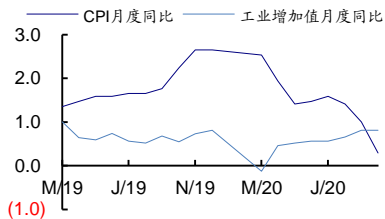


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.70

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 大选结束后, 风险资产有望迎来普涨》——2020-11-05
 《宏观经济月报: 经济内生动能进一步加强, CPI同比或已见底》——2020-12-26
 《宏观经济月报: 四季度投资拉动或再次上升, 消费修复动能仍充足》——2020-10-23
 《大类资产配置月报: “股强债弱”格局仍将延续》——2020-10-12
 《大类资产配置月报: 继续期待顺周期资产的表现》——2020-12-05

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519110001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观月报

2021年关注全球经济复苏带来的交易机会

● 国内大类资产月度展望

在各大类资产后续表现方面:

(1) 股票市场: 未来随着欧美经济的逐步复苏, 国内股票市场将受益于全球经济复苏而继续向好; 同时, 大宗商品的显著上涨将继续带动PPI同比的上行, 工业品通胀的表现很有可能超出市场预期, 工业企业的利润也将得到支撑, 周期类股票依然会有不错的表现。短期来看, 市场开始交易“春季躁动”, 从统计规律来看, 春季躁动一般是一月前奏、二月最肥, 而且即使从全年来看, 2月的上涨概率也是最高的。自2000年至2020年, 上证综指2月份上涨概率达到71%, 远高于其他月份。

另外, 近期投资者担心11月社融增速出现小幅回落, 信用周期可能会由宽转紧, 而紧信用环境对股市是不友好的。我们认为, 11月的社融增速仅小幅下跌0.1%, 后续信用环境是否收紧还需要继续观察, 当前股市的关注重点并不在于社融增速的小幅下行, 而应该继续关注国内、甚至全球经济复苏的可持续性。

(2) 债券市场: 展望2021年, 我们认为经济的持续复苏以及全球流动性的宽松大概率会推升工业品价格持续上涨, 相应的带动名义增长率持续上行。预计近期收益率的下行很难长时间持续, 本轮10年期国债至少上行至3.5%, 2021年上半年收益率上行压力较大。

而对于当前较为宽松的资金面来说, 资金利率始终保持在极低位置的可能性并不大, 因为政策不急转弯并不意味着货币政策不会转弯。而且, 截止到目前, 央行的货币政策其实并未收紧, 只是在中途出现了边际略微收紧的迹象, 但债市利率对此反应较大, 同业存单利率一路上行, 出现超调迹象。而近期央行的资金呵护, 很大程度上缓解了市场对于央行收紧货币政策的担忧, 前期相对超调的利率有所回落, 但在基本面依然向好的基础上, 近期相对超调的利率有所回落, 但在基本面依然向好的基础上, 近期相对宽松且未来不一定持续宽松的资金面很难带动利率出现大幅下行。

(3) 商品市场: 2020年底, 商品市场大幅上涨, 出现逆袭, 商品价格指数一举突破年初高点, 在2020年实现正收益。后续来看, 随着欧美经济的逐步恢复, 需求上升叠加流动性宽松将催生大宗商品走出牛市格局, 预计大宗商品在2021年还会有亮眼的表现, 重点依然以铜、原油等资产为主。

(4) 外汇市场: 目前, 国内货币政策向常态回归, 而海外央行继续维持极度宽松的政策, 中美利差也保持在较高水平, 叠加中国的经济基本面依然占据相对优势, 人民币的升值基础依然存在, 未来人民币将继续维持偏强状态。需要关注两点: 1. 美元指数是否会进一步下跌, 当前美元指数已经跌破90, 后续在美联储大幅宽松、美国短期经济复苏前景相对不明朗的影响下, 美元指数很可能会继续下跌, 如果美元指数继续明显下跌, 人民币汇率还将显著升值; 2. 随着欧美逐步接种新冠疫苗, 海外经济在下半年将迎来复苏, 国内经济的相对优势将有所减弱, 这可能会给人民币汇率带来压力。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：股债商汇同时上涨	4
股票：消费、成长接棒，股市延续涨势	5
债券：年底反弹，曲线走陡	6
外汇：美元指数跌破 90，人民币汇率震荡偏强	8
商品：冲高回落，整体依然大涨	8
各大类资产估值比价情况	10
历年来国内主要资产表现情况	10
历史分位点水平看各资产估值情况	10
股债相对估值	11
各大类资产收益波动比较	13
货币信用大类资产配置框架月度跟踪	13
货币信用风火轮当月状态判断	13
货币信用风火轮框架下的风险平价组合跟踪	14
国内大类资产月度展望	17
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2020 年 12 月的表现	5
图 2: 上证综指在 2020 年 12 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 12 月的表现	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 12 月的表现	7
图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现	7
图 6: 货币市场加权利率走势	7
图 7: 5 年中票信用利差表现情况	8
图 8: 美元兑人民币汇率及美元指数走势	8
图 9: 各类商品指数在 2020 年 12 月的表现	9
图 10: 南华工业品指数走势	9
图 11: 历年国内主要资产表现情况	10
图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2020.12)	11
图 13: 沪深 300 股息率/10 年国债利率及其百分位点	12
图 14: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率及其百分位点	12
图 15: “货币+信用”组合状态与大类资产价格变化关系一览 (概率按次数计算)	13
图 16: “货币+信用”组合状态与股票市场变化关系一览 (概率按次数计算)	14
图 17: 2021 年 1 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例	15
图 18: 各个资产的权重变化 (2012.03-2021.01)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2021.01)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.12)	16
图 21: 中采 PMI 和财新 PMI 依然处于景气区间	17
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.12)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.12)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.12)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-12)	16

大类资产价格变化月度回顾：股债商汇同时上涨

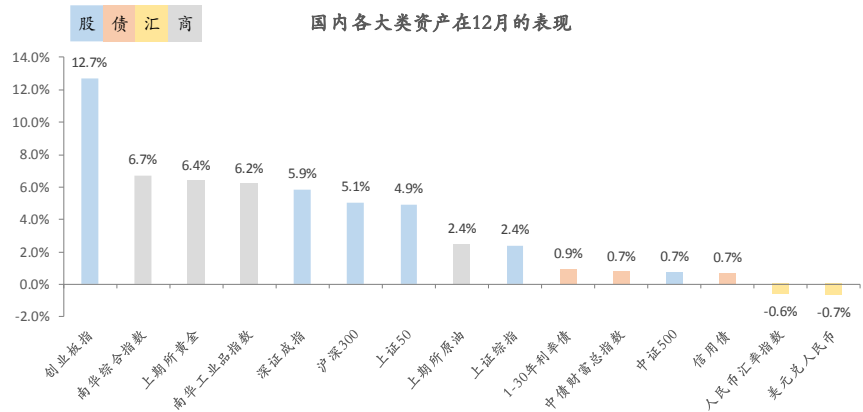
整体来看，2020年12月，受流动性宽松和国内经济继续修复等因素的影响，国内主要大类资产在12月均出现了上涨，各大类资产的优劣表现依次为商品>股票>债券>汇率。具体来看：（1）股票在12月延续涨势，受流动性宽松、11月经济数据继续向好，短期对政策收紧担忧有所缓解等方面的影响，股市继续上涨；（2）债市年底明显反弹，主要原因在于：中央经济工作会议定调政策不急转弯，央行继续投放资金呵护流动性，市场资金面始终处于较为宽松的环境；（3）商品指数在12月冲高回落，整体仍然大幅上涨，冬季取暖需求和工业企业开工均对原材料需求旺盛，且新冠疫苗开始在全球接种，市场对全球经济复苏和通胀抱有期待；（4）美元指数跌破90，人民币继续升值，美联储维持宽松政策，且美国深受疫情困扰、经济复苏前景不明均对美元指数形成压力。

表 1：各大类资产价格的月度变化（2020.12）

各大类资产	上月末价格 (2020-11-30)	当月末价格 (2020-12-31)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	3391.8	3473.1	2.40%	A股在月初和下半月有不错表现，原因主要有：（1）央行维稳流动性，整体资金面在12月均保持在较为宽松的水平；（2）11月经济数据继续向好，超出市场预期，显示国内经济恢复势头良好；（3）经济工作会议强调货币政策“不急转弯”，解除了市场对政策过快转向的担忧。另外，股市在12月也受到了一些冲击，主要包括：（1）社融增速见顶，市场对于信用收紧有所担忧；（2）国外各地新冠疫情告急，英国甚至出现了新冠病毒变异，国内疫情也再次反复；（3）富时罗素、标普道琼斯等国际指数公司宣布将从指数中移出我国多家企业，市场情绪受到冲击。
	深证成指	13670.1	14470.7	5.86%	
	创业板指	2631.9	2966.3	12.70%	
	上证50	3469.4	3640.6	4.94%	
	沪深300	4960.3	5211.3	5.06%	
	中证500	6320.9	6367.1	0.73%	
债券	中债财富总指数	200.6	202.1	0.74%	债市在12月期间的变化大致可以分为四个阶段：第一阶段是12月1-3日，债市继续回落。债市下跌的原因有：（1）制造业PMI继续上行，财新PMI创2010年12月以来新高；（2）国债招标结果不及预期。第二阶段是12月4-10日，债市震荡上涨。具体来看，债市上涨的原因主要有：（1）资金面整体较为宽松，同业存单利率明显下行，明显提振市场情绪；（2）30年国债发行减量；（3）11月CPI低于预期。第三阶段是12月11-18日，债市再度下跌。具体来看，债市下跌的原因主要有：（1）11月社融数据依然较为强劲；（2）商品价格持续上涨，压制债市情绪；（3）11月经济数据继续向好，国内经济恢复情况好于预期；（4）债券供给担忧依然存在。第四阶段是12月21-31日，债市大幅反弹。债市上涨的原因主要有：（1）中央经济工作会议定调政策不急转弯，市场对央行边际收紧政策的担忧有所减缓；（2）央行继续投放资金呵护流动性，市场资金面始终处于较为宽松的环境，市场做多热情高涨；（3）伦敦出现新冠病毒变异，市场风险偏好下降明显。不过在年底最后一个交易日，债市下跌明显，投资者大多获利了结，且股市大幅上涨也打压债市情绪。
	中债1-30年期利率债指数	163.8	165.3	0.91%	
	中债信用债总财富指数	187.7	189.0	0.67%	
	10年期国开利率	3.70	3.53	-16.4	
	10年期国债利率	3.25	3.14	-10.7	
	1年期国债利率	2.83	2.47	-35.7	
汇率	美元指数	92.03	89.96	-2.25%	美元指数在12月继续大跌，原因主要有：（1）美国财政刺激计划取得进展；（2）美联储称如有需要，将扩大债券购买力度，在通胀回归正轨之前不会加息；（3）当下美国深受疫情困扰，经济复苏前景不明。而人民币汇率整体维持偏强态势，原因主要在于美元指数的下跌以及中国资产较强的吸引力。不过，客盘购汇需求较多也限制了人民币的升值幅度。
	美元兑人民币（在岸）	6.58	6.54	-0.65%	
	美元兑人民币（离岸）	6.58	6.50	-1.24%	
	人民币汇率指数	95.41	94.84	-0.60%	
商品	南华综合指数	1541.5	1645.0	6.72%	商品在12月继续上涨的原因主要有：（1）国内经济修复情况较好，工业企业对原材料需求旺盛；（2）全国气温下降明显，取暖需求加大电煤消耗；（3）新冠疫苗逐渐在全球开始接种，市场对全球经济复苏抱有期待，对2021年的通胀预期依然较强。
	南华工业品指数	2401.8	2550.5	6.19%	
	布伦特原油（美元）	47.8	51.7	8.29%	
	上期所原油	294.5	301.7	2.44%	
	伦敦现货黄金（美元）	1762.6	1887.6	7.09%	
	上期所黄金	371.3	395.0	6.37%	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理
 注：债券利率的价格变动单位为：基点

图 1：国内各大类资产在 2020 年 12 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票：消费、成长接棒，股市延续涨势

2020 年 12 月，国内股票延续涨势，消费、成长股接力周期、金融股，创业板指也呈现大幅上涨，万得全 A 指数在 12 月上涨 3.1%。从不同类型股票指数来看：（1）上证综指、深证成指和创业板指分别上涨 2.40%、5.86%和 12.70%；（2）上证 50、沪深 300 和中证 500 分别上涨 4.94%、5.06%和 0.73%；（3）从风格指数来看，消费股和成长股表现亮眼，分别上涨 9.5%和 5.7%；周期股、金融股和稳定股表现相对不佳，分别下跌 0.3%、3.5%和 4.6%。

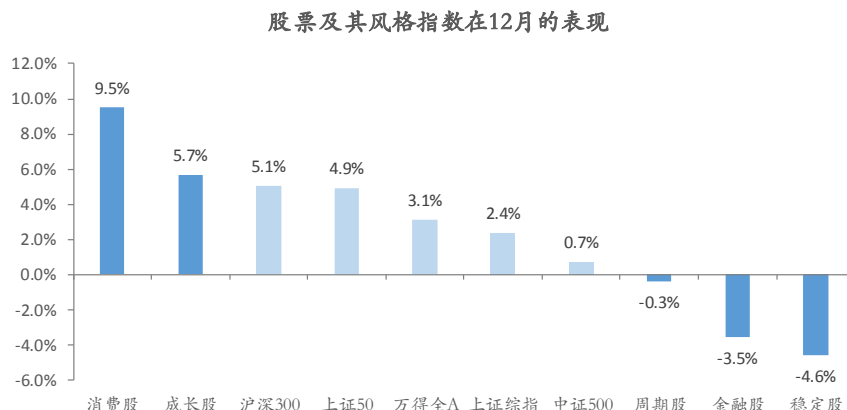
回顾 12 月，A 股在月初和下半月有不错表现，原因主要有：（1）央行维稳流动性，整体资金面在 12 月均保持在较为宽松的水平；（2）11 月经济数据继续向好，超出市场预期，显示国内经济恢复势头良好；（3）经济工作会议强调货币政策“不急转弯”，解除了市场对政策过快转向的担忧。另外，股市在 12 月也受到了一些冲击，主要包括：（1）社融增速见顶，市场对于信用收紧有所担忧；（2）国外各地新冠疫情告急，英国甚至出现了新冠病毒变异，国内疫情也再次反复；（3）富时罗素、标普道琼斯等国际指数公司宣布将从指数中移出我国多家企业，市场情绪受到冲击。

图 2：上证综指在 2020 年 12 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 12 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理
注: 股票风格指数采用中信风格指数

债券: 年底反弹, 曲线走陡

2020 年 12 月, 债市上半月偏弱震荡、下半月明显反弹, 整体出现上涨, 其中短端利率下行较大带动债券曲线走陡。12 月, 10 年期国开利率下行约 16BP; 10 年期国债利率下行约 11BP; 1 年期国债利率下行约 36BP; 国债期限利差(10-1Y)当前为 67BP, 整体在 12 月上行约 25BP。

10 年期国债期货主力合约 T2103 上涨 0.325 元, 对应收益率下行约 4BP, 国债期货在 12 月的表现明显不及现券。以 10 年期国债期货为例, 债市在 12 月期间的变化大致可以划分为四个阶段:

第一阶段是 12 月 1-3 日, 债市继续回落。债市下跌的原因有: (1) 制造业 PMI 继续上行, 财新 PMI 创 2010 年 12 月以来新高; (2) 国债招标结果不及预期。

第二阶段是 12 月 4-10 日, 债市震荡上涨。具体来看, 债市上涨的原因主要有: (1) 资金面整体较为宽松, 同业存单利率明显下行, 明显提振市场情绪; (2) 30 年期国债发行减量; (3) 11 月 CPI 低于预期。

第三阶段是 12 月 11-18 日, 债市再度下跌。具体来看, 债市下跌的原因主要有: (1) 11 月社融数据依然较为强劲; (2) 商品价格持续上涨, 压制债市情绪; (3) 11 月经济数据继续向好, 国内经济恢复情况好于预期; (4) 债券供给担忧依然存在。

第四阶段是 12 月 21-31 日, 债市大幅反弹。债市上涨的原因主要有: (1) 中央经济工作会议定调政策不急转弯, 市场对央行边际收紧政策的担忧有所减缓; (2) 央行继续投放资金呵护流动性, 市场资金面始终处于较为宽松的环境, 市场做多热情高涨; (3) 伦敦出现新冠病毒变异, 市场风险偏好下降明显。不过在年底最后一个交易日, 债市下跌明显, 投资者大多获利了结, 且股市大幅上涨也打压债市情绪。

在收益率曲线变化方面,以国债期限利差(10-1Y)为例, 收益率曲线在 12 月明显走陡, 期限利差上行约 25BP 至 67BP 左右。具体来看, 国债期限利差在 12 月一路上行, 短端利率下行是主要影响因素。在央行呵护资金面的影响下, 资金利率于 12 月整体维持在较为宽松的水平, 短端利率因此大幅下行, 债券收益率曲线延续 11 月下旬的趋势而大幅走陡。

在信用利差方面,以 5 年中票为例, 高评级中票信用利差收窄, 而相对低评级中票的信用利差继续走阔, 5 年 AAA、AA+、AA 和 AA-中票信用利差在 2020 年 11 月分别变化-9BP、19BP、18BP 和 18BP。当前, 5 年 AAA、AA+、AA

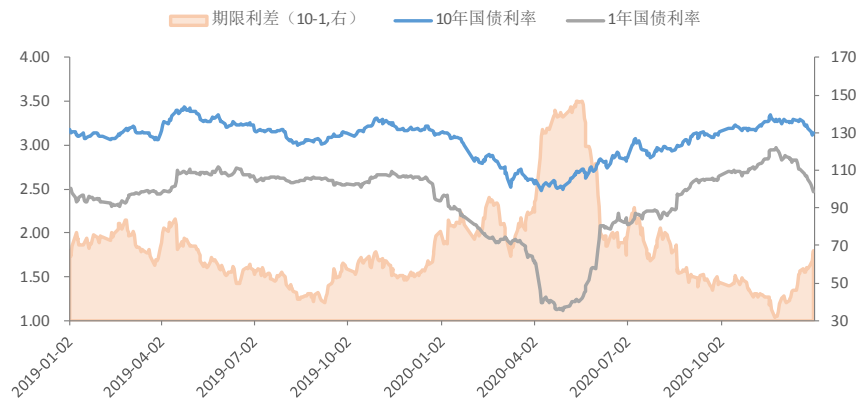
和 AA-中票信用利差分别为 85BP、141BP、180BP 和 397BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 29%、70%、56%和 89%。

图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 12 的表现



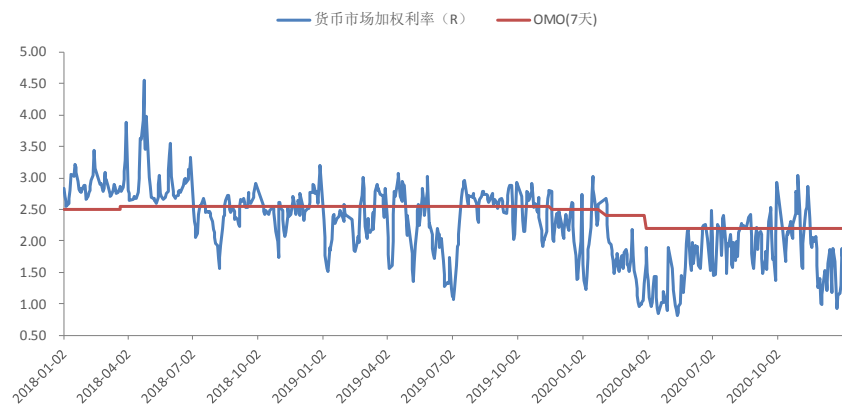
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现



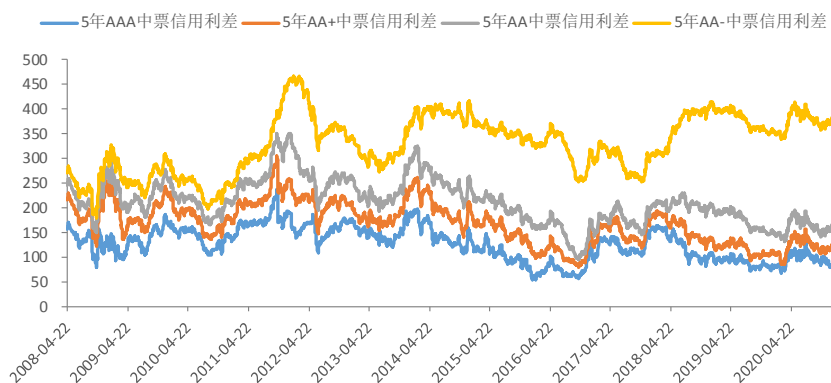
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 货币市场加权利率走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：5 年中票信用利差表现情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

外汇：美元指数跌破 90，人民币汇率震荡偏强

12 月，美元指数继续下探并跌破 90，其在 12 月下跌 2.25%；同时，人民币表现继续偏强，整体维持升值趋势，在岸人民币兑美元汇率在 12 月下行约 0.65%，离岸人民币汇率在 12 月下跌约 1.24%。

具体来看，美元指数在 12 月继续大跌，原因主要有：（1）美国财政刺激计划取得进展；（2）美联储称如有需要，将扩大债券购买力度，在通胀回归正轨之前不会加息；（3）当下美国深受疫情困扰，经济复苏前景不明。而人民币汇率整体维持偏强态势，原因主要在于美元指数的下跌以及中国资产较强的吸引力。不过，客盘购汇需求较多也限制了人民币的升值幅度。

图 8：美元兑人民币汇率及美元指数走势



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_393



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn