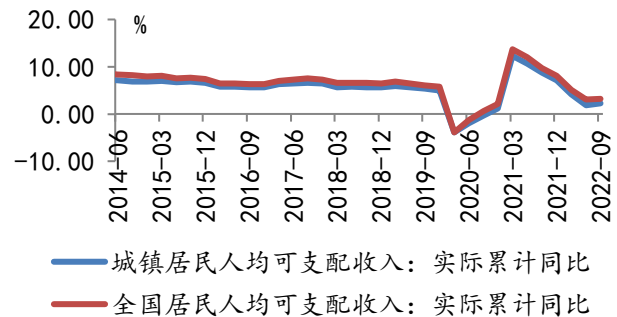
11 购物节提前有关。此外，消费不振也与疫情以来居民收入增速进一步放缓、消费倾向降低等有关，三季度央行储户调查问卷数据显示，三季度储户更多储蓄占比虽较二季度小幅回落 0.2 个百分点至 58.1%，但仍为有记录以来的次低点，显示消费意愿仍不足。后续看，随着疫情防控政策的优化，以及稳消费政策继续发力，消费存在修复基础，但当前就业压力尤其是青年就业压力仍较为突出，且居民储蓄意愿较高，消费信心仍不足，后续消费修复节奏或偏慢。

图 7：社零额同比回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 8：疫情以来居民收入进一步放缓

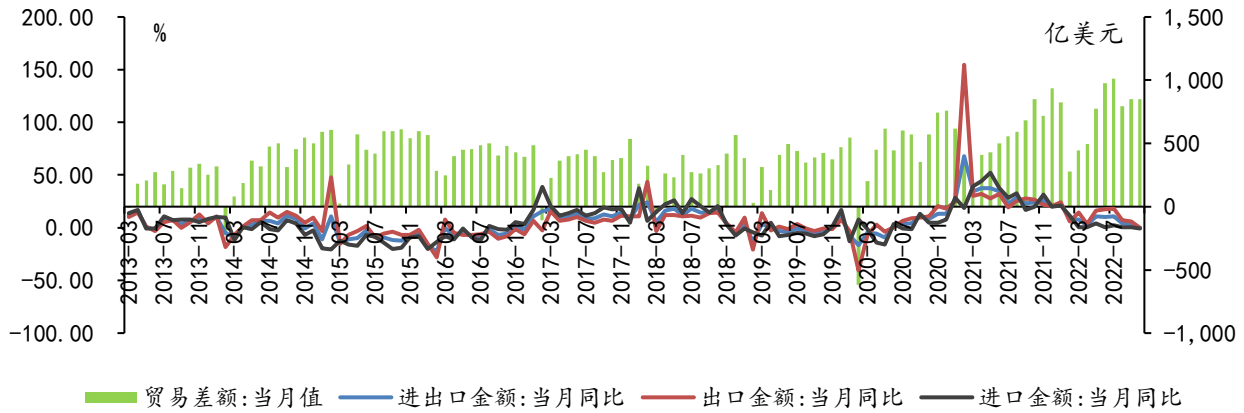


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）进出口增速均转负，需求疲弱外贸下行压力进一步加大

内外需疲弱下进出口增速双双转负，外贸下行压力加大。11 月美联储宣布再次加息 75 基点，这是美联储年内第六次加息，也是连续第四次宣布加息 75 个基点。美联储短期内连续大幅加息下，美元指数持续位于高位，人民币汇率虽相对美元有所走贬，但相对其他货币则为升值，因此对出口支撑有限。海外滞胀风险上行，外需继续放缓同样对出口产生压制。截止 10 月，欧元区制造业 PMI 已经连续 4 个月位于收缩区间，美国制造业 PMI10 月也已降至荣枯线之下。同时内需不振下进口增速持续承压。10 月出口增速延续 8 月以来的回落走势，出口 2983.7 亿美元，同比下降 0.3%，较 9 月份大幅回落 6 个百分点；10 月份进口 2132.2 亿美元，同比下降 0.7%，较 9 月份回落 1 个百分点。展望后续，基数作用下，短期内不排除出口增速小幅转正可能，但全球经济走弱趋势不改，外需回落背景下，出口增速短期内仍将低位运行。同时房地产低迷态势短期难显著改善、疫情反复下消费修复持续受到制约，且出口回落对制造业生产产生扰动或也在一定程度上抑制进口需求，后续进口预计仍位于低位。

图9：国内进出口及贸易差额走势



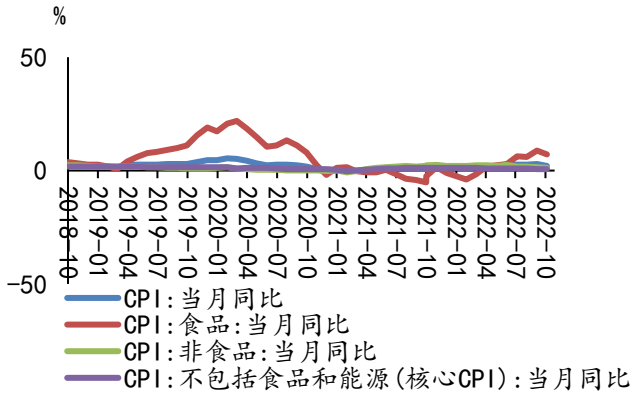
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、价格：需求走弱 CPI 回落，基数作用下 PPI 降至负数

（一）高基数叠加消费需求疲弱，CPI 同比回落

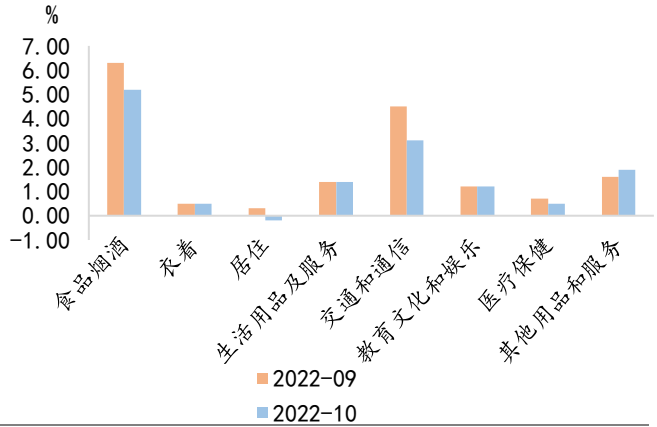
上年同期基数较高以及双节过后消费需求回落，10月CPI回落。10月，CPI同比上涨2.1%，较前值回落0.7个百分点；环比上涨0.3%，较上月回落0.2个百分点。具体来看，虽然猪肉价格上涨对食品价格带来支撑，但本月蔬、果大量上市，价格大幅回落下带动食品价格涨幅收窄，10月食品价格同比上涨7%，涨幅较上月回落1.8个百分点；汽油、柴油等成品油价格延续回落下非食品价格涨幅较上月回落0.4个百分点，同比上涨1.1%。从八大类看，本月除居住价格下降外，其余类别价格同比均上涨，但多数（仅其他用品及服务项涨幅较上月回升）涨幅较上月回落或持平。值得一提的是，剔除了食品和能源的核心CPI与上月持平，保持在0.6%，表明经济运行中终端需求仍然疲弱。

图 10：CPI 同比小幅回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 11：本月及上月八大类构成

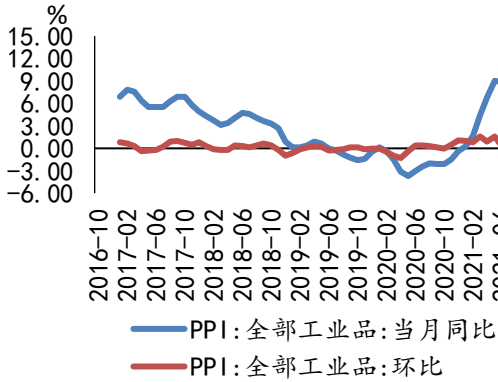


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

(二) 高基数作用下，PPI 同比继续回落

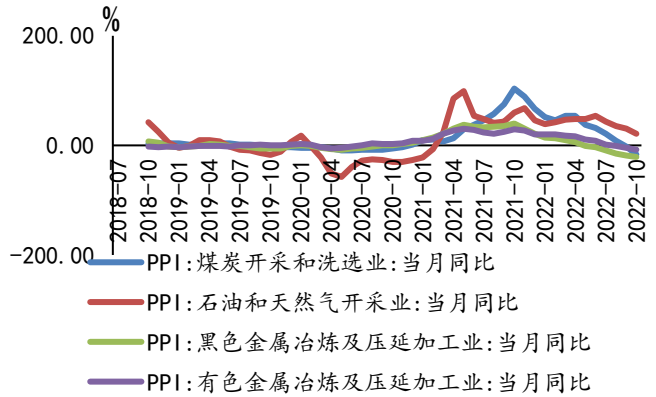
高基数影响下本月 PPI 同比由正转负，受国内部分行业需求回升影响，环比由降转涨。受上年同期基数较高影响，PPI 同比由正转负，较前值回落 2.2 个百分点至下降 1.3%。PPI 环比则由负转正，较上月回升 0.3 个百分点至 0.2%。分行业看，本月石油相关行业价格继续回落，其中石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业价格涨幅均继续回落。上年同期高基数下煤炭开采和洗选业价格同比延续上月回落走势，但受冬季储煤需求的提升，煤炭开采和洗选业价格环比上涨 3%，涨幅较前值扩大 2.5 个百分点，对 PPI 环比回升带来一定支撑。黑色金属冶炼和压延加工业价格同比降幅进一步扩大。受上述行业价格回落影响，生产资料价格同比由上月上涨 0.6% 转为下降 2.5%，回落 3.1 个百分点。此前生产资料价格高企逐步传导至生活资料端，10 月生活资料价格涨幅延续升势，较上月回升 0.4 个百分点至 2.2%，为 2012 年以来最高值。与此同时，高基数下，10 月 PPIRM 同比上涨 0.3%，较前值回落 2.3 个百分点，为年内新低点，企业成本压力边际缓解。

图 12: PPI 降至负增长



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 13: 石油、煤炭、金属相关行业价格



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

(三) 内需疲弱 CPI 仍有回落空间，基数作用下 PPI 同比或延续负增

翘尾走低且需求不足下，短期内 CPI 仍有回落的可能性。具体来看，进入冬季，猪肉进入传统消费旺季，需求有所回升，且新一轮猪周期开启以及短期内部分养殖户压栏惜售仍存，后续猪肉价格或延续上行趋势并对食品价格形成支撑，但近日国家发改委将进行今年第 7 批中央猪肉储备投放，增加猪肉供给，促进生猪价格回归至合理区间，预计猪价上行态势温和，同时高基数下，短期鲜菜、鲜果价格仍有回落压力，此外 10 月以来，疫情在全国多地散发，扰动服务业及部分商品消费需求，核心 CPI 持续处于低位，叠加翘尾因素影响逐渐走弱，预计短期内 CPI 仍有回落空间。

基数作用下短期内 PPI 同比大概率延续负增长。10 月 OPEC+ 宣布减产 200 万桶/日，这是 OPEC+ 自 2020 年新冠疫情开始时同意大幅减产以来的最大力度减产，并希望通过此举提振油价，但当前海外滞涨风险上行，需求走弱以及美联储短期持续大幅加息下美元指数保持高位均对国际大宗商品价格上行产生抑制，叠加上年同期高基数影响，短期 PPI 或延续负增长。

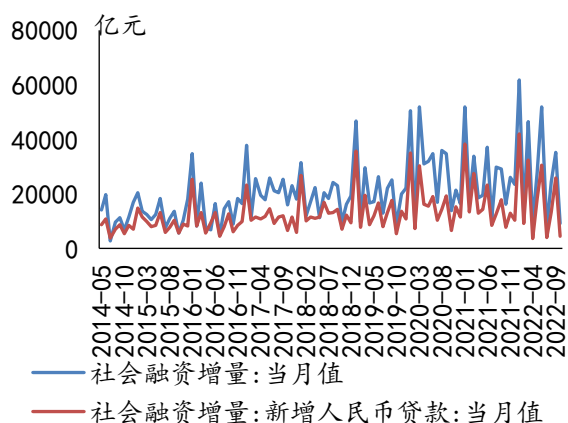
四、金融：政策性因素支撑减弱社融增速回落，人民币汇率延续走贬

(一) 政策性因素支撑减弱社融增速回落，宽信用仍待加强

政府债融资扩张放缓叠加人民币贷款少增幅度较大，社融增速边际回落。因季节性因素影响 10 月新增社融规模普遍较低，但本月数据显著低于近三年同期 1.3 万亿左右的平均水平，社融规模低于季节性指向本月实体融资需求偏弱。10 月新增社融 9097

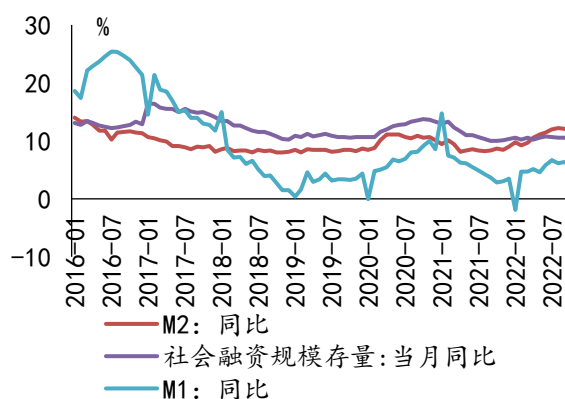
亿元，较前值少增 2.6 万亿元，同比少增 7097 亿元，社融存量增速较前值回落 0.3 个百分点至 10.3%。具体来看，表内融资中新增人民币贷款 4431 亿元，较去年同期少增 3321 亿元，结合信贷数据来看主要受居民部门融资需求较弱影响，购房意愿较低影响信用创造，疫情持续扩散之下消费需求也偏弱。从表外融资看，表外三项合计减少 1748 亿元，同比少减 372 亿元。其中委托贷款新增 470 亿元，同比多增 643 亿元，表明剩余额度的政策性金融工具仍在投放，但规模较上月已显著收缩，未贴现银行承兑汇票减少 2157 亿元，同比多减 1271 亿元，或说明票据冲量的情况又有所反弹。从直接融资看，政政府债券新增 2791 亿元，同比少增 3376 亿元，较前值少增 2734 亿元，因今年财政前置之下专项债发行集中在前 8 月，10 月政府债融资规模出现少增。此外，企业债融资与股票融资基本与去年同期持平，变化不大。当月，M2-M1 剪刀差边际扩大，M2 同比与社融存量同比之差为 1.5 个百分点，与上月持平，DR007 等资金面利率虽有边际回升但总体依然低于政策利率，资金供给或仍高于融资需求，政策对于宽信用的引导仍需加强。后续看，政策性开发性金融工具效果将延续显现，专项债结存限额的发行使用仍能起到一定撬动作用，且 11 月初以来出台的多项助企纾困政策也有利于稳定社融增速。但能否稳住地产的销售和投资，能否稳住居民部门的消费意愿，才是稳定社融及信贷扩张的关键。维持我们此前判断，预计 2022 年社融存量增速在 10.5% 左右，建议宽信用措施持续发力，并以改善居民部门的消费需求及购房需求为重心。

图 14：10 月新增社融规模回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 15：M2 与社融反向剪刀差依然较大

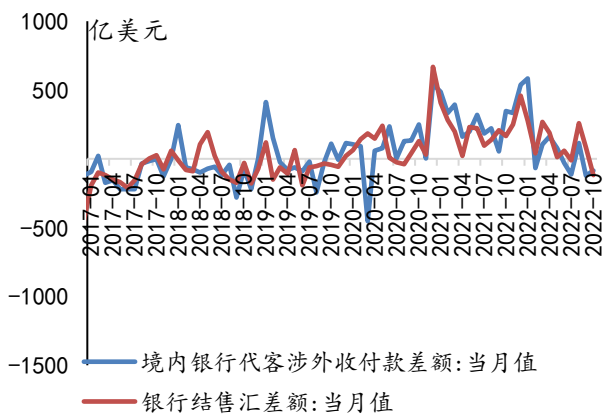


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）跨境资本流动小幅波动，后续人民币汇率走贬压力或边际缓解

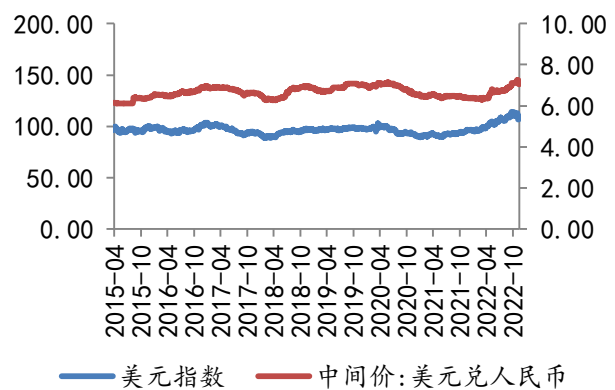
人民币汇率继续走贬，银行结售汇和涉外收付款均为逆差。受内外部环境变化影响，10月人民币汇率继续走贬。一方面，海外高通胀态势不改，欧美主要央行继续收紧货币政策，中美货币政策持续背离，美联储11月议息会议宣布继续加息75基点，美元指数继续高位运行，受此影响包括人民币在内的主要货币汇率继续走贬；另一方面，我国经济基本面运行整体偏弱，人民币升值缺乏宏观基本面支撑。10月美元兑人民币中间价均值高于9月份，截止11月15日，美元兑人民币中间价从9月初的6.88回落至7.04。9月末中央银行口径外汇占款余额为21.3127万亿元人民币，环比减少30.64亿元。10月我国银行结售汇转为逆差，逆差额119亿美元，代客涉外收付款连续两个月为逆差，10月逆差85亿美元，9月为逆差122亿美元，环比收窄30%，跨境资本流动整体处于合理区间。值得注意的是，外需走弱出口增速回落下，10月海关统计的货物贸易项下净流入差额329亿美元，较上月收窄31.5亿美元，为2022年3月以来的最低值。后续看，10月美国CPI有所回落，受此影响，市场预期12月美联储加息幅度或有放缓，且11月以来随着防疫政策的优化及稳增长政策支撑，国内经济或逐步修复，人民币汇率贬值压力有望边际缓解。

图 16: 跨境资本流动情况



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

小结:

10月，中国经济在外需回落、疫情反复、消费不振以及房地产持续低位运行下有所回落。供需两侧整体表现疲弱，其中工业及服务业生产双双走弱，基建投资以及制造业投资虽仍位于高位，但尚未触底的房地产投资仍继续拖累整体投资增速，

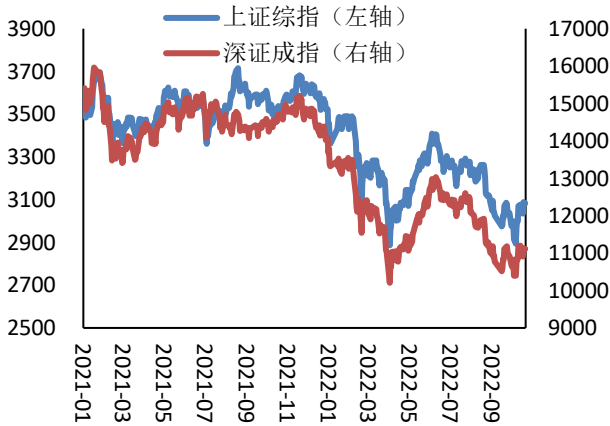
预期走弱、投资信心不足下，民间投资延续回落，此外出口、消费亦均表现疲弱。11月以来，经济运行中的积极因素有所增加，国务院联防联控机制综合组11日公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，随着国内疫情防控政策持续优化、房地产支持政策继续加码以及美国10月通胀回落下美联储加息幅度收窄预期升温等，叠加基数作用以及多项稳增长政策支持，四季度经济仍有望延续结构性修复势头。我们维持四季度GDP增速或延续回升至4.5%，全年GDP增速或为3.4%左右的判断。

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，风险资产止跌转涨

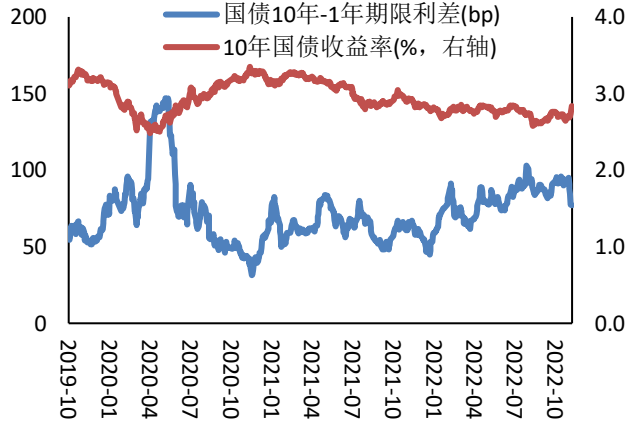
10月10日-11月14日，股票市场止跌转涨，债市收益率先下后上。分类别看，股票市场整体呈V型走势，统计区间内上证综指、深证成指和创业板指涨幅分别为1.95%、3.11%、3.77%。具体看，国庆节后，市场情绪整体较弱，上证综指波动下跌；进入11月，支持民企债券融资“第二支箭”发力，叠加疫情防控政策优化，市场信心有所提振，上证综指止跌转涨、波动上行。从估值看，目前上证综指、深证成指市盈率近五年历史分位约为15%、46%，近十年历史分位约为27%、49%，仍处于相对较低的水平。从资金流动看，统计区间内北向资金净流出规模约为313亿元，资金流出时间多位于10月，11月外资持股热情有所升温。从市场风格看，多数风格指数均呈上涨走势，其中小盘指数、成长指数涨幅较高，分别为8.41%、6.83%。债市收益率先下后上，截至11月14日，10年期国债收益率为2.8354%。具体看，10月在疫情反复扰动、宏观数据显示经济修复仍面临多重因素制约的背景下，收益率波动下行；随后受疫情防控政策调整、股债跷跷板效应等因素明显，收益率转而上行。大宗商品整体呈先跌后涨走势，统计区间内商品指数小幅上涨1.14%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，有色、能源指数涨幅相对较高，分别上涨7.67%、5.23%；非金属建材、化工指数跌幅相对较高，分别下跌8.32%、6.04%。从黄金看，欧美经济衰退升温下，黄金避险性价值有所凸显，统计区间内呈伦敦金涨幅约为6.64%。

图 18：股票市场价格走势



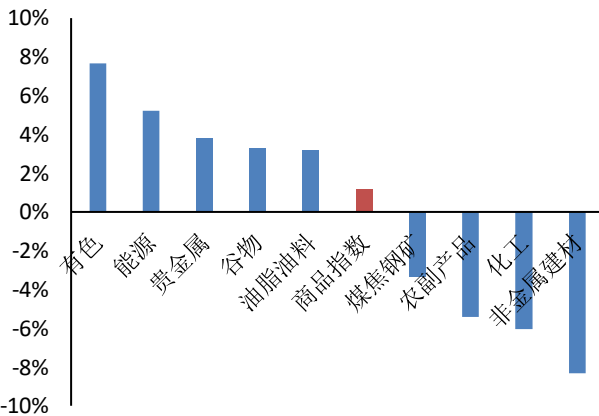
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 19：10 年期国债收益率走势



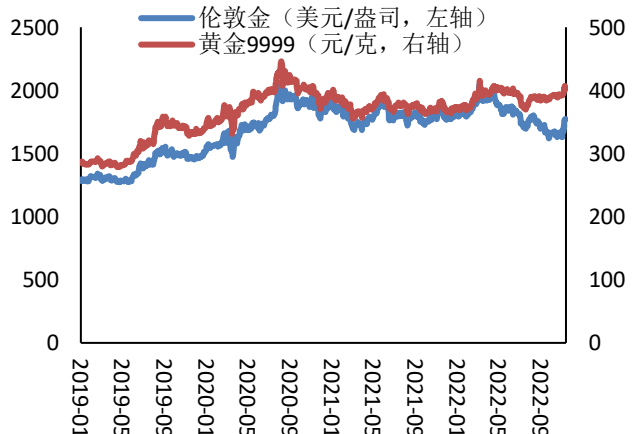
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：Wind 商品指数涨跌幅（10.10-11.14）



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：大宗商品面临下行风险，短期建议股债均衡

大宗商品仍面临一定的下行压力，经济弱修复背景下建议股债均衡配置。具体看，受疫情防控政策优化、宽信用政策落地等因素的影响，近期股票市场表现较好，带动指数波动上行；同时，考虑到近期指数估值已处于历史较低水平，后续继续下行的风险或较小，但股票市场上行幅度或仍取决于经济修复力度，我们认为，短期内经济或仍呈弱修复状态，股票市场上行空间或有限，整体或呈区间波动走势。从板块看，建议关注科技、绿色低碳等二十大重点支持的方向以及前期受疫情影响较大的板块，配置价值或有所凸显。从债券市场看，外部环境严峻复杂、居民消费不振等或仍对经济修复形成一定阻力，收益率大幅上行动力不足，但考虑到稳增长政策落地下宏观经济仍有韧性，或制约收益率进一步下行，叠加近期资金面有所收紧，短期内债市收益率

或呈区间波动、小幅上行走势。信用债方面，在一系列民企债券融资支持举措落地的背景下，非房民企融资有望持续改善，建议关注相关投资机会。从大宗商品看，全球流动性仍处于收紧阶段，或对大宗商品价格形成一定利空，叠加海外经济衰退下商品需求疲软以及国内经济弱修复，短期内大宗商品价格上行动力或不足，整体或呈震荡偏弱走势，黑色系等国内定价商品走势或强于原油等海外定价商品。从黄金看，伴随美联储加息放缓预期升温，美债收益上行空间或有限，叠加美国经济衰退风险持续上升，或对黄金价格形成一定支持。整体而言，在疫情防控优化等因素影响下，市场信心有所回暖，或利好股票市场走势，但考虑到后续经济或仍呈弱修复状态，权益上行空间或仍有限，债市收益率或呈区间波动走势；同时在全球流动性偏紧、海外经济衰退的背景下，大宗商品价格仍面临一定的下行压力，建议谨慎配置；结合模型¹配置权重，短期内建议股债均衡配置，并视经济修复力度调整股票配置比例。

¹ 大类资产配置模型简介见附录

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：

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

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²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

² 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>