

风格转换，静待良机

中华保险研究所 秦建国

2021年2月，各类资产表现不一，优劣表现依次为“商品>股票>汇率>债券”。中国创业板指领跌，港股和美股资产表现较好，市场风格均出现明显切换，价值跑赢成长、中小盘跑赢大盘普遍成为全球主要市场的新方向。在国内经济平稳向好、货币政策不再明显放松的背景下，人民币汇率继续维持偏强震荡格局。

表1 2021年2月各大类资产价格月度变化一览表

各大类资产		上月末价格 (2021-01-31)	当月末价格 (2021-02-26)	涨跌 (%)
股票	上证综指	3483.1	3509.1	0.75
	深证成指	14822.0	14507.4	-2.12
	创业板指	3128.9	2914.1	-6.86
	上证50	3713.2	3756.9	1.17
	沪深300	5352.0	5336.8	-0.28
	中证500	6346.1	6364.4	0.29
债券	中债财富总指数	202.6	202.7	0.07
	中债1-30年利率债指数	165.2	165.2	-0.01
	中债信用债总财富指数	189.3	189.8	0.26
	10年国开利率	3.59	3.75	16.5
	10年国债利率	3.18	3.28	10.1
	1年国债利率	2.68	2.60	-7.6
汇率	美元指数	90.54	90.20	-0.37
	美元兑人民币(在岸)	6.46	6.46	-0.03
	美元兑人民币(离岸)	6.45	6.48	0.50
	人民币汇率指数	96.50	96.40	-0.10
商品	南华综合指数	1652.5	1829.1	10.69
	南华工业品指数	2579.0	2915.0	13.03
	布伦特原油(美元)	55.1	64.6	17.30

上期所原油	340.3	405.9	19.28
伦敦现货黄金(美元)	1863.8	1742.9	-6.49
上期所黄金	388.3	369.5	-4.85

一、大类资产市场回顾

1. 股市：风格分化，周期、金融领涨

全球股市涨跌不一，中国股市普跌，欧美股市表现稍好。春节前市场情绪火热，节后大宗商品价格快速上涨带动通胀预期的上升和海外央行货币宽松政策提前退出的担忧，叠加香港拟上调印花税压制市场情绪，主要白马股出现大幅回调，风格分化依然明显，周期股和金融股表现不错，上涨 4.0%和 3.2%，消费股和成长股表现不佳，分别下跌 1.9%和 2.8%。

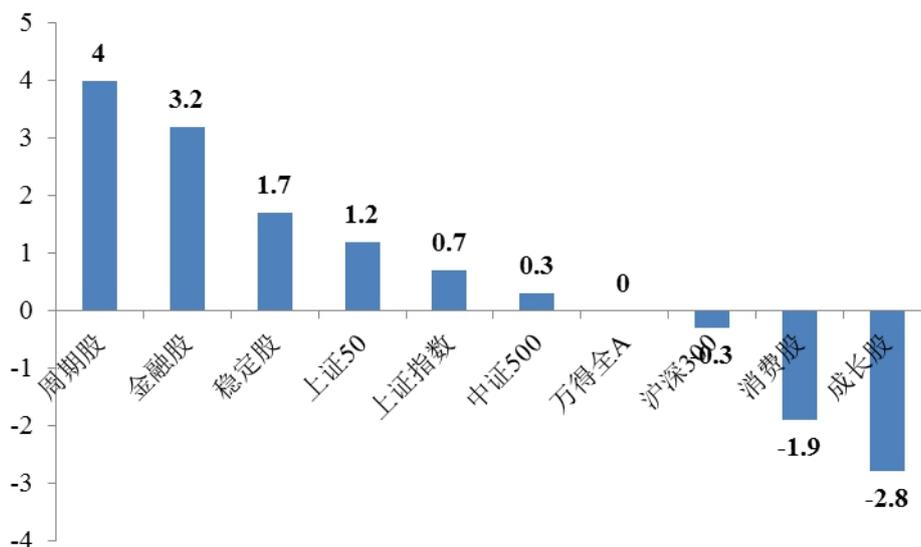


图1 股票及其风格指数变动情况

资料来源：WIND，中华保险研究所

房地产行业上涨 9.97%，农林牧渔、钢铁、有色金属等行业涨幅靠前；汽车跌幅达 6.45%，电力设备及新能源、食品饮料等行业表现落后。

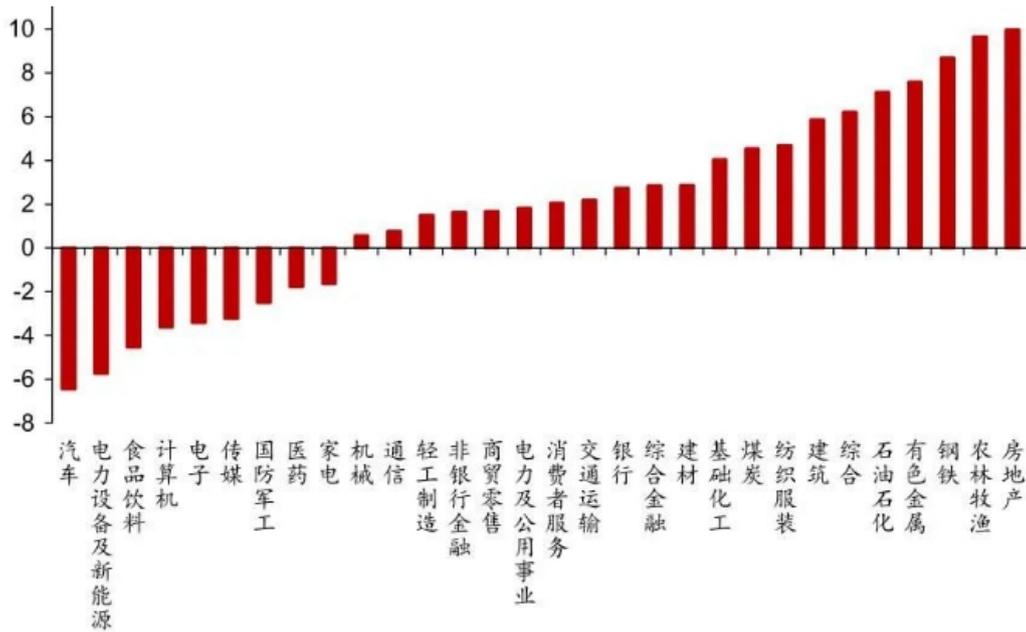


图2 2021年2月份中信行业指数收益率 (%)

资料来源: WIND, 中华保险研究所

2. 债市: 整体下跌

2月, 债市整体下跌, 但短端利率表现较好, 长端利率上行而短端利率下行, 曲线呈现熊陡走势。10年期国开利率上行约17BP; 10年期国债利率上行约10BP; 1年期国债利率下行约8BP; 国债期限利差(10-1Y)当前为68BP, 整体在2月上行约18BP。



图3 国债期限利差(10-1)变动情况

资料来源: WIND, 中华保险研究所

通胀预期的抬升及经济复苏的较强预期带动美国长端国债收益率抬升，截至2月底，美国十年期国债收益率已回升至1.44%。

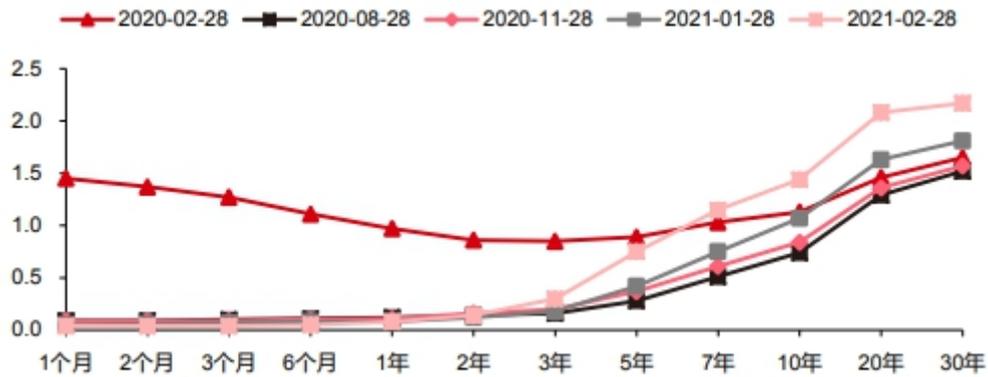


图4 美国国债收益率曲线变化 (%)

资料来源：WIND，中华保险研究所

3. 商品：原油大涨，黄金下跌

大宗商品涨幅较高，油价、铜价走强，CRB 食用油现货涨幅最高，为 11.48%。美油和布油价格回升，分别上涨 16.67%和 16.39%。随着美元实际利率提升，贵金属延续走弱趋势，黄金价格下跌，伦敦金跌幅 5.92%，上海金下跌 4.88%。

在经济短周期上行作用下，基本金属期货价格指数呈现上行趋势，LME 铜涨幅 15.19%，LME 铝涨幅 9.10%，LME 锌涨幅为 8.15%，DCE 铁矿石涨幅达到 16.26%。

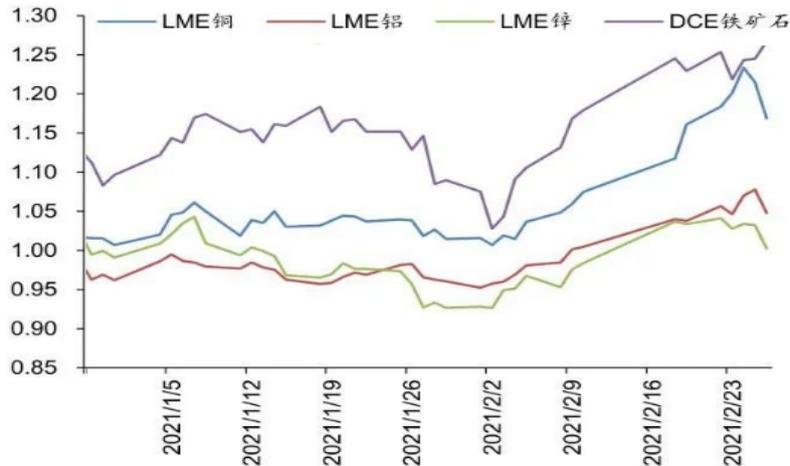


图5 2021年以来主要基本金属演变趋势示意图

资料来源: WIND, 中华保险研究所

南华能源、金属和工业品指数涨幅超过10个百分点, 市场风险偏好提高不利于贵金属, 贵金属指数延续下跌趋势。

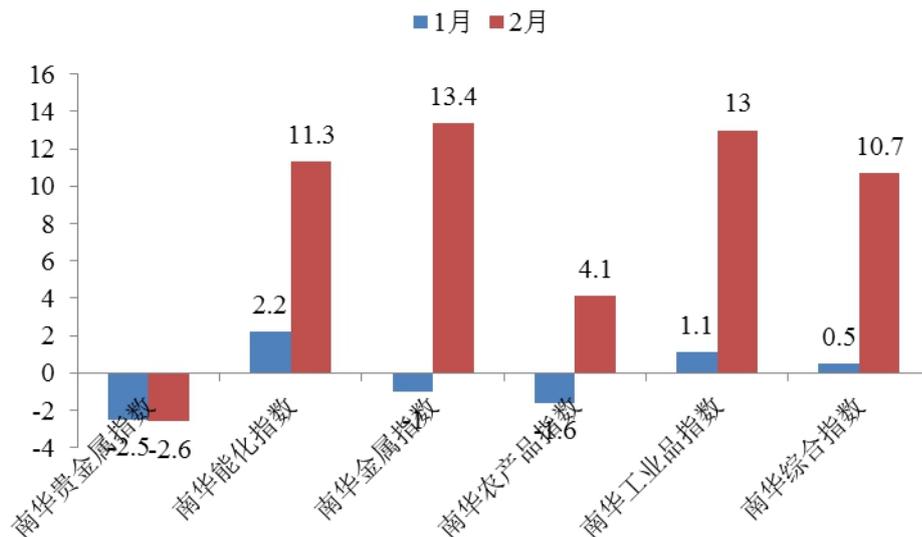


图6 2021年主要商品指数涨跌情况 (%)

资料来源: WIND, 中华保险研究所

4. 汇率: 美元指数探新低, 人民币升值

2月, 美元指数呈现出小幅下跌, 整体偏弱, 下跌0.4%。人民币兑美元汇率在1月暂停升值, 2月先升值后贬值, 在6.4-6.5之间低位震荡, 而日元兑美元、泰铢兑美元分别下跌0.9%和0.2%。

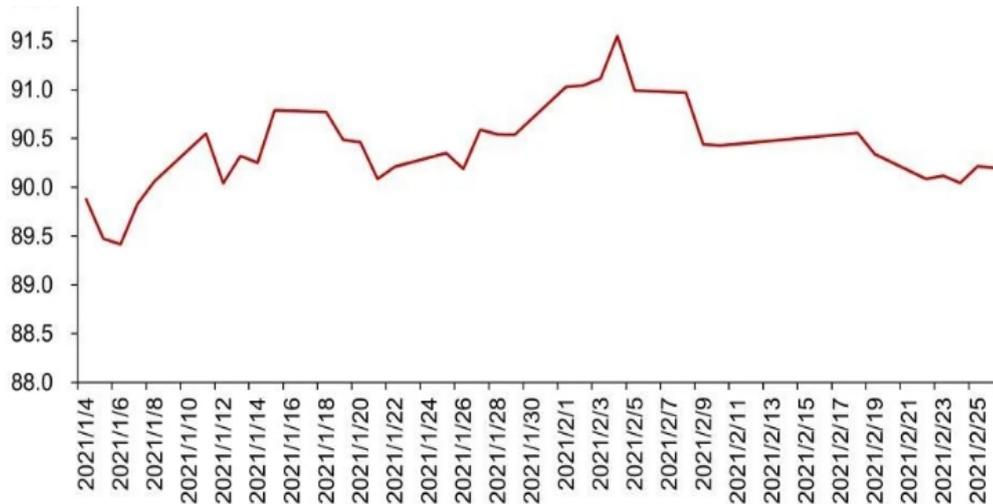


图7 美元指数演变趋势示意图

资料来源：WIND，中华保险研究所

二、全球疫情持续好转，商品市场继续受益

随着疫苗接种规模扩大，全球疫情或将年内得到控制。根据 WHO 的数据，2 月 19 日全球疫苗接种数据量已经超过 2 亿剂次，其中，60% 为全球主要经济体（美国超过 6000 万剂次、中国超过 4000 万剂次、英法德三国 2600 余万剂次）。

全球疫苗接种进度居于前列的国家（接种数量前十的国家是美国、中国、英国、以色列、沙特、德国、俄罗斯、法国、意大利和西班牙）是以制成品生产和消费国家为主，上游资源品供应国家相对较少。疫苗大规模接种促使全球需求复苏，叠加美国加大财政刺激等因素，中下游行业对上游资源品的需求将持续扩张，但上游资源品国家疫苗接种速度的滞后导致大宗商品供给修复慢于需求扩大，上游资源品供需错位更加明显，全球商品价格进入快速上涨区间，大宗商品类资产继续受益，而避险资产难免继续受到压制。

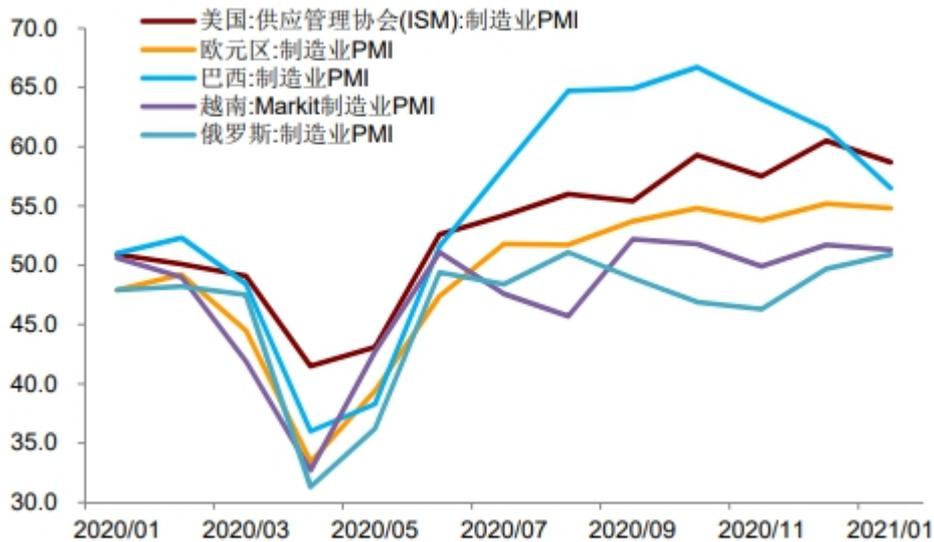


图8 部分国家制造业 PMI 演变趋势示意图

资料来源: WIND, 中华保险研究所

三、大类资产配置建议

1. 股票市场: 低配

在稳定宏观负债率的要求下,国内货币政策收紧成为共识,社融、M2、M1 增速回落的影响已体现在资产价格之中。A 股指数本轮上涨了 25 个月, 积累了一定的风险, 但可能存在结构性机会。关注银行等低估值、高分红收益率板块的机会。

2. 债券市场: 标配

美联储年内是否会政策调整, 对债券市场期限利差有不利影响。中国主要宏观经济同比增长率指标见顶回落, 债市逐渐进入阶段底部区域。

3. 商品市场: 超配

全球经济逐步恢复, 有色金属需求有望逐步恢复。主要经济体或将处于主动补库存阶段, 商品价格仍有上涨空间。铜、电解铝、锌等基本金属价格将持续上涨。

4. 外汇市场

美国经济有望进入快速修复阶段，美元指数、美债收益率上涨，中美利差也有所收窄。美元长期走弱的趋势不变，但短期内美元兑人民币汇率将进入震荡期。

四、风险提示

市场波动风险，政策推进进展不及预期。