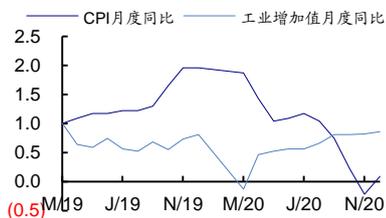


**CPI与工业增加值月度同比增速**

**宏观数据**

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	-20.70
M2	9.40

**相关研究报告:**

《大类资产配置月报: 继续期待顺周期资产的表现》——2020-12-05  
 《宏观经济月报: 2020年四季度中国经济内生动能显著提升》——2021-01-30  
 《宏观经济月报: 经济内生动能进一步加强, CPI同比或已见底》——2020-12-26  
 《大类资产配置月报: 2021年关注全球经济复苏带来的交易机会》——2021-01-05  
 《大类资产配置月报: 经济复苏依然是主线, 信用是否收缩还有待观察》——2021-02-02

**证券分析师: 徐亮**

电话: 021-60933155  
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110001

**证券分析师: 董德志**

电话: 021-60933158  
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**宏观月报**

## 通胀交易提速, 短期波动加大

### ● 国内大类资产月度展望

**(1) 股票市场:** 近期股票市场的表现相对一般, 不同风格股票的分化依然较大。周期、金融股在近期表现较好, 而消费、成长股表现不佳。随着疫苗逐步接种、全球新冠疫情已经得到较好控制, 后续以欧美为代表的全球经济复苏依然是大类资产配置的主要逻辑, 国内顺周期、低估值股票依然将会获得较不错的超额回报, 另外银行股也会受益于经济向好、贷款利率提升而有不错的表现。

同时需要认识到, 在国内经济已经恢复、且后续很有可能出现工业品通胀的情况下 (近期 PPI 环比表现持续强势), 国内货币政策有边际收紧的可能性。在经济继续向好、而货币政策有潜在收紧可能性的宏观环境中, 股票市场呈现上涨的概率依然较大, 只不过波动会有所加大。

**(2) 债券市场:** 目前来看, 我们正处于债券熊市的第二阶段, 即通胀主导的冲击过程。近期大宗商品的大幅上涨正是反映了市场的通胀预期逐渐升温。后续来看, 随着通胀成形后, 预计在 7、8 月份, 货币政策可能会进入正式收紧阶段, 届时将迎来债券熊市的第三阶段。从趋势上看, 预计 10 年期国债利率至少会上行至 3.5% 左右的水平, 对应 10 年期国债期货价格下跌至 95 元左右。

从不同市场投资者的观点来看, 根据期货多空成交比, 近期国债期货价格震荡下跌, 而期货多空比值出现反弹, 反映国债期货上的投资者并没有像现券一样那么悲观, 可能有投资者在期货上参与博反弹。

另外, 在不考虑基本面的情况下, 单从技术面角度出发, 根据利率预测模型显示, 模型在近期对债券的看空程度有所减弱。

而且, 从股债估值的比较来看, 目前, 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率为 2.77%, 处于过去 5 年 3% 的分位点; 沪深 300 股息率/10 年国债利率为 0.57, 处于过去 5 年 11% 的分位点。

从以上现象可以看到, 债券利率在经历连续上行之, 债券资产的性价比确实有所提升, 但从基本面的维度来看, 债券利率的上行并没有结束。后续, 债券市场可能会有反弹, 但整体依然还是处于下跌趋势中。

**(3) 商品市场:** 近期, 全球大宗商品价格出现暴涨, 化工品和有色金属涨幅较大, 主要是因为在全球疫情逐步得到控制之后, 市场投资者对未来经济复苏和通货膨胀的预期开始升温。目前大宗商品价格上涨反应的是投资者预期, 后续需要关注全球经济是否会复苏、通货膨胀是否会回升, 即预期是否会实现。当前来看, 在疫情得到有效控制、美国大规模财政刺激即将落地的情况下, 未来全球经济复苏仍然会较大概率出现。大宗商品价格还会继续得到支撑。

**(4) 外汇市场:** 考虑到国内货币政策最为宽松的时期已经过去, 且未来在工业品通胀的压力下可能会边际收紧货币政策, 但海外央行还是继续维持较宽松的政策, 而且中美利差依然保持在较高水平, 国内资产的吸引力依然较强。上述因素将使得人民币汇率继续保持偏强运行状态。

## 内容目录

<b>大类资产价格变化月度回顾：通胀交易盛行</b> .....	<b>5</b>
股票：再度冲高回落，周期、金融领涨 .....	6
债券：长短端利率分化，曲线熊陡 .....	7
外汇：人民币汇率窄幅波动、美元指数先涨后跌 .....	9
商品：通胀预期浓厚，大宗商品暴涨 .....	9
<b>各大类资产估值比价情况</b> .....	<b>10</b>
历年来国内主要资产表现情况 .....	10
历史分位点水平看各资产估值情况 .....	11
股债相对估值 .....	12
<b>各大类资产收益波动比较</b> .....	<b>13</b>
<b>货币信用大类资产配置框架月度跟踪</b> .....	<b>13</b>
货币信用风火轮当月状态判断 .....	13
货币信用风火轮框架下的风险平价组合跟踪 .....	15
<b>国内大类资产月度展望</b> .....	<b>18</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>25</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>25</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>25</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2021 年 2 月的表现 .....	6
图 2: 上证综指在 2020 年 2 月的表现 .....	6
图 3: 股票及其风格指数在 2021 年 2 月的表现 .....	7
图 4: 10 年期国债期货在 2021 年 2 月的表现 .....	8
图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现 .....	8
图 6: 货币市场加权利率走势 .....	8
图 7: 5 年中票信用利差表现情况 .....	9
图 8: 美元兑人民币汇率及美元指数走势 .....	9
图 9: 各类商品指数在 2021 年 2 月的表现 .....	10
图 10: 南华工业品指数走势 .....	10
图 11: 历年国内主要资产表现情况 .....	11
图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2021.02) .....	12
图 13: 沪深 300 股息率/10 年国债利率及其百分位点 .....	12
图 14: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率及其百分位点 .....	13
图 15: 短期市场利率与央行政策利率 .....	14
图 16: 金融数据变化 .....	14
图 17: “货币+信用”组合状态与大类资产价格变化关系一览 (概率按次数计算) .....	15
图 18: “货币+信用”组合状态与股票市场变化关系一览 (概率按次数计算) .....	15
图 19: 2021 年 3 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例 .....	16
图 20: 各个资产的权重变化 (2012.03-2021.02) .....	16
图 21: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2021.02) .....	17
图 22: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2021.02) .....	17
图 23: 中采 PMI 和财新 PMI 依然处于景气区间 .....	18
图 24: 国信高频宏观扩散指数 .....	18
图 25: 全球新冠疫苗接种量 .....	19
图 26: 全球及美国每日新增新冠病例 .....	19
图 27: 全球、美国及欧元区 PMI .....	19
图 28: PPI 环比与货币政策变化的历史统计 .....	20
图 29: 十年期国债期货多空成交比 .....	21
图 30: 10 年期国债利率及模型预测多 (红) 空 (绿) 时期 .....	21
图 31: 预测模型的效果展示 (模型在 10 年期国债上的多空交易收益, 2010 年以来) .....	21
图 32: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率 .....	22
图 33: 沪深 300 股息率/10 年国债利率 .....	22
图 34: 美国名义利率、实际利率与通胀预期 .....	23
图 35: 欧洲主要国家新冠每日新增病例数量 .....	23
图 36: 全球、美国及欧元区 PMI .....	24
图 37: 中美利差走势图 .....	24
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2021.02) .....	5

表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2021.02) .....	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2021.02) .....	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2021-02) .....	17
表 5: 国债与国开、地方债的比较 .....	22

## 大类资产价格变化月度回顾：通胀交易盛行

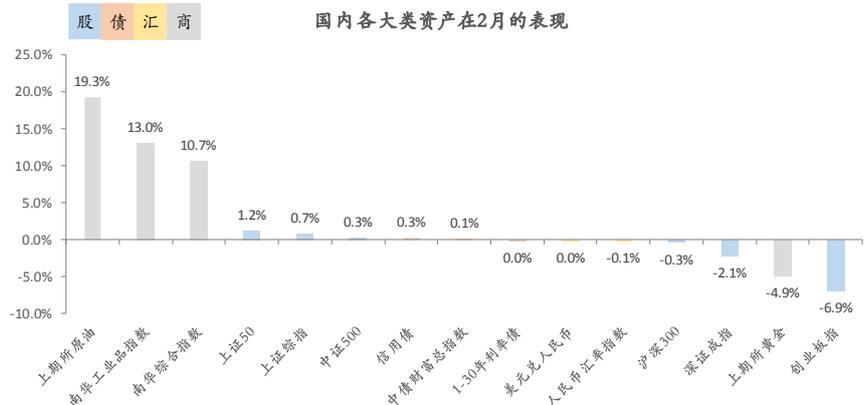
整体来看,2021年2月,各大类资产的优劣表现依次为商品>股票>汇率>债券。具体来看:(1)股票在2月继续先涨后跌,春节前后是分水岭,因为担忧估值过高和流动性转向,抱团股的瓦解拖累了股市整体表现;(2)债市继续下跌,长短端利率分化,在资金面继续维持稳定偏松局面下,短端利率逐步下行,而长端利率在经济复苏预期强、通胀预期高涨、美债利率上升的环境下上行明显;(3)商品指数在2月暴涨。受经济复苏、流动性宽松、通胀预期的影响,叠加供应端收缩的扰动,大宗商品在2月大幅上涨;(4)美元指数先涨后跌,人民币偏强运行。在国内经济平稳向好、货币政策不再明显放松的背景下,人民币汇率继续维持偏强震荡格局。

表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2021.02)

各大类资产	上月末价格 (2021-1-31)	当月末价格 (2021-02-26)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	3483.1	3509.1	0.75%	春节前后是市场行情较为明显的分水岭。在春节之前,股票市场上涨明显,1月社融增速超预期缓解了投资者对信用明显紧缩的担忧,海外股市在此期间的表现较好也提振了投资者信心,市场持券过节意愿较浓。春节之后,在海外通胀交易盛行的影响下,市场投资者风险偏好较高,国内股市高开,但在担忧估值过高、流动性转向等因素的影响下,抱团股大幅下跌,股市在春节之后下跌明显。
	深证成指	14822.0	14507.4	-2.12%	
	创业板指	3128.9	2914.1	-6.86%	
	上证 50	3713.2	3756.9	1.17%	
	沪深 300	5352.0	5336.8	-0.28%	
	中证 500	6346.1	6364.4	0.29%	
债券	中债财富总指数	202.6	202.7	0.07%	<p>债市在2月期间的变化大致可以划分为两个阶段:</p> <p><b>第一阶段是2月1-10日,春节前债市一路下跌。</b>尽管1月制造业PMI有所下行,央行也投放流动性维稳资金面,但整体投放量略显克制,资金面也确实出现放松,短端利率也略有下行。但市场投资者对央行后续货币政策边际收紧操作开始有所预期,叠加1月社融增速超预期,股市上涨明显,长债在春节前一路下跌。</p> <p><b>第二阶段是2月18-26日,春节后,债市低开震荡。</b>春节期间,海外通胀交易盛行,大宗商品价格明显上涨,美债利率也出现上升,国债期货在春节后明显低开,但下跌动能有所减弱,市场投资者博反弹的情绪出现升温,但整体情绪仍然偏弱。而短端利率则在流动性继续维持相对宽松的环境下继续小幅下行。</p> <p><b>在收益率曲线变化方面,</b>以国债期限利差(10-1Y)为例,收益率曲线在2月明显变陡,期限利差上行约18BP至68BP左右。具体来看,长短端利率的影响因素在2月明显不同,短端利率来看,在资金利率于1月大幅冲高之后,2月资金利率又回到相对宽松的水平,央行也提醒投资者不要过度关注公开市场量的指标而应该关注价的指标,以此来安抚投资者情绪,短端利率在这一环境下逐步下行。而长端利率则在通胀预期高涨,大宗商品价格明显上涨,美债利率大幅上行的背景下继续出现上行走势。整体收益率曲线在2月因此呈现熊陡走势。</p>
	中债1-30年利率债指数	165.2	165.2	-0.01%	
	中债信用债总财富指数	189.3	189.8	0.26%	
	10年国开利率	3.59	3.75	16.5	
	10年国债利率	3.18	3.28	10.1	
	1年国债利率	2.68	2.60	-7.6	
汇率	美元指数	90.54	90.20	-0.37%	美元指数在2月初延续了1月的上涨势头,但随后又出现下行,主要原因有:(1)美联储和财政部不断释放宽松信号,市场宽松预期不减;(2)市场风险偏好提升,大宗商品等风险资产价格大幅上涨,风险偏好的提升也会压制美元指数。
	美元兑人民币(在岸)	6.46	6.46	-0.03%	
	美元兑人民币(离岸)	6.45	6.48	0.50%	
	人民币汇率指数	96.50	96.40	-0.10%	
商品	南华综合指数	1652.5	1829.1	10.69%	商品在2月强势运行的原因主要有:(1)疫苗接种速度加快、美国财政刺激有望落地,全球经济复苏预期强烈;(2)受寒潮影响,美国原油产量骤降,多个化工装置宣布不可抗力停产,能化产品的供应收缩预期强烈;(3)美国货币政策和财政政策还将继续保持宽松,美元指数下降的预期依然较强。
	南华工业品指数	2579.0	2915.0	13.03%	
	布伦特原油(美元)	55.1	64.6	17.30%	
	上期所原油	340.3	405.9	19.28%	
	伦敦现货黄金(美元)	1863.8	1742.9	-6.49%	
	上期所黄金	388.3	369.5	-4.85%	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理  
 注: 债券利率的价格变动单位为: 基点

图 1: 国内各大类资产在 2021 年 2 月的表现



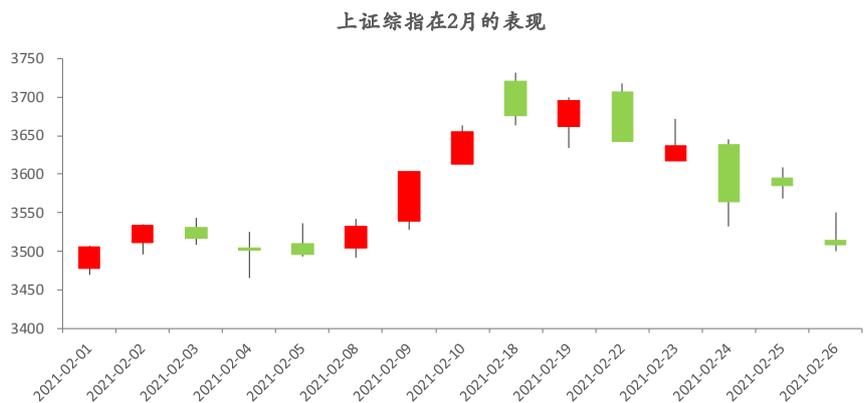
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 股票: 再度冲高回落, 周期、金融领涨

2021年2月,国内股票春节前上涨、春节后下跌,整体涨跌幅度变化依然不大,但风格分化依然明显,万得全A指数在2月涨跌幅基本为0。从不同类型股票指数来看:(1)上证综指、深证成指和创业板指分别变化0.75%、-2.12%和-6.86%;(2)上证50、沪深300和中证500分别变化1.17%、-0.28%和0.29%;(3)从风格指数来看,周期股和金融股表现不错,分别上涨4.0%和3.2%;稳定股表现尚可,上涨1.7%;消费股和成长股表现不佳,分别下跌1.9%和2.8%。

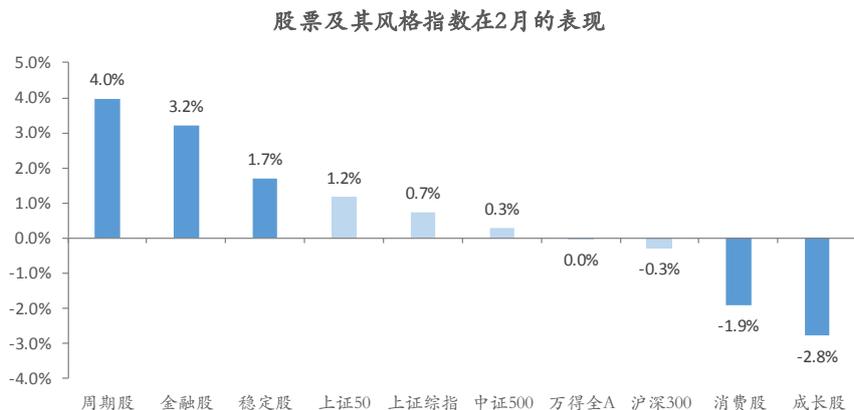
回顾2月,春节前后是市场行情较为明显的分水岭。在春节之前,股票市场上涨明显,1月社融增速超预期缓解了投资者对信用明显紧缩的担忧,海外股市在此期间的表现较好也提振了投资者信心,市场持券过节意愿较浓。春节之后,在海外通胀交易盛行的影响下,市场投资者风险偏好较高,国内股市高开,但在担忧估值过高、流动性转向等因素的影响下,抱团股大幅下跌,股市在春节之后下跌明显。

图 2: 上证综指在 2020 年 2 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 股票及其风格指数在 2021 年 2 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理  
注: 股票风格指数采用中信风格指数

### 债券: 长短端利率分化, 曲线熊陡

2021 年 2 月, 债市整体继续下跌, 但短端利率表现较好, 长端利率上行而短端利率下行, 曲线呈现熊陡走势。2 月, 10 年期国开利率上行约 17BP; 10 年国债利率上行约 10BP; 1 年期国债利率下行约 8BP; 国债期限利差 (10-1Y) 当前为 68BP, 整体在 2 月上行约 18BP。

10 年期国债期货主力合约 T2106 下跌 1.100 元, 对应收益率上行约 14BP。以 10 年期国债期货为例, 债市在 2 月期间的变化大致可以划分为两个阶段:

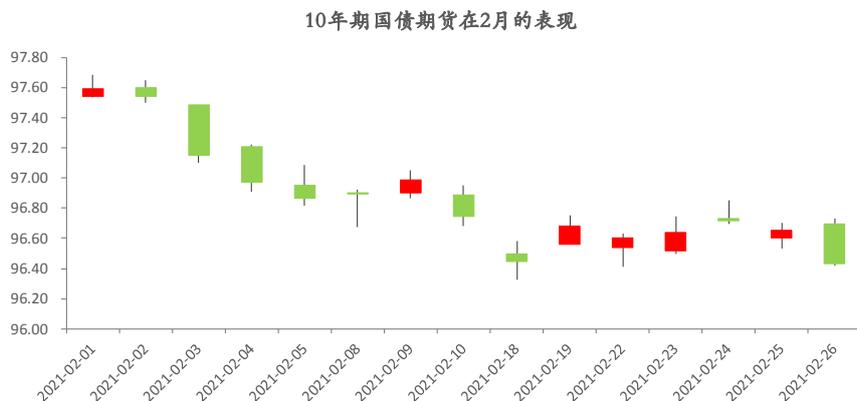
**第一阶段是 2 月 1-10 日, 春节前债市一路下跌。**尽管 1 月制造业 PMI 有所下行, 央行也投放流动性维稳资金面, 但整体投放量略显克制, 资金面也确实出现放松, 短端利率也略有下行。但市场投资者对央行后续货币政策边际收紧操作开始有所预期, 叠加 1 月社融增速超预期, 股市上涨明显, 长债在春节前一路上跌。

**第二阶段是 2 月 18-26 日, 春节后, 债市低开震荡。**春节期间, 海外通胀交易盛行, 大宗商品价格明显上涨, 美债利率也出现上升, 国债期货在春节后明显低开, 但下跌动能有所减弱, 市场投资者博反弹的情绪出现升温, 但整体情绪仍然偏弱。而短端利率则在流动性继续维持相对宽松的环境下继续小幅下行。

**在收益率曲线变化方面,**以国债期限利差 (10-1Y) 为例, 收益率曲线在 2 月明显变陡, 期限利差上行约 18BP 至 68BP 左右。具体来看, 长短端利率的影响因素在 2 月明显不同, 短端利率来看, 在资金利率于 1 月大幅冲高之后, 2 月资金利率又回到相对宽松的水平, 央行也提醒投资者不要过度关注公开市场量的指标而应该关注价的指标, 以此来安抚投资者情绪, 短端利率在这一环境下逐步下行。而长端利率则在通胀预期高涨, 大宗商品价格明显上涨, 美债利率大幅上行的背景下继续出现上行走势。整体收益率曲线在 2 月因此呈现熊陡走势。

**在信用利差方面,**以 5 年中票为例, 整体中票信用利差有所收窄, 5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差在 2021 年 2 月分别变化 -6BP、-18BP、-20BP 和 -20BP。当前, 5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差分别为 76BP、109BP、157BP 和 374BP, 其分别处于过去五年的百分位点位置为 13%、21%、27% 和 64%。

图 4: 10 年期国债期货在 2021 年 2 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 货币市场加权利率走势



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_17789](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17789)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>