专题研究

2021 年 3 月 26 日

中诚信国际

宏观经济

经济运行积极因素增多，避险资产难有趋势性走势

——宏观经济与大类资产配置月报（2021 年 1-2 月）

联络人

作者

中诚信国际　研究院

李路易　010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王　晨　010-66428877-397

chwang01@ccxi.com.cn

王秋凤　010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

袁海霞　010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

放眼 2021：中国经济修复的挑战与对策，2021 年 1 月 19 日；

经济修复稳中有进，黄金债券短期难有趋势性走势，2020 年 12 月 23 日；

风险释放加快经济修复或“筑顶”，政策稳中求进关注风险资产结构性机会，2020 年 11 月 24 日；

经济稳步修复持续，风险资产结构性机会仍存，2020 年 10 月 29 日；

经济修复持续挑战仍存，商品股票机会或好于债券，2020 年 9 月 28 日；

生产平稳需求短期改善，结构分化拖累经济修复，2020 年 8 月 18 日。

概述

■ **供需持续修复，结构性问题仍存**

➢ **“就地过年”下工业生产同比环比均呈现改善态势。**1-2 月工业生产同比增长 35.1%，环比增长也有所加快，出口拉动下制造业同比好于近几年正常水平，但内部结构仍不平衡，后续仍面临出口拉动作用减弱、部分行业恢复缓慢、生产成本制约等多重压力。

➢ **投资环比继续平稳修复，制造业投资的改善将成为未来投资走势的重要影响因素。**1-2 月，投资同比增长 35%，环比增速保持强劲。高技术投资高位增长但仍需关注消费类投资修复相对较缓的问题。后续制造类投资增长将延续，“房住不炒”基调不改房地产投资大幅上升动力有限，政府部门去杠杆背景下对基建投资的增长也不应过分期待。

➢ **消费波动修复，后续或有望继续改善。**1-2 月社零额增速为 33.8%，不过在疫情冲击下 2 月环比增速出现负增长，“就地过年”对消费的带动作用相对有限。后续消费或有望继续改善，但仍需关注居民收入增长缓慢对消费带来的制约。

➢ **基数效应叠加外部需求回暖，进出口实现“开门红”。**1-2 月份出口同比增长 60.6%；进口同比增长 22.2%。环比增速均超过正常年份增长，说明出口仍保持较好的增长势头。后续在海外疫情缓和背景下，出口错峰增长效应或将减弱，全年出口“前高后稳”。

➢ **季节拖累景气指数走低，关注外需支撑可持续性。**2 月制造业 PMI 为 50.6%，较前值下降 0.7 个百分点。春节所在月份 PMI 一般呈现季节性降低，除季节因素外，疫情管控在一定程度上抵消了“就地过年”政策对市场的正面拉动。后续人民币升值走强、欧美生产复苏等因素将对我国的出口产生一定的压力。

■ **CPI 降幅收窄 PPI 延续上升，全年通胀水平可控**

➢ 高基数影响下 CPI 同比延续下降，但降幅有所收窄。2 月 CPI 同比下降 0.2%，较前值降幅收窄 0.1 个百分点。

➢ 国内外需求持续改善，PPI 价格上涨加快。随着国内需求进一步改善，2 月 PPI 同比上涨 1.7%，较前值上升 1.4 个百分点。

➢ 后续来看，翘尾减弱 CPI 将回升，经济基本面支撑 PPI 上行，但经济过热、通胀高企的情况也较难出现，我们维持前期判断，认为全年通胀水平可控。

■ **新增社融基本平稳运行，人民币汇率升值压力或稍有缓和**

➢ 2 月新增社融 1.71 万亿元，但受今年前两个月社融增量保持近年来同期高位及低基数影响，社融存量同比增速由降转升。企业存款向居民部门转移推动 M2 回升，“就地过年”及资本市场活跃拖累 M1 增长。

➢ 海外政策宽松及我国较好的经济基本面使得人民币仍面临升值压力，但美国国债利率上升和海外经济恢复将使得一压力短时缓和。

■ **大类资产配置：股票市场波动加大，短期内仍看好大宗商品**

➢ **股票方面，**A 股结构性分化或仍是后续市场主要特征，受益于海外经济修复的企业或存在投资机会。

➢ **债券方面，**3 月末新增专项债将启动发行，或对流行性有所扰动；叠加短期内国内经济基本面或延续修复，收益率或呈现小幅上行趋势。

➢ **商品方面，**伴随全球疫苗陆续落地，经济复苏进程或有所加快，仍将利好风险资产，叠加美国财政政策持续推进以及通胀预期升温，短期内或继续支撑大宗商品走势；黄金方面，短期内或呈弱势震荡走势。

1-2 月，受上年同期基数较低影响，多项经济指标同比都出现了高同比增长；与此同时，工业生产、投资等因素环比也继续改善，即便是不考虑基数效应的影响，经济修复势头依然延续，且经济运行中积极因素继续增多，生产端与消费端均持续改善。经济整体修复同时，经济运行结构分化态势依然存在，比如：从工业生产的内部结构来看，虽然高技术行业明显改善，以消费品生产为主的下游行业改善相对较弱；从消费的内部结构来看，汽车消费高增同事，除汽车以外的消费品增速弱于全部消费品增速，基础性消费仍有不足；此外，规模以下的企业消费增长低于规模以上企业，中小企业修复仍然受限。从投资来看，A 股受益于海外经济修复的企业或存在投资机会；债券方面在 3 月末新增专项债将启动发行叠加短期内国内经济基本面或延续修复，收益率或呈现小幅上行趋势；商品方面，短期内大宗商品走势延续，黄金或呈弱势震荡走势。

表 1　2021 年 1-2 月中国宏观经济核心指标一览表

	2021 年	2020 年				最新变化
	1-2 月	Q4	Q3	Q2	Q1	
工业增加值（累计同比，%）	35.1	2.8	1.2	-1.3	-8.4	↑
投资（累计同比，%）	35	2.9	0.8	-3.1	-16.1	↑
社零额（累计同比，%）	33.8	-3.9	-7.2	-11.4	-19.0	↑
出口：累计同比（%,美元）	60.6	3.6	-0.8	-6.2	-13.30	↑
进口：累计同比（%,美元）	22.2	-1.1	-3.1	-7.1	-2.90	↑
贸易顺差（累计，亿美元）	1032.6	5350.3	3260	1678	132	—
CPI（累计同比，%）	-0.3	2.5	3.3	3.8	4.9	↓
PPI（累计同比，%）	1.0	-1.8	-2.0	-1.9	-1.3	↑
M2：同比（%）	10.1	10.1	10.9	11.1	10.1	↔

（注：↓、↑、↔分别表示与去年全年相比，2021 年 1-2 月指标出现下降、上升或持平；—表示未作对比）

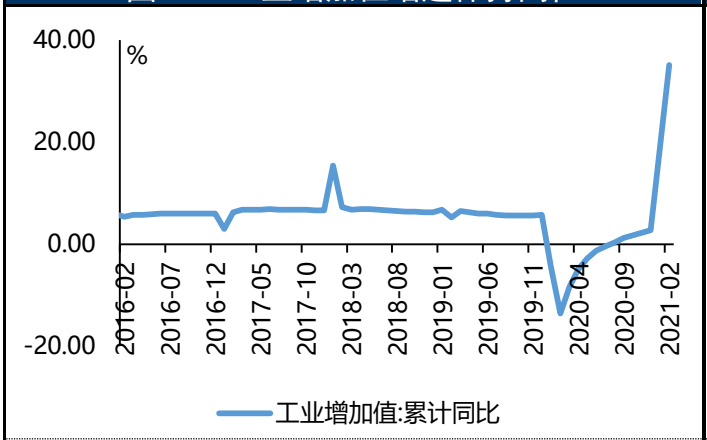
一、 供需持续修复，结构性问题仍存

（一）工业生产同比环比均继续改善，但内部结构失衡仍存

低基数背景下工业生产大幅改善。1-2 月，在低基数背景下，工业增加值同比增长 35.1%，较 2019 年 1-2 月增长 16.9%[1]，两年平均增长率超过 8%；从环比来看，“就地过年”政策对生产的支撑作用显现，1 月规模以上工业增加值比上月增长 0.66%，较 12 月加快 0.01 个百分点，2 月规模以上工业增加值环比较上月进一步加快至 0.69%。出口对制造业生产的带动作用明显，1-2 月制造业两年平均增速为 8.4%，好于近几年正常水平。**从其内部结构来看，结构失衡问题依然存在：**一方面，装备制造业、高技术制造业增加值同比增速分别为 59.9%、49.2%，两年的平均增速分别为 10.2%、13.0%，均高于全部规模以上企业，但以消费品生产为主的下游行业改善相对较弱；另一方面，出口高增带来私营工业企业大幅改善，而国有工业企业恢复相对较慢。后续来看，工业生产的修复仍面临压力：首先，随着欧美疫苗接种率不断提升，海外生产将加快恢复，出口错峰增长效应弱化；其次，消费品生产行业恢复较为缓慢且短期难有明显改善，有可能给工业生产带来拖累；最后，大宗商品价格的上升加大了企业成本压力。

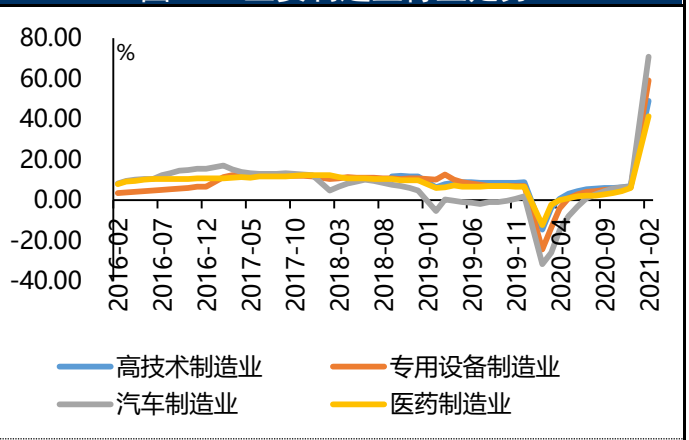
[1] 因 2020 年 1-2 月各项经济数据在疫情冲击下大幅回落，基数效应下 2021 年 1-2 月数据均出现大幅回升，故本文部分数据同 2019 年同期做了对比。两年平均增速均为几何平均增速。

图 1： 工业增加值增速保持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2： 主要制造业行业走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

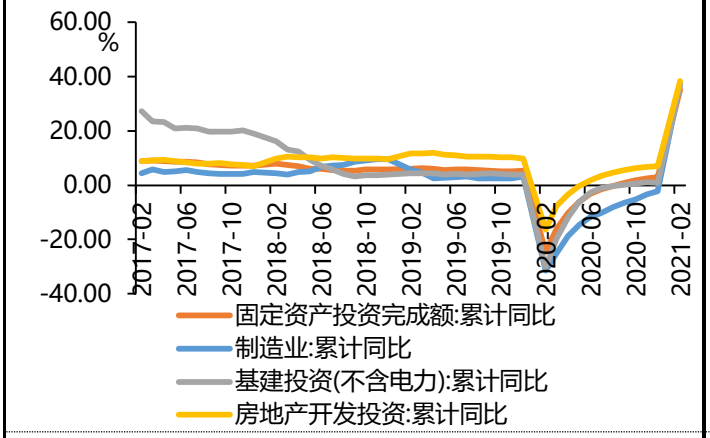
（二）投资环比继续平稳修复，制造业投资的改善将成为未来投资走势的重要影响因素

投资延续恢复态势。1-2 月，投资同比增长 35%，较 2019 年 1-2 月增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%，2 月季调后环比增速分别为 2.43%，受春节放假影响较 1 月小幅放缓 0.13 个百分点。分类别来看，1-2 月份，基础设施投资同比增长 36.6%，两年平均下降 1.6%；制造业投资同比增长 37.3%，两年平均下降 3.4%；房地产开发投资同比增长 38.3%，两年平均增长 7.6%，房地产投资依然是增长最快的门类。从具体行业来看，高技术产业投资是投资的主要带动力量，同比增长 50.1%，两年平均增长 11.0%。

制造业投资的内部存在一定的结构性分化：高新技术类投资延续高增长趋势，消费类相关投资较为低迷。其中，高技术制造业投资同比增长 50.3%，高技术服务业投资增长 49.8%。消费类相关行业投资增长相对较为缓慢，家具制造业、纺织制造业和批发零售业投资均低于整体投资增速，分别为 24.8%、15.7%和 23.8%。分所有制来看，民间投资同比增长 36.4%，两年平均增长 1.4%；国有控股投资同比增长 32.9%。

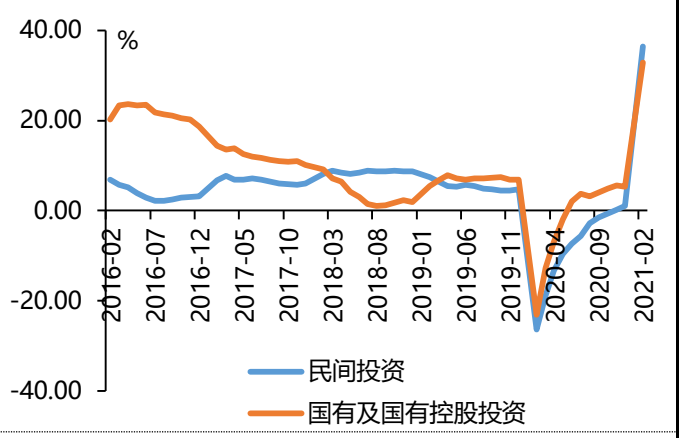
后续来看，政府工作报告明确提出推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，加快补齐基础设施、生态环保和民生保障等领域短板，基建投资对投资的“托底”作用依然存在，但考虑到 3 月份国常会中提出今年“政府杠杆率要有所降低”，基建投资的重要主体融资平台的投融资受到的约束或将加大，对基建投资对经济增长的支撑作用不应过分期待。近期由于多地房地产市场成交较为活跃，房价出现升温势头，为此多地监管加强对违规流入房市，“房住不炒”下房地产投资大幅上升的动力有限，年内房地产投资将保持平稳运行。制造业投资在外需持续强劲、产业升级推动下，未来将延续加速恢复态势。

图 3： 固定资产投资持续改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：民间投资显著改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

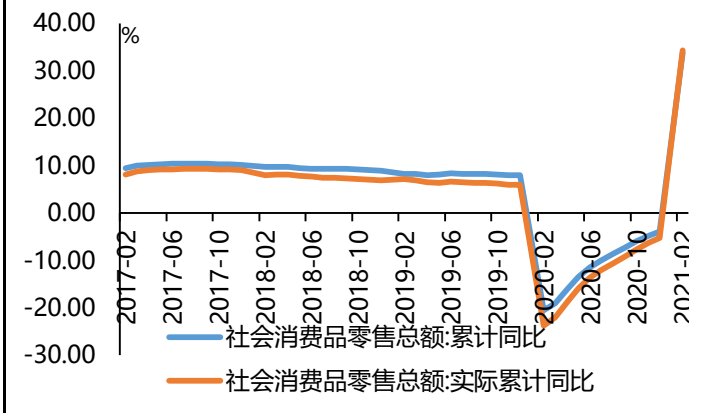
（三）消费或有望继续改善，但仍需关注居民收入增长缓慢对消费带来的制约

消费延续改善态势，疫情反复短期出现波动。1-2 月，社零额同比增长 33.8%，较 2019 年 1—2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。从环比上来看，1 月份在多地再度爆发疫情背景下，季调后的社零额环比下降 1.4%；在“就地过年”政策影响下，2 月份社零额季调增速有所改善，环比增长 0.56%。值得一提的是，除汽车以外的消费品增速弱于全部消费品增速，同比增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。不过从春节消费来看，“就地过年”政策成效虽有显现但效果有限，根据商务部的数据显示，春节期间全国重点零售和餐饮企业同比增长 28.7%，较 2019 年增长 4.9%。分类别来看，局部暴发疫情的背景下，餐饮行业同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%；限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、通讯器材类和文化办公用品类商品零售额两年平均增长均超过 10%；在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增长 5.8%。由于持续的疫情导致部分境外消费回流，从两年平均增速看，限额以上单位化妆品类和金银珠宝类商品零售额增速分别为 9.9%和 8.2%，包括钟表、箱包等在内的日用类商品零售额增速为 12.1%。疫情以来，线上消费持续保持高增长，全国实物商品网上零售额同比增长 30.6%，两年平均增速为 16.0%。

从结构来看，消费虽然整体呈修复态势，但结构性分化仍存。限额消费品改善较为显著的类别以升级类消费为主，特别是占消费比重较高的汽车类消费改善较为显著；基本必需品类消费则延续平稳运行趋势；相较而言，出于风险考虑，消费者对餐饮业消费仍旧偏低，餐饮类消费恢复仍显著弱于整体消费；纺织服装、家用电气、建筑材料保持相对较低增速。值得一提的是，由于限额以上消费增速超过整体消费增速，所以对民生相关最大的小额类消费相对低迷，而这类消费更能反映出多数消费者的情况。

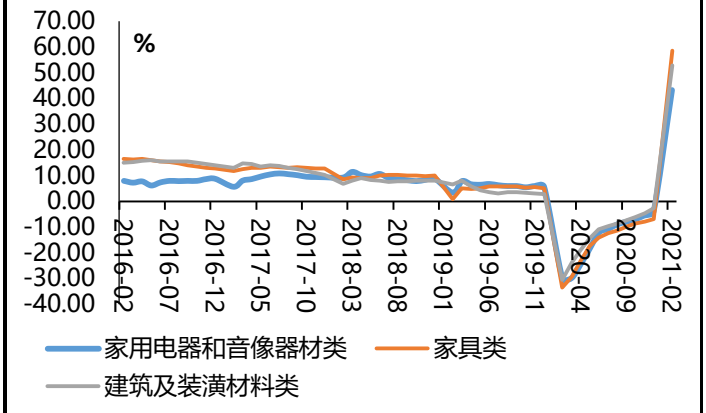
后续来看，1-2 月消费在疫情扰动下环比增速有所波动，后续随着疫苗产能持续提高，我国接种率不断上升，未来疫情对消费的扰动持续下降。特别是近期针对部分消费限制进一步放开，未来聚集型和接触式消费将进一步恢复，消费或有望继续改善，但仍需关注居民收入增长缓慢对消费带来的制约。

图 5： 社零额持续修复



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 6： 主要消费品均加快修复



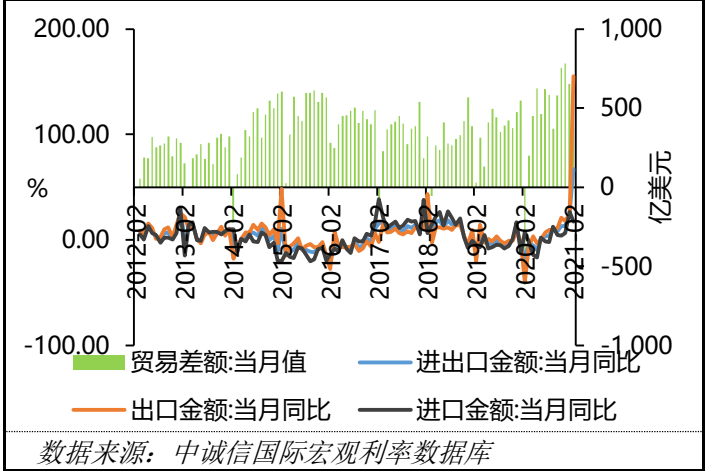
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（四）基数效应叠加需求回暖，进出口实现“开门红”

错峰增长效应进出口大幅改善。1-2 月，进出口同比增长 41.2%。其中，出口同比增长 60.6%；进口同比增长 22.2%，2021 年初外贸数据的同比大幅增长在预期之内。从环比数据来看，1-2 月份出口较 2020 年 12 月份环比增长 66.3%，而这一数据在 2019 年和 2018 年均不到 60%，也在一定程度上说明出口仍保持较好的增长势头。除了低基数之外，出口延续高增长还受到全球需求的回暖以及“就地过年”政策的支撑：进入 2021 年，主要发达国家新冠新增确诊大幅降低，疫情得到控制有助于带动需求改善；2021 年春节出于疫情防控的考虑，各地提倡“就地过年”；使得很多在外务工人员在法定节假日结束后能够迅速的投入到工作生产中，所以今年的生产的恢复相对较快，有力的保障了供应。

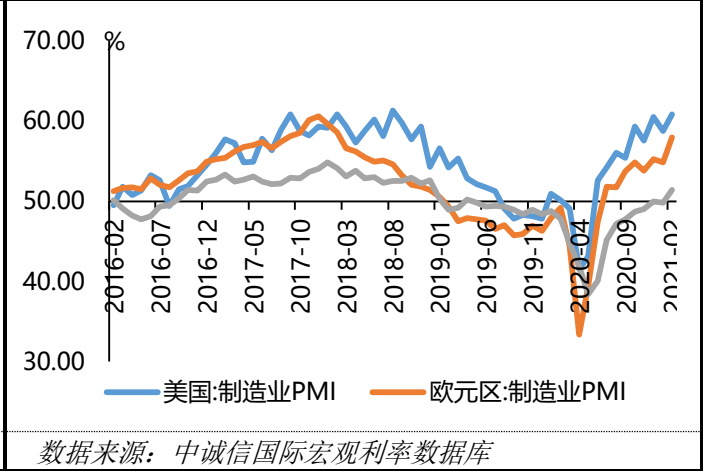
全年出口或呈前高后稳趋势，进口稳中有升。2021 年，全球范围内疫苗生产大幅上升，主要国家接种率持续提高，对疫情的控制能力不断强化海外产能不断恢复，将逐步弱化我国的错峰增长效应。综合来看，短期内我国出口在基数效应下将保持高速增长，但随着基数效应和替代效应的弱化，下半年出口增速将有所放缓，全年或将有望保持前高后稳趋势。随着我国经济的持续修复，进口全年将呈稳中有升的趋势。

图 7：出口保持高位



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 8： 欧美日 PMI 指数均上升

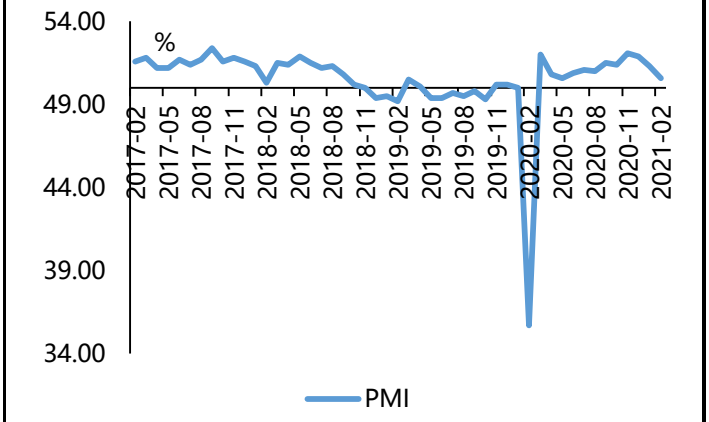


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（五）季节拖累景气指数走低，关注外需支撑可持续性

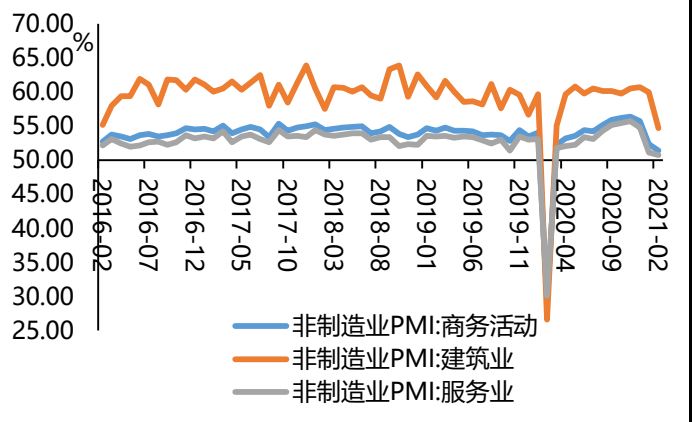
季节因素景气指数走弱。春节假期扰动生产经营放缓，PMI 有所回落。2 月制造业 PMI 为 50.6%，较前值下降 0.7 个百分点。其中新订单指数为 51.5%，较上月调降 0.8 个百分点，生产指数为 51.9%，较上月调降 1.6 个百分点。春节所在月份 PMI 一般呈现季节性降低，除季节因素外，疫情管控在多地仍有所延续，在一定程度上抵消了“就地过年”政策对市场的正面拉动。建筑业开工回落拖累，非制造业景气指数呈现下调。2 月，非制造业商务活动指数下降 1.0 个百分点至 51.4%，其中建筑业商务活动指数较上月下降 5.3 个百分点至 54.7%，服务业指数下降 0.3 个百分点至 50.8%。2 月，制造业 PMI 及非制造业 PMI 受季节性因素拖累较大，“就地过年”政策并没有大幅提高相关服务业的反弹。**大型企业同中小型企业分化趋势加大。**虽然整体 PMI 指数维持在荣枯线上方，但从结构上来看，中小企业 PMI 指数均出现了显著下行趋势，特别是小型企业 PMI 指数难以站在荣枯线上方，其中 2 月份小型企业新出口订单大大低于全部新出口订单 PMI 指数 13.7%，表明小型企业并未享受到这波错峰发展的红利。后续看，随着春节结束企业生产恢复，基本面向好背景下企业生产动力或持续走强，PMI 走势或将由降转升。同时大宗商品价格上涨背景下 PPI 或将有所提高。此外，人民币升值走强、欧美生产复苏对我国出口的支撑或有所走弱，应持续关注关联行业利润空间被压缩的不利影响。

图 9：PMI 保持在荣枯线以上



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 10： 非制造业 PMI 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

二、 CPI 降幅收窄 PPI 延续上升，全年通胀水平可控

（一）高基数影响下 CPI 同比延续下降，但降幅有所收窄

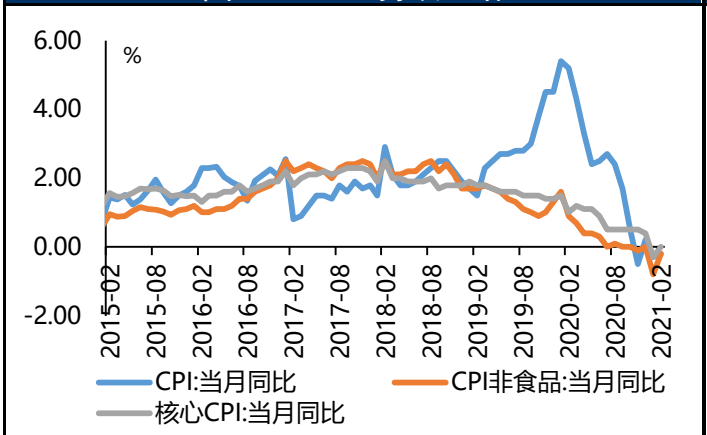
CPI 降幅收窄，就地过年政策熨平季节性波动。2 月 CPI 同比下降 0.2%，较前值降幅收窄 0.1 个百分点；在 0.2%的同比降幅中，翘尾影响约-1.8 个百分点，新涨价影响约 1.6 个百分点。核心 CPI 由上月同比下降 0.3%转为本月持平。季节因素叠加高基数影响，食品项价格内部分化。2 月食品价格由前值上涨 1.6%转为下降 0.2 个百分点，影响 CPI 下降 0.05 个百分点。**就地过年政策熨平季节性波动。**2 月非食品价格同比下降 0.2%，较前值降幅收窄 0.6 个百分点。非食品项中，消费类产品同比下降 0.3%，较上月降幅扩大 0.2 个百分点，这其中既有去年高基数影响，又有今年就地过年政策带来消费类集中采购减少的影响；服务类价格同比下降 0.1%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点，其中交通通讯类同比下降-1.9%，

是拉动非食品项同比下降的主因，尤其是就地过年政策影响使得飞机票价格同比下降 28.2%。

（二）国内外需求持续改善，PPI 价格上涨加快

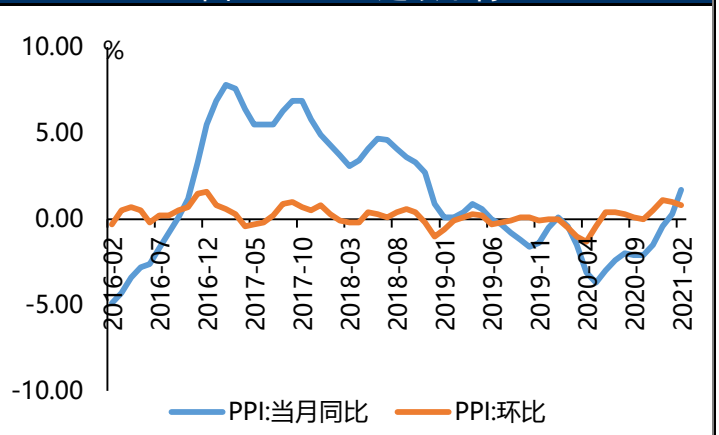
生产资料价格上扬带动 PPI 回升。随着国内需求进一步改善，2 月 PPI 同比上涨 1.7%，较前值上升 1.4 个百分点，翘尾影响约-0.1 个百分点，新涨价影响约 1.8 个百分点。其中，生产资料同比上涨 2.3%，回升 1.8 个百分点；生活资料同比下降 0.2%，与前值持平。**生产资料上涨带动工业品价格回升，生活资料价格水平相对稳定。**景气指数显示 2 月主要经济体制造业处于扩张区间，其中制造业出厂价格有所回升。2 月，海外原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨，煤炭价格也处于高位，带动国内石油、钢铁等相关行业价格上涨。

图 11： CPI 持续回落



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 12： PPI 延续下行

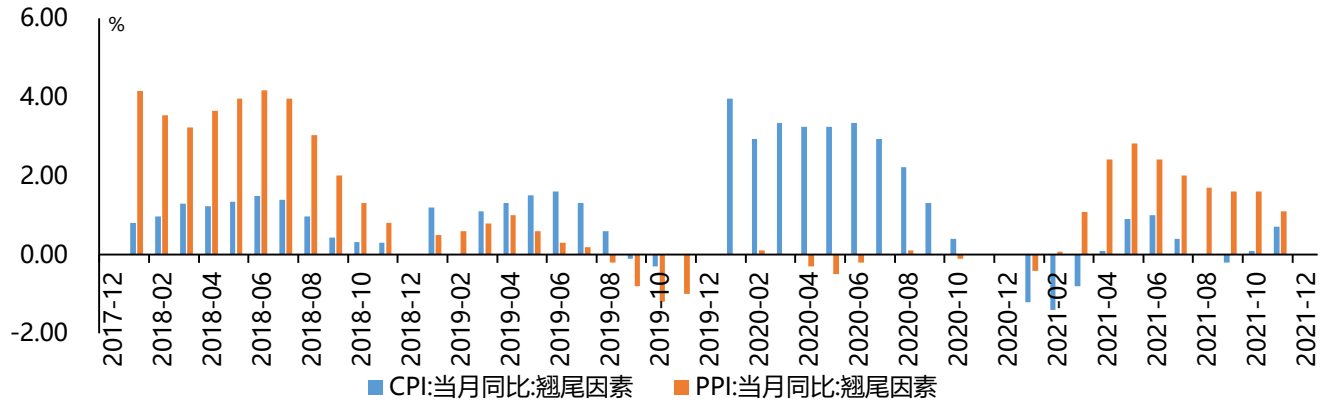


数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）翘尾减弱 CPI 将回升，经济基本面支撑 PPI 上行

CPI 翘尾拖累逐渐减弱，或在二季度有所上升；考虑经济持续修复、需求进一步改善，PPI 同比或将延续向上修复趋势。价格指数虽有上扬趋势，但也较难出现显著过热，延续我们之前的判断，全年通胀水平预期可控。CPI 方面，一季度翘尾因素对当前 CPI 同比形成较大拖累，加之核心 CPI 处于历史低位，综合考虑一季度 CPI 或仍将保持低位，但从二季度开始翘尾因素减弱，叠加禽肉价格下降开始出现放缓，CPI 或会出现一定上调，基数效应下今年 CPI 高点或出现在年末，全年 CPI 或呈现前低后高走势。PPI 方面，当前国内工业生产持续向好，企业利润改善信心增强、市场需求改善，叠加近期国际原油、铁矿石价格处于上涨态势，短期看生产资料价格较难下行，工业生产价格持续修复，叠加一季度 PPI 翘尾的支撑，近期 PPI 或仍延续向上。总体而言，在国内外需求逐步修复、全球经济共振复苏的情况下，价格指数将呈现上涨趋势，但随着我国宏观政策回归正常化，出现经济过热、通胀高企的情况也较难出现，维持前期判断，我们认为全年通胀预期可控。

图 13： 翘尾走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

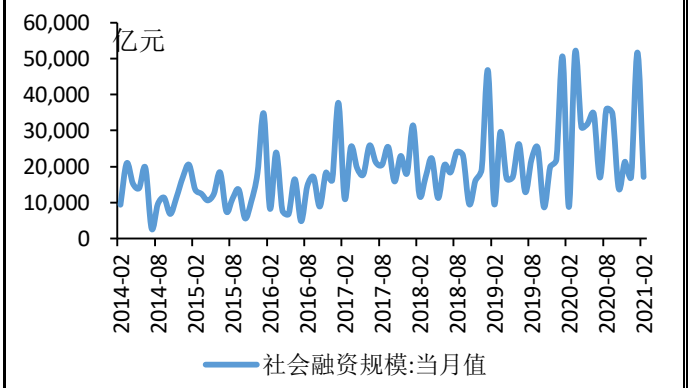
三、 新增社融基本平稳运行，人民币汇率升值压力或稍有缓和

（一）社融同比增速由降转升，稳杠杆下后续或将放缓

与近年同期相比，新增社融维持相对高位，社融存量同比增速由降转升。2 月新增社融 1.71 万亿元，虽然较上月少增 3.46 万亿元，但较去年同期多增 8363 亿元，同比大幅增长 56%。尤为值得一提的是，受今年前两个月社融增量保持近年来同期高位及低基数影响，社融存量增速未能延续此前连续四个月下行的趋势，当月同比增长 13.3%，较上月提高 0.3 个百分。社融同比高增既有低基数方面的影响，但更重要的是在经济持续修复背景下实体经济融资需求较为旺盛。**存款回落推动 M2 上升，“就地过年”及资本市场活跃拖累 M1 增长。**2 月份，M2 同比增长 10.1%，M1 同比增长 7.4%。由于春节因素使得企业部门向居民部分存款转移的月份集中于 2 月份，对 M2 的上升起到一定的推动作用；此外政府存款减少 8479 亿元，较上月多减 2.04 万亿元，说明财政投入的力度加大，这一部分存款的进入市场推动 M2 的上升。M1 的下降主要有三方面的原因：一是企业活期存款转移至居民部门，二是资本市场的活跃使得居民存款投入基金和股票，三是就地过年导致返乡人员减少，对现金的需求与往年春节相比相对较小。

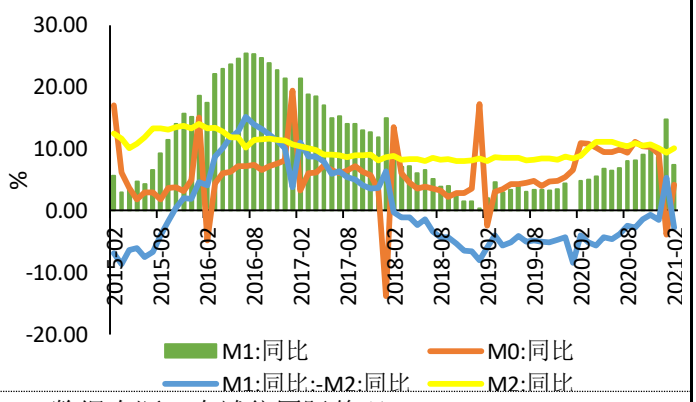
“稳杠杆”基调下后续社融增速或将有所放缓。2021 年政府工作报告中提出“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”，同时提出 2021 年国内生产总值增长 6%以上。如果社融和货币增速与名义经济增速匹配，那么社融增速预计或在 11%左右，那么 2021 年新社融将达到 32 万亿元以上，虽然低于 2020 年的 34.9 万亿元，但仍远高于 2019 年的 25.7 万亿元。虽然当前社融增速仍在高位，但后续社融将呈稳步下行趋势。

图 14：新增社融走势



数据来源：中诚信国际整理

图 15：M1 与 M2 走势

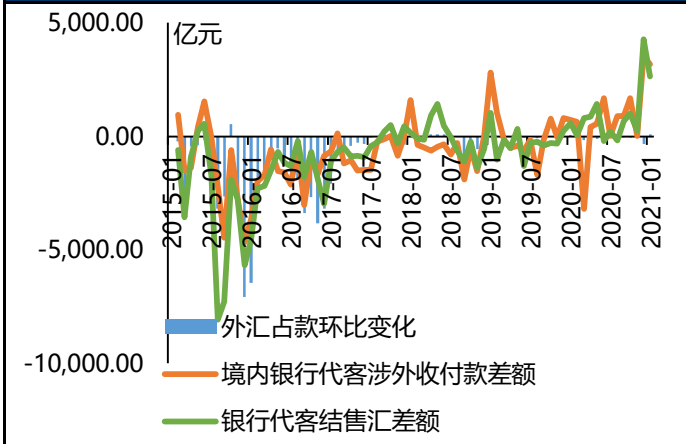


数据来源：中诚信国际整理

（二）跨境资本流动平稳，外汇占款再度回升，银行收付款和结售汇差额呈增长态势

从外汇占款来看，2 月末央行口径占款为 211634.89 亿元，环比增加 234.89 亿元。近期出口的强劲增长对外汇占款增长形成了有效的支撑，1 月境内银行代客涉外收付款差额为 3163.26 亿元，连续两个月保持在 3000 亿元以上；1 月银行代客结售汇差额为 2636.77 亿元，同样保持高位。**人民币汇率升值态势延续，短期内或将加大波动。**我国经济的强劲恢复为人民币提供了良好的支撑，此外国内较为克制的货币政策同海外的大规模宽松使得人民币具有进一步上升的基础，为此，人民币汇率进一步走强，2 月份人民币月度平均汇率为 6.46，较上月小幅升值 0.26%。后续来看，我国经济的强劲恢复为人民币提供了良好的支撑，此外国内较为克制的货币政策同海外的大规模宽松使得人民币仍存在一定的升值压力。不过短期内美国国债利率上升和海外经济恢复将缓和人民币升值压力。

图 16：跨境资本流动



数据来源：中诚信国际整理

图 17：人民币汇率走势



数据来源：中诚信国际整理

四、 资产配置：股票市场波动加大，短期内仍看好大宗商品

2021 年 2 月 18 日-3 月 15 日，各资产表现分化，大宗商品表现强势。股票方面，近期国内股票市场出现回调、波动加大，但短期调整也将使估值更趋于合理化，后续 A 股结构性分化或仍是市场主要特征，受益于海外经济修复的企业或存在投资机会。**债券方面，**海外通胀压力以及美债收益率持续高

位对我国债市影响有限，短期内债市收益率走势将更多考虑国内因素的影响：3 月末新增专项债将启动发行，或对流行性有所扰动；叠加短期内国内经济基本面或延续修复，收益率或呈现小幅上行趋势。**商品方面，**伴随全球疫苗陆续落地，经济复苏进程或有所加快，仍将利好风险资产，叠加美国财政政策持续推进以及通胀预期升温，短期内或继续支撑大宗商品走势，在全球经济修复进程中受益的工业品确定性相对较强。**黄金方面，**伴随疫苗接种范围进一步扩大以及美国财政刺激计划持续推进，全球经济复苏仍是主旋律，同时短期内美债收益率虽难以大幅快速上行，但仍将维持高位，黄金价格仍承压，短期内或呈弱势震荡走势。我们以股票、债券、商品和黄金为基础资产构建了月度调仓的均值方差模型[2]，2 月 18 日-3 月 15 日模型资产配置收益率为-6.41%，同期上证综指、深证成指和创业板指收益率分别为-6.95%、-14.25%、-20.36%。**整体看，大宗商品表现较好，黄金和债券短期内或难有趋势性走势，结合模型配置权重，建议超配商品（工业品），标配股票（受益于海外经济复苏的板块），低配黄金和债券，但仍需关注经济修复不达预期的影响[3]。**

（一） 近期股票市场波动加大，结构性分化仍是后续特征

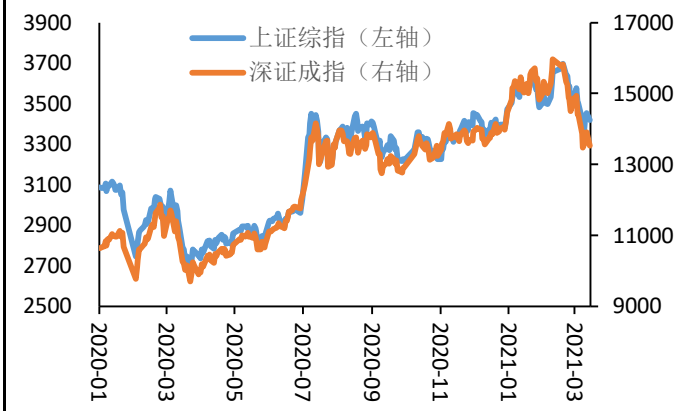
2021 年 2 月 18 日-3 月 15 日，国内股票市场波动明显加大，整体呈震荡走低走势，上证综指、深证成指和创业板指分别下跌 6.95%、14.25%、20.36%，消费、大盘指数跌幅较高。资金方面，北向资金仍呈净流入状态，但流入规模较之前有所下降，整体净流入资金约为 166 亿元；分行业来看，金融和工业板块北向资金净流入规模较高、均超 100 亿元，而消费、信息技术板块北向资金净流出规模较高；2 月新成立基金发行份额大幅下降，较 1 月 48.98%至 2868.24 亿份，新发股票型基金占比虽较 1 月有所上升，但总体发行规模下降仍较为明显。**估值方面，**从当前价格处于历史分位水平来看，股票市场估值较此前有所下降，但整体仍处于历史高位，目前上证综指、深证成指市盈率分别处于近五年 72%、64%分位点，近十年 79%、75%分位点；从内部风格来看，大盘股和消费股估值偏高，均处于历史较高水平，中小盘估值整体偏低，市盈率均不超过近十年 50%分位点。**从不同风格指数走势来看，**仅稳定风格指数实现正增长、涨幅为 8.72%，其余各风格指数均有所下跌，其中消费和大盘指数跌幅较高，分别下跌 15.62%、13.67%。

春节后，股票市场整体转涨为跌，我们认为主要受估值和资金两个方面影响。估值方面，国内股票市场经过前期的上涨，估值已处于较高水平，上证综指和深证成指市盈率一度达近五年 90%以上分位，估值高企引发市场担忧情绪，高估值股票有所回调；**资金方面，**新发基金热情有所消退，发行份额大幅减少，同时北向资金净流入规模较此前下降，国内股票市场资金增量流入规模边际减少，对 A 股市场行情的支撑作用有所减弱。**整体看，近期国内股票市场出现回调、波动有所加大，但短期调整也将使估值更趋于合理化，后续 A 股结构性分化或仍是市场主要特征；伴随全球经济复苏以及美国财政刺激计划持续推进，受益于海外经济修复的企业或存在投资机会；同时，海外通胀预期升温或进一步推动大宗商品价格上行，在此背景下，能化、有色金属等相关板块或将受益。**

[2] 模型介绍见附录

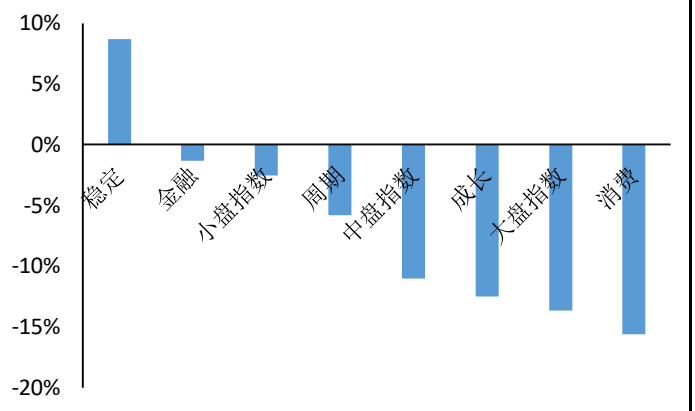
[3] 大类资产配置权重 0-15%视为低配，15%-35%视为标配，35%以上视为超配

图 18： 上证综指和深证成指走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 19： 风格指数涨跌幅（02.18-03.15）

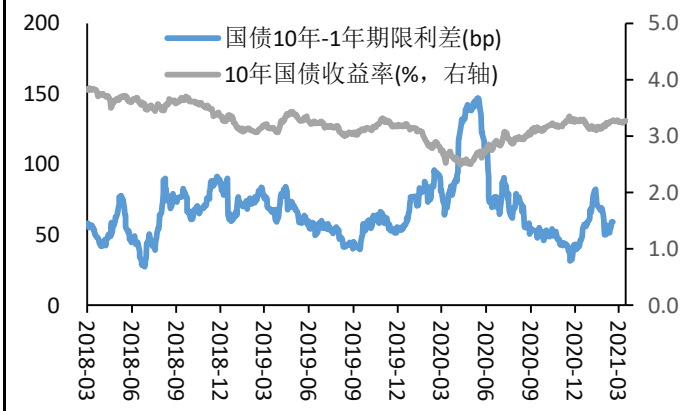


数据来源： Wind，中诚信国际整理

（二）债券收益率窄幅波动，短期或呈小幅上行走势

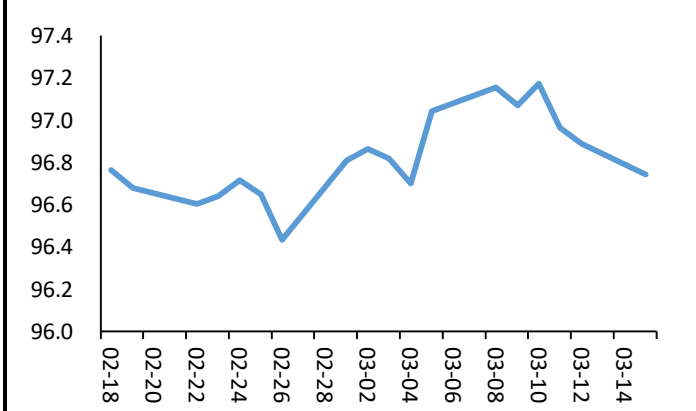
2021 年 2 月 18 日-3 月 15 日，10 年国债收益率整体呈窄幅波动走势，2 月底后收益率波动走低，3 月中旬有所回升。具体来看，10 年国债收益率小幅下行 0.91BP 至 3.2740%，国债 10Y-1Y 利差小幅上行 0.75BP 至 59.9BP；10 年国债期货主力合约呈先升后降走势，小幅下跌约 0.02%。**节后，**由于春节期间海外经济延续修复以及原油等大宗商品价格持续上涨，美国市场通胀预期升温引发货币政策收紧担忧，美债收益率快速上行，受此影响，节后首日国内债市情绪整体偏弱，10 年期国债收益率升至 3.28%；随后债市情绪有所缓和，10 年国债收益率呈窄幅波动走势，国债 10Y-1Y 利差继续上行，临近月末由升转降；**3 月上旬，**债市整体扰动因素不多，10 年国债收益率延续窄幅波动走势，波动范围为[3.2353%,3.2655%]，国债 10Y-1Y 利差波动下行；**3 月中旬，**地方债发行规模较此前有所加大，银行间流动性边际收紧，10 年国债收益率呈持续上行，国债 10Y-1Y 利差呈窄幅波动走势。**央行货币政策委员会指出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，强调集中精力办好自己的事，后续货币政策或仍坚持国内优先的原则，短期内海外通胀压力以及美债收益率持续高位对我国债市影响有限，收益率走势将更多考虑国内因素的影响：央行公开市场操作仍较为谨慎，资金面维持紧平衡，同时新增专项债启动发行，或对流行性有所扰动；叠加短期内国内经济基本面延续修复，收益率或呈现小幅上行趋势，但需关注经济修复不及预期或带来的收益率回落，以及信用债到期高峰来临风险持续释放或引发的收益率短期大幅上行的可能。**

图 20： 国债收益率和期限利差



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 21：10 年国债期货主力合约走势

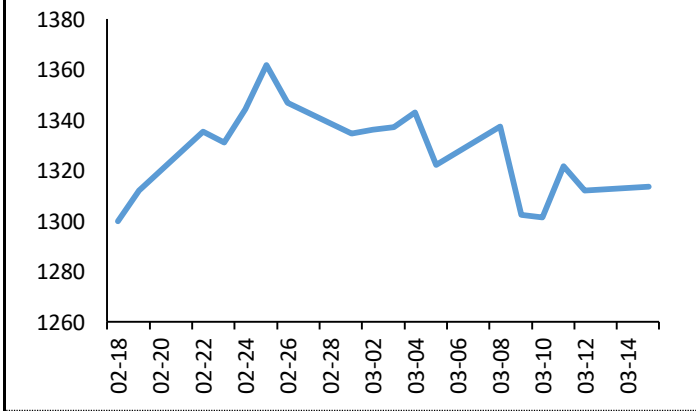


数据来源：Wind，中诚信国际整理

（三） 商品指数先升后降，全球经济复苏下仍有上行空间

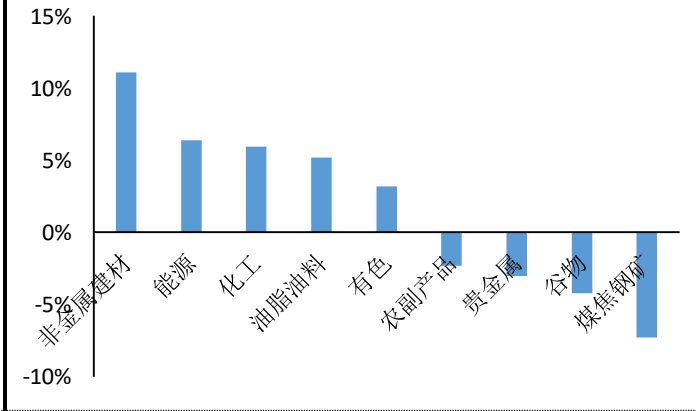
2021 年 2 月 18 日-3 月 15 日，商品指数整体呈先升后降走势，小幅上涨 1.06%，其中非金属建材和能源指数涨幅居前，分别上涨 11.11%、6.40%；煤焦钢矿和谷物表现较弱，跌幅分别为 7.29%、4.20%。2 月中下旬，在全球疫苗陆续开展大规模接种以及美国财政刺激计划持续推进、经济修复进程加快的背景下，商品指数整体呈上行走势，但内部走势有所分化；全球经济复苏和 OPEC+限产带来的原油供需错位对原油行情形成一定支撑，叠加短期内受寒潮影响，美国原油产量下降，供需缺口有所扩大，推动原油价格进一步上行，从而带动化工和能源指数上涨。**3 月上半月，**商品指数由涨转跌，波动下行，跌幅为 1.57%；具体来看，国内唐山地区限产趋严，黑色系商品需求受到压制，短期内黑色系商品价格承压，煤焦钢矿指数大幅下降，跌幅近 6%；农产品方面，阿根廷大豆区降水较少，南美天气担忧情绪加重，支撑大豆价格走势，油脂油料指数偏强运行。**整体看，伴随全球疫苗陆续落地，经济复苏进程或有所加快，仍将利好风险资产，叠加美国财政政策持续推进以及通胀预期升温，短期内或继续支撑大宗商品走势，在全球经济修复进程中受益的工业品确定性相对较强。**

图 22： Wind 商品指数走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 23：各类商品指数涨跌幅（2.18-3.15）

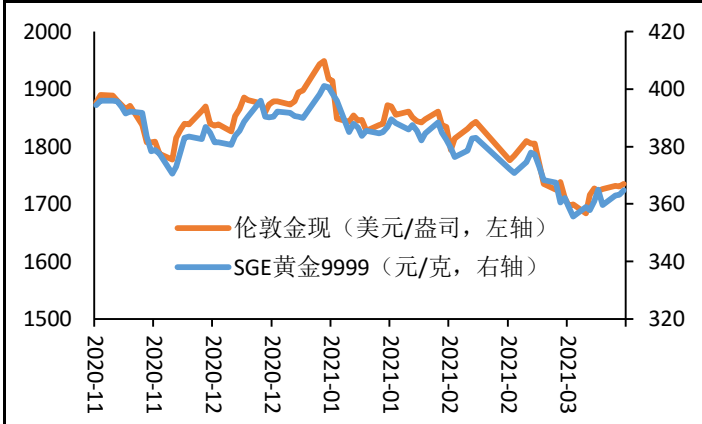


数据来源：Wind，中诚信国际整理

（四） 黄金价格震荡下跌，短期内或呈弱势震荡走势

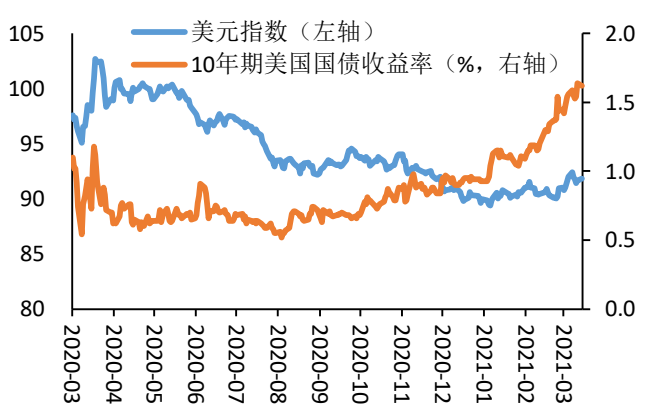
2021 年 2 月 18 日-3 月 15 日，黄金价格震荡下跌，3 月中旬小幅回升，伦敦金价格下跌 2.49%，在 1683.3-1809.3 美元/盎司之间波动。具体来看，伴随全球疫苗陆续落地和接种范围的拓宽，美国消费数据持续走高，欧元区经济呈回暖趋势，海外主要经济体延续修复，市场风险偏好有所提升，黄金价格短期承压，一度跌破 1700 美元/盎司，叠加美债收益率持续走高以及美元指数强势运行，进一步打压黄金价格；虽然海外通胀预期升温利好黄金走势，但具有工业属性的贵金属对黄金的抗通胀作用有所分流，通胀预期升温对黄金的支撑作用有限，难改黄金价格整体下行趋势。**整体看，伴随疫苗接种范围进一步扩大以及美国财政刺激计划持续推进，全球经济复苏仍是主旋律，同时短期内美债收益率虽难以大幅快速上行，但仍将维持高位，黄金价格仍承压，短期内或呈弱势震荡走势，但需警惕全球经济修复不及预期带来的黄金价格阶段性反弹的可能。**

图 24： 黄金价格走势



数据来源：Wind，中诚信国际整理

图 25：美元指数和美国国债收益率



数据来源：Wind，中诚信国际整理

附录：均值方差模型介绍

本文大类资产配置观点主要依据基本面分析和模型结果，模型采用改进的均值方差模型。均值方差模基于理性投资行为特点，在给定风险条件下最大化收益（或是在给定收益下最小化风险）为规划目标，求解资产配置组合，原理如下：

假设存在 n 种资产标的，其期望收益率 $R=(r_1,r_2,\cdots r_n)^T$ ，各标的权重 $w=(w_1,w_2,\cdots w_3)$ ，Σ表示收益率的协方差矩阵，λ表示风险厌恶水平。以投资者效用最大为目标，可建立模型：

$$\max w^T R-\frac{\lambda}{2}w^T\sum w$$

$$s.t.\quad 1^T w=1$$

$$w^i\geq 0$$

均值方差模型将收益和风险量化，寻找出收益和风险之间的均衡点，但同时收益和风险的微小变化会改变有效组合构成，影响模型的稳健性。本文通过对各类标的资产设置最小配置权重、止损条件（短期内某一类资产亏损超过 10%，设置下期该类资产权重不超过某一数值）来提高模型的稳健性，并分别测试了不同滚动期限（30/60/90/120 个交易日）、止损条件下模型的表现结果，发现滚动期限[4]设置为 90 个交易日、止损条件设置为 30 个交易日内某一类资产亏损超过 10%时调低资产权重效果较好。

[4] 这里滚动期限是指求解当期模型权重所需的历史数据时间长度

附录：均值方差模型介绍

本文大类资产配置观点主要依据基本面分析和模型结果，模型采用改进的均值方差模型。均值方差模基于理性投资行为特点，在给定风险条件下最大化收益（或是在给定收益下最小化风险）为规划目标，求解资产配置组合，原理如下：

假设存在 n 种资产标的，其期望收益率 $R=(r_1,r_2,\cdots r_n)^T$ ，各标的权重 $w=(w_1,w_2,\cdots w_3)$ ，Σ表示收益率的协方差矩阵，λ表示风险厌恶水平。以投资者效用最大为目标，可建立模型：

$$\max w^T R-\frac{\lambda}{2}w^T\sum w$$

$$s.t.\quad 1^T w=1$$

$$w^i\geq 0$$

均值方差模型将收益和风险量化，寻找出收益和风险之间的均衡点，但同时收益和风险的微小变化会改变有效组合构成，影响模型的稳健性。本文通过对各类标的资产设置最小配置权重、止损条件（短期内某一类资产亏损超过 10%，设置下期该类资产权重不超过某一数值）来提高模型的稳健性，并分别测试了不同滚动期限（30/60/90/120 个交易日）、止损条件下模型的表现结果，发现滚动期限[5]设置为 90 个交易日、止损条件设置为 30 个交易日内某一类资产亏损超过 10%时调低资产权重效果较好。

[5] 这里滚动期限是指求解当期模型权重所需的历史数据时间长度

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。