



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

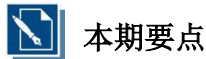
袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

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）

经济修复曙光初现但需夯实基 础，权益资产或仍是配置重点

——宏观经济与大类资产配置月报（2023年1-2月）



本期要点

主要观点

1-2月，供需两端均出现边际改善，经济修复曙光初现但基础仍不稳固。具体来看，工业生产与服务业生产双双出现回暖迹象，服务业生产修复程度更为显著，回升至2021年8月以来最高点。国内需求边际改善，房地产投资改善节奏超预期，叠加基建、制造业投资保持较高增速支撑投资整体改善；防控放开下餐饮收入增长显著，带动消费增速显著回升。出口降幅短时收敛，短期仍保持一定韧性。从通胀水平来看，CPI由1月的2.1%大幅回落至2月的1%，核心通胀低位回落，为0.6%，表明当前终端需求仍然偏弱；高基数下PPI降幅扩大，或表明需求疲弱之下制造业供需结构性矛盾仍较为突出。从金融数据看，社融同比保持高增，融资结构好转但基础不牢。美元指数有所上行，人民币汇率短期仍承压走贬，但中国经济修复预期加强下今年人民币贬值压力有望弱于上年，跨境资本流动仍处于合理区间。

后续来看，政府工作报告指出，2023年要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连贯性和针对性。随着相关部门继续加大稳增长力度，经济有望延续当前回暖势头。一季度经济增速或为4%，全年经济增速有望达到5.3%左右。但同时也要看到经济修复基础仍不牢固。一方面，全球经济走弱态势不改，外需全年看仍有下行压力，内需依旧疲弱，就业市场承压、居民消费意愿不足，企业投资尤其是民间投资信心仍偏弱；另一方面，当前工业生产虽有修复，但修复的力度较弱。保障经济平稳运行，夯实经济修复基础，仍需加大政策呵护力度。

从大类资产配置看，年初至3月15日，股票市场整体表现优于债券市场，上证综指、深证成指均有所上涨，涨幅分别为5.63%、3.61%；大宗商品小幅下跌，商品指数小幅下跌0.69%。后续看，经济有望持续修复但仍存隐忧，流动性大概率继续保持合理充裕，股票市场整体或呈上涨走势，债券市场或呈区间波动状态，在政府工作报告强调“着力扩大国内需求”下，消费板块或具备中长期配置价值；同时在海外经济下行压力下，大宗商品价格波动风险或较高，结合模型配置权重，仍建议谨慎配置。

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

2023年1-2月，随着疫情防控的放开，中国经济重启效应明显，供需两端均出现边际改善迹象，宏观经济修复曙光初现但基础不牢固。具体来看，1-2月份的宏观数据主要有以下几个方面边际改善较为明显：**一是**服务业生产出现大幅反弹。**二是**房地产投资降幅收敛，叠加基建、制造业投资继续维持较高水平的平稳增长，使得投资保持平稳运行。**三是**疫情影响弱化、节日因素带动叠加基数作用，消费增速显著回升。但与此同时，部分主要经济数据也体现出当前经济修复的基础尚不牢靠：第一，工业生产虽有修复，但仍然仅略高于上年11月，修复的力度较弱；第二，房地产投资占民间投资的比重较大，但在房地产投资降幅大幅收窄的情况下，民间投资同比增速仍然较上年回落，或说明除房地产外的民间投资尤其是民间制造业投资依然存在压力；第三，总需求不足的矛盾依然突出。一方面内需整体依旧偏弱：投资增长内生动力不足，在居民收入增长低迷、就业压力依然较大的情况下，消费继续反弹的动力或较弱；另一方面，出口降幅虽短时收敛，但全球经济疲弱下，全年出口实现正增长的难度仍然较大，出口今年对宏观经济增长料将是一个拖累。后续来看，2023年政府工作报告指出，2023年要坚持稳字当头、稳中求进，保持政策连贯性和针对性。随着相关部门继续加大稳增长、稳就业、稳物价力度，经济有望延续当前回暖势头。一季度经济增速或为4%，全年经济增速有望达到5.3%左右，但保障经济平稳运行，夯实经济修复基础，仍需加大政策呵护力度。

从大类资产配置看，伴随全民免疫高峰影响逐步弱化、生产生活有序恢复，经济修复预期有所增强，股票市场整体表现优于债券市场。后续看，经济有望持续修复但仍存隐忧，流动性大概率继续保持合理充裕，股票市场整体或呈上涨走势，债券市场或呈区间波动状态，在政府工作报告强调“着力扩大国内需求”下，消费板块或具备中长期配置价值；同时在海外经济下行压力下，大宗商品价格波动风险或较高，结合模型配置权重，仍建议谨慎配置。

表1 2023年1-2月中国宏观经济核心指标一览表

	2023年	2022年					最新变化
	1-2月	12月	11月	10月	3月	1-2月	
工业增加值（同比，%）	2.4	1.3	2.3	5	5	7.5	↓
服务业生产指数（同比，%）	5.5	-0.8	-1.9	0.1	-0.9	4.2	↑
投资（累计同比，%）	5.5	5.1	5.3	5.8	9.3	12.2	↓
制造业投资	8.1	9.1	9.3	9.7	15.6	20.9	↓

房地产投资	-5.7	-10	-9.8	-8.8	0.7	3.7	↓
基建投资(不含电力)	9	9.4	8.9	8.7	8.5	8.1	↑
民间投资	0.8	0.9	1.1	1.6	8.4	11.4	↓
社零额(同比,%)	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	-3.5	6.7	↓
出口:同比(%,美元)	-6.8	-9.9	-9	-0.3	14.4	16.1	↓
进口:同比(%,美元)	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.5	16.6	↓
贸易顺差(亿美元)	1168.9	780.1	690.6	851.5	453.3	1107.9	↑
CPI(同比,%)	1.5	1.8	1.6	2.1	1.5	0.9	↑
PPI(同比,%)	-1.1	-0.7	-1.3	-1.3	8.3	8.9	↓
M2:同比(%)	12.9	11.8	12.4	11.8	9.7	9.2	↑
社会融资规模(亿元)	91440	13058	19837	9079	46475	73835	↑

(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)

一、生产：工业、服务业生产均回暖，服务业修复好于工业

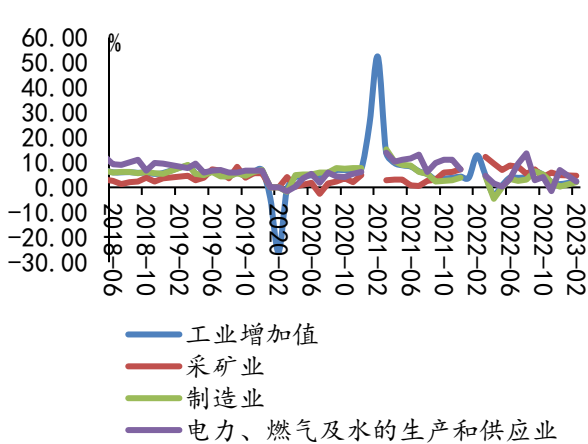
（一）疫情对生产影响弱化，工业生产边际改善但仍偏弱

疫情冲击弱化、出口短时仍具韧性，工业生产边际回升。2023年1-2月规模以上工业增加值同比增长2.4%，较2022年12月回升1.1个百分点。工业生产虽有修复，但也要看到其增速仅略高于上年11月，修复的力度较弱，这虽然有春节放假、1月全民免疫高峰等因素的影响，但也在一定程度上表明生产端的修复仍偏弱。此外，值得注意的是，受销售走弱影响，本月汽车行业工业增加值同比增速虽较上年12月有所改善，但仍为负值，对工业同比增速产生拖累。后续看，随着稳增长政策支持，工业生产或将延续改善势头，但外需全年仍承压下或对生产修复幅度形成一定制约。3月份以来高频数据全国重点电厂煤炭日耗量边际放缓，这是否表明生产存在边际走弱压力仍需观察。

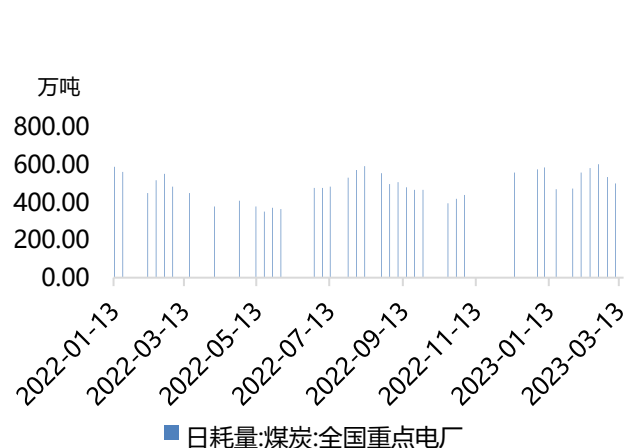
图1：工业增加值¹边际回升

图2：重点电厂煤炭日耗量边际走弱

¹ 2023年2月为累计同比，其余为当月同比



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

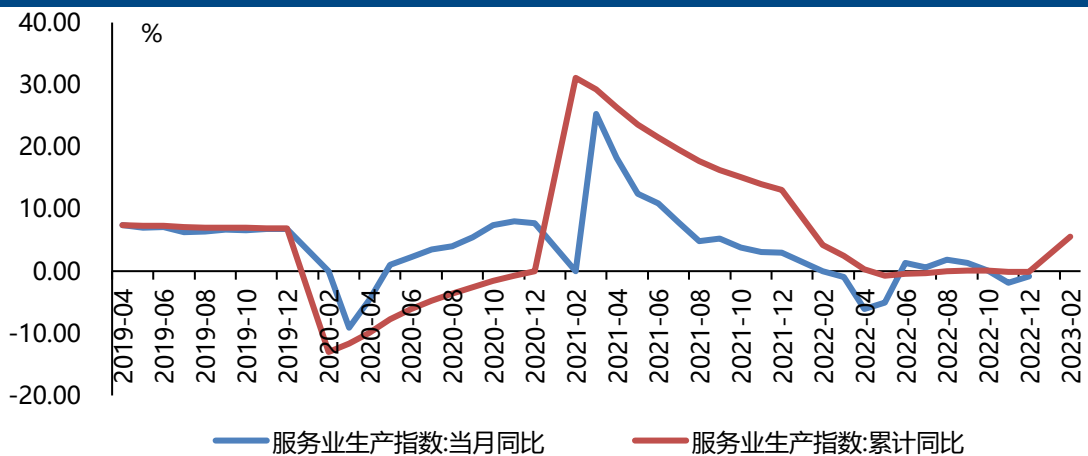


数据来源: CHOICE, 中诚信国际整理

(二) 服务业生产指数显著回升

节日因素、疫情冲击弱化以及同期基数偏低下，服务业生产指数同比增速显著回升，改善幅度好于工业生产。1-2月服务业生产指数为5.5%，较2022年12月当月显著回升6.3个百分点，为2021年8月以来高点。后续来看，稳增长、扩内需政策支持有利于提振微观主体消费信心，需求有望边际改善，从前瞻指标来看，今年前两个月，服务业商务活动指数连续两个月位于荣枯线之上，且2月进一步上行至55.6%的较高景气水平，为2020年12月以来高点，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等接触性聚集性服务行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间，预计后续服务业生产修复仍有支撑，但考虑到当前居民消费意愿仍偏低、消费信心不足的情况，后续服务业生产修复的斜率或放缓。

图3：服务业生产回升



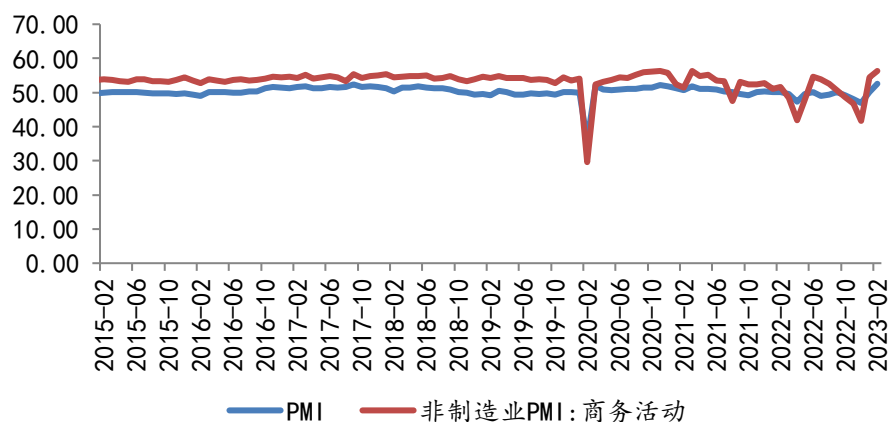
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

（三）PMI 连续两月高于荣枯线且延续升势，经济回暖进一步确认

制造业 PMI 明显上升，小型企业 PMI 一年半以来首次升至临界点之上。疫情影响消退叠加多项稳增长政策持续发力，且节后加快复工复产、复商复市，今年以来制造业供需两端呈边际改善走势，1月制造业 PMI 重回荣枯线之上，2月份较1月更是显著回升 2.5 个百分点至 52.6%，经济回暖确认。其中 2 月份生产指数为 56.7%，较上月大幅回升 6.9 个百分点，重回临界点之上；新订单指数较前值回升 3.2 个百分点至 54.1%，新出口订单指数较上月回升 6.3 个百分点至 52.4%，时隔 21 个月后重回扩张区间。综合 PMI 产出指数为 56.4%，较上月回升 3.5 个百分点。同时，出厂价格指数连续 6 个月低于原材料购进价格指数，但差距有所收敛，企业盈利压力或边际减轻。此外，不同规模企业景气水平平均回升，其中小型企业 PMI 一年半以来首次回升至扩张区间，这或与此前惠及中小企业的减税降费、信贷支持等助企纾困政策显效有关。

服务业及建筑业景气度持续改善，非制造业 PMI 升至两年来高点。随着经济社会持续向常态水平回归，1月、2月非制造业 PMI 连续两个月位于景气线之上，且随着节日因素影响弱化，2月非制造业商务活动指数较上月上升 1.9 个百分点至 56.3%，连续两个月位于扩张区间，为 2020 年 12 月以来高点，其中 2 月服务业商务活动指数升至较高景气区间，较上月上升 1.6 个百分点至 55.6%，为 2022 年 6 月以来最高值，年初重大项目集中开复工，建筑业商务活动指数回升 3.8 个百分点，处于 60.2% 的高景气区间。

图 4：PMI 及非制造业 PMI 回升

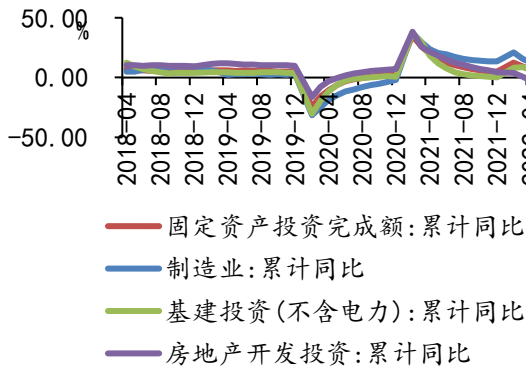


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

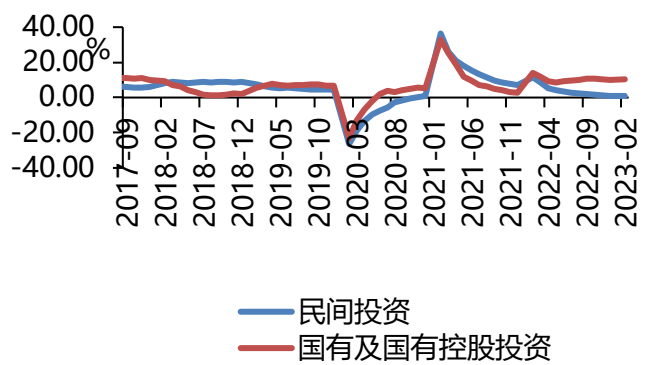
二、需求：内需边际改善但仍偏弱，外需短期仍具韧性

（一）房地产投资降幅收窄，固定资产投资维持较高水平的平稳增长

基建投资延续高增长态势，制造业投资虽有回落但仍位于高位，房地产投资边际改善降幅收窄。1-2月固定资产投资同比增长5.5%，高于2022年12月的5.1%。具体来看，在年初多地重大项目集中开工及专项债前置发力稳增长下，基建投资增速在上年同期基数偏高下实现了9%的增速水平，虽较2022年12月小幅回落0.4个百分点，但仍为2021年6月以来的次高增速水平。制造业投资增速为8.1%，较2022年12月回落1个百分点，制造业投资中民间投资占比较高，制造业投资增速回落或与除房地产投资之外的民间投资仍偏弱有关。1-2月房地产开发投资下降5.7%，降幅较前值收窄4.3个百分点，房地产出现边际改善迹象。从销售端来看，前2个月商品房销售面积及销售额均较上年末有所回升；从施工看，施工面积、新开工面积及竣工面积同样均好于上年末；资金方面，1-2月房企到位资金同比-15.2%，降幅较上年12月收窄13.5个百分点。民间投资增长延续放缓态势，较上年12月回落0.1个百分点至0.8%，为2020年12月以来低点，民间固定资产投资增速已经连续11个月回落，投资内生动力偏弱。后续看，随着财政发力提效、专项债前置支持项目建设，基建增速延续高增仍有支撑。2023年政府工作报告强调要“促进房地产业平稳发展”。2023年以来，我国房地产政策延续宽松态势。中央延续稳楼市政策思路，多地出台了相关的稳房地产政策措施。预计随着政策显效以及居民预期修复，房地产投资对固定资产投资的拖累有望继续减轻。随着加快建设现代化产业体系，围绕制造业重点产业链，集中优势资源合力推进关键核心技术攻关持续推进，制造业投资尤其是高技术制造业投资增速仍将保持较高水平，但在外需放缓整体态势不改出口仍承压、工业企业利润增速保持低位、PPI维持通缩以及芯片等部分高科技行业的禁售对国内相关行业带来冲击等多因素影响下，制造业投资或仍存在一定的回落压力。当前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，政策仍需在激发民间投资活力上加大支持力度，进一步加快鼓励和吸引更多民间资本参与国家重点工程和补短板的项目建设中来。

图 5：固定资产投资回升


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

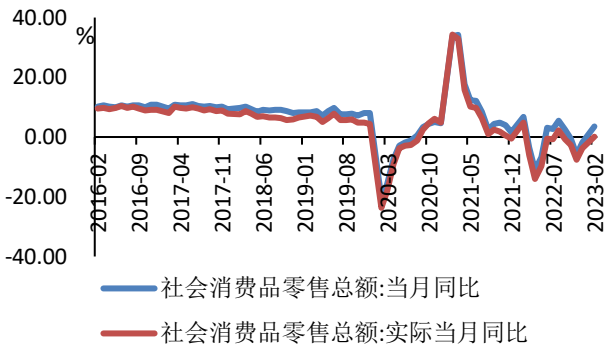
图 6：民间投资延续回落走势


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）消费短期快速反弹，但修复可持续性仍存疑

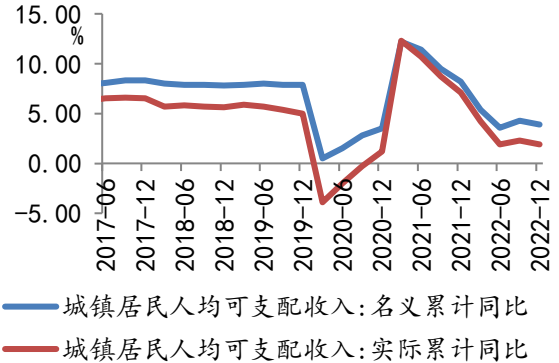
消费边际改善明显，但后续仍受到居民收入增速偏低以及消费意愿不足的制约。1-2月社零额同比3.5%，较2022年12月大幅回升5.3个百分点。社零额的改善主要受餐饮改善拉动，其中1-2月餐饮消费收入（含限额以下住宿和餐饮业零售额、限额以上住宿和餐饮业餐费收入）同比增长9.2%，较2022年12月当月扩大23.3个百分点。此外值得一提的是，或受节日因素扰动以及需求仍偏弱影响，1-2月实物商品网上零售额增速较上年12月回落0.9个百分点至5.3%，处于2022年3月以来的次低水平（2022年4月为5.2%），上年同期基数偏低下网上商品和服务零售额累计同比增速均延续2022年6月以来的改善趋势，增速较前值回升2.2个百分点，为6.2%，为2022年4月以来高点。或受购置税减半优惠政策到期扰动，1-2月汽车消费由去年12月的4.6%下降至-9.4%。虽然在节日因素及疫情对消费场景的制约结束下前两个月消费显著改善，但也要看到当前居民的消费能力和消费意愿仍偏弱：2月份城镇调查失业率较1月上行0.1个百分点至5.6%，为近两年来的较高水平，且16-24岁人口失业率上升至18.1%的高位水平，就业压力较大下居民收入承压，居民消费能力受限；疫情“疤痕效应”下，居民预防性储蓄倾向仍较高，1-2月居民部门新增存款接近7万亿，高于前值，处于历史同期高位水平，显示当前居民消费倾向仍偏弱。后续看，当前就业承压、居民收入增速较低以及居民消费倾向偏弱仍会制约消费修复的幅度和节奏。

图 7：社零额同比回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 8：居民收入位于较低水平

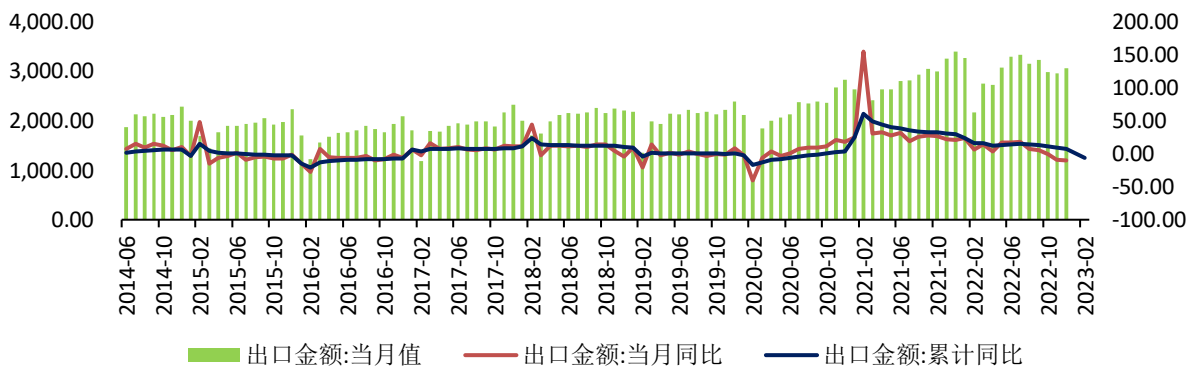


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）出口降幅短时收窄，内需疲弱进口仍走弱

出口降幅短时收窄，内需整体疲弱之下进口仍低迷。全球经济放缓好于预期外需短期仍具韧性、防疫政策优化疫情影响弱化以及外贸企业积极“出海抢单”带动出口边际回暖，叠加上年同期基数偏低，2023年1-2月出口同比下滑6.8%，降幅较2022年12月收窄3.1个百分点，但仍为2020年6月以来次低水平。内需仍羸弱下，进口同比下降10.2%，降幅较2022年12月份扩大2.7个百分点。展望后续，2023年全球经济增速较2022年放缓趋势未改，外需走弱下，整体来看2023年出口仍面临压力。随着多项扩内需稳增长政策落地，以及3月后高基数对进口增速的拖累减轻，后续进口增速或有望边际改善。

图 9：国内进出口及贸易差额走势



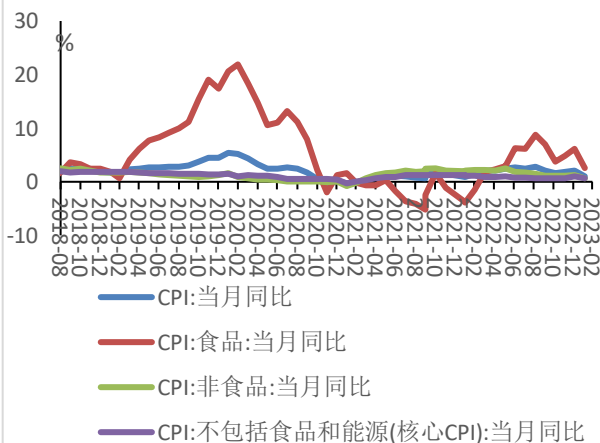
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、价格：通胀水平回落，关注经济修复中的需求疲弱风险

(一) CPI 涨幅“腰斩”，关注需求疲弱风险

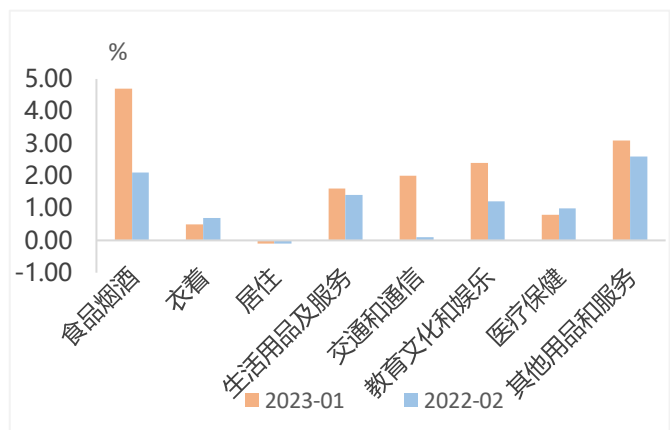
需求疲弱下CPI回落至1区间，核心通胀低位下行。2月CPI同比上涨1%，较前值大幅回落1.1个百分点，涨幅呈“腰斩”态势；环比价格出现下降，由上月上涨0.8%转为下降0.5%。剔除能源与食品的核心CPI仅为0.6%，较上月回落0.4个百分点，为2021年4月以来低点。具体来看，春节效应消退以及天气转暖供应充足下，果、蔬、蛋等食品价格增速均有所回落，同时生猪供给稳定及季节性需求回落下，猪肉价格增速同样较上月回落，共同带动食品价格涨幅回落，需求疲弱下非食品价格同样涨幅回落。从八大类来看，除衣着及医疗保健等必需消费品外，其他消费品价格涨幅均走弱。CPI及核心CPI走弱在一定程度上表明短期内需仍较弱。

图 10：CPI 同比回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 11：本月及上月八大类构成



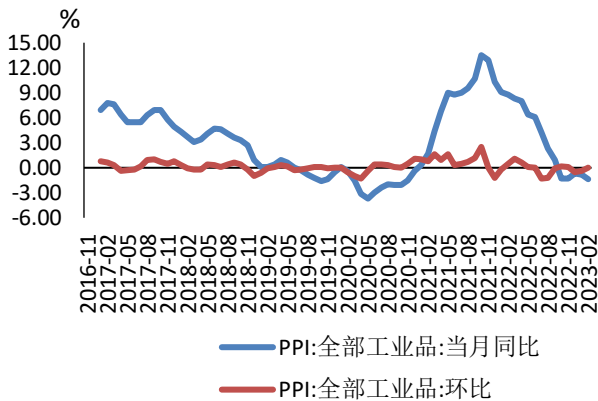
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

(二) 上年同期基数偏高，2月PPI降幅扩大

2月PPI降幅继续扩大，或表明终端需求仍疲弱下制造业供需结构性矛盾仍较为突出。2月PPI同比下降1.4%，降幅较上月扩大0.6个百分点，但在工业生产修复，市场需求边际改善之下，环比由上月下降0.4%转为持平，这也与我们在2月PMI数据点评中对2月PPI走势的预测相一致。具体来看，2月生产资料价格与生活资料价格双双回落，其中需求疲弱下，生活资料价格回落至2022年以来较低水平。与此同时，PPIRM同比增速由正转负，工业产品购销价格剪刀差持平于上月，需求仍偏弱之下后续企业盈

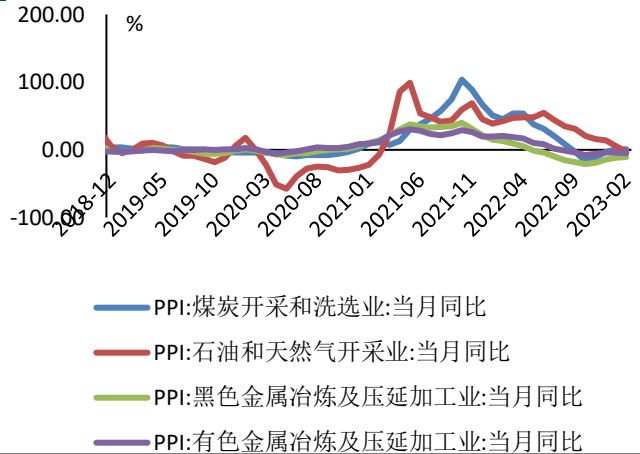
利空间或仍受限。此外，2月PPI跌幅扩大，或也在一定程度上说明工业领域产能过剩问题依然突出，仍需关注需求疲弱下制造业供需结构性矛盾。

图 12: PP 延续负增长



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) 关注 CPI 走势下行蕴藏的需求疲弱风险，政策仍需进一步着力扩大内需

CPI 大幅下行走势或得到一定程度的遏制，PPI 大概率仍位于低位区间。今年以来，随着疫情防控政策调整经济生活向常态化回归，经济修复势头明显加强，PMI 等先行指标恢复至景气线之上，各界对经济修复的预期也有所强化。但值得关注的是，在居民收入增长较为乏力、谨慎性动机下居民消费动力不足，终端消费需求的疲弱仍然是后续经济修复过程中值得关注的挑战，2月CPI的大幅下行也在一定程度上表明了当前需求的疲弱。后续随着国家收储、猪肉价格企稳以及果蔬价格向常态水平收敛，CPI 大幅下行走势或得到一定程度的遏制，但能否出现明显回升仍然取决于终端需求的恢复程度。从 PPI 来看，随着经济修复预期强化、投资意愿的边际回升，或对相关环节生产资料价格形成一定支撑，但全球经济走弱态势不改、需求放缓下，大宗商品价格难以大幅回升，叠加基数效应，PPI 同比或仍将位于低位。

四、金融：社融延续同比高增，人民币汇率走贬

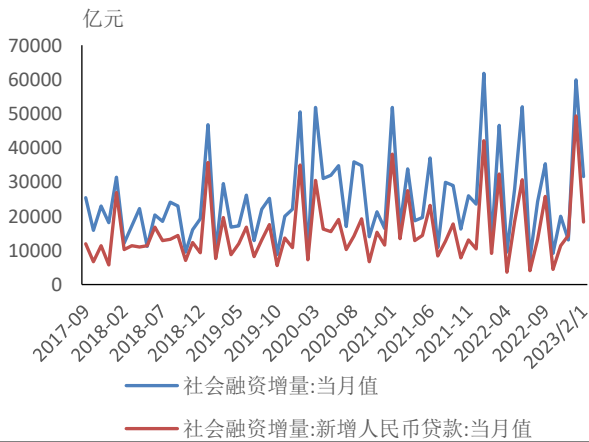
(一) 社融同比保持高增，融资结构好转但基础不牢

新增社融延续同比高增，信贷结构有所改善但其中居民按揭贷款延续改善的力度和幅度仍需观察。2月新增社融 3.16 万亿，同比多增 1.94 万亿，延续了 1 月同比高

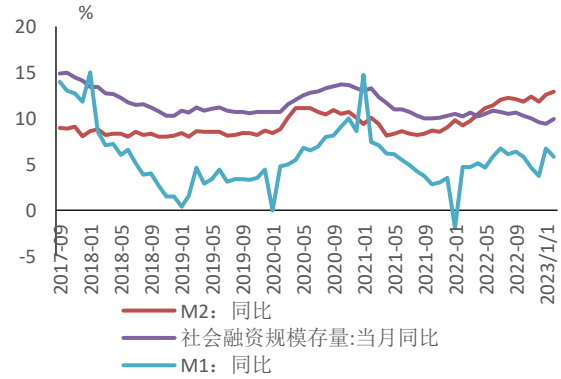
增的态势，社融存量增速较1月抬升0.5个百分点至9.9%，再考虑到去年高基数的影响，社融增速改善也较为显著。其中，表内信贷融资是社融高增的主要贡献项，除实体融资成本下行银行信贷前置的意愿较强之外，或也部分体现出实体融资需求有所改善；表外融资的同比改善同样较为显著，表外三项合计减少81亿，同比少减4972亿；从直接融资看，政府债融资如期出现显著改善，企业债新增融资规模基本回归至常态。从信贷结构来看，随着企业投资意愿好转及政策性因素依然在起作用，企业中长期贷款延续高增。居民按揭贷款新增863亿，同比多增1322亿，结束了连续12个月的同比少增，但新增规模距离常态水平仍低，且主要与春节错位背景下房地产销售数据显著好转有关，当前房地产市场修复速度和幅度仍具有不确定性，居民部门中长期贷款持续好转的基础尚不牢靠。此外，2月M2同比与社融存量增速之差边际收窄，未来随着信贷投放力度以及居民新增存款规模的边际减弱，M2增速或将出现回落，同时随着去年高基数效应的走弱，以及实体融资需求的边际修复，加之基建领域对于融资需求的持续支撑，社融存量增速或将较快重回两位数，M2同比与社融存量增速之差或将持续收敛。

后续看，居民扩表意愿修复仍需持续呵护，社融增速料将较快回归至两位数。如我们此前判断²，企业部门和居民部门对于投资和消费的预期将有所好转，但社融的修复或依然离不开宽信用及稳信贷政策的持续呵护，特别是居民部门信心持续增强的基础仍不牢靠。从政策来看，因M2同比持续偏离社融增速将带来资金空转风险，货币政策或将更加注重“精准”投放，降准降息仍有可能但或将根据经济修复情况尽量延后。此外，考虑到房地产市场的修复节奏总体依然缓慢，呵护房地产市场需求的政策仍需延续。我们预计消费及房地产修复的效果或将在二季度加快体现，加之基建投资发力带来的信贷需求，社融增速料将很快回归至两位数以。

² 参见1月金融数据点评《疫情拖累消退新增信贷开门红，居民扩表疲弱融资结构仍欠佳》

图 14：2月新增社融规模


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

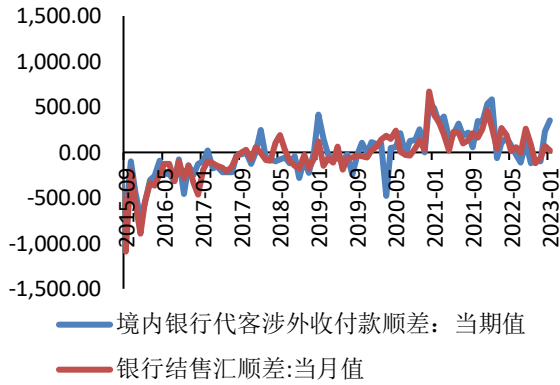
图 15：M2 与社融反向剪刀差边际收窄


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）跨境资本流动小幅波动，短期内人民币汇率或仍将承压

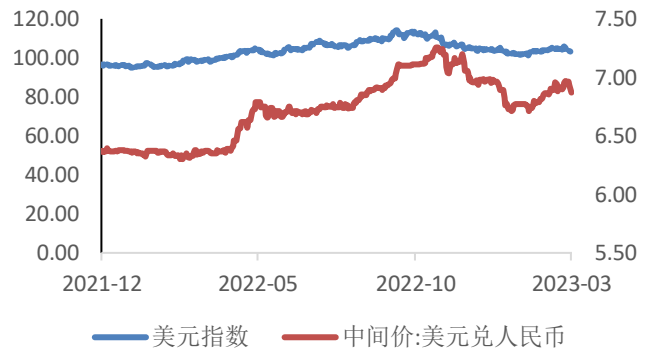
美元指数上行、人民币汇率有所走贬，银行结售汇和涉外收付款均为顺差。2月人民币汇率未能延续1月份升势，有所走贬，美元兑人民币中间价月度均值由1月份的6.8上行至6.83。2月以来，受美国就业市场表现强劲、通胀粘性较高等因素影响，美联储加息预期再度升温，美元指数有所回升，10年期美债收益率波动上行，包括人民币在内的非美主要经济体货币汇率承压。2022年1月末，中央银行口径外汇占款余额为213200.55亿元，环比增加333.35亿元。外汇占款余额已连续上升五个月。1月份，企业、个人等非银行部门涉外收支顺差351亿美元，环比增长52%，连续两个月为顺差；银行结售汇顺差25亿美元，同样连续两个月为顺差，跨境资金流动稳定，境内外汇供求保持基本平衡。值得注意的是，在出口仍具有一定韧性下，1月份货物贸易涉外收支顺差387亿美元，环比增长9%。后续看，从1-2月主要宏观经济数据来看，我国宏观经济基本面复苏的趋势进一步确认，宏观经济基本面修复有利于支撑人民币汇率整体保持稳定。不过当前国内经济修复的基础仍不牢固，且虽然在硅谷银行等金融机构破产倒闭抬升美国潜在金融风险的背景下，美联储3月加息力度或有收缩，但当前美元指数仍位于较高水平，短期内人民币汇率仍将承压，纵观全年，人民币汇率将呈现双向波动态势，整体保持平稳运行，且在中国经济基本面修复及2023年美国加息节奏同比放缓下，贬值压力或整体低于2022年。

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

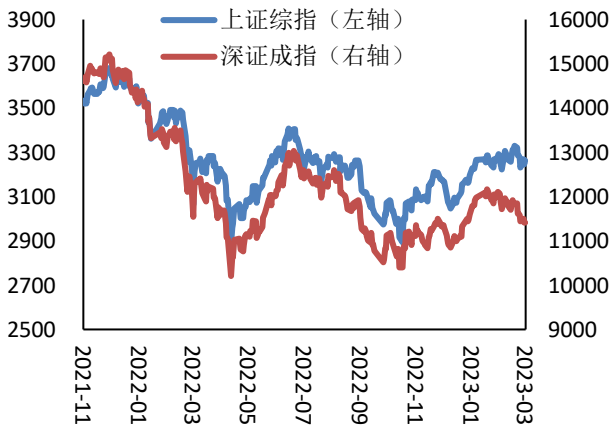
五、大类资产配置：各类资产表现分化，权益仍是配置重点

（一）大类资产回顾：大宗商品小幅下跌，股票市场波动上涨

年初-3月15日，股票市场整体表现优于债券市场，大宗商品小幅下跌。从类别看，股票市场整体呈波动上涨走势，统计区间内上证综指、深证成指均有所上涨，涨幅分别为5.63%、3.61%；创业板指小幅下跌，跌幅为0.4%。具体而言，1-2月伴随全民免疫高峰影响逐步弱化，生产生活有序恢复，经济修复预期有所增强，上证综指波动上涨，1月涨幅高于2月；进入3月，两会经济目标略低于市场预期，美国硅谷银行破产下海外投资者或抛售人民币资产补充流动性缺口，市场情绪整体回落，上证综指止涨转跌、波动下行。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56%、40%，近十年历史分位约为46%、42%。从资金流动看，外资持股热情相对较高，统计区间内北向资金净流入约1566亿元；2月新发股票型基金份额为167.04亿份，环比、同比均大幅上升。从市场风格看，小盘指数表现大盘指数，大盘、中盘、小盘指数涨幅分别为1.95%、4.82%、8.44%。债市收益率先上后下，截至3月15日，10年期国债收益率为2.8652%。具体看，1月受全民免疫高峰影响逐步弱化、生产生活有序恢复影响，经济修复预期有所增强，叠加春节取现需求有所增加，银行间流动性边际收紧，带动国债收益率上行；2月宏观数据公布较少，债市扰动因素不多，收益率呈区间波动走势，2月底起国债收益率有所下行。大宗商品整体呈区间震荡走势，

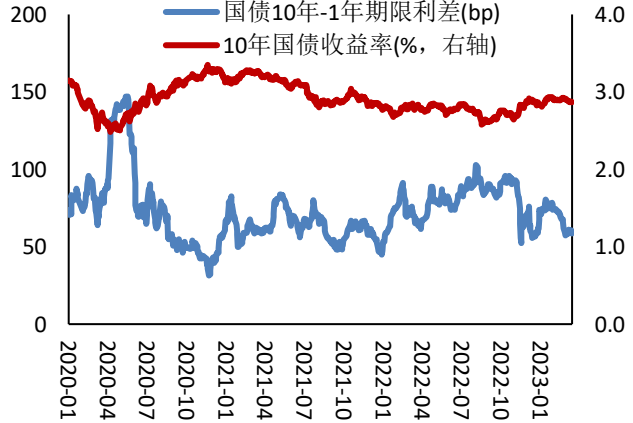
统计区间内商品指数小幅下跌 0.69%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，农副产品、煤焦钢矿指数涨幅相对较高，分别为 4.9%、4.7%；有色金属指数跌幅较大，为 8.2%。从黄金看，统计区间内伦敦金呈波动上涨走势，涨幅为 5.2%。从原油看，统计区间内布伦特原油基本位于 70-90 美元/桶区间波动，1 月在美国通胀持续回落、美联储加息放缓预期下，叠加国内疫情放开、出行需求回暖，原油价格波动上行；进入 2 月，美国经济数据显示经济韧性仍存，或限制美联储快速转向，原油面临实际需求转弱与流动性较紧双重压力，价格开始波动回落；3 月海外银行暴雷，市场避险情绪上升，原油价格加速下跌。

图 18：股票市场价格走势



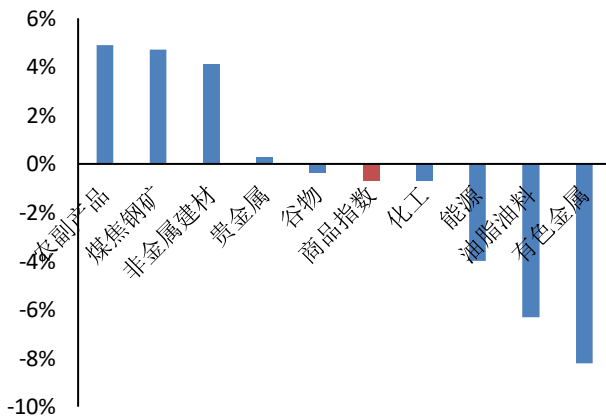
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 19：10 年期国债收益率走势



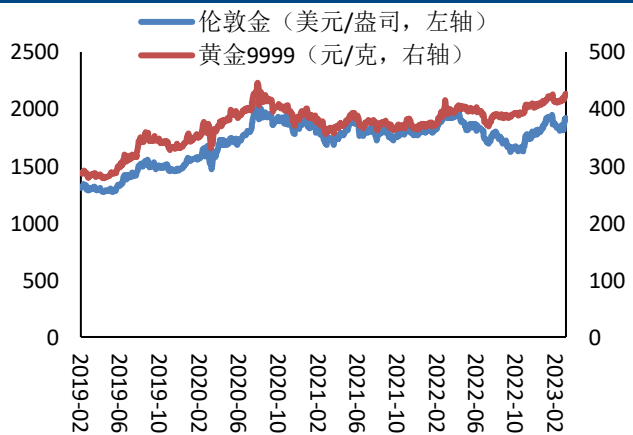
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：Wind 商品指数涨跌幅（年初-3.15）



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）展望：大宗商品波动风险或较高，股票市场仍是配置重点

股票上涨趋势不改，短期内大宗商品仍需谨慎配置。近期股票市场虽有所回调，但依然不改上涨趋势：一方面，随着疫情防控政策的放开和全民免疫过峰节奏快于预期，经济修复有所加快，后续伴随前期一系列政策逐步生效，经济有望继续修复，或带动股票市场整体上行；另一方面，当前经济虽有所修复但仍存隐忧，流动性大幅收紧的可能性较低，利好股票市场走势。此外，在政府工作报告强调“着力扩大国内需求”下，消费板块或具备中长期配置价值。从债券市场看，经济修复仍面临需求不足等挑战，流动性大概率保持合理充裕，短期内对债市仍有一定支撑作用。从海外环境看，近期美债收益率大幅上行，中美利差倒挂幅度走阔且仍处于高位，外资仍有一定的流出压力；多重因素影响下，收益率或呈区间波动状态。信用债方面，近期监管继续推出利好房地产市场政策，房地产销售数据也有改善，但利好政策的实际落地需要时间，且房地产销售回暖仍有分化，回暖主要在优质房企，后续需持续观察房地产销售及房企融资恢复进程，信用下沉仍需谨慎。从大宗商品看，海外经济衰退下，全球主要大宗商品价格不确定性仍较大；从原油来看，国内外经济走势仍是影响原油价格走势的重要变量，海外经济衰退下，原油需求或较为疲弱，国内经济虽大概率修复，但修复基础尚不稳固且需求不足矛盾依然突出，或难改原油整体需求不振局面；从供给端看，OPEC+继续减产，叠加地缘政治对部分产油国供给有所限制，原油供给上升空间有限，短期内原油或呈供需两弱状态，价格上行动力不足，不排除存在一定的下行压力，且波动风险或相对较高；但同时，国内经济修复趋势不变，国内定价的大宗商品上行的可能性或更高。整体而言，后续经济修复但仍存隐忧，流动性大概率保持合理充裕，股票市场整体或呈上涨走势，债券市场或呈区间波动状态，结合两会表述，消费板块或具备中长期配置价值；同时在海外经济下行压力下，大宗商品价格波动风险或较高，结合模型³配置权重，仍建议谨慎配置。

³ 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⁴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

⁴ 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>