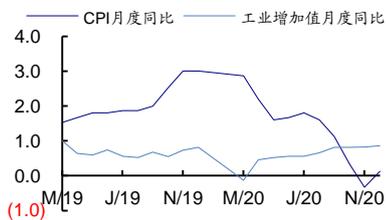


CPI与工业增加值月度同比增速



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	10.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 大选结束后, 风险资产有望迎来普涨》——2020-11-05  
 《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: 继续期待顺周期资产的表现》——2020-12-05

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号: 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号: 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

## 经济复苏依然是主线、信用是否收缩还有待观察

### ● 国内大类资产月度展望

(1) **股票市场:** 在未来欧美经济复苏的带动下, 国内很有可能迎来工业品通胀, PPI的显著上行将支撑工业企业利润, 周期类股票的表现依然值得期待, 而在过去的1月, 周期股的表现也领先其它风格股票。

另外, 市场投资者也担心信用环境可能由宽转紧, 而且考虑到去年的高基数影响, 今年1月的社融增速可能会进一步下降至13%左右。而根据历史统计来看, 紧信用环境下会影响上市公司的整体盈利水平, 进而使得股市出现熊市的概率更大一些。而我们认为, 当前判断信用环境转紧还为时过早, 如果要判断社融增速后续会趋势性下行、信用会趋势性收紧, 则需要看到这两个因素的其中一个: (1) 央行货币政策状态明显转紧, 供给端收缩会使得信用收紧, 目前可能正在这一路上, 但还没有确切的证据表明央行已经收紧; (2) 经济需求存在明显的萎缩情况, 需求端的减少会使得信用收紧, 尽管近期高频经济数据没有进一步上行, PMI数据也略有下行, 但整体来看, 我国的经济表现依然较强, 实体的融资需求依然旺盛, 从需求端方面还很难看到信用趋势性收紧的迹象。

因此, 在经济依然向好, 名义增速表现不错的阶段, 股票市场还是值得参与的。不过, 需要警惕货币政策可能的边际收紧迹象, 这会使得股票市场在上涨的过程中, 波动有所加大。

(2) **债券市场:** 从后续短期交易来看, 资金面最为紧张的时刻很有可能已经过去, 后续央行还是会继续投放流动性来维稳春节期间资金面, 因此债券利率在短期交易中继续上行的压力有所减弱。

不过, 从中长期的维度来看, 我们认为10年期国债利率还将继续上行到3.5%以上的水平, 对应10年期国债期货价格下跌至95元左右。这其中, 债券市场最关注的焦点还是在于工业品通胀这一端, 即PPI后续的变化情况。我们认为随着全球疫苗的持续接种, 未来欧美等国家在2021年下半年经济复苏的可能性较大, 在全球央行宽松措施和经济复苏预期的影响下, 全球大宗商品还将继续上涨, 很可能催生工业品通胀风险, 带动国内名义增长率进一步上行。在通胀压力的影响下, 央行还是会有边际收紧货币政策的可能性。

(3) **商品市场:** 整体上来看, PPI未来还将继续处于回升过程中, 在后续全球经济复苏过程中, 叠加流动性宽松, 工业品通胀发生的概率也比较高。大宗商品市场的交易逻辑依然以经济复苏为主线, 尽管过去几个月, 大宗商品已出现明显上涨, 但在2021年, 大宗商品可能会是表现最佳的资产之一。在品种上, 建议选择以全球经济需求为主导的商品, 例如原油、铜等资产。特别是原油, 在经过连续3个月的上涨后, 原油整体价格依然处于疫情发生前之下, 在供应端积极减产、需求端可能会超预期影响下, 原油等化工品种将会有较好的表现。

(4) **外汇市场:** 考虑到国内货币政策最为宽松的时期可能已经过去, 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很高水平, 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：资金面扰动大</b> .....	<b>4</b>
股票：冲高回落，周期股表现依然不错 .....	5
债券：震荡下跌，曲线明显变平 .....	6
外汇：美元指数略有反弹，人民币汇率偏强运行 .....	8
商品：高位偏强震荡 .....	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 .....	10
股债相对估值 .....	11
<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>23</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2021 年 1 月的表现 .....	5
图 2: 上证综指在 2020 年 1 月的表现 .....	5
图 3: 股票及其风格指数在 2021 年 1 月的表现 .....	6
图 4: 10 年期国债期货在 2021 年 1 月的表现 .....	7
图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现 .....	7
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 .....	8
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 1 月的表现 .....	9
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 .....	10
图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2021.01) .....	11
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 .....	12
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 2 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 (2012.03-2021.01) .....	17
图 23: PPI 月度同比走势预测 .....	18
图 24: 中采 PMI 和财新 PMI 依然处于景气区间 .....	18
图 25: 国信高频宏观扩散指数 .....	19
图 26: PPI 与工业企业利润 .....	19
图 27: 十年期国债期货多空成交比 .....	20
图 28: 十年期国开-国债利差走势图 .....	21
图 29: 全球、美国和欧元区制造业 PMI 走势图 .....	22
图 30: 中美利差走势图 .....	22
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2021.01) .....	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2021.01) .....	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2021.01) .....	13
表 4: 几种资产组的比较 (2012-03 至 2021-01) .....	17
表 5: 国开与国债性价比比较 (分位点采取过去 5 年数据测算) .....	21

## 大类资产价格变化月度回顾：资金面扰动大

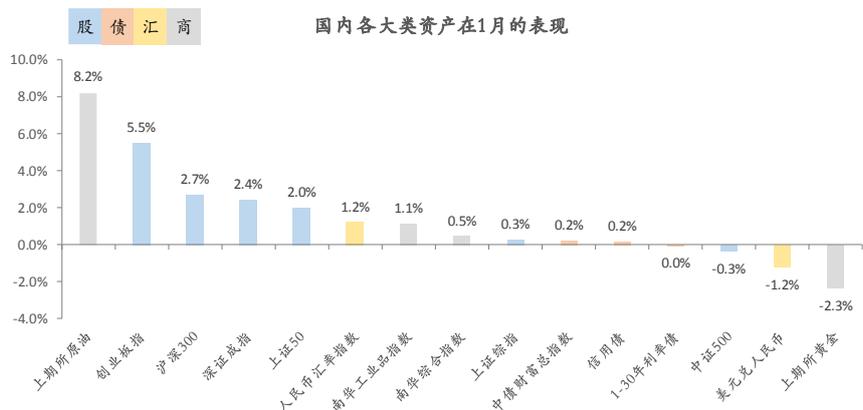
整体来看,2021年1月,各大类资产的优劣表现依次为汇率>商品>股票>债券,资金面变化是影响股债商价格的主要因素。具体来看:(1)股票在1月先涨后跌,主要受流动性先松后紧的影响;(2)债市震荡下跌,在基本面较好的情况下,流动性初期宽松虽点燃投资者做多热情,但价格上涨幅度有限,而后续流动性明显收敛又给市场快速降温;(3)商品指数在1月震荡偏强运行。短期流动性虽有扰动,但市场对未来依然有较强的通胀预期,这使得商品价格整体表现偏强;(4)美元指数反弹,人民币继续升值。美国刺激政策落地,市场对美国经济复苏有所期待带动美元指数底部略有反弹;而中国资产吸引力依然较强,中美利差也较高,这使得人民币汇率始终偏强运行。

表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2021.01)

各大类资产	上月末价格 (2020-12-31)	当月末价格 (2021-01-31)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	3473.1	3483.1	0.29%	<p><b>A股在1月下旬及之前表现强势</b>的原因主要有:(1)元旦之后,虽然央行不断回笼资金,但整体流动性依然处于较宽松的水平,且在1月税期扰动时,央行也投放了资金进行维稳。市场对流动性较乐观的预期推升了各大类资产价格的上涨;(2)年初新发基金规模超预期,市场抢跑建仓;(3)12月经济数据整体强于预期。</p> <p><b>但是在1月底,股票市场下跌明显</b>,原因主要有:(1)央行继续回收流动性,资金利率大幅攀升,资金面出现超预期的明显收紧,市场投资者对央行货币政策收紧开始有所预期;(2)从12月以来,市场投资者已经获利较多,再加上市场对于龙头股抱团瓦解的担忧,市场获利了结情绪较重。美股也出现明显下跌。</p> <p><b>第一阶段是1月4-7日,债市有所反弹,短端表现再度好于长端</b>。这期间,资金面依然处于极度宽松水平,年初机构配置意愿加大,外资也加大了对中国债券的买入。</p> <p><b>第二阶段是1月8-11日,债市再度下跌</b>,市场获利了结意愿较强,且12月PPI和CPI也好于预期。</p> <p><b>第三阶段是1月12-14日,债市再度上涨</b>,主要原因有:(1)资金面整体处于偏宽松的水平;(2)市场配置力量和意愿有所加大;(3)社融存量同比增速再度小幅下行,引发市场对紧信用的担忧。</p> <p><b>第四阶段是1月15-18日,债市出现调整</b>,原因主要是央行缩量操作MLF,资金面尽管整体偏松,但实际上也在慢慢收紧,引发投资者对未来资金面进一步收紧的预期。</p> <p><b>第五阶段是1月19-25日,债市出现上涨</b>,债市表现偏强,原因主要有:(1)尽管资金面受税期扰动有所收紧,但央行进行了较大规模的对冲操作,市场对央行态度乐观,预期央行后续还会明显放水以应对春节资金需求;(2)国内疫情有所反复,市场投资者情绪因此受到扰动。</p> <p><b>第六阶段是1月26-29日,债市大幅调整</b>,具体来看,债市下跌的原因主要是央行继续回笼资金,货币市场资金利率大幅飙升,投资者对央行适时退出货币政策有所担忧。</p> <p><b>美元指数在1月反弹</b>的原因主要有:(1)随着新冠疫苗的逐步接种,大规模刺激政策的推出,市场投资者普遍对美国经济复苏较为乐观;(2)目前,美国经济复苏情况相对欧洲更强一些。</p> <p><b>尽管美元指数有所反弹,但人民币汇率依然偏强运行</b>,人民币兑美元汇率跌破6.5,而人民币汇率表现偏强除了中国基本面较好之外,中国资产较强的吸引力也是导致人民币偏强的主要因素,而且中美利差目前也还是处于较高水平,外资对中国国债的配置力度不减。</p> <p><b>商品在1月偏强运行</b>的原因主要有:(1)国内经济运行情况依然较好,1月PMI指数还是维持在较高景气度水平;(2)国际原油供给端利好,沙特2月起单方面自愿每日减产100万桶原油,带动原油能化系商品明显走强;(3)新冠疫苗在全球的接种逐步展开,且美国大规模刺激落地,市场对美国经济复苏和通胀有较强的预期。</p>
	深证成指	14470.7	14822.0	2.43%	
	创业板指	2966.3	3128.9	5.48%	
	上证50	3640.6	3713.2	1.99%	
	沪深300	5211.3	5352.0	2.70%	
	中证500	6367.1	6346.1	-0.33%	
债券	中债财富总指数	202.1	202.6	0.23%	
	中债1-30年期利率债指数	165.3	165.2	-0.02%	
	中债信用债总财富指数	189.0	189.3	0.17%	
	10年期国开利率	3.53	3.59	5.6	
	10年期国债利率	3.14	3.18	3.6	
	1年期国债利率	2.47	2.68	20.6	
汇率	美元指数	89.96	90.54	0.64%	
	美元兑人民币(在岸)	6.54	6.46	-1.20%	
	美元兑人民币(离岸)	6.50	6.45	-0.83%	
	人民币汇率指数	94.84	95.99	1.21%	
商品	南华综合指数	1645.0	1652.5	0.46%	
	南华工业品指数	2550.5	2579.0	1.12%	
	布伦特原油(美元)	51.7	55.1	6.54%	
	上期所原油	309.5	335.0	8.24%	
	伦敦现货黄金(美元)	1887.6	1863.8	-1.26%	
上期所黄金	397.6	388.3	-2.33%		

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 1 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 股票: 冲高回落, 周期股表现依然不错

2021 年 1 月, 国内股票月初上涨、月末下跌, 整体涨跌幅度变化不大, 但分化依然明显, 万得全 A 指数在 1 月下跌 0.1%。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上涨 0.29%、2.43%和 5.48%; (2) 上证 50 和沪深 300 分别上涨 1.99%和 2.70%, 中证 500 下跌 0.33%; (3) 从风格指数来看, 周期股表现不错, 上涨 2.1%; 消费股表现尚可, 上涨 0.5%; 成长股在 1 月基本维持不变; 金融股和稳定股表现继续不佳, 分别下跌 1.8%和 3.7%。

回顾 1 月, A 股在 1 月下旬及之前表现强势的原因主要有: (1) 元旦之后, 虽然央行不断回笼资金, 但整体流动性依然处于较宽松的水平, 且在 1 月税期扰动时, 央行也投放了资金进行维稳。市场对流动性较乐观的预期推升了各大类资产价格的上涨; (2) 年初新发基金规模超预期, 市场抢跑建仓; (3) 12 月经济数据整体强于预期, 且市场对未来全球经济复苏依然抱有较高的期待。

但是在 1 月底, 股票市场下跌明显, 原因主要有: (1) 央行继续回收流动性, 资金利率大幅攀升, 资金面出现超预期的明显收紧, 市场投资者对央行货币政策收紧开始有所预期; (2) 从 12 月以来, 市场投资者已经获利较多, 再加上市场对于龙头股抱团瓦解的担忧, 市场获利了结情绪较重。美股也出现明显下跌; (3) 国内疫情有所反复, 市场担忧对经济复苏产生影响; (4) 房地产贷款受到限制, 部分地区银行房贷利率出现上调, 市场对信用收缩较为担忧。

图 2: 上证综指在 2020 年 1 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 1 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：震荡下跌，曲线明显变平

2021 年 1 月，债市整体震荡下跌，短端利率波动较大，呈现先下行后上行的走势，曲线也跟随先变陡后变平。1 月，10 年期国开利率上行约 6BP；10 年国债利率上行约 4BP；1 年期国债利率上行约 21BP；国债期限利差（10-1Y）当前为 50BP，整体在 1 月下行约 17BP。

10 年期国债期货主力合约 T2103 下跌 0.250 元，对应收益率上行约 3BP。以 10 年期国债期货为例，债市在 1 月期间的变化大致可以划分为六个阶段：

**第一阶段是 1 月 4-7 日，债市有所反弹，短端表现再度好于长端。**这期间，资金面依然处于极度宽松水平，年初机构配置意愿加大，外资也加大了对中国债券的买入。

**第二阶段是 1 月 8-11 日，债市再度下跌。**市场获利了结意愿较强，且 12 月 PPI 和 CPI 也好于预期。

**第三阶段是 1 月 12-14 日，债市再度上涨。**主要原因有：（1）资金面整体处于偏宽松的水平；（2）市场配置力量和意愿有所加大；（3）社融存量同比增速再度小幅下行，引发市场对紧信用的担忧；（4）投资者对央行进行降准等宽松措施有所期待。

**第四阶段是 1 月 15-18 日，债市出现调整。**原因主要有：（1）央行缩量操作 MLF，资金面尽管整体偏松，但实际上也在慢慢收紧，引发投资者对未来资金面进一步收紧的预期；（2）短期止盈压力较大，特别是短端利率在前段时间出现了大幅下行，短端利率的投资者有很强的止盈意愿；（3）经济数据总体强于预期。

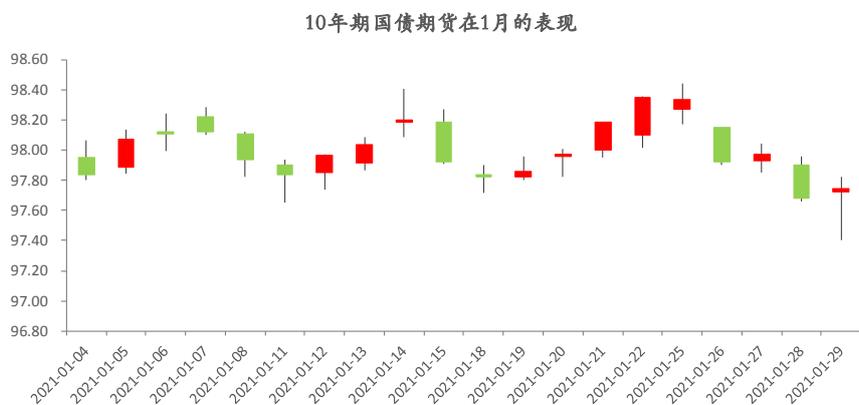
**第五阶段是 1 月 19-25 日，债市出现上涨。**债市表现偏强，原因主要有：（1）尽管资金面受税期扰动有所收紧，但央行进行了较大规模的对冲操作，市场对央行态度乐观，预期央行后续还会明显放水以应对春节资金需求；（2）国内疫情有所反复，市场投资者情绪因此受到扰动；（3）配置资金力量不减。

**第六阶段是 1 月 26-29 日，债市大幅调整。**具体来看，债市下跌的原因主要是央行继续回笼资金，货币市场资金利率大幅飙升，投资者对央行适时退出货币政策有所担忧。市场整体较为脆弱，周五中午，央行 SLF 加息的谣言一度导致股债商市场下跌明显；不过，随着央行辟谣，资金面也在尾盘明显放松，债券市场又有所回升。

**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 1 月先陡后平，整体明显变平，期限利差下行约 17BP 至 50BP 左右。具体来看，短端利率变化依然是影响曲线的主要因素，在 1 月上半月，资金面整体依然处于较为宽松的水平，短端利率继续下行，带动曲线进一步走陡；而进入 1 月下半月，在央行不断回笼资金、税期、缴准、春节资金需求等因素的影响下，资金面明显变紧，短端利率也因此大幅上行，带动曲线明显变平。

**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 1 月分别变化-3BP、-14BP、-3BP 和-3BP。当前，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA-中票信用利差分别为 82BP、127BP、177BP 和 394BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 23%、47%、53% 和 82%。

图 4：10 年期国债期货在 2021 年 1 的表现



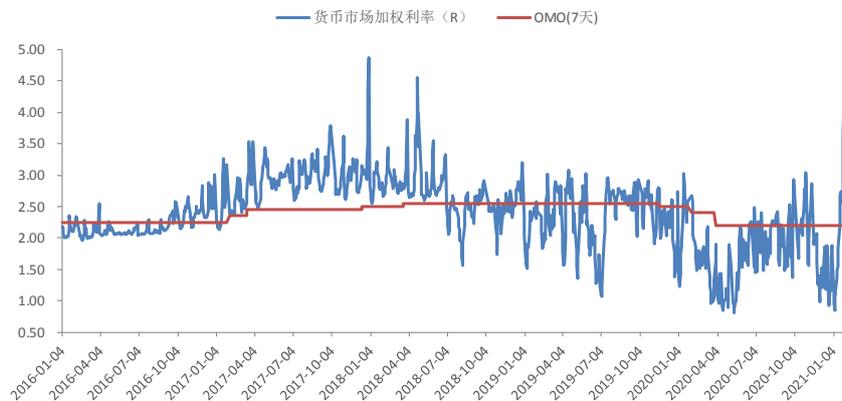
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：国债期限利差（10-1）的表现



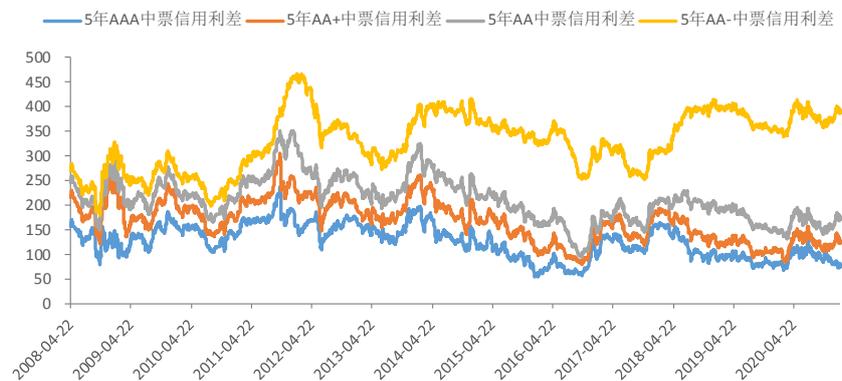
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 货币市场加权利率走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 5 年中票信用利差表现情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 外汇: 美元指数略有反弹, 人民币汇率偏强运行

1月, 美元指数企稳反弹, 其在1月上涨0.64%; 同时, 人民币表现继续偏强, 整体继续维持升值趋势, 在岸人民币兑美元汇率在1月下行约1.20%, 离岸人民币汇率在1月下跌约0.83%。

具体来看, 美元指数在1月反弹的原因主要有: (1) 随着新冠疫苗的逐步接种,

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\\_18265](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18265)

