



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

助理总监 张林

lzhang01@ccxi.com.cn

研究员 张文宇

wyzhang@ccxi.com.cn

研究员 王晨

chwang01@ccxi.com.cn



相关报告

“弱修复”持续，短期债券或优于权益——
宏观经济与大类资产配置月报（2023年7月）

经济恢复性增长但动能仍偏弱，建议关注
避险资产配置机会——宏观经济与大类资产
配置半年报（2023年上半年）

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）

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）

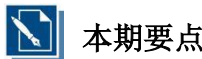
如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

政策发力经济边际改善，关注短期内的风险资产结构性机会

——宏观经济与大类资产配置月报（2023年8月）



本期要点

主要观点

稳增长政策接续发力，8月主要经济指标边际改善，但出口与房地产依然是拖累经济的主要因素。工业、服务业生产边际改善，工业增加值与服务业生产指数边际回升；暑期提振消费需求改善，社零额增速边际回升，基建投资持续发挥“压舱石”作用，上年基数走低下出口增速降幅收窄；CPI由负转正、PPI降幅延续收窄；此外社融数据也较前值有所回升。整体来看，二季度以来的经济“回踩”态势得到初步遏制，稳增长政策的效果初步显现。但是也要看到，除出口增速为负值之外，受房地产降幅走扩拖累，固定资产投资增速较前值回落；居民部门扩表意愿仍偏弱，企业活力也存在不足；此外本月人民币汇率承压也有所加大。稳增长的政策效果仍待观察。从8月以来的高频数据看，截至9月中旬，与基建相关的石油沥青开工率、水泥发运率保持较高水平，但是与房地产相关的大中城市成交土地占地面积、二手房出售挂牌价指数则波动回落，此外8月下旬以来电影票房、国内航班执行数等与消费相关的高频指数也有所走弱，后续经济回升的力度仍需要政策呵护，提高居民部门收入相关的促消费政策、取消限购等稳地产政策或仍需提速加码。维持我们此前的判断，稳增长政策或支撑全年增长在5.3%左右，其中三、四季度或分别增长4.9%、5.5%。

从大类资产配置看，8月下旬活跃资本市场政策密集落地虽带动权益资产上涨，但九月中旬仍有所回调；债市收益率在资金面收紧、稳增长增长密集落地下呈上行走势；大宗商品波动上涨，表现优于股债。后续看，在经济基本面出现明显改善之前，股票市场趋势性上行的可能性较低，短期内或延续区间波动状态，建议关注顺周期、低估值板块；同时，在新增专项债加快发行、流动性边际收紧以及经济弱修复下，短期内债市收益率或小幅上行；此外，大宗商品在经济趋弱下整体上行动力较为不足，但仍有结构性机会，建议关注需求旺季下的煤炭等黑色系板块；结合模型配置权重，短期内建议各类资产均衡配置。

8月主要宏观经济数据边际改善，稳增长的政策效果初步显现。从生产端来看，工业增加值、服务业生产指数均边际上行。从需求端来看，暑期提振消费需求边际改善，社零额增速边际回升；基建投资保持较高增速，且有上行空间；上年基数走低出口增速降幅显著收窄，贸易对手的制造业景气度边际改善或也形成一定支撑。此外本月CPI由负转正、PPI降幅也延续收窄，社融数据也较前值有所回升。整体来看，二季度以来的经济“回踩”态势得到初步遏制，稳增长政策的效果初步显现。但是也要看到，除出口增速为负值外，受房地产降幅走扩拖累，固定资产投资增速较前值回落；融资与信贷边际改善但不宜过分乐观，居民部门扩表意愿仍偏弱，企业活力仍不足；预期不稳之下人民币汇率依然承压。从8月以来的高频数据看，截至9月中旬，与基建相关的石油沥青开工率、水泥发运率保持较高水平，但是与房地产相关的大中城市成交土地占地面积、二手房出售挂牌价指数则波动回落，此外8月下旬以来电影票房、国内航班执行数等与消费相关的高频指数也有所走弱，经济回升的力度有待观察。促消费、稳地产的政策仍需延续出台，或将支撑实现5.3%左右的年度GDP增长，其中三、四季度或分别增长4.9%、5.5%。

表 1：2023 年 8 月主要宏观数据一览

	2023						2022		同比变化
	2021-2023 三年复合 增速	2022-2023 两年复合增 速	8月 环比	8月	7月	Q2	Q1	8月	
工业增加值（同比，%）	4.67	4.35	0.50	4.5	3.70	3.8	3.0	4.2	↑
服务业生产指数（同比，%）	4.45	4.27	1.1	6.8	5.70	8.7	6.7	1.8	↑
投资（累计同比，%）	5.94	4.49	0.26	3.2	3.40	3.8	5.1	5.8	↓
制造业投资	10.46	7.93	0.2	5.9	5.70	6	7.0	10.0	↓
房地产投资	-2.16	-8.10	-0.3	-8.8	-8.50	-7.9	-5.8	-7.4	↓
基建投资（不含电力）	5.84	7.35	-0.4	6.4	6.80	7.2	8.8	8.3	↓
民间投资（累计）	4.24	0.79	-0.2	-0.7	-0.50	-0.2	0.6	2.3	↓
社零额（同比，%）	4.16	5.00	0.31	4.6	2.50	8.2	5.8	5.4	↓
出口：同比（%，美元）	7.09	-1.03	1.20	-8.8	-14.50	-3.2	-1.5	7.4	↓
进口：同比（%，美元）	7.15	-3.72	7.70	-7.3	-12.40	-6.7	-6.9	0.0	↓
贸易顺差（亿美元）	-	-	-122.30	683.6	805.9	4086.9	1848.8	786.5	↓
CPI（同比，%）	1.13	1.29	0.30	0.1	-0.30	0.7	1.3	2.5	↓
PPI（同比，%）	2.81	-0.39	0.20	-3.0	-4.40	-3.1	-1.6	2.3	↓
M2：同比（%）	10.32	11.40	-0.10	10.6	10.70	11.3	12.7	12.2	↓
新增社会融资规模（亿元）	-	-	-	31200.0	5282	215487	145438	24712	↑

（注：↓、↑分别代表今年8月相比上年同期的回落与提升，投资三大分项、民间投资、服务业生产指数、M2环比均为增速环比）

表 2：部分高频数据迷你图

	迷你图	08-04	08-11	08-18	08-25	09-02	09-09	09-16
生产	螺纹钢产量(万吨)	273.4	269.8	263.8	263.5	258.7	253.6	247.7
	高炉开工率 (%)	83.4	83.8	84.1	83.4	84.1	84.4	84.1
	PTA开工率 (%)	79.0	81.0	81.0	81.0	80.0	81.0	81.0
	PTA产业链负荷率 (%)	79.5	78.5	82.1	80.8	82.1		
	汽车全钢胎开工率 (%)	61.6	63.4	65.7	66.1	62.3	64.21	65.3
	汽车半钢胎开工率 (%)	71.8	72.0	72.1	72.3	72.1	72.2	72.3
基建	水泥发运率 (%)	40.2	44.4	44.8	47.4	48.5	48.3	48.7
	水泥磨机运转率 (%)	39.9	44.7	48.4	49.5	50.4	50.6	49.2
	石油沥青装置开工率 (%)	42.2	45.3	45.8	45.3	46.1	49.3	45.3
房地产	30大中城市商品房成交面积 (万平方米)	191.9	174.7	201.3	227.1	259.3	174.0	195.5
	100大中城市成交土地占地面积 (万平方米)	1548.2	876.88	947.98	751.76	925.57	745.25	1091.5
	二手房出售挂牌量指数 (%)	34.7	35.2	34.8	33.4	39.4	41.3	
	二手房出售挂牌价指数 (%)	183.6	183.3	183.3	183.2	182.8	182.4	
	一线城市二手房出售挂牌价指数 (%)	227.6	227.4	227.5	227.5	227.5	228.23	
消费	乘用车日均零售销量同比 (%)	-16.0	-1.0	10.0	3.0	0.0	14.00	
	乘用车日均批发销量同比 (%)	-16.0	-7.0	16.0	9.0	9.0	9.00	
	电影票房 (万元)	203452.0	225918.0	179396.0	145294.0	86935.0	56318.00	46871.0
	国内航班执行数 (架次)	97515.3	97713.0	98641.5	98984.8	97224.5	94191.5	91176.75
	整车货运流量指数	109.4	113.0	114.4	114.5	112.6	117.7	116.68
出口	北上广深地铁客流量 (万人)	26599.9	27512.7	27535.5	27114.2	24804.8	24811.01	25544.11
	韩国旬度出口 (%)	07-30	08-10	08-20	08-30	09-10	09-20	09-30
	上海出口集装箱运价指数	-16.5	-15.3	-16.5	-8.4	-7.90		
	波罗的海干散货指数	1039.3	1043.5	1031.0	1013.8	1033.7	999.25	948.68
	美国周度经济指数	1132.8	1139.4	1203.6	1151.6	1088.0	1,110.80	1,291.00
CPI	美国周度经济指数	1.3	0.9	1.7	1.8	1.6	1.9	
	食用农产品价格指数	109.9	110.5	110.6	110.5	111.3	111.30	
	农产品批发价格200指数	118.6	119.9	120.1	120.3	121.7	121.83	120.88
	猪肉平均批发价 (元/公斤)	21.4	22.7	22.6	22.6	22.7	22.50	22.31
	28种重点监测蔬菜平均批发价 (元/公斤)	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.22	5.08
PPI	生产资料价格指数	106.4	106.8	106.6	107.3	107.9	109.10	
	南华综合指数	2445.8	2423.2	2439.7	2505.8	2540.5	2,579.71	2,598.30
	布伦特原油现货价格 (美元/桶)	85.7	87.8	86.6	85.2	87.4	91.86	94.02
	螺纹钢价格 (HRB400 20mm) (元/吨)	3861.2	3782.6	3758.6	3770.4	3771.4	3,826.40	3,825.20
	秦皇岛港动力末煤平仓价 (Q5500) (元/吨)	845.8	835.6	811.0	814.0	826.4	866.00	886.00
水泥价格指数	110.1	109.6	109.5	109.7	108.9	106.77	105.12	

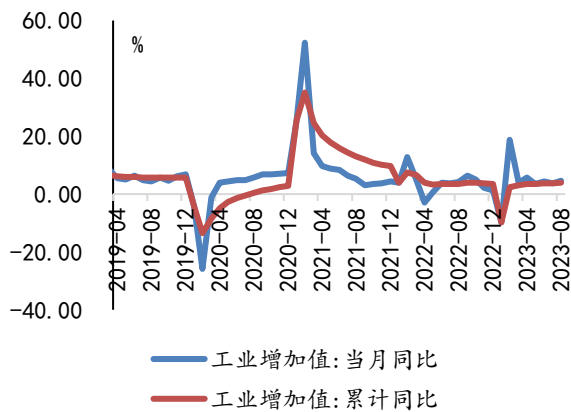
一、生产：生产边际回升，后续或延续改善势头

从支撑因素看：一是工业生产仍具韧性。8月工业增加值为4.5%，较上月回升0.8个百分点。一方面，稳增长政策接续发力提振生产，8月央行综合运用多种货币政策工具，加大贷款投放力度，持续支持科技创新、绿色发展和中小微企业发展；另一方面，出口降幅收窄，对工业生产的制约边际减弱。在新三样出口增速较高以及汽车促消费政策的带动下，8月太阳能电池、服务机器人、光电子器件产品产量同比分别增长77.8%、73.7%、29.9%。工业生产边际改善也与制造业PMI连续3个月回升一致，其中PMI生产、PMI新订单指数皆边际回升。二是接触型消费需求维持修复，服务业生产边际改善。8月暑期提振之下住宿和餐饮业，交通运输仓储及邮政业、租赁和商务服务业等行业同比分别增长16.1%、9.0%、8.1%，带动服务业生产指数较前值回升1.1个百分点至6.8%，高于工业生产。

从制约因素看：企业利润承压及需求整体依旧偏弱仍将制约工业生产修复。1-7月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降15.3%，利润收缩幅度仍较大。同时，受到高新技术产品出口持续低迷影响，高技术行业工业增加值受到扰动。1-8月高技术产品出口增速为-14.6%，同期高技术产业增加值增速也持续低于3%，8月同比增长2.9%，显著低于工业增加值增速；受通用设备、数据处理设备等产品出口下滑影响，8月装备制造业增加值增速较前值回落2.6个百分点至5.4%。从服务业来看，暑期结束、回补效应消退及房地产持续低位运行之下，9月服务业生产或承压。8月非制造业服务业PMI指数虽仍位于扩张区间，但已回落至年内低点，为50.5%。

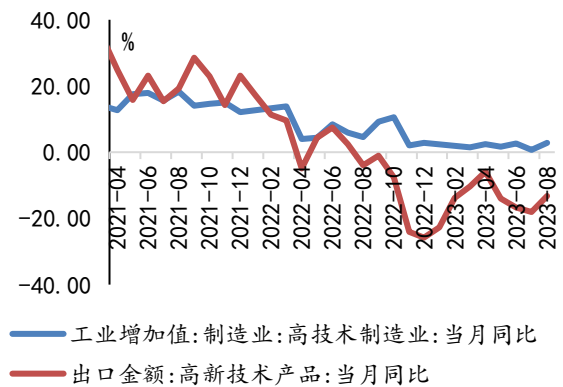
整体看，稳增长政策持续发力为工业生产提供支撑，随着工业需求的边际修复以及出口的边际企稳，短期内工业生产仍将保持韧性。服务业生产短期仍存在边际放缓压力，但随着国庆、中秋双节到来，将在一定程度上支撑四季度服务业延续改善。

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：高技术制造业工业增加值与高新技术产品出口走势



数据来源：CHOICE, 中诚信国际整理

图3：服务业生产边际回升

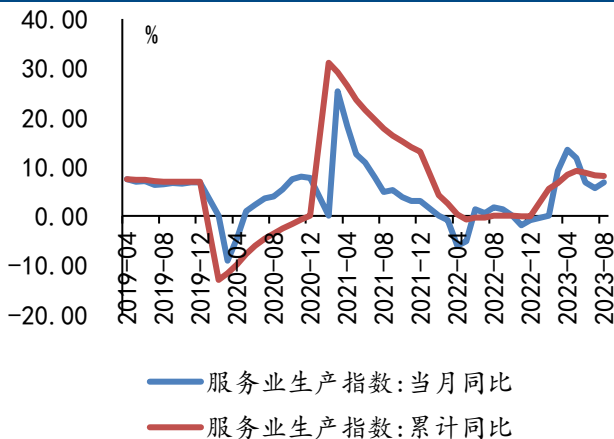
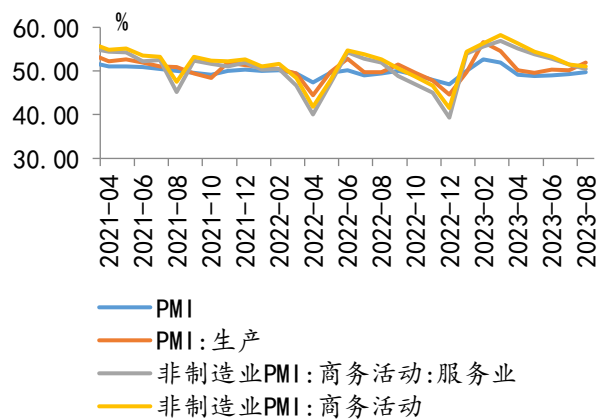


图4：制造业PMI延续回升、非制造业服务业PMI延续回落



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、需求：投资及消费仍偏疲弱，外需边际改善但仍承压

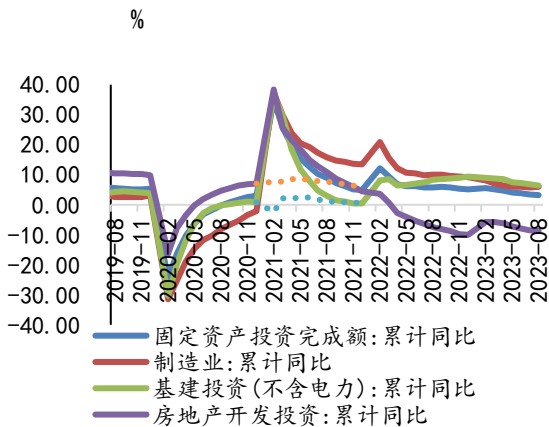
从支撑因素看：一是稳增长、扩内需政策密集出台落地提振内需。7月底以来，多项稳经济政策密集出台落地，如促进民营经济发展28条措施、提高个税专项附加扣除标准、房地产降低首付比例、降低存量房贷利率、落实“认房不认贷”、证券交易印花税实施减半征收、9月年内第二次降准，等等，均为经济回暖、内需改善带来助力。二是基建投资保持相对较高水平，继续发挥“压舱石”的作用。1-8月基建投资（不含电力）同比增长6.4%，支撑固定资产投资实现3.2%的增速水平。随着传统施工旺季来临、专项债加快发行落地以及准财政政策或形成接续，后续基建投资增速仍有支撑。三是出口低位企稳回升。在基数作用、外需短期企稳下，8月出口降幅较上月收窄5.7个百分点，为下降8.8%。在高基数效应减弱、美国和东盟等交易对手制造业景气度回升短期外需大幅下滑的可能性降低、以及原油价格保持高位价格因素对出口的扰动减弱等因素影响下，后续出口降幅有望延续收窄态势。四是暑期带动服务消费保持较高增速。8月社零额增速为4.6%，较上月回升2.1个百分点，主要受暑假期间的服务与商品消费所拉动，其中餐饮收入同比增长12.4%，今年以来持续位于两位数的较高增速水平；商品零售增长3.7%，结束了5月以来的回落走势，较上月回升2.7个百分点。

从制约因素来看：一是基建投资（不含电力）对投资的支撑边际减弱。8月专项债发行提速，对基建投资带来支撑，但在去年同期高基数的影响下累计同比下行0.4个百分点至6.4%。若今年四季度没有政策性开发性金融工具等准财政政策形成接续，基建投资的支撑仍有减弱压力。此外，土地出让支出持续收缩或也对基建投资增速带来一定负面影响。二是房地产投资降幅扩大，后续稳地产政策效果仍待观察。1-8月房地产投资同比下降8.8%，降幅较上月扩大0.3个百分点，对投资及经济的拖累进一步加大。8月以来认房不认贷、降低首付比例、降低存量房产贷款利率等利好政策持续出台，在需求端起到了一定效果，但政策效果仍需要观察，特别是房地产价格环比下调的走势并未改变。从高频数据来看，国房景气指数延续5月以来的回落走势，8月回落至今年来低点；二手房出售挂牌价指数持续回落。如果当前的政策稳地产效果不及预期，进一步的政策优化应及时出台。三是消费领域或存在消费降级现象。从旅游来看，五一假期及端午节人均旅游支出分别相当于2019年同期的90%和86%，从去年

至今年二季度，拼多多营收增速也持续高于京东与阿里，或说明居民在消费过程中更加注重“节省”。

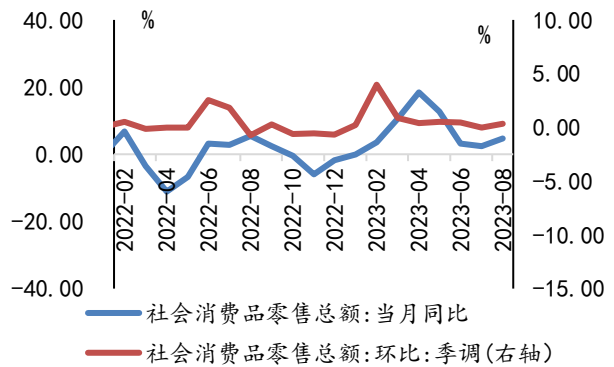
整体来看，三架马车除投资因房地产拖累边际回落外，消费及出口均较前值有所改善，9月、10月或为稳增长、扩需求政策密集落地期，需持续关注政策效果，必要时仍需及时出台增量政策。

图 5：房地产投资降幅走扩、基建投资增速放缓



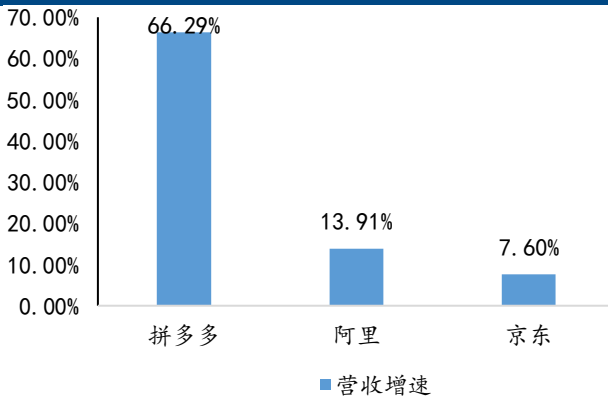
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：社零额同比边际回升



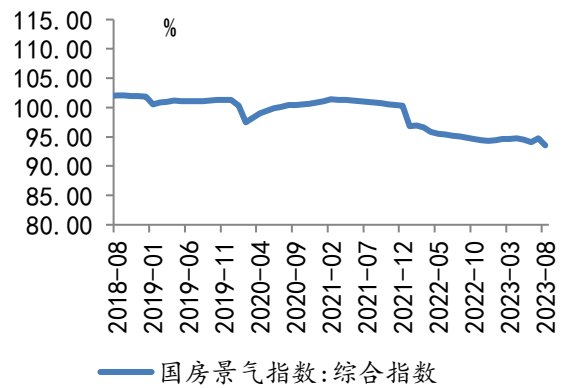
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 7：今年二季度拼多多营收增长较快



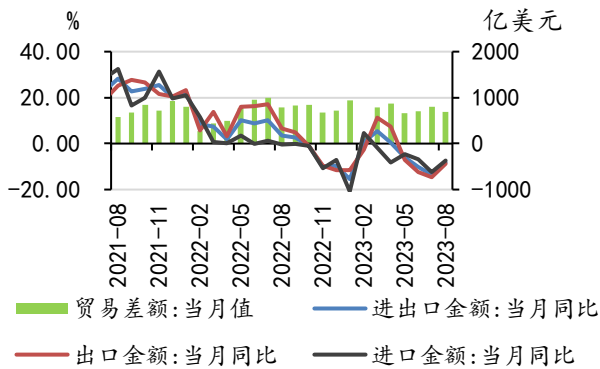
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 8：国房景气指数持续回落



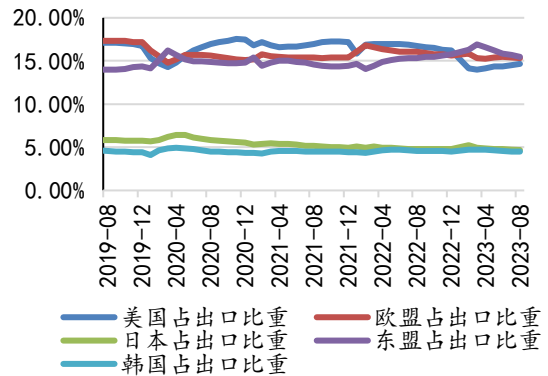
数据来源：Wind, 中诚信国际测算

图 9：出口降幅收窄



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 10：主要贸易伙伴占我国出口比重（美元计价）



数据来源：Wind, 中诚信国际测算

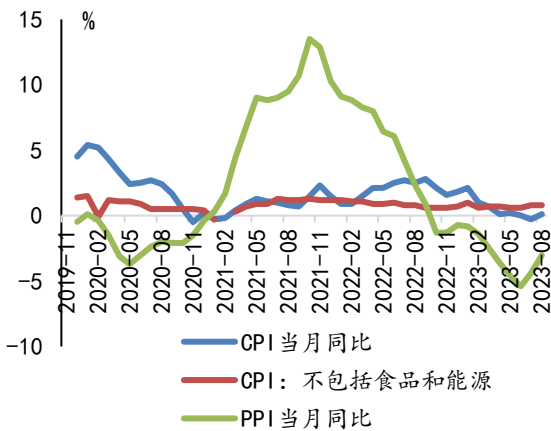
三、价格：通胀拐点已至，后续价格水平有望延续回升

从支撑因素看：一是政策宽松基调有助于支持通胀中枢温和抬升。8 月地方政府债券发行规模达今年来高点，积极的财政政策持续发力；央行 8 月下调政策利率，9 月降准，向市场释放流动性，支持经济回稳向好。二是需求虽弱但依然在缓慢改善，特别是基建投资发力或带动部分生产资料及工业品价格边际上行。三是上游原料价格呈现走升趋势。供给趋紧下国际原油价格 8 月以来延续波动回升走势，大宗商品价格指数（BPI）延续 7 月来的升势。9 月初沙特和俄罗斯将延续原油减产，短期油价仍将位于较高水平，对价格中枢抬升带来一定支撑。后续看，考虑到短期油价仍将位于高位、双节到来提振相关商品及服务需求，以及中央猪肉收储及压栏惜售仍将在短期内提振猪肉价格，短期内 CPI 或延续低位企稳回升态势；大宗商品价格波动回升、部分行业工业品需求改善叠加上年同期基数走低，PPI 同比降幅有望延续收窄。

从制约因素看，需求仍偏弱下价格水平仍处于低位。8 月 CPI 同比仅为 0.1%，核心 CPI 自 2 月以来持续不足 1%，8 月为 0.8%，与上月持平，保持低迷态势；PPI 同比下降 3%，连续 11 个月为负增长。上游原料价格上涨虽有助于提升物价水平，但对中下游企业的盈利空间或将形成进一步的挤压。

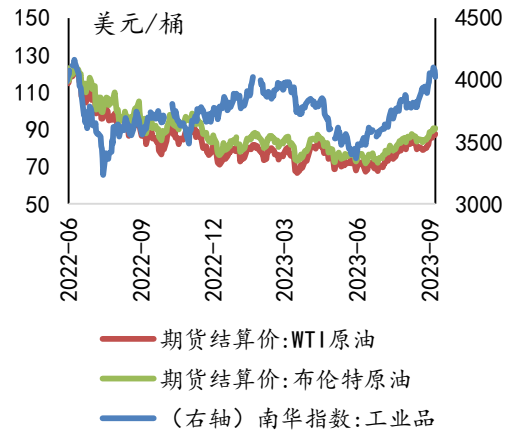
整体来看，当前物价形势整体稳定，但物价水平仍较为低迷，政策仍需持续发力稳需求、稳物价。在稳增长政策持续发力，需求边际改善下，维持年内物价中枢温和抬升的判断。

图 11：CPI 同比持续位于低位，当前企稳回升



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 12: 原油等大宗商品价格回升



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

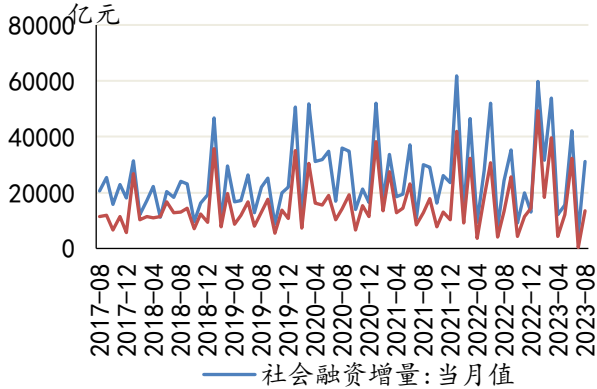
四、金融：融资与信贷虽有改善但不宜过分乐观

从支撑因素来看：政府债融资等政策性因素支撑以及央行引导利率下行下的信贷投放对融资需求形成托底。央行持续畅通宽货币、宽信用渠道，加大力度引导利率下行与信贷投放，加之专项债加快发行，8月融资需求出现边际改善，新增社融同比多增6316亿，且社融存量同比也结束了连续3个月的下行趋势。其中，新增人民币贷款1.34万亿，与去年同期及此前三年的均值水平持平，较前值出现显著好转；政府债券新增政府债券净融资同比多增8714亿元，为社融新增规模的主要贡献项。从信贷结构来看，居民部门新增贷款由负转正，企业部门新增贷款也显著改善。

从制约因素来看：一是居民部门中长期贷款新增规模偏低，居民扩表意愿不足。8月居民贷款同比少增658亿，其中中长期贷款新增1602亿，处于较低位置，同比少增1056亿，居民部门扩表意愿仍较为疲弱。结合房地产市场来看，8月大中城市商品房成交面积同比下降24.6%，仅相当于2017-2019年同期均值的54.5%，后续稳地产政策效果仍待观察。二是企业活力并没有显现出进一步的改善。或受上年同期基数走高影响，8月M2同比为10.6%，较上月小幅回落0.1个百分点，M1同比为2.2%，回落至去年1月以来的最低值，M2-M1剪刀差仍保持在8.4个百分点的高位，表明企业部门的活力依然不足。

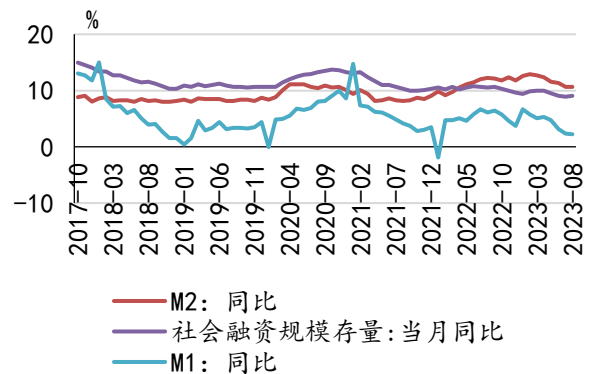
整体来看，9月专项债继续加快发行、基建项目加快形成实物工作量或将支撑社融增速延续边际改善态势，但微观主体自发的融资需求仍需要政策持续呵护。

图 13：8 月社融规模边际回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 14：M2 与 M1 之差仍处于高位



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

五、汇率：人民币汇率走贬，后续边际企稳有支撑

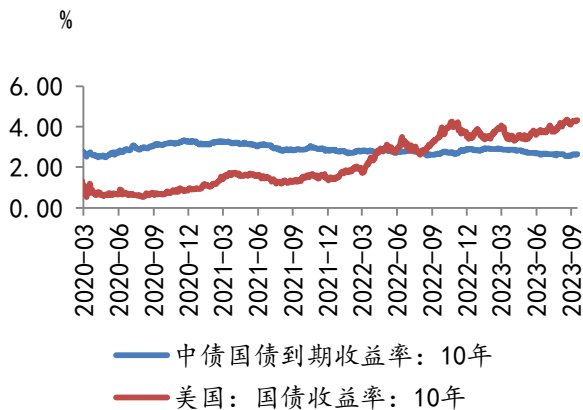
从支持因素看，一是国内经济边际改善，经济基本面边际改善对人民币汇率带来一定支撑。二是央行和外汇管理局持续发力稳汇率。8月17日，央行发布2023年第二季度货币政策执行报告，强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险”，向市场释放汇率稳定信号；9月1日，人民银行宣布下调金融机构外汇存款准备金率；9月11日，全国外汇市场自律机制专题会议召开，强调金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定。三是美联储在9月的会议上“暂停加息”，短期内人民币汇率走贬的外部压力或边际减弱。

从制约因素看，国内经济基本面仍偏弱，美元指数位于较高水平及中美利差持续倒挂，加大人民币汇率走贬压力。8月美元兑人民币中间价汇率由月初的7.13走贬至月末的7.18。具体看，一是当前我国需求不足的问题尚未根本扭转，国内经济虽持续修复但仍偏弱，对人民币汇率的支撑有限。二是受美国经济仍具韧性，以及鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上偏鹰发言影响，8月美元指数较为强势，由月初的101.9上行至月末的103.6，且9月美联储议息会议点阵图显示，多数决策者预计今年内还有一次加息，人民币汇率仍承压。三是中美利差持续倒挂。8月2日，美国财政部公布三季度再融资计划，宣布将扩大再融资债券发行总额至1030亿美元，超过第二季度的960亿美元及市场预期水平，同时8月美国多家银行评级下调，受上述因素影响，8月

份 10 年期美债收益率均值由 7 月的 3.9% 上行至 4.17%，我国 10 年国债收益率月度均值则为 2.61%。此外，8 月 15 日，中国人民银行下调 1 年期 MLF 利率及 7 天期逆回购利率，中美货币政策持续分化，在一定程度上加大了人民币贬值压力。

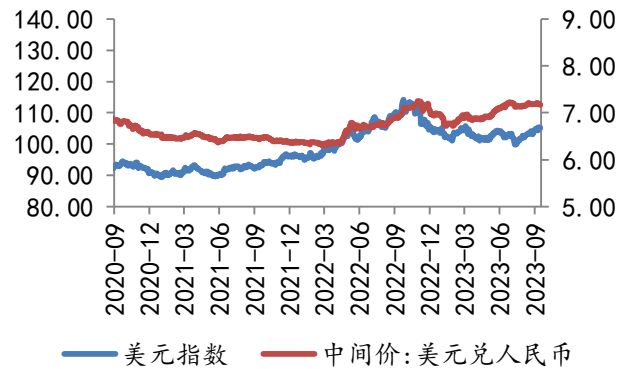
整体看，中美利差持续倒挂、美元指数高位波动下，短期内人民币汇率仍承压。但国内经济持续修复，稳汇率政策发力，以及美联储加息渐进尾声等因素或对人民币汇率双向波动边际企稳带来一定支撑。

图 19：中美利差保持倒挂



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：美元指数和人民币汇率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

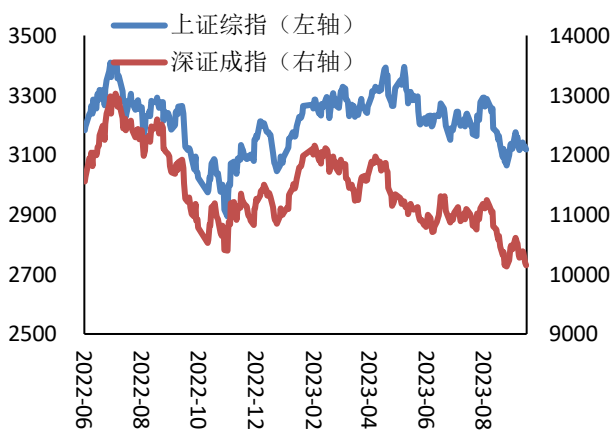
五、大类资产配置：大宗商品表现优于股债，短期内关注风险资产结构性机会

(一) 大类资产回顾：大宗商品波动上涨，股债表现均较弱

8 月 16 日-9 月 15 日，大宗商品表现优于股票、债券。分类别看，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、创业板指均有所下跌，跌幅分别为 1.84%、5.01%、6.79%，其中 8 月下旬活跃资本市场政策密集落地，包括阶段性收紧 IPO 节奏、从严控制上市公司股东减持总量、将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%、证券交易印花税减半征收，受此影响，股票市场交易情绪升温，上证综指波动上行，九月中旬有所回调。从资金流动看，统计区间内北向资金呈净流出状态，净流出规模超 700 亿元，较前期大幅增加；8 月新发股票型基金 132 亿份，处于年内较高水平。从市场风格看，大盘、中盘、小盘指数均有所下跌，跌幅分别为 3.59%、4.0%、2.72%。债市收益率波动上行，截至 9 月 15 日，10 年期国债收益率为 2.64%，近期收益率上行原因主要有以下几点：一是活跃资本市场政策密

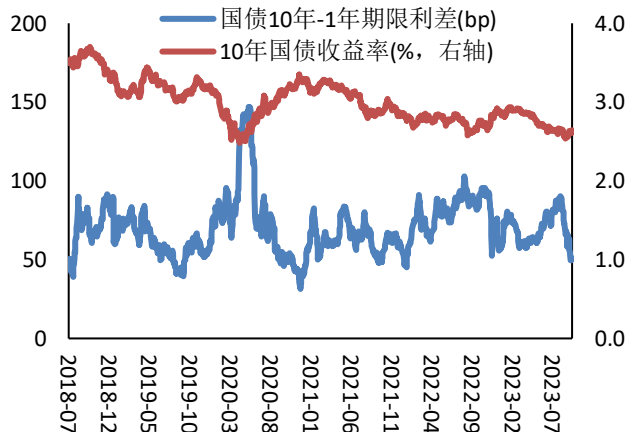
集落地，股票市场交易情绪升温，股债跷跷板下债市收益率有所上行；二是新增专项债加快发行，资金面边际收紧，带动国债收益率上行，虽然9月15日央行宣布全面降准，但考虑到降准幅度较小且更多为弥补流动性缺口，市场整体反应较为平淡，仍不改收益率整体上行走势。**大宗商品**整体呈波动上涨走势，统计区间内商品指数上涨6.15%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，煤焦钢矿、能源指数涨幅较高，均超13%；谷物、油脂油料有所下跌，跌幅分别为1.44%、1.09%。从黄金看，在人民币汇率贬值以及欧美经济体货币政策仍偏紧下，6月以来内外盘黄金价格走势持续分化，截至9月15日，伦敦金约为1924美元/盎司，较6月初下跌2.7%；同期沪金涨幅约4.5%。

图 19：股票市场价格走势



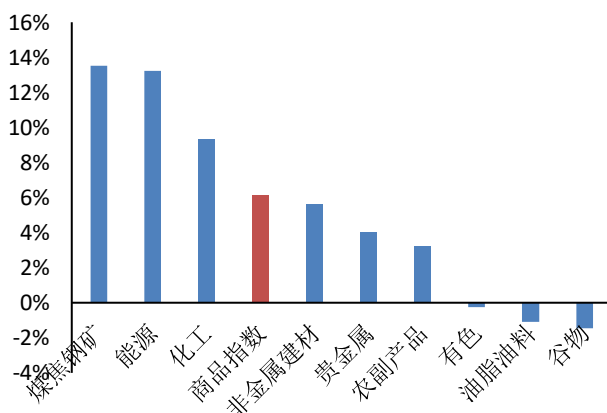
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：10 年期国债收益率走势



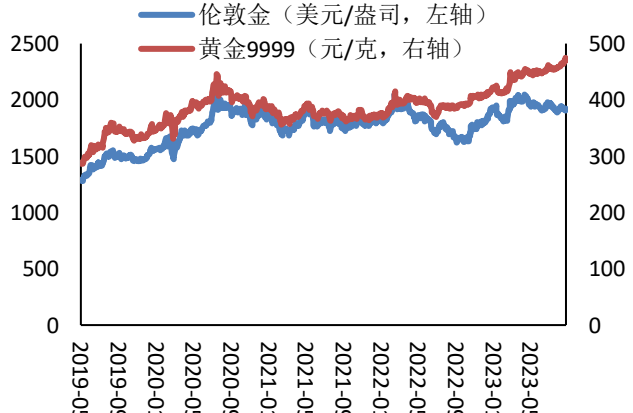
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 21：Wind 商品指数涨跌幅（8.16-9.15）



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）大类资产配置展望：短期内债市收益率或小幅上行，建议风险资产结构性机会

稳增长政策密集落地有利于提振市场情绪，短期内债市收益率或小幅上行，建议风险资产结构性机会。活跃资本市场政策密集落地带动股票市场整体上涨，但由于经济修复仍较弱，市场信心尚未完全修复，股票市场上涨基础较不牢固，在经济未出现实质性改善之前，持续上行的可能性较低，短期内或仍呈区间波动走势，稳增长下建议关注顺周期、低估值板块。从债券市场，稳增长政策落地有利于提振市场情绪，叠加专项债加快发行下流动性或边际收紧，或带动收益率上行，但考虑到政策生效需要时日，且短期内预期偏弱等难以大幅扭转，后续经济修复或依然承压，叠加宏观债务风险仍处于高位，货币政策或延续稳中偏松，收益率上行幅度或较为有限。信用债方面，7月以来房地产调整政策密集出台，“认房不认贷”、降低首付比例和贷款利率、调整存量贷款利率等政策陆续落地，有利于引导潜在购房需求释放；但政策效果仍有待观察，8月商品房销售面积同比降幅较前值仍呈扩大态势，部分房企资金承压，仍需关注尾部房企违约及展期风险。从大宗商品看，OPEC+持续收紧原油供给，但石油需求逐步从旺季迈入淡季或使年内石油供需缺口边际收窄，叠加当前油价已处于较高水平，短期内继续大幅上行概率较低，或呈高位震荡走势。黑色系方面，专项债发行提速或带动基建项目加速开工，钢铁、煤炭等需求或边际上升，叠加冬季供暖临近，煤炭或迎来需求旺季，黑色系价格或存在上涨空间。从黄金看，全球经济增长放缓对黄金价格仍有一定支撑，但美联储11月加息预期升温或对金价有所压制，短期内黄金或仍处于博弈状态。整体而言，在经济基本面出现明显改善之前，股票市场趋势性上行的可能性较低，短期内或延续区间波动状态，建议关注顺周期、低估值板块；同时，在新增专项债加快发行、流动性边际收紧以及经济弱修复下，短期内债市收益率或小幅上行；此外，大宗商品在经济趋弱下整体上行动力较为不足，但仍有结构性机会，建议关注需求旺季下的煤炭等黑色系板块；结合模型¹配置权重，短期内建议各类资产均衡配置。

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>