

全民免疫高峰短期拖累经济增长， 权益资产或迎来中长期配置窗口

——宏观经济与大类资产配置月报（2022年11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

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）

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

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）

本期要点

主要观点

11月，受疫情在全国多地频繁散发和严格的疫情防控措施影响，经济下行压力进一步加大。具体来看，工业与服务业生产大幅走弱，服务业生产指数再度跌落至负值。需求收缩压力进一步显现，除基建投资在政策支持下逆势上扬外，制造业投资增长放缓、地产投资下滑加深，投资增速回落；社会消费品零售总额和出口同比下滑幅度均超过5%，降幅较上月明显扩大。从通胀水平来看，受食品价格回落等因素影响，CPI落入2%以下区间；原油价格回落叠加翘尾因素影响弱化，PPI继续负增长。从金融数据看，信贷与政府债同比少增规模较大，社融增速为今年以来最低，宽信用政策仍待持续发力；美元指数高位波动，国内宏观基本面仍偏弱，人民币汇率小幅走贬，整体保持平稳，跨境资本流动基本保持平稳。

后续来看，12月以来，随着疫情防控“新十条”的出台，各地纷纷放开疫情防控措施，明年二季度后疫情给中国经济运行带来的不确定性影响将有所降低，但当前及未来几个月内，全国各地仍然面临疫情放开后全民免疫高峰的陆续冲击，今年四季度和明年一季度疫情对经济的负面冲击仍然较大。受此因素影响，我们将四季度经济增速预测从此前的4.5%下调至3.3%，对2022年全年经济增长的预测从此前的3.4%下调至3%。2023年经济将有望修复加快，全年GDP增速或为4.6%左右，一季度大概率为全年经济增长低点。

从大类资产配置看，11月16日-12月15日，风险资产小幅上涨，上证综指、深证成指涨幅分别为1.10%、0.06%；债市收益率波动上行，截至12月15日，10年期国债收益率为2.8829%。后续看，短期内经济修复依然面临一定挑战，股票市场持续上行动力不足，债券市场或呈区间波动状态，但考虑到疫情防控政策放开提振经济修复预期，市场积极因素不断增多，A股或迎来中长期配置窗口；同时在全球流动性偏紧、海外经济下行压力下，大宗商品价格下行可能性较高，仍建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内仍建议股债均衡配置。

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；
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

11月，受疫情在全国多地频繁散发和严格的疫情防控措施影响，经济下行压力进一步加大。具体来看，工业与服务业生产大幅走弱，服务业生产指数更是再度跌落至负值。需求收缩压力进一步显现，除基建投资在政策支持下逆势上扬外，制造业投资下行、地产投资下滑加深，投资增速回落；社会消费品零售总额和出口同比下滑均超过5%，降幅较上月明显扩大。12月以来，随着疫情防控“新十条”的出台，各地纷纷放开疫情防控措施，明年二季度后疫情给中国经济运行带来的不确定性影响将有所降低，但当前及未来几个月内，全国各地仍然面临疫情放开后全民免疫高峰的陆续冲击，今年四季度和明年一季度疫情对经济的负面冲击仍然较大。受此因素影响，我们将四季度经济增速预测从此前的4.5%下调至3.3%，对2022年全年经济增长的预测从此前的3.4%下调至3%。

近日召开的中央经济工作会议对明年经济工作做出了具体部署，明确了明年宏观政策的扩张取向，强调“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度”；会议就中长期经济转型与社会发展做出了具体安排，产业政策强调“发展和安全并举”，科技政策强调“聚焦自立自强”，社会政策强调“兜牢民生底线”，观大势、谋全局，体现了高度的战略思维，对于稳定各界预期、提振市场信心具有重要作用。展望明年，考虑到全民免疫高峰的影响，明年一季度大概率为全年GDP增长低点，后续随着疫情影响弱化、市场信心修复、稳增长政策效果显现，经济将有望企稳回升，明年经济增长将大概率好于今年，我们认为，2023年全年增速为4.6%左右。

从资产配置来看，近期在稳增长政策加码下，股票市场反弹明显，但目前全国疫情形势仍较为严峻，经济修复仍面临一定挑战，短期内股票市场持续上行动力不足，但考虑到疫情防控政策放开提振经济修复预期，市场积极因素不断增多，A股或迎来中长期配置窗口。同时，在经济修复仍较弱、海外资金流出压力有所减轻、流动性合理充裕的背景下，短期内债市收益率或呈区间波动走势。此外，在全球流动性偏紧、海外经济下行压力下，大宗商品价格下行可能性较高，仍建议谨慎配置；结合模型配置权重，短期内仍建议股债均衡配置。

表1 2022年11月中国宏观经济核心指标一览表

	2022年										2021年	
	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	1-2月	11月	同比变化

工业增加值 (同比, %)	2.2	5	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5	7.5	3.8	↓
服务业生产指数 (同比, %)	-1.9	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	3.1	↓
投资 (累计同比, %)	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2	5.2	↑
制造业投资 (%)	9.3	9.7	10.1	10	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9	13.7	↓
房地产投资 (%)	-9.8	-8.8	-8	-7.4	-6.4	-5.4	-4	-2.7	0.7	3.7	6.0	↓
基建投资 (不含电力, %)	8.9	8.7	8.6	8.3	7.4	7.1	6.7	6.5	8.5	8.1	0.5	↑
民间投资 (%)	1.1	1.6	2	2.3	2.7	3.5	4.1	5.3	8.4	11.4	7.7	↓
社零额 (同比, %)	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	3.9	↓
出口: 同比 (%, 美元)	-8.7	-0.3	5.7	7.1	18	17.7	16.4	3.6	14.4	16.1	21.5	↓
进口: 同比 (%, 美元)	-10.6	-0.7	0.3	0.3	2.3	1	4	0.1	0.5	16.6	31.3	↓
贸易顺差 (亿美元)	698.4	851.5	847.4	793.9	1012.7	979.4	775	499.7	453.3	1107.9	712.6	↓
CPI (同比, %)	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	2.3	↓
PPI (同比, %)	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8	8.3	8.9	12.9	↓
M2: (同比, %)	12.4	11.8	12.1	12.2	12	11.4	11.1	10.5	9.7	9.2	8.5	↑
社会融资规模	19900	9079	35271	24322	7620	51701	28338	9430	46475	73835	25983	↓

(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)

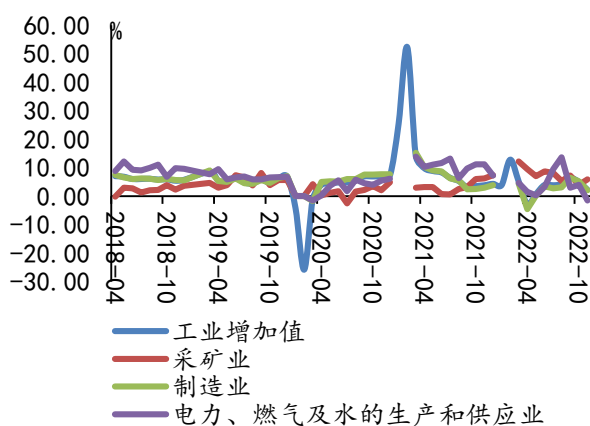
一、生产：工业生产、服务业生产均显著回落

(一) 疫情扰动、需求羸弱，工业生产延续回落

疫情多点散发叠、房地产持续疲弱叠加外需下行压力进一步加大，工业生产显著回落。11月规模以上工业增加值同比增长2.2%，较10月回落2.8个百分点，大幅低于去年同期5.4%的两年复合增速水平。11月疫情仍在全国多地呈多点散发态势，疫情及严格的疫情防控政策继续对国内供需两端产生干扰。与此同时，11月外需走弱压力进一步加大，出口交货值同比增速由正转负，由上月的2.5%下降至-6.6%，为2009年11月以来的最低值，外贸承压加大下，出口相关生产环节受到扰动。此外，11月以来，稳房地产政策频出，三箭齐发，但是政策出台到落地见效存在时滞，房地产低迷态势不改，对房地产链条的相关生产环节拖累依旧存在。值得注意的是11月汽车制造业同比增长4.9%，较上月的18.7%大幅放缓，已连续三个月回落，对工业生产的支撑边际弱化。高技术制造业增加值同比增长8.0%，虽低于上月的10.6%，但仍大幅高于制造业整体增速水平，我国产业升级持续推进。后续看，12月以来，我国疫情防控

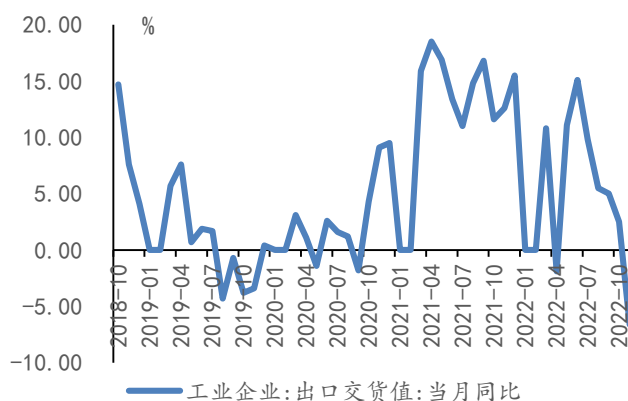
政策进一步优化，但疫情多点散发态势仍存，不利于工业生产修复，同时房地产低迷态势出现根本性改善仍尚需时日，出口下行压力进一步加大也将对相关环节的生产产生制约，综合来看，短期内生产预计或仍将处于低位。

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

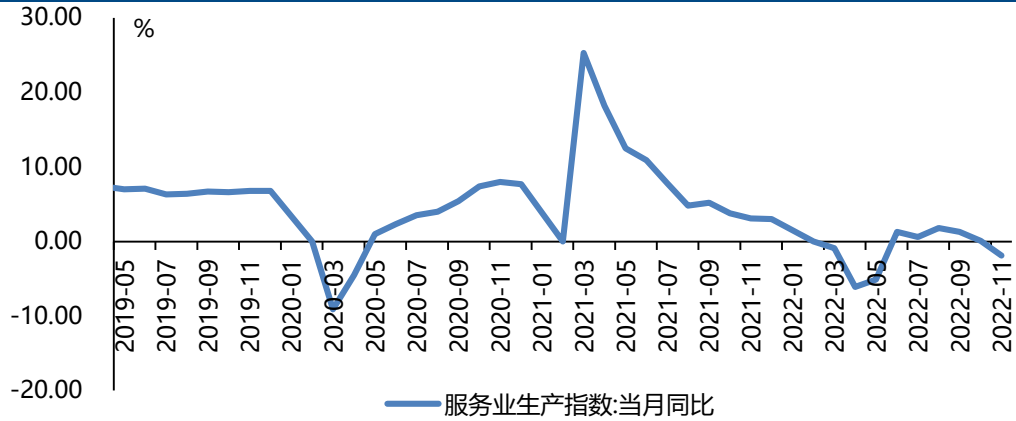


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）疫情反复下服务业生产指数再次下滑

疫情反复，服务业生产指数同比增速由正转负。11月疫情继续在全国呈多点散发态势，疫情反复及其防控政策，持续冲击服务业生产修复。11月11日，国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控的二十条措施，但是由于各地对于政策的理解和执行力度不一，如存在部分地区大幅放松防疫政策导致感染人数短期大幅上升的同时也存在部分地区对防疫政策层层加码，均对服务业生产造成扰动。11月服务业生产指数延续9月以来的回落态势，由正转负，较前值大幅回落2个百分点至-1.9%，为全年第三低增速水平（4月为-6.1%，5月为-5.1%），大幅低于去年同期5.6%的两年复合增速水平。后续来看，12月7日，疫情防控十条新举措出台。虽然随着疫情防控政策的进一步优化有利于服务业回暖，但是随着政策逐渐全面放开，短期内服务业生产仍将面临感染人数上升的冲击。结合先行指标来看，11月服务业商务活动指数延续回落走势，较上月回落1.9个百分点至45.1%的深度收缩区间，连续三个月低于荣枯线，其中道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业商务活动指数更是低于38.0%。预计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



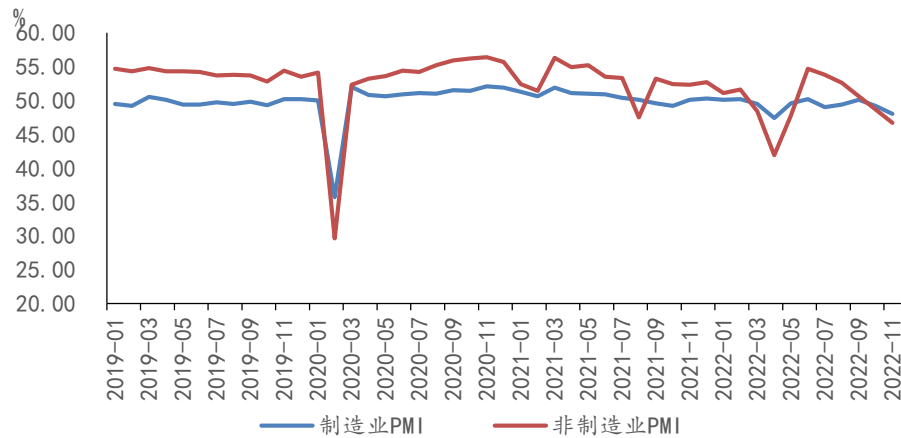
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）制造业 PMI 与非制造业双双持续位于景气线之下

疫情反复制造业 PMI 延续回落走势，持续位于景气线之下。受国内疫情点多面广频发影响，11 月制造业 PMI 为 48%，较前值回落 1.2 个百分点，继续位于荣枯线之下。从分项指数来看，内外需求均走弱，新订单指数较前值大幅回落 1.7 个百分点至 46.4%，新出口订单指数未能延续上月升势，较上月回落 0.9 个百分点至 46.7%；受需求疲弱和疫情冲击下生产受到干扰影响，供应商配送时间指数下降 0.4 个百分点至 46.7%，已经连续 5 个月放缓；生产指数较上月大幅回落 1.8 个百分点至 47.8%，仅高于 4 月份（44.4%），为年内次低点。库存方面，原材料库存较上月回落 1 个百分点至 46.7%，产成品库存指数较上月微升 0.1 个百分点至 48.1%，仍出于被动补库存阶段。价格方面，受原油价格回落影响原材料购进价格指数较上月回落 2.6 个百分点至 50.7%，出厂价格指数回落 1.3 个百分点至 47.4%，预计短期内 PPI 同比或继续位于负增长区间。从不同企业规模，大型企业、中型企业和小型企业景气度延续回落，大型企业 PMI 较上月回落 1 个百分点至 49.1%，中型企业 PMI 较上月回落 0.8 个百分点至 48.1%，小型企业较上月大幅回落 2.6 个百分点至 45.6%，均处于收缩区间。

非制造业 PMI 仍位于景气线之下，尤需关注疫情对服务业的干扰。11 月非制造业商务活动指数较上月回落 2 个百分点至 46.7%，继续位于荣枯线之下，其中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 45.1%，为除 4 月份（40%）外年内次低点，需高度关注疫情及严格的疫情防控措施对服务业生产带来的严重干扰。建筑业商务活动指数回落 2.8 个百分点，虽仍位于 55.4% 的高景气区间，但为 6 月以来的最低水平。

图 4: PMI 及非制造业 PMI 双双低于景气线



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

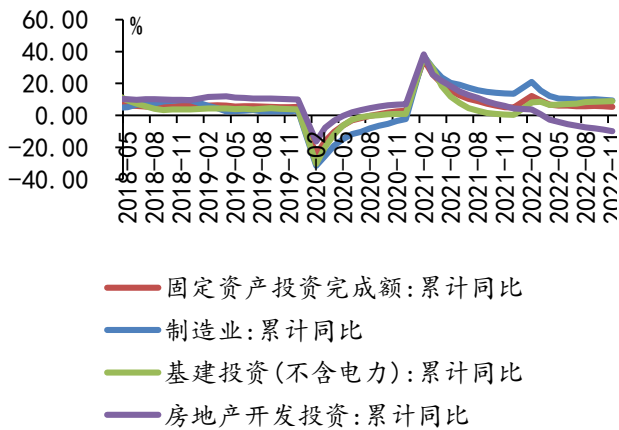
二、需求：内需持续疲弱，外需下行压力进一步加大

(一) 基建独木难支，房地产拖累投资整体增速降至年内低点

基建投资小幅上升至年内新高，制造业投资小幅回落，地产投资降幅扩大，投资整体增速至年内低点。1-11月固定资产投资同比增长5.3%，低于前值的5.8%，连续两个月回落。在前期政策性开发性金融工具落地生效，加快形成实物工作量，以及5000多亿元专项债结存限额加快使用带动下，基建投资增速延续5月以来的回升态势，较上月回升0.2个百分点至8.9%，为2021年6月以来最高水平。制造业投资增速为9.3%，较1-10月回落0.4个百分点，连续两个月回落，为2021年2月以来的最低值，对固定资产投资的支撑有所减弱。房地产开发投资进一步回落，下降9.8%，低于前值的-8.8%，房地产投资仍处于探底过程中。前11个月，民间投资增长较1-10月回落0.5个百分点至1.1%，同样为2021年2月以来的最低值。后续看，随着政策性金融工具和专项债结存限额落地使用，以及2023年部分专项债额度有望提前下达并支持项目建设，预计短期内基建增速或呈高位窄幅波动态势。11月以来，稳房地产政策“三箭齐发”，持续加大对房企融资端支持，加上此前在刺激房地产市场需求端出台的多项政策，房地产市场有望逐渐企稳回暖，但政策更多惠及头部企业，同时疫情疤痕效应下居民购房信心及意愿制约仍存，预计短期内房地产投资仍将处于低位运行态势。12月15日发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》，指出“加大制造业投资支持力度”、“引导各类优质要素向制造业集聚”，预计后续制造业支持政策

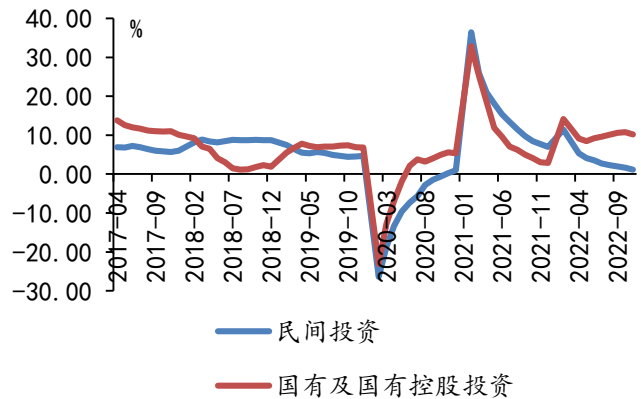
仍将延续发力，但在出口进一步承压、工业企业利润增速放缓影响下，制造业投资增速仍将保持韧性，但持续大幅上行动力不足。预期走弱、投资信心不足尚未得到根本性扭转，预计民间投资等市场主体自发性投资短期仍偏弱。

图 5：固定资产投资回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

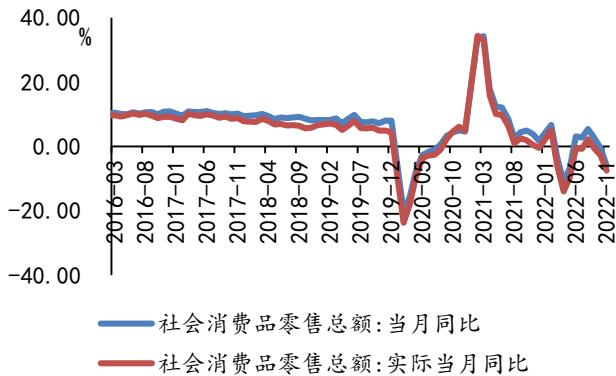
图 6：民间投资延续回落走势



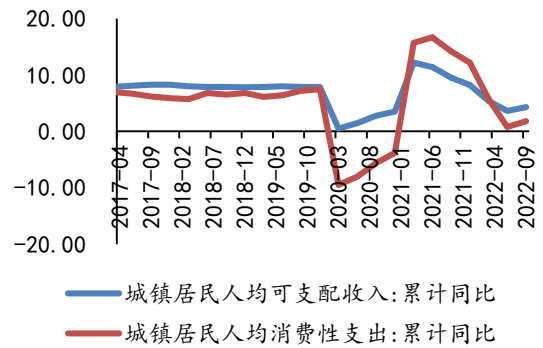
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）疫情“疤痕效应”下居民消费能力、意愿不足

消费延续回落态势，社零额同比增速降幅进一步扩大。11月社零额同比-5.9%，较上月大幅回落5.4个百分点，为6月以来的最低点。11月疫情继续呈多点散发，对消费尤其是对线下接触型消费产生明显扰动，其中11月餐饮消费收入同比增速下降8.4%，降幅较10月扩大0.3个百分点。值得一提的是，本月网上零售额累计同比增速并未延续6月以来的改善态势，增速前值回落0.7个百分点，或与双11购物节结束以及疫情及疫情防控政策下物流运输不畅有关。与此同时，消费显著下滑也与居民消费能力不足以及消费意愿低迷有关。疫情以来，居民收入增速放缓且就业压力有所加大，11月城镇调查失业率回升至5.7%，为6月以来最高水平，10月消费者信心指数下降至86.8%，仅高于4月86.7%，为历史次低水平。后续看，伴随疫情防控政策的优化，消费场景的逐渐恢复，叠加稳消费政策持续发力，消费仍存修复基础，但居民消费意愿低迷、消费信心不足的问题仍然存在，且就业压力仍较为突出，消费显著改善仍需时日，稳消费政策仍需加码。

图 7：社零额同比回落


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


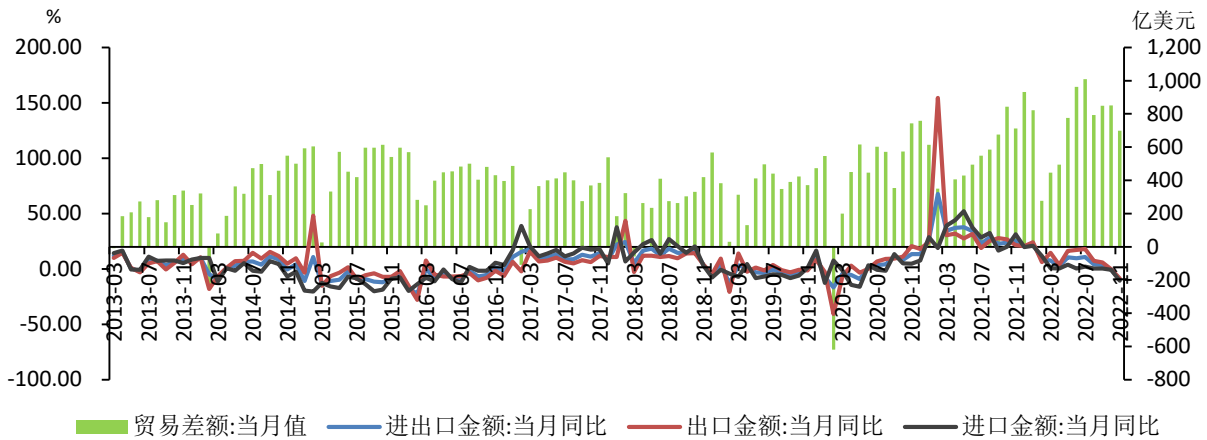
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）内外需求疲弱，进出口降幅进一步扩大

外需走弱、内需低迷，进出口增速降幅均扩大。内外需求不足拖累下，11月出口增速延续10月份的负增长态势，且降幅进一步扩大，出口同比下降8.7%，较10月份大幅回落9个百分点，为2020年3月以来最低值；进口同比下降10.6%，较10月份大幅回落9.9个百分点。贸易顺差为698.4亿美元，较上月收窄153.14亿美元，1-11月贸易顺差累计8020亿美元，较去年同期增加2248亿美元。

后续看，外需疲弱出口仍将承压，明年二季度进口或有望改善。从出口看，当前全球经济走弱趋势不改，海外主要经济体通胀仍旧高企下紧缩性货币政策持续，外需仍存进一步回落压力，在此背景下，出口仍承压。从进口来看，12月本就为开工淡季，疫情防控政策放开后的全民免疫高峰的到来短期内进一步拖累生产，且出口下行压力加大也将继续制约加工制造环节的进口需求，叠加海外经济体持续加息态势不改下短期内大宗商品价格回落，价格因素对进口支撑或有限，短期内进口或仍处于低位运行态势，但随着疫情高峰逐步过去，国内生产逐步恢复正常状态，同时3月后高基数对进口增速的拖累减轻，明年二季度进口或有望边际好转。

图9：国内进出口及贸易差额走势

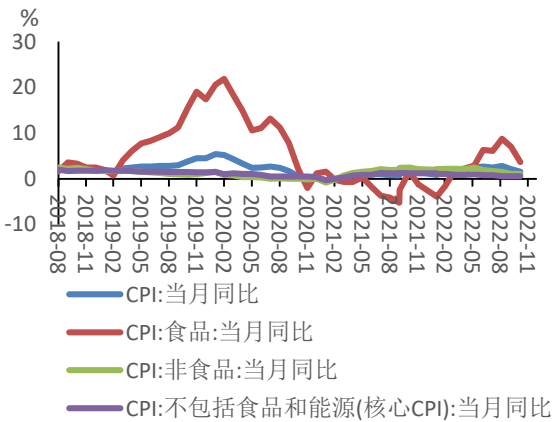


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

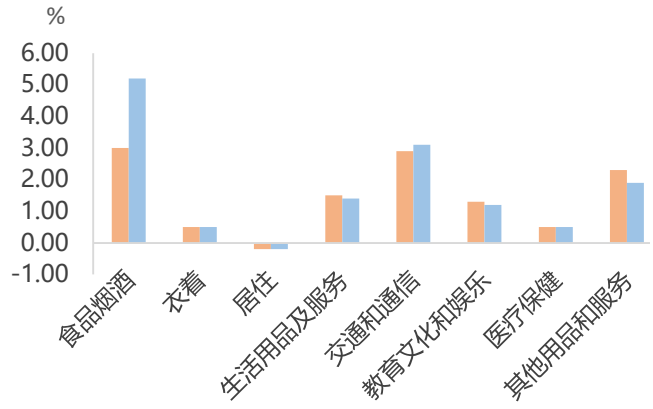
三、价格：通胀回落，明年CPI或呈“前高后稳”走势

（一）受食品价格回落等因素影响，CPI落入2%以下区间

蔬果及猪肉价格涨幅回落，叠加高基数影响，CPI回落至2%以内。11月，受猪肉及蔬果价格回落影响，食品价格涨幅大幅回落，较上月回落3.3%至3.7%，叠加翘尾因素影响弱化（当月新涨价因素为1.9%，翘尾因素影响为-0.3%），CPI涨幅下行，同比上涨1.6%，较上月回落0.5个百分点，再次落入2%以下区间。不过，非食品价格涨幅基本保持平稳，同比上涨1.1%，与上月持平；剔除除能源与食品的核心CPI为0.6%，同样与上月持平，为2021年以来的较低水平，显示当前需求持续较为低迷。从八大类看，或受疫情仍在全国多点散发影响，本月居住价格同比下降0.2%，与上月持平，仍为负增。其余类别价格同比均上涨，且多数（仅食品烟酒和交通通信涨幅较上月回落）涨幅较上月回升或持平。汽油、柴油价格涨幅回落下，推动本月交通通信同比涨幅延续回落走势较上月回落0.2个百分点至2.9%。其余类别里食品烟酒、其他用品及服务、生活用品及服务价格分别上涨3%、2.3%和1.5%，教育文化娱乐、衣着、医疗保健价格分别上涨1.3%、0.5%和0.5%。

图 10：CPI 同比回落


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

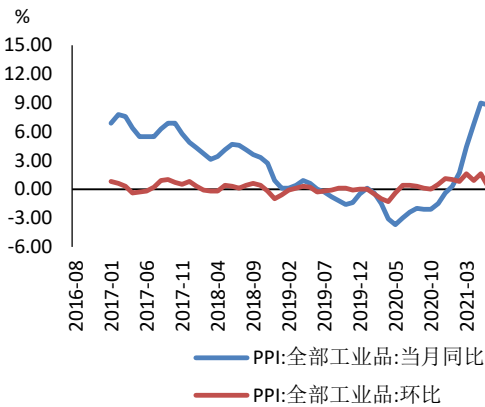
图 11：本月及上月八大类涨幅


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）原油价格回落叠加翘尾因素影响弱化，PPI 继续负增长

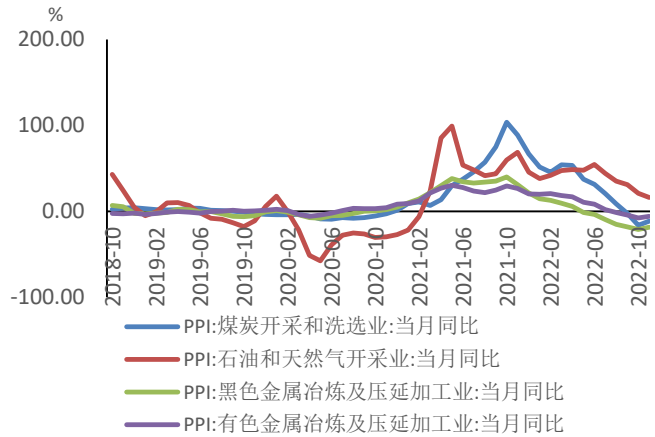
原油价格回落叠加高基数影响，本月 PPI 同比仍位于负增长区间。本月 OPEC 一揽子原油价格均值延续 7 月以来的回落走势，较上月回落 93.89 美元/桶至 89.73 美元/桶，叠加翘尾因素走弱（本月 PPI 翘尾因素为 -1.2%，新涨价影响为 -0.1%），PPI 同比下降 1.3%，与上月持平。其中，生产资料价格同比下降 2.3%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点。生活资料价格同比为 2.0%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点。1-11 月 PPI 较去年同期上涨 4.6%，较 1-10 月回落 0.6 个百分点。分行业来看，石油和天然气开采业上涨 16.1%，回落 4.9 个百分点，石油煤炭及其他燃料加工业上涨 6.9%，回落 1.7 个百分点；煤炭开采和洗选业价格同比降幅收窄，同比下降 11.5%，降幅较上月收窄 5 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格同比降幅同样有所收窄。PPIRM 同比增速由正转负，下降 0.6%，为 2020 年 12 月以来首次负值。与出厂价格剪刀差较上月收窄 0.9 个百分点，企业成本压力继续边际缓解。

图 12: PPI 持续负增长



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



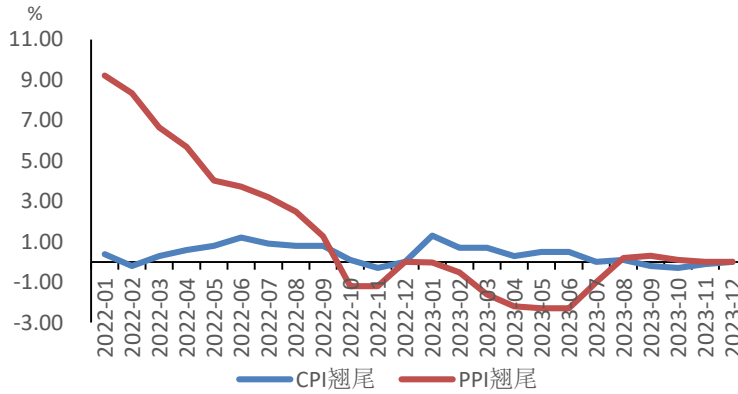
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

(三) 2023 年 CPI 或“前高后稳”，PPI 走势或“前低后稳”

CPI 方面：在经济修复叠加猪周期的影响下，预计 2023 年 CPI 同比增速具有上行支撑。猪肉方面，一般而言，生猪供给（能繁母猪存栏量）对猪肉价格具有一定预示作用，能繁母猪存栏量同比变化值领先约一年后生猪价格，两者呈负相关，从该指标来看，2023 年上半年猪肉价格仍有上行压力，其中季节性和节日因素影响下，2022 年 12 月-2023 年初猪肉价格预计表现较为强势，并支撑食品价格，下半年将逐渐企稳。鲜菜鲜果方面，蔬菜、鲜果受季节性因素影响较大，但预计全年整体价格平稳增长。综合来看，年初在猪肉价格和翘尾因素支撑下，通胀或保持相对较高水平，二季度后随着翘尾因素影响的弱化，CPI 走势或有所回落，下半年翘尾因素虽然处于较低水平，但经济修复尤其是服务业消费改善将对 CPI 带来一定支撑，CPI 不具备大幅下行的基础，或在相对低位的水平企稳运行，全年 CPI 或大概率呈现前高后稳、总体相对温和的走势。

PPI 方面：总体来看，明年 PPI 走势仍然受到能源等大宗商品供需格局变动、内需修复情况及房地产投资修复情况的影响。从大宗商品价格来看，明年全球流动性收紧下经济衰退风险加大，需求走弱，全球大宗商品价格整体仍承压。从内需看，居民超额储蓄、快速打开的消费环境有可能带来对于工业消费品的需求释放。受工业价格影响较大的房地产投资，在力度不断叠加的政策背景下，明年可能会有一个状况好转。总体来看明年 PPI 有望扭转当前连续负增长的局面，同时考虑翘尾因素的影响，全年走势或前低后稳，总体仍处于低位运行态势。

图 14：翘尾因素走势¹



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

四、金融：融资需求不足社融增速回落，人民币汇率小幅走贬

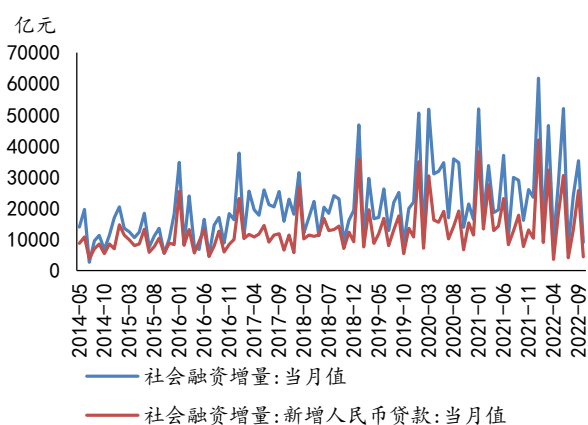
（一）政策性因素支撑减弱社融增速回落，宽信用仍待加强

信贷与政府债同比少增规模较大，社融增速为今年以来最低。11月新增社融1.99万亿，同比少增6083亿，低于近三年前同期2.3万亿左右的平均水平，社融存量增速较前值延续回落0.3个百分点至10%，为今年以来最低值。具体来看，表内融资中新增人民币贷款1.14万亿，较去年同期少增1621亿，结合信贷数据来看主要受居民部门扩表意愿持续低迷影响，购房意愿较低影响信用创造，防控政策调整后的消费修复或需经过一段适应期。从表外融资看，表外三项合计减少263亿，同比少减2275亿，其中信托贷款同比少减1825亿，或与保交楼相关的融资有关。从直接融资看，政府债券新增6520亿，同比少增1638亿，是本月社融的主要拖累项之一，此外因去年同期较高基数原因，本月企业债同比少增3410亿，或指向企业融资意愿仍偏弱。后续看，今年12月至明年一季度，社融增速或依然较依赖政策性因素的支撑，明年二季度开始市场自发的融资需求或将迎来调整空间。

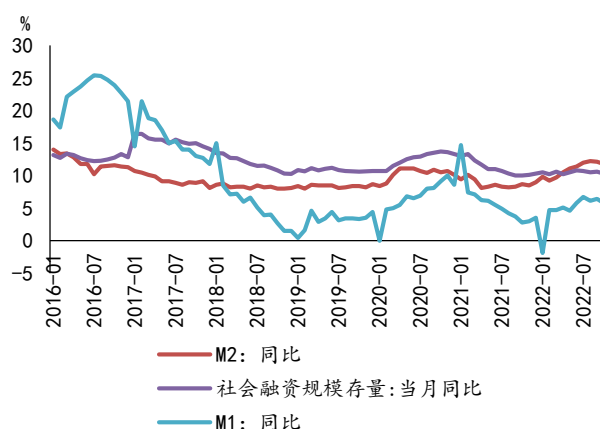
居民储蓄意愿持续增强，M2增速与M1、社融存量增速之差持续扩大。从货币供给的层面来看，M2增速提高并非是源于央行大幅宽货币带来基础货币扩张，而是疫情反复“创伤效应”下居民谨慎性储蓄提高以及叠加十一月理财产品净值波动、居民赎回理财

¹ 暂按照2021年12月CPI环比下行0.1%，PPI环比为0%估算。

造成“理财资金搬家”推升了M2的扩张，截至11月，居民户新增存款累计值已达14.95万亿，是2018年全年新增总额的两倍，在此背景下，11月M2同比升至12.4%，较上月回落0.6个百分点。由于居民消费依然偏弱，企业定期存款增速高于活期存款，M1同比较上月显著回落1.2个百分点至4.6%。同时，M2同比与社融存量同比之差由前值1.5个百分点扩大至2.4个百分点，截至11月，新增存款累计值已超过贷款累计值5.6万亿以上，货币供给和融资需求之间的不平衡加剧。

图 15：11月新增社融规模回落


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 16：M2 与社融反向剪刀差依然较大


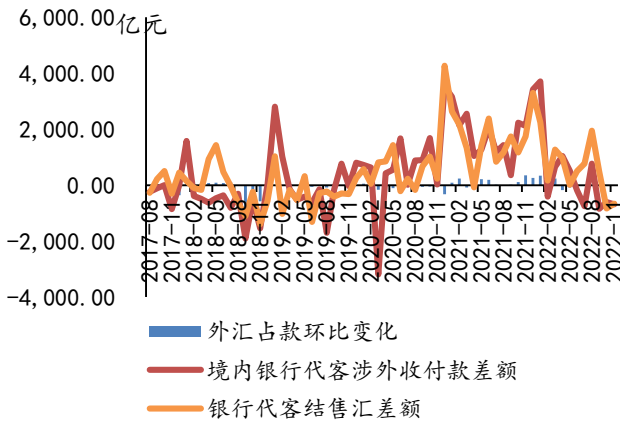
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）跨境资本流动整体平稳，人民币汇率走贬压力或进一步缓解

人民币汇率整体保持平稳，银行结售汇和涉外收付款均保持逆差。11月人民币汇率较上月小幅走贬，整体保持平稳。截至11月，美国CPI虽连续5个月回落，但仍处于高位，海外高通胀态势不改，欧美主要央行持续收紧货币政策，美元指数高位波动，人民币汇率承压。与此同时疫情及严格的防控措施下，国内经济供需两端受到冲击，经济基本面整体偏弱，经济运行承压加大，宏观基本面对于人民币汇率升值支撑趋弱。11月美元兑人民币中间价均值为7.17，略高于10月份的7.12，人民币汇率基本保持平稳。我国银行结售汇连续两个月为逆差但幅度有所收窄，11月逆差额63亿美元，逆差额较上月收窄56亿美元，代客涉外收付款则连续3个月为逆差且逆差额略有扩大，11月逆差96亿美元，10月为逆差85亿美元。11月我国银行结售汇和代客涉外收付款虽均为逆差，但整体来看，逆差规模并不大，我国跨境资金运行整体仍保持平稳。后续看，11月美国CPI继续回落，12月美联储结束了连续四次加息75基点进程，

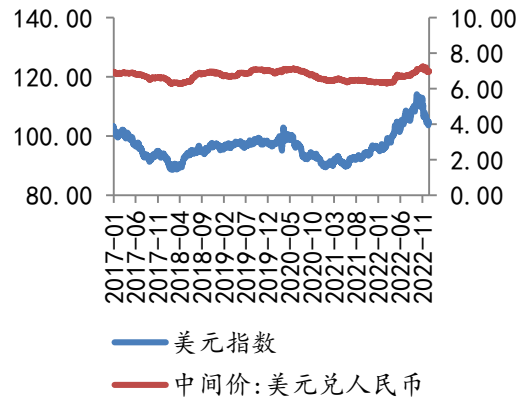
宣布加息 50 基点，加息幅度放缓，截至 12 月 20 日，美元兑人民币中间价已由 11 月底的 7.12 回落至 6.99，且随着 12 月以来我国防疫政策的持续优化，叠加稳经济一揽子政策及其接续政策落地见效，后续经济仍具有向上修复空间，有利于提振市场预期和信心，同样有利于边际缓解人民币汇率贬值压力。

图 17：跨境资本流动情况



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 18：美元指数仍位于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

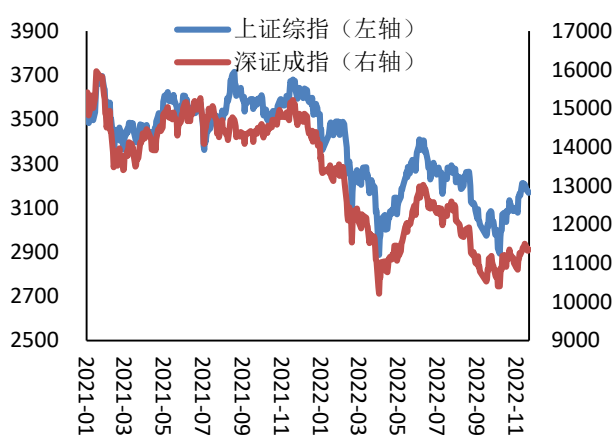
五、大类资产配置：权益或迎来中长期配置窗口

（一）回顾：各类资产表现分化，风险资产小幅上涨

11 月 16 日-12 月 15 日，风险资产小幅上涨，债市收益率波动上行。股票市场整体呈区间波动走势，统计区间内上证综指、深证成指均有所上涨，涨幅分别为 1.10%、0.06%；创业板指呈下跌走势，跌幅为 1.34%。分阶段来看，11 月下半月，伴随疫情防控优化政策带来的利好作用逐步弱化，以及宏观数据显示经济修复仍面临一定挑战，上证综指小幅下行；临近 11 月底，证监会发布恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资等 5 条措施，在房企融资“第三支箭”落地等因素影响下，上证综指快速上行，进入 12 月中旬有所回落。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 27%、47%，近十年历史分位约为 33%、48%，较前期有所上升。从市场风格看，大盘指数表现由于中小盘，统计区间内上涨 2.55%。债市收益率波动上行，截至 12 月 15 日，10 年期国债收益率为 2.8829%。具体看，11 月下半月，宏观数据显示经济修复仍面临挑战，收益率呈区间波动、小幅下行走势；临近 11 月末，资金面边际收紧，各地疫情防控政策纠偏，带动收益率上行，央行虽全

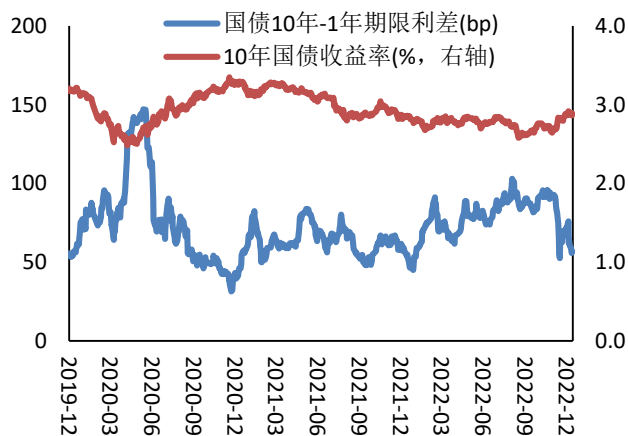
面降准，但考虑到降准幅度较低，对收益率影响较小，10年期国债最高上行至12月6日的2.9152%，随后有所回落，呈窄幅波动走势。大宗商品整体呈波动上行走势，统计区间内商品指数上涨2.8%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，非金属建材、煤焦钢矿指数涨幅相对较高，分别为10.58%、8.98%；能源指数跌幅较大、为12.75%。从黄金看，统计区间内伦敦金呈区间波动走势，小幅下跌0.15%，截至12月15日，伦敦金价格约为1776美元/盎司。

图 19：股票市场价格走势



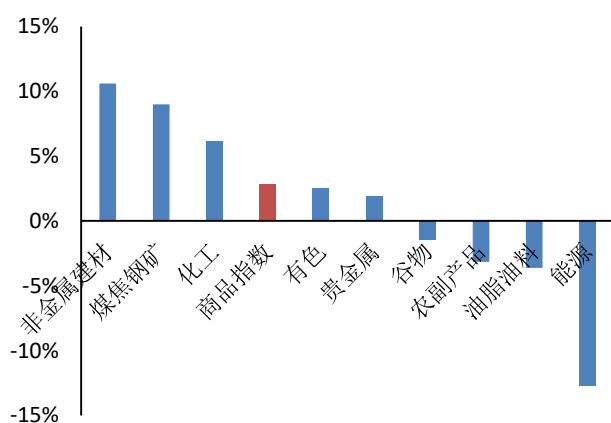
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：10 年期国债收益率走势



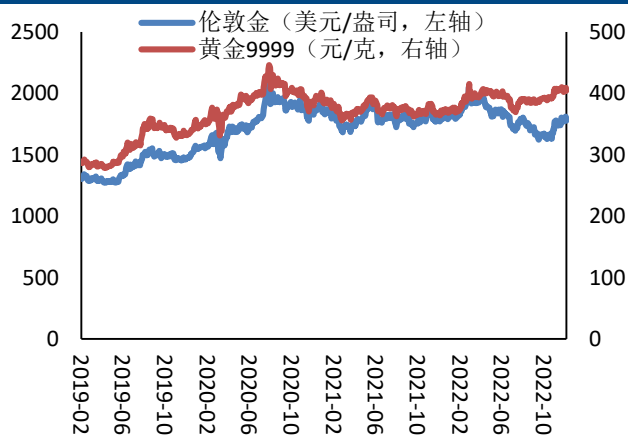
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：Wind 商品指数涨跌幅（11.16-12.15）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：黄金价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）展望：大宗商品面临下行风险，权益或迎来中长期配置窗口

海外经济衰退下大宗商品价格下行的可能性仍较高，短期内仍建议股债均衡配置。具体看，近期在政策加码刺激下，股票市场反弹明显，地产、消费等板块领涨。后续

来看，在各地陆续迎来全面免疫高峰背景下四季度至明年一季度宏观经济或仍呈偏弱运行态势，或制约股票市场进一步上行。但明年二季度后，随着疫情影响弱化，经济有望逐步修复，或为上市公司盈利企稳提供一定支撑；同时，考虑到当前股票市场估值水平较低以及美联储加息进程放缓，市场积极因素不断增加，A股或迎来中长期配置窗口。从债券市场看，在季节性因素以及疫情扰动下，春节前经济修复或仍偏弱，对债市形成一定的利好作用；同时，考虑到央行通常会在跨节时点加大资金投放力度以及1-2月非专项债集中发行期，因此春节前后流动性仍较为充裕；此外，近期中美利差倒挂幅度大幅收窄，外资流出压力或有所减轻，或利好债市走势。综合来看，在经济修复较弱、海外资金流出压力有所减轻、流动性合理充裕的背景下，短期内收益率持续上行动力不足，或呈区间波动走势。从大宗商品看，地产利好政策陆续落地、美联储加息放缓短期利于提振市场情绪，利好风险资产走势，但考虑到海外经济衰退以及国内地产开工问题仍存，部分商品需求或仍较为疲弱，叠加海外流动性仍处于收紧阶段，短期内大宗商品上行动力仍较为不足，波动风险仍相对较高。从黄金看，伴随美联储加息进程放缓，美债收益率上行空间或有限；同时，考虑到美国经济下行压力较大，避险性情绪升温下黄金价格上涨的可能性或有所加大。整体而言，短期内经济修复依然面临一定挑战，股票市场持续上行动力不足，债券市场或呈区间波动状态，但考虑到疫情防控政策放开提振明年经济修复预期，市场积极因素不断增多，A股或迎来中长期配置窗口；同时在全球流动性偏紧、海外经济下行压力下，大宗商品价格下行可能性较高，仍建议谨慎配置；结合模型²配置权重，短期内仍建议股债均衡配置。

² 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：

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

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³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

³ 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>