



积极管理风险 应对市场挑战

2021 年 3 季度大类资产配置展望—存量博弈，均衡配置

报告日期：2021-06-07

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyan hongy dsc@foxmail.com

配置观点

- 债券 25%；股票 35%；大宗商品：20%；外汇 5%；黄金 5%；房产及房产股 10%（详见正文）。
 - 股票配置存在结构性调整大盘从 20%（原 10%），中小盘及行业配置提升为 20%（原 10%）。
 - 大宗商品存在结构性调整，有色和黑色金属分别下调 1%，农产品猪肉及鸡肉增配 2%。
 - 虚拟货币配置调降为 0%。

宏观判断

- 全球经济物价通胀的基本面是事实性且短期无法改变的，这是相对确定的。
- 全球疫情持续改善是相对确定性的。全市场整体性流动性出现收缩的迹象。
- 宏观经济波动免疫资产，仍然是高收益蓝筹和高成长的泛新能源行业。
- 全球层面人民币资产的宏观避险吸引力要优于美元资产。

文章结构介绍：（1）宏观经济评述；（2）上一季度表现回顾；（3）大类资产所处行业或者宏观基本面梳理评估；（4）下一季度展望。（5）宏观的确定不确定点（6）资产配置建议。

文章风险提示：大类资产配置是一种长期化的思路，在实践中亦有较多问题需要解决，我们借鉴达里奥的全天候策略配置比例，并进行资产基本面分析加以修正配置比例。因此我们的季度大类资产配置报告的阅读还需要结合季度报告之间的专题或点评报告进行修正。



积极管理风险 应对市场挑战

近一个季度以来，中国的工业生产旺盛，工业产品价格上涨比较快，加大了企业的生产经营压力，出现从上游，继续向中下游传导的迹象，通胀风险大大增加。一方面货币政策出现了收紧的必要性，另一方面中下游企业经营压力较大。

一、宏观经济评述

二季度以来，经济的状态与一季度相比并未有太多的不同，全球经济复苏仍然继续。疫情防控因为印度的二次爆发，出现了一些不利于经济的问题，主要对全球供应链产生一定的影响，总体来讲，由于印度的工业总产值在全球工业总产值中比重较小，影响还算较小，但疫情传播本身导致了溢出的负面效应。

中国经济在 2021 年继续上行，后疫情时代全球供需略紧，工业原料价格上涨显著，并逐渐传递到中游产业，未来还将进一步派生向下游产业。价格的波动将重塑全产业链的价值分配格局。目前消费数据伴随经济复苏，温和扩张。相比物价的上升，终端消费在量的维度上扩张缓慢，未来甚至可能下滑。

宏观杠杆率水平上升，没有停歇的迹象，但中国在房地产行业执行的政策是极其严苛的。这将从根本上遏制宏观杠杆率快速扩张。目前部分企业已经出现经营上的困难，流动性困难，在未来经济增速放缓的时候，这些问题会更加的显著。

一个基本现实是，房地产政策本身就是宏观政策，提前进行收缩对于未来经济疲软时期，则可以温和刺激，以平抑经济波动。从长远来看，解决宏观杠杆风险过高的根还在于经济增长，用低杠杆资产的崛起来替代宏观杠杆的结构，进而降低杠杆增速。

农业领域，猪肉价格在淡季持续下跌，**鱼类批发价创历史高位，相比 2020 年价格翻倍**，鸡肉、鸡蛋价格相对平稳但并不便宜；食用植物油价格创新高。中国基于中美贸易协定约定大量进口玉米、大豆等粮食进行储备，为未来中国农产品价格的稳定做一些暴涨，在短期这种采购行为某种程度上推动了全球的粮食供需失衡，推升了农产品价格。考虑到中国农产品在过去的几年里采取的去库存政策下，



积极管理风险 应对市场挑战

当前的库存水平相对历史水平较低，中国的农产品进口也是顺其自然。工业领域，**原油价格近期新高**，化工产品价格高位有所回调，需求限制了价格的冲力。煤化工商品下跌，煤炭价格过高影响电力生产，影响下游制造业企业开工；盐化工商品受到环保影响大幅涨价的局面没有显著改变。钢材产业链在限产、松动、产能控制的政策交替中迎来暴跌，但总体的供需局面没有显著改变，硅铁合金类商品价格受益于环保限产和工业限电持续上涨。

二、大类资产表现回顾

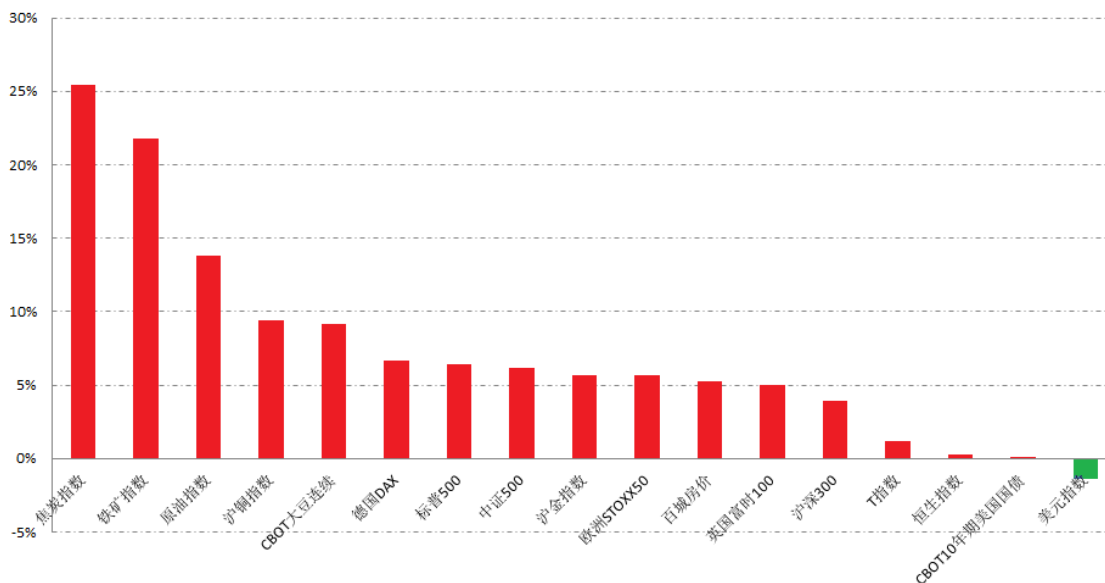
2.1 大类资产类别

大类资产我们包括了，债券，股权资产，商品，虚拟货币比特币，房产。债券主要用 10 年期国债作为代表。股权资产主要用中美代表性指数沪深 300，中证 500 和标普 500，其他还包括德国 DAX 指数、恒生指数、英国富时 100、欧洲 STOXX50(欧元)。商品主要有，工业品原油、铜、铁矿石、焦炭；农产品，CBOT 大豆（转基因大豆）。外汇取美元指数代表。房产观测标的，一线城市房价（百城房价）。贵金属，黄金。虚拟货币，比特币。

2021 年 3 月 22 日发布 2 季度大类资产配置报告以来（截止 6 月 4 日），配置组合回报率 6.782%，超越同期沪深 300 指数表现。根据中国央行以及国家层面的文件精神，我们 3 季度资产配置中将比特币剔除出大类资产配置池，后期如有需要，将发布相关专题研究。

2.2 大类资产表现

大类资产表现



从图表可以看出，2021 年 3 月 22 日至今（2 季度大类资产配置报告发布日期），至今回报率最好的是焦炭达到 25.4%（1 季度表现最差），最差的是比特币下跌（1 季度表现最好），美元指数次之。原油（上海）价格指数上涨 26.7%，延续经济复苏的步伐大幅上涨。欧佩克的供应计划并未有太大变化，增减产量仍然温和。大宗商品的上涨直接塑造了更为强大的通胀预期，国债收益率持续上升，国债期货表现较差，连同真实利率定价的黄金是为难兄难弟。一线城市房价温和上涨。

大类资产价格指数

资产名称	价格净值
焦炭指数	1.254
铁矿指数	1.218
原油指数	1.138
沪铜指数	1.094
CBOT 大豆连续	1.092
德国 DAX	1.067
标普 500	1.064
中证 500	1.062
沪金指数	1.057
欧洲 STOXX50	1.057



积极管理风险 应对市场挑战

百城房价	1.053
英国富时 100	1.050
沪深 300	1.039
T 指数	1.012
恒生指数	1.003
CBOT10 年期美国国债	1.001
美元指数	0.986
比特币	0.637

数据来源：英大证券研究所，WIND；

数据来源：英大证券研究所，WIND

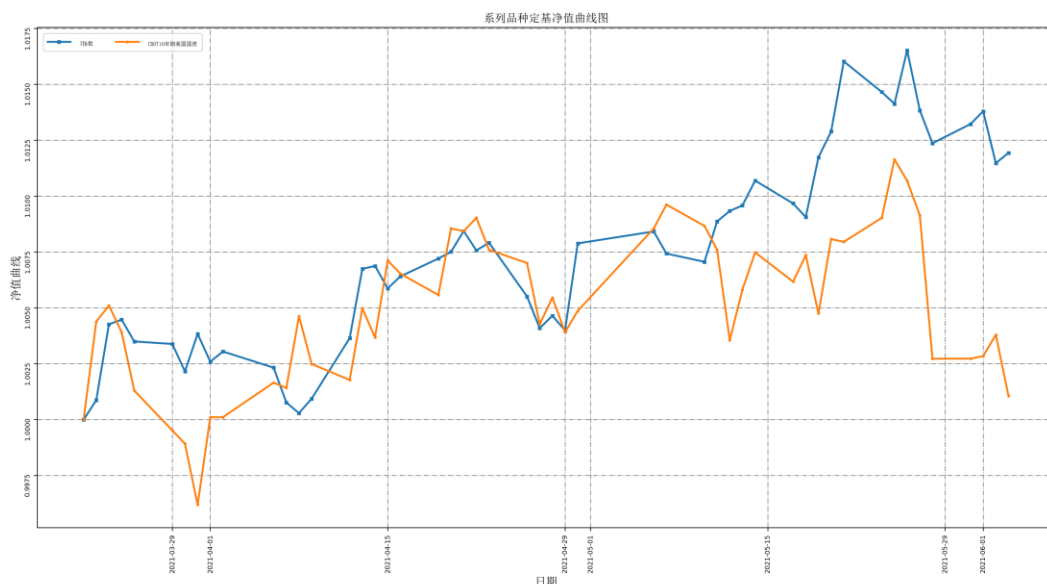
2.3 大类资产评估与展望

下面我们对不同资产的类比走势以及细分市场分析做一个梳理。

2.3.1 十年期国债期货—中美对比

中国的货币政策偏紧，一方面是来自于房地产行业的信贷收紧，另一方面来自于物价通胀趋势加剧，使得经济自发出现的收紧，市场利率提升，央行从某种程度上来讲希望维持相对平滑的政策舒适度，但市场参与者对这一政策状态的识别并利用了这一状态，进行大宗商品投机（当然大宗的上涨主要还是基本面支撑），破坏了这种良好的货币氛围。美联储近期也着手退出货币宽松，将部分回收疫情期间释放的流动性。

央行的货币政策短期并不会对经济有所损害，只是对过热的经济进行平抑。从经济基本面来讲，中国通胀程度最强，货币政策继续维持现状的压力巨大，退出的行为也会持续发生。我们预计中国在未来几年里也可能是最先加息的国家。但美国的货币政策可能要慢一拍，这一政策分化可能给市场资产定价带来一些困惑。但对于资产配置来讲，中国的金融市场定价应首要侧重于中国经济基本面，美元主导的定价权重需要调低，不宜盯着美国的宽松做多中国，也不能盯着中国的收紧做空非中国地区，更需要盯着不同行业资产，在新经济环境下的经营状态。



数据来源:英大证券研究所, WIND

2.3.2 股票指数

20210322 以来, 与中国贸易关系较大的国家的股指表现, 胡志明指数 : 1.142, 巴西 IBOVESPA 指数 : 1.127, 俄罗斯 RTS : 1.115, 法国 CAC40 : 1.09, 澳洲标普 200 : 1.075, 韩国综合指数 : 1.07, 德国 DAX : 1.067, 台湾加权指数 : 1.065, 标普 500 : 1.064, 马尼拉 : 1.062, 多伦多 300 : 1.06, 意大利指数 : 1.057, 英国富时 100 : 1.05, 印度 SENSEX30 : 1.049, 荷兰 AEX : 1.048, 沪深 300 : 1.039, 泰国 SET 指数 : 1.033, 富时新加坡海峡指数 : 1.012, 恒生指数 : 1.003, 日经 225 : 0.996, 富时马来西亚综指 : 0.984, 印尼综指 : 0.967。

中国沪深 300 表现在诸多国家中靠后, 与中国经济通胀下的货币收紧预期有关。越南表现相当出彩, 预期后面还会继续强劲。从 2021 年 2 季度整体来讲, 考虑到印度疫情恶化的冲击, 全球股市表现仍然较好, 预期 3 季度经济基本面会进一步改善, 有助于股市积极表现。我们通过梳理中美股票行业指数如下:

(1) 2021 年 2 季度**最强行业**为软饮料, 日用化工品, 医疗保健, 精细化工, 酒类, 涨幅都超过 20%, 表现**最差行业**为工程机械, 跌幅为 15.5%。指数盈亏平衡点互联网指数, 传媒, 通讯设备指数。(2) **涨幅前 10 个行业**, 软饮料指数、日用化工指数、医疗保健指数、精细化工指数、酒类指数、海运指数、贸易指数、生



积极管理风险 应对市场挑战

物科技指数、煤炭指数、半导体指数，全部为中国股票指数，最高涨幅达到48.2%，最低涨幅15%。美国表现最好行业为石油与天然气指数涨幅为13%。美股在货币政策的收紧与否中上涨放缓，中国已经从货币政策收紧预期中走出来。

（3）表现较差的行业有：航空、房地产、包装指数、电信、摩托车、农业、电力、建筑、发电设备、家居用品、教育指数。其中，环保、保险跌幅达到10%左右，重型机械、机场、工程机械指数跌幅达到15%左右。市场的新增资金放缓，股票市场存量博弈特征显现。

序号	名称	净值	20	商业服务指数	1.093	41	食品指数	1.036	62	家用电器指数	0.99
1	软饮料指数	1.482	21	办公用品指数	1.084	42	钢铁指数	1.036	63	多元金融指数	0.981
2	日用化工指数	1.303	22	化肥农药指数	1.083	43	建材指数	1.034	64	航空指数	0.973
3	医疗保健指数	1.254	23	道琼斯美国工业	1.075	44	汽车零部件指数	1.032	65	房地产指数	0.973
4	精细化工指数	1.242	24	石油天然气指数	1.075	45	电脑硬件指数	1.028	66	包装指数	0.973
5	酒类指数	1.229	25	化工原料指数	1.067	46	航天军工指数	1.027	67	电信指数	0.972
6	海运指数	1.193	26	水务指数	1.066	47	道琼斯美国生活消费品	1.022	68	摩托车指数	0.969
7	贸易指数	1.171	27	软件指数	1.065	48	造纸指数	1.021	69	农业指数	0.961
8	生物科技指数	1.171	28	万得全 A	1.059	49	公路指数	1.021	70	电力指数	0.955
9	煤炭指数	1.155	29	道琼斯美国	1.058	50	零售指数	1.02	71	建筑指数	0.955
10	半导体指数	1.154	30	能源设备指数	1.058	51	石油化工指数	1.02	72	发电设备指数	0.95
1.15			31	道琼斯美国公用事业	1.054	52	餐饮旅游指数	1.015	0.95		
11	制药指数	1.149	32	券商指数	1.052	53	道琼斯美国电信服务	1.011	73	家居用品指数	0.929
12	休闲用品指数	1.147	1.05			54	陆路运输指数	1.003	74	教育指数	0.927
13	汽车指数	1.145	33	道琼斯美国科技	1.049	55	道琼斯美国消费服务	1.003	75	环保指数	0.916
14	纺织服装指数	1.134	34	综合类指数	1.045	56	互联网指数	1.001	76	保险指数	0.909
15	道琼斯美国石油和天然气	1.131	35	林木指数	1.045	1			77	重型机械指数	0.885
16	电电网指数	1.131	36	电子元器件指数	1.043	57	通信设备指数	0.999	78	机场指数	0.863
17	基本金属指数	1.125	37	道琼斯美国卫生保健	1.042	58	化纤指数	0.999	79	工程机械指数	0.845
18	道琼斯美国金融	1.123	38	贵金属指数	1.042	59	文化传媒指数	0.998	序号	名称	净值
19	道琼斯美国基础材料	1.123	39	燃气指数	1.041	60	银行指数	0.993			
1.1			40	工业机械指数	1.041	61	港口指数	0.991			

数据来源：WIND，英大证券研究所整理



积极管理风险 应对市场挑战

2.3.3 商品指数强劲

2021年3月22日至今（6月3日），南华商品指数上涨12.1%，南华工业品指数上涨12.1%，对PPI将有巨大的推升作用，预计6月PPI有望达到10%；南华农产品指数涨幅6.7%，预计CPI也将回到3%附近。52个商品中47个品种上涨，6个品种下跌。工业品中，尿素涨幅最大29.1%，玻璃次之27.6%，焦炭随后达到25.4%。纸浆跌幅最大-16.3%，塑料跌幅-9.6%。农产品中涨幅最大为豆二8.7%，豆粕7.8%，红枣跌幅近-10%。5月从钢铁、煤炭、有色行业协会、到工信部、发改委、乃至国务院均对原材料价格的暴涨表示了关注，对投机行为导致的价格上涨给予警示，预计3、4季度价格高涨问题会有所缓解。

序号	品种	净值	27	豆粕指数	1.078
1	尿素指数	1.291	28	低硫燃料油指数	1.073
2	玻璃指数	1.276	29	棕榈指数	1.071
3	焦炭指数	1.254	30	南华农产品指数	1.067
4	动煤指数	1.238	31	苹果指数	1.063
5	铁矿指数	1.218	32	郑糖指数	1.059
6	焦煤指数	1.211	33	沪金指数	1.057
7	硅铁指数	1.175	34	菜粕指数	1.055
8	沥青指数	1.155	35	菜油指数	1.055
9	纯碱指数	1.153	36	豆油指数	1.053
10	沪锡指数	1.15	37	沪铝指数	1.052
1.15			1.05		
11	原油指数	1.138	38	连豆指数	1.036

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_20180

