

大类资产配置周报(2021.3.21)

关于复苏的国际竞速

1-2 月经济数据同比高增长；美联储提振风险资产投资者信心。大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据：**1-2 月工增同比 35.1%，固投同比 35%，社零同比 33.8%；财政收入同比增长 18.7%，财政支出同比 10.5%；2 月 70 大中城市中 56 城新房价格环比上涨。
- **要闻：**经营贷等信贷资金违规挪用于房地产领域的情况正遭遇最强监管；银保监会等五部门规范大学生互联网消费贷款；美联储 3 月 FOMC 上调美国经济增长和通胀预期，但联储主席讲话放鸽。

资产表现回顾

- **资本市场继续调整。**本周沪深 300 指数下跌-2.21%，沪深 300 股指期货下跌-3.04%；焦煤期货本周上涨 3.65%，铁矿石主力合约本周下跌-5.96%；股份制银行理财预期收益率下跌-14BP 至 3.7%，余额宝 7 天年化收益率下跌-3BP 至 2.17%；十年国债收益率上行 2BP 至 3.26%，活跃十年国债期货本周下跌-0.12%。

资产配置建议

- **资产配置排序：大宗>股票>债券>货币。**在全球货币超发的背景和通胀预期压力下，经济复苏的领先程度对国际竞争意义重大。率先复苏意味着外资净流入、本币汇率获得支撑、更稳定的资本市场和更健康的产业体系，复苏的进程落后或许意味着更大的货币刺激规模和更高的未来通胀预期。在 1.9 万亿美元救助法案通过之后，预计未来 3-6 个月内美联储的货币政策首要目标应该是稳定经济复苏的基础，因此在此期间通胀的上行将持续影响债券收益率，也许美联储会考虑采取措施引导利率曲线，但对经济复苏产生负面影响的加息政策不会出现。综合比较国际经济增长和通胀预期，我们维持看好风险资产和人民币资产的观点。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

本期观点（2021.3.21）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	经济复苏斜率向下	不变
三个月内	=	关注宏观审慎监管政策的调整	不变
一年内	+	经济回到潜在增速水平	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	上半年业绩同比高增长确定性较强	超配
债券	=	利率债收益率处于较高水平	标配
货币	-	收益率将在 2.5%左右波动	低配
大宗商品	+	全球通胀预期依然强劲	超配
外汇	=	人民币资产具备全球比较优势但波幅加大	标配

资料来源：中银证券

相关研究报告

《央行加码流动性回笼：大类资产周报》2021.1.31

《关注美元和美债的外溢性影响：大类资产配置周报》2021.2.7

《全球资本市场波动加大：大类资产配置周报》2021.2.21

《拥挤的通胀交易：大类资产配置周报》2021.2.28

《补短板的迫切性上升：大类资产配置周报》2021.3.7

《关注国际金融环境收紧的可能：大类资产配置周报》2021.3.14

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略:宏观经济

证券分析师：张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

一周概览 4

数欲静而风不止 4

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） 6

大类资产表现 7

A 股：对估值的的关注胜过业绩 7

债券：两会后货币政策不着急转弯 8

大宗商品：关注国内固投边际变化情况 9

货币类：平稳波动 10

外汇：人民币汇率相对稳健 10

港股：新兴市场开始加息 11

下周大类资产配置建议 13

图表目录

本期观点（2021.3.21）.....1
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议.....4
图表 2. 大类资产收益率横向比较.....4
图表 3.大类资产表现跟踪.....5
图表 4. 权益类资产本周涨跌幅.....7
图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势.....8
图表 6. 信用利差和期限利差.....8
图表 7. 央行公开市场操作净投放.....8
图表 8. 7 天资金拆借利率.....8
图表 9. 大宗商品本周表现.....9
图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）.....9
图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势.....10
图表 12. 理财产品收益率曲线.....10
图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动.....10
图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势.....10
图表 15. 恒指走势.....11
图表 16. 陆港通资金流动情况.....11
图表 17. 港股行业涨跌幅.....11
图表 18. 港股估值变化.....11
图表 19. 本期观点（2021.3.21）.....13

一周概览

数欲静而风不止

强劲的数据不敌外部扰动。本周沪深 300 指数下跌-2.71%，沪深 300 股指期货下跌-3.52%；焦煤期货本周上涨 5.06%，铁矿石主力合约本周下跌-0.47%；股份制银行理财预期收益率下跌-1BP 至 3.68%，余额宝 7 天年化收益率下跌 0BP 至 2.18%；十年国债收益率下行-2BP 至 3.24%，活跃十年国债期货本周上涨 0.19%。

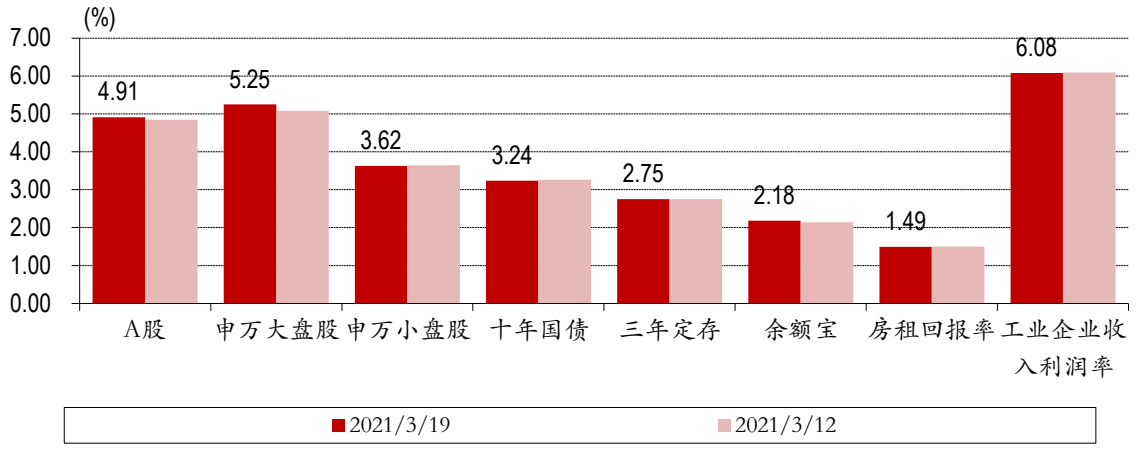
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	沪深 300 -2.71% 沪深 300 期货 -3.52%	**债券**	10 年国债到期收益率 3.24%/本周变动 -2BP 活跃 10 年国债期货+0.19%
	本期评论：A 股基本面有全球比较优势 配置建议：超配		本期评论：货币政策难再紧 配置建议：低配
大宗商品	铁矿石期货 -0.47% 焦煤期货 +5.06%	**保守资产**	余额宝 2.18%/本周变动 0BP 股份制理财 3M 3.68%/本周变动 -1BP
	本期评论：全球复苏和财政刺激推升通胀 配置建议：标配		本期评论：资金利率中枢在 2%上方 配置建议：标配

资料来源：万得，中银证券

1-2 月生产端超预期消费端低于预期。本周 A 股普跌，大盘股估值出现下降，小盘股估值略有上升。本周央行在公开市场操作中继续 0 投放，资金拆借利率基本稳定，周五 R007 利率收于 2.19%，GC007 利率收于 2.16%。本周十年国债收益率下降 2BP，收于 3.24%。1-2 月经济数据出现 30%以上的同比高增长，但从环比来看，工业增加值和固定资产投资增速强于历史平均水平，社零增速明显偏弱，前者是受到海外经济复苏拉动，后者受到就地过年政策负面影响较明显。从 3 月开始，春节的影响开始减弱，预计经济增速的趋势将逐步回落到供需基本面上。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美联储放鸽提振美股。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是万得全 A（-1.39%），领跌的指数是中小板指（-3.43%）；港股方面恒生指数上涨 0.87%，恒生国企指数上涨 0.99%，AH 溢价指数下行-0.55 收于 133.36；美股方面，标普 500 指数本周下跌-0.77%，纳斯达克下跌-0.79%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.12%，中债国债指数上涨 0.2%，金融债指数上涨 0.1%，信用债指数上涨 0.09%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 10 BP，周五收于 1.74%。万得货币基金指数本周上涨 0.04%，余额宝 7 天年化收益率上行 0 BP，周五收于 2.18%。期货市场方面，NYMEX 原油期货下跌-6.25%，收于 61.51 美元/桶；COMEX 黄金上涨 1.4%，收于 1743.9 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌-0.23%，LME 铜下跌-0.21%，LME 铝上涨 4.91%；CBOT 大豆上涨 0.23%。美元指数上涨 0.31%收于 91.95。VIX 指数上行至 20.95。本周美联储主席放鸽，提振市场对于货币政策不收紧的信心，美股上涨美债下跌美元小幅走强。

图表 3.大类资产表现跟踪

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2021/3/15 上期涨跌幅	- 本月以来	2021/3/19 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,404.66	(1.40)	(1.40)	(2.98)	(1.97)
	399001.SZ	深证成指	13,606.00	(2.09)	(3.58)	(6.21)	(5.98)
	399005.SZ	中小板指	8,899.01	(3.43)	(5.05)	(8.32)	(6.77)
	399006.SZ	创业板指	2,671.52	(3.09)	(4.01)	(8.32)	(9.94)
	881001.WI	万得全 A	5,204.71	(1.39)	(2.43)	(3.90)	(4.01)
	000300.SH	沪深 300	5,007.09	(2.71)	(2.21)	(6.18)	(3.92)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	203.45	0.12	0.09	0.35	0.65
	CBA00603.C	中债国债	196.12	0.20	0.06	0.53	0.48
	CBA01203.C	中债金融债	202.78	0.10	0.09	0.36	0.28
	CBA02703.C	中债信用债	190.38	0.09	0.09	0.31	0.74
	930896.CSI	分级债 A	1,086.28	0.00	0.00	0.00	0.00
	885009.WI	货币基金指数	1,591.19	0.04	0.04	0.13	0.51
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	61.51	(6.25)	(0.80)	0.02	26.77
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,743.90	1.40	1.61	0.87	(7.98)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,746.00	(0.23)	0.23	1.61	10.22
	CA.LME	LME 铜	9,066.00	(0.21)	2.66	(0.12)	16.74
	AH.LME	LME 铝	2,277.50	4.91	(0.21)	5.71	15.05
	S.CBT	CBOT 大豆	1,416.50	0.23	(1.19)	0.87	8.05
货币	-	余额宝	2.18	0 BP	-3 BP	-7 BP	-16 BP
	-	银行理财 3M	3.68	-1 BP	-14 BP	-15 BP	-10 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	91.95	0.31	(0.36)	1.11	2.21
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.50	(0.01)	(0.41)	(0.70)	0.54
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.76	0.18	(0.60)	1.21	3.50
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	5.99	(0.41)	0.28	1.72	5.60
港股	HSI.HI	恒生指数	28,990.94	0.87	(1.23)	0.04	6.46
	HSCEI.HI	恒生国企	11,283.92	0.99	(1.06)	0.33	5.08
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	133.36	(0.55)	(1.48)	(4.19)	(6.40)
美国	SPX.GI	标普 500	3,913.10	(0.77)	2.64	2.68	4.18
	IXIC.GI	NASDAQ	13,215.24	(0.79)	3.09	0.17	2.54
	UST10Y.GBM	十年美债	1.74	10 BP	8 BP	30 BP	81 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.95	1.26	(16.10)	(25.04)	(7.91)
	CRBFD.RB	CRB 食品	415.74	1.33	0.92	3.47	14.83

资料来源：万得，中银证券

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

- 中国前两个月主要指标增势平稳，国民经济持续稳定恢复。1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 35%，比 2019 年同期增长 3.5%；社会消费品零售总额同比增 33.8%，比 2019 年同期增 6.4%；规模以上工业增加值同比增 35.1%，比 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平；城镇新增就业 148 万人。国家统计局指出，今年中国经济继续保持持续恢复状态，一季度很可能出现同比增长，甚至出现大幅回升。
- 中国前 2 月一般公共预算收入 41805 亿元，同比增长 18.7%；税收收入 37064 亿元，同比增长 18.9%。其中，证券交易印花税 665 亿元，创历史新高；同比增长 90.5%，增幅刷新 2016 年以来新高。
- 时隔数年，中国四个一线城市再次出现楼市热度走高、房价“领涨”的情形。国家统计局数据显示，2 月 70 大中城市中有 56 城新房价格环比上涨，徐州环比上涨 1.2%领跑。北京、上海、广州、深圳二手房价格环比涨幅分别为 1.2%、1.3%、1.0%和 0.9%，包揽涨幅榜前四位。
- 经营贷等信贷资金违规挪用于房地产领域的情况正遭遇最强监管，监管层频频出手，要求各银行展开严查。多地已经出手，深圳通报 3 起经营贷违规案例，提前收回 5180 万违规贷款，问责 14 人次罚 575 万；广州多家银行严查购房首付来源，要求必须为家庭自有资金。
- 我国大规模储能项目研究启动。由国家能源局委托国网青海省电力公司牵头开展的《大规模储能支撑高比例可再生能源电力系统安全稳定运行研究》工作正式启动，将填补大规模储能支撑高比例可再生能源电力系统安全的技术空白。
- 商务部表示，将继续推动修订外商投资准入负面清单，减少准入限制；继续加强对重点外资企业和项目服务保障，推动外资项目加快落地和建设；持续更新《中国外商投资指引》，不断提升投资环境的透明度和便利度。
- 国台办等部门出台《关于支持台湾同胞台资企业在大陆农业林业领域发展的若干措施》，围绕台胞台企在农业林业领域发展涉及的农地林地使用、融资便利和资金支持、投资经营、研发创新、开拓内销市场等方面提出具体支持措施，进一步为台胞台企提供同等待遇。
- 备受关注的全国碳排放权交易市场架构正逐渐明朗。从多方获悉，6 月底前将上线的全国碳排放权交易市场将主要包括两个部分。其中，交易中心将落地上海，碳配额登记系统将设在湖北武汉。
- 银保监会等五部门规范大学生互联网消费贷款，禁止小贷、非持牌机构对大学生放贷，不得向第三方机构发送借款学生信息，不得非法泄露、曝光、买卖借款学生信息。不得针对大学生群体精准营销，不得向放贷机构推送引流大学生。
- 京津冀协同发展领导小组会议要求，稳妥有序推进京津冀协同发展各项工作；加快推进一体化交通基础设施建设，构建“轨道上的京津冀”，完善区域公路网，提高京津冀机场群和港口群管理水平；稳步有序推进北京非首都功能疏解，完善疏解激励约束政策体系。
- 中央财经委员会第九次会议强调，推动平台经济规范健康持续发展，要把碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，拿出抓铁有痕的劲头，如期实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和目标。会议指出，要提升监管能力和水平，优化监管框架，实现事前事中事后全链条监管，充实反垄断监管力量，增强监管权威性，金融活动要全部纳入金融监管。“十四五”是碳达峰关键期、窗口期，要推动绿色低碳技术实现重大突破，完善绿色低碳政策和市场体系，完善能源“双控”制度，完善有利于绿色低碳发展的财税、价格、金融、土地、政府采购等政策，加快推进碳排放权交易，积极发展绿色金融。
- 今年央视 3•15 晚会主题为“提振消费 从心开始”，共曝光 9 个问题，包括商店安装摄像头抓取人脸信息、知名招聘平台简历给钱随意下载、搜索网页中的医药造假链条、汽车设计缺陷甩锅给车主等，涉及三六零、前程无忧、福特汽车等上市公司。
- 市场监管总局出台《网络交易监督管理办法》，自 5 月 1 日起施行。《办法》针对社交电商、“直播带货”等网络交易新业态，界定网络服务提供者角色定位，明确各参与方责任义务。针对平台强制“二选一”问题，《办法》明确平台不得通过搜索降权、限制经营等方式，禁止或者限制平台内经营者自主选择在多个平台开展经营活动。

大类资产表现

A 股：对估值的的关注胜过业绩

高估值品种继续下跌。本周市场指数跌多涨少，上涨的指数包括上证 380（0.51%）、中证 1000（0.49%），领跌的指数包括中小板指（-3.43%）、上证 50（-3.32%）、创业板指（-3.09%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有国防军工（3.18%）、轻工制造（3.07%）、纺织服装（2.82%），领跌的行业有非银行金融（-4.03%）、石油石化（-3.85%）、电子元器件（-3.48%）。本周 A 股继续分化，高估值的品种下跌较明显，但从主题指数来看，次新股指数上涨表明市场依然较活跃。

图表 4. 权益类资产本周涨跌幅

市场指数（%）		行业指数（%）		主题指数（%）	
上证 380	0.51	国防军工	3.18	最小市值指数	4.45
中证 1000	0.49	轻工制造	3.07	次新股指数	4.26
上证红利	(0.15)	纺织服装	2.82	通用航空指数	4.08
创业板指	(3.09)	电子元器件	(3.48)	稀土永磁指数	(2.96)
上证 50	(3.32)	石油石化	(3.85)	电子竞技指数	(3.19)
中小板指	(3.43)	非银行金融	(4.03)	小金属指数	(3.77)

资料来源：万得，中银证券

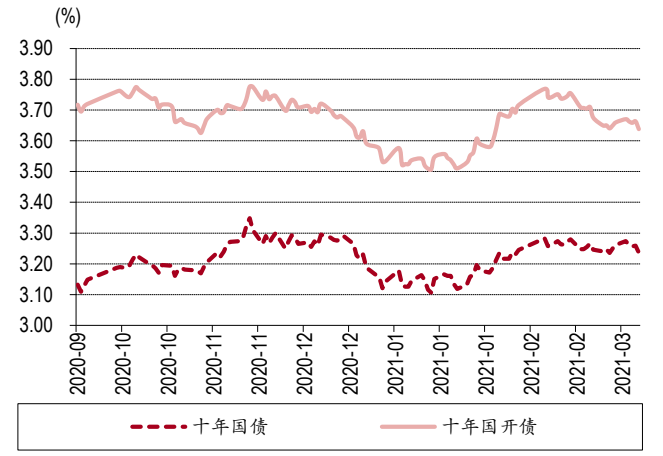
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 能源互联网|南方电网公司昨日发布服务碳达峰碳中和工作方案，明确将更大规模推动新能源发展、推动跨省区清洁能源优化配置、建设坚强网架、提高电能消费比重等，构建以新能源为主体的新型电力系统，服务国家碳达峰碳中和目标实现。
- 原材料 | 继上周长三角沿江地区熟料价格第三轮上调之后，广东珠三角熟料也将开启第二轮上涨，涨幅预计 20 元/吨。其中，粤北和珠三角部分厂家已于 3 月 17 日通知上调，预计多数企业将跟进上调熟料价格。
- 碳交易 | 记者从多方获悉，6 月底前将启动上线的全国碳排放权交易市场将主要包括两个部分。其中，交易中心将落地上海，碳配额登记系统将设在湖北武汉。
- 中医药|记者近日从国家中医药管理局了解到，“十三五”时期，我国中医药服务能力和特色优势进一步彰显，中医药健康服务可及性显著提升。
- “碳中和”概念 | 国家能源局新能源司副司长任育之在 16 日举行的第六届中国能源发展与创新论坛上表示，为深入落实“碳达峰、碳中和”目标任务，“十四五”及今后一段时期，我国可再生能源将以更大规模、更高比例发展，步入高质量跃升发展新阶段，进入大规模、高比例、低成本、市场化发展新时代。
- 乡村振兴|《经济参考报》记者了解到，近日，有关部门和地方正在紧锣密鼓部署新一轮农业农村投资“施工图”，一批重大工程项目将接续展开。
- 旅游业 | 文旅部市场管理司 15 日发布通知，进一步加强剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所常态化疫情防控工作，疫情低风险地区，对上述场所接待消费者人数比例不再做统一限制。
- 民航|3 月 15 日的民航局例行新闻发布会上，民航局发展计划司副司长张清透露，将加快民航重大基础设施项目建设，稳步扩大机场覆盖范围，到 2025 年，全国运输机场新增 30 个以上，力争全国运输机场设计容量达到 20 亿人次。
- 化肥|据中国农资协会数据，尿素和磷酸二铵同比分别上涨 54.38%和 77.05%。
- 充电桩|3 月 12 日，由国网北京市电力公司投资建设的北京环球度假区停车楼充电站具备投运条件，成为目前国内规模最大的集中式智慧有序充电站。这是国网北京电力持续落实中央“新基建”部署，加强充电设施建设运营，为“碳达峰、碳中和”积蓄首都能源力量的缩影。

债券：两会后货币政策不着急转弯

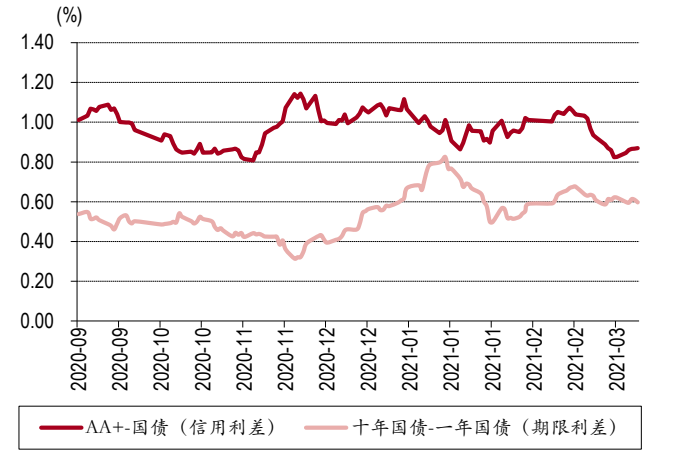
债市相对平稳，长久期利率债和高评级信用债收益率小幅下行。十年期国债收益率周五收于 3.24%，本周下行-2BP，十年国开债收益率周五收于 3.64%，较上周五下行-2BP。本周期限利差下行-2BP 至 0.6，信用利差上行 4BP 至 0.65。

图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

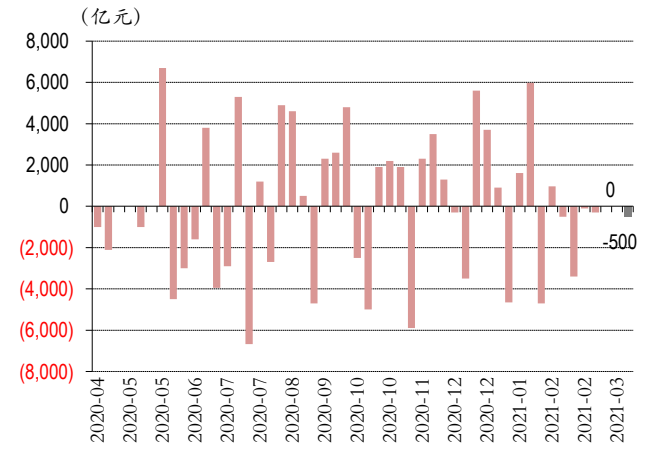
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

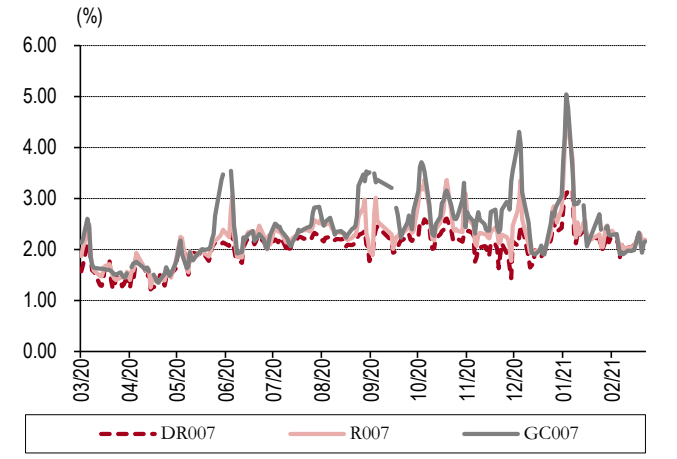
央行货币政策不着急转弯。本周央行在公开市场继续 0 投放资金，整体货币拆借环境依然较宽松，周五 R007 利率收于 2.19%，交易所资金 GC007 利率收于 2.16%。整体来看货币拆借利率依然维持在相对偏低的水平上波动，如果资金面整体不收紧，接下来关注银行和非银机构拆借利率是否走阔。

图表 7. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻（新闻来源：万得）

- 财政部 3 月初已按程序提前下达各地部分新增专项债券额度 17700 亿元，并要求地方尽快将专项债券额度对应到具体项目。根据今年政府工作报告，今年新增专项债额度总计 36500 亿元。已提前下达的新增专项债额度占总额比重约 49%。
- 1 月海外投资者增持 488 亿美元美债，持仓规模升至 7.1196 万亿美元，为去年 3 月以来最高。美债前三大海外持有国中，日本和中国均增持美债。当月日本美债持有量升至 1.2767 万亿美元，为连续五个月减持后首度增持。中国美债持有量由 1.0723 万亿美元升至 1.0952 万亿美元，创 2019 年 10 月以来新高。

大宗商品：关注国内固投边际变化情况

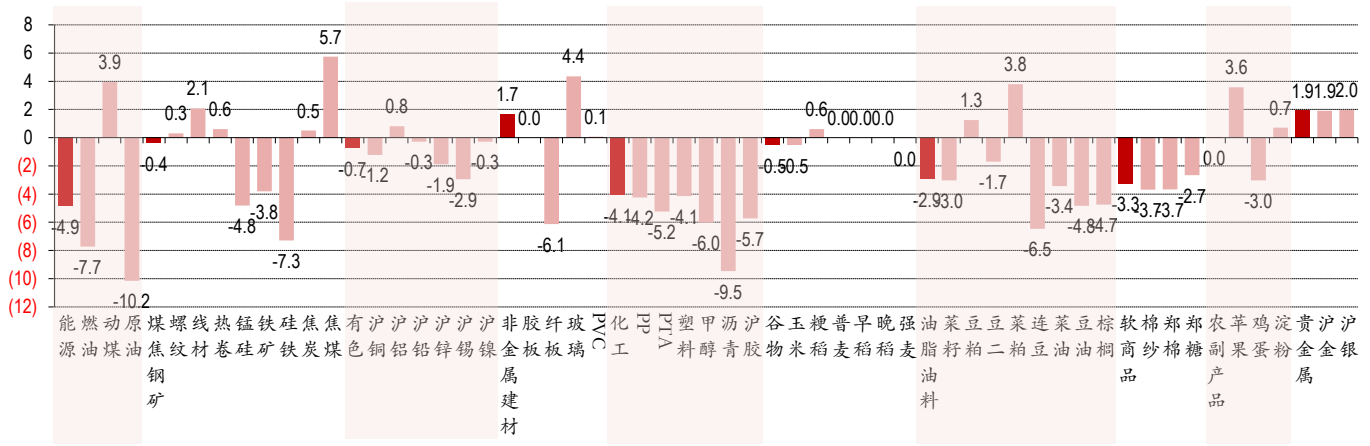
大宗商品价格调整。本周商品期货指数下跌-0.95%。从各类商品期货指数来看，上涨的有贵金属（1.92%）、非金属建材（1.7%），下跌的有煤焦钢矿（-0.4%）、谷物（-0.53%）、有色金属（-0.75%）、油脂油料（-2.95%）、化工（-4.08%）、能源（-4.87%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有焦煤（5.74%）、玻璃（4.35%）、动煤（3.93%），跌幅靠前的则有原油（-10.16%）、沥青（-9.46%）、燃油（-7.72%）。本周贵金属价格明显回升。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 -0.95%	能源 -4.87%	煤焦钢矿 -0.4%
有色金属 -0.75%	非金属建材 +1.7%	化工 -4.08%
谷物 -0.53%	油脂油料 -2.95%	贵金属 +1.92%

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

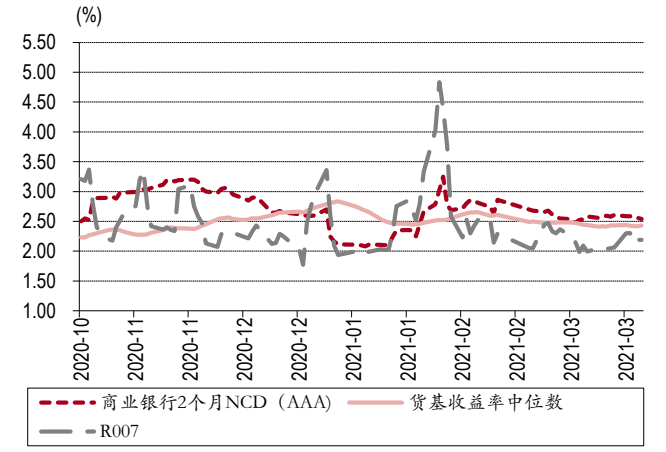
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 据农业农村部监测，2 月末全国能繁母猪存栏量相当于 2017 年年末 95%，生猪存栏量在 4 亿头以上。预计上半年生猪出栏量保持较大幅度增加趋势，3-4 月是消费淡季，预计价格还有下降空间。
- 今年中央轮作休耕试点制度将加快推进，面积扩大到 4000 万亩，比去年增加 1000 万亩，将重点在东北地区推行薯类、杂粮杂豆与玉米的轮作模式，扩大玉米种植面积。
- 农业农村部畜牧兽医局推进玉米豆粕减量替代工作，重点下达《饲料中玉米豆粕减量替代工作方案》，旨在推进料中玉米豆粕减量替代，促进料粮保供稳市。
- 中钢协：二季度建筑业有望迎来阶段性赶工期，制造业进入补库周期，下游行业需求将保持高位；当前钢材各品种价值实现合理回归，高附加值产品体现出高价值。
- IEA 月报：预计 2021 年全球原油需求量将反弹 550 万桶/日；由于供应仍然充足，不认为出现石油超级周期；全球石油需求在 2023 年之前不会恢复到疫情前水平，更强劲的经济和疫苗将在下半年增加石油需求；2021 年第一季度石油需求缺口为 480 万桶/日，第四季度为 140 万桶/日。
- 美国农业部预测，2021-2022 年度大豆耕种意向面积将达 9000 万英亩，同比增长 8.3%，增长率仅次于 2020 年的 9.2%。除由小麦和棉花改种大豆以外，还将出现利用闲置耕地的情况。
- 国家统计局公布数据显示，1-2 月份，全国生铁、粗钢及钢材产量分别为 14475 万吨、17499 万吨和 20953 万吨，同比分别增长 6.4%、12.9%和 23.6%；粗钢日均产量 296.59 万吨，生铁日均产量 245.3 万吨，钢材日均产量 355.1 万吨。
- 唐山市发布钢铁行业企业限产减排措施通知，执行时间 3 月 20 日 0 时至 12 月 31 日 24 时，减排比例 30%-50%。

货币类：平稳波动

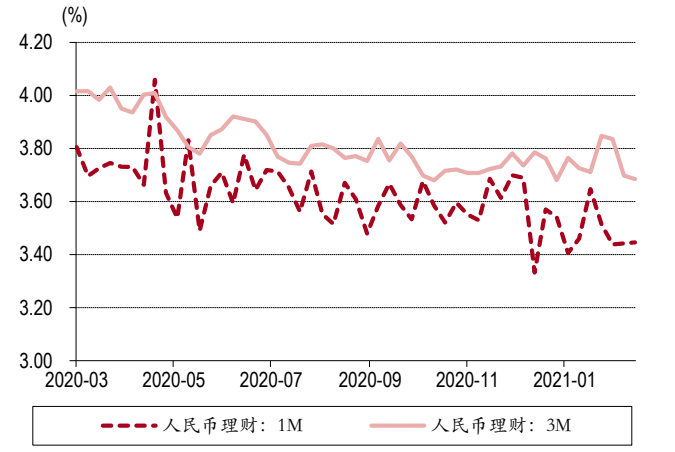
货基收益率将在 2.5%附近波动。本周余额宝 7 天年化收益率上行 3BP，周五收于 2.18%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率下行-1BP 收于 3.68%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.43%。维持此前观点，认为短期内货基收益率大概率在 2.5%上下波动。

图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 理财产品收益率曲线

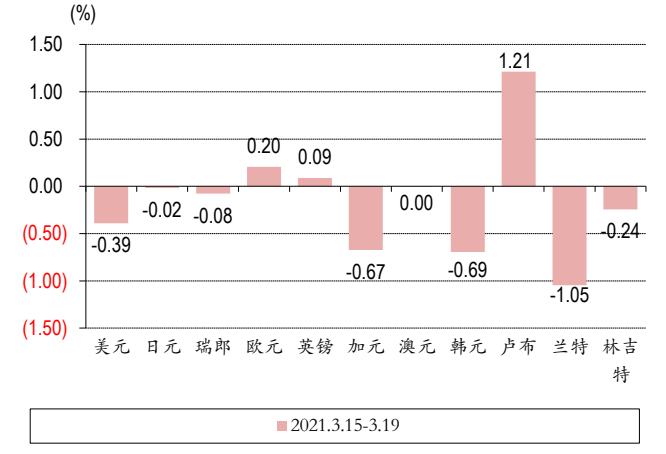


资料来源：万得，中银证券

外汇：人民币汇率相对稳健

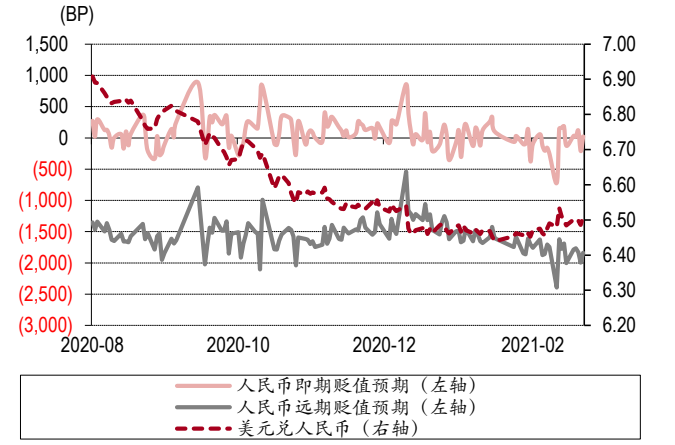
人民币兑美元中间价本周上行 253BP，至 6.5098。本周人民币对卢布(1.21%)、欧元(0.2%)、英镑(0.09%)、澳元(0%）升值，对日元(-0.02%）、瑞郎(-0.08%）、林吉特(-0.24%）、美元(-0.39%）、加元(-0.67%）、韩元(-0.69%）、兰特(-1.05%）贬值。本周人民币汇率出现小幅贬值，但整体依然维持在较高水平上，预计继续随着美元指数小幅波动。

图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

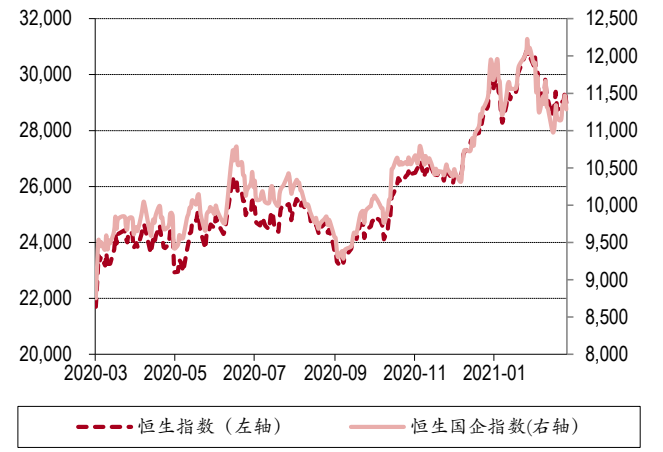
外汇市场一周要闻（新闻来源：万得）

- SWIFT：2 月人民币全球支付占比由 2.42%降至 2.2%，份额仍维持全球第五；美元、欧元、英镑和日元分别以 38.43%、37.13%、6.57%和 3.18%的占比位居前四位。
- 2 月末央行口径外汇占款为 211634.89 亿元，环比增加 234.83 亿元。

港股：新兴市场开始加息

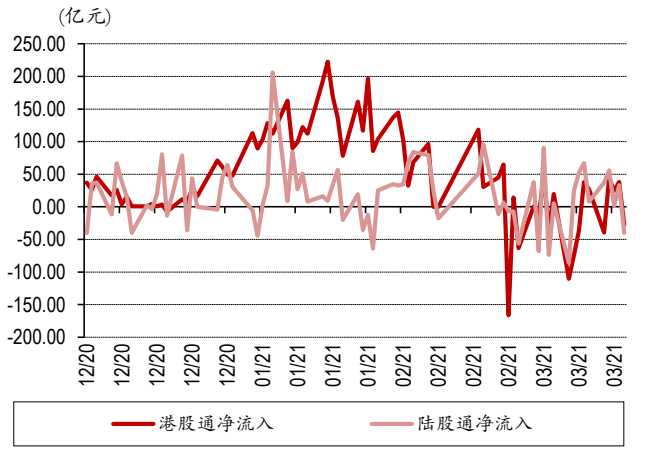
美元资产的波动开始影响新兴市场稳定性。春节前后恒生指数上涨 0.87%，恒生国企指数上涨 0.99%，AH 溢价指数下行-0.55 收于 133.36。行业方面本周领涨的有公用事业（3.26%）、必需性消费业（2.88%）、地产建筑业（2.21%），跌幅靠前的有能源业（-4.93%）、原材料业（-2.99%）、综合业（-1.01%）。本周南下资金总量 40.59 亿元，同时北上资金总量 87.08 亿元。由于国际资本对美国复苏的预期增强，回流美元资产的幅度出现加大迹象，受到本币贬值预期影响，巴西、土耳其、俄罗斯等新兴国家开始加息应对汇率波动。

图表 15. 恒指走势



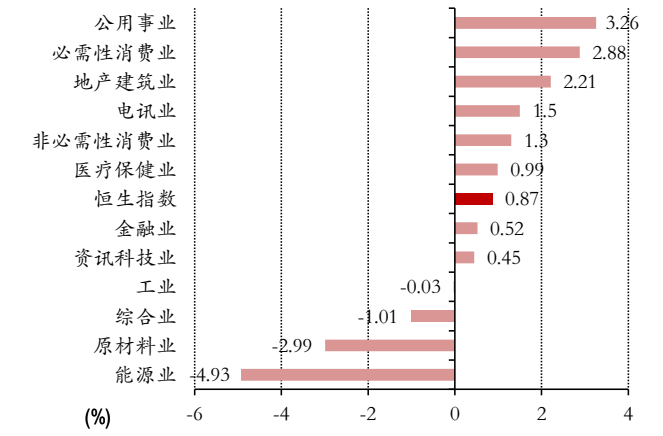
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



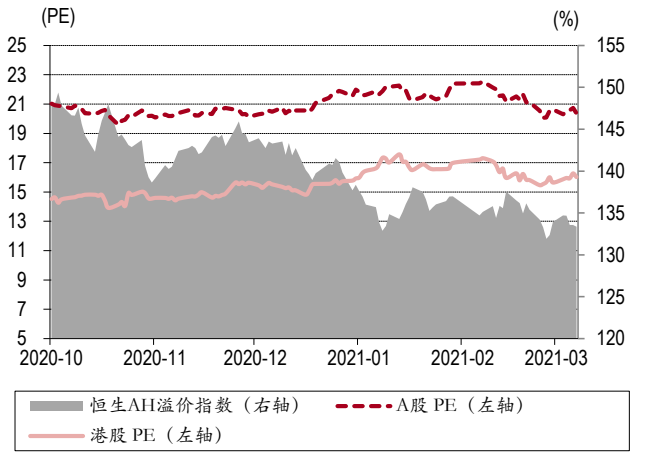
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻（新闻来源：万得）

- 联合国贸发会议预计，今年全球经济将增长 4.7%，增速快于去年预期。但若与疫情暴发前的增长趋势相比，今年底全球经济仍将萎缩超过 10 万亿美元，许多发展中国家受影响最为严重。
- 英国央行将利率维持在 0.1%不变，资产购买总规模维持在 8950 亿英镑不变。解除限制速度可能比 2 月报告中设想的要快，预计春季 CPI 将迅速回升至 2%左右的目标水平。
- 日本央行酝酿政策重大调整，将建议将国债收益率目标调整至-0.25%至 0.25%之间，并将允许长期利率在 0.5%左右的区间内波动（目前为 0.4%左右）。日本央行还将取消 6 万亿日元 ETF 购买目标，仅在市场动荡时期购买 ETF。

- 欧盟委员会正式提出建立“绿色数字证书”制度，即“疫苗护照”，以促进新冠病毒传播期间在欧盟内部人员安全自由流动。这份证书可以证明持证者接种新冠疫苗，也可以证明曾感染新冠病毒但已痊愈，或病毒检测结果呈阴性。
- 美联储维持联邦基金利率区间于0%-0.25%不变，符合市场预期。在政策声明中称，将超额准备金利率（IOER）维持在0.1%不变；将继续每月增持至少800亿美元的国债和至少400亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展；委员们一致同意此次的利率决定；新冠疫情仍将对经济构成巨大风险；整体金融条件仍然宽松；认为通胀上扬将是暂时性的。美联储点阵图显示，预计将维持利率在当前水平直至2023年，与去年12月一致。
- 美联储主席鲍威尔：只要有需要，美联储将继续提供支持，大部分委员表示不会在2023年之前加息，目前的政策立场是适当的；还不是开始讨论缩减债券购买力度的时机，若考虑缩减QE，将明显地提前给出通知；未来2至3年内经济状况具有相当大的不确定性，真正强劲的经济数据应该会在未来出现；未来数月的通胀将大幅上扬，但那不足以保证美联储加息；通胀预期牢牢地锚定在2%左右；金融环境维持宽松仍十分重要。
- 美联储FOMC的GDP预期：预计2021年美国GDP将增长6.5%，去年12月预期为增4.2%；2022年底GDP增速预期中值为3.3%，去年12月预期为3.2%；2023年底GDP增速预期中值为2.2%，去年12月预期为2.4%；长期GDP增速预期中值为1.8%，去年12月预期为1.8%。
- 美联储FOMC的失业率预期：2021年底失业率预期中值为4.5%，去年12月预期为5.0%；2022年底失业率预期中值为3.9%，去年12月预期为4.2%；2023年底失业率预期中值为3.5%，去年12月预期为3.7%；长期失业率预期中值为4.0%，去年12月预期为4.1%。
- 美联储FOMC的PCE通胀预期：2021年底PCE通胀预期中值为2.4%，去年12月预期为1.8%；2022年底PCE通胀预期中值为2.0%，去年12月预期为1.9%；2023年底PCE通胀预期中值为2.1%，去年12月预期为2.0%；长期PCE通胀预期中值为2.0%，去年12月预期为2.0%。
- 巴西央行将基准利率上调75个基点至2.75%，市场预期为加息50个基点至2.5%。巴西央行：利率决定是一致通过的；坚持经济改革是实现可持续复苏的关键；预计下次会议将再次加息75个基点；经济增长的不确定性仍高于往常，特别是今年的第一季度和第二季度。
- 世卫组织总干事谭德塞表示，目前大多数国家面临的最大威胁是无法获得新冠疫苗，几乎每天都有各国的高级别领导人在询问何时才能通过“新冠肺炎疫苗实施计划”收到疫苗。有些最富有的国家购买了足量的疫苗，可供其人口进行多次免疫接种，而一些国家却一无所获。谭德塞呼吁所有国家团结一致，确保在今年的前100天内，所有国家都能展开新冠疫苗接种。
- 白宫方面表示，美国总统拜登不会对收入低于40万美元的人增税。
- 因安全性担忧，德国宣布暂停使用阿斯利康Covid-19疫苗。此前，已有十余个国家和地区暂停使用阿斯利康疫苗，包括意大利北部、荷兰和爱尔兰，有报道称接种者发生严重的血液凝结。
- 美国财长耶伦：经济刺激法案的规模对于解决问题是合适的，希望看到美国明年恢复充分就业；美国的通胀风险较小，而且是可管理的，部分价格将会如预期的那样上涨；需要让赤字在长期内可持续。
- 新兴市场国家先后宣布加息，巴西中央银行将基准利率上调75个基点，土耳其央行将关键利率上调200个基点至19%，俄罗斯央行将基准利率上调至4.50%。
- 当地时间3月19日，意大利政府召开内阁会议并通过一项法令，向受疫情影响的企业及个体经营者、地方政府和相关产业提供总额320亿欧元的经济救助。
- 日本央行维持基准利率、10年期国债收益率目标以及12万亿日元ETF购买上限不变，但将10年期国债收益率波动区间调整为-0.25%至0.25%，并删除6万亿日元年度ETF购买目标。日本央行称，货币宽松政策将持续更长时间，将在需要时引入新的工具来设定利率限制。
- 日本央行行长黑田东彦：日本经济仍处于严峻状态，但有好转的趋势；油价下跌对CPI造成压力，通胀预期已经下降，坚持2%的通胀目标；没有考虑ETF调整措施的退出，不要认为降息已经到极限，新的措施将允许央行更加灵活地深化负利率。

下周大类资产配置建议

1-2 月国内经济持续复苏。1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 35%，比 2019 年同期增长 3.5%；社会消费品零售总额同比增 33.8%，比 2019 年同期增 6.4%；规模以上工业增加值同比增 35.1%，比 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平；城镇新增就业 148 万人。前 2 月一般公共预算收入 41805 亿元，同比增长 18.7%；税收收入 37064 亿元，同比增长 18.9%。2 月 70 大中城市中有 56 城新房价格环比上涨，徐州环比上涨 1.2%领跑。北京、上海、广州、深圳二手房价格环比涨幅分别为 1.2%、1.3%、1.0%和 0.9%，包揽涨幅榜前四位。从 1-2 月经济数据来看，国内复苏趋势继续，但仍存在生产端复苏强劲，需求端持续疲弱的问题。另外由于生产端需求强劲，工业原材料价格上涨的预期较为强烈，需要关注生产端和消费端复苏不同步，可能导致价格传导受阻，挤压中游产业利润空间的问题。

美联储选择维护复苏。本周美联储发布 3 月 FOMC 纪要，持联邦基金利率区间于 0%-0.25%不变，符合市场预期。在纪要当中，美联储上调了美国 GDP 增速 2.3 个百分点至 6.5%，同时上调了通胀预期 0.6 个百分点至 2.4%。同时美联储点阵图显示，预计将维持利率在当前水平直至 2023 年，与去年 12 月一致，但预计加息提前的委员有所增加。在美联储主席鲍威尔的讲话中提及，美联储的货币政策不会收紧，收紧前也会明显的提前给出通知，并且就通胀的影响表示美联储不会因为未来数月的通胀上扬加息。美联储表态后，美股上涨，美债下跌。我们认为美联储当前的首要目标是保证经济复苏的确定性，因此货币政策很难收紧，即便美债收益率因此大幅上行，也会优先考虑控制收益率曲线政策而非加息。

关于复苏的国际竞速。在全球货币超发的背景和通胀预期压力下，经济复苏的领先程度对国际竞争意义重大。率先复苏意味着外资净流入、本币汇率获得支撑、更稳定的资本市场和更健康的产业体系，复苏的进程落后或许意味着更大的货币刺激规模和更高的未来通胀预期。在 1.9 万亿美元救助法案通过之后，预计未来 3-6 个月内美联储的货币政策首要目标应该是稳定经济复苏的基础，因此在此期间通胀的上行将持续影响债券收益率，也许美联储会考虑采取措施引导利率曲线，但对经济复苏产生负面影响的加息政策不会出现。综合比较国际经济增长和通胀预期，我们维持看好风险资产和人民币资产的观点。大类资产配置顺序：大宗>股票>债券>货币。

风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。

图表 19. 本期观点（2021.3.21）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	经济复苏斜率向下	不变
三个月内	=	关注宏观审慎监管政策的调整	不变
一年内	+	经济回到潜在增速水平	不变
大类资产		**本期观点**	**观点变化**
股票	+	上半年业绩同比高增长确定性较强	超配
债券	=	利率债收益率处于较高水平	标配
货币	-	收益率将在 2.5%左右波动	低配
大宗商品	+	全球通胀预期依然强劲	超配
外汇	=	人民币资产具备全球比较优势但波幅加大	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371