

大类资产配置周报(2021.2.28)

拥挤的通胀交易

美国众议院投票通过 1.9 万亿救助计划。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：**2 月制造业 PMI 为 50.6，非制造业 PMI 为 51.4；1 月新建商品住宅中价格环比上涨城市为 53 个城市。
- **要闻：**中共中央政治局召开会议，讨论"十四五"规划和二〇三五年远景目标纲要草案和政府工作报告；中国脱贫攻坚战取得全面胜利；据 21 世纪经济报道，自然资源部组织召开"全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议"；美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划。

资产表现回顾

- **股市大幅调整，债市收益率稳中有升。**本周沪深 300 指数下跌-7.65%，沪深 300 股指期货下跌-7.11%；焦煤期货本周下跌-6.11%，铁矿石主力合约本周上涨 2.01%；股份制银行理财预期收益率上涨 14BP 至 3.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 2.27%；十年国债收益率上行 2BP 至 3.28%，活跃十年国债期货本周下跌-0.18%。

资产配置建议

- **资产配置排序：大宗>股票>债券>货币。**近期国际资本市场大幅波动，一个重要原因是经济复苏预期叠加政策宽松和通胀预期。预期推动下十年美债收益率从 2 月初的 1.1%左右快速上行一度突破 1.6%，2 月末最终收于 1.44%，另一方面国际大宗商品价格明显上涨，2 月伦铜涨 14.56%，原油价格涨 18.12%。我们认为全球资本市场快速转向存在超调的风险，对 A 股的潜在影响可能在于北上资金受海外经济复苏吸引回流美元资产，从而导致 A 股流动性边际下降。但综合我国经济基本面的全球比较优势、政策工具空间、估值水平等因素，我们维持看好人民币资产的观点。

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（2021.2.28）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	经济持续复苏	不变
三个月内	=	消费修复持续超预期	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	+	一季度经济高增长，流动性依然偏好	超配
债券	=	具备票息策略投资价值	标配
货币	-	收益率将在 2%上方波动	低配
大宗商品	+	投资增速对稳增长意义重大	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

《人民币资产仍将保持国际比较优势：大类资产配置周报》2021.1.10

《美国的政策调整影响全球资本市场：大类资产配置周报》2021.1.17

《一季度消费可能低于预期：大类资产配置周报》2021.1.24

《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

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

美债收益率快速上行影响新兴市场股市 4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得） 6

大类资产表现 8

A 股：顺势回调 8
债券：中美利差收窄 9
大宗商品：全球通胀交易热情高涨 10
货币类：未来一个月或平稳波动 11
外汇：美元指数不强 11
港股：资金双向回撤 12

下周大类资产配置建议 14

图表目录

本期观点（2021.2.28）.....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.....8
图表 5. 十年国债和十年国开债利率走势.....9
图表 6. 信用利差和期限利差.....9
图表 7. 央行公开市场操作净投放.....9
图表 8. 7 天资金拆借利率.....9
图表 9. 大宗商品本周表现.....10
图表 10. 本周大宗商品涨跌幅（%）.....10
图表 11. 货币基金 7 天年化收益率走势.....11
图表 12. 理财产品收益率曲线.....11
图表 13. 本周人民币兑主要货币汇率波动.....11
图表 14. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势.....11
图表 15. 恒指走势.....12
图表 16. 陆港通资金流动情况.....12
图表 17. 港股行业涨跌幅.....12
图表 18. 港股估值变化.....12
图表 19. 本期观点（2021.2.28）.....14

一周概览

美债收益率快速上行影响新兴市场股市

股市大幅调整，债市收益率稳中有升。本周沪深 300 指数下跌-7.65%，沪深 300 股指期货下跌-7.11%；焦煤期货本周下跌-6.11%，铁矿石主力合约本周上涨 2.01%；股份制银行理财预期收益率上涨 14BP 至 3.85%，余额宝 7 天年化收益率上涨 1BP 至 2.27%；十年国债收益率上行 2BP 至 3.28%，活跃十年国债期货本周下跌-0.18%。

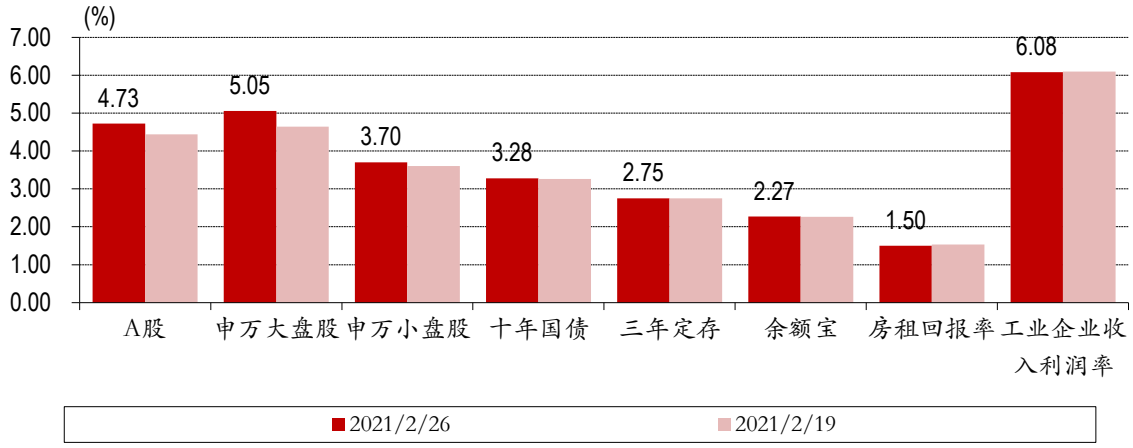
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票		**债券**	
沪深 300 -7.65%		10 年国债到期收益率 3.28%/本周变动 +2BP	
沪深 300 期货 -7.11%		活跃 10 年国债期货-0.18%	
本期评论：	A 股基本面有全球比较优势	本期评论：	货币政策难再紧
配置建议：	超配	配置建议：	低配
大宗商品		**保守资产**	
铁矿石期货 +2.01%		余额宝 2.27%/本周变动 +1BP	
焦煤期货 -6.11%		股份制理财 3M 3.85%/本周变动 +14BP	
本期评论：	全球复苏和财政刺激推升通胀	本期评论：	资金利率中枢在 2%上方
配置建议：	标配	配置建议：	标配

资料来源：万得，中银证券

2 月经济复苏继续向好。本周 A 股普跌，相较之下大盘股估值下行幅度更大。本周央行继续在公开市场净回笼资金，但资金回笼总量较小，资金拆借利率稳中有降，周五 R007 利率收于 2.37%，GC007 利率收于 2.28%。本周十年国债收益率上升 2BP，收于 3.28%。2 月 PMI 数据出炉，整体来看经济仍然处于复苏趋势上，受到春节假期和就地过年的影响，制造业 PMI 表现更强一些，并且大型企业受到影响较小，预计 1-2 月工业增加值增速或较好，但消费可能受到一定负面影响。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

美债收益率大幅波动。股市方面，本周 A 股指数普跌，跌幅较小的指数是上证综指（-5.06%），领跌的指数是创业板指（-11.3%）；港股方面恒生指数下跌-5.43%，恒生国企指数下跌-7.1%，AH 溢价指数上行 2.44 收于 137.55；美股方面，标普 500 指数本周下跌-2.45%，纳斯达克下跌-4.92%。债市方面，本周国内债市分化，中债总财富指数本周上涨 0.05%，中债国债指数下跌-0.05%，金融债指数上涨 0.09%，信用债指数上涨 0.08%，分级债 A 下跌 0%；十年美债利率上行 10 BP，周五收于 1.44%。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 1 BP，周五收于 2.27%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 4.05%，收于 61.66 美元/桶；COMEX 黄金下跌-2.5%，收于 1733 美元/盎司；SHFE 螺纹钢上涨 3.2%，LME 铜上涨 1.02%，LME 铝上涨 1.2%；CBOT 大豆上涨 2.21%。美元指数下跌-0.16%收于 90.2。VIX 指数上行至 27.95。由于经济复苏预期强烈，通胀投资有所升温，推动大宗商品上涨、避险资产下跌。

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	*2021/2/22* 上期涨跌幅	- 本月以来	*2021/2/26* 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,509.08	(5.06)	5.72	0.75	1.04
	399001.SZ	深证成指	14,507.45	(8.31)	5.44	(2.12)	0.25
	399005.SZ	中小板指	9,706.99	(9.15)	6.29	(2.86)	1.70
	399006.SZ	创业板指	2,914.11	(11.30)	2.88	(6.86)	(1.76)
	881001.WI	万得全 A	5,416.16	(5.92)	6.09	(0.01)	(0.11)
	000300.SH	沪深 300	5,336.76	(7.65)	5.39	(0.28)	2.41
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	202.74	0.05	0.01	0.07	0.30
	CBA00603.C	中债国债	195.09	(0.05)	(0.01)	(0.15)	(0.05)
	CBA01203.C	中债金融债	202.06	0.09	0.03	0.05	(0.07)
	CBA02703.C	中债信用债	189.80	0.08	0.09	0.26	0.43
	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	1,589.04	0.04	0.09	0.18	0.38
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	61.66	4.05	3.85	18.12	27.08
	GC.CMX	COMEX 黄金	1,733.00	(2.50)	(1.65)	(6.34)	(8.55)
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	4,677.00	3.20	6.25	9.53	8.62
	CA.LME	LME 铜	9,000.00	1.02	13.00	14.56	15.89
	AH.LME	LME 铝	2,157.00	1.20	5.98	9.08	8.97
	S.CBT	CBOT 大豆	1,407.75	2.21	0.84	2.76	7.38
货币	-	余额宝	2.27	1 BP	-1 BP	-2 BP	-6 BP
	-	银行理财 3M	3.85	14 BP	-1 BP	8 BP	7 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	90.20	(0.16)	(0.72)	(0.37)	0.27
	USDCNY.IB	人民币兑美元	6.46	(0.02)	0.36	0.03	1.24
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.85	(0.36)	(0.88)	(0.37)	2.32
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	6.09	0.47	0.37	1.40	3.95
港股	HSI.HI	恒生指数	28,980.21	(5.43)	4.63	2.46	6.42
	HSCEI.HI	恒生国企	11,247.21	(7.10)	4.72	0.34	4.74
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	137.55	2.44	(0.91)	(0.52)	(2.21)
美国	SPX.GI	标普 500	3,811.15	(2.45)	0.51	2.61	1.47
	IXIC.GI	NASDAQ	13,192.35	(4.92)	0.13	0.93	2.36
	UST10Y.GBM	十年美债	1.44	10 BP	15 BP	33 BP	51 BP
	VIX.GI	VIX 指数	27.95	26.76	5.65	(15.53)	22.86
	CRBFD.RB	CRB 食品	402.92	2.92	4.58	9.55	11.29

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 2 月官方制造业 PMI 为 50.6（前值 51.3），官方非制造业 PMI 为 51.4（前值 52.4），综合 PMI 产出指数为 51.6（前值 52.8）。Wind 数据显示，机构对 2 月官方制造业 PMI 预期均值为 50.7，对官方非制造业 PMI 预期为 52。
- 中国 1 月 70 城新房价格上涨数量扩围，深圳二手房领涨全国。国家统计局数据显示，1 月，新建商品住宅中价格环比上涨城市为 53 个城市，较上月增加 11 个城市，金华环比上涨 1.2%领跑。4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，北上广深分别涨 0.5%、涨 0.6%、涨 1.0%、涨 0.3%。深圳二手房价涨幅居 70 城首位，环比上涨 1.7%，同比上涨 15.3%。
- 21 世纪以来第 18 个指导“三农”工作的中央一号文件正式发布。这份文件题为《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，提出全面推进乡村振兴，加快推进农业现代化。力争 2021 年农业农村现代化规划启动实施，脱贫攻坚政策体系和工作机制同乡村振兴有效衔接、平稳过渡。文件要求，加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能；加大购置补贴力度，开展农机作业补贴；打好种业翻身仗，对育种基础性研究以及重点育种项目给予长期稳定支持；实施数字乡村建设发展工程，推动农村千兆光网、第五代移动通信（5G）、移动物联网与城市同步规划建设。
- 国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，要求以节能环保、清洁生产、清洁能源等为重点率先突破，做好与农业、制造业、服务业和信息技术融合发展，全面带动一二三产业和基础设施绿色升级。大力发展绿色金融。发展绿色信贷和绿色直接融资，加大对金融机构绿色金融业绩评价考核力度。统一绿色债券标准，建立绿色债券评级标准。支持符合条件的绿色产业企业上市融资。支持金融机构和相关企业在国际市场开展绿色融资。
- 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快推进乡村人才振兴的意见》，要求加快培养农业生产经营人才，突出抓好家庭农场经营者、农民合作社带头人培育。加快培养农村二三产业发展人才，加强农村电商人才培育。提升电子商务进农村效果，开展电商专家下乡活动。加强乡村人才振兴投入保障，支持涉农企业加大乡村人力资本开发投入。
- 国资委明确未来国企重组方向：将聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，加快国有资本布局优化和结构调整，推动国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业领域集中，加大对国防军工、能源资源粮食供应、骨干网络、新型基础设施等领域投入。
- 商务部表示，《亚洲及太平洋跨境无纸贸易便利化框架协定》正式生效，将促进本地区电子形式贸易数据和文件交换和互认，推动国家和次区域单一窗口和其他无纸贸易系统之间的兼容，还将进一步丰富“一带一路”贸易便利化领域合作，增强亚太地区贸易领域互联互通，为在后疫情时代加快经济复苏和发展作出贡献。
- 我国人口出生率 4 年下降 2.47‰。2014 年我国开放“单独二孩”政策后，我国人口出生率迎来一波小幅上升，到 2016 年达 12.95‰，为近年来最高。随着 2016 年开放“全面二孩”以来，全国人口出生率不升反降，从 2016 年的 12.95‰下降到 2019 年的 10.48‰。
- 《广东省国土空间规划（2020-2035 年》提出，建设沪深广、京港澳高速磁悬浮。这是广东首次提出预留建设沪（深）广高速磁悬浮通道。深圳到上海约 1500 公里，如时速以每小时 600 公里算，大约 2.5 小时就可以互通深沪两市，大约 3.6 小时可到达北京。
- 《国家综合立体交通网规划纲要》出炉，勾勒出未来 15 年我国综合立体交通网建设目标和实现路径。按照规划，到 2035 年，我国要基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）和“全球 123 快货物流圈”（国内 1 天送达、周边国家 2 天送达、全球主要城市 3 天送达）。
- 香港财政司司长陈茂波表示，充分考虑对证券市场和国际竞争力影响后，决定提交法案调整股票印花税税率，由现时买卖双方按交易金额各付 0.1%提高至 0.13%。港交所对此回应称，市场需要时间来消化，印花税提升不会在几个月内就实行，仍需要立法。

- 相关部门已下发通知，明确今年中央财政直达资金范围，涵盖基本养老金转移支付、县级基本财力保障机制奖补资金等 28 项中央对地方转移支付资金。如果按照 2020 年中央对地方转移支付预算数据测算，前述直达资金规模约 2.7 万亿元。相比去年，今年直达资金规模增加约 1 万亿元，同比增长近六成。
- 商务部表示，中国积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP），已与一些成员国进行非正式接触。商务部还将新认定一批外贸转型升级基地，培育一批加工贸易产业园区；建设一批国家进口贸易促进创新示范区，扩大进口规模，带动相关产业提质增效。
- 据 21 世纪经济报道，自然资源部组织召开“全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，重点城市要合理安排招拍挂出让住宅用地时序，即集中发布出让公告、集中组织出让活动。全国 22 个重要城市将实行土地出让“两集中”管理，一年最多进行三次。
- 中国脱贫攻坚战取得全面胜利，现行标准下 9899 万农村贫困人口全部脱贫，832 个贫困县全部摘帽，12.8 万个贫困村全部出列，区域性整体贫困得到解决，完成了消除绝对贫困的艰巨任务。
- 科技部、海南省印发《海南开放创新合作机制》，聚焦海南旅游业、现代服务业、高新技术产业等三大主导产业发展需求，推动北京、上海等地区与海南建立合作机制，重点推动上海市优势单位与海南省需求方开展深远海、热带特色农业、航天等合作。
- 中共中央政治局召开会议，讨论“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要草案和政府工作报告。会议强调，实现今年经济社会发展目标任务，要更好统筹疫情防控和经济社会发展，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。积极的财政政策要提质增效、更可持续。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。
- 转板上市制度正式发布！沪深交易所分别发布新三板挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法，转板条件与科创板、创业板首发上市条件保持总体一致。根据办法，转板公司申请转板上市，应当在全国股转系统精选层连续挂牌一年以上；股本总额不低于 3000 万元，股东人数不少于 1000 人。转板公司控股股东、实控人及董监高所持股份上市后限售期为 12 个月；沪深交易所审核时限由首次公开发行的 3 个月缩短为 2 个月，实现转板上市便捷高效，有效提高转板上市效率。
- 国务院关税税则委员会公布对美加征关税商品第三次排除延期清单，对《国务院关税税则委员会关于第二批对美加征关税商品第一次排除清单的公告》中的 65 项商品，延长排除期限，自 2 月 28 日至 9 月 16 日，继续不加征我为反制美 301 措施所加征的关税。
- 关于延迟退休和个人养老金制度，人社部作出最新回应。人社部表示，正会同相关部门研究延迟退休年龄具体改革方案。个人养老金制度目前已形成初步思路，总的考虑是，建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度，正在紧锣密鼓地推出。人社部同时透露，结存养老保险基金投资运营规模不断扩大，目前委托资金已达 1.2 万亿元。
- 印花税法草案首次提请十三届全国人大常委会第二十六次会议审议。草案总体上保持现行税制框架和税负水平基本不变，将《中华人民共和国印花税暂行条例》和证券交易印花税有关规定上升为法律，根据实际情况对部分内容作了必要调整，适当简并税目、降低部分税率。
- G20 财长与央行行长会议召开，会议认为，核心优先事项是疫苗公平分配，避免过早撤出财政和货币支持。此外，此前一直陷入僵局的数字服务税讨论出现了积极进展的迹象，G20 将努力在 2021 年中期前达成一个全球性的、基于共识的解决方案。

大类资产表现

A 股：顺势回调

抱团股调整幅度较大。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证红利(-1.19%)、中证 1000(-3.1%)、上证 380（-4.76%），领跌的指数包括创业板指（-11.3%）、中小板指（-9.15%）、深证成指（-8.31%）。行业方面跌多涨少，领涨的行业有房地产（4.29%）、钢铁（1.16%）、综合（0.53%），领跌的行业有食品饮料（-14.18%）、餐饮旅游（-12.17%）、汽车（-10.01%）。本周抱团股下跌较多，同时受到美债收益率快速上行的外溢性影响，我们维持对人民币资产看多观点不变，并认为一季报业绩将对 A 股估值构成正面影响。

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（%）	
上证红利	(1.19)	房地产	4.29	PM2.5 指数	5.47
中证 1000	(3.10)	钢铁	1.16	最小市值指数	3.81
上证 380	(4.76)	综合	0.53	环保概念指数	3.45
深证成指	(8.31)	汽车	(10.01)	生物疫苗指数	(6.58)
中小板指	(9.15)	餐饮旅游	(12.17)	白马股指数	(6.76)
创业板指	(11.30)	食品饮料	(14.18)	新能源汽车指数	(6.79)

资料来源：万得，中银证券

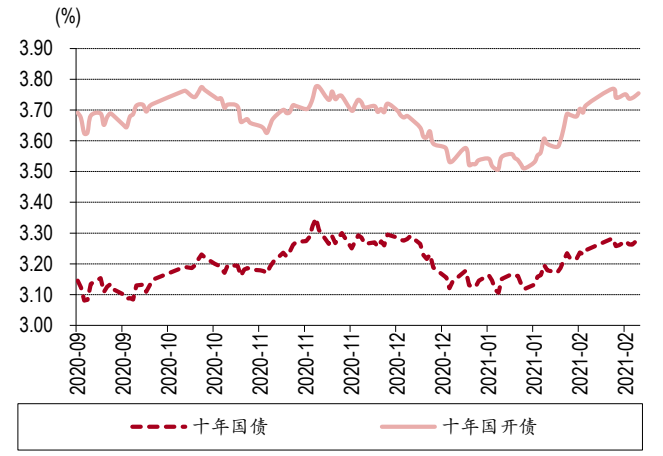
A 股一周要闻（新闻来源：万得）

- 新能源汽车|2 月 25 日，《上海市加快新能源汽车产业发展实施计划（2021-2025 年）》，明确了“十四五”期间上海市新能源汽车产业发展总体目标。根据《实施计划》，到 2025 年，上海本地新能源汽车年产量超过 120 万辆，新能源汽车产值突破 3500 亿元，占全市汽车制造业产值 35%以上。
- 大气治理 | 在生态环境部 25 日举行的例行新闻发布会上，生态环境部大气环境司司长刘炳江介绍了“十四五”空气质量改善目标设置、能源结构调整等相关政策思路。
- 央企重组|昨日深夜，东方通信、成都普天电缆股份等公告，公司实际控制人中国普天正在与中国电子科技集团有限公司筹划重组事项。
- 综合能源|近期出台的多个政策文件频频提及鼓励建设综合能源项目等相关内容。
- 5G|记者 2 月 23 日从 2021 年世界移动大会（MWC）上海开幕式上获悉，我国累计建成 5G 基站超过 71.8 万个，5G 网络建设累计投资已超过 2600 亿元。
- 轮胎|近日，包括正新、米其林、佳通轮胎、中策橡胶、赛轮轮胎在内的多家轮胎企业先后宣布，因原材料价格上涨，将上调部分产品价格。
- 新能源|国务院近日发布的《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》提出，以节能环保、清洁生产、清洁能源等为重点率先突破，做好与农业、制造业、服务业和信息技术的融合发展，全面带动一二三产业和基础设施绿色升级。
- 华为概念股|2 月 22 日晚，华为正式发布了第三代折叠手机——华为 Mate X2，搭载麒麟 9000 5G 芯片，售价 17999 元起，比上代 Mate Xs 贵 1000 元，将于 2021 年 2 月 25 日正式开售。
- 乡村振兴|21 世纪以来第 18 个指导“三农”工作的中央一号文件 21 日由新华社受权发布。这份文件题为《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，围绕实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接、加快推进农业现代化、大力实施乡村建设行动等方面，提出了 26 条具体措施。
- 水泥|近日，安徽铜陵地区上峰水泥尝试通知上调熟料价格 30 元/吨，业内认为这透露出水泥行情或早于往年启动。

债券：中美利差收窄

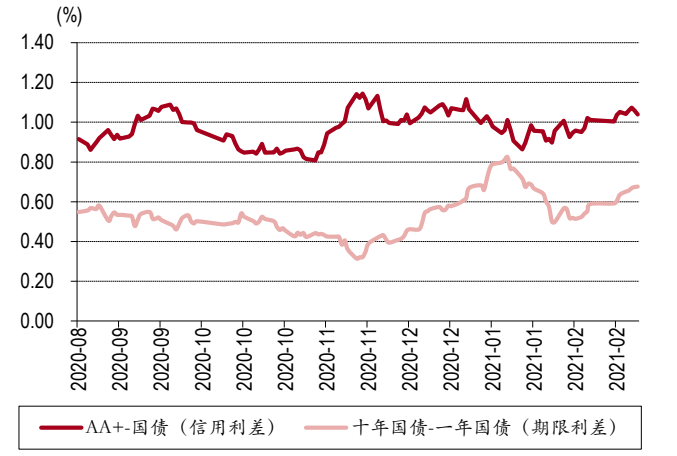
由于十年美债收益率快速上行，同时十年国债利率近期基本持平，中美利差明显收窄。十年期国债收益率周五收于 3.28%，本周上行 2BP，十年国开债收益率周五收于 3.75%，较上周五上行 1BP。本周期限利差上行 4BP 至 0.68，信用利差下行-8BP 至 0.77。

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

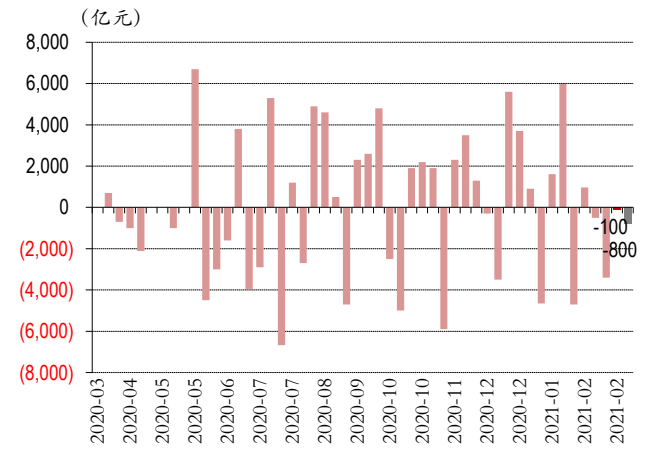
图表 6. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

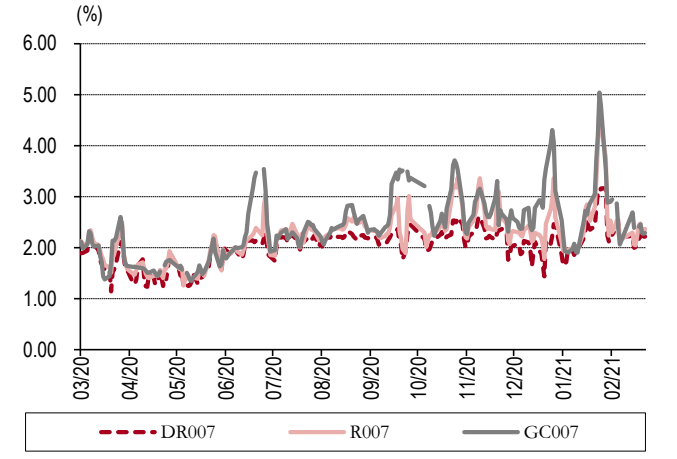
资金拆借利率继续下行。本周央行继续在公开市场净回笼资金，但整体货币拆借环境依然较宽松，周五 R007 利率收于 2.37%，交易所资金 GC007 利率收于 2.28%。我们维持此前观点，认为两会前后央行依然将维持资金拆借利率在偏宽松的水平，但从目前回购利率来看，预计下行幅度有限。需要关注的是十年美债收益率快速上行挤压中美利差，是否会对外资流入速度造成负面影响，进而可能影响债市收益率波动。

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）

- 央行公布数据显示，1 月份，我国债券市场共发行各类债券约 4.3 万亿元。银行间债券市场现券成交 16.2 万亿元，日均成交 8094.5 亿元，同比下降 5.4%，环比上升 16.1%。交易所债券市场现券成交 2.1 万亿元，日均成交 1038.6 亿元，同比上升 152.9%，环比下降 2.3%。
- 深交所基础设施公募 REITs 技术系统正式上线，审核业务系统、信息公开网站和网下发售系统将自 3 月 1 日起启用。深交所将全力做好项目审核、发售、上市、监管等工作，全面提升试点工作各环节服务质效，确保基础设施公募 REITs 试点工作开好头、稳起步。

大宗商品：全球通胀交易热情高涨

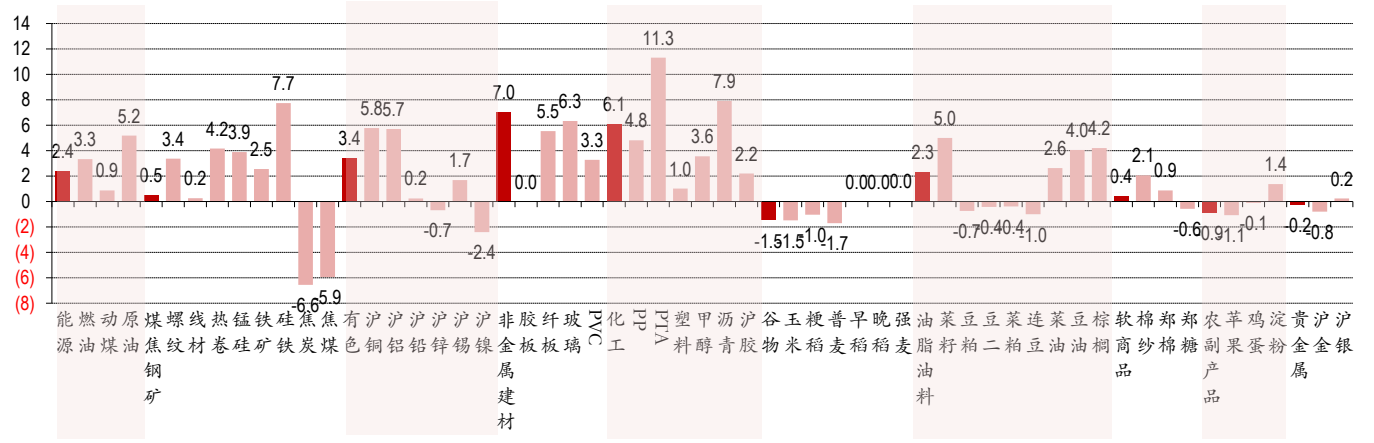
周期品价格大涨。本周商品期货指数上涨 2.64%。从各类商品期货指数来看，上涨的有非金属建材（7.01%）、化工（6.13%）、有色金属（3.44%）、能源（2.42%）、油脂油料（2.3%）、煤焦钢矿（0.54%），下跌的有贵金属（-0.24%）、谷物（-1.5%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有 PTA（11.32%）、沥青（7.91%）、硅铁（7.74%），跌幅靠前的则有焦炭（-6.57%）、焦煤（-5.94%）、沪镍（-2.42%）。受经济复苏预期影响，周期品特别是有色金属期货价格大涨，同时避险资产价格下跌。

图表 9. 大宗商品本周表现

商品 +2.64%	能源 +2.42%	煤焦钢矿 +0.54%
有色金属 +3.44%	非金属建材 +7.01%	化工 +6.13%
谷物 -1.5%	油脂油料 +2.3%	贵金属 -0.24%

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

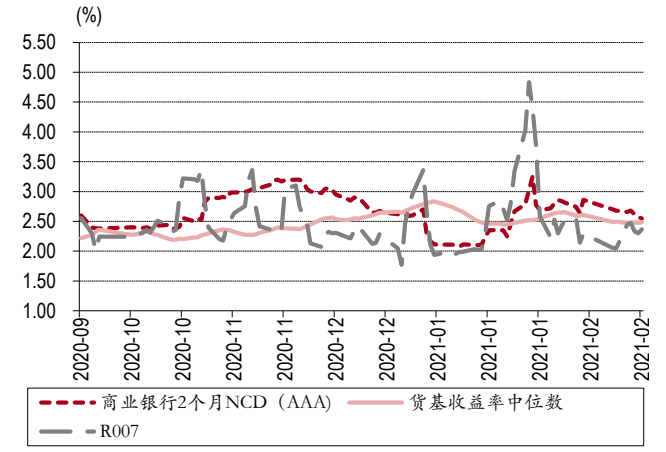
大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

- 2021 年中央一号文件指出，2021 年农业供给侧结构性改革深入推进，粮食播种面积保持稳定、产量达到 1.3 万亿斤以上。坚持并完善稻谷、小麦最低收购价政策，完善玉米、大豆生产者补贴政策。加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能，健全生猪产业平稳有序发展长效机制。
- 中钢协：2 月中旬，20 个城市 5 大品种钢材社会库存 1479 万吨，环比上升 30.4%，库存继续快速回升；比年初增加 102.6%；同比下降 14.8%。
- 国际能源署（IEA）：预计到年底前石油需求不会恢复到新冠疫情爆发前水平，天然气需求可能在年底恢复到 2019 年水平。
- 中国石化召开 2021 年天然气储气能力建设推进会，全面部署储气能力建设工作，确定“2021 年 9 月 30 日前新增储气能力 22.62 亿方”的工作目标。
- 大商所：继续支持金融机构开展以“保险+期货”为主要模式的“大商所农民收入保障计划”，加快推进干辣椒期货、棕榈油期权等农产品衍生工具上市。
- 欧佩克+消息人士：欧佩克+正在考虑在 4 月将石油增产 50 万桶/日。
- 农业农村部要求打好种业翻身仗行动方案，启动重点种源关键核心技术攻关和农业生物育种重大科技项目。实施新一轮农机购置补贴政策，加大粮食生产薄弱环节、丘陵山区和绿色智能农机等机具补贴力度，推进农机报废更新。
- 文化和旅游部：经测算，春节假期七天，全国国内旅游出游合计 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至疫前同期 75.3%；实现国内旅游收入 3011 亿元，增长 8.2%，恢复至疫前同期 58.6%。

货币类：未来一个月或平稳波动

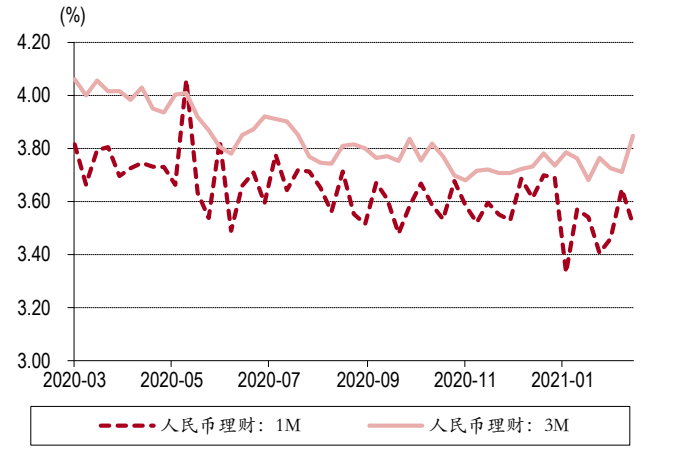
货基收益率的波幅预计将减小。本周余额宝 7 天年化收益率上行 1BP，周五收于 2.27%；人民币 3 个月理财产品预期年化收益率上行 14BP 收于 3.85%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 2.48%。维持此前观点，认为短期内货基收益率大概率在 2.5%上下波动。

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

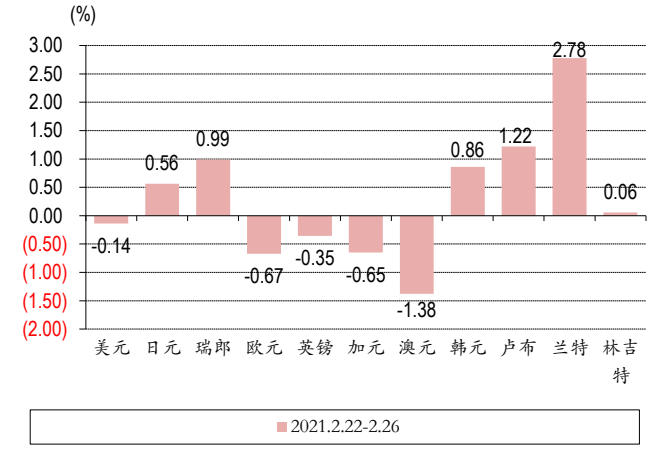


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数不强

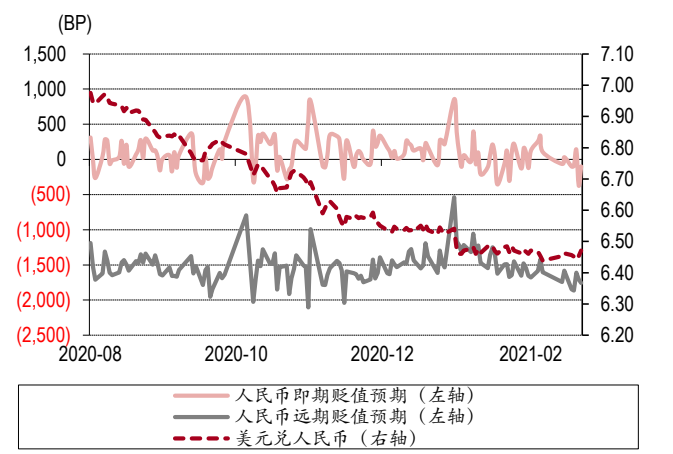
人民币兑美元中间价本周上行 89BP，至 6.4713。本周人民币对兰特(2.78%)、卢布(1.22%)、瑞郎(0.99%)、韩元(0.86%)、日元(0.56%)、林吉特(0.06%)、美元(-0.14%)、英镑(-0.35%)、加元(-0.65%)、欧元(-0.67%)、澳元(-1.38%)贬值。虽然市场预期经济复苏强劲，但美元指数尚未走强，虽然耶伦此前表示不追求弱势美元，但美元走强也不利美国国际贸易，弱美元维持在 90 上方，不排除人民币接下来对美元适当走弱，以缓解 2020 年下半年升值给出口部门带来的压力。

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）

- 央行公布数据显示，1 月末外汇占款 21.14 万亿元人民币，环比增加 91.96 亿元。

港股：资金双向回撤

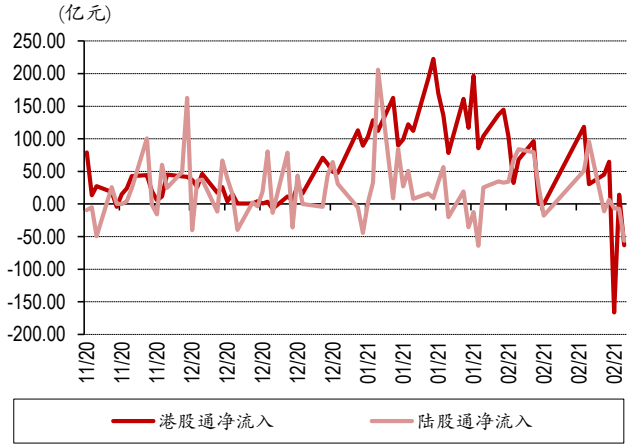
南下的资金也出现净回流。春节前后恒生指数下跌-5.43%，恒生国企指数下跌-7.1%，AH 溢价指数上行 2.44 收于 137.55。行业方面本周领涨的有综合业（3.67%）、地产建筑业（3.62%）、公用事业（0.34%），跌幅靠前的有资讯科技业（-14.34%）、医疗保健业（-11.76%）、必需性消费业（-11.38%）。本周南下资金总量-105.52 亿元，同时北上资金总量-75.01 亿元。港股市场更容易受到十年美债收益率快速上行的负面影响。

图表 15. 恒指走势



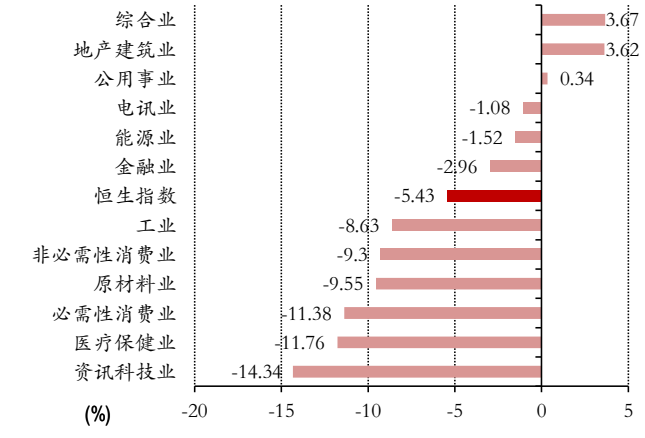
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 陆港通资金流动情况



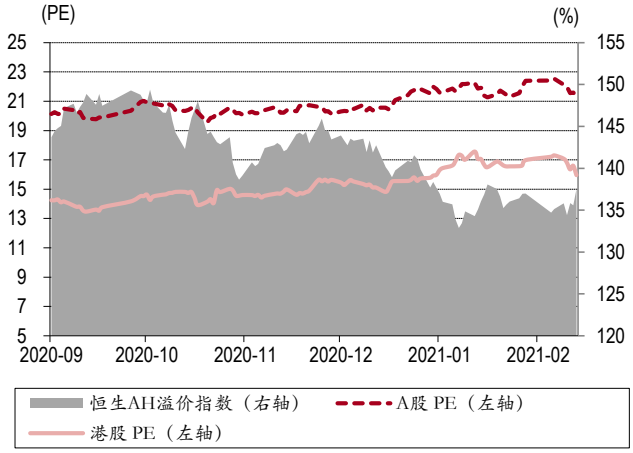
资料来源：万得，中银证券

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）

- 英国财政大臣苏纳克正考虑增加对制造业企业和工厂税收减免，以帮助弥合南北分歧。
- 欧洲汽车行业积极拥抱氢能源，包括雷诺、佛吉亚和米其林在内的整车厂商和零部件供应商已采取行动，布局氢能和燃料电池技术。佛吉亚积极部署氢能源策略，不仅将向雷诺提供氢气储罐，还收购中国高压瓶制造企业斯林达大部分股权。
- 美国财长耶伦表示，比特币经常被用于非法融资，其应用效率低下，比特币具有高度投机性，投资者应该当心。数字货币可能导致更快、更低成本的支付，但许多问题需要研究，包括消费者保护、洗钱。
- 欧洲央行行长拉加德：欧洲央行将继续支持所有经济部门，在新冠疫情期间维持有利的融资条件；欧洲央行正密切关注长期名义债券收益率的演变。

- 美国智库国际金融研究所（IIF）报告显示，2020 年新冠肺炎疫情导致全球债务增加 24 万亿美元，全球债务总额达到创纪录的 281 万亿美元，为世界生产总值 355%，与 2019 年相比增长 35 个百分点。
- 惠誉确认澳大利亚评级为“AAA”，前景展望负面；预计澳大利亚风险仍倾向于下行，这反映出该国可能采取更多、更广泛封锁措施，以遏制新冠病毒死灰复燃。
- 美联储主席鲍威尔就半年度货币报告向参议院发表证词。鲍威尔表示，经济状况距离实现就业和通胀目标还有很长一段路，而且可能需要一段时间才能取得实质性进展；重申将保持利率接近零，直到充分就业和通货膨胀上升到 2%，并有望在一段时间内适度超过 2%；美联储不会仅仅为了应对强劲的劳动力市场而收紧货币政策，如果债券购买速度有任何变化，美联储会提早很多来明确传达信息，现在还不是考虑预算赤字的时候。
- 加拿大央行行长麦克勒姆：加拿大经济的复苏还有很长的路要走；在相当长的一段时间内，仍需要货币刺激。
- 日本厚生劳动省公布 2020 年日本人口动态统计初值显示，新生儿出生数为 872683 人，创纪录新低，较上年减少 25917 人。
- IMF 总裁格奥尔基耶娃：各国央行应该保持宽松的货币和金融政策，以支持信贷流向家庭和企业；呼吁有针对性、持续的财政支持；二十国集团应该加大对弱势国家支持力度。
- 西班牙首相桑切斯：将在未来几周内批准 110 亿欧元企业救助计划。
- 韩国央行将关键利率保持在 0.5%不变，符合市场预期。韩国央行表示，将关注金融稳定问题，维持宽松的货币政策立场；通胀预期正在上升，出口增长稳健，劳动力市场状况疲弱，韩国经济在出口带动下逐步复苏。
- 日本央行行长黑田东彦预计，CPI 将逐步向价格目标上升；将继续控制收益率曲线，不打算将日本 10 年期国债收益率目标从零左右上调。
- 韩国政府决定，将延长现行防疫响应措施（首都圈 2 级、非首都圈 1.5 级）以及禁止 5 人以上聚集和营业限时措施期限两周，从下周起适用。
- 欧洲央行首席经济学家连恩：如果市场乐观情绪先于经济发展，问题就会出现；毫无疑问，如果再次发生冲击，欧洲央行有更多弹药。
- 美国 1 月核心 PCE 物价指数同比升 1.5%，预期升 1.4%，前值升 1.5%；环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。1 月个人支出环比增 2.4%，预期增 2.5%，前值降 0.2%。美国 2 月芝加哥 PMI 为 59.5，预期 61.1，前值 63.8。
- 德国 1 月进口物价指数同比降 1.2%，预期降 2.1%，前值降 3.4%；环比升 1.9%，预期升 0.9%，前值升 0.6%。
- 美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划，该计划旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持，其中包括直接向符合条件的美国人支付 1400 美元的补助金，为符合条件的失业者提供每周 400 美元的失业救济金。

下周大类资产配置建议

经济持续复苏，但房价上涨成为风险因素。中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.6（前值 51.3），官方非制造业 PMI 为 51.4（前值 52.4），综合 PMI 产出指数为 51.6（前值 52.8）。Wind 数据显示，机构对 2 月官方制造业 PMI 预期均值为 50.7，对官方非制造业 PMI 预期为 52。1 月新建商品住宅中价格环比上涨城市为 53 个城市，较上月增加 11 个城市，金华环比上涨 1.2%领跑。4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，北上广深分别涨 0.5%、涨 0.6%、涨 1.0%、涨 0.3%。深圳二手房价涨幅居 70 城首位，环比上涨 1.7%，同比上涨 15.3%。2 月 PMI 继续维持在荣枯线上方，虽然受到春节假期影响较 1 月有所回落，但制造业 PMI 价格依然坚挺，表明需求依然较强劲，非制造业 PMI 受到就地过年的影响较 1 月明显下行，但从细项来看，下降明显的主要是新出口订单，预计受节假日影响波动较大。

美债收益率快速上行是个“问题”。本周美联储主席鲍威尔就半年度货币报告向参议院发表证词，重申了鸽派的态度。从表述来看，美联储将持续宽松的货币政策，我们认为解决新冠对经济的负面影响仍是当前美国的首要任务，美联储的货币政策在等待财政刺激出台，并且预期 2021 年美国财政刺激将有两轮，因此整体来看，在财政刺激落地之前，美联储很难收紧货币政策。在宽松的流动性环境下，市场对经济复苏的预期大幅抢跑，导致美债收益率飙升，给美联储的货币政策造成明显压力，一方面是政策利率接近零，下降空间有限，另一方面是如果市场利率持续上行，则又会给财政造成显著负面压力。

拥挤的通胀交易。近期国际资本市场大幅波动，一个重要原因是经济复苏预期叠加政策宽松和通胀预期。预期推动下十年美债收益率从 2 月初的 1.1%左右快速上行一度突破 1.6%，2 月末最终收于 1.44%，另一方面风险资产表现较好，特别是国际大宗商品价格也明显上涨，2 月伦铜上涨 14.56%，原油价格上涨 18.12%。我们认为全球资本市场的快速转向存在超调的风险，对 A 股的潜在影响可能在于北上资金受海外经济复苏吸引回流美元资产，从而导致 A 股流动性边际下降。但综合我国经济基本面的全球比较优势、政策工具空间、估值水平等因素，我们维持看好人民币资产的观点。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（2021.2.28）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	经济持续复苏	不变
三个月内	=	消费修复持续超预期	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	+	一季度经济高增长，流动性依然偏好	超配
债券	=	具备票息策略投资价值	标配
货币	-	收益率将在 2%上方波动	低配
大宗商品	+	投资增速对稳增长意义重大	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