专题研究

2020 年 9 月 28 日

中诚信国际

宏观经济

经济修复持续挑战仍存
商品股票机会或好于债券

——宏观经济与大类资产配置月报（2020 年 9 月）

联络人

作者

研究院

王秋凤 010-66428877-452
qfwang01@ccxi.com.cn

李路易 010-66428877-511
lyli01@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-397
chwang0101@ccxi.com.cn

其他联系人

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：

生产平稳需求短期改善，结构分化拖累经济修复，2020 年 8 月 18 日；

内外三重压力不减，政策“两难”中求平衡，2020 年 7 月 27 日

需求改善弱于供给，制约经济复苏节奏，2020 年 6 月 17 日；

复工复产推进经济改善，海外疫情阴霾犹存，2020 年 5 月 20 日；

疫情冲击经济首现负增长，政策坚持底线思维，2020 年 4 月 24 日；

疫情冲击一季度或现负增长，新冠全球蔓延加剧不确定性，2020 年 3 月 20 日。

概述

■ **资产配置建议：根据模型结果和分析，建议超配商品、标配股票，低配黄金与债券**

股票方面，A 股市场估值整体偏高，外资持股有所下滑，市场整体表现偏弱，大盘股、消费股表现稍好。

债券方面，经济数据边际好转，货币政策趋于常态化，叠加近期利率债供给压力加大，短期债市或将面临一定程度的持续调整。

商品方面，各指数走势分化，农产品表现强势，商品指数目前已收复年内跌幅。**黄金方面，**美国大选叠加美股波动剧烈，市场避险情绪仍存，当前美国利率处于较低水平，或对进一步推出实质性宽松政策形成掣肘。黄金缺乏较强的上涨动力，短期内价格或将维持震荡趋势。

整体看，经济数据边际好转，工业改善面扩大，内外需求回暖，风险资产的表现或相对强势，债券市场可能相对偏弱，结合模型配置权重，建议超配商品（重点关注工业相关板块），标配股票（重点关注顺周期和价值板块，避免估值过高、前期涨幅过大板块），低配黄金和债券，但需警惕后续中美博弈超预期演变带来的风险偏好下降可能。

■ **环境与政策：全球主要经济体持续复工复产，国内政策继续向常态化回归**

➢ **全球主要经济体复工复产推进，带动经济修复。**尽管全球疫情风险仍然巨大，但欧洲、美国等主要经济体复工复产持续，带动经济有所修复，美国、欧盟等区域的先行指标持续维持在景气线之上，摩根大通全球综合 PMI、全球制造业 PMI 继续上行。

➢ **国内政策持续向常态化回归，双循环下中长期政策顶层设计加强。**货币政策维持谨慎，财政政策继续发力，地方专项债对基建投资的带动作用有望加强。同时，宏观政策对防风险的关注并未放松。针对疫情冲击下内外形势的变化，宏观政策中长期规划与顶层设计进一步加强。

■ **宏观经济：中国经济平稳修复，但内生增长动力仍未完全恢复**

➢ **经济平稳修复，积极因素继续强化**

工业增速回升明显，同比增速已经超出去年同期水平。8 月份工业增加值延续着此前持续改善的趋势，同时高于去年同期。采矿业增速与电力、热力、燃气及水生产和供应业增速显著回升是工业增加值持续改善的主要原因。

投资结构改善，支撑因素进一步强化。8 月份投资出现的一个重要改变就是制造业投资改善幅度成为三大投资类别中最大的；此外，经济的持续改善给市场带来了信心，民间投资降幅显著收窄。

疫后出口“错峰增长”，短期仍有望保持较好增长势头。全球需求持续修复背景下，我国出口短期内延续改善的趋势，全年出口增速有望实现正增长。从进口来看，全球范围内复工复产的持续推进，外部供给的修复将在一定程度上对出口带来一定利好，短期内进口有望边际好转。

CPI 回落 PPI 跌幅收窄，通胀通缩仍在可控范围内。7 月受洪涝灾害及调运成本上升影响，畜肉价格出现较大幅度上升，进入 8 月以来上述因素逐步消退，畜肉价格同比出现显著回调。PPI 整体处于缓慢修复过程中，8 月价格上涨主要集中在上游石油、天然气、黑色和有色金属行业。

社融较上月明显回暖，信贷结构改善持续，信用收缩担忧缓解。8 月份社融大幅回升，主要有三个方面推动，一是季节性回升，二是政府债券融资大幅上升对新增社融推动显著，三是经济回暖、企业投资意愿增强。财政存款的多增导致 M2 小幅回落，随着国内经济修复，企业投资意愿回升，M1 快速增长，M1、M2 剪刀差进一步缩小。

➢ **经济内生增长动力尚未完全修复，对经济复苏力度的拖累依然存在**

虽然消费回升的支撑因素有所增多，但居民收入增长放缓和消费行为趋于保守，消费改善仍受到多重制约。8 月份居民自发性消费意愿仍处于较低水平，同时居民收入增长放缓居民收入信心指数处于低位，当前消费虽然短期回暖，但在消费者收入和预期这个基本面难以改善的背景下，消费仍受到多重制约。

企业行为保守态势虽有改善但未出现根本改观，制造业和民间投资的回升态势能否延续仍然需要观察。整体来看，由于此前生产端的恢复速度持续好于需求端，在工业增加值增速已经高于去年同期的背景下，与需求端的缺口进一步扩大，结构性分化仍存。

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。