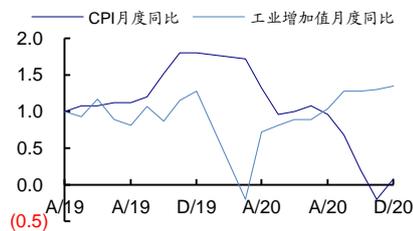


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
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: 经济复苏依然是主线, 信用是否收缩还有待观察》——2021-02-02
 《宏观经济月报: 1-2月出口与补库存需求支撑生产高热度》——2021-03-17
 《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
 《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: 通胀交易提速, 短期波动加大》——2021-03-02

证券分析师: 王开

电话: 021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

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

关注商品和周期的投资机会

● 3月资产复盘: 商品领涨、股市下跌

3月国内大类资产复盘: 大宗商品领航, 债、汇居中, 股市和贵金属殿后。分品种来看, 商品: 原油>金属>工业>能化>黄金; 债券: 转债>国债>信用债; 股市: 上证500>上证综指>上证50>沪深300>深证成分>创业板。一季度海外市场表现为风险资产占优, 商品录得14%的回报率居于榜首。3月欧洲股市、美国价值型股票、日本股市位列三甲, 而美国国债、黄金等避险属性的资产表现则靠后。一季度表现与笔者在“利率-利差”轮盘中界定的美国第四象限, 周期板块和商品领涨的历史行情基本一致。美国市场一季度回报排名前三的品种分别为小盘股>商品>REITs, 而债券类资产, 尤其是长端债券的排名相对靠后。

● 微观拆解美债成分, 本轮上行主要是实际利率溢价推动的

10年期美债收益率上行主要是期限溢价的影响, 具体而言是通胀风险溢价和实际利率的风险溢价共同推动的。TIPS隐含的通胀预期虽然还在提升, 但掉期市场隐含的通胀预期已经在回落。伴随着美债收益率的冲高, G7非美、BRICS主权债相对于美债的利差收敛, 美中、美德、美日外汇调整利差冲高。

● 商品方面: 关注价格从生产向生活领域传导

商品方面, 从海内外大宗商品价格间相关性来看, 以原油为代表的工业品价格上涨开始传导至下游的农产品和生活资料。期货期权市场短线多美元、空黄金的情绪和现货市场价格变化吻合。从CFTC的持仓情况来看, 主要品种中固定收益类期货期权持仓净头寸大幅负值, 外汇、股票录得小幅负值, 谷物、金属、原油和食品均保持较高的净头寸。海外衍生品市场多商品、空债券的情绪在加剧。

● “利率-利差”轮盘下中、美周期股和商品行情凸显

根据之前“利率-利差”轮盘大类资产配置方法论的划分, 目前美国市场仍处在利率上升、利差下降的阶段, 对应轮盘的第四象限, 资产间推荐排序为商品≈权益>债券>现金。大势方面: 商品在历史中获得牛市概率为60%左右, 股市均录得牛市; 结构上看: 股市中周期和金融两个行业在历史中通常跑赢其他板块, 排序为: 周期>金融>TMT>消费>公共事业; 商品中推荐金属矿物和能源等上游原料, 排序为: 金属和矿物>能源>贵金属>农产品>化肥。

中国市场的利率和利差相对明显的趋势性变化起源于2020年4月, 虽然3月利率短期下调尚无法确定是利率拐点, 因此笔者将目前所处阶段定性为利率和利差双升的阶段, 资产间推荐顺序为商品>股票>债券>现金。参考历史经验, 商品和股票市场有六成以上概率录得牛市, 为四个象限中最高的, 结构上沪深300>创业板, 不同风格间周期品行情往往强于其他品种, 商品方面农产品价格表现占优, 得益于上游工业品价格向下游生活领域, 尤其是食品领域的传导。

内容目录

1.国内外大类资产月度复盘	5
1.1 国内外大类资产回报排序及归因	5
1.2 国内外大类资产估值分析	8
1.3 国内外大类资产间比价	10
2.全球央行、银行和通胀观察	13
2.1 价格维度：全球央行和通胀预期观察	13
3.市场交易情绪及隐含的宏观信息	15
3.1 商品期货市场隐含的信息解读	15
3.2 全球资金流向复盘	16
4.未来大类资产市场展望	18
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 3 月国内大类资产回报月度复盘.....	5
图 2: 中国历年各资产回报率排序.....	6
图 3: 美国历年各大类资产回报情况排序.....	6
图 4: 一季度海外各类资产回报情况的分月排序.....	7
图 5: 中国大类资产估值分位数.....	8
图 6: 中国大类资产波动率估值分位数.....	8
图 7: 海外大类资产估值分位数.....	8
图 8: 海外大类资产波动率估值分位数.....	8
图 9: 美股各行业估值对比 (BP).....	9
图 10: 美国大类资产估值 (BP).....	9
图 11: 各市场股票和债券性价比纵览.....	9
图 12: 国内中观维度分行业信用债利差.....	10
图 13: 国内分区域城投信用利差综合评分热力图.....	10
图 14: 中国股债性价比走势.....	10
图 15: 美国股债性价比走势分析.....	10
图 16: 铜金比价和美债收益率.....	11
图 17: 美国股市和欧洲股市相对走势.....	11
图 18: 美国股票 vs 商品比价.....	11
图 19: 美国 10 年期主权债收益率拆分.....	12
图 20: 美国国债期限结构拆分.....	12
图 21: 非美经济体收益率走势及与美国利差.....	12
图 22: 欧盟经济体收益率走势及与德债利差.....	12
图 23: 金砖国家收益率走势及与美国利差.....	12
图 24: 外汇对冲后的美中、美德和美日利差.....	12
图 25: 全球长、短端债券收益率和期限利差走势.....	13
图 26: 全球政策利率与长端收益率走势.....	13
图 27: TIPS 和掉期隐含的全球通胀预期水平.....	14
图 28: 全球主要央行政策分歧从边际收紧转为紧缩.....	14
图 29: 国内市场主要大宗商品价格相关性矩阵 (过去 1 年).....	14
图 30: 海外市场主要大宗商品价格相关性矩阵 (过去 1 年).....	14
图 31: 美国 M2 拆分为对三部门净债权的拉动率.....	15
图 32: 美、日、欧央行对本国国债配置情况.....	15
图 33: 欧元区各部门债券配置对整体同比的拉动率.....	15
图 34: 欧元区各部门债券发行结构.....	15
图 35: 美指非商业和商业持仓的多空比差值与美元.....	16
图 36: 黄金期货非商业和商业持仓多空比差值与金价.....	16
图 37: 黄金商业与非商业多空比.....	16
图 38: 美元商业与非商业多空比.....	16
图 39: 主要品种期货、期权持仓净头寸.....	17
图 40: 主要基金资金对各区域市场近 2 月流入情况.....	17

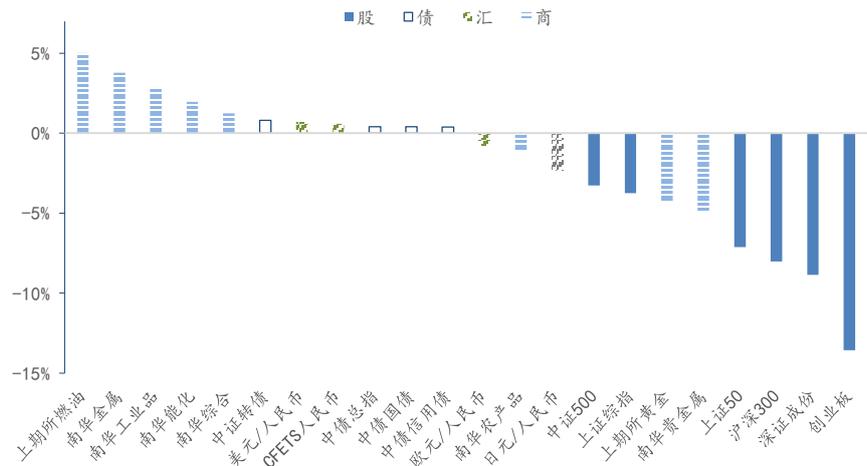
图 41: 外资流入、流出新兴市场的周度跟踪	17
图 42: 各个新兴市场资金流动情况	17
图 43: 全球主要基金反映的资金流向 (3 月)	18
图 44: 全球主要基金反映的资金流向 (2 月)	18
图 45: 中国商品配置轮盘	18
图 46: 美国商品配置轮盘	18
图 47: 中国股市配置轮盘	19
图 48: 美国股市配置轮盘	19
图 49: 中国各类资产构成的有效前沿	20
图 50: 美国各类资产构成的有效前沿	20
表 1: 主要经济体 (G7 集团和金砖国家) 基准利率表盘	13
表 2: 中国市场给定五种方案下的配置比例和风险回报测算	19
表 3: 美国市场给定五种方案下的配置比例和风险回报测算	20

1. 国内外大类资产月度复盘

1.1 国内外大类资产回报排序及归因

3月国内大类资产复盘：**大宗商品领航，债、汇居中，股市和贵金属殿后**。分品种来看，商品：原油>金属>工业>能化>黄金；债券：转债>国债>信用债；股市：上证500>上证综指>上证50>沪深300>深证成分>创业板。具体来看：(1) **股市方面**：3月主线是下跌，市场调整过程中创业板相对于主板持续走弱。经历了年初数据“空窗期”后，3月发布的1-2月进出口数据超预期，投资和消费数据相对较弱，2月金融数据受益于信贷超预期升高，市场起初对基本面存在分歧，对海外市场流动性的紧张也反应过度。从交易信息映射到基本面，市场不知不觉熬过了一轮“小滞涨”。一季度各风格回报排序为：稳定>周期>金融>消费>成长。(2) **债券方面**：3月债市收益率全线下行，信用利差缩窄；节奏上半个月10年期国债收益率在震荡盘整，下半月经济数据靴子落地后收益率开始下行并趋稳，高低点落差近10个bp。违约方面，3月违约风险上升，信用债重定价加速。货币政策稳字当头，公开市场每日100亿，量价持平。MLF连续两个月等额续作，结束净投放；回顾一季度，利率债收益率曲线小幅上移，信用债曲线小幅回落。(3) **商品方面**：欧、美制造业景气度回升，虽然法国疫情反弹造成的三度封锁，但美国等疫苗接种推广、生产恢复带动全球通胀预期上升。国内库存周期延续，2月产成品库存和PPI同比分别回升8.6%和1.7%，较2020年底边际回暖。海内外景气共振带动原材料的需求上涨，商品中以上游的原油和工业金属领涨。(4) **汇率方面**：3月美元指数从90.9反弹至93.2，突破了去年3月以来下跌的趋势线。拜登大规模财政刺激法案下美元的走强说明对美国相对经济增长上调的预期超过了美国财政压力对本币信用的稀释，美债利率的上涨价也增加了其作为配置型安全资产的吸引力。汇率重归利差锚、经济相对增速锚定价。新兴市场中较为脆弱的经济体开始承受美元短期走强的冲击，虽然俄罗斯、土耳其等国货币政策收紧仍难抵充短期强美元、中长期加息预期的风险，国际资金对新兴市场股债投放转为净流出。

图 1：3月国内大类资产回报月度复盘



资料来源：Wind，国信证券研究所整理

图 2: 中国历年各资产回报率排序

2021Q1	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
商品 4.79	创业板 64.96	消费 47.12	利率债 9.67	A股 21.78	商品 51.34	创业板 84.41	金融 93.85	创业板 82.73	金融 26.19	利率债 6.06
稳定 3.58	消费 48.05	创业板 43.79	信用债 7.44	金融 13.98	货币 2.61	成长 75.19	稳定 89.41	成长 40.62	A股 7.55	信用债 4.19
信用债 0.84	成长 41.41	成长 38.77	货币 3.75	消费 12.61	信用债 2.27	消费 55.40	可转债 56.91	消费 19.01	稳定 6.47	货币 3.55
利率债 0.60	A股 27.21	A股 36.07	可转债 -0.28	商品 7.85	利率债 1.25	周期 45.23	A股 51.66	货币 3.95	信用债 6.26	可转债 -12.41
货币 0.55	周期 24.24	金融 34.67	商品 -5.83	货币 3.84	金融 -8.42	稳定 13.72	周期 42.72	信用债 1.71	可转债 4.63	金融 -16.17
周期 -0.32	商品 7.41	周期 22.10	金融 -19.23	信用债 2.31	消费 -9.73	信用债 9.07	成长 33.85	可转债 -1.42	商品 4.22	商品 -16.96
可转债 -0.57	可转债 4.83	可转债 20.78	稳定 -20.20	可转债 -0.29	稳定 -11.15	利率债 8.32	消费 24.61	稳定 -1.62	货币 3.97	稳定 -21.29
金融 -1.10	信用债 3.32	商品 15.58	A股 -25.31	周期 -1.12	A股 -11.28	A股 5.58	创业板 12.83	利率债 -2.42	利率债 2.50	A股 -25.01
A股 -5.42	利率债 3.07	稳定 9.00	消费 -26.48	利率债 -1.31	周期 -11.62	货币 3.62	利率债 11.52	周期 -2.60	消费 1.89	消费 -25.63
消费 -7.01	货币 2.13	信用债 5.04	创业板 -28.65	稳定 -2.05	可转债 -13.63	金融 2.95	信用债 10.09	金融 -6.66	成长 0.42	周期 -33.65
成长 -9.81	金融 0.77	利率债 4.36	周期 -32.99	成长 -3.89	成长 -23.77	商品 -14.52	货币 4.60	A股 -7.65	周期 -1.88	成长 -35.16
创业板 -11.18	稳定 -5.96	货币 2.66	成长 -35.51	创业板 -10.67	创业板 -27.71	可转债 -23.92	商品 -16.54	商品 -12.37	创业板 -2.14	创业板 -35.88

资料来源:Wind, 国信证券研究所整理; 注: 每一列代表一年, 从上至下年度回报水平由高到低排序; 2021年截至3月底。

图 3: 美国历年各大类资产回报情况排序

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	说明
13.93	32.07	47.25	31.58	35.81	35.06	33.58	24.03	62.76	27.95	29.93	19.70	38.82	28.03	3.30	21.31	31.00	1.92	31.49	20.96	16.04	标普500
8.44	16.79	46.74	20.70	25.55	28.84	32.67	5.24	58.21	26.85	10.70	17.90	33.11	25.07	2.83	17.13	25.62	1.28	31.43	19.96	15.42	标普500
7.91	10.25	39.17	18.33	14.02	26.86	11.63	3.04	32.46	16.10	8.28	17.39	32.39	13.69	1.38	12.05	21.83	0.01	28.66	19.50	6.02	标普500
5.28	9.60	37.13	17.28	12.16	18.37	9.81	-2.47	28.43	15.12	7.84	16.42	23.29	13.24	0.92	11.96	21.69	-1.84	25.53	18.40	5.04	标普500
5.13	3.82	29.89	16.45	6.50	15.79	6.97	-26.16	27.99	15.06	4.98	16.35	7.44	9.05	0.55	11.37	14.65	-2.08	22.66	17.70	4.57	标普500
4.96	1.95	28.97	11.40	6.27	15.46	5.77	-33.79	27.17	14.40	2.11	16.00	3.79	5.97	0.16	10.11	8.67	-4.04	18.51	8.28	4.55	标普500
4.21	-1.41	28.68	11.13	4.91	11.85	5.49	-37.00	26.46	9.38	1.50	15.81	2.86	5.57	-0.39	8.63	8.53	-4.38	17.63	7.51	4.36	标普500
2.49	-7.12	20.72	10.88	4.55	4.84	5.36	-37.60	13.49	9.02	0.16	6.78	0.12	4.89	-1.21	2.65	7.50	-4.78	14.83	7.11	0.04	标普500
-11.89	-15.66	5.31	7.70	3.51	4.81	3.36	-37.73	12.91	8.21	-1.18	4.22	-1.22	2.45	-4.41	1.51	5.77	-9.72	14.32	5.21	-0.05	标普500
-12.45	-20.48	4.10	4.48	3.10	4.33	1.87	-43.06	5.93	6.54	-4.18	3.56	-2.02	0.09	-4.47	1.33	5.45	-11.01	8.72	0.87	-0.76	标普500
-21.21	-21.65	2.48	4.34	2.74	1.85	-1.57	-45.75	0.38	2.38	-11.73	0.16	-2.55	-4.48	-5.40	0.48	3.54	-13.36	7.54	-5.12	-3.61	标普500
-31.93	-22.10	1.23	1.30	2.43	-15.09	-15.69	-46.49	-12.92	0.24	-12.47	0.08	-12.66	-33.06	-32.86	0.25	0.86	-13.82	2.42	-23.72	-14.10	标普500

资料来源:Bloomberg, 国信证券研究所整理; 注: 每一列代表一年, 从上至下为回报水平由高到低排序; 2021年数据截至3月底。

图 4：一季度海外各类资产回报情况的分月排序

1月	2月	3月	年初至今 (Q1)
商品 5.26	商品 10.67	欧元区 50 指数 7.92	商品 14.15
MSCI 新兴市场 3.81	欧元区 50 指数 4.57	MSCI 美国价值 6.74	欧元区 50 指数 11.38
美元 0.86	MSCI 美国价值 4.54	东证所指数 5.61	MSCI 美国价值 10.20
东证所指数 0.80	标普 1500 3.13	MSCI 发达市场 5.26	东证所指数 9.96
美国高收益 BB 级 0.10	东证所指数 3.11	标普 500 4.38	MSCI 发达市场 7.59
美国 MBS 0.08	标普 500 2.76	标普 1500 4.37	标普 1500 6.90
对冲基金 -0.17	MSCI 发达市场 2.62	MSCI 全球 3.38	标普 500 6.17
MSCI 发达市场 -0.38	MSCI 全球 2.60	美元 1.48	MSCI 全球 5.04
MSCI 美国成长 -0.68	对冲基金 1.52	MSCI 美国成长 0.62	MSCI 新兴市场 3.96
标普 1500 -0.68	MSCI 新兴市场 1.03	美国高收益 BB 级 0.01	美元 2.68
MSCI 全球 -0.97	MSCI 美国成长 0.61	对冲基金 -0.14	对冲基金 1.21
标普 500 -1.02	美元 0.48	美国 MBS -0.51	MSCI 美国成长 0.55
美国国债 -1.16	美国高收益 BB 级 0.23	MSCI 新兴市场 -0.87	美国高收益 BB 级 0.34
MSCI 美国价值 -1.23	美国 MBS -0.67	黄金 -0.92	美国 MBS -1.10
欧元区 50 指数 -1.84	美国国债 -2.20	商品 -2.01	美国国债 -5.49
黄金 -2.57	黄金 -6.56	美国国债 -2.23	黄金 -9.81

资料来源：Bloomberg，国信证券研究所整理；注：每一列代表一月/季，从上至下为月度回报水平由高到低排序；数据截至 2021 年 3 月底。

一季度海外市场表现为风险资产占优，商品录得 14% 的回报率居于榜首。1-2 月商品市场回报率最高，新兴市场股市出现了短期繁荣；3 月欧洲股市、美国价值型股票、日本股市位列三甲。而美国国债、黄金等避险属性的资产表现则靠后。一季度表现与笔者在“利率-利差”轮盘中界定的美国第四象限，周期板块和商品领涨的历史行情基本一致。美国市场一季度回报排名前三的品种分别为小盘股>商品>REITs，而债券类资产，尤其是长端债券的排名相对靠后。

