

# 经济修复环比放缓结构延续分化，短期内建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2023年4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

经济修复略超预期但结构分化，后续权益资产仍具备配置价值——2023年一季度宏观经济及大类资产配置分析与二季度展望（2023年4月）

寒意随存，春山可望——2022年宏观经济及大类资产配置分析与2023年展望（2023年1月）

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）

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）

## 本期要点

### 主要观点

4月，经济修复节奏边际放缓，结构延续分化。具体来看，生产端修复“服务业强、工业偏弱格局延续。需求延续改善但仍偏弱：消费需求修复“明强实弱”，内部结构分化，服务消费好于商品消费；低基数下出口仍回落，下行压力显现；基建支撑投资整体平稳增长，但制造业投资、房地产投资仍偏弱。从通胀水平来看，CPI低位回落、核心CPI持续低迷，PPI降幅扩大，表明当前终端需求仍然偏弱。从金融数据看，需求不足下，社融新增不及预期，居民贷款降至低点，居民扩表意愿再次转弱，企业中长期融资相对稳定但信心仍未完全修复。人民币汇率整体保持平稳，但短期人民币仍存走贬压力。后续来看，当前经济内生增长动力依然欠缺，或将制约后续经济复苏。下半年经济复苏节奏和力度或有边际放缓压力，但考虑到低基数和稳增长政策等因素影响，年度经济增速依然可达到5.7%左右（两年复合增速4.3%左右）。

从大类资产配置看，4月1日-5月15日，债市、黄金价格上行，股票等风险资产表现不佳，其中上证综指有所上涨，涨幅为1.16%；深证成指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为4.67%、4.15%。后续看，经济继续修复但修复基础尚不稳固，流动性大概率保持合理充裕，股、债趋势性上涨的可能性均较低；同时，海外经济下行压力较大以及美联储加息放缓下，大宗商品整体走势或较弱，但黄金配置价值或较高；短期内建议股债均衡配置，且谨慎配置大宗商品。

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

2023年4月，中国经济延续年初以来的复苏态势，但修复边际放缓，且结构分化。具体来看，生产端修复“服务业强、工业偏弱格局延续。需求延续改善但仍偏弱：消费需求修复“明强实弱”，内部结构分化，服务消费好于商品消费；低基数下出口仍回落，下行压力显现；基建支撑投资整体平稳增长，但制造业投资、房地产投资仍偏弱。从通胀走势来看，CPI低位回落、核心CPI持续低迷，PPI降幅扩大，也表明当前终端需求仍然偏弱。需求不足下，4月社融新增不及预期，居民贷款降至低点，居民扩表意愿再次转弱，企业中长期融资相对稳定但信心仍未完全修复。此外本月人民币汇率整体保持平稳，但短期人民币仍存走贬压力。后续来看，当前经济内生增长动力依然欠缺，或将制约后续经济复苏。下半年经济复苏节奏和力度或有边际放缓压力，但考虑到低基数和稳增长政策等因素影响，年度经济增速依然可达到5.7%左右（两年复合增速4.3%左右）。

近期经济修复边际放缓，风险资产表现不佳，债券、黄金等资产呈波动上涨走势。后续看，经济继续修复但修复基础尚不稳固，流动性大概率保持合理充裕，股、债趋势性上涨的可能性均较低；同时，海外经济下行压力较大以及美联储加息放缓下，大宗商品整体走势或较弱，但黄金配置价值或较高；结合模型配置权重，短期内建议股债均衡配置，且谨慎配置大宗商品。

表1：2023年4月主要宏观数据一览

	2023					2022										同比变化
	4月	4月环比	4月*	3月	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月		
工业增加值 (同比, %)	5.6	-0.47	1.3	3.9	2.4	1.3	2.3	5	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	↑	
服务业生产指数 (同比, %)	13.5	4.3	3.2	9.2	5.5	-0.8	-1.9	0.1	1.3	1.8	0.6	1.3	-5.1	-6.1	↑	
投资 (累计同比, %)	4.7	-0.64	5.7	5.1	5.5	5.1	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	↓	
制造业投资	6.4	-0.6	9.3	7	8.1	9.1	9.3	9.7	10.1	10	9.9	10.4	10.6	12.2	↓	
房地产投资	-6.2	-0.4	-4.5	-5.8	-5.7	-10	-9.8	-8.8	-8	-7.4	-6.4	-5.4	-4	-2.7	↓	
基建投资(不含电力)	8.5	-0.3	7.5	8.8	9	9.4	8.9	8.7	8.6	8.3	7.4	7.1	6.7	6.5	↑	
民间投资	0.4	-0.2	2.8	0.6	0.8	0.9	1.1	1.6	2	2.3	2.7	3.5	4.1	5.3	↓	
社零额 (同比, %)	18.4	0.49	2.6	10.6	3.5	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	↑	
出口: 同比 (%美元)	8.5	-6.4	6.0	14.8	-6.8	-9.9	-9	-0.3	5.7	7.1	18	17.7	16.4	3.6	↑	
进口: 同比 (%美元)	-7.9	-9.7	-4.0	-1.4	-10.2	-7.5	-10.6	-0.7	0.3	0.3	2.3	1	4	0.1	↓	
贸易顺差 (亿美元)	902.1	20.2	-	881.9	1168.9	780.1	690.6	851.5	847.4	793.9	1012.7	979.4	775	499.7	↑	
CPI (同比, %)	0.1	-0.1	-	0.7	1.5	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5	2.1	2.1	↓	
PPI (同比, %)	-3.6	-0.5	-	-2.5	-1.1	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	6.4	8	↓	
M2: 同比 (%)	12.4	-0.3	-	12.7	12.9	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12	11.4	11.1	10.5	↑	
社会融资规模增量 (亿元)	12171	-41674	-	53845	91440	13058	19837	9079	35271	24322	7561	51701	28338	9430	↑	

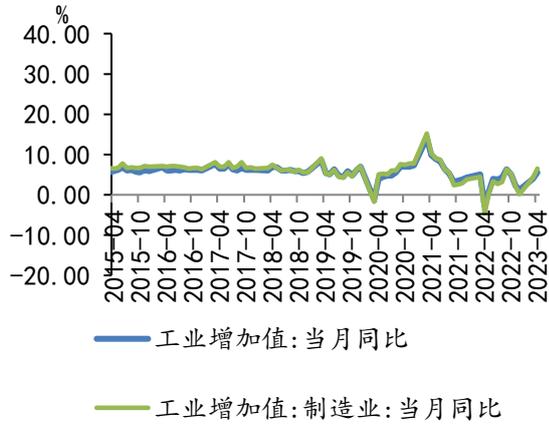
(注: ↓、↑分别代表今年4月相比上年同期的回落与提升, \*代表两年复合增速, 投资、服务业生产指数、价格、M2 环比均为增速环比)

## 一、生产：“服务业强、工业偏弱”格局延续

### (一) 工业生产整体保持稳定，但存边际走弱压力

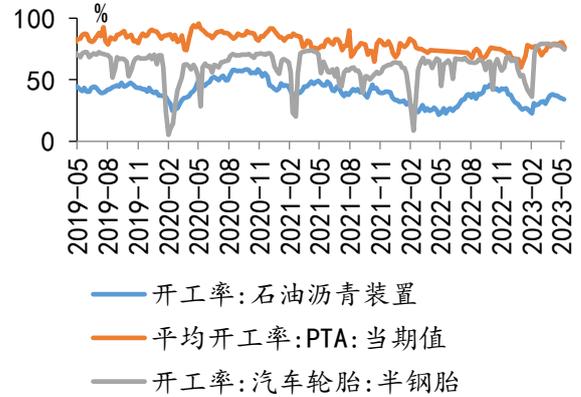
低基数及出口保持较高增速水平支撑工业生产基本稳定，但需关注需求疲弱对生产进一步改善的制约。4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，较3月回升1.7个百分点，但环比下降0.47%，为历史同期首次出现环比下降，且工业增加值两年复合增速为1.3%（3月为4.4%），工业生产修复存边际放缓压力。4月官方制造业PMI为49.2%，低于前值51.9%，年内首次降至荣枯线以下，已显示制造业景气有所走弱。结合生产高频数据来看，5月以来汽车链条较强，其他行业仍偏弱。后续来看，内外需求仍偏弱或对工业生产修复产生一定制约。

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：部分生产高频数据走势



数据来源：CHOICE, 中诚信国际整理

## （二）服务业生产延续升势，但能否持续大幅回升仍待观察

节日效应及上年同期基数偏低下，服务业生产指数同比增速延续回升，改善幅度好于工业生产。4月份，全国服务业生产指数同比增长13.5%，较上月提高4.3个百分点，为2021年5月以来高点，服务业生产修复快于工业，且制造业PMI和非制造业PMI走势分化，也显示服务业强、制造业弱的特征。从行业来看，节日需求增加带动接触型服务业加快修复，住宿和餐饮业，批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业等服务业生产指数较上月均加快，其中住宿餐饮更是大幅提升18个百分点之上。后续来看，回补效应及假期带动下，服务生产短期内或保持较高增速水平。结合前瞻指标来看，今年以来，服务业商务活动指数位于较高景气区间，4月交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于60.0%，显示服务业短期或延续修复势头。但考虑到当前居民就业压力仍较大、消费意愿仍偏低，服务业生产能否持续保持高水平回升仍需观察。

图 3：服务业生产回升



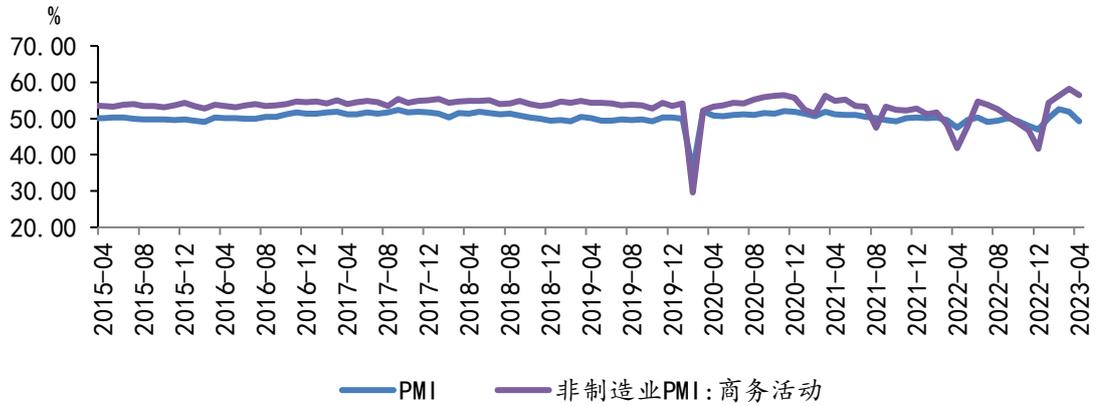
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### （三）PMI 回落至荣枯线之下，经济全面恢复的基础还不牢固

**制造业 PMI 回落至景气线之下。**4 月制造业 PMI 为 49.2%，较前值回落 2.7 个百分点，今年以来首次降至荣枯线之下。制造业产需两端均延续上月走弱态势：新订单指数较上月回落 4.8 个百分点，为 49.2%，时隔 3 个月重回临界点之下；新出口订单指数较上月回落 2.8 个百分点至 47.6%；制造业生产指数较上月回落 4.4 个百分点，为 50.2%，扩张步伐显著放缓。供需均放缓下，原材料购进价格指数、出厂价格指数均延续上月回落走势，且均回落至近 7 个月以来的低点。此外，不同规模企业景气水平均回落至临界点之下，大型企业景气回落幅度超过中型、小型企业，这或与上游原材料价格回落以及中下游需求不足对大型企业生产支撑有限有关。

**服务业及建筑业修复延续向好，非制造业 PMI 保持较高景气水平。**4 月非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月回落 1.8 个百分点，仍位于 56% 以上的较高景气水平，已经连续 4 个月位于扩张区间，为 2011 年 6 月以来次高点。其中服务业商务活动指数为 55.1%，虽低于上月 1.8 个百分点，但高于上年同期 15.1 个百分点，且今年以来持续位于较高景气区间；基建发力支撑下，建筑业商务活动指数为 62.3%，连续三个月保持在 60% 以上的高景气区间。

图 4：PMI 及非制造业 PMI 分化



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

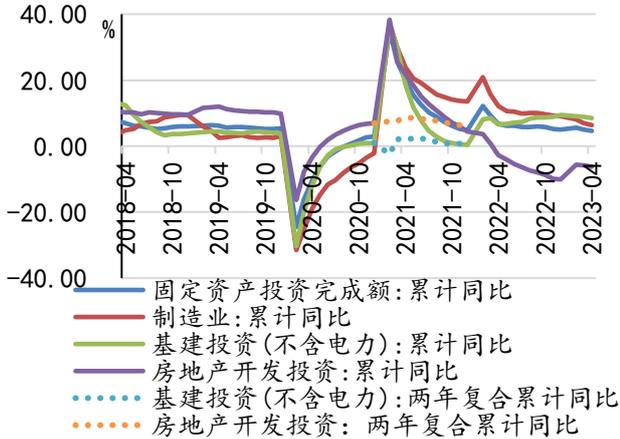
## 二、需求：内需修复仍显不足，外需放缓压力显现

### （一）基建托底固定资产投资，房地产投资、制造业投资偏弱

基建投资保持较高增速水平支撑投资保持平稳，制造业投资走弱，房地产投资仍低迷。在过去三年间，带动经济修复的动能在不停转换：2020年以地产和出口为主要带动力量；2021年以出口、房地产（下半年走弱）及制造业为主要拉动项；2022年基建及出口（已经出现走弱）起到重要的支撑作用。今年以来，基建依然是推动经济复苏的重要动能之一。1-4月，基建投资累计同比8.5%，增速边际回落但依然较高，仍是固定资产投资实现4.7%的增速水平的主要支撑。年内仍有超万亿规模的专项债待发，且在一季度货币政策执行报告中也提到“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”，后续基建投资保持较高增速水平仍有支撑，但考虑到下半年基数逐渐走高及优质项目短缺，基建发挥“托底”作用仍受到制约。预期偏弱下，房地产投资同比增速为-6.2%，较前值跌幅扩大。从分项看，保交楼政策要求下，竣工面积增速继续加快，但新开工面积及施工面积走弱，显示当前房企投资意愿仍然偏弱。制造业投资同比增长6.4%，低于一季度的7%。其中高技术制造业投资15.3%，是制造业投资的主要支撑，但后续需关注内外需求疲软及美国等西方国家对我国科技领域的限制对制造业投资的制约。受民营企业亏损面较大、利润加快收缩及信心不足等因素影响，今年以来民间投资同比增速持续在1%以下运行，且逐月走低，民间投资与国有投资修复分化。此前央地层面均已出台

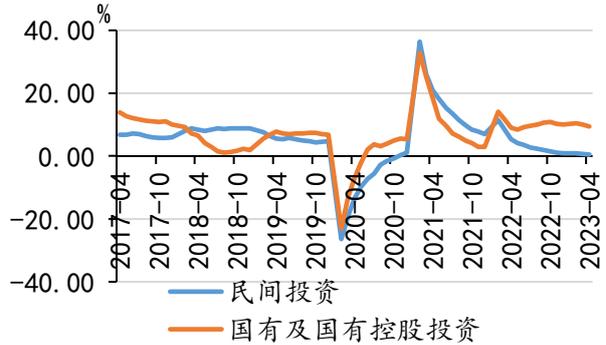
多项助力民营企业修复的支持政策，但从民营企业投资持续低迷、利润持续放缓来看，民营企业经营压力仍较大，需进一步加大政策呵护力度。

图 5：基建支撑固定资产投资平稳增长



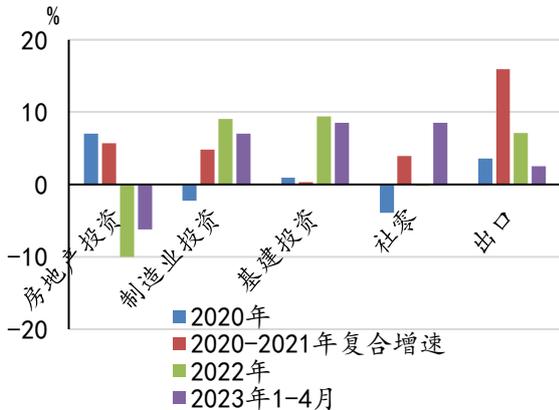
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 6：民间投资延续回落走势



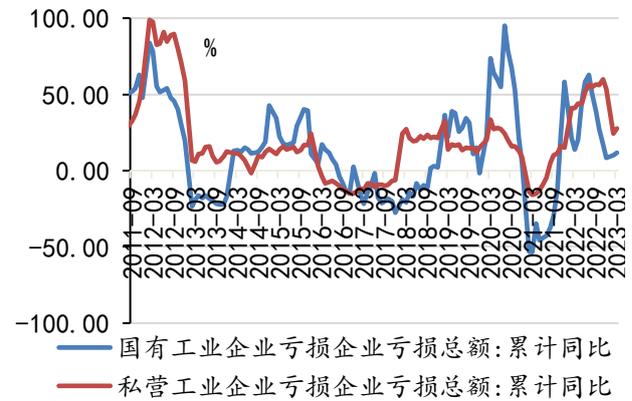
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 7：经济修复动能转换



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 8：民间投资延续回落走势



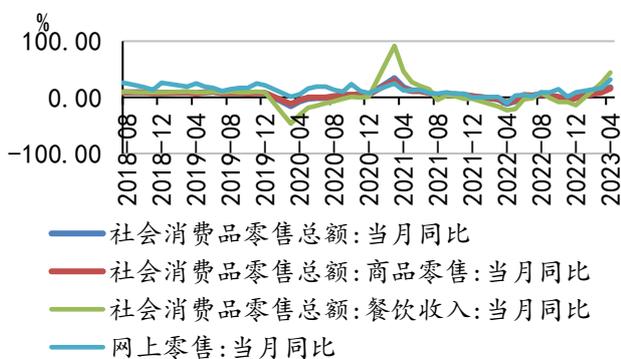
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## （二）消费“明强实弱”，餐饮收入与商品消费分化

基数作用及餐饮收入改善带动社零显著回升，但消费“明强实弱”且结构分化，能否持续高修复仍然存在不确定性。上年同期低基数下，4 月社零额当月同比 18.4% (3 月为 10.6%)，但两年复合增速仅为 2.6% (3 月为 3.3%)，体现出“明强实弱”特征，社零额环比增速 (季调) 为 0.49%，较上月回落 0.29 个百分点，消费修复环比走弱；同时消费内部结构分化，餐饮收入好于商品零售。1-4 月回补效应下餐饮收入

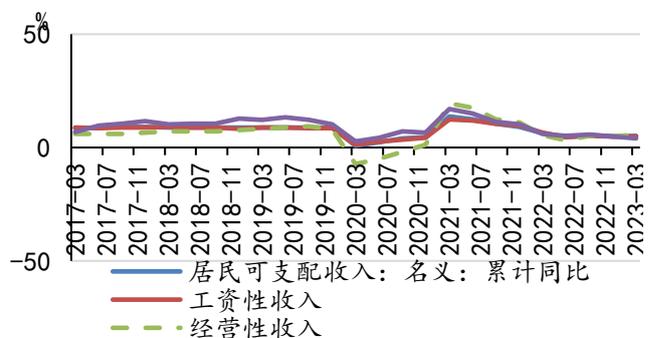
同比增长 19.8%，其中 4 月当月餐饮收入同比增长 43.8%，较上月加快 17.5 个百分点，显著好于商品类消费，这也与 4 月 CPI 呈现出的服务价格走强但商品价格走弱相印证。商品消费中耐用品消费普遍较弱，汽车消费、建材类消费、家具类消费均有所回落。此外，上年同期基数较低下，网上零售同比增速较上月回升 14.5 个百分点，为 31.18%，但两年复合增速为 8.5%，较疫情前两位增速的常态水平仍有差距。后续来看，居民就业压力、收入增长低迷和信心偏弱仍然是消费动力不足的核心制约，后续尤其是下半年能否持续高修复仍然存在不确定性。

图 9：餐饮带动社零额同比回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 10：居民收入位于较低水平

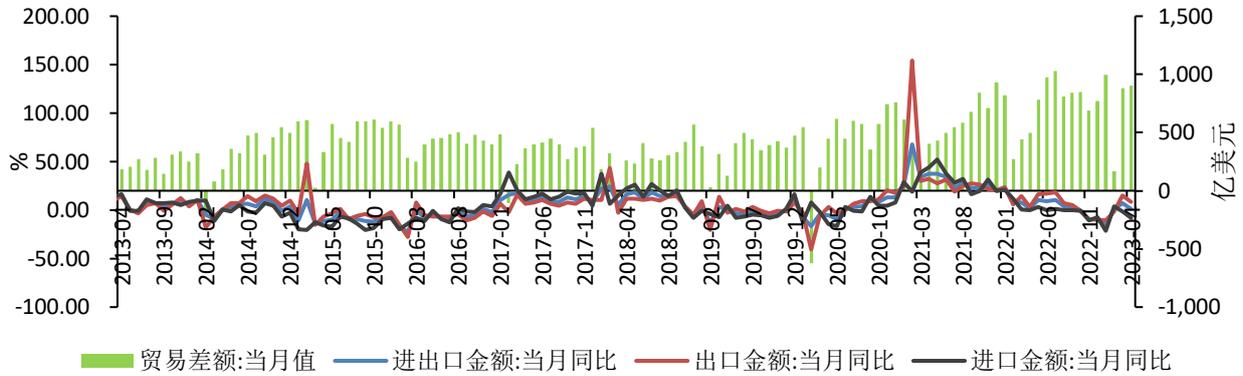


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### （三）低基数下出口同比仍边际走弱，外贸下行压力显现

外需放缓出口增速有所回落，内需偏弱进口降幅走扩。虽然上年同期基数偏低，4 月出口增速仍较 3 月回落 6.3 个百分点至 8.5%，两年复合增速仅为 6%，出口下行压力已经有所显现。受内需偏弱叠加价格因素支撑减弱影响，进口同比下降 7.9%，降幅较上月走扩 6.5 个百分点。展望后续，随着此前欧美等经济体持续加息和银行业危机发酵带来的信贷趋紧对需求的抑制效应的进一步显现，外需走弱压力仍存，叠加考虑基数走高（上年 4 月出口增速为 3.51%，5 月为 16.4%），后续出口仍有下行压力，预计二季度外需对经济增长将延续负向拉动。进口能否改善则取决于内需的修复程度。面对当前国内需求不足、外需放缓的情况，应加大稳增长、稳外贸的政策力度，推动外贸稳规模优结构。

图 11：我国进出口走势



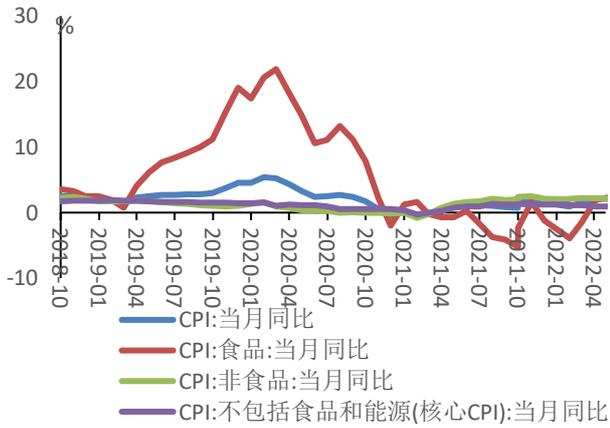
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

### 三、价格：通胀进一步走弱，仍需关注需求疲弱风险

#### （一）CPI 回落至近两年低点，核心 CPI 低迷，需求仍不足

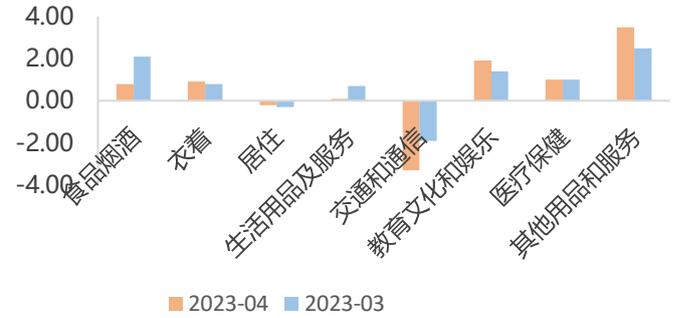
食品价格及非食品价格涨幅均有所回落，带动 CPI 低位回落，核心 CPI 保持低迷，需求疲弱情况并未出现显著改善。4 月 CPI 同比延续回落走势，仅同比上涨 0.1%，较前值回落 0.6 个百分点，为 2021 年 3 月以来低点；环比价格降幅较上月收窄 0.2 个百分点，为 -0.1%。本月翘尾因素影响为 0.3 个百分点，新涨价因素影响为 -0.2 个百分点。在服务业价格走强支撑下，当月剔除能源与食品的核心 CPI 为 0.7%，仍较为低迷，显示终端需求整体仍较为疲弱。具体来看，天气转暖、蔬果大量上市及生猪供给充足且为消费淡季下，鲜菜鲜果、猪肉价格走弱，拉低食品价格涨幅。同时虽然服务业价格延续上月升势，但工业消费品价格降幅较上月走扩，拖累非食品价格。从八大类来看，八类商品及服务价格保持 6 涨 2 降，且除衣着、教育娱乐外多数消费品价格涨幅较上月持平或走弱，显示当前需求仍偏弱。

图 12：CPI 同比回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

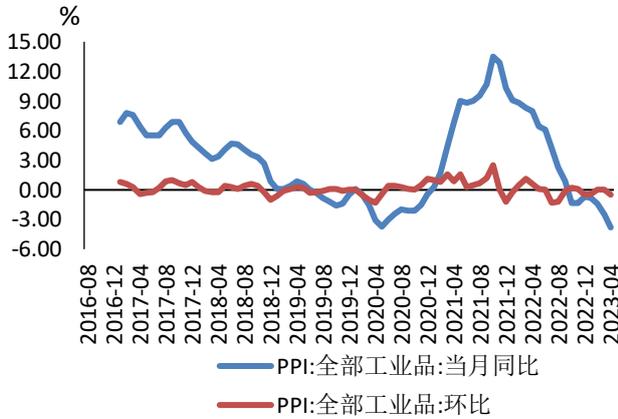
图 13：八大类构成



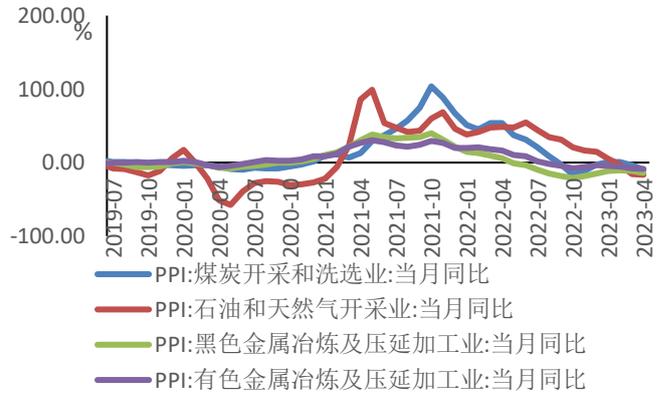
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## (二) 需求偏弱叠加上年同期基数偏高，PPI 降幅扩大

市场需求偏弱、国际原油及有色金属等大宗商品价格承压叠加基数作用，PPI 降幅继续走扩。4 月海外经济体经济走弱预期强化，需求放缓，国际原油等大宗商品价格承压，对 PPI 支撑不足，同时国内经济修复基础尚不牢固，内需偏弱，叠加上年同期基数偏高，PPI 同比下降 3.6%，降幅较上月扩大 1.1 个百分点，为 2020 年 6 月以来低点，环比由上月持平转为下降 0.5%。生产资料价格、生活资料同比较上月均回落。从 PPI 定基指数（2020 年=100）来看，今年初以来，PPI 定基指数整体波动相对较小，但仍位于 2021 年 10 月以来的较低水平，一定程度上表明需求不足下工业品出厂价格有所承压。此外，PPIRM 延续今年 1 月以来的回落走势，降至 2020 年 7 月以来低点，购进价格与出厂价格剪刀差较上月收窄 0.5 个百分点，但需求偏弱下，企业盈利空间仍受限。

**图 14: PPI 延续负增长**


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

**图 15: 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) 短期价格仍存走弱压力，需加大政策扶持力度提振需求

内生动力不强、需求仍然不足叠加翘尾因素影响，短期内 CPI 缺乏上行支撑或延续低位波动态势，PPI 仍存回落压力。从今年 CPI、PPI 走势来看，均呈逐月回落之势，在一定程度上表明当前经济修复进程中需求仍较为疲弱。后续仍需根据经济运行的情况及时灵活调整政策力度，适时、适度的加大政策扶持力度，以推动需求加快改善，增强经济修复的内生动力。从后续通胀走势来看：季节性因素影响下，鲜菜价格维持相对低位，且猪价大幅上涨缺乏支撑，食品价格预计整体保持平稳；同时在海外经济放缓态势不改的背景下，能源等大宗商品价格将继续承压；服务需求边际改善或对核心 CPI 修复带来一定支撑，但终端需求整体偏弱下，核心 CPI 改善或偏慢；叠加考虑翘尾因素，预计年内 CPI 将呈低位波动态势。在基数作用、大宗商品价格承压及需求偏弱下，短期内 PPI 仍存回落压力，进入三季度，随着翘尾因素逐渐回升，或对 PPI 同比企稳带来一定支撑。

## 四、金融：新增社融不及预期，人民币汇率窄幅波动

### (一) 新增社融规模不及预期，警惕居民扩表意愿的再次转弱

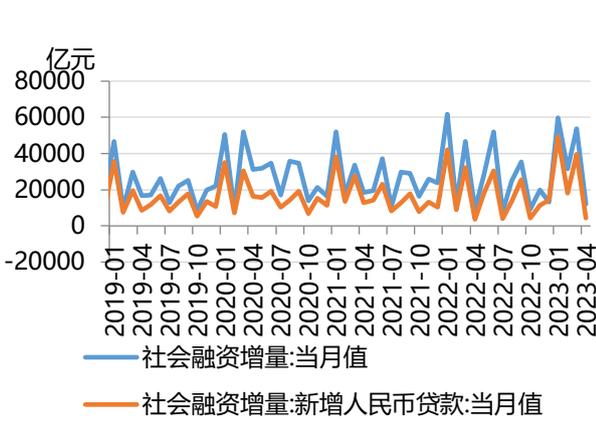
实体需求偏弱新增社融规模低于预期，居民贷款降至低点，企业中长期融资相对稳定但信心仍未完全修复。4月新增社融1.22万亿，同比多增2873亿，但显著低于近三年同期1.96万亿的平均水平。4月一般为信贷小月，加之今年一季度的信贷超

预期投放对后续融资需求形成了一定透支，新增社融规模边际走低符合预期，但本月新增社融为疫情以来同期的次低值（仅高于去年），特别是考虑到去年同期不足1万亿的超低基数，新增社融规模依然低于预期。社融存量增速与前值持平10%，保持两位数增长。其中，表内新增人民币贷款4431亿，同比多增815亿，结合信贷数据来看主要为低基数下的企业贷款多增所支撑。表外三项新增融资减少1145亿，同比少减2029亿，未贴现银行承兑汇票同比少减是表外融资少减的主因。从直接融资看，财政前置发力下政府债券新增4548亿，同比多增636亿，后续需要关注“后劲”；企业债券融资新增2843亿，同比少增809亿，或与前3个月信贷超预期投放对债券融资形成的挤出有关。从信贷结构来看，企业中长期贷款同比多增4017亿，表明企业信贷需求相对较强，或与服务业企业融资需求的改善以及基建项目的延续落地相关，但制造业PMI的走弱以及PPI的延续下行或将制约企业的投资与融资意愿。居民中长期贷款同比多减842亿，为有统计以来的最低水平，或表明居民不仅扩表意愿再次走弱，还有可能存在一定提前还贷、降低负债的现象。此外，M2同比与社融存量增速之差边际收窄，但仍有2.4个百分点的较大差值，市场流动性依然较为充裕。M2与M1同比之差仍处于高位，表明资金落地的节奏依然偏慢。

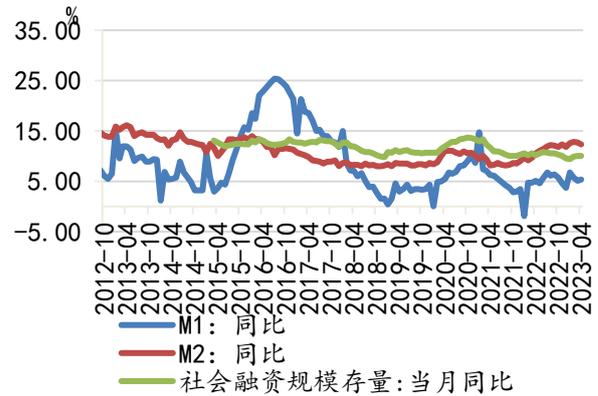
后续看，社融与信贷修复仍受微观主体信心不足制约，稳增长政策需发力加快经济复苏速度。4月社融及信贷表现总体偏弱，未能延续一季度的好转态势，PMI等景气指标以及PPI价格指标的走弱表明微观企业的盈利压力仍然较大、投资信心不足，居民按揭贷款再次转负表明居民部门对于房地产市场的信心依然缺乏持续性。在此背景下，稳增长政策有必要加快经济复苏的速度，尽早实现金融与实体经济的良性循环。产业政策、货币政策、财政政策应协同发力呵护微观主体信心。考虑到低基数的影响我们认为社融增速仍有望维持在两位数之上，但需要关注微观主体的扩表意愿能否持续改善。

图 16：4 月新增社融规模

图 17：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



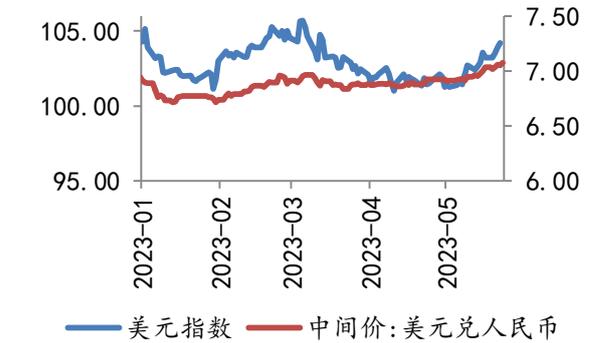
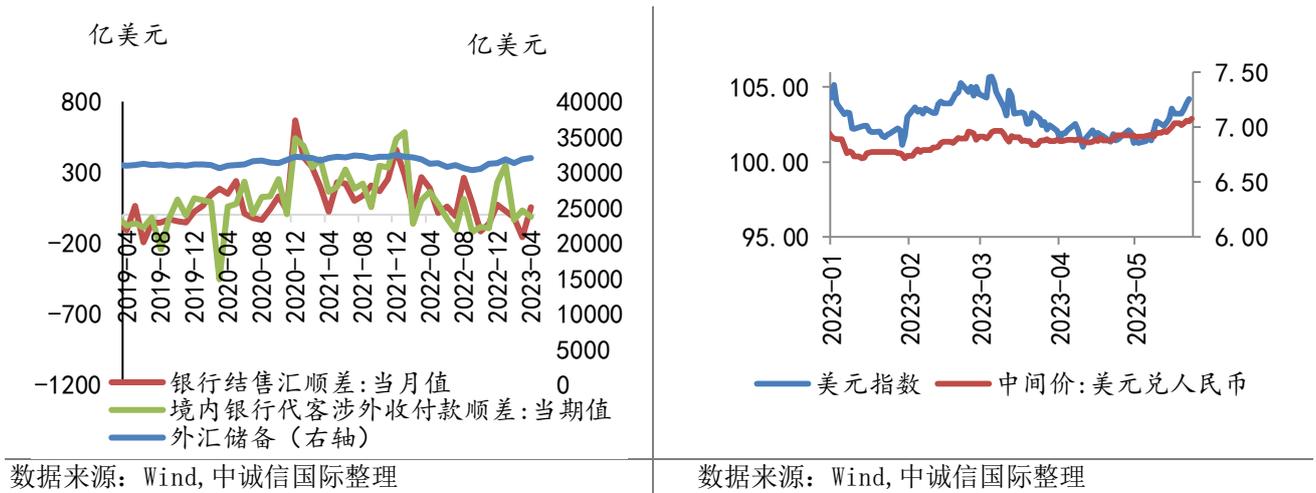
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

## (二) 跨境资本流动小幅波动，短期内人民币汇率或将承压

人民币汇率窄幅波动，跨境资本流动小幅波动基本平稳。4月人民币汇率与3月基本持平，美元兑人民币中间价月度均值由3月份的6.9回落至6.88。4月以来，受欧美银行业危机事件发酵、美国通胀粘性较高及制造业PMI及服务PMI超预期强劲等正反因素影响，美元指数双向波动，总体看月度均值较上月回落1.96至101.78，但仍位于100以上高位。在美元指数波动回落与国内经济基本面持续修复支撑下，人民币汇率整体保持平稳。同时美元指数回落带动全球金融资产价格总体上涨，在汇率折算和资产价格变化等因素综合作用下，2023年4月我国外汇储备规模为32048亿美元，较3月末上升209亿美元。银行结售汇由逆差159亿美元转为顺差55亿美元。企业、个人等非银行部门涉外收入与支出规模基本相当，涉外收付款由上月顺差28.89亿美元转为逆差14.05亿美元，跨境资金流动稳定。后续看，我国宏观经济处于持续修复的进程中，有利于支撑人民币汇率整体保持稳定。不过经济修复存边际走弱压力且修复结构有所分化，同时随着5月初美联储加息25基点，5月以来美元指数波动上行，截至5月25日，已升至104.2的年内较高水平，5月17日，人民币年内首破“7”，短期内人民币汇率仍将承压，全年来看，我们维持此前观点，人民币汇率将呈现双向波动态势，整体保持平稳运行，在中国经济基本面持续修复及2023年美国加息节奏较2022年放缓下，人民币贬值压力或整体低于2022年。

图 18: 跨境资本流动情况

图 19: 美元指数和人民币汇率走势



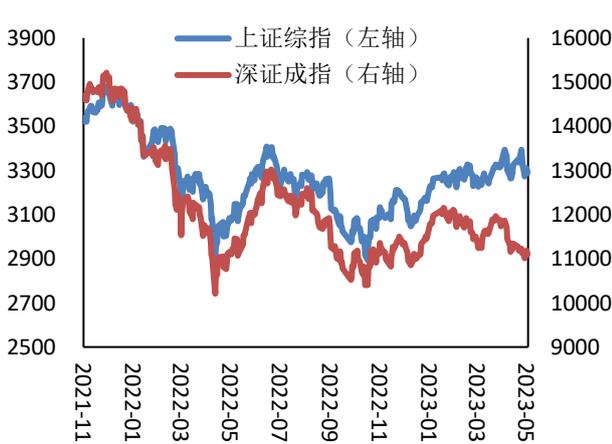
## 五、大类资产配置：各类资产表现分化，短期建议股债均衡

### (一) 大类资产回顾：风险资产有所下跌，债券市场表现较好

4月1日-5月15日，风险资产表现不佳，债市、黄金价格上行。分类别看，股票市场指数走势有所分化，统计区间内上证综指有所上涨，涨幅为1.16%；深证成指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为4.67%、4.15%。从资金流动看，4月增量资金进入股票市场规模较少，北向资金由3月大幅净流入超350亿元转为净流出46亿元；新发股票型基金份额为约70亿份，环比下降19亿份。从市场风格看，大盘、中盘、小盘指数均有所下跌，跌幅分别为1.06%、4.56%、3.30%。债市收益率波动下行，截至5月15日，10年期国债收益率为2.719%，其下行原因主要有以下几点：一是经济修复基础尚不稳固，且3-4月PMI数据表明经济修复趋缓压力有所显现；二是近期通胀数据持续走弱，市场通缩担忧情绪加重，利好债市走势；三是存款利率下调，打开银行负债成本下限，叠加部分存款或投向理财等低风险资产，债市配置力量增强，带动收益率下行。大宗商品整体呈波动下跌走势，统计区间内商品指数跌幅为5.68%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，海外经济衰退、国内经济修复趋缓下，周期性商品跌幅相对较高，煤焦钢矿、化工指数跌幅均超10%，能源指数下跌近6%；但同时，经济趋弱利好避险资产，叠加美联储加息放缓，统计区间内贵金属指数上涨3.04%。

图 20：股票市场价格走势

图 21：10 年期国债收益率走势

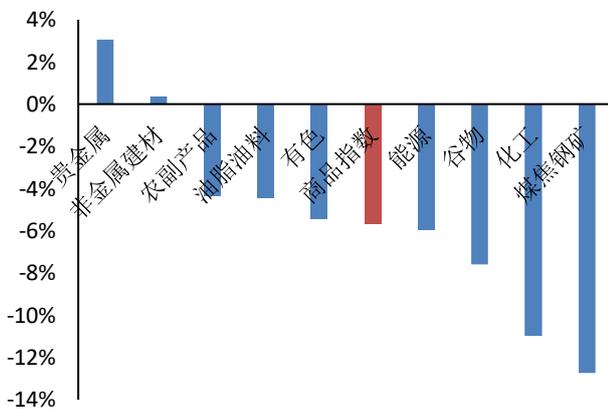


数据来源: Wind, 中诚信国际整理



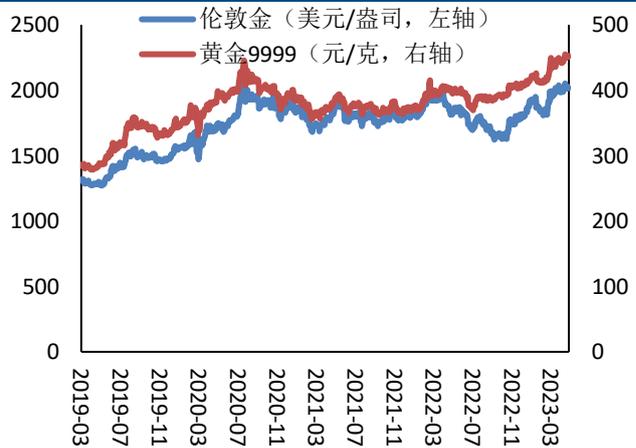
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 22: Wind 商品指数涨跌幅 (4.1-5.15)



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 23: 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：大宗商品上行动力不足，短期内建议股债均衡配置

短期内大宗商品仍需谨慎配置，建议股债均衡配置。后续经济有望继续修复，但仍面临内生动力不强、需求不足等问题，在此背景下，股票市场持续上涨的可能性较低，短期内或仍维持区间震荡走势，建议关注周期性较弱、成长性较强的板块。从债券市场看，受经济弱修复等影响影响，近期国债收益率持续下行，但在五一节假日以及去年低基数下，后续宏观数据或边际好转，叠加近期收益率持续下行或已反映经济修复偏弱预期，收益率进一步下行空间或较为有限，短期内或呈现区间波动走势。信用债方面，资产荒格局延续或仍对高等级信用债形成一定利好，但考虑到信用利差持续收缩，性价比或有所降低。从大宗商品看，各类商品表现或有所分化。在全球经济

下行压力较大的背景下，原油需求或边际收缩，自4月起波动下行，但同时OPEC+多个国家宣布自5月起实施自愿减产，持续到2023年底，后续供需缺口或有所收缩，原油进一步下行空间较为有限，或呈弱势震荡走势；从工业金属看，海外经济衰退叠加国内经济弱复苏，整体需求或较弱，趋势性上行概率较低；在全球经济下行风险偏好降低、美联储加息放缓等背景下，黄金或具备较高的配置价值。整体而言，后续经济边际修复但修复基础尚不稳固，流动性大概率保持合理充裕，股、债趋势性上涨的可能性均较低；同时，海外经济下行压力较大以及美联储加息放缓下，大宗商品整体走势或较弱，但黄金配置价值或较高；结合模型<sup>1</sup>配置权重，短期内建议股债均衡配置，且谨慎配置大宗商品。

---

<sup>1</sup> 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  $w=(w_1, w_2, \dots, w_n)$ ， $\Sigma$  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：

$$\max w^T R - \frac{\lambda}{2} w^T \Sigma w$$

$$s.t. \quad \mathbf{1}^T w = 1$$

$$w^i \geq 0$$

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>2</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>2</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>