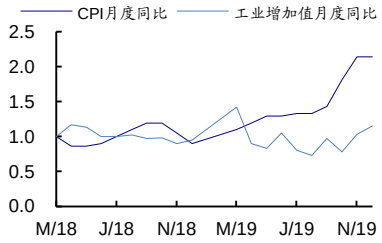
证券研究报告—动态报告

宏观经济

# 大类资产配置月报

2020 年 03 月 02 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 | 5.40 |
| 社零总额当月同比 | 8.00 |
| 出口当月同比 | -20.70 |
| M2 | 8.40 |

**相关研究报告:**

《宏观固收-2015 年 7 月宏观经济指标预期一览》 ——2015-08-03

《宏观固收-宏观经济半月刊：需求下滑不止，经济难言企稳》 ——2015-06-15

《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：疫情冲击势必，但“填坑”走势可期》 ——2020-02-02

《宏观固收-宏观经济半月刊：单月数据好转能否持续仍需观察》 ——2015-07-17

**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**

# 疫情笼罩下的众生相

## ● 大类资产价格变化月度回顾

**具体来看：（1）债券在 2 月表现最佳，主要原因是疫情在国内和全球扩散带来的避险情绪升温以及央行偏松的货币政策；（2）股票整体在 2 月基本持平，但股票内部分化较为严重，创业板、中证 500、成长股表现继续最优，上涨明显；而上证综指、上证 50、金融股、公用事业股等表现继续最差；（3）人民币汇率在 2 月继续贬值，疫情影响下，市场对国内短期经济悲观且避险情绪也推升了美元指数；（4）商品表现最差，大宗商品与股市整体的走势接近，但商品整体表现要更弱一些。**

## ● 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（11.5%）>利率债（2.2%）>转债（2.2%）>信用债（1.4%）>货币（0.4%）> A 股（-0.3%）>消费股（-1.8%）>周期股（-3.0%）>金融股（-8.9%）>稳定股（-9.8%）>商品（-10.3%）。

**历史分位点水平看各资产估值情况：**2020 年 2 月，从当前价格处于过去五年分位点水平来看，债券相对偏贵，10 年期国债利率处于历史 8%分位点左右；股票相对较便宜，万得全 A 处于历史 54%分位点左右。

**股债相对估值：**2020 年 2 月，沪深 300 股息率/10 年国债利率为 0.86，处于过去历史五年的 91%分位点；沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率为 5.76%，处于过去历史五年的 91%分位点。股票资产相对更便宜。

## ● 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**，在大类资产配置的选择上，以股票资产为主。

**在风险平价组合方面：**2020 年 3 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（1.60%）、金融板块（1.73%）、消费板块（1.62%）、国开 3-5 年指数（21.62%）、国开 7-10 年指数（6.20%）、高信用债 1-3 年指数（29.45%）和高信用债 3-5 年指数（37.78%）。

## ● 国内大类资产月度展望

**（1）股票市场，未来一个月，相信随着复工复产的加快和各项扶持、刺激政策的落地，市场对经济的预期将逐渐好转。股票市场依然会有较好的表现，但仍需关注疫情在全球其它国家的发展情况。**

**（2）债券市场，虽然受央行宽松政策的影响，债券利率出现明显反弹的概率不高，但下行空间也受到国内疫情形势好转、经济运行逐步恢复的限制。目前 10 年国债利率的极低位置可能是风险而不是机会。**

**（3）商品市场，后续随着疫情进一步得到控制，交通管制放松、企业逐渐复工复产之后，相信需求将会释放出来，大宗商品价格会得到支撑。**

**（4）外汇市场，国内疫情已经得到明显控制，但疫情在全球部分国家有蔓延迹象，且国内扶持和刺激政策正在发挥作用，相信从经济基本面和国内资产吸引力的角度来看，是有利于人民币升值的。不过也需要注意，避险情绪推升美元指数可能会带来人民币的被动贬值。**

# 内容目录

**大类资产价格变化月度回顾：股市填坑、债市亮眼、商品暴跌、汇市稳定 4**
股票：2月整体股市涨跌基本持平，但分化依然明显 5
债券：2月利率继续大幅下行；曲线基本无变化，但波动较大 6
外汇：人民币出现贬值，美元指数强劲 8
商品：主要商品指数继续大跌；贵金属出现上涨 8
**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 2 月的表现 ..... 5
图 2：上证综指在 2020 年 2 月的表现 ..... 5
图 3：股票及其风格指数在 2020 年 2 月的表现 ..... 6
图 4：10 年期国债期货在 2020 年 2 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 ..... 7
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 ..... 8
图 9：各类商品指数在 2020 年 2 月的表现 ..... 9
图 10：南华工业品指数走势 ..... 9
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（2020.02） ..... 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 3 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（2012.03-2020.03） ..... 15
图 19：股票债券资产的权重变化（2012.03-2020.03） ..... 15
图 20：几种资产配置组合的净值走势图比较（2012.03-2020.02） ..... 16

表 1：各大类资产价格的月度变化（2020.02） ..... 4
表 2：国内各大类资产价格的估值情况（2020.02） ..... 11
表 3：国内各大类资产收益的波动比较（2020.02） ..... 13
表 4：几种资产组合的比较（2012-03 至 2020-02） ..... 16

# 大类资产价格变化月度回顾：股市填坑、债市亮眼、商品暴跌、汇市稳定

整体来看，2020 年 2 月，各大类资产的优劣表现依次为债券>股票>汇率>商品，肺炎疫情在国内和全球的发展变化依然是各大类资产价格变化的主因。

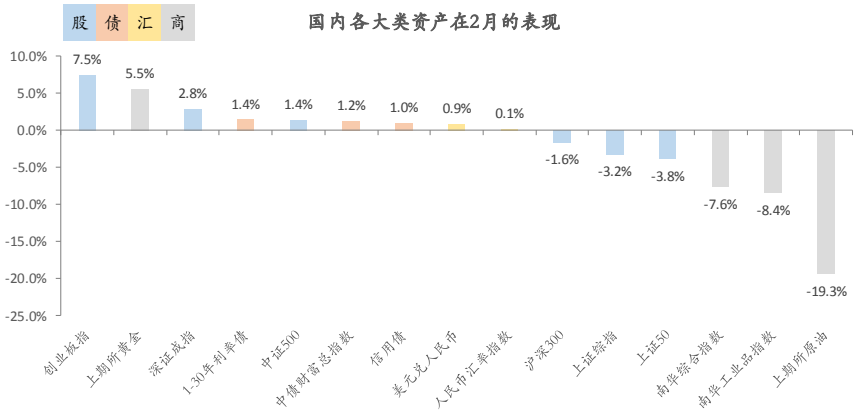
**具体来看：（1）债券在 2 月表现最佳，主要原因是疫情在国内和全球扩散带来的避险情绪升温以及央行偏松的货币政策；（2）股票整体在 2 月基本持平，但股票内部分化较为严重，创业板、中证 500、成长股表现继续最优，上涨明显；而上证综指、上证 50、金融股、公用事业股等表现继续最差；（3）人民币汇率在 2 月继续贬值，疫情影响下，市场对国内短期经济悲观且避险情绪也推升了美元指数；（4）商品表现最差，大宗商品与股市整体的走势接近，但商品整体表现要更弱一些。特别是 2 月底，疫情在全球有蔓延迹象，且企业复工复产进度不及预期，而且疫情带来的交通管制使得商品和原材料的运输受阻，商品库存不断增加且需求仍未见明显好转，大宗商品在 2 月底出现连续大跌。**

**表 1：各大类资产价格的月度变化（2020.02）**

| 各大类资产 | | 上月末价格（2020-1-23） | 当月末价格（2020-2-28） | 期间涨跌 | 涨跌原因 |
|---|---|---|---|---|---|
| 股票 | 上证综指 | 2976.5 | 2880.3 | -3.23% | 股市在 2 月的表现大致可以划分为三个阶段：（1）2 月初，疫情在全国继续爆发，春节期间海外风险资产也出现明显下跌，国内股市在春节后第一个交易日大幅下跌，股指期货出现跌停的情况；（2）在股市砸出“黄金坑”之后，国内疫情控制形势发展较好，中央及多个部门也出台政策扶持企业，并帮助复工复产。受此影响，股市逐步走高，并收复春节后的大跌缺口；（3）2 月底，肺炎疫情有在全球蔓延的迹象，海外风险资产大跌，美股单周跌幅超过 10%。国内股市受此影响也在 2 月底回调明显。 |
| | 深证成指 | 10681.9 | 10980.8 | 2.80% | |
| | 创业板指 | 1927.7 | 2071.6 | 7.46% | |
| | 上证 50 | 2932.5 | 2821.0 | -3.80% | |
| | 沪深 300 | 4003.9 | 3940.0 | -1.59% | |
| | 中证 500 | 5377.7 | 5451.3 | 1.37% | |
| 债券 | 中债财富总指数 | 197.5 | 199.9 | 1.23% | 债市在 2 月期间的变化大致可以划分为三个阶段：<br>第一阶段是 2 月 3-7 日，债市在春节后大幅上涨。主要原因是受疫情扩散所引起的避险情绪升温，另外债市上涨还受到了央行货币政策宽松的影响，这期间，央行公开市场逆回购操作利率下调了 10BP，且投放了大量流动性。<br>第二阶段是 2 月 10-20 日，债市偏弱调整。可能原因有：（1）在出现大涨之后，获利盘有止盈动力；（2）在前期大量投放流动性后，央行开始在公开市场上回收流动性。这期间，央行虽有下调 MLF 操作利率，但操作总量也不及预期；（3）肺炎疫情呈现缓和态势，股市继续反弹，风险资产表现不错；（4）1 月 CPI 数据超出市场预期；（5）市场担心信贷可能放量。<br>第三阶段是 2 月 21-28 日，债市继续上涨。主要原因在于：肺炎疫情有在全球扩散的迹象，海外风险资产大跌，避险资产大涨，10 年期美债利率创历史新低。国内股市和商品也出现大幅下跌，债券利率也出现明显下行。 |
| | 中债 1-30 年利率债指数 | 161.7 | 163.9 | 1.41% | |
| | 中债信用债总财富指数 | 183.7 | 185.5 | 0.98% | |
| | 10 年国开利率 | 3.41 | 3.20 | -21.4 | |
| | 10 年国债利率 | 2.99 | 2.74 | -25.6 | |
| | 1 年国债利率 | 2.18 | 1.93 | -25.2 | |
| 汇率 | 美元指数 | 97.68 | 98.13 | 0.47% | 影响人民币贬值的因素主要有：（1）肺炎疫情在国内爆发，市场对经济基本面有所担忧，人民币因此出现贬值，但又因为疫情对经济的影响是短期的，所以人民币汇率并未因此出现大幅波动；（2）疫情影响下，全球市场避险情绪高涨，美元指数持续走高，其在 2 月期间（1.23-2.28）上涨 0.47%；（3）在疫情缓和之后，国内企业复工复产进度低于预期；（4）偏宽松的货币政策也会对人民币汇率施压。 |
| | 美元兑人民币（在岸） | 6.93 | 6.99 | 0.86% | |
| | 美元兑人民币（离岸） | 6.93 | 6.98 | 0.72% | |
| | 人民币汇率指数 | 93.03 | 93.10 | 0.08% | |
| 商品 | 南华综合指数 | 1486.6 | 1373.2 | -7.62% | 受疫情影响，大宗商品与股市整体的走势接近，但商品整体表现要更弱一些。具体来看：（1）受疫情影响，市场对短期经济预期较为悲观，相应的商品需求有所减少，大宗商品在 2 月初下跌明显；（2）随着国内疫情得到控制，中央出台宽松政策并扶持企业，商品与股市均有所反弹；（3）2 月底，疫情在全球有蔓延迹象，且企业复工复产进度不及预期，而且疫情带来的交通管制使得商品和原材料的运输受阻，商品库存不断增加且需求仍未见明显好转，大宗商品在 2 月底出现连续大跌。另外，受避险情绪影响，2 月贵金属表现强势，但在 2 月底，黄金白银也出现大幅下跌，主要原因在于原油跌幅过大带来市场对实际利率上行的担忧。 |
| | 南华工业品指数 | 2291.4 | 2099.0 | -8.40% | |
| | 布伦特原油（美元） | 61.3 | 52.4 | -14.55% | |
| | 上期所原油 | 446.3 | 360.0 | -19.34% | |
| | 伦敦现货黄金（美元） | 1562.9 | 1609.9 | 3.00% | |
| | 上期所黄金 | 350.7 | 370.0 | 5.49% | |

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 2 月的表现**



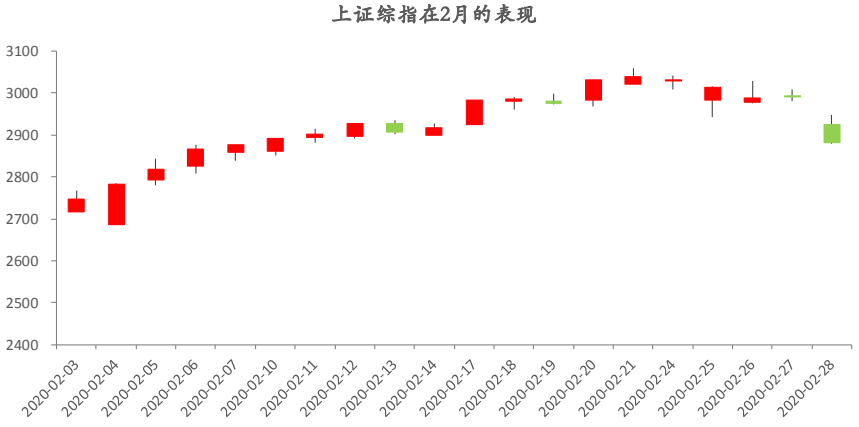

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 股票：2 月整体股市涨跌基本持平，但分化依然明显

2020 年 2 月，受疫情发展变化影响，股票市场在 2 月整体维持平衡，万得全 A 指数在 2 月涨跌几乎为 0。但股票的结构性分化依然十分明显，这一点与 1 月基本相似，从三个角度来看：（1）上证综指在 2 月下跌 3.2%，但深证成指上涨 2.8%，创业板指在 2 月继续大幅上涨 7.5%；（2）中证 500 指数在 2 月上涨 1.4%，而上证 50 和沪深 300 分别下跌 3.8%和 1.6%；（3）从风格指数来看，成长股在 2 月上涨 5.6%，消费股涨跌变化不大，而周期、金融和稳定股分别下跌 1.5%、4.5%和 5.4%。

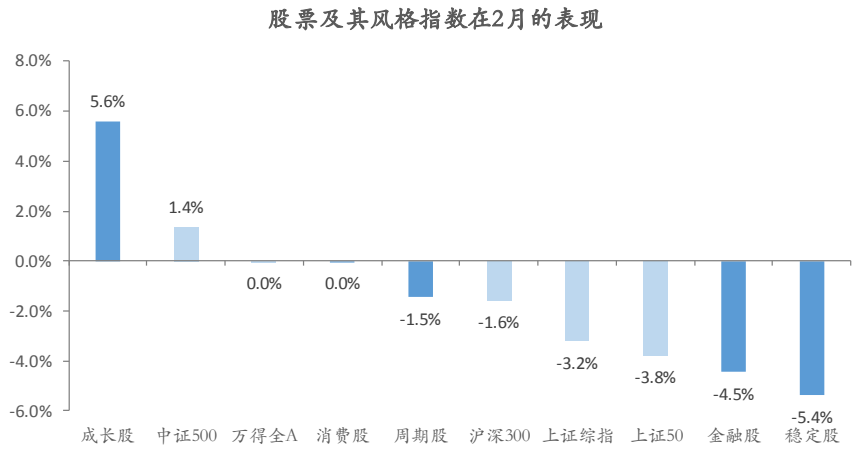
从股市在 2 月整体表现来看，大致可以划分为三个阶段：（1）2 月初，疫情在全国继续爆发，春节期间海外风险资产也出现明显下跌，国内股市在春节后第一个交易日大幅下跌，股指期货出现跌停的情况；（2）在股市砸出“黄金坑”之后，国内疫情控制形势发展较好，中央及多个部门也出台政策扶持企业，并帮助复工复产。受此影响，股市逐步走高，并收复春节后的大跌缺口；（3）2 月底，肺炎疫情有在全球蔓延的迹象，海外风险资产大跌，美股单周跌幅超过 10%。国内股市受此影响也在 2 月底回调明显。

**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 2020 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：2 月利率继续大幅下行；曲线基本无变化，但波动较大

2020 年 2 月，债市继续大幅上涨。其中，10 年期国开利率下行约 21BP；10 年国债利率下行约 26BP；1 年期国债利率下行约 25BP；国债期限利差（10-1Y）当前为 81BP，整体在 2 月基本无变化，但期间波动较大。

10 年期国债期货主力合约 T2006 上涨 1.96 元，上涨幅度达到了 1.98%，对应收益率下行约 27BP。**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三个阶段：**

**第一阶段是 2 月 3-7 日，债市在春节后大幅上涨。**主要原因是受疫情扩散所引起的避险情绪升温，另外债市上涨还受到了央行货币政策宽松的影响，这期间，央行公开市场逆回购操作利率下调了 10BP，且投放了大量流动性。

**第二阶段是 2 月 10-20 日，债市偏弱调整。**可能原因有：（1）在出现大涨之后，获利盘有止盈动力；（2）在前期大量投放流动性后，央行开始在公开市场上回收流动性。这期间，央行虽有下调 MLF 操作利率，但操作总量也不及预期；（3）肺炎疫情呈现缓和态势，股市继续反弹，风险资产表现不错；（4）1 月 CPI 数据超出市场预期；（5）市场担心信贷可能放量，不过，在公布的 1 月信贷数据超预期之后，收益率反而出现了明显下行。

**第三阶段是 2 月 21-28 日，债市继续上涨。**主要原因在于：肺炎疫情有在全球扩散的迹象，海外风险资产大跌，避险资产大涨，10 年期美债利率创历史新低。国内股市和商品也出现大幅下跌，债券利率也出现明显下行。另外，央行近期实施的偏宽松的政策也是债券利率下行的原因之一。央行称，下一步稳健的货币政策会更加的灵活适度，继续保持流动性合理；要更大力度的运用好结构性货币政策的工具，还要充分利用好普惠性的货币政策工具，近期还要动态调整定向降准的政策，当前我国货币政策的政策空间和政策工具是充足的。

**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 2 月几乎无变化，在期间波动较大。在 2 月初和 2 月底，受长端利率下行幅度过大的影响，收益率曲线呈现牛平走势；而在 2 月中旬，受央行宽松政策影响，短端利率开始明显下行，收益率曲线也随之变陡。

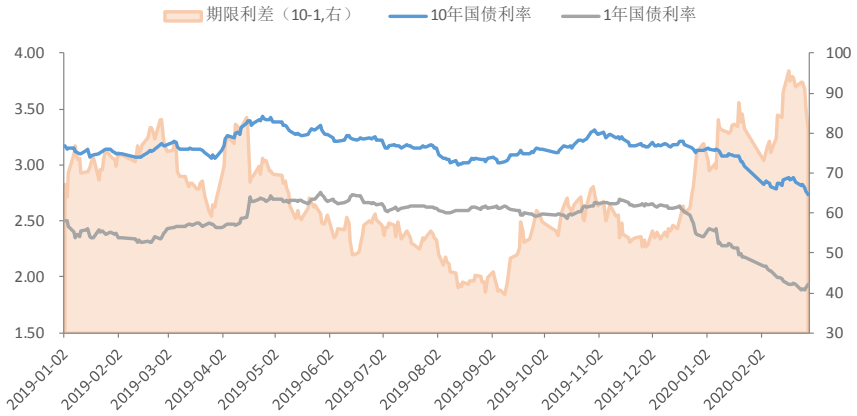
**在信用利差方面，**以 5 年中票为例，各类评级中票的信用利差均有所下行，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA-中票信用利差在 2020 年 2 月分别变化-7BP、-18BP、-5BP 和-7BP。当前，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA-中票信用利差分别为 78BP、

92BP、143BP 和 346BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 19%、5%、8%和 47%。

**图 4：10 年期国债期货在 2020 年 2 月的表现**

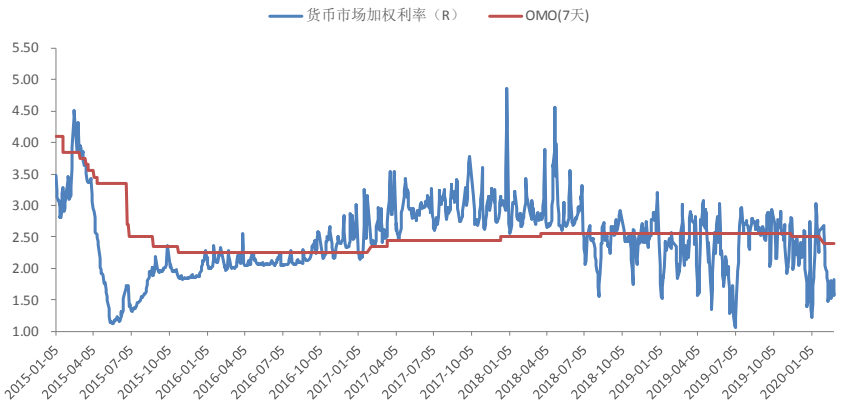
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**图 5：国债期限利差（10-1）在过去 1 年的表现**



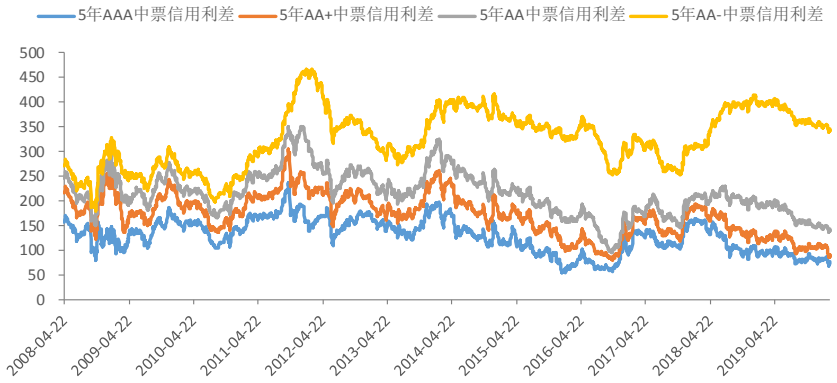

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

**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



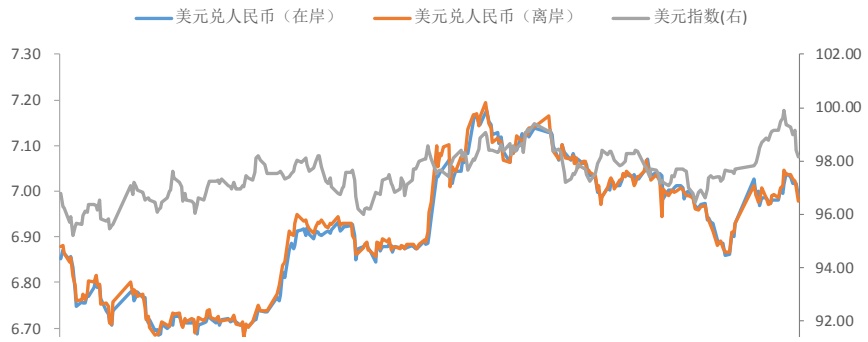

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 外汇：人民币出现贬值，美元指数强劲

人民币兑美元汇率在 2020 年 2 月出现贬值，在岸人民币兑美元汇率在 2 月上行约 0.86%，离岸人民币汇率在 2 月上涨约 0.72%。

具体来看，影响人民币贬值的因素主要有：（1）肺炎疫情在国内爆发，市场对经济基本面有所担忧，人民币因此出现贬值，但又因为疫情对经济的影响是短期的，所以人民币汇率并未因此出现大幅波动；（2）疫情影响下，全球市场避险情绪高涨，美元指数持续走高，其在 2 月期间（1.23-2.28）上涨 0.47%；（3）在疫情缓和之后，国内企业复工复产进度低于预期；（4）偏宽松的货币政策也会对人民币汇率施压。

图 8：美元兑人民币汇率及美元指数走势




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_6887