

需求不足拖累经济修复，资产配置仍建议股债均衡

——宏观经济与大类资产配置月报（2023年5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

经济修复环比放缓结构持续分化，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）

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年一季度）

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）

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

本期要点

主要观点

5月，中国经济修复供需两端均有放缓，需求不足问题愈发显现。具体来看，生产端修复放缓，工业生产、服务业生产均有所回落。需求走弱压力进一步显现，三驾马车同步走弱：消费需求仍较为羸弱，服务消费高位回调、商品消费延续回落，但服务消费仍好于商品消费；出口增速由正转负，下行压力进一步显现；基建投资边际回落、制造业投资放缓、房地产投资降幅走扩，固定资产投资整体走弱。从通胀走势来看，CPI维持低位、核心CPI低位回落，PPI降幅扩大，需求不足仍在困扰中国经济修复。经济修复节奏放缓、融资需求偏弱下，5月社融新增回落，居民部门信贷需求依然低迷，企业中长期贷款保持韧性，但企业短期贷款较去年少增，表明企业经营的活力或有所不足。此外随着美元指数上行及国内经济修复放缓，人民币汇率有所走贬。**后续来看**，虽然进入二季度经济修复节奏有所放缓，但由于去年同期基数偏低，预计二季度GDP同比增速仍有望达到7%以上。下半年基数效应消退后，经济复苏节奏和力度或有边际放缓压力，预计三季度和四季度GDP增速分别为5%和5.5%左右，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，5月16日-6月15日，降息落地债市收益率整体下行，股票市场表现整体较弱，其中上证综指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为1.74%、2.7%；深证成指整体呈区间波动、小幅上涨走势，涨幅为0.04%。后续看，经济修复仍面临需求不足等问题，股票市场整体上涨概率不大，但结构性机会仍存，建议关注成长性板块；同时，短期内货币政策进一步宽松可能性较低，在降息后市场情绪逐步降温、经济修复承压等多重因素影响下，债市收益率或呈区间波动走势；此外，海外经济仍有下行压力，大宗商品整体上行概率较小，但黄金仍具备配置价值；结合模型配置权重，短期内仍建议股债均衡配置，且谨慎配置大宗商品。

2023年5月，中国经济修复延4月以来的放缓态势，供需两端的修复力度均有所走弱，特别是需求不足问题愈发显现。具体来看，生产端边际走弱，工业生产、服务业生产均有所回落。需求端走弱压力进一步显现，三驾马车同步走弱：消费需求仍较为羸弱，服务消费高位回调、商品消费延续回落，但服务消费仍好于商品消费；出口增速由正转负，下行压力进一步显现；基建投资边际回落、制造业投资放缓、房地产投资降幅走扩下，固定资产投资整体走弱。从通胀走势来看，CPI维持低位、核心CPI低位回落，PPI降幅扩大，需求不足仍在困扰中国经济修复。经济修复节奏放缓、融资需求偏弱下，5月社融新增回落，居民部门信贷需求依然低迷、扩表意愿不足，企业中长期贷款保持韧性，但企业短期贷款较去年少增、M1增速回落，表明企业经营的活力或有所不足。此外随着美元指数上行及国内经济修复放缓，本月人民币汇率有所走贬值。后续来看，虽然进入二季度经济修复斜率有所放缓，但由于去年同期基数偏低，预计二季度GDP同比增速仍有望达到7%以上。下半年基数效应消退后，经济复苏节奏和力度或有边际放缓压力，预计三季度和四季度GDP增速分别为5%和5.5%左右，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）。
















降息落地带动债市收益率整体下行，经济修复承压下股票市场表现整体较弱。后续来看，经济修复仍面临需求不足等问题，股票市场整体上涨概率不大，但结构性机会仍存，建议关注成长性板块；同时，短期内货币政策进一步宽松可能性较低，在降息后市场情绪逐步降温、经济修复承压等多重因素影响下，债市收益率或呈区间波动走势；此外，海外经济仍有下行压力，大宗商品整体上行概率较小，但黄金仍具备配置价值；结合模型配置权重，短期内仍建议股债均衡配置，且谨慎配置大宗商品。

表 1：2023 年 5 月主要宏观数据一览

	2023						2022		同比变化
	5月	5月*	4月	4月*	3月	1-2月	5月	4月	
工业增加值 (同比, %)	3.5	2.09	5.6	1.3	3.9	2.4	0.7	-2.9	↑
服务业生产指数 (同比, %)	11.7	2.96	13.5	3.2	9.2	5.5	-5.1	-6.1	↑
投资 (累计同比, %)	4	5.09	4.7	5.7	5.1	5.5	6.2	6.8	↓
制造业投资	6	8.28	6.4	9.3	7	8.1	10.6	12.2	↓
房地产投资	-7.2	-5.61	-6.2	-4.5	-5.8	-5.7	-4	-2.7	↓
基建投资(不含电力)	7.5	7.10	8.5	7.5	8.8	9	6.7	6.5	↑
民间投资 (累计)	-0.1	1.98	0.4	2.8	0.6	0.8	4.1	5.3	↓
社零额 (同比, %)	12.7	2.54	18.4	2.6	10.6	3.5	-6.7	-11.1	↑
出口: 同比 (% ,美元)	-7.5	3.76	8.5	6.0	14.8	-6.8	16.4	3.6	↓
进口: 同比 (% ,美元)	-4.5	-0.34	-7.9	-4.0	-1.4	-10.2	4	0.1	↓
贸易顺差 (亿美元)	658.1	-	902.1	-	881.9	1168.9	775	499.7	↓
CPI (同比, %)	0.2	-	0.1	-	0.7	1.5	2.1	2.1	↓
PPI (同比, %)	-4.6	-	-3.6	-	-2.5	-1.1	6.4	8	↓
M2: 同比 (%)	11.6	-	12.4	-	12.7	12.9	11.1	10.5	↑
新增社会融资规模 (亿元)	15600	-	12171	-	53845	91440	28338	9430	↓

(注: ↓、↑ 分别代表今年 5 月相比上年同期的回落与提升, *代表两年复合增速)

表 2: 部分高频数据迷你图

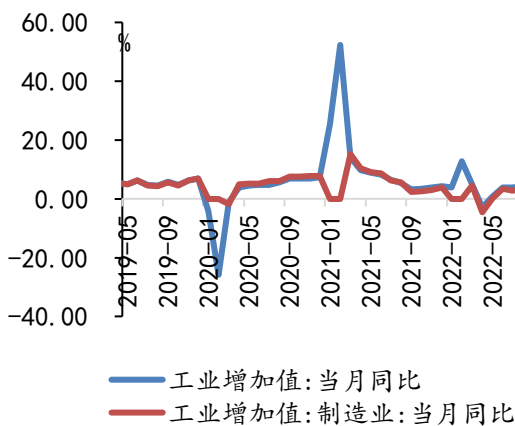
		迷你图	05-05	05-12	05-19	05-26	06-02	06-09	06-16
生产	螺纹钢产量(万吨)		272.98	268.03	266.62	270.38	273.41	269.47	268.50
	高炉开工率 (%)		81.70	81.10	266.62	82.40	82.40	82.40	83.09
	PTA产业链负荷率 (%)		80.52	77.72	79.68	75.42	70.04	77.63	
	汽车半钢胎开工率 (%)		60.38	70.47	71.05	70.85	70.56	70.81	70.61
基建	水泥发运率 (%)		45.12	45.59	46.91	47.85	47.13	47.55	
	水泥磨机运转率 (%)			47.43	48.32	47.76	47.55	46.49	
	石油沥青装置开工率 (%)		32.10	33.90	30.90	31.80	34.40	34.30	34.10
房地产	30大中城市商品房成交面积 (万平方米)		200.03	302.86	316.54	305.31	329.37	251.67	
	100大中城市成交土地占地面积 (万平方米)		1418.92	1744.84	1859.28	1937.07	1465.00	1188.41	729.01
	二手房出售挂牌价指数 (%)		186.26	186.04	185.77	185.58	185.29	184.99	
消费	一线城市二手房出售挂牌价指数 (%)		229.27	229.06	228.57	228.37	228.24	228.01	
	乘用车日均零售销量同比 (%)		40.00	67.00	44.00	17.00	38.50	-9.00	
	电影票房 (万元)		138115.00	54873.00	91116.00	47674.00	54112.00	59822.00	
	国内航班执行数 (架次)		91612.00	87911.00	88364.00	89247.00	87748.00	85443.00	89513.00
出口	整车货运流量指数		81.18	96.76	96.55	95.83	94.90	97.51	98.30
	北上广深地铁客运量 (万人)		24482.80	24936.54	25145.86	24831.21	24552.86	24588.73	24987.09
	韩国旬度出口 (%)		-11.10	-14.30	-10.10	-16.10	-15.20	1.20	
	上海出口集装箱运价指数		998.29	983.41	972.45	983.46	1028.70	979.85	934.31
CPI	波罗的海干散货指数		1553.25	1601.00	1441.80	1279.00	989.00	1014.00	
	美国周度经济指数		1.08	0.73	1.07	0.88	0.90	0.93	
	食用农产品价格指数		112.97	112.52	111.73	111.39	111.39	111.17	
	农产品批发价格200指数		124.91	124.18	122.94	121.99	122.18	122.35	
PPI	猪肉平均批发价 (元/公斤)		19.65	19.55	19.39	19.38	19.24	19.18	
	28种重点监测蔬菜平均批发价 (元/公斤)		4.90	4.87	4.80	4.79	4.89	4.92	
	生产资料价格指数		109.37	108.17	106.66	105.38	105.06	104.64	
	南华综合指数		2224.39	2231.59	2215.34	2165.04	2168.93	2217.69	
PPI	布伦特原油现货价格 (美元/桶)		74.76	76.30	75.93	76.61	74.54	76.49	
	螺纹钢价格 (HRB400 20mm) (元/吨)		3820.67	3832.40	3823.80	3740.60	3702.60	3810.60	
	秦皇岛港动力末煤平仓价 (Q5500) (元/吨)		997.00	984.40	968.20	921.00	798.40	783.20	
	水泥价格指数		135.35	133.30	131.10	128.92	126.41	124.29	

一、生产：工业生产边际放缓，服务业生产高位回落

（一）工业生产未能延续年初以来升势有所走弱，仍存边际放缓压力

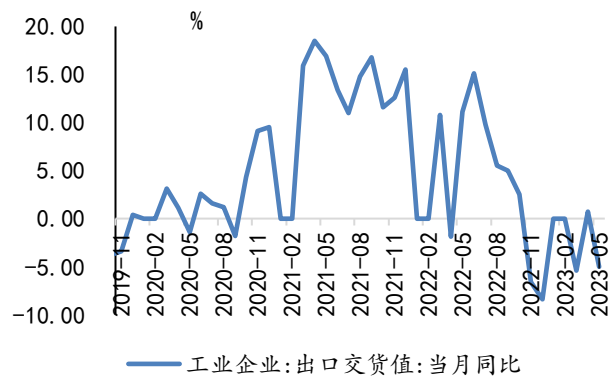
基数走高、需求疲弱下工业生产边际走弱，需关注需求疲软对生产的传导。上年同期基数走高下，5月规模以上工业增加值同比增长3.5%，较4月回落2.1个百分点，但环比由负转正，两年复合增速同样较上月有所回升。5月出口增速由正转负，外贸下行压力进一步显现，出口交货值增速由4月的增长0.7%转为下降5%，外需疲弱扰动工业生产修复。同时工业产销率由正转负，需求不足正在向生产端传导。值得注意的是，5月高技术制造业增加值为1.7%，为2018年9月以来的次低水平（2023年3月为1.5%），需要高度关注高技术产业对工业生产的贡献弱化。后续看，前瞻指标制造业PMI已经连续两个月位于收缩区间且进一步放缓，制造业景气水平持续走弱，内外需求疲弱下，工业生产仍存下行压力，关注需求端偏弱对生产端的传导。

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：出口交货值由正转负



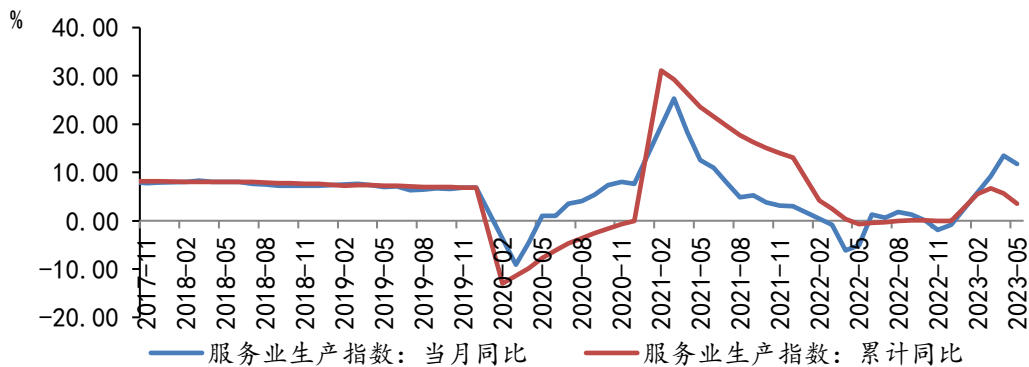
数据来源：CHOICE, 中诚信国际整理

（二）服务业修复斜率边际走弱，后续修复仍存制约

“服务业强、制造业弱”格局虽延续，但服务业修复势头已经出现边际走弱态势。5月份，全国服务业生产指数同比增长11.7%，较上月回落1.8个百分点，仍为2021年6月以来次高水平，服务业生产修复边际放缓但仍保持较高水平，这也与5月非制造业服务业PMI边际回落但仍位于扩张区间的走势相印证，本月延续服务业较强、制造业偏弱格局。从具体行业来看，住宿和餐饮业、批发和零售业，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比均较上月有所回落，但仍保持两位数的增速水平。后

续来看，在暑期到来带动下，服务业生产短期内或保持较高增速水平。但考虑随着回补效应、节日效应减弱叠加当前居民就业压力尤其是青年就业压力仍较大、消费能力和消费意愿仍偏低，服务业生产后续仍有放缓压力。

图3：服务业生产边际放缓



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

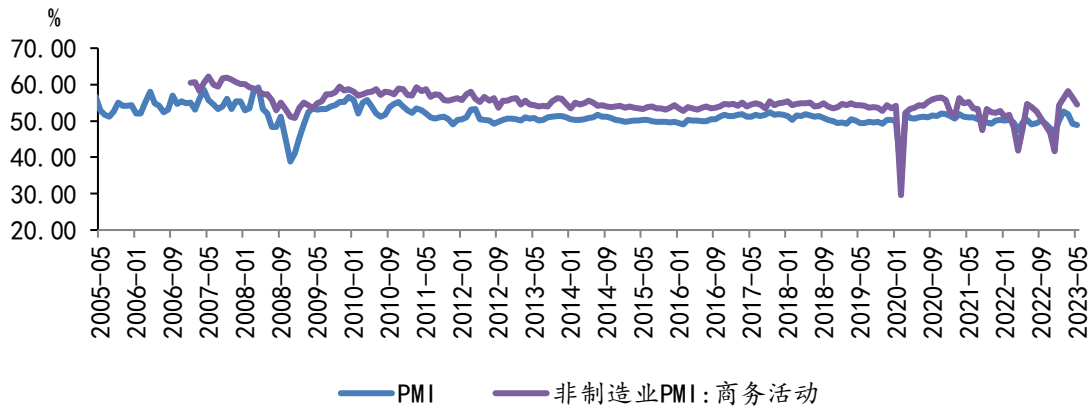
（三）制造业与非制造业 PMI 双双回落，关注需求疲弱向生产端传导

制造业 PMI 连续 3 个月回落，供需两端继续放缓。5 月制造业 PMI 48.8%，较前值回落 0.4 个百分点，继续位于荣枯线之下，制造业供需双双回落。内需偏弱，本月新订单指数较上月回落 0.5 个百分点，为 48.3%，连续两个月位于临界点之下，新出口订单指数延续 3 月以来的回落走势，较上月回落 0.4 个百分点至 47.2%，全球经济走弱预期不改，外需持续承压，后续我国出口仍存回落压力。需求不足，企业生产受到制约，制造业生产指数较上月回落 0.6 个百分点，为 49.6%，降至荣枯线以下。供需均放缓下，原材料购进价格和出厂价格指数回落至历史较低水平，PPI 短期仍存回落压力，价格因素将继续制约企业利润改善。此外，本月大型企业、中型企业和小型企业 PMI 由上月的同步回落转为大型企业景气回升至临界点，而中型、小型企业则延续回落，中小企业生产经营压力依然较大。

服务业及建筑业扩张边际放缓，非制造业 PMI 有所回落。5 月非制造业商务活动指数为 54.5%，较上月回落 1.9 个百分点，连续 5 个月保持在 54% 以上的较高景气水平。其中受节日因素提振消费需求叠加“回补效应”，2 月以来服务业 PMI 连续 3 个月位于 55% 以上的较高景气水平，5 月服务业商务活动指数为 53.8%，低于上月 1.3 个

百分点，显示服务业仍处于修复进程中，但修复节奏边际放缓；基建投资边际走弱、房地产修复边际放缓下建筑业商务活动指数高位回调，5月建筑业商务活动指数为58.2%，低于上月5.7个百分点，但仍位于较高景气水平。

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：内需疲弱问题进一步显现，外贸下行压力加大

（一）三大投资增速均放缓，固定资产投资增速回落

基建投资、制造业投资走弱，房地产投资降幅走扩，固定资产投资增速放缓。1-5月固定资产投资同比增长4%，较前值放缓0.7个百分点，为2021年以来的低位水平，两年复合增速也较前值有所回落，但环比增速连续两个月回升，且本月由负转正，固定资产投资环比企稳。具体来看，作为稳增长重要抓手的基建仍保持较高增速水平，1-5月基建投资累计同比7.5%，增速较前值回落1个百分点，基建增速回落或受到5月专项债发行放缓拖累，随着5月第二批次地方债额度下达各省，继续发挥稳增长、促基建作用，后续基建投资保持较高增速水平仍有支撑，但受限于基数逐渐走高及优质项目短缺，下半年基建仍有边际回落压力；出口下行压力加大及企业利润低迷掣肘下，制造业投资增速较前值回落0.4个百分点至6%，内外需求不足下，制造业投资修复受限。房地产投资下降7.2%，降幅较前值走扩1个百分点，同时销售端走弱、房企到位资金由正转负、商品房新开工面积降幅走扩，均表明当前房地产市场仍位于低位，房地产短期内仍将是投资修复的主要拖累因素。房地产投资及制造业投资中民间投资占比较高，受房地产投资、制造业投资放缓拖累，民间投资增速由正转负，同比下降

0.1%，为2020年11月以来首次转负。民间投资占固定资产投资比重为53.98%，处于历史低位水平，民营企业与国有企业投资延续分化，结合民营企业利润持续放缓来看，民营企业经营压力仍较大，或对后续民企投资形成持续制约。

图5：基建支撑固定资产投资平稳增长

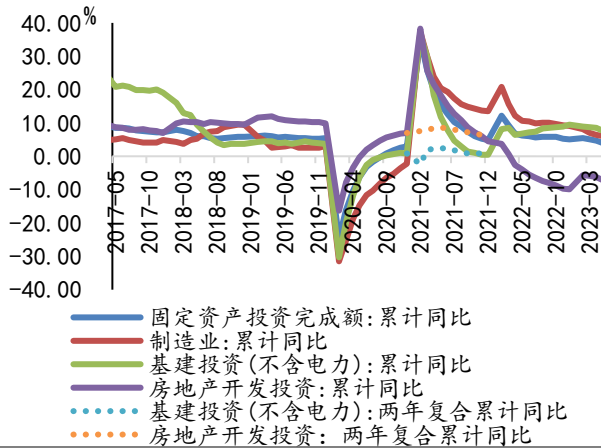
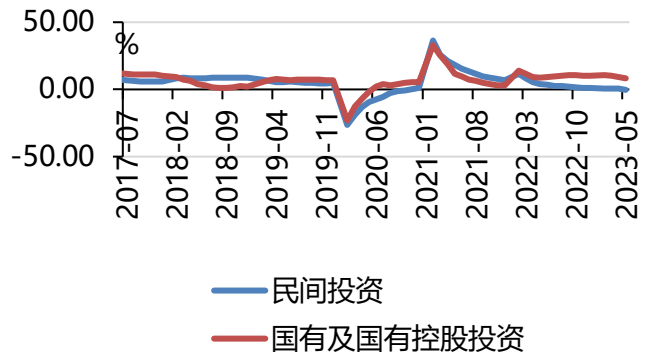


图6：民间投资延续回落走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

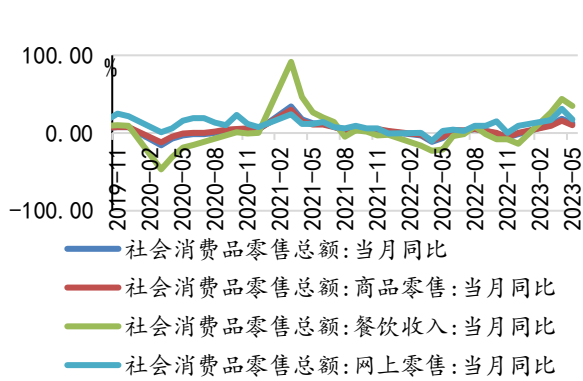
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）消费修复边际回落，消费需求仍需政策加力提振

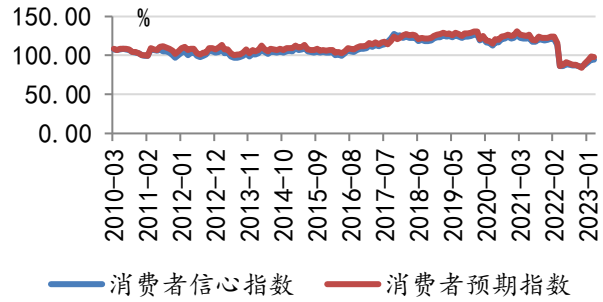
餐饮增速边际放缓，消费修复弱化。上年同期基数抬升下，5月社零额当月同比12.7%，较4月回落5.7个百分点，且两年复合增速仅为2.5%，同样较上月小幅回落，消费整体仍偏弱。从消费内部结构来看，餐饮收入、商品零售均有所回落，但餐饮收入仍保持35%以上的高位增速水平，显著好于商品类消费，商品消费中受上年同期基数走高影响，汽车消费虽较上月回落13.8个百分点至24.2%，但仍显著高于消费总体增速，汽车消费仍是商品消费的重要支撑因素，而与房地产相关的建材类消费、家电类消费均有所回落。此外，随着上年同期基数抬升，网上零售同比增速较上月回落14个百分点，为17.28%，两年复合增速为9.87%，较上月小幅回升（4月为8.5%），但仍不及疫情前两位数增速的常态水平。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、消费信心低迷的关键所在，政策仍需加大支持力度促消费。

图9：社零额同比回落

图10：消费信心偏弱



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

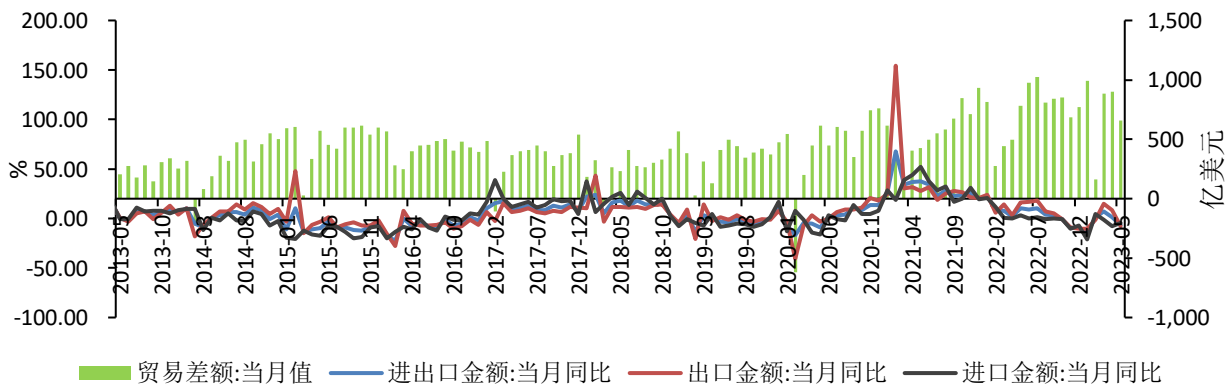


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

(三) 出口增速由正转负，外贸下行压力进一步显现

基数走高、外需走弱态势不改，出口增速大幅回落，内需虽有修复但仍偏弱下，进口降幅收窄但仍位于较低水平。5月出口增速延续4月以来的回落态势，较4月大幅回落16个百分点至-7.5%，为今年以来次低水平，两年复合增速为3.8%，低于上月的6%，外贸走弱压力进一步显现。内需仍偏弱，进口增速延续负增长，同比下降4.5%，降幅较上月收窄3.4个百分点。后续看，4月IMF、6月世界银行发布的最新报告显示，其对2023年全球经济较2022年修复节奏放缓的判断未变，同时考虑上年6月、7月出口增速较高，预计在全球经济走弱、外需回落及基数走高下，后续出口仍有下行压力，对经济修复拖累不减。从进口来看，上年6月基数走低，或对进口企稳回升带来一定助力，但进口能否持续改善仍受到内需修复程度及节奏的制约。

图 11: 我国进出口走势



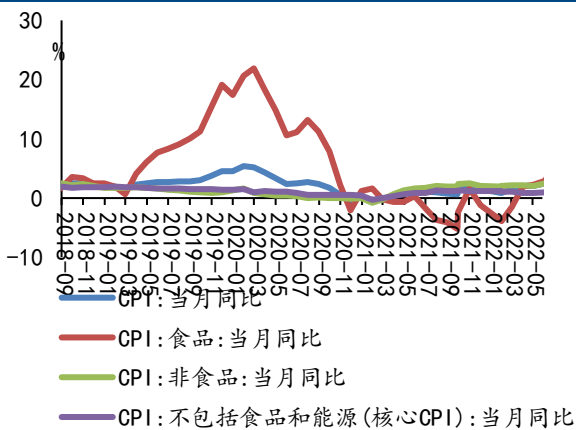
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

三、价格：通胀持续低迷，需求疲弱持续困扰中国经济

（一）CPI、核心CPI保持低位，终端需求不足问题仍未扭转

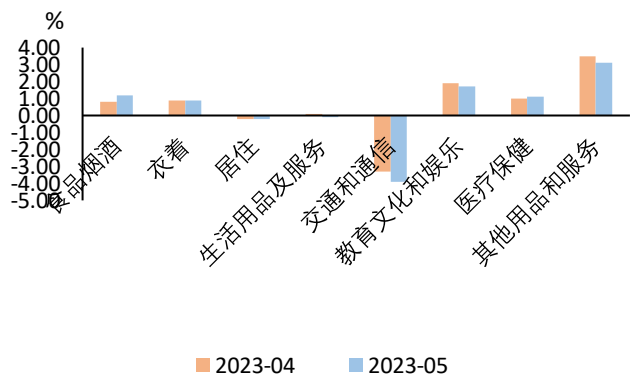
鲜菜价格上涨带动食品价格回升叠加翘尾因素影响，CPI小幅回升但仍偏弱。5月CPI同比较上月小幅回升0.1个百分点至0.2%，为2021年3月以来次低点；环比价格降幅较上月扩大0.1个百分点，为-0.2%。剔除能源与食品的核心CPI较上月回落0.1个百分点，为0.6%，为2021年4月以来的低位水平。本月翘尾因素影响为0.5个百分点，新涨价因素影响为-0.3个百分点。具体来看，受上年同期基数走低影响，本月鲜菜价格降幅较上月显著收窄11.8个百分点，是食品价格涨幅较上月扩大的主要支撑因素，而在产能充足及基数走高下，猪肉价格同比由升转降，供给充沛下，鲜果价格涨幅同样有所回落；非食品价格同比由上月上涨转为持平，其中工业消费品价格降幅走扩，服务价格边际走弱或表明服务消费的修复节奏或有所放缓。从八大类来看，除医疗保健小幅回升外，多数类别商品及服务价格同比较上月持平或回落，显示当前需求仍偏弱。

图 12：CPI 同比仍位于低位



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 13：八大类构成



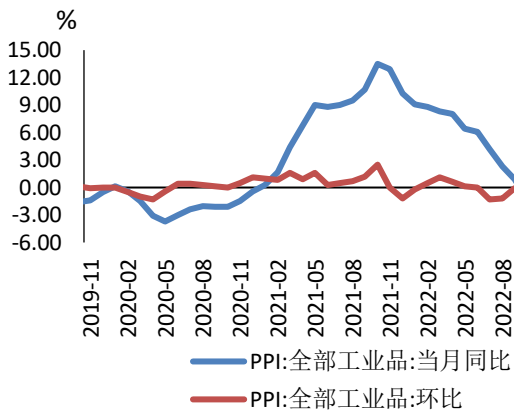
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）PPI 同比降至 2016 年 3 月以来低位，需求疲弱工业品出厂价格承压

大宗商品价格承压叠加基数作用，PPI 降幅继续走扩。在美债风险抬升、海外主要经济体货币政策持续收紧及地缘政治冲突持续下，全球经济波动下行态势不改、需求放缓，原油等大宗商品价格继续承压。同时，国内经济修复节奏边际走弱且修复结构不均，需求整体仍偏弱，叠加上年同期基数仍偏高，5月PPI同比下降4.6%，降幅

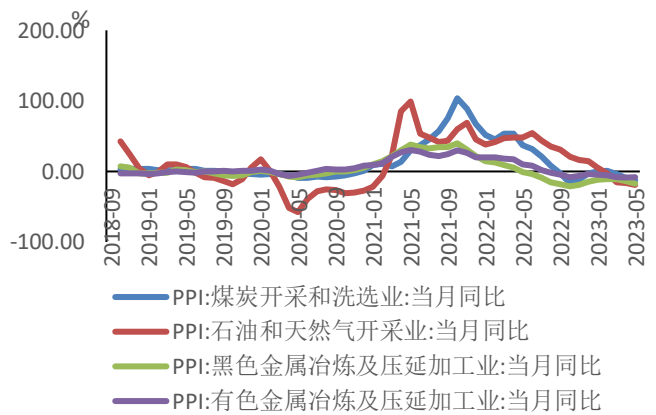
较上月扩大1个百分点，环比下降0.9%，降幅比上月扩大0.4个百分点。具体来看，大宗商品价格回落生产资料价格降幅走扩，需求疲软生活资料价格由正转负。从PPI定基指数（2020年=100）来看，今年初以来，PPI定基指数整体呈回落态势，且当前位于2022年5月以来的低位水平，一定程度表明需求不足依然是当前工业品出厂价格承压的主要拖累因素。此外上年同期基数偏高及需求仍不足下，5月PPIRM延续今年1月以来的回落走势，降至2016年3月以来低点，工业产品购销价格剪刀差走扩，工业企业利润改善面临较大压力。

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）通胀低迷态势短期难见显著扭转，仍需警惕通缩风险

通胀持续低迷反映需求疲软问题依然十分突出，政策应加大稳内需力度。4月经济继续修复但节奏边际放缓，复苏结构分化，供给好于需求，需求仍较为疲弱，从5月价格走势来看，CPI保持低迷、PPI降幅走扩，核心CPI低位回落，当前经济修复进程中需求偏弱问题仍未得到显著改善，政策仍需加力促内需。从后续通胀走势来看：暑假到来或提振消费需求，服务价格回升或在一定程度支撑CPI，但猪周期仍处于低位、消费品需求偏弱叠加翘尾因素影响，CPI或仍低位运行，经济温和复苏中下半年中枢或有所抬升但仍处于较低水平运行；从PPI来看，全球经济走弱、需求放缓下大宗商品价格低位波动，是制约PPI上行的重要因素，叠加去年同期高基数影响，短期内PPI同比仍处于负增区间。

四、金融：融资需求偏弱新增社融回落，人民币汇率走贬

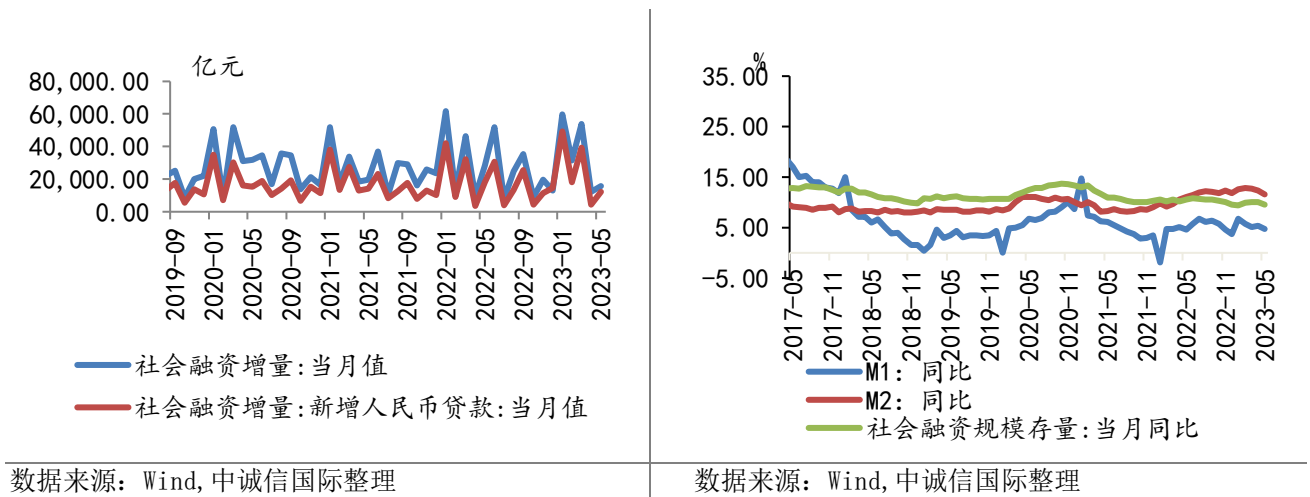
（一）社融增速回落，实体经济融资需求不足

信贷及债券融资走弱社融延续回落，M2 与社融增速剪刀差虽边际收窄但仍较大。5 月新增社融 1.56 万亿，同比少增 1.28 万亿，显著低于近三年同期 2.7 万亿左右的平均水平，社融存量增速较上月回落 0.5 个百分点至 9.5%。其中，表内新增人民币贷款 1.22 万亿，同比少增 6030 亿，信贷同比收缩一方面来自去年同期银行加大信贷投放形成的较高基数，一方面来自于居民部门的信贷需求依然较弱。表外三项新增融资同比少减 360 亿，总体保持了非标融资的压降态势。从直接融资看，债券融资与股票融资走势分化，政府债券、企业债券均同比少增，金融企业境内股票融资同比多增。从信贷结构来看，企业中长期贷款保持韧性，较去年同期多增 2147 亿元，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，但企业短期贷款较去年少增 2292 亿元，企业部门的内生动能或依然偏弱；居民短贷由负转正，但整体处于较低水平，居民中长期贷款也由负转正，按揭贷款较上月有所好转，但外汇交易中心发布的 RMBS 条件早偿率指数显著走高，说明居民提前还贷的意愿依然较强，居民部门的扩表意愿依然较为低迷。此外，M2 同比与社融存量增速之差边际收窄，但差值依然超过 2 个百分点，市场流动性较为充裕，6 月 13 日央行逆回购利率调降 10 个基点，稳增长的政策信号意义要大于流动性呵护的意义，M1 同比 4.7%，较上月大幅回落 0.6 个百分点，反映资金活化在上月有所加快后，本月再度转弱，微观企业部门的经营与盈利困难依然存在。

后续看，弱社融延续不利于经济复苏的预期兑现，稳增长政策空间需要尽早打开。弱社融以及存款利率调降之下央行逆回购利率调降，6 月 15 日 MLF 利率和 6 月 20 日 LPR 利率也大概率下调，释放了稳增长的信号。但经济修复边际走弱以及实体融资需求低迷的态势，或难以仅靠价格型货币政策的调整实现扭转，进一步的稳增长政策空间需要尽早打开，房地产差异化放松、政策性开发性金融工具的使用、对新能源等重点领域加大投资等政策组合拳需要尽快落地。后续看，考虑到低基数的影响，三季度专项债或加快发行，以及政策性开发性金融工具等政策或延续出台，我们认为年内社融存量仍有望实现两位数的增速。

图 16：5 月新增社融规模

图 17：M2 与社融反向剪刀差依然较大

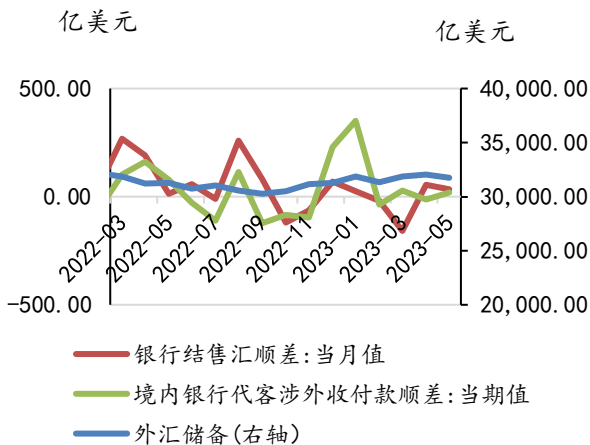


(二) 跨境资本流动整体平稳，人民币汇率小幅走贬

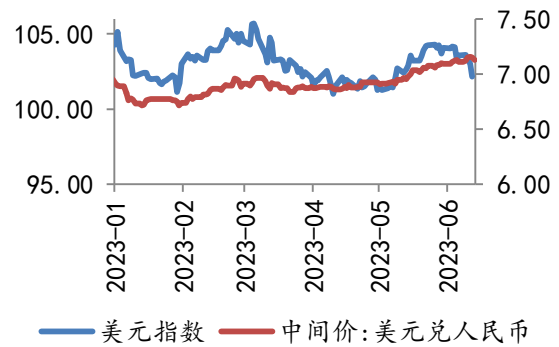
美元指数走强及国内经济修复边际放缓下人民币汇率走贬，但跨境资本流动保持平稳。5月人民币汇率较4月走贬，美元兑人民币中间价月度均值由4月6.9回升至7。一方面，银行业危机事件动荡、美债上限危机导致市场避险情绪上升，叠加美国就业市场仍较为强劲且通胀粘性较高尤其是核心通胀压力较大，美联储5月加息25个基点至5.00%-5.25%区间，为连续第10次加息，本轮已累计加息500个基点，美元指数波动上行，带动主要国家货币贬值；另一方面，二季度以来，国内经济修复节奏边际放缓，人民币承压。2023年5月我国外汇储备规模为3.18万亿美元，较4月末减少282.6亿美元。银行结售汇保持顺差，为33.34亿美元，较上月小幅减少21.2亿美元。企业、个人等非银行部门涉外收入与支出规模保持基本相当，涉外收付款由上月逆差14.05亿美元转为顺差18.89亿美元，跨境资金流动稳定。后续看，随着6月美联储暂停加息，同时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，不过当前经济修复基础仍不牢固，6月国内央行降息落地，货币政策延续宽松基调，而从美联储公布的最新点阵图显示，2023年的终端利率会升至5.63%，这或也意味着美联储今年还可能会加息2次，中美货币政策的分化再度凸显，下半年人民币汇率尚不具备趋势性升值的基础，预计整体呈双向较大幅度波动趋势。

图 18: 跨境资本流动情况

图 19: 美元指数和人民币汇率走势



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



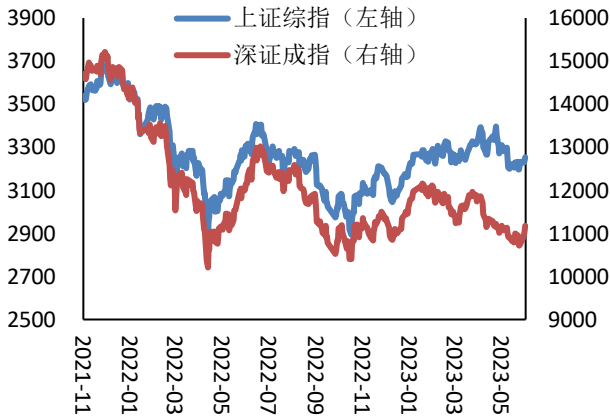
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

五、大类资产配置：各类资产表现分化，短期仍建议股债均衡

（一）大类资产回顾：股票市场表现较弱，债券收益率整体下行

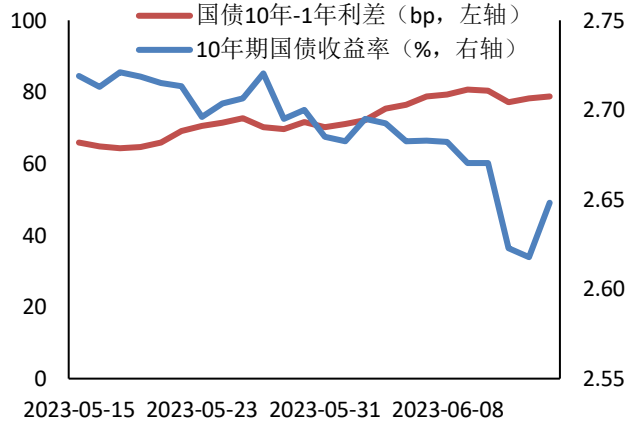
5月16日-6月15日，降息落地债市收益率整体下行，股票市场表现整体较弱。分类别看，**股票市场**指数走势有所分化，统计区间内上证综指、创业板指均有所下跌，跌幅分别为1.74%、2.7%；深证成指整体呈区间波动、小幅上涨走势，涨幅为0.04%。从资金流动看，5月北向资金延续4月净流出状态，且净流入规模有所增加，较4月大幅上升76亿元至121亿元；5月新发股票型基金份额为约96亿份，虽较4月小幅上升，但仍处于历史较低水平。从市场风格看，大盘、中盘指数有所下跌，跌幅分别为2.04%、0.52%，小盘指数小幅上涨，涨幅为0.36%；同时，成长型表现明显由于周期型股票，统计区间内涨幅为2.79%。**债市收益率**波动下行，截至6月15日，10年期国债收益率为2.6482%，下行原因主要有以下几点：一是经济修复承压，4-5月制造业PMI持续回落且位于临界点以下，叠加通胀数据走弱，利好国债收益率走势；二是存款利率下调，打开银行负债成本约束，增强利率债配置力量；三是近期信贷投放边际放缓，5月新增专项债发行同比大幅下降，银行间流动性较为宽松，叠加结构性资产荒持续，利率债交投升温；四是6月降息落地，短期内提振债市情绪，带动收益率曲线整体下移。**大宗商品**整体呈先降后升走势，统计区间内商品指数小幅上涨0.362%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，谷物、煤焦钢矿、有色涨幅相对较高，分别上涨4.363%、3.459%、2.948%；化工、农副产品跌幅相对较高，分别下跌2.559%、2.143%。

图 20：股票市场价格走势



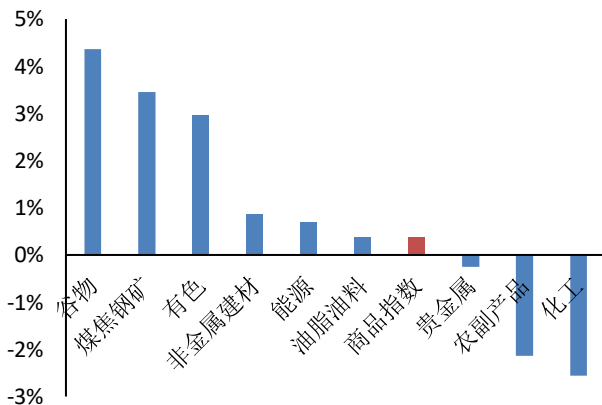
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：10 年期国债收益率走势



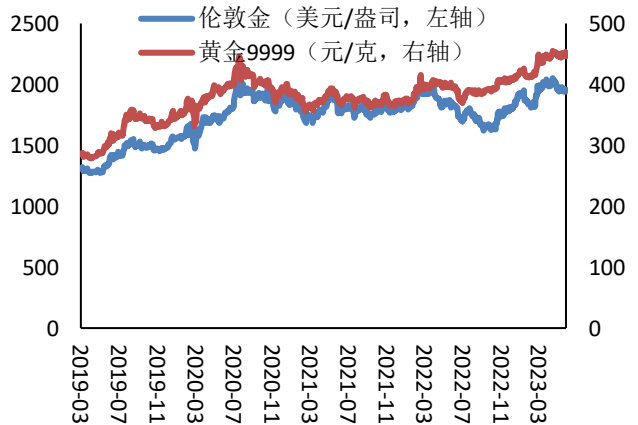
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：Wind 商品指数涨跌幅（5.16-6.15）



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：风险资产结构性机构仍存，短期内仍建议股债均衡配置

短期内大宗商品整体上行概率较小，仍建议股债均衡配置。近期经济修复趋弱压力有所显现，仍面临需求不足、内生动力不强等问题，在此背景下，股票市场持续上涨的可能性较低，但考虑到当前股票市场估值较低、且市场对经济趋弱已有所反映，整体下行空间也较为有限，短期内或仍维持区间震荡走势，经济弱修复下传统顺周期行业表现或相对较弱，仍建议关注成长性较强的板块。从债券市场，6月13日OMO降息落地带动国债收益率整体下行，但考虑到13日之前市场或已在博弈降息预期，此次降

息或已在国债收益率走势中反映，因此降息后10年期国债收益率下行幅度或低于降息幅度，收益率在快速下行后，伴随市场情绪逐步降温，或呈小幅上行走势；但考虑到经济修复承压、实体融资需求低迷，上行空间较为有限，短期内区间波动概率较大。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；同时在经济修复趋缓、部分企业经营压力加大下，信用下沉仍需谨慎。从大宗商品看，6月美联储暂停加息短期内对大宗商品整体走势形成一定利好，但考虑到海外经济下行压力较大，需求较为低迷，后续若无进一步宽松货币政策落地，原油等大宗商品价格难有趋势性机会、或仍呈弱势震荡走势。从黄金来看，海外经济衰退风险叠加流动性边际宽松，黄金或仍具备较高的配置价值。整体而言，经济修复仍面临需求不足等问题，股票市场整体上涨概率不大，但结构性机会仍存，建议关注成长性板块；同时，短期内货币政策进一步宽松可能性较低，在降息后市场情绪逐步降温、经济修复承压等多重因素影响下，债市收益率或呈区间波动走势；此外，海外经济仍有下行压力，大宗商品整体上行概率较小，但黄金仍具备配置价值；结合模型¹配置权重，短期内仍建议股债均衡配置，且谨慎配置大宗商品。

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：

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

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>