

A 股处于轮动慢涨期下半场

中华保险研究所 秦建国

2021 年 1 月，全球股票表现涨跌不一，商品涨幅减弱。全球主要股指中，中国创业板指领涨，欧洲股市领跌。A 股市场表现分化，市场的表现仍然是结构性的，周期、消费、成长表现领先，创业板指和中小板指涨幅居前，月度涨跌幅分别为 7.87% 和 6.62%。

表 1 2020 年 11 月全球股市价格月度变化

		当月末价格 (2021-1-31)	涨跌 (%)
中国股市	上证综指	3483.07	2.01
	深证成指	14821.99	4.37
	上证 50	3713.25	3.89
	沪深 300	5351.96	4.66
	中证 500	6346.14	1.23
	中证 1000	6304.12	-3.41
	中小板指	9992.64	6.62
	创业板指	3128.86	7.87
	中证全指	5615.57	1.65
美国股市	道琼斯	29982.62	-1.4
	纳斯达克	13070.69	1.56
	标普 500	3714.24	-0.48
欧洲股市	富时 100	6407.46	-2.26
	法国 CAC40	5399.21	-3.58
	德国 DAX	13432.87	-2.08
亚太股市	日经 225	27663.39	0.8
	恒生指数	28283.71	4.19
	孟买 SENSEX30	46285.77	-3.06
	澳洲标普 200	6607.36	-1.12
全球	MSCI 全球	642.91	-0.37

一、大类资产市场回顾

1. 股市：中国股市整体上涨，欧美股市表现不佳

海外市场方面，全球多个股市出现下浮下跌，但恒生指数涨幅明显，上涨 3.87%。美股三大指数中，标普 500 和道琼斯工业指数出现回调，但标普 500 恐慌指数 VIX 出现上升态势，较去年年底上升 45.45%，收于 33.09。

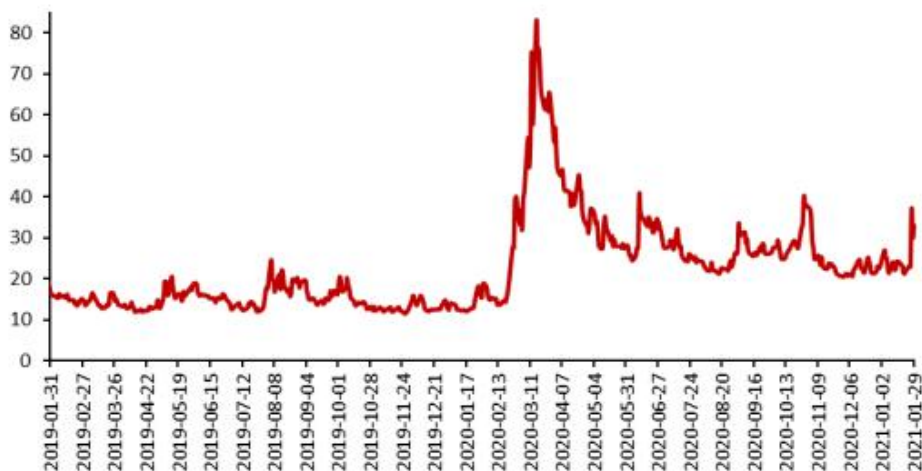


图1 标普 500 恐慌指数 VIX 变动趋势图

资料来源：WIND，中华保险研究所

市场对流动性收紧预期的忧虑以及海外市场震荡导致 A 股市场波动。国内创业板指 1 月份上涨 7.87%，位居全球主要股指之首，A 股中证 1000 表现相对较差。板块方面，化工（8.42%）、银行（6.4%）、电气设备（5.75%）、有色金属（3.91%）及轻工制造（2.74%）涨幅居前；国防军工（-10.2%）、商业贸易（-7.97%）、纺织服装（-7.5%）、通信（-7.3%）及非银金融（-8.48%）跌幅较大。

2. 债市：整体小幅下跌

1 月以来，美债收益率虽有走升，但仍处于历史低位，看空美债力量继续处于历史高点。至 1 月 19 日，美国国债非商业净多仓历史

分位数继续维持在 0%附近。1 月下旬受到流动性收紧影响，中债国债到期收益率均不同程度上行，尤以短端上行幅度最高。中国中债新综合、国债和信用债净价指数总体保持平稳。近期央行为抑制房地产等资产泡沫采取的相关措施引发的预期差，动摇债市做多的信心。



图 2 中债国债到期收益率变动趋势图

资料来源：WIND，中华保险研究所

3. 商品：金属现货上涨较多，黄金小幅下跌

本月商品继续出现上涨走势，原油和贵金属中的白银上涨较好。伦敦银单月上涨 2.31%，白银已经连续两个月出现明显上涨。油价连续 4 月反弹，美油和布油价格持续回升，分别上涨 6.72% 和 7.73%。近一月，LME 铜跌幅 0.54%，LME 铝跌幅达到 2.61%，LME 锌跌幅为 8.11%，DCE 铁矿石下跌 2.89%。

黄金呈现下跌，2021 年 1 月伦敦金最高点为 1943.2 美元/盎司，最低点为 1833.05 美元/盎司。耶伦担任财政部长，财政货币化预期升温，美联储宽松政策料将延续。购债计划压制十年期美债收益率上

行，实际利率低位企稳是黄金价格的核心支撑点。

4. 汇率：美元指数向上波动，人民币逐步走升

12月底以来，中国经济总体继续向好，出口有韧性，国内股市回暖和中美利差高位带动外资流入，年底集中结汇需求较大，人民币升破6.5。与此同时，央行在外汇和国际收支层面发布多项便利化措施，减缓外资流入，推动人民币跨境使用，一方面致力缓解人民币升值压力，另一方面借人民币偏强势头推进人民币国际化。人民币表现为缓步走升态势，至1月29日，美元兑人民币升至6.43。欧元兑美元收于1.214，较12月底小幅贬值0.6%。



图3 人民币汇率演变趋势图

资料来源：WIND，中华保险研究所

二、央行工作会议

1月以来，中国经济和信贷质量维持向好，货币政策保持中性取向，政策利率维持不变。2021年1月4日，2021年中国人民银行工作会议以视频形式召开。对于今年的重点工作，会议从以下十个方面提出详细部署。

一是稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；二是继续发挥好结

结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用, 构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制; 三是落实碳达峰碳中和重大决策部署, 完善绿色金融政策框架和激励机制, 引导金融资源向绿色发展领域倾斜; 四是加快完善宏观审慎政策框架, 将主要金融活动、金融机构、金融市场和金融基础设施纳入宏观审慎管理; 五是持续防范化解金融风险; 加强互联网平台公司金融活动的审慎监管; 六是深度参与全球金融治理, 严密防控外部金融风险, 稳步扩大金融双向开放; 七是稳妥推进人民币国际化; 八是深化金融市场和金融机构改革, 推动完善债券市场法制, 健全多渠道债券违约处置机制, 加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为查处力度; 落实房地产长效机制, 实施好房地产金融审慎管理制度; 九是持续改进外汇管理和服务; 十是提升金融服务和管理水平, 稳妥开展数字人民币试点测试。

从十项重点工作看, 核心是金融对实体经济发展的支持, 防范化解金融风险, 及扩大深化金融改革开放。2020 年为应对疫情冲击, 货币政策加大逆周期调控, M2 和社会融资增速明显, 宏观杠杆率上涨较快, 但 2021 年经济恢复性增长, 有必要保持宏观杠杆率的基本稳定。2021 年货币政策的总量目标合理适度, 即保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 在总量目标下加强灵活精准, 如金融科技、绿色金融、小微企业等实体经济的重点领域和薄弱环节, 结构性货币政策工具将会发挥更多作用。

三、大类资产配置建议

1. 股票市场: 超配

实体经济基钦周期持续上行，全球疫情见顶回落，股票商品或延续上涨行情。继续关注大消费（食品饮料、医药、家电、汽车）等板块。

2. 债券市场：低配

全球重要国家债券利率短周期上行，压制债券表现。中央经济工作会议提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，不会“急转弯”，预计未来政策不会出现断崖式退出，流动性不会大规模收紧。

3. 商品市场：超配

考虑到现阶段美联储实施偏宽松的货币政策，且未来一段时间经济有望实现复苏，需求或存在一定的上升空间，预计未来一段时间商品仍将出现较好的上涨机会。

4. 外汇市场

美元指数未来或呈现出下行趋势。中美利差仍偏高，海外疫情仍严峻对国内出口有支撑，人民币仍有一定升值动能。但央行有意放缓人民币升值步伐，人民币短期或将逐步走升。

四、风险提示

地缘政治冲突存在超预期的可能性；全球范围内黑天鹅事件；宏观基本面复苏的进程可能低于预期。