

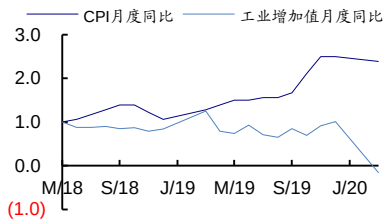
证券研究报告—动态报告

宏观经济

大类资产配置月报

2020年05月07日

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	-16.10
社零总额当月同比	-15.80
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: 疫情冲击势必, 但“填坑”走势可期》——2020-02-02
 《宏观经济月报: 短期外需弱化影响有限, 当前经济跌得越深, 反弹越速》——2020-03-18
 《宏观经济月报: 经济复苏进一步确认, 出口与高新技术制造业投资表现亮眼》——2020-01-22
 《大类资产配置月报: 国内风险平价组合表现也不差》——2020-04-03
 《大类资产配置月报: 疫情笼罩下的众生相》——2020-03-02

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

宽松政策下, 股债商同时上涨

● 大类资产价格变化月度回顾

具体来看: (1) 股票在 4 月表现最佳, 上涨主要集中于 4 月初, 主要原因在于央行定向降准并下调超额存款准备金利率, 以及市场避险情绪的减弱; (2) 商品在 4 月也有不错表现, 其中金属类商品表现最强, 能化类商品依然最弱, 但跌幅有所收窄; (3) 债市在 4 月延续上涨势头, 在宽松货币政策的影响下, 短端利率下行幅度明显, 整体收益率曲线大幅变陡; (4) 人民币表现相对稳定, 在 4 月小幅升值。

● 各大类资产估值比价情况

历年来国内主要资产表现情况: 年初以来, 国内主要资产表现情况依次如下: 成长股 (8.1%) > 利率债 (4.9%) > 消费股 (4.0%) > 信用债 (2.8%) > 转债 (1.0%) > 货币 (0.7%) > A 股 (-1.9%) > 周期股 (-5.5%) > 稳定股 (-8.9%) > 金融股 (-11.4%) > 商品 (-13.9%)。

● 货币信用大类资产配置框架月度跟踪

我们依然认为当前阶段为“宽货币+宽信用”时期。

在风险平价组合方面: 在 2020 年 5 月, 模型测算的股票资产的权重为 5%; 债券资产的权重为 95%。其中, 各个资产的配置权重为周期板块 (1.64%)、金融板块 (1.76%)、消费板块 (1.60%)、国开 3-5 年指数 (20.70%)、国开 7-10 年指数 (6.20%)、高信用债 1-3 年指数 (30.40%) 和高信用债 3-5 年指数 (37.70%)。

● 国内大类资产月度展望

(1) 股票市场: 国内疫情控制已经处于尾声, 货币宽松政策不断出台, 财政刺激政策也将发力, 各地需求消费等刺激政策不断出台落地, 预计国内二季度内需的恢复力度不低, 股票市场有一个稳定的内部环境。另外, 五一节后, 市场的焦点将会聚集于 5 月下旬的两会, 对于政策宽松预期的升温可能会使股票市场呈现较好的表现。

(2) 债券市场: 在假设一季度中国疫情趋于尾声, 二季度海外疫情趋于尾声的前提下, 我们认为中国经济最差的时期已经过去, 二季度将迎来恢复式增速上行, 预计二季度 GDP 增速在 7% 附近。后期宏观组合是“货币宽松延续 (OMO 利率下调)+经济基本面回升”的概率较大, 风险类资产已经度过了最差的时期、避险类资产已经度过了最好的时期。在债券利率方面, 预计后续 10 年期债券利率存在上行风险。

(3) 商品市场: 国内复工复产明显加快, 投资活动已十分活跃, 各地消费需求刺激政策不断出台落地; 再叠加多数商品价格经过一季度的大跌已处于较低位置, 商品市场在 5 月的表现值得期待。

(4) 外汇市场: 4 月期间, 人民币汇率表现稳中偏强。后续来看, 人民币汇率还将继续保持稳定。美元指数方面, 欧洲和英国央行可能会进一步扩大量化宽松政策, 而美联储进一步宽松的概率不高, 美元指数可能会进一步走强。不过, 国内疫情已接近尾声, 国内股债等资产也有一定的吸引力, 后续国内经济基本面情况将好于海外, 在这些因素的共同作用下, 国内人民币贬值的空间不大, 后续还将继续保持稳定。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：股债商均出现上涨	4
股票：4月震荡反弹.....	5
债券：4月中短端利率下行明显，曲线大幅变陡.....	6
外汇：人民币稳中有升，美元指数冲高回落	8
商品：多数商品指数出现反弹，能化指数跌幅收窄	9
各大类资产估值比价情况.....	10
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
各大类资产收益波动比较.....	13
货币信用大类资产配置框架月度跟踪	13
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	14
国内大类资产月度展望.....	17
国信证券投资评级.....	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2020 年 4 月的表现	5
图 2: 上证综指在 2020 年 4 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 4 月的表现	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 4 月的表现	7
图 5: 国债期限利差 (10-1) 在过去 1 年的表现	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 2020 年 4 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 (2020.04)	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: “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)	13
图 16: “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)	14
图 17: 2020 年 5 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例	15
图 18: 各个资产的权重变化 (2012.03-2020.05)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.05)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.04)	16
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.04)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.04)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.04)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-04)	16

大类资产价格变化月度回顾：股债商均出现上涨

整体来看,2020年4月,各大类资产的优劣表现依次为股票>商品>债券>汇率,央行放松货币政策、国内复工复产加快和内需逐步恢复是影响各大类资产价格的主要因素。

具体来看:(1)股票在4月表现最佳,上涨主要集中于4月初,主要原因在于央行定向降准并下调超额存款准备金利率,以及市场避险情绪的减弱;(2)商品在4月也有不错表现,其中金属类商品表现最强,能化类商品依然最弱,但跌幅有所收窄;(3)债市在4月延续上涨势头,在宽松货币政策的影响下,短端利率下行幅度明显,整体收益率曲线大幅变陡;(4)人民币表现相对稳定,在4月小幅升值。

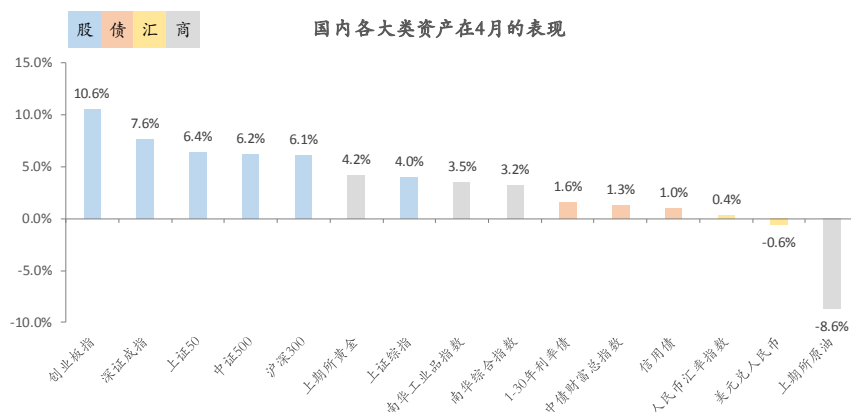
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.04)

各大类资产		上月末价格 (2020-3-31)	当月末价格 (2020-4-30)	期间涨跌	涨跌原因
股票	上证综指	2750.3	2860.1	3.99%	从股市在4月的整体表现来看,大致可以划分为两个阶段:(1)4月初,央行继续放宽货币政策,宣布定向降准并下调超额存款准备金利率;原油在该时期也出现大涨进而提升市场情绪。股市受此影响而出现大幅反弹;(2)4月中下旬,股市整体维持震荡走势。疫情继续在海外扩散,尤其是部分新兴国家的疫情蔓延状况存在较大的风险,原油也出现下跌,甚至出现过负油价的情况,股票市场避险情绪依然较重,整体维持震荡走势。
	深证成指	9962.3	10721.8	7.62%	
	创业板指	1871.9	2069.4	10.55%	
	上证50	2689.4	2861.9	6.42%	
	沪深300	3686.2	3912.6	6.14%	
	中证500	5041.5	5353.9	6.20%	
债券	中债财富总指数	201.3	204.0	1.33%	债市在4月期间的变化大致可以划分为四个阶段: 第一阶段是4月1-3日,债市表现不佳。主要原因有:(1)原油暴涨、股市反弹压制债市情绪;(2)市场对存款基准利率调降的预期降温;(3)银保监会表示一季度新增贷款近7万亿元,债市情绪受到影响。 第二阶段是4月7-8日,债市大幅上涨。可能原因有:(1)央行的降准和下调超额准备金利率措施继续在市场发酵,TS合约出现涨停,TF合约也触及涨停;(2)市场宽松预期有增无减,路透社称央行可能采取更加宽松的政策,包括调降存款基准利率。 第三阶段是4月9-20日,债市偏弱震荡。主要原因在于:(1)市场预期3月社融增速会出现明显上升,随后央行公布的3月社融增速由2月的10.70%跳升至11.50%;(2)市场对降低存款基准利率的预期有所下降;(3)债市在连续大涨之后也有调整需求;(4)统计局公布的一季度GDP同比增速为-6.8%,略低于市场预期,市场投资者解读为短期利多出尽。 第四阶段是4月21-29日,债市继续上涨。主要原因有:(1)在政治局会议召开之后,市场对政策进一步宽松抱有期待;(2)原油大跌,美原油期货一度跌至负值,避险情绪升温;(3)在中短端利率明显下行之后,7年等偏长端利率的性价比逐渐凸显,长端利率上的买盘力量有所增加。
	中债1-30年利率债指数	165.7	168.4	1.60%	
	中债信用债总财富指数	186.2	188.0	0.97%	
	10年国开利率	2.95	2.82	-12.9	
	10年国债利率	2.59	2.54	-5.2	
	1年国债利率	1.69	1.15	-54.1	
汇率	美元指数	98.96	99.02	0.05%	人民币在4月表现相对稳定,主要原因在于国内疫情得到有效控制、内需开始逐步恢复;较高的中美利差也对人民币汇率有支撑作用。
	美元兑人民币(在岸)	7.09	7.05	-0.58%	
	美元兑人民币(离岸)	7.09	7.08	-0.18%	
	人民币汇率指数	94.06	94.40	0.36%	
商品	南华综合指数	1278.3	1319.3	3.21%	受央行宽松货币政策、国内复工复产进展加快和内需逐步恢复等因素的影响,国内多数商品出现反弹。而能化指数的表现则受原油的拖累,在需求降低和单月供应增加的影响下,国际原油在4月曾出现大幅下跌,美国原油期货一度跌至负值。
	南华工业品指数	1903.6	1971.1	3.55%	
	布伦特原油(美元)	25.9	26.7	2.85%	
	上期所原油	272.2	248.7	-8.63%	
	伦敦现货黄金(美元)	1609.0	1702.8	5.83%	
	上期所黄金	364.9	380.3	4.21%	

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 2020 年 4 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票：4 月震荡反弹

2020 年 4 月，受刺激政策影响，股票市场震荡反弹，万得全 A 指数在 4 月上涨 5.2%。从不同类型股票指数来看：（1）创业板指上涨幅度达到了 10.6%，而深证成指和上证综指上涨幅度分别为 7.6%和 4.0%；（2）上证 50、沪深 300 和中证 500 指数在 4 月分别上涨 6.4%、6.1%和 6.2%，三者涨幅基本相当；（3）从风格指数来看，成长股最强，涨幅为 7.1%、周期股最弱，涨幅为 2.4%；消费股、金融股和稳定股分别上涨 6.0%、4.1%和 3.1%。

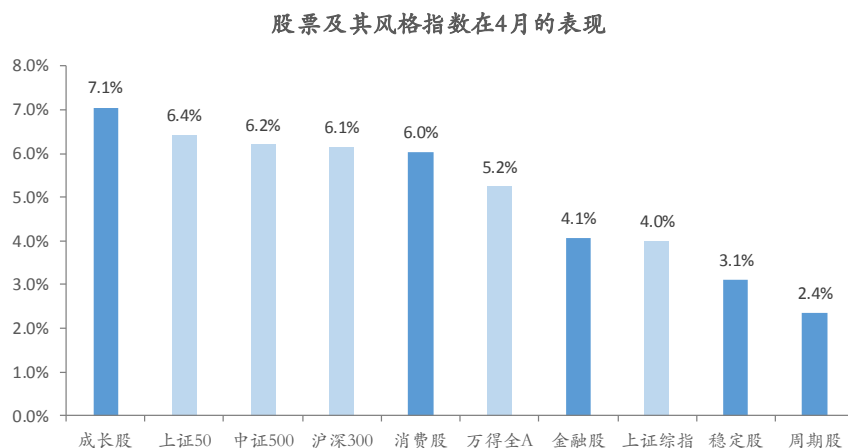
从股市在 4 月的整体表现来看，大致可以划分为两个阶段：（1）4 月初，央行继续放宽货币政策，宣布定向降准并下调超额存款准备金利率；原油在该时期也出现大涨进而提升市场情绪。股市受此影响而出现大幅反弹；（2）4 月中下旬，股市整体维持震荡走势。疫情继续在海外扩散，尤其是部分新兴国家的疫情蔓延状况存在较大的风险，原油也出现下跌，甚至出现过负油价的情况，股票市场避险情绪依然较重，整体维持震荡走势。另外，4 月底，创业板注册制落地，股市受此影响而出现大幅波动。因在注册制改革前期，创业板市场扩容节奏不会太快，对市场流动性的冲击不会太大，在创业板注册制落地后，股市也走出了 V 型反转的走势。

图 2：上证综指在 2020 年 4 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 2020 年 4 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：4 月中短端利率下行明显，曲线大幅变陡

2020 年 4 月，债市继续上涨，短端利率大幅下行。其中，10 年期国开利率下行约 13BP；10 年国债利率下行约 5BP；1 年期国债利率下行约 54BP；国债期限利差（10-1Y）当前为 139BP，整体在 4 月上行约 49BP。

10 年期国债期货主力合约 T2006 上涨 1.015 元，上涨幅度达到了 1.00%，对应收益率下行约 14BP。以 10 年期国债期货为例，债市在 4 月期间的变化大致可以划分为四个阶段：

第一阶段是 4 月 1-3 日，债市表现不佳。主要原因有：（1）原油暴涨、股市反弹压制债市情绪；（2）市场对存款基准利率调降的预期降温；（3）银保监会表示一季度新增贷款近 7 万亿元，债市情绪受到影响。

值得注意的是，央行在 3 日期货收盘后宣布定向降准并下调超额存款准备金利率，现券收益率在尾盘大幅下行，10 年国债下行幅度在 7BP 左右。

第二阶段是 4 月 7-8 日，债市大幅上涨。可能原因有：（1）央行在 4 月 3 日的降准和下调超额准备金利率措施继续在市场发酵，TS 合约出现涨停，TF 合约也触及涨停；（2）市场宽松预期有增无减，路透社称央行可能采取更加宽松的政策，包括调降存款基准利率。

第三阶段是 4 月 9-20 日，债市偏弱震荡。主要原因在于：（1）市场预期 3 月社融增速会出现明显上升，随后，央行公布的 3 月社融增速由 2 月的 10.70% 跳升至 11.50%；（2）央行金融数据发布会后，市场对降低存款基准利率的预期又有所下降；（3）债市在连续大涨之后也有调整需求；（4）统计局公布的一季度 GDP 同比增速为 -6.8%，略低于市场预期，市场投资者解读为短期利多出尽，而且预计后续经济数据将逐步改善，债市因此也先涨后跌。

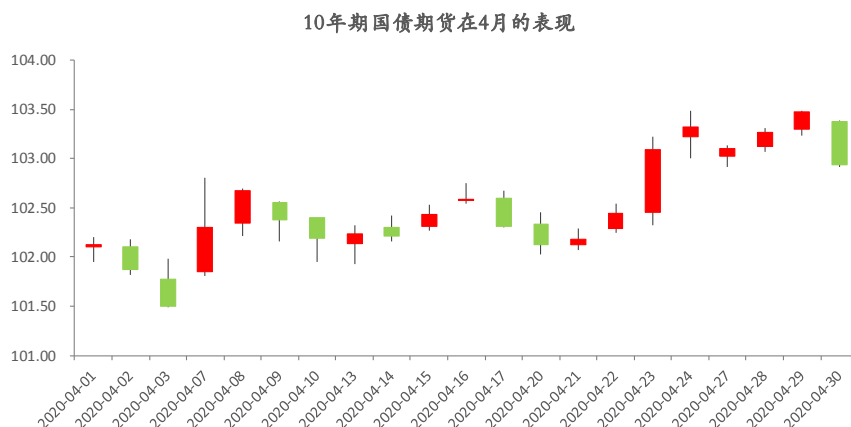
第四阶段是 4 月 21-29 日，债市继续上涨。主要原因有：（1）在政治局会议召开之后，市场对政策进一步宽松抱有期待；（2）原油大跌，美原油期货一度跌至负值，避险情绪升温；（3）在中短端利率明显下行之后，7 年等偏长端利率的性价比逐渐凸显，长端利率上的买盘力量有所增加。另外，在 4 月 30 日，债市出现明显调整，可能受基本面好转预期、债券供给压力和避险情绪缓和等因素的影响。

在收益率曲线变化方面，以国债期限利差（10-1Y）为例，整体收益率曲线在 4 月大幅走陡。曲线在 4 月走陡主要是因为短端利率下行幅度较大，受央行在 4

月初定向降准和下调超额准备金利率的影响，资金面持续维持极度宽松的水平，隔夜资金利率不断创出新低，短端利率也因此明显下行；而长端利率则在基本面预期好转等因素的影响下，并未跟随短端大幅下行，而是保持相对稳定。

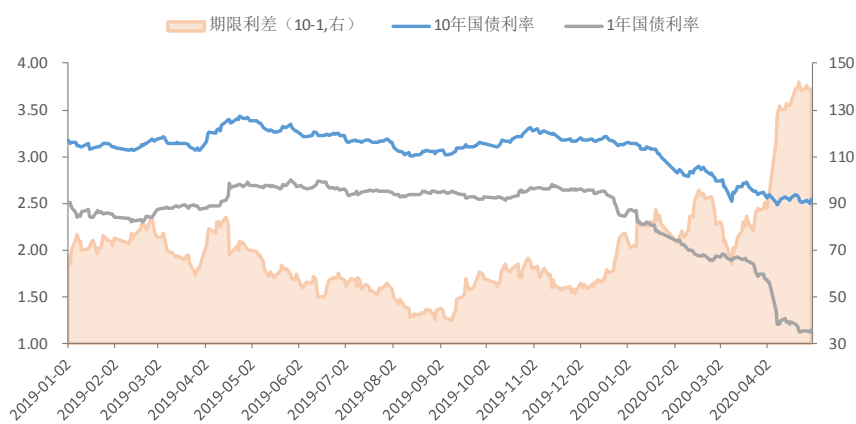
在信用利差方面，以 5 年中票为例，各类评级中票的信用利差继续上行，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差在 2020 年 4 月分别变化 12BP、26BP、34BP 和 36BP。当前，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差分别为 111BP、145BP、190BP 和 407BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 73%、69%、62% 和 99%。

图 4：10 年期国债期货在 2020 年 4 月的表现



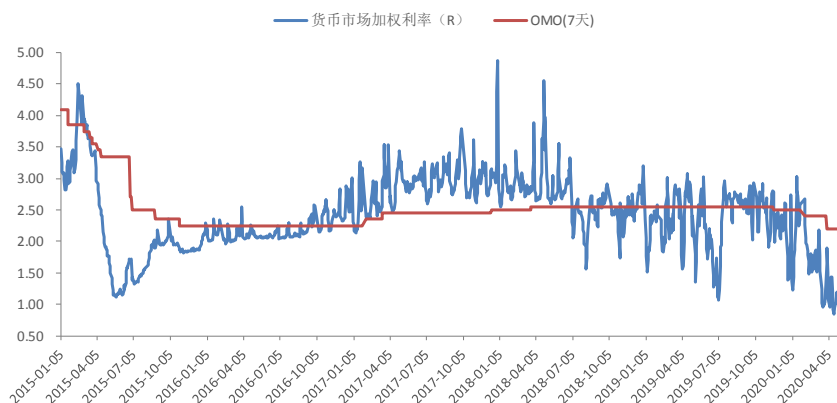
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：国债期限利差（10-1）在过去 1 年的表现



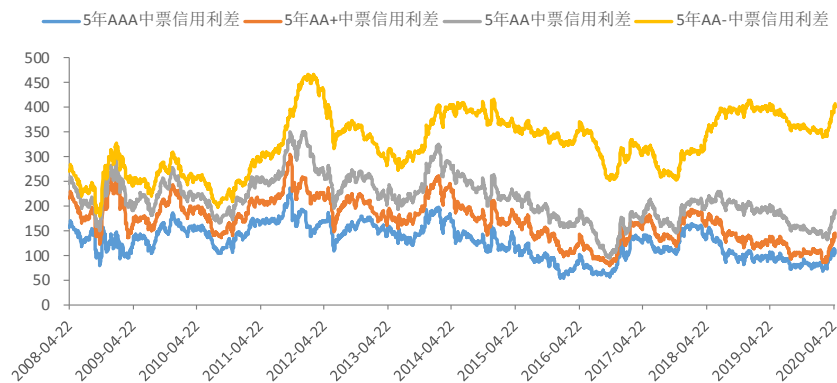
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

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：人民币稳中有升，美元指数冲高回落

人民币兑美元汇率在 2020 年 4 月略微升值，在岸人民币兑美元汇率在 4 月下行约 0.58%，离岸人民币汇率在 4 月下跌约 0.18%。

具体来看，人民币在 4 月表现相对稳定，主要原因在于国内疫情得到有效控制、内需开始逐步恢复；较高的中美利差也对人民币汇率有支撑作用。

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_5410

