关注流动性变化对大类资产的扰动
——资本市场月报（2021 年 1 月）

■ **大类资产配置建议：**尽管国内疫情的局部爆发以及“原地过年”人数的上升对经济会产生一定程度的环比拖累，但整体来看全球仍处于共振复苏的趋势当中，这也成为了资产配置时的基本背景板。变化更多来自于流动性的边际转向，市场或存在阶段性的波动风险。**外汇市场人民币维持高配，美元维持低配，**海外经济的积极因素目前仍占据主导地位，包括疫苗的有序接种、财政刺激、货币政策对经济的呵护，短期内或将有利于拉动国内的出口增长，强势人民币、以及弱美元逻辑暂未被打破；贵金属市场方面，实际利率下行动力、以及时间整体有限，**黄金标配；固收市场整体维持中低配**，中国流动性基调以稳为主，短期负面影响有限，**国债和信用债建议标配**。美债利率在经济复苏、再通胀预期升温的背景下易上难下，建议维持**美债低配；权益市场整体标配**，无论是美股或是 A 股均处于高估值环境，尽管企业盈利预期向好，但流动性的边际性收紧预计将对高估资产带来扰动，投资者需警惕高估环境下的高波动风险。

■ **大类资产配置表：**出于对国内流动性边际收紧的考量，我们对 A 股（上证综指、创业板）的 2 月配置建议相较 1 月有所调低；此外，考虑到美债实际利率下行弹力不足，黄金的 2 月配置建议相较 1 月也有所调低；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：市场继续演绎复苏逻辑 1
二、大类资产配置主线：流动性转紧与资产波动风险 1
三、大类资产配置建议：复苏与流动性边际收紧的拉锯 3
（一）大类资产配置建议 3
（二）大类资产前瞻 3

图目录

图 1：银行间质押式回购利率近期明显上升 3
图 2：同业存单发行利率近期有所回升 3
图 3：弱美元短期内或仍将维持 5
图 4：黄金 vs 实际利率 5
图 5：国债、国开债 10-1 年利差先升后降，回到 2019 年均值线附近 5
图 6：2020 年 1 月信用债净融资规模上升至去年同期水平 5
图 7：A 股主要指数估值已至历史高位 7
图 8：美联储资产扩张下的美股估值提升 7

表目录

表 1：大类资产表现回顾（截至 2021 年 01 月 26 日） 1
表 2：大类资产配置建议 4

一、全球大类资产回顾：市场继续演绎复苏逻辑

随着新冠衰退的阴霾逐渐褪去，全球经济落入共振复苏的象限当中。同时，新冠疫苗如期进入全球接种阶段，叠加美国政治生态转向“蓝潮”，更大规模的财政刺激预期升温，资本市场继续演绎顺周期逻辑，整体呈现股强债弱的局面。其中，美债 10Y 利率快速上行突破 1%也带来一系列的连锁反应，包括美元的止跌反弹、以及黄金的下跌等。尽管国内疫情出现局部性的爆发，但由于并未改变经济的复苏路径，同时央行对资金面有所呵护，国内疫情的反复并未对市场造成明显扰动。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2021 年 01 月 26 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	2.46%	2.46%	利率	美国10Y	12	12
	MSCI新兴市场	8.08%	8.08%		中国10Y	2	2
	道琼斯工业平均指数	1.08%	1.08%		英国10Y	13	13
	标准普尔500指数	2.49%	2.49%		法国10Y	4	4
	纳斯达克综合指数	5.72%	5.72%		德国10Y	-1	-1
	上证综合指数	2.77%	2.77%		日本10Y	0	0
	伦敦金融时报100指数	2.99%	2.99%	大类资产	名称	本月以来（%）	今年以来（%）
	巴黎CAC40指数	-0.50%	-0.50%	贵金属	黄金	-2.48%	-2.48%
	法兰克福DAX指数	1.11%	1.11%		白银	-3.49%	-3.49%
	东京日经225指数	4.02%	4.02%	大类资产	名称	本月以来（%）	今年以来（%）
	韩国综合指数	9.29%	9.29%	汇率	美元	0.25%	0.25%
	恒生指数	7.93%	7.93%		人民币	0.99%	0.99%
	台湾加权指数	6.29%	6.29%		日元	-0.30%	-0.30%
	圣保罗IBOVESPA指数	-2.15%	-2.15%		英镑	0.53%	0.53%
	俄罗斯RTS指数	2.56%	2.56%		欧元	-0.46%	-0.46%

资料来源：Wind、招商银行研究院

二、大类资产配置主线：流动性转紧与资产波动风险

2 月即将迎来新春假期，今年与往年最大的不同是“原地过年”人群将有所增长，经济活动环比或趋于放缓，但预计难以动摇国内整体的复苏路径。因此，我们认为大类资产继续交易复苏的趋势性逻辑并未发生变化，但是需要关注流动性的边际转紧对各类资产的冲击。

从去年 11 月中旬开始，由于地方国企信用违约事件爆发，央行通过释放流动性稳定信用环境与市场预期，直到今年 1 月上旬仍维持着偏宽松的资金面态势。在此期间，国内股债市场在宽松流动性的推动下呈现双牛特征，上证综指一度突破了 3600 点整数关口，利率债、信用债也走出一波反弹。

然而，1 月下旬后央行的态度开始出现变化，连续 3 天“地量”逆回购 20 亿元令市场感到错愕，资金利率开始明显上升。同时，央行货币政策委员会委员马骏在中国财富管理 50 人论坛中也表示，部分领域的泡沫已经显现，货币政策应适度转向，市场的流动性宽松预期遭到修正，股债均承压下跌。

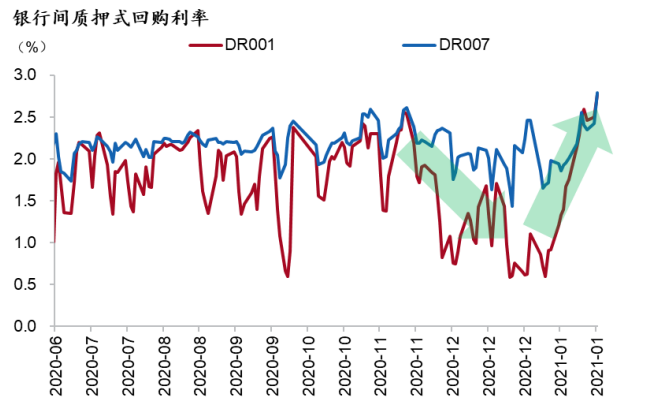
但是需要说明的是，**我们认为央行近期对货币政策边际收紧的操作是“向中性取向逐步回归”的体现，系统性的收紧短期内仍难以出现，但不能忽视边际上的变化。**

首先，我们认为短期货币政策马上转向还缺乏条件。目前货币政策定调的重点在于“要稳”、“要转”和“不能太快”。“要稳”是要支持经济复苏，“要转”是要防止资产泡沫积聚，“不能太快”是因为通胀上升不会太多，以及太快容易加速债务风险暴露。从经济修复上来看，一季度 GDP 修复，但大概率仍在潜在水平之下。从风险角度来看，需要关注的是地方债务风险、小银行风险和信用债违约风险。前两方面目前还不明显，但存在隐患，信用债违约风险已有好转，但仍具有脆弱性。从通胀水平来看，CPI 不高，PPI 尚未上至敏感水平。综合来看，我们认为短期货币政策马上转向并不具备成熟的条件。

其次，需要关注的重点在于银行间流动性可能在逐渐缓慢地收紧。流动性已有边际收紧的迹象，资金利率逐渐触底回升。同时，我们注意到目前已逐渐具备边际收紧的基础，**一方面在于 1 月信用债市场一级市场融资回暖，上升至去年同期水平，另一方面 1 月上半月机构杠杆水平偏高。**

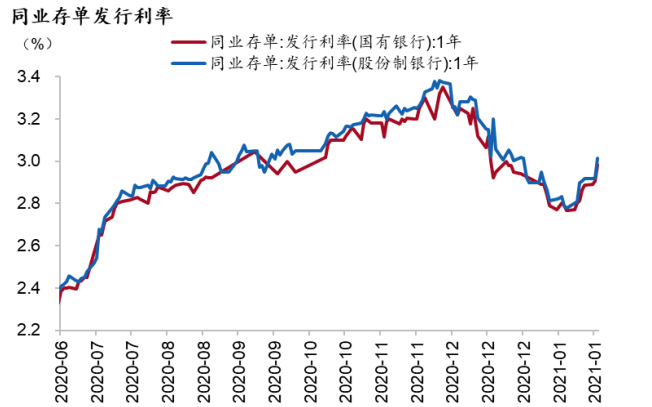
最后，什么时候货币政策转向加快的概率上升？有几个方面可以关注：一是 1-2 月经济数据向好，二是春节回来以后疫情趋于稳定、海外疫情不确定性下降，三是信用市场融资趋于稳定，四是二季度 PPI 上升斜率超预期。若上述四个条件逐渐成熟，市场应警惕央行对流动性态度的转变。

图 1：银行间质押式回购利率近期明显上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：同业存单发行利率近期有所回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

对于大类资产来说，流动性边际收紧和宽松预期的修正，值得所有投资者警惕，因前期债市反弹和股市上涨正是建立在对流动性的乐观预期之上，若流动性冲击持续，无异于对市场釜底抽薪，跨市场的投资者或面临股债双杀的棘手局面，而在流动性充裕时过度加杠杆的债市投资者，可能会面临解杠杆的窘境；对汇率而言，这一影响的不确定性较大，通常而言利率上升有利于汇率强势，但股债市场的糟糕情绪也可能传递到外汇市场。

当然，如前文所述，我们判断货币政策尚未根本转向，如果这一判断成立，那么无论是股债双杀或者其他资产的波动，都将是阶段性的，甚至会带来较好的入场机会，比如 A 股中那些高估值的板块，经过调整后估值会趋向合理。

但是这一判断的风险在于，我们目前无法对货币政策的走向进行证实或者证伪，所有的假设都是基于央行有“呵护”市场的意愿，如果春节后疫情、经济均趋于向好，那么上述假设就无法成立，投资者所不愿见到的货币政策转向会被逐渐证实，在这一情景下，各类资产价格波动的风险会显著上升。

三、大类资产配置建议：复苏与流动性边际收紧的拉锯

（一）大类资产配置建议

尽管国内疫情的局部爆发以及“原地过年”人数的上升对经济会产生一定程度的环比拖累，但整体来看全球仍处于共振复苏的趋势当中，这也成为了资产配置时的基本背景板。变化更多来自于流动性的边际转向，资本市场或存在阶段性的波动风险。据此，我们对未来 1 个月的配置建议如下：

外汇市场人民币维持高配，美元维持低配。海外包括疫苗接种、财政刺激等对经济的有利因素持续，强势人民币、以及弱美元逻辑暂未被打破；贵金属市场方面，实际利率下行动力、时间整体有限，**黄金标配。**

固收市场整体维持中低配，流动性冲击的短期负面影响有限，**利率债和信用债建议标配**。美债利率易上难下，建议维持**美债低配。**

权益市场标配，美股、A 股均处于高估值环境，投资者需警惕流动性的边际性收紧对高估资产带来的波动风险。

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：民主党在 1 月的参议院选举加时赛中一举拿下剩余的两个席位，超预期实现了所谓的“蓝色浪潮”，这将有利于扫清拜登入主白宫后的立法障碍，并强化拜登新政逻辑。市场也赋予了美国将推出更大规模财政刺激的预期，10Y 利率迅速上破了 1%。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。

外汇：在全球风险偏好继续改善的背景下，美元作为避险货币受到了一定的压制，弱美元在短期内或将延续。人民币方面，尽管中美利差在近期有所回落，但预计中债利率未来仍有一定上行空间，利差回落短期内对人民币的影响有限。同时考虑到弱美元以及强出口等积极因素仍占主导，人民币汇率的强势逻辑在短期内将延续，拐点或出现在二季度末左右的时间。

黄金：目前鲍威尔尚未向市场释放缩减预期，叠加通胀预期在上半年将趋势性上行，金价在短期内或仍有支撑。但考虑到经济在复苏路径中，实际利率下行的空间、时间都会比较有限，做多黄金的性价比不高，因此建议以标配黄金为主要思路。

美股：建议保持标配。美股仍然保持“高位续命”模式，估值上看，当前持续处于自身历史 100 分位数水平，当前美股估值高企仍然以宽松的流动性推动。随着疫苗接种速度加快，企业盈利逐步修复，未来估值有望修复，但需关注美联储货币政策态度，未来美国经济回归常态、货币由松转紧后，或对指数表现形成一定扰动。配置上看，可关注在全球经济复苏、大宗价格上行背景下估值相对不高且未来盈利预期向好的周期股机会。

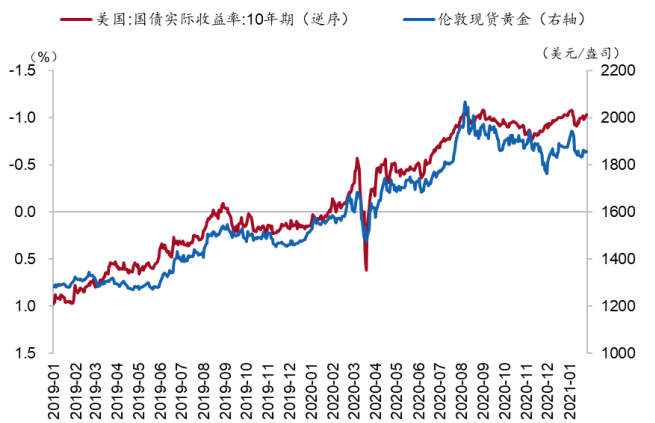
港股：年初以来，港股一路高歌猛进，北水汹涌南下，究其原因，有三点可关注：其一是港股估值优势明显，性价比高；其二是优质资产对内地资金具有吸引力；其三是全球经济复苏、边际改善的地缘环境亦为港股添加了动力。但是需要指出的是，**去年三季度以来恒指急剧攀升，目前整体估值已升至近十年最高水平**，难以再用便宜来形容，**需警惕港股连续冲高后的回调风险**。

图 3：弱美元短期内或仍将维持



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：黄金 vs 实际利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

中国债市：维持 2 月利率债和信用债为标配。2 月是经济数据真空期，经济的预期差对市场的影响相对较小，资金面的波动对市场的影响相对更大。目前判断 2 月央行货币政策马上转向缺乏基础，叠加春节在即，短期央行呵护流动性的需求仍强。

月初央行将公布春节流动性工具安排，银行间流动性紧张程度或有一定缓解。尽管春节回来以后，央行会逐渐回收流动性，银行间流动性紧张程度可能

会上升，进而对债券市场产生负面冲击，但考虑到货币政策暂时更多以稳为主，叠加春节过后疫情情况不确定性较强，因此我们认为对债券市场的负面影响不会太大，短债利率在上行以后趋稳，长债利率更多震荡上行，判断 10 年期国债利率中枢大约在 3.15-3.25%的位置。

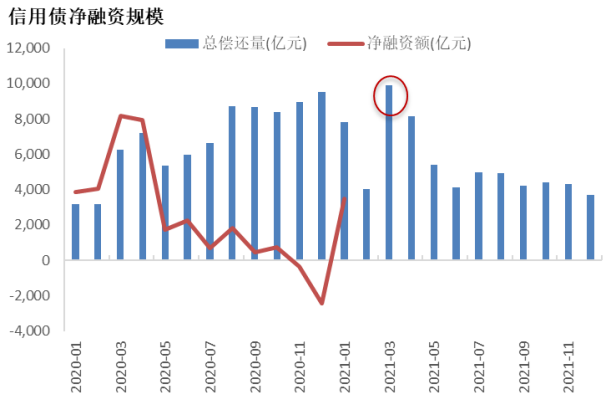
考虑到息差空间仍存，信用债表现会比利率债好。因此，我们建议可以在 2 月维持利率债和信用债为标配，到 2 月下旬再根据央行和经济情况进行调整。

图 5：国债、国开债 10-1 年利差先升后降，回到 2019 年均值线附近



资料来源：Wind、招商银行研究院

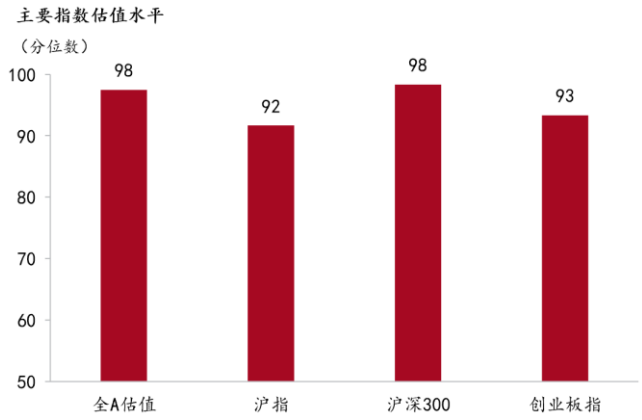
图 6：2020 年 1 月信用债净融资规模上升至去年同期水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

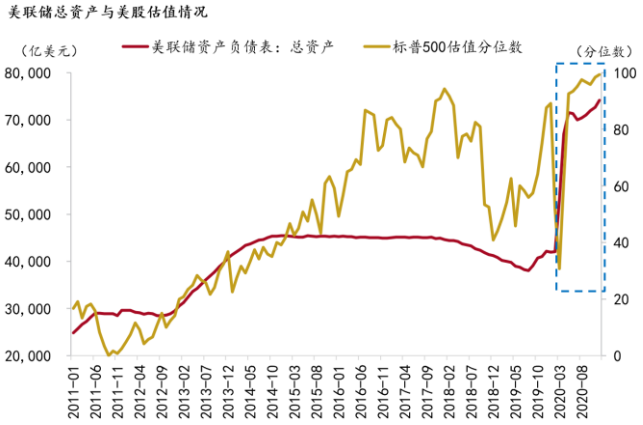
A 股：建议保持标配。A 股估值在经历 1 月的积极表现后，当前已到达自身较高水平，如全 A 估值处 97 分位数水平，沪指处 90 分位数水平、沪深 300 处 98 分位数水平、创业板指处 92 分位数水平。高估环境常现指数高波动特征，且后续指数要维持向上态势，需要更强劲的盈利推动或资金推动，考虑到当前处于业绩真空期，盈利预期虽向好，但资金面难言宽裕，投资者需关注指数的高波动性表现。配置上看，一方面，投资者可关注在经济修复、大宗价格走升、估值优势显现背景下的顺周期、周期性行业的配置机会，以钢铁、建筑装饰等行业为代表；另一方面，中长期来看，在消费升级、房住不炒的长期趋势下，消费、医药、科技仍为中长期主线，可关注在当前估值调整过程中，该类行业产生的左侧机会。

图 7：A 股主要指数估值已至历史高位



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美联储资产扩张下的美股估值提升



资料来源：Wind、招商银行研究院

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