通胀预期升温，调低固收配置
——资本市场月报（2021 年 2 月）

■ **大类资产配置建议：**在经济复苏的大背景下，整体基本面有望继续向好，但考虑到短期通胀预期抬升与流动性谨慎预期对市场产生结构性影响，投资者应对此因素给予更多关注。**外汇市场方面保持标配，**美欧疫情剪刀差缩窄以及美欧利差回升利好美元，但部分利空因素尚未消散，对美元仍有抑制作用，建议外汇市场整体维持标配；贵金属方面，实际利率逐渐从深度负值中修复，**黄金低配；固收市场整体调为低配**，一是经济方面，经济修复延续，生产和需求侧暂未出现明显回落；二是通胀方面，春节之后，通胀预期快速走高，油价重返疫情前水平，铜价创近十年新高，南华工业品指数也创下历史新高，尽管目前通胀水平不高，但通胀预期走高，依然对债券形成利空影响； 三是货币政策方面，我们维持 1 月的判断，认为货币政策转向还需一段时间，国债利率暂时不会出现快速上行，但流动性边际收紧的趋势或延续，利率依然承压，**因此调整利率债和信用债为低配。**美债利率易上难下，建议维持**美债低配；权益市场维持标配，**当前 A 股仍处于较高估值环境，流动性与通胀预期在短期造成市场结构性变化，考虑到整体基本面向好趋势不变，虽然短期市场跌幅显著，但下行空间有限，需关注美股大幅波动下对 A 股的情绪冲击影响。

■ **大类资产配置表：**考虑到实际利率的修复，黄金的 3 月配置较 2 月有所调低；通胀预期推升期限利差上行，国内利率债与信用债亦有所调低。其他资产则保持不变。综合来说，我们对未来 1 个月的配置建议如下：

资产类别		配置建议			配置变化
		高配	标配	低配	
汇率	美元		●		
	欧元		●		
	人民币		●		
贵金属	黄金			●	▼
固收	中国国债			●	▼
	中国信用债			●	▼
	美债			●	
权益	上证综指		●		
	创业板		●		
	美股		●		

刘东亮
资本市场研究所所长
☎：0755-82956697
✉：liudongliang@cmbchina.com

陈峤
资本市场研究员
☎：0755-88259976
✉：chenqiao426@cmbchina.com

柏禹含
资本市场研究员
☎：0755-83132042
✉：baiyuhan@cmbchina.com

朱肖炜
资本市场研究员
☎：0755-83169193
✉：alphonsezhu@cmbchina.com

目录

一、全球大类资产回顾：复苏趋势持续 1
二、大类资产配置主线：关注通胀预期抬升与两会影响 1
三、大类资产配置建议：通胀预期升温下的策略 2
（一）大类资产配置建议 2
（二）大类资产前瞻 3

图目录

图 1：今年以来市场风格表现 2
图 2：CPI 市场一致性预期 2
图 3：美债 10Y 利率不断向上突破 4
图 4：实际利率对名义利率的贡献开始增多 4
图 5：2 月 10 年国债、国开债利率上行 5
图 6：2 月国债、国开债 10-1 年利差回升 5
图 7：历史上两会前后沪指表现 5

表目录

表 1：大类资产表现回顾（截至 2021 年 02 月 24 日） 1
表 2：大类资产配置建议 3

一、全球大类资产回顾：复苏趋势持续

在新冠疫苗持续接种、更大规模财政刺激预期下的全球经济继续演绎复苏逻辑，资本市场继续演绎顺周期逻辑，整体仍然呈现股强债弱的格局。其中，以 MSCI 发达市场指数为代表的权益指数涨幅居前。美债 10Y 利率继续保持上行势头，而黄金继续延续下跌趋势。整体来看，当前市场仍在继续演绎经济复苏逻辑。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2021 年 02 月 24 日）

大类资产	名称	本月以来（%）	今年以来（%）	大类资产	名称	本月以来（BP）	今年以来（BP）
权益	MSCI发达市场	5.22%	4.34%	利率	美国10Y	27	45
	MSCI新兴市场	3.14%	6.97%		中国10Y	8	12
	道琼斯工业平均指数	6.60%	4.43%		英国10Y	32	49
	标准普尔500指数	5.69%	4.51%		法国10Y	21	29
	纳斯达克综合指数	4.03%	5.51%		德国10Y	21	24
	上证综合指数	2.33%	2.62%		日本10Y	7	9
	伦敦金融时报100指数	3.93%	3.07%	大类资产	名称	本月以来（%）	今年以来（%）
	巴黎CAC40指数	7.39%	4.44%	贵金属	黄金	-2.29%	-4.88%
	法兰克福DAX指数	4.04%	1.87%		白银	3.55%	5.94%
	东京日经225指数	7.26%	8.12%	大类资产	名称	本月以来（%）	今年以来（%）
	韩国综合指数	0.63%	4.23%	汇率	美元	-0.55%	0.09%
	恒生指数	5.07%	9.13%		人民币	0.13%	1.35%
	台湾加权指数	7.10%	10.05%		日元	-1.08%	-2.41%
	圣保罗IBOVESPA指数	0.52%	-2.81%		英镑	3.23%	3.49%
	俄罗斯RTS指数	5.72%	4.21%		欧元	0.26%	-0.39%

资料来源：Wind、招商银行研究院

二、大类资产配置主线：关注通胀预期抬升与两会影响

在经济复苏的背景下，通胀预期近期抬升明显，全球资本市场交易逻辑由再通胀主导。其中，原油、有色等工业大宗价格不断上行，美债利率加速走高并突破 1.5%关口位，权益市场亦呈现出高波动特征。

推动通胀预期上行的力量源于三点：一是全球疫情出现持续性好转，且疫苗的规模接种处于稳步推进的状态当中，市场对需求侧加速转暖预期升温；二是美国第三轮财政刺激政策可能在 3 月落地，1.89 万亿的财政刺激规模促进了市场对后续美国经济复苏的信心；三是工业大宗价格进一步上涨推动通胀预期快速上升。**预计上述三点驱动因素在未来仍将继续演绎，投资者需要关注通胀抬升对大类资产的影响。**

对于大类资产来说，通胀作为货币政策预期形成的关键一环，通胀的抬升会推高长端利率水平，并带来流动性收紧预期，进而对股市产生估值压力，并有可能会造成“股债双杀”的局面。2 月下旬以来，市场也正是在演绎“通胀抬升—>长端利率走高—>股市下跌”的逻辑链条。实际上，这也与我们在 1 月月报中提到的“短期内需关注流动性冲击”相互承接。

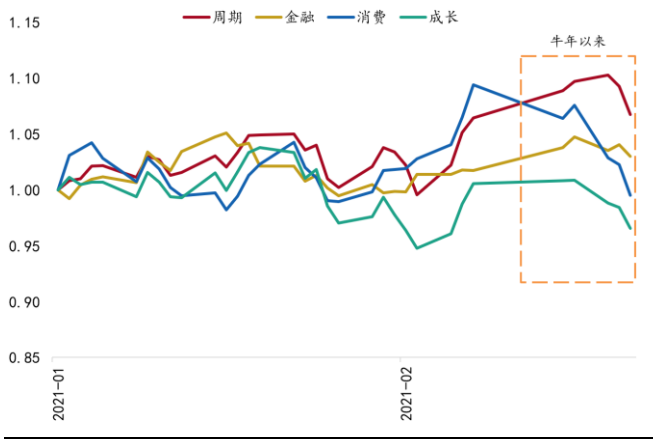
但需要留意的是，尽管中美通胀预期均在近期有所抬升，但其中存在一定程度的分化和差异。我国 CPI 更多受到猪价以及食品价格波动的影响，在猪周期下行阶段，今年以 CPI 衡量的通胀压力预计不大，对货币政策的掣肘较小，可以观察到中债利率在近期的上行幅度也相对有限。更多需要关注因上游原材

料涨价所带来的 PPI 的上行压力；而美国的通胀则很大程度受到油价影响，因此在油价高涨的背后也同时带来了通胀的压力以及美债利率的突破性走高。

对权益而言，通胀对各类行业的影响不能一概而论。基于 DCF 模型视角来看，理论上通胀的抬升对股价将呈现负面影响，即分母端（无风险利率+风险溢价）整体上行，使得价格承压。但从分子端来看，通胀上行也将影响盈利的表现，尤其对于受上游原材料涨价影响更直接的周期类行业（有色、钢铁等），其盈利预期变化将更为敏感，体现为通胀上行趋势下分子端也同步走升，在这种情况下，股价仍有可能表现上行。

从 2 月市场表现来看，A 股市场出现明显的风格切换现象，即前期表现强势的热门股（如食品饮料、休闲服务等）跌势明显，而周期板块（如钢铁、有色、化工、建筑装饰等）升势显著。市场的结构性变化，便是流动性谨慎预期以及通胀预期抬升的体现。在疫情影响逐渐减小、整体经济回暖、大宗商品价格上行的环境下，企业盈利预期向好，但考虑到市场流动性预期仍然谨慎，并且前期热门股估值已处于自身历史最高水平，估值相对不高、盈利受益于通胀上行的顺周期行业便具备较为明显的相对优势。

图 1：今年以来市场风格表现



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：CPI 市场一致性预期



资料来源：Wind、招商银行研究院

展望未来，一方面，通胀上行趋势或将延续，资金面难以宽松，一定程度上仍有望为顺周期行业的表现提供环境；另一方面，3 月即将拉开两会帷幕，从“十四五”规划等纲要文件来看，围绕节能环保、科技创新、市场改革等方面的内容将被继续提及，可关注两会中对未来经济、产业、市场表述中的新提法与边际变化。

三、大类资产配置建议：通胀预期升温下的策略

（一）大类资产配置建议

在经济复苏的大背景下，整体基本面有望继续向好，但考虑到短期通胀预期抬升与流动性谨慎预期对市场产生结构性影响，投资者应对此因素给予更多关注。据此，我们对未来 1 个月的配置建议如下：

外汇市场方面保持标配，美欧疫情剪刀差缩窄以及美欧利差回升利好美元，但部分利空因素尚未消散，对美元仍有抑制作用，建议外汇市场整体维持标配；贵金属方面，实际利率逐渐从深度负值中修复，**黄金低配。**

固收市场整体调为低配，国内方面，通胀预期推升期限利差上升，**调整利率债和信用债为低配。**美债利率易上难下，建议维持**美债低配。**

权益市场维持标配，当前 A 股仍处于较高估值环境，流动性与通胀预期在短期造成市场结构性变化，考虑到整体基本面向好趋势不变，虽然短期市场跌幅显著，但下行空间有限，需关注美股大幅波动下对 A 股的情绪冲击影响。

表 2：大类资产配置建议

资产类别		配置建议			配置变化
		高配	标配	低配	
汇率	美元		●		
	欧元		●		
	人民币		●		
贵金属	黄金			●	▼
固收	中国国债			●	▼
	中国信用债			●	▼
	美债			●	
权益	上证综指		●		
	创业板		●		
	美股		●		

资料来源：招商银行研究院

（二）大类资产前瞻

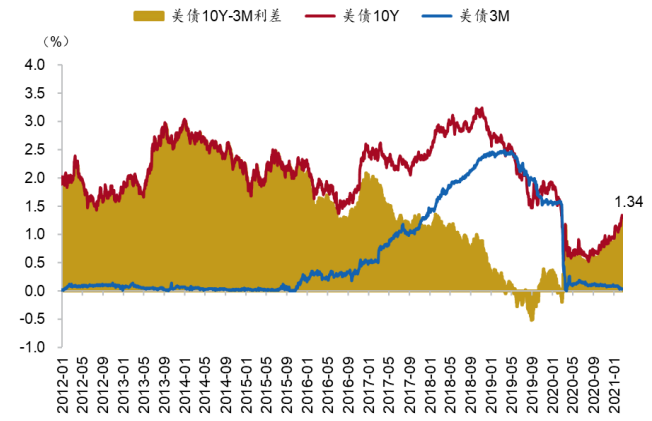
美债：尽管美联储持续强调要维持货币政策宽松的惯性，但是在经济复苏、再通胀以及大规模财政刺激预期的激化下，美债利率延续走高，已经突破 1.5%关口位，利率曲线也呈现加速陡峭化的状态。展望未来，我们认为美国经济的恢复、以及再通胀预期的升温将继续推高美债利率，整体配置思路建议以低配为主，年内可能会上碰 1.8%-2.0%的位置。

外汇：尽管美债利率在 2 月继续冲高并带领美欧利差上行，但美元指数却有所回落，表明市场仍然受到部分利空因素的限制。例如，尽管目前市场对美国赋予了较高的经济恢复预期，但并未在经济数据方面得以验证（目前欧洲 PMI 数据仍然偏强）。此外，美欧均强调“宽松基调”，货币政策的边际差异化特征并不明显。另外，美国因大规模财政支出造成的“双赤字”问题以及全球风偏走高的逻辑对美元指数的拖累作用亦间或出现。展望未来，利空美元的部分因素未必在短期内消散，对美元或仍有拖累。但是部分利多美元的逻辑已经逐渐确立，弱美元的持续时间预计较为有限，美元指数在今年或有望走出见

底回升的形态。对人民币来说，短期内或维持在 6.4-6.5 之间震荡，拐点或出现在二季度末左右的时间。

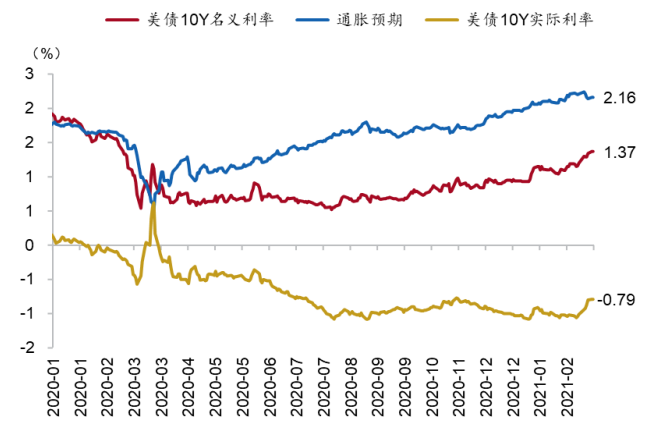
黄金：近段时间，随着疫苗的接种进程稳步推进，叠加全球疫情的紧张程度有所缓解，经济复苏预期遭到强化，实际利率逐渐从深度负值的坑位中修复，黄金亦明显承压下跌。展望未来，我们认为美联储意欲维持名义利率缓慢上行的信仰已经被打破，博弈通胀上行快于名义利率上行速度的逻辑易被证伪，建议降低黄金的配置比例，以低配为主要思路。

图 3：美债 10Y 利率不断向上突破



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：实际利率对名义利率的贡献开始增多



资料来源：Wind、招商银行研究院

美股：“高位续命”模式仍然持续，中短期需关注通胀预期上行、货币政策未来的边际变化对指数的影响，中长期需关注企业盈利修复程度。当前来看，受益于经济复苏、大宗商品价格上涨的周期股可适当关注。

港股：港股印花税在近三十年来首次上调，由 0.1%提高至 0.13%，这一调整让市场颇为意外，叠加短期通胀预期等扰动，港股短期波幅加大。短期事件消化后，随着经济复苏的大趋势，市场积极表现仍然可期，当前低估值、盈利向好的周期股仍可关注。

固收：调整 3 月中国国债和信用债为低配。我们将中国国债和信用债从标配调整为低配，原因在于以下几点，一是经济方面，经济修复延续，生产和需求侧暂未出现明显回落。二是通胀方面，春节之后，通胀预期快速走高，油价重返疫情前水平，铜价创近十年新高，南华工业品指数也创下历史新高。尽管目前通胀水平不高，但通胀预期走高，依然对债券形成利空影响。 三是货币政策方面，我们维持 1 月的判断，认为货币政策转向还需一段时间，国债利率暂时不会出现快速上行，但流动性边际收紧的趋势或延续，利率依然承压，此前提出来的几个观测方向：1-2 月经济数据、疫情、信用债融资情况均表现向好，PPI 同比趋于上升，因此货币政策在中性的取向下，更多是易紧难松，银行间资金利率大概率易上难下，国债利率曲线可能从陡峭逐渐走向平坦。由此，我们建议在 3 月降低国债和信用债配置比例，等待利率筑顶再进行配置，交易上仍存有波段机会。

图 5：2 月 10 年国债、国开债利率上行



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 6：2 月国债、国开债 10-1 年利差回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

权益：建议保持标配。春节以后，在市场振幅加剧、风格变换的过程中，A 股出现显著下跌，前期涨幅居前的板块（如创业板指）和行业（如食品饮料）跌势明显。考虑到 A 股企业盈利持续改善，对基本面不必过于悲观，预计整体下行空间有限，但需要注意的是，如果外围环境波动加大，在情绪上一定程度会影响 A 股表现。

整体而言，从走势上看，波幅加大的震荡行情或维持，一方面，投资者需关注通胀预期抬升对指数的影响，另一方面，可关注即将召开的两会上对未来经济发展、市场改革规划的方向，根据过往经验，两会前后也可能有一定程度的积极表现，但空间或有限。

图 7：历史上两会前后沪指表现

两会开幕	两会闭幕	两会前一月涨跌幅（%）	两会期间涨跌幅（%）	两会后一个月涨跌幅（%）
2020/5/21	2020/5/28	0.54	-1.30	2.91
2019/3/3	2019/3/15	15.84	0.93	6.11
2018/3/3	2018/3/20	-6.50	1.11	-2.81
2017/3/3	2017/3/15	1.87	0.36	-0.23
2016/3/3	2016/3/16	6.36	0.73	5.61
2015/3/3	2015/3/15	1.64	1.10	14.67
2014/3/3	2014/3/13	2.07	-1.81	0.13
2013/3/3	2013/3/17	-1.09	-3.44	-5.58
2012/3/3	2012/3/14	8.49	-2.82	-8.04
2011/3/3	2011/3/14	4.02	0.82	1.84
2010/3/3	2010/3/14	3.60	-1.94	2.76
2009/3/3	2009/3/13	4.06	1.69	15.85
2008/3/3	2008/3/18	2.72	-15.63	-23.01
2007/3/3	2007/3/15	1.62	4.24	14.87
2006/3/3	2006/3/16	2.80	-0.89	0.98
2005/3/3	2005/3/14	8.60	0.47	-4.96

资料来源：Wind、招商银行研究院

配置上看，3 月 A 股配置整体维持标配，一方面可关注在经济修复、大宗价格走升、估值优势显现背景下的顺周期、周期性行业的配置机会，以有色、

钢铁、建筑装饰等行业为代表；另一方面，在消费升级、房住不炒的长期趋势下仍然看好消费、医药、科技等中长期主线，在当前估值调整过程中，可把握该类行业产生的左侧机会。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇