

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。

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

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

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%。

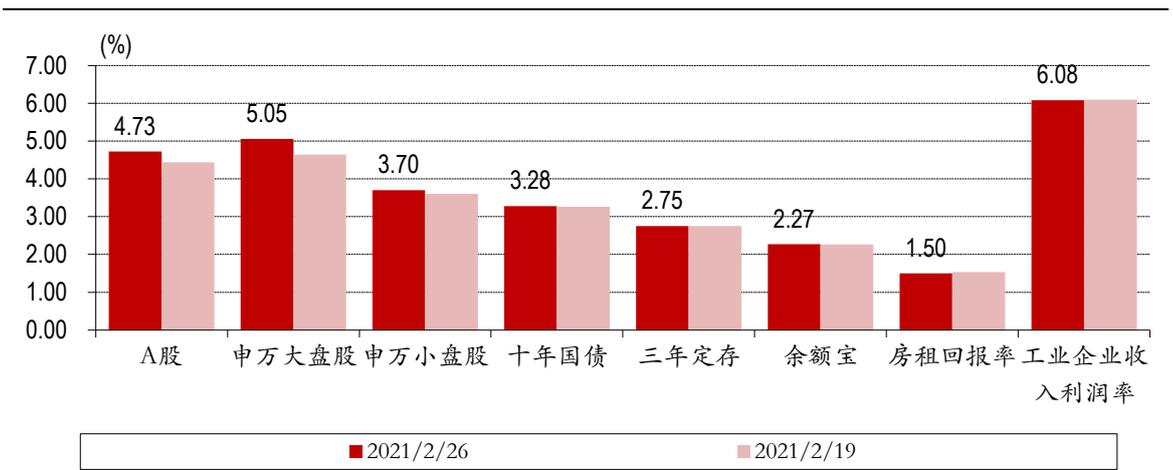
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 -7.65% 沪深 300 期货 -7.11% 本期评论: A 股基本面有全球比较优势 配置建议: 超配	10 年国债到期收益率 3.28%/本周变动 +2BP 活跃 10 年国债期货 -0.18% 本期评论: 货币政策难再紧 配置建议: 低配
大宗商品	保守资产
铁矿石期货 +2.01% 焦煤期货 -6.11% 本期评论: 全球复苏和财政刺激推升通胀 配置建议: 标配	余额宝 2.27%/本周变动 +1BP 股份制理财 3M 3.85%/本周变动 +14BP 本期评论: 资金利率中枢在 2% 上方 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	USD.XF	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，加快推进农业农村现代化。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“单独二胎”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“全面二胎”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，印花税率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法暂行条例》和证券交易印花税法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。
- 科创板 | 近日，科创板上市公司业绩披露，业绩表现分化，多家科创板公司业绩出现下滑。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17862

