

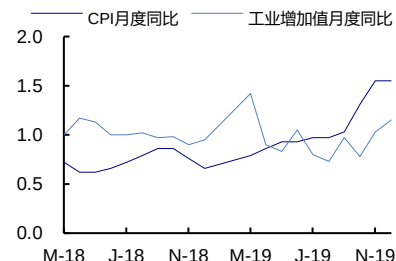
## 证券研究报告—动态报告

## 宏观经济

## 大类资产配置月报

2020 年 02 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         | 8.70   |

## 相关研究报告:

《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  
 《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  
 《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: 稳增长有心无力, 宽信用知易行难》——2015-05-18

## 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

## 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

## 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

## 疫情冲击势必, 但“填坑”走势可期

● 面对突发疫情的思考: 短期冲击势必, 但是“填坑”走势可期  
 短期内 (开市后) 避险类资产的代表品种, 10 年期国债利率会下探 10 个 BP 附近, 回落到 2.90% 附近, 而股指下行定位在 10% 以内。这种定位会以迅速的方式达成, 随后两类资产会出现缓慢的修复, 走出“填坑”的态势。

## ● 大类资产价格变化月度回顾

整体来看, 2020 年 1 月, 各大类资产的优劣表现依次为债券>股票>汇率>商品。具体来看: (1) 债券在 1 月表现最佳, 主要受货币政策宽松及疫情扩散带来的避险情绪影响, 市场配置力量较强也是影响因素之一; (2) 股票整体在 1 月表现微跌, 其中在春节前最后一周下跌明显。但股票内部分化较为严重, 创业板、中证 500、成长股表现最优, 上涨明显; 而上证综指、上证 50、金融股、公用事业股等表现最差; (3) 人民币汇率在 1 月出现贬值, 1 月中上旬受中美签署第一阶段协议和国内经济企稳预期影响, 人民币出现升值; 而在 1 月中下旬受疫情扩散和节前购汇客盘较多的影响, 人民币出现贬值; (4) 商品表现最差, 在 1 月中上旬, 原油黄金等商品曾因美伊冲突而出现大幅上涨, 但随后便冲高回落; 在 1 月中下旬, 国内商品更是因为疫情扩散原因出现大幅下跌。

## ● 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 (5.6%)>利率债 (0.8%)>信用债 (0.4%)>货币 (0.2%)>转债 (0.1%)>A 股 (-0.3%)>周期股 (-1.6%)>消费股 (-1.8%)>商品 (-2.9%)>金融股 (-4.7%)>稳定股 (-4.7%)。

历史分位点水平看各资产估值情况: 2020 年 1 月, 从当前价格处于过去五年分位点水平来看, 商品相对偏贵; 股票相对较便宜。

股债相对估值: 从股债相对估值的角度来看, 2020 年 1 月, 沪深 300 股息率/10 年国债利率为 0.77, 处于过去历史五年的 72% 分位点; 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率为 5.24%, 处于过去历史五年的 74% 分位点。股票资产相对债券资产更便宜。

## ● 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 2 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%)。

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 面对突发疫情的思考：短期冲击势必，但是“填坑”走势可期 ..... | 4  |
| 大类资产价格变化月度回顾 .....                | 5  |
| 股票：1月最后一周下跌明显 .....               | 6  |
| 债券：1月大幅上涨，曲线继续走陡 .....            | 7  |
| 外汇：人民币先升后贬 .....                  | 9  |
| 商品：各类商品指数全线下跌 .....               | 9  |
| 各大类资产估值比价情况 .....                 | 11 |
| 历年来国内主要资产表现情况 .....               | 11 |
| 历史分位点水平看各资产估值情况 .....             | 11 |
| 股债相对估值 .....                      | 12 |
| 各大类资产收益波动比较 .....                 | 14 |
| 货币信用大类资产配置框架月度跟踪 .....            | 14 |
| 货币信用风火轮当月状态判断 .....               | 14 |
| 货币信用风火轮框架下的风险平价组合跟踪 .....         | 15 |
| 国内大类资产月度展望 .....                  | 18 |
| 国信证券投资评级 .....                    | 19 |
| 分析师承诺 .....                       | 19 |
| 风险提示 .....                        | 19 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....                 | 19 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1: 国内各大类资产在 2020 年 1 月的表现 .....              | 6  |
| 图 2: 上证综指在 2020 年 1 月的表现 .....                 | 6  |
| 图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 1 月的表现 .....             | 7  |
| 图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 1 月的表现 .....            | 8  |
| 图 5: 国债期限利差 (10-1) 在过去 1 年的表现 .....            | 8  |
| 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 .....                       | 9  |
| 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 1 月的表现 .....               | 10 |
| 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 .....                       | 11 |
| 图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2020.01) .....   | 12 |
| 图 13: 沪深 300 股息率/10 年国债利率及其百分位点 .....          | 13 |
| 图 14: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率及其百分位点 .....        | 13 |
| 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) ..... | 14 |
| 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) .....   | 15 |
| 图 17: 2020 年 2 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例 .....       | 16 |
| 图 18: 各个资产的权重变化 (2012.03-2020.02) .....        | 16 |
| 图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.02) .....      | 16 |
| 图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.01) ..... | 17 |
| <br>表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.01) .....          | 5  |
| 表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.01) .....            | 12 |
| 表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.01) .....            | 14 |
| 表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-01) .....       | 17 |
| 表 5: 2020 年春节假期期间国际金融市场变化一览 .....              | 18 |

## 面对突发疫情的思考：短期冲击势必，但是“填坑” 走势可期

从 2020 年开始，国信证券宏观与固收研究团队将定期发布大类资产配置报告，本期是第一期报告。非常意外的是，在撰写该期报告的过程中，中国遭遇了“武汉肺炎”疫情的意外冲击，这一突发意外事件打乱了原报告的研究思路，令我们从总体而言，将配置风格偏于了保守。

在具体按照原模式论述我们的大类资产配置报告之前，我们将简要分析一下对于疫情对于中国资本市场的影响。

首先需要声明的是，我们并非医学专家，根本无能力去论述解释该疫情的变化节奏和变化特征，因此下面的分析只能从风险偏好情绪以及经济基本面预期判断角度去揣测其对于资本市场的影响。

对于该次疫情对于整体宏观经济冲击程度的判断，我们认为，与 2003 年相比，是有过之而无不及的。这主要是在于相对于 2003 年的防控措施较迟（4 月份开始才在全国范围内展开大力行动，而这时候已经接近于尾声期了，实际上对于当期经济的冲击只限于 4、5 月份），本次疫情初发就引发了国家的极度重视，并展开了几乎全国范围内的大力防控措施，这在很大程度上保护了人民的健康，但是也必然导致了经济活动从疫情初期就进入了放缓的境地。假如我们将本次疫情的持续影响时期和 2003 年非典相比，那么这次防疫活动对于经济活动的影响时期必然更长，但是这换来了全国人民的身体健康，是非常值得肯定的。

具体疫情会蔓延到何时，我们无此能力揣测，也和市场大众一样，每天关注着疫情数据变化，也一样期待着伴随春暖花开，天气转暖，病毒会能如网上传说般消亡。

但是我们想强调的是，疫情是一种极端、短期的冲击，不应该对整体经济具有持续冲击性，前期的冲击，势必也伴随着后期压力释放后的爆发式恢复。

对于这种出人意料的突发性冲击对于金融资本市场会产生什么样的影响，我想首先每个投资者都需要回答两个问题：

### 1、短期内对于 GDP 的冲击是显然的，那么金融市场会否去反应冲击程度的深与浅呢？

即假设由于疫情，导致了短期内 GDP 下行，那么其下行的幅度大小是否和股票市场的跌幅相关呢？假如 GDP 下行 1 个百分点，股票市场下行 10%，那么 GDP 下行 2 个百分点，股票市场就会下行 20% 呢？

我们认为这是不可能的，各类资产对于这种短期突发事件的反应更多是一次性的定位，更多是受到风险情绪所推动，而和短期内的经济影响程度大小并不相关，也就是说，市场在短期时间内面临的不是基本面的预期压力，而是风险情绪的波动压力。

因此我们认为在很短时期内，资本市场会对这一风险事件作出合理定位，不会更多的去纠结所谓的 GDP 影响幅度因素。

### 2、疫情总会过去，过去后的经济是否会恢复已经持续了 2 个月（2019 年 11-12 月份整体经济环境已经显现出企稳回升势头）的回暖向上势头？

对于这点而言，我们是持有乐观预期的，我们依然相信中国经济内在的驱动力正在恢复向上，这种驱动力依然来自于新旧动能之间切换的进程、来自于产能周期自发的恢复向上。

因此我们承认在短期内，中国经济会面临一个下坠的“坑”，但是在这个坑底停

留的时间不会很长，2-3 个月时间，就很可能看到经济自身的上行动力带动经济爬出这个“坑底”。

而对于资本市场而言，其会比经济走势反应的更为迅速，我们会很迅速的看到避险资产价格上行，风险资产下跌，但是更多会是一种“一步到位”式的调整与定位，更多的释放出风险厌恶情绪，随后将伴随着时间的推移而恢复其该有的“自然”。

我们认为短期内（开市后）避险类资产的代表品种，10 年期国债利率会下探 10 个 BP 附近，回落到 2.90% 附近，而股指下行定位在 10% 以内。这种定位会以迅速的方式达成，随后两类资产会出现缓慢的修复，走出“填坑”的态势。

## 大类资产价格变化月度回顾

整体来看，2020 年 1 月，各大类资产的优劣表现依次为债券>股票>汇率>商品，春节前最后一周，疫情扩散带来的行情是各大类资产在 1 月变化的主因。

具体来看：（1）债券在 1 月表现最佳，主要受货币政策宽松及疫情扩散带来的避险情绪影响，市场配置力量较强也是影响因素之一；（2）股票整体在 1 月表现微跌，其中在春节前最后一周下跌明显。但股票内部分化较为严重，创业板、中证 500、成长股表现最优，上涨明显；而上证综指、上证 50、金融股、公用事业股等表现最差；（3）人民币汇率在 1 月出现贬值，1 月中上旬受中美签署第一阶段协议和国内经济企稳预期影响，人民币出现升值；而在 1 月中下旬受疫情扩散和节前购汇客盘较多的影响，人民币出现贬值；（4）商品表现最差，在 1 月中上旬，原油黄金等商品曾因美伊冲突而出现大幅上涨，但随后便冲高回落；在 1 月中下旬，国内商品更是因为疫情扩散原因出现大幅下跌。

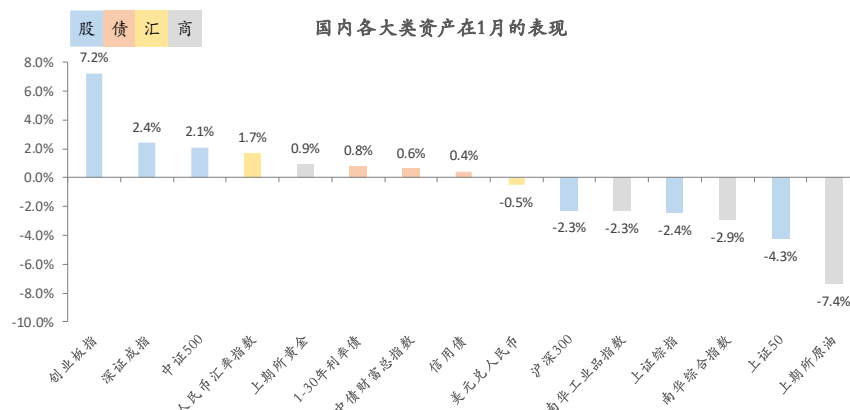
表 1：各大类资产价格的月度变化（2020.01）

| 各大类资产 | 上月末价格          | 当月末价格   | 期间涨跌    | 涨跌原因    |
|-------|----------------|---------|---------|---------|
| 股票    | 上证综指           | 3050.1  | 2976.5  | -2.41%  |
|       | 深证成指           | 10430.8 | 10681.9 | 2.41%   |
|       | 创业板指           | 1798.1  | 1927.7  | 7.21%   |
|       | 上证 50          | 3063.2  | 2932.5  | -4.27%  |
|       | 沪深 300         | 4096.6  | 4003.9  | -2.26%  |
|       | 中证 500         | 5267.7  | 5377.7  | 2.09%   |
| 债券    | 中债财富总指数        | 196.3   | 197.5   | 0.60%   |
|       | 中债 1-30 年利率债指数 | 160.5   | 161.7   | 0.75%   |
|       | 中债信用债总财富指数     | 182.9   | 183.7   | 0.42%   |
|       | 10 年国开利率       | 3.58    | 3.41    | -16.4   |
|       | 10 年国债利率       | 3.14    | 2.99    | -14.3   |
|       | 1 年国债利率        | 2.36    | 2.18    | -18.2   |
| 汇率    | 美元指数           | 96.45   | 97.36   | 0.95%   |
|       | 美元兑人民币（在岸）     | 6.97    | 6.93    | -0.52%  |
|       | 美元兑人民币（离岸）     | 6.96    | 7.00    | 0.55%   |
|       | 人民币汇率指数        | 91.39   | 92.90   | 1.65%   |
| 商品    | 南华综合指数         | 1531.5  | 1486.6  | -2.93%  |
|       | 南华工业品指数        | 2345.5  | 2291.4  | -2.31%  |
|       | 布伦特原油（美元）      | 67.0    | 57.9    | -13.69% |
|       | 上期所原油          | 482.8   | 447.2   | -7.37%  |
|       | 伦敦现货黄金（美元）     | 1523.0  | 1584.2  | 4.02%   |
|       | 上期所黄金          | 347.5   | 350.7   | 0.93%   |

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 1 月的表现



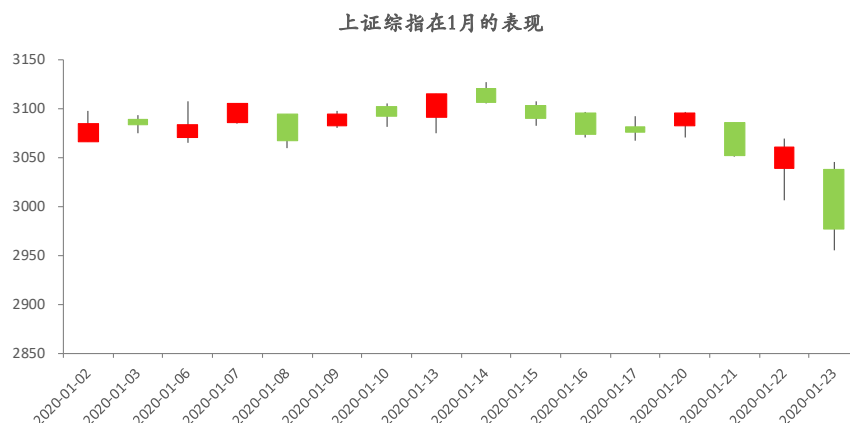
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 股票：1 月最后一周下跌明显

2020 年 1 月，主要受疫情扩散的影响，股票整体出现下跌，上证综指在春节前最后一周下跌明显。根据万得全 A 指数，A 股在 1 月小幅下跌 0.3%，但股票的结构分化在 1 月表现十分明显，从三个角度来看：（1）上证综指在 1 月下跌 2.4%，但深证成指上涨 2.4%，创业板指在 1 月更是上涨 7.2%；（2）中证 500 指数在 1 月上涨 2.1%，而上证 50 和沪深 300 分别下跌 4.3%和 2.3%；（3）从风格指数来看，成长股在 1 月上涨 5.6%，而周期、消费、金融和稳定股分别下跌 1.6%、1.8%、4.7%和 4.7%。

从股市在 1 月整体表现来看，在 1 月上中旬，股市整体运行平稳，上证综指整体为高位震荡走势，这一期间影响股市偏强震荡的因素主要有：（1）12 月经济金融数据好于预期，内部经济企稳的预期逐渐增强；（2）央行元旦降准，1 月期间也大量投放流动性，货币政策环境偏松；（3）中美于 1 月中旬签署第一阶段协议。在 1 月最后一周，股市大幅下跌，主要是受疫情扩散的影响，市场避险情绪升温。

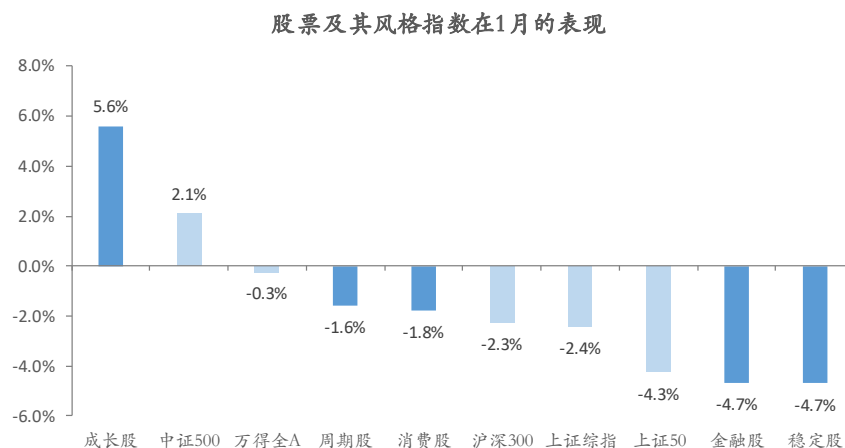
图 2：上证综指在 2020 年 1 月的表现



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 2020 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：1 月大幅上涨，曲线继续走陡

2020 年 1 月，与股市相反，债市在 1 月上涨明显。其中，10 年期国债利率下行约 16BP，10 年期国债利率下行约 14BP，1 年期国债利率下行约 18BP，国债期限利差（10-1Y）走陡约 4BP。

10 年期国债期货上涨 1.555 元，上涨幅度达到了 1.58%，对应收益率下行约 20BP。以 10 年期国债期货为例，债市在 1 月期间主要出现了两次上涨：

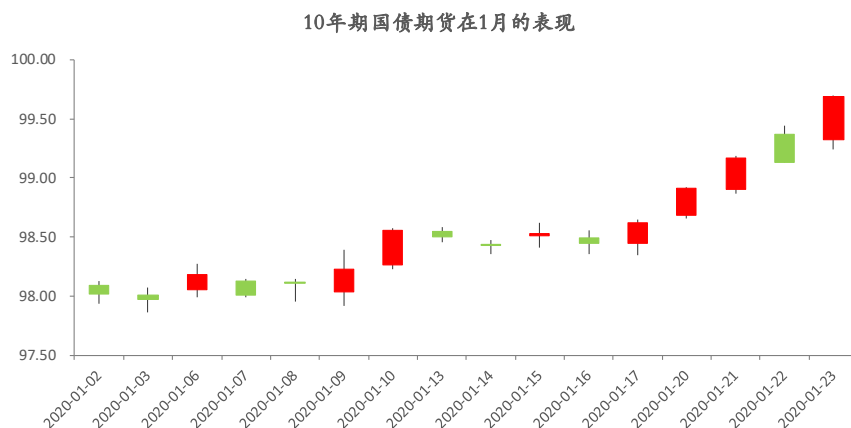
第一次发生在 1 月 9-10 日，主要原因可能有：（1）12 月通胀不及市场预期；（2）国债期限利差前期走阔，使得长端利率的性价比也有所凸显；（3）市场对后续降息政策的预期逐渐升温；（4）降准资金落地，资金面较为宽松。

第二次发生在 1 月 17-23 日，债市于春节前大幅上涨，主要原因可能有：（1）1 月 LPR 利率未降，市场对 MLF 利率后续下调的预期升温；（2）疫情扩散引发避险情绪高涨，股市下跌，债市上涨；（3）市场配置力量仍然较强。

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 月继续变陡约 4BP，但变陡幅度不及去年 12 月，2019 年 12 月国债期限利差（10-1Y）变陡约 25BP。自去年 12 月以来，曲线整体呈现牛陡状态，短端利率大幅下行，在 1 月带动长端利率也跟随明显下行。目前收益率曲线走陡的主要逻辑点还是在于资金面的宽松上。

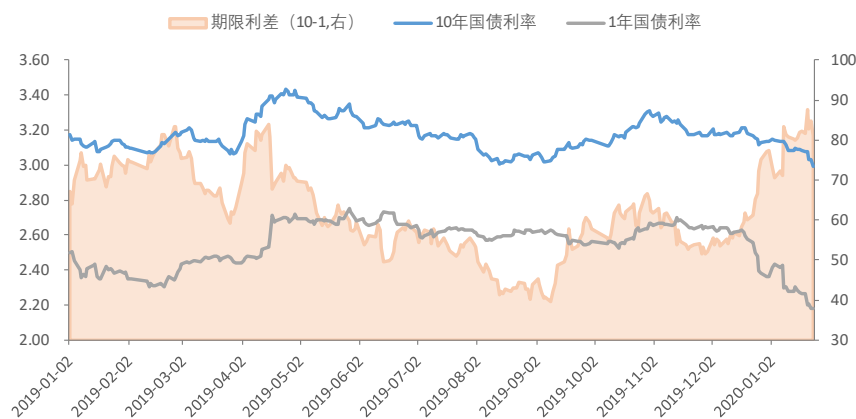
在信用利差方面，以 5 年中票为例，各类评级中票的信用利差变化不大，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差在 2020 年 1 月分别变化 2BP、-3BP、-6BP 和 -6BP。当前，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差分别为 85BP、110BP、148BP 和 353BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 27%、21%、10% 和 54%。

图 4：10 年期国债期货在 2020 年 1 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 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



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\\_7468](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7468)

