

## 黎明前的“守”与“望”

### 报告要点

二季度即将进入国内“稳增长”效果的重点检验阶段，市场或将经历一段较为“混沌”或者“颠簸”的时期。资产配置思路一方面要在承压环境中保持“防御”，另一方面要对积极变化保持敏感和“观望”，关注政策与资产的潜在转折信号。

### 摘要：

在本文中我们首先顺着一季度的核心矛盾“通胀”和“经济压力”讨论基本面变化对大类资产的影响，然后从资金角度评估配置性价比，最后根据风险平价量化模型配置权重的启示，对二季度配置逻辑提供参考。

二季度即将进入国内“稳增长”效果的重点检验阶段，政策方向已经明确，但在基本面明确之前，市场或将经历一段较为“混沌”或者“颠簸”的阶段。同时，外部流动性持续收紧，在内外部政策一定程度背离的环境下，需警惕流动性的负面冲击。

以“PPI-CPI”剪刀差收窄策略为主线，基于我们对国内稳增长节奏和通胀节奏的研判，二季度可能还处于剪刀差收窄的第一阶段，权益或还有寻底压力，利率磨底，商品震荡阶段，配置整体风格仍偏防御。目前看更积极的配置时机可能出现在三季度的概率更大，还需等待。

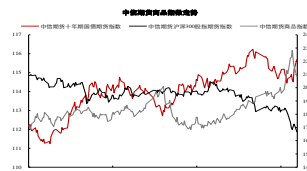
二季度资产配置思路一方面要在承压环境中保持“防御”，另一方面要对积极变化保持敏感和“观望”，重点观测两个潜在的拐点信号：一是政策的拐点信号，即地产销售和投资改善；二是大类资产的拐点信号，即通胀剪刀差值降为零。

**权益：**（1）短期而言，“稳增长”和高股息板块保持韧性，如地产、基建、煤炭。（2）中期而言，金融和消费板块在通胀剪刀差收窄阶段具有比较优势，二季度后期可重点关注银行、医药、食品饮料、家电、消费者服务、纺织服装等。（3）农林牧渔在景气度低位情况下交易拥挤度持续上升，警惕波动风险，中期仍可逢低配置。（4）钢铁、化工、机械设备等周期行业可关注地产投资企稳时机。

**债券：**二季度可能仍是利率磨底阶段，如果降息降准政策落地，利率可能继续小幅下行，但是，如果政策落空，或者地产超预期较快修复，则利率反弹。交易思路或需博弈，但配置角度，无论从防御思路还是风险平价模型提示，二季度债券仍具备较好配置价值。

**商品：**工业金属方面黑色金属有望跟随此轮“稳增长”地产周期修复反弹。农产品方面，玉米、油脂油料基本面有支撑，但近期的交易拥挤度都处于历史极值水平，警惕波动风险。最后，对于原油和黄金，在高通胀环境下维持配置，二季度后期关注海外金融风险与国内经济预期改善，风险平价模型提示可考虑适当小幅减配黄金和原油。

**风险点：**国内政策超预期收紧，疫情扰动经济节奏，地缘风险



### 资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

## 目 录

摘要:	1
一、 通胀扰动稳增长节奏, 对资产有何影响	4
(一) 海外输入性通胀抬高国内中枢, 并向下游传导	4
(二) 价格传导将改善下游盈利预期	6
(三) 二季度国内外货币政策环境可能出现一定程度背离	6
(四) 基本面变化对大类资产的影响	8
二、 资金角度, 各类资产的性价比如何	11
(一) 大类资产估值比较	11
(二) 资产拥挤度比较	12
三、 风险平价模型视角下的配置启发	14
(一) 货币-信用周期的划分	14
(二) 不同货币-信用周期阶段下的资产配比讨论	15
四、 小结与展望	17
免责声明	19

## 图目录

图 1: 2022 年 PPI 走势的不同情形	5
图 2: 2022 年 CPI 走势的不同情形	5
图 3: 1-2 月社会消费品零售数据好于预期, 权重较大的石油及制品类、粮油食品类、家用电器和音像器材类行业领涨。	5
图 4: 粮食价格上涨提升饲养成本, 加速畜肉业去产能	6
图 5: 家用器具行业对 PPI 传导效果较好	6
图 6: 2022 年美国 CPI 预计将维持在高位	7
图 7: 2021 年下半年以来美国收益率曲线持续走平	7
图 8: 2018 年 4 月至 2019 年 12 月大类资产表现	8
图 9: PPI-CPI 收窄时期, 股市表现	9
图 10: PPI-CPI 收窄时期, 债市表现	9
图 11: PPI-CPI 收窄时期, 商品表现	9
图 12: 2017-2019 年 PPI-CPI 差值收窄为零前后不同风格表现	9
图 13: 过去 4 次 PPI-CPI 剪刀差收窄期间, 不同风格收益	10
图 14: PPI-CPI 收窄时期, 金融和消费表现占优	10
图 15: 过去 4 次 PPI-CPI 剪刀差收窄时间	10
图 16: PPI-CPI 收窄时期, 商品表现不一	10
图 17: 股债比价, 股票已经进入“便宜”区间	11
图 18: 各股票行业景气度与估值比较, 关注高景气低估值行业	12
图 19: 行业拥挤度: 成交额	13
图 20: 行业拥挤度: 换手率	13
图 21: 大宗商品拥挤度: 成交量	13

## 中信期货资产配置二季度策略报告

图 22：主要期限国债期货成交量位于近一年高位 .....	14
图 23：证券公司和农村金融机构是 3 月债市主要增量资金 .....	14
图 24：货币信用周期的划分 .....	15
图 25：风险平价视角下的大类资产配比 .....	15
图 26：不同阶段下的大类资产波动率 .....	16

一季度国内经济在需求偏弱、疫情反复的环境下艰难前行，外部环境剧烈变动，年初美联储超预期收紧和地缘冲突升级，加剧了“内滞外胀”的担忧。全球市场出现一定程度恐慌情绪和流动性冲击，权益普遍下跌，美债利率上行，商品大涨。3月下旬，伴随美联储首轮加息落地，外部冲突预期缓和，同时，国内金融委会议再度明确政策立场，市场信心提振。

短期情绪修复后，逻辑回归基本面。一方面，国内仍在稳增长环境，另一方面，海外坚定货币紧缩政策。同时，影响全球两年的疫情也开始发生新变化，越来越多海外国家或将放开边境管制，给国内疫情管控带来压力。

展望二季度，我们首先顺着一季度的核心矛盾“外部通胀”和“内部经济压力”讨论基本面变化对大类资产的影响，然后从资金角度评估配置性价比，最后结合量化模型调整配置的权重。

## 一、通胀扰动稳增长节奏，对资产有何影响

### （一）海外输入性通胀抬高国内中枢，并向下游传导

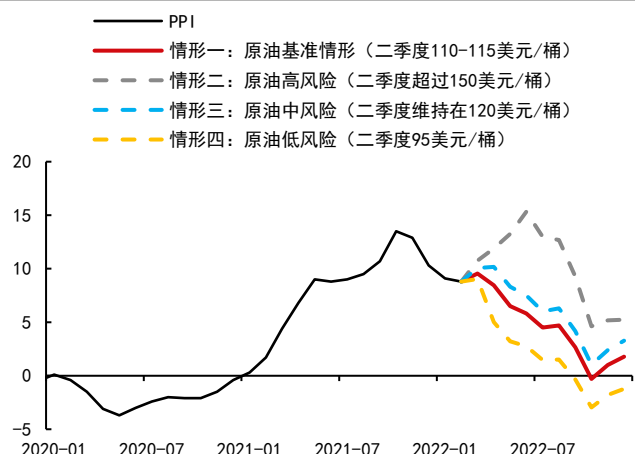
新冠疫情之后，全球超宽松货币政策对需求端的强刺激和供应链不稳定对供给端的强约束，是过去一年多以来通胀上升的主要基础。全球新能源政策，极端天气，地缘冲突等促发因素将通胀问题一步步推向矛盾的顶峰。一季度截止3月21日，原油和小麦价格涨幅近40%，LME铝上涨25%；能源、农产品、有色金属价格大涨。

我们以油价为基准，重新测算对国内通胀的影响。如果按照EIA对今年油价的预测作为基准情形，考虑原油供需平衡在二季度改善，同时地缘冲突有限，即3-4月或为全年高点，二季度在110-115美元/桶，三季度100-110美元/桶，四季度90-100美元/桶。近期地缘局势有趋于缓和迹象，伊朗与委内瑞拉有望回归原油市场，情绪脉冲过后，地缘风险带来的约20美元溢价回吐，油价降至100-110美元左右。

基于对原油的假设，同时参考我们对主要大宗商品铜和螺纹钢的年度预判，我们重新审视PPI走势预期。与之前不变的是，PPI趋势向下，三季度末四季度初或将到达全年低位。与之前变化的是，相较于去年底做的预判，今年PPI基准预期的中枢从4%上抬至5%。

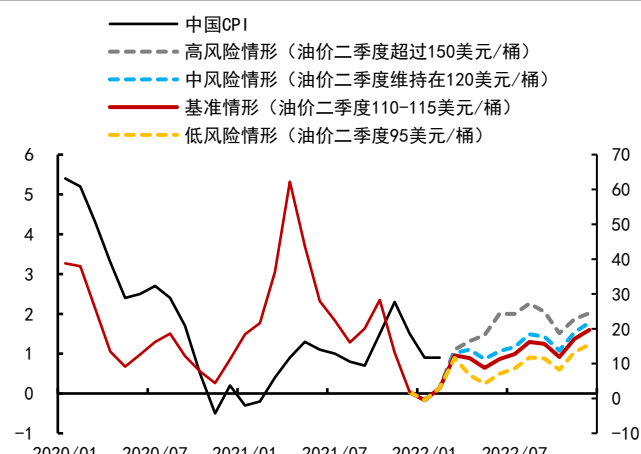
同样的，CPI方面，以原油价格波动为基准，假设其他分项符合季节性波动，我们也更新了CPI的预测模型。与之前不变的是，下半年CPI预计显著上行；与之前变化的是，上半年CPI中枢有所上移。

图1： 2022 年 PPI 走势的不同情形



资料来源：Wind 中信期货研究所

图2： 2022 年 CPI 走势的不同情形



资料来源：Wind 中信期货研究所

与通胀数据相验证的是，消费数据开始发生变化，说明价格压力正在向下游传导。去年占消费数据权重较大的行业如汽车、粮油食品、家用电器和音像器材、服装纺织类零售额涨幅偏弱，甚至下跌，但是，今年年初消费数据好于市场预期，1-2月社会消费品零售数据涨幅较大的行业在石油及制品类、粮油食品类、家用电器和音像器材类、金银珠宝类等，集中体现了上游大宗商品涨价的影响，也强化了CPI上行的逻辑。

图3： 1-2月社会消费品零售数据好于预期，权重较大的石油及制品类、粮油食品类、家用电器和音像器材类行业领涨。

状态	行业	1-2月当月同比	12月当月同比	2021年累计同比	零售额权重
零售额正增长	石油及制品类	25.6%	16.6%	21.2%	13%
	金银珠宝类	19.5%	-0.2%	29.8%	2%
	烟酒类	13.6%	7.0%	21.2%	3%
	家用电器和音像器材类	12.7%	-6.0%	10.0%	6%
	饮料类	11.4%	12.6%	20.4%	2%
	文化办公用品类	11.1%	7.4%	18.8%	3%
	日用品类	10.7%	18.8%	14.4%	5%
	粮油、食品类	7.9%	11.3%	10.8%	10%
	中西药品类	7.5%	9.4%	9.9%	4%
	化妆品类	7.0%	2.5%	14.0%	2%
	建筑及装潢材料类	6.2%	7.5%	20.4%	1%
	服装鞋帽、针、纺织品类	4.8%	-2.3%	12.7%	9%
	通讯器材类	4.8%	0.3%	14.6%	3%
	汽车类	3.9%	-7.4%	7.6%	29%
	服装类	0.0%	-1.1%	14.2%	7%
零售额负增长	体育、娱乐用品类	0.0%	18.7%	22.0%	1%
	书报杂志类	0.0%	-8.0%	7.0%	1%
	家具类	-6.0%	-3.1%	14.5%	1%

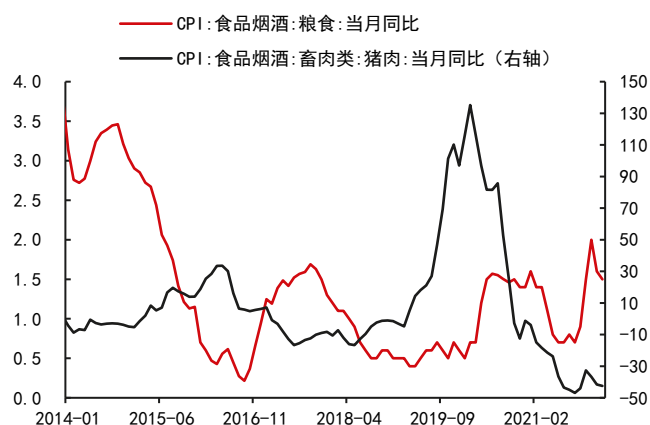
资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）价格传导将改善下游盈利预期

上游原材料价格已经维持了近一年的高位，通胀对盈利影响的逻辑逐渐从下游利润挤压去产能转向下游提价利润修复。以家用器具行业和畜肉行业为例，CPI 细分项中家用器具大约滞后 PPI 生产资料半年左右时间，结合 PPI 去年 10 月触顶，家用器具二季度存景气度改善预期。而玉米、豆粕为代表的农产品价格上涨会提升生猪养殖成本，在低猪价环境中加速行业产能出清。

不过，这个过程并非一蹴而就，综合当前上游工业品供应偏紧，近期疫情对终端消费和就业的扰动，以及地产销售有望在二季度改善的预判等多方面因素，预计下游整体景气度回升的情况更有可能出现在二季度后半段至三季度初。

图4： 粮食价格上涨提升饲养成本，加速畜肉业去产能



资料来源：Wind 中信期货研究所

图5： 家用器具行业对 PPI 传导效果较好



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （三）二季度国内外货币政策环境可能出现一定程度背离

先看海外，3月美联储加息落地，尽管今年剩下的6次会议可能每次都要加息，同时5月缩表，但是，市场已经提前消化了鹰派预期，美元、美债利率回落，股市反弹。从我们对美国CPI的最新测算，以及美联储3月经济展望对通胀预期看，今年美国通胀可能会维持在相对高位，不排除今年后续会有单次50个BP的可能。

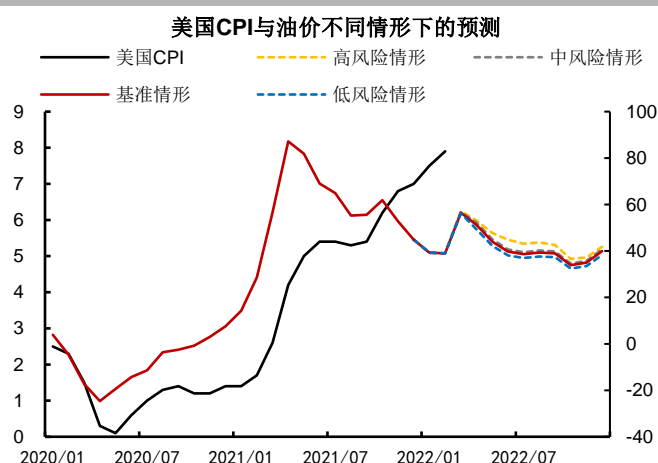
去年下半年全球制造业PMI触顶回落，美债收益率曲线持续走平，暗示全球经济动能开始放缓，美国经济预期开始走弱。参考上一次美联储三年时间加息9次，累计加息225个BP（其中2017年至2018年累计加息7次上涨175个BP），2019年经济承压，政策转向。对照本次，以美联储预计的今年加息7次，175个



BP 的幅度看，意味着短期给经济的冲击会更加显著。

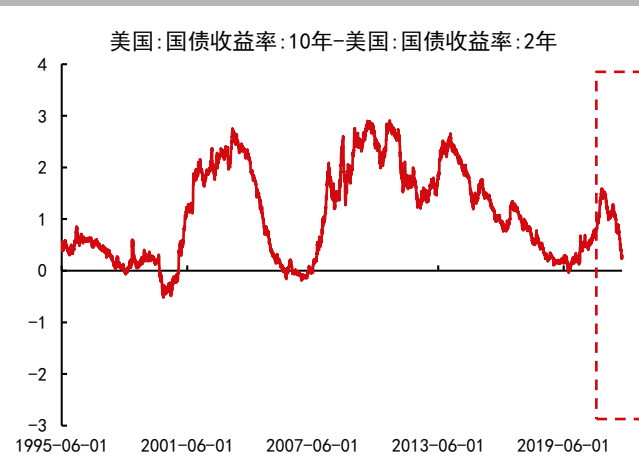
美联储紧缩操作对市场的影响我们认为要分三个阶段看：第一个阶段，短期预期兑现，美债利率回调；第二个阶段，5 月之后加息同时缩表，利率中枢逐渐上移；第三个阶段，下半年需斟酌通胀与经济衰退的风险，可能再次出现预期差。

图6： 2022 年美国 CPI 预计将维持在高位



资料来源：Wind 中信期货研究所

图7： 2021 年下半年以来美国收益率曲线持续走平



资料来源：Wind 中信期货研究所

再看国内，年初前两个月的信贷数据大起大落，背后还是反映实体经济需求恢复的逻辑并不扎实。2 月信贷数据大幅度走弱，一是显示实体需求偏弱，二是显示金融机构放贷意愿不强。近期原材料价格高涨也抑制下游需求，金融机构票据融资数据也暗示放贷意愿不强。1-2 月基建投资增速 8.6%，基建逆周期初见成效，但是，地产融资尚未改善，整体还未企稳，地产投资还在下滑。

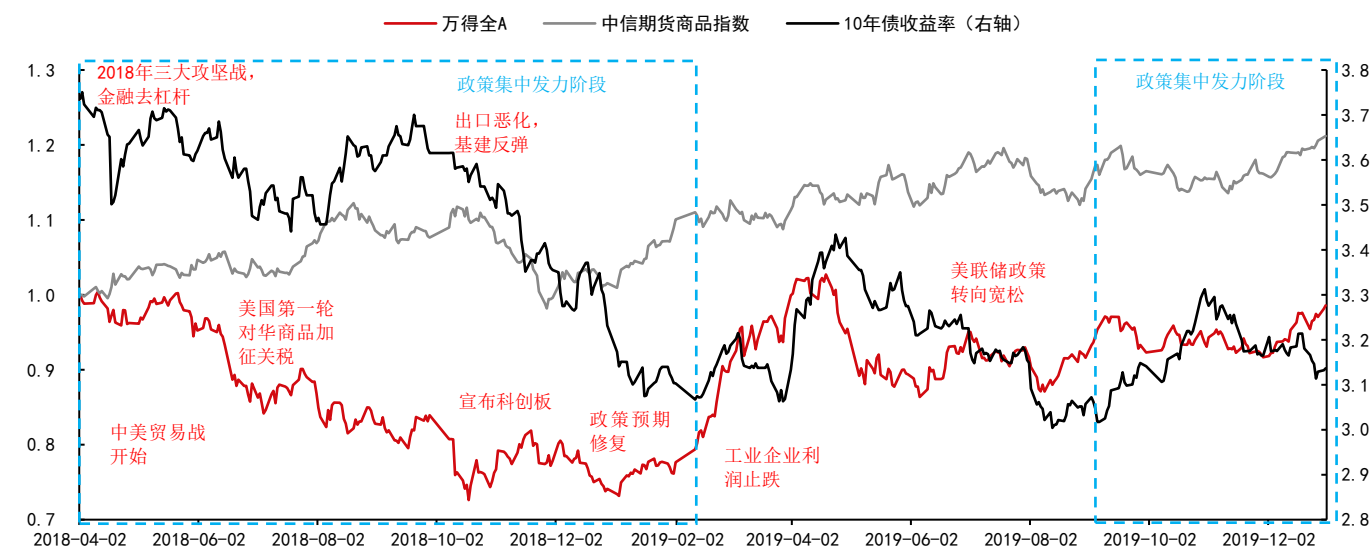
当前处于“稳增长”预期兑现的初期，金融委会议再次明确政策预期，未来落实是关键，重点观测地产销售和投资的企稳时间。我们在《稳增长》系列报告中对稳增长重要抓手地产和基建从多个角度进行研判，预计基建一季度托底，地产销售二季度或将企稳，此后地产投资有望改善，本轮稳增长阶段可能会延续至三季度。

此外，3 月全国多地疫情散发，尤其是深圳、上海这类一线城市病例数量新高，可能会对 3 月经济数据造成负面影响，拖累一季度 GDP。参考奥密克戎病毒在香港和深圳的传导时间，大约一个月时间到达疫情顶部推算，本轮疫情有望在 4 月初缓解。

因此，无论是当下经济实际情况，还是金融委会议释放的政策预期，二季度国内货币政策环境预计将维持宽松，至少 5 月之前仍有较高概率出台进一步稳增长措施，国内外货币政策环境或将出现一定程度背离。

参考历史上国内稳增长阶段与美联储紧缩政策重叠时期，国内货币政策主要以降准调节流动性为主。例如 2018 年美联储加息时期，国内以多次降准为调节手段，首次 MLF 政策利率调降出现在 2019 年美联储政策转向之后。不过，由于今年 3 月 MLF 降息落空，考虑 3 月全国疫情影响，如果 4 月公布的 3 月经济数据大幅走弱，那么 4 月中旬 MLF 仍有调降可能。

图8： 2018 年 4 月至 2019 年 12 月大类资产表现



观测维度	2018/02	2018/03	2018/07	2018/10	2018/12	2019/01	2019/03	2019/05	2019/06	2019/07-10	2019/11	2020/01
金融	去杠杆			社融触底	底部	社融↑	M1↑			M1、M2 低位，社融↓		
需求	制造业↑			基建触底反弹↑	制造业顶部，地产底部	地产投资↑制造业↓	商品房销售底部		制造业企稳			
利润	↓						工业企业利润止跌	PPI 继续滑落↓			库存周期底部	低位
外部	贸易战开端	密集加息周期	美国第一轮加征关税		美联储3、6、9、12月共4次加息		出口订单触底反弹			美联储政策转折，7月、9月、10月三次降息		

资料来源：Wind 中信期货研究所

#### （四）基本面变化对大类资产的影响

我们曾在年度策略报告《总量变奏，资产配置下沉》中围绕社融、通胀、库存这三个指标，根据周期轮动视角对资产表现进行过分析。接下来，我们顺着前文对通胀变化的判断和当前所处稳增长阶段，以“PPI-CPI 剪刀差收窄”为主线，进一步丰富研究框架。

首先，回看过去 4 次 PPI-CPI 剪刀差收窄期间的大类资产表现，差值收窄为零是个重要拐点。

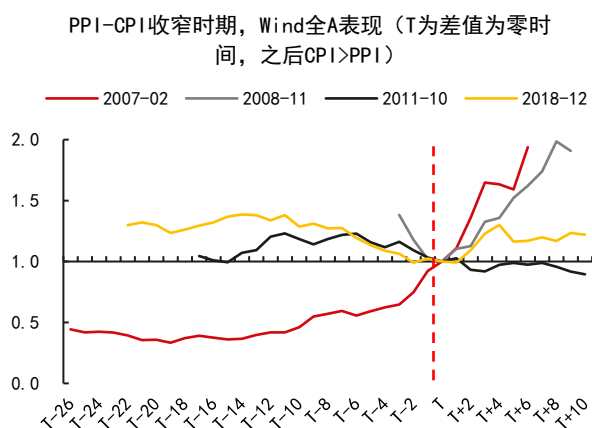


(1) 以权益为例，剪刀差收窄为零前，股市多数下跌，差值为零后到触底期间，股市大概率上涨。这种现象的解释可能是剪刀差降至负值后，PPI 与 CPI 翻转，CPI 开始大于 PPI，如果近似看成原料和终端产品的价格差异，虽然工业品价格相对疲弱，但下游消费需求正在改善；而 PPI-CPI 还在向下触底，意味着下游需求和利润进一步改善。

(2) 利率在剪刀差收窄前期大概率回落或维持在底部，剪刀差值为零后，不一定会大幅回升。近十年来货币政策更加关注 PPI 的变化，因此在 PPI-CPI 触底阶段，PPI 低位向下，利率不一定会立即回升，例如 2018 年至 2019 年。

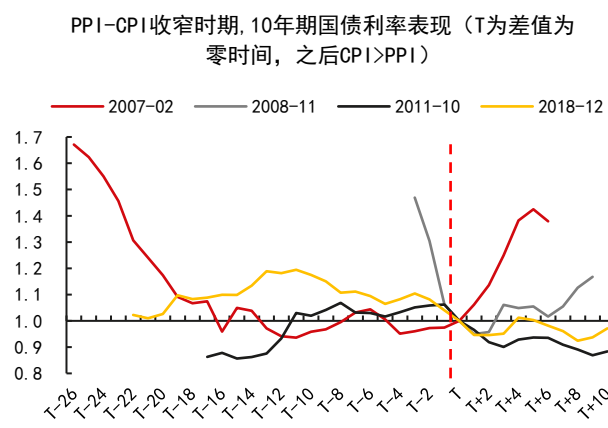
(3) PPI-CPI 收窄的过程是经济从衰退逐渐过渡到复苏的过程，至少要到差值后期或者 PPI-CPI 转向上升时，大宗商品的上行动力才更加显著。

图9：PPI-CPI 收窄时期，股市表现



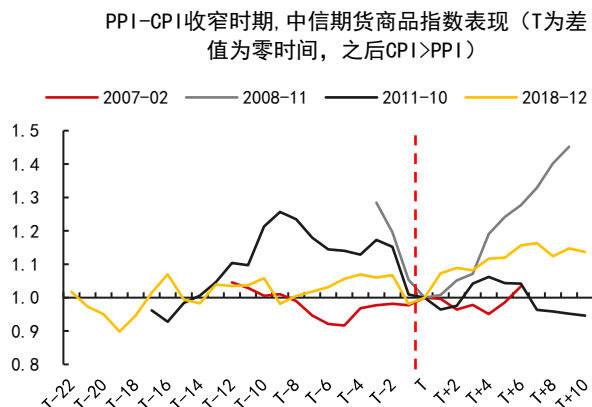
资料来源：Wind 中信期货研究所

图10：PPI-CPI 收窄时期，债市表现



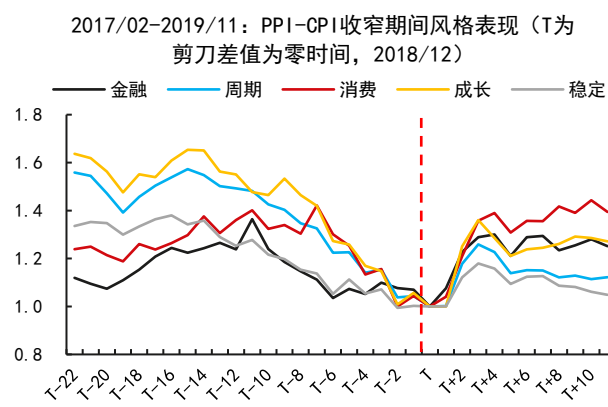
资料来源：Wind 中信期货研究所

图11：PPI-CPI 收窄时期，商品表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图12：2017-2019 年 PPI-CPI 差值收窄为零前后不同风格表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

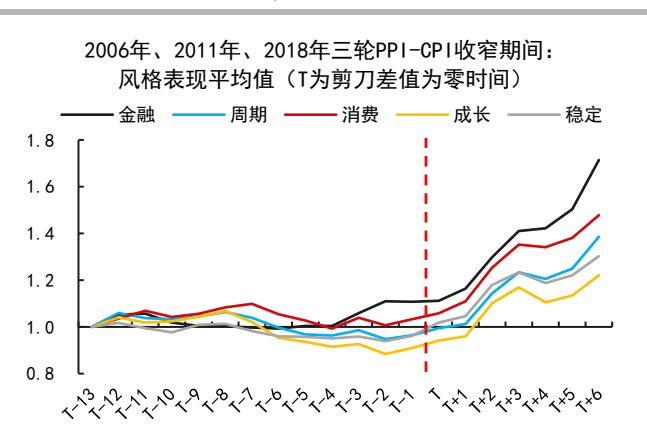
其次，从权益风格看，PPI-CPI 剪刀差收窄期间，金融和消费板块在胜率和收益表现占优。以中信风格指数中的金融、消费、周期、成长、稳定为例，过去 4 次剪刀差收窄时期，有三次金融和消费录得比较优势；即使 2010 年以来的两轮剪刀差收窄时期风格指数不同程度下跌，消费和金融也相对跌幅较小（2010-2012 年）或者最终录得正收益（2017-2019 年）。

图13：过去 4 次 PPI-CPI 剪刀差收窄期间，不同风格收益

	金融	消费	周期	成长	稳定
2004/12-2007/08	589%	341%	325%	225%	189%
2008/08-2009/08	46%	34%	32%	19%	16%
2010/05-2012/08	-8%	-14%	-18%	-21%	-24%
2017/02-2019/11	13%	12%	-21%	-22%	-28%

资料来源：Wind 中信期货研究所

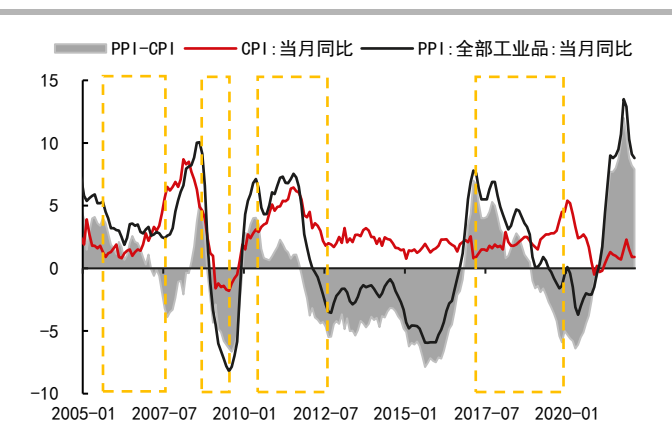
图14：PPI-CPI 收窄时期，金融和消费表现占优



资料来源：Wind 中信期货研究所

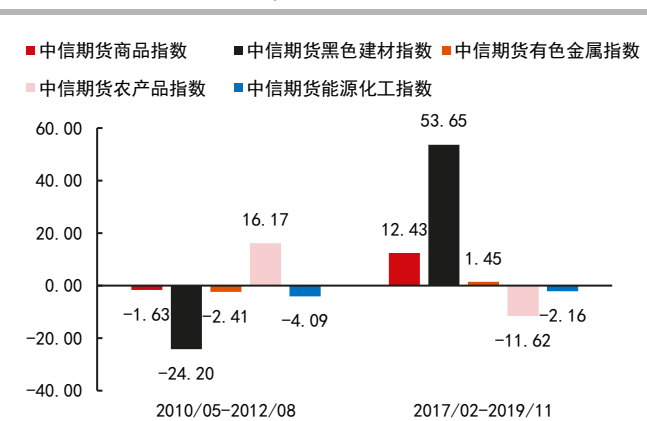
再次，PPI-CPI 剪刀差收窄期间，商品板块表现不一。有色金属和能源化工整体变化幅度不大，但黑色建材的表现出现大幅波动，黑色建材与国内大的投资周期挂钩更加紧密。

图15：过去 4 次 PPI-CPI 剪刀差收窄时间 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图16：PPI-CPI 收窄时期，商品表现不一 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

站在当下，从“PPI-CPI 剪刀差”视角展望二季度，二季度可能还处于剪刀差收窄的第一阶段，即在“差值为零”信号出现前，权益还有寻底压力，利率磨底或小幅下行，商品震荡阶段，配置整体风格仍偏防御。第二阶段，差值从零继续向下触底阶段，才是风险资产更稳健的配置时机，目前看出现在三季度的概率更大，还需等待。具体而言，金融和消费板块在剪刀差收窄阶段具有比较优势，

商品中的黑色金属有望跟随此轮地产周期修复反弹，债券仍具备配置价值。

## 二、资金角度，各类资产的性价比如何

### （一）大类资产估值比较

在前面的基本面分析中，我们偏向防御型配置思路，但是，如果从大类资产横向比较来看，股票已经进入“相对便宜”区间。如果将沪深300股息率与10年期国债收益率比较，比值越高说明股票相较债券可以获得更高的“利息”收入，性价比越高。目前，该比值已向上突破近5年75分位数，如果后续继续向上，那么股票配置吸引力提升，但短期仍不具备足够吸引力，需观察稳定性。

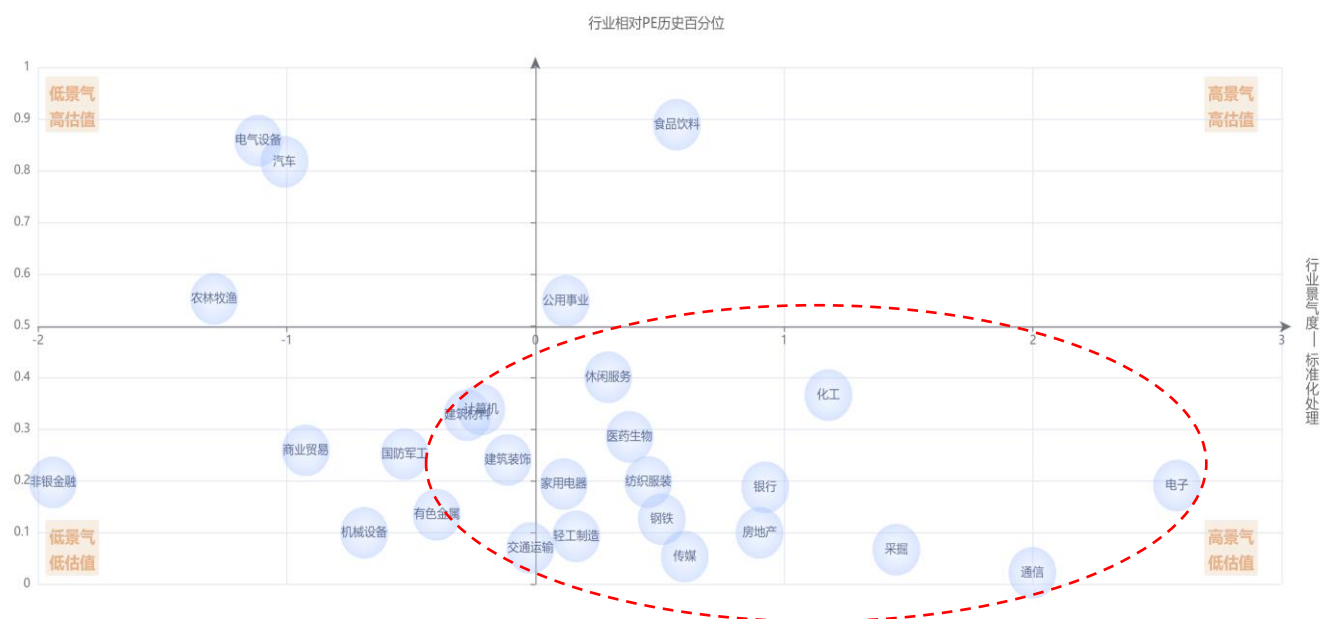
图17：股债比价，股票已经进入“便宜”区间



资料来源：Wind 中信期货研究所

从权益类各行业景气度与估值比较看，当前大部分行业估值已经回落到相对偏低水平，可以更多关注高景气低估值行业：主要有电子通信、银行地产、消费里的纺织服装、医药、家电、休闲服务，以及周期中的采掘、钢铁、化工。此外，食品饮料仍处于高景气高估值区间，农林牧渔处于低景气区间，估值在50分位数附近。

图18：各股票行业景气度与估值比较，关注高景气低估值行业



资料来源：datayes 中信期货研究所

## （二）资产拥挤度比较

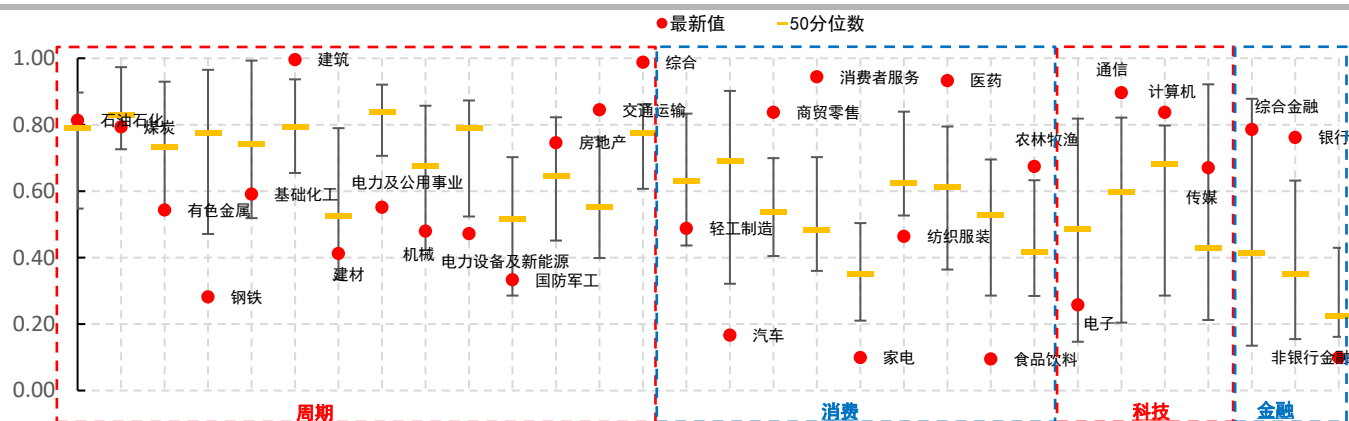
权益类资产的行业拥挤度看，目前周期行业拥挤度大多处于历史较低的水平（除了建筑、建材、房地产等“稳增长”相关行业），整体情绪不高，与当前经济承压形势吻合，二季度关注地产销售拐点信号。

而消费行业拥挤度则两极分化，市场对于汽车、家电、食品饮料类的投资情绪较低，而商贸零售、消费者服务、医药等行业近期较为拥挤，短期反映资金的避险逻辑。尽管我们对消费中长期看好，但短期需要警惕较为拥挤行业的大幅波动。

科技成长类交易情绪相对偏高，虽然有高景气度支撑，但在海外加息和全球经济放缓背景下，警惕行业的进一步调整。

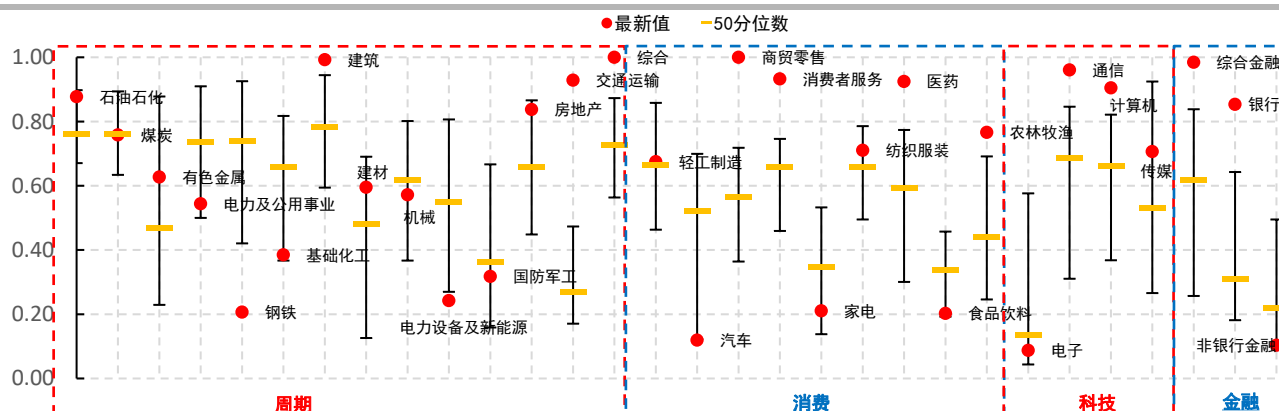
最后，金融板块中的银行业拥挤度较高，非银拥挤度较低。由于金融顺周期属性，叠加当前估值已处于历史低位，仍是中长期配置的选择。

图19：行业拥挤度：成交额



资料来源：Wind 中信期货研究所

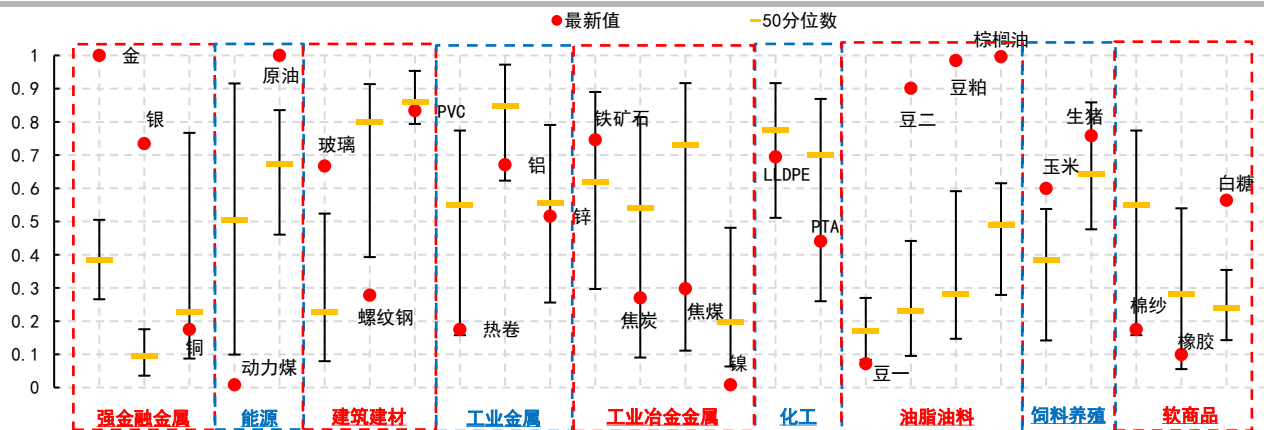
图20：行业拥挤度：换手率



资料来源：Wind 中信期货研究所

从大宗商品的拥挤度看，原油、黄金、油脂油料、玉米近期的拥挤度水平都处于历史极值水平。情绪脉冲过后，随着后续地缘冲突预期缓和，相关品种逻辑还需回归基本面。从配置组合的整体波动角度，应适当降低相关品种的配置比例。

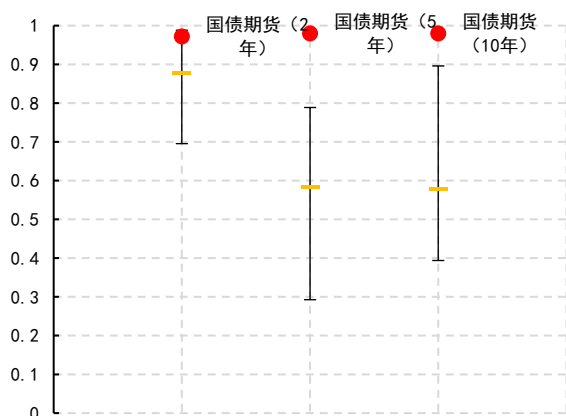
图21：大宗商品拥挤度：成交量



资料来源：Wind 中信期货研究所

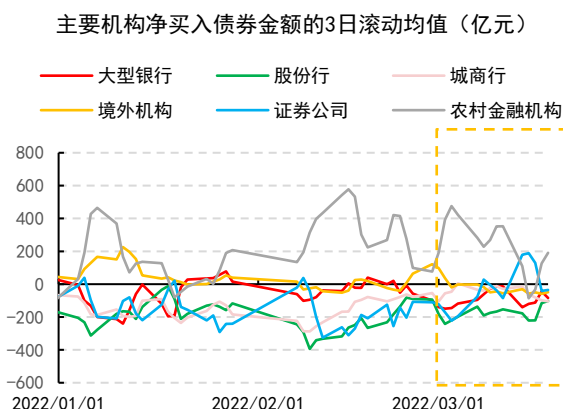
从债券的拥挤度看，当前不同期限国债期货成交量位于历史高位，既显示交易情绪高涨，也需注意拥挤环境。如果后续降息降准预期落空，则需谨防预期差风险。

图22：主要期限国债期货成交量位于近一年高位



资料来源：Wind 中信期货研究部

图23：证券公司和农村金融机构是3月债市主要增量资金



资料来源：Wind 中信期货研究部

### 三、风险平价模型视角下的配置启发

风险平价模型强调对于每一类资产所贡献的风险均等，以实现分散化投资。基于这一基础，我们尝试观测不同经济周期阶段下大类资产的配比，以辅助我们在稳增长阶段制定相应的资产配置方案。考虑到稳增长最主要的政策工具以货币政策工具为主，而落实情况则取决于微观主体创造信贷的意愿，我们更多地从货币-信用周期的视角对风险平价的配置结果进行观测。

#### （一）货币-信用周期的划分

**货币周期以国债到期收益率来划分。**在经济下行压力不断积聚过程中，央行会通过货币政策尝试提升微观主体的借贷意愿，引导市场扩大投资，拉动经济企稳回升。因此，这一阶段随着货币政策转向，1年期国债到期收益率会有较明显的变化。因此，我们以1年期国债到期收益率来划分货币周期。

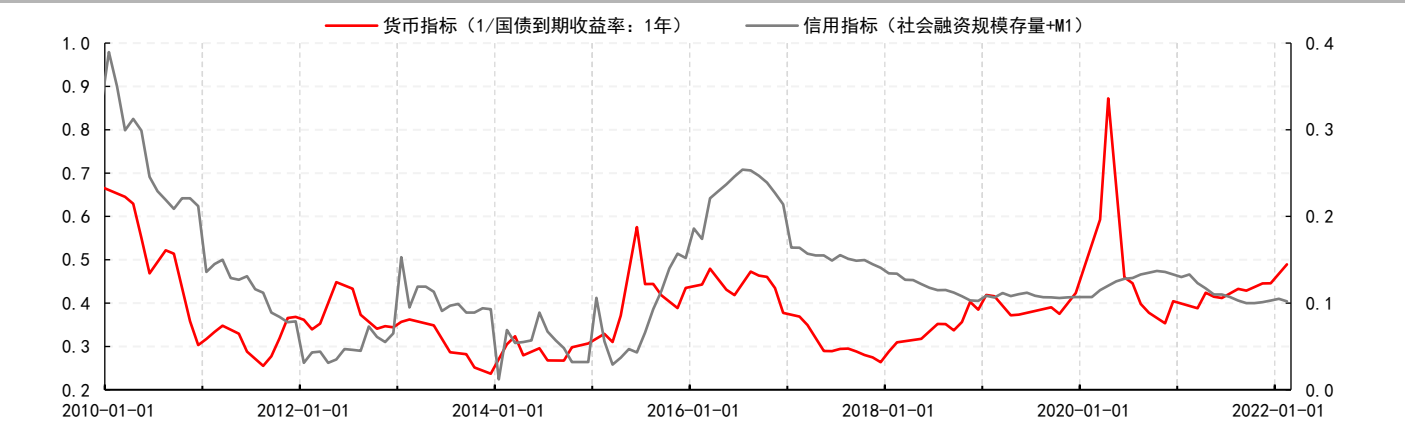
**信用周期以社融和M1数据来划分。**信用周期衡量的是微观主体创造信用的意愿，通常可以通过观测社融增速数据来判断信用松紧情况。然而，2016年期社融数据更新频次低，且2018年社融数据口径有所调整，我们综合了M1同比数据和社融规模存量数据判断信用周期。

目前处于“宽货币+紧信用”向“宽货币+宽信用”的过渡期。自2021年12月中央经济工作会议定调“稳增长”以来，市场正在经历了“政策底-情绪底-经



济底”的磨底历程。2022年2月公布的社融数据不及预期也凸显这一磨底的艰辛。

图24：货币信用周期的划分



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二）不同货币-信用周期阶段下的资产配置讨论

### （1）风险平价视角下的大类资产配置

划分完货币-信用周期后，我们尝试研究不同货币信用周期阶段下资产间的配置性价比。通常而言，比较两两资产间的相对性价比可以指导资产配置方案的制定。然而，当涉及多资产时，该方法忽略了资产组合中新添加资产对原有资产间性价比的影响，仅考虑资产两两间的性价比往往难以从全局视角比较资产间的性价比。因此，我们利用风险平价模型对资产的性价比做出综合考量，测试资产主要选取了中信风格指数、国债、企业债、黄金、原油几类资产。量化模型视角下，整体考量资产配比的变化有助于我们获得更为全面的资产配置性价比。

图25：风险平价视角下的大类资产配置

周期阶段	紧货币+紧信用	宽货币+紧信用	宽货币+宽信用	紧货币+宽信用
金融（中信）	2.54%	2.32%	2.45%	2.16%
周期（中信）	1.76%	1.61%	1.49%	1.37%
消费（中信）	3.43%	3.04%	2.72%	3.38%
成长（中信）	2.51%	2.38%	2.21%	2.05%
稳定（中信）	2.44%	2.38%	2.17%	2.32%
<b>股票</b>	<b>12.68%</b>	<b>11.72%</b>	<b>11.04%</b>	<b>11.28%</b>
中债-国债	37.14%	37.78%	38.71%	38.26%
中债-企业债	42.71%	43.18%	43.37%	43.01%
<b>债券</b>	<b>79.85%</b>	<b>80.96%</b>	<b>82.07%</b>	<b>81.27%</b>
黄金	4.95%	4.98%	4.67%	5.87%
原油	2.52%	2.33%	2.22%	1.58%
<b>商品</b>	<b>7.47%</b>	<b>7.31%</b>	<b>6.89%</b>	<b>7.45%</b>

资料来源：Wind 中信期货研究所

图26：不同阶段下的大类资产波动率

周期阶段	紧货币+紧信用	宽货币+紧信用	宽货币+宽信用	紧货币+宽信用
金融（中信）	24.16%	20.76%	28.11%	21.53%
周期（中信）	24.82%	20.79%	31.33%	23.26%
消费（中信）	22.71%	20.14%	29.64%	21.38%
成长（中信）	28.23%	23.98%	35.31%	27.16%
稳定（中信）	19.84%	16.53%	28.36%	17.05%
<b>股票</b>	<b>23.95%</b>	<b>20.44%</b>	<b>30.55%</b>	<b>22.08%</b>
中债-国债	2.06%	2.12%	2.22%	2.20%
中债-企业债	1.22%	1.18%	1.41%	1.19%
<b>债券</b>	<b>1.64%</b>	<b>1.65%</b>	<b>1.81%</b>	<b>1.69%</b>
黄金	16.90%	16.30%	16.22%	18.26%
原油	45.10%	34.45%	37.30%	57.72%
<b>商品</b>	<b>31.00%</b>	<b>25.37%</b>	<b>26.76%</b>	<b>37.99%</b>

资料来源：Wind 中信期货研究所

## （2）对“宽货币+宽信用”阶段的讨论

风险平价模型提示在“宽货币+宽信用”阶段，权益类资产中的金融风格、债券类的企业债配置价值较此前的“宽货币+紧信用”阶段配置价值有所提升。

- 权益类资产：整体上，配置比例小幅下调；结构上，金融风格性价比提升。

权益类资产整体配置比例小幅下调。在降准与降息等一系列货币政策的推动下，随着微观主体创造信贷意愿的加强，信贷数据好转，企业盈利预期改善，通常认为股价会有相应的推升。按照这个逻辑，权益类资产的配置比例应有所提升，而非模型指示的下调。我们认为，结果的背离背后有两层原因。

其一，在宽货币-宽信用的早期，信用好转向实质的企业盈利提升仍需时间。这一阶段中，由于货币宽松，股票分母端的减小对股价上行有一定支撑。不过，信用好转向企业盈利有实质提升仍需时间，早期市场交易的仍是企业盈利的预期，也就是股票的估值，一旦盈利增速不及预期，股价波动可能有所加剧。因此，从风险平价模型的角度，权益类资产风险有上升的可能。

其二，“宽货币+宽信用”阶段，尽管债券波动率同样小幅上升，但相较于权益资产波动变化幅度较小。因此，在股票波动上行幅度较大的推动下，股票的配置比例小幅下调。

在结构上，金融风格的权益类资产性价比有所提升。从权益资产间的波动来看，金融类资产在这一阶段配置价值有所提升。这背后体现的是，随着微观主体创造信贷的意愿不断加强，信贷数据好转，以银行为首的金融机构盈利增长得到

持续改善，因而行业指数波动降低，配置价值提升。

- **债券类资产：整体上，配置小幅上调；结构上，企业债性价比更高。**

**债权类资产的整体配比应当有所下调。**如前文所述，在商品波动率未有明显变化的基础上，而债权类资产的波动下降，且权益类资产的波动上升。因此，从风险平价的角度看，债权类资产的整体配比有所提升。

**企业债性价比提升，可适当增配。**在“宽货币+宽信用”阶段，随着企业融资意愿增强，企业盈利逐渐好转，违约风险也显著降低，因此企业债的配置性价比持续改善，可以适当增配。

- **商品类资产：减配黄金和原油。**

“宽货币+宽信用”阶段大致对应着经济的复苏期，在这一阶段中经济好转，但是通胀尚处低位，对冲通胀的需求不高，黄金可适当减配。

模型给了我们一些配置上的定量参考，实际操作中考虑较为复杂的环境，例如预期变化、政策经济的传导时间、情绪和流动性等多重因素，仍需综合应用。

## 四、小结与展望

二季度将进入国内“稳增长”效果的重点检验阶段，政策方向已经明确，但在基本面明确之前，预期与情绪交织，市场或将经历一段较为“混沌”或者“颠簸”的阶段。同时，外部流动性持续收紧，在内外政策一定程度背离的环境下，需警惕流动性的负面冲击。

以“PPI-CPI”视角为主线，基于我们对国内稳增长节奏和通胀节奏的研判，**二季度可能还处于剪刀差收窄的第一阶段，即“拐点”信号前夕，权益还有寻底压力，利率磨底，商品震荡阶段，配置整体风格仍偏防御。**目前看更积极的配置时机可能出现在三季度的概率更大，还需等待。

**二季度资产配置思路一方面要在承压环境中保持“防御”，另一方面要对积极变化保持敏感和“观望”，重点观测两个潜在的拐点信号：一是政策的拐点信号，即地产销售和投资改善；二是大类资产的拐点信号，即通胀剪刀差值降为零。**

**权益：**（1）短期而言，“稳增长”和高股息板块保持韧性，如地产、基建、煤炭。（2）中期而言，金融和消费板块在通胀剪刀差收窄阶段具有比较优势，二季度后期可重点关注银行、医药、食品饮料、家电、消费者服务、纺织服装等。（3）农林牧渔在景气度低位情况下交易拥挤度持续上升，警惕波动风险，中期仍可逢

低配置。(4) 钢铁、化工、机械设备等周期行业可关注地产投资企稳时机。

**债券：**二季度可能仍是利率磨底阶段，如果降息降准政策落地，利率可能继续小幅下行，但是，如果政策落空，或者地产超预期较快修复，则利率反弹。交易思路或需博弈，但配置角度，无论从防御思路还是风险平价模型提示，二季度债券仍具备较好配置价值。

**商品：**工业金属方面二季度黑色金属有望跟随此轮“稳增长”地产周期修复反弹，维持高位。农产品方面，玉米、油脂油料基本面持续支撑，但近期的交易拥挤度水平都处于历史极值水平，警惕波动风险。最后，对于原油和黄金，作为资产配置组合中的“基础”选择，在高通胀环境下维持配置，二季度后期考虑海外金融风险 and 国内经济预期改善，可适当小幅减配黄金和原油。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826