

# 权益抱团松动，大宗工业能化恒强

——2月资产配置月报

2021年2月

## 要点：

百瑞信托博后工作站

### ○ 市场情况：

权益：市场波动显著加剧，风格切换迹象再显

债券：资金面压力逐渐缓解，收益率上行后趋于缓和

商品：受国际价格影响，能化、金属领衔商品价格上涨

### ○ 宏观数据：

资金面：公开市场操作以回笼为主，DR节后转宽松

PMI：有所回落，主要是非制造业PMI回落

CPI：食品价格上涨，非食品下降

PPI：同比回正，主要受生产资料价格上涨影响

### ○ 配置建议：商品>权益>债券

1) 权益方面从估值角度来看，此前机构抱团且交易拥挤度较高，估值较高的食品饮料等出现松动，持中性观点；而顺周期行业受全球经济复苏预期影响，持偏多观点；中小市值的成长类依然还有放大空间。

2) 债券方面，利率债前期已做较深回调，中长端回归近两年中枢水平，可轻仓配置，信用债依然持偏空，等待时机。

3) 商品方面，黑色方面上月已提示回调风险，目前依然保持离场观望状态，工业品受益于全球经济复苏预期，持偏多观点；农产品方面整体偏贵，持中性观点；能化方面，整体估值适中，受外盘强势上涨带动行情，持偏多观点。

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					尽管成长估值偏贵，但中小市值的成长类依然有上升空间
	周期	√					受海外复苏预期影响，依然看多顺周期行业
	消费			√			消费中食品、白酒、饮料建议离场
债券	利率债		√				中长端利率债已回归中枢附近，可适度关注交易机会，但空间有限
	信用债					√	风险尤在，等待时机
	可转债		√				转债平价及价格已调整到较低位置，且市场情绪有向中小盘转的迹象，或利多
商品	农产品			√			农产品整体偏贵，特别是玉米、淀粉，建议离场，中线看多油脂、粕类
	能化	√					原油强势上涨行情，化工估值相对较低，成本推动上涨
	工业	√					受海外复苏影响，工业品价格拉涨
	黑色			√			黑色前期涨幅较大，前期已做回调风险提示，依然建议离场观望

# 一、2月市场回顾

## 1、各类资产表现情况

截至2月19日，2月中上旬各类资产全线上涨，从表现情况来看，商品>权益>债券。大宗商品表现较强，其中表现较好的为工业、能化、黑色；权益中300行情延续的同时，500行情也开始追涨，风格指数中表现较好的300周期、300成长、300价值；债券受货币政策维持中性影响，2月份中上旬继续下跌，但幅度较1月中下旬有所收敛。

图表1：各类资产表现

权益														
品种	2020年度	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02
% 沪深300	27%	-2%	-6%	6%	-1%	8%	13%	3%	-5%	2%	6%	5%	3%	8%
中证500	21%	1%	-8%	6%	1%	8%	12%	1%	-7%	-1%	3%	1%	0%	6%
上证50	19%	-4%	-5%	6%	-2%	5%	10%	3%	-3%	1%	6%	5%	2%	8%
创业板指	65%	7%	-10%	11%	1%	17%	15%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	5%	5%
300成长	0%	-4%	-7%	4%	-3%	1%	6%	4%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%
300价值	6%	-4%	-7%	5%	-3%	3%	10%	3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	7%
300周期	75%	1%	4%	9%	4%	9%	19%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%	14%
300消费	58%	1%	0%	1%	10%	1%	17%	12%	10%	-10%	4%	4%	12%	6%

债券														
品种	2020年度	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02
BP 国债10Y	0.26	-30.22	-13.68	-7.52	21.31	18.35	5.19	5.37	11.54	5.01	5.90	-10.22	4.26	7.45
国债5Y	5.83	-29.11	-17.00	-55.87	45.19	35.81	8.34	25.82	7.71	-3.18	6.84	-12.17	4.03	9.72
国债1Y	9.34	-27.27	-19.10	-59.94	45.31	52.75	14.48	20.49	12.82	13.22	13.67	-40.36	19.93	1.75
AAA3	13.21	-33.12	-8.88	-56.50	35.61	46.21	33.77	18.28	0.92	-5.88	19.09	-26.34	9.30	6.48
AA+3	46.59	-31.82	-3.16	-53.83	30.33	48.18	35.60	15.16	8.88	-13.88	39.50	-18.34	-11.54	8.39
AA3	56.49	-33.12	-4.54	-25.60	25.12	49.68	17.95	2.44	7.08	-4.99	46.28	-13.76	4.53	6.32
% 中证转债	5%	2%	-2%	1%	-3%	0%	7%	1%	-4%	2%	1%	0%	-1%	2%

商品														
品种	2020年度	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02
% 南华商品	7%	-8%	-7%	3%	6%	1%	4%	3%	-6%	0%	8%	7%	0%	8%
南华农产品	12%	-5%	2%	0%	1%	0%	4%	2%	1%	5%	1%	4%	-2%	4%
南华能化	-10%	-10%	-15%	-1%	7%	2%	1%	2%	-7%	0%	10%	6%	2%	8%
南华工业	9%	-8%	-9%	4%	7%	2%	4%	3%	-7%	0%	11%	6%	1%	10%
南华黑色	64%	-4%	1%	3%	12%	0%	8%	4%	-3%	4%	10%	18%	-4%	8%

资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

## 2、市场表现描述

### 1) 权益：市场波动显著加剧，风格切换迹象再显

节前随着消费旺季来临，A股大消费板块延续强势。节后A股走势反转，尽管上证指数收盘价仍在不断新高，但创业板指、前期强势板块、抱团品种纷纷大跌，市场波动显著加剧。其中上证综指收涨1.12%，而创业板、中小板分别下跌3.76%和1.05%，沪深300也下跌了0.50%。北上资金连续大规模净流入146.26亿元，其中深市净流入101.54亿元；南向资金净流入178.84亿；两融余额较年前变化不大。行业方面，申万28个行业涨多跌少，其中采掘、有色金属、商业贸易、建筑装饰、纺织服装、钢铁行业涨幅居前，均超过5.0%；而家用电器、食品饮料、电气设备、医药生物行业有所下跌。

节后市场调整和分化的主要原因在于：一方面，央行超预期大规模净回收短期流动性，这是最主要的原因，节后两个交易日央行公开市场操作净回收高达3400亿；二方面，海外

大基金再度抛售和央媒对茅台总工入选院士候选人偏消极评论，导致贵州茅台大跌，并且带崩了强势板块和抱团品种，这也是节后两个交易日赚钱效应优秀但创业板指仍在大跌同时出现的原因。本质上还是高估值板块对流动性大幅收紧的负反馈。

图表 2：不同风格板块表现

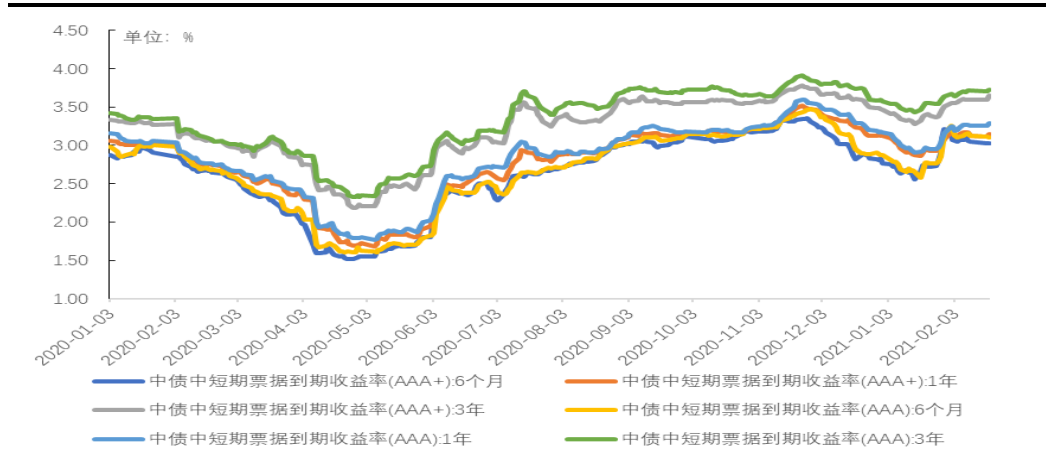
	风格/ 中信一级行业	收盘价 2021.02.19	前一月涨跌幅 (%)	前二月涨跌幅 (%)	前三月涨跌幅 (%)	PE (TTM) 2021.02.19
风格	金融 (风格、中信)	8167.21	-0.02	2.84	2.55	9.33
	周期 (风格、中信)	4481.91	6.46	13.65	11.38	34.10
	消费 (风格、中信)	15042.33	7.86	11.90	17.85	47.51
	成长 (风格、中信)	7444.85	-0.62	9.03	10.60	98.27
	稳定 (风格、中信)	2181.82	-1.22	-2.20	-5.51	13.70
周期	石油石化	2831.47	11.09	25.58	23.18	28.36
	煤炭	1830.84	3.94	8.03	8.56	11.15
	有色金属	6380.30	12.94	27.00	31.80	201.96
	电力及公共事业	2222.16	-1.14	-3.70	-6.09	17.38
	钢铁	1544.84	5.54	8.22	4.77	17.45
	基础化工	6497.03	9.57	17.65	15.40	51.45
	建筑	2984.53	0.05	-1.31	-6.11	8.93
	建材	9997.17	4.29	14.65	7.16	18.61
	轻工制造	4246.01	6.24	8.57	6.21	34.74
	机械	6956.25	0.91	8.95	11.92	49.55
	电力设备及新能源	9986.52	4.55	22.04	32.41	62.20
	国防军工	9097.29	-11.09	5.76	12.42	82.54
	汽车	9412.33	3.42	10.58	7.88	51.85
	房地产	6045.04	-3.03	-5.17	-10.31	9.08
交通运输	1982.86	3.81	6.83	3.70	74.18	
消费	商贸零售	3998.17	0.11	-3.91	-9.43	71.39
	消费者服务	17641.55	26.00	30.96	45.57	211.76
	家电	18743.01	-3.15	5.18	2.13	31.87
	纺织服装	2857.40	2.37	-2.57	-8.81	34.44
	医药	16716.74	7.25	10.11	16.30	71.52
	食品饮料	40694.68	12.21	19.63	31.45	63.42
	农林牧渔	8091.24	13.27	17.41	17.98	25.58
金融	银行	9151.33	5.18	15.18	14.24	7.16
	非银行金融	10158.52	-4.90	-4.55	-4.88	17.81
	综合金融	880.75	-0.76	-9.70	-14.35	33.91
科技	电子	8514.60	-7.33	5.60	3.42	75.93
	通信	4045.39	-7.95	-4.65	-10.85	45.59
	计算机	6237.54	-3.28	2.77	0.41	181.25
	传媒	2612.88	0.35	-0.85	-6.08	-

资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

## 2) 债券：资金面压力逐渐缓解，收益率上行后趋于缓和

本月（1月16日-2月19日），信用债收益率整体上行后趋于缓和。前期，央行公开操作净回笼数额较大，资金面面临较大压力，叠加受到跨月资金需求的影响，资金利率大幅上升。1月底，流动性紧张压力有所缓和，债券收益率也随之增长降速。2月18日，央行官媒罕见转发媒体文章引导关注央行公开操作的利率、MLF利率等政策利率指标，而不是操作数量，以免对政策取向产生误解。从具体品种来看，AAA+品种中，6个月上行47BP，1Y上行28BP，3Y上行31BP。AAA品种中，6个月上行53BP，1Y上行36BP，3Y上行27BP。

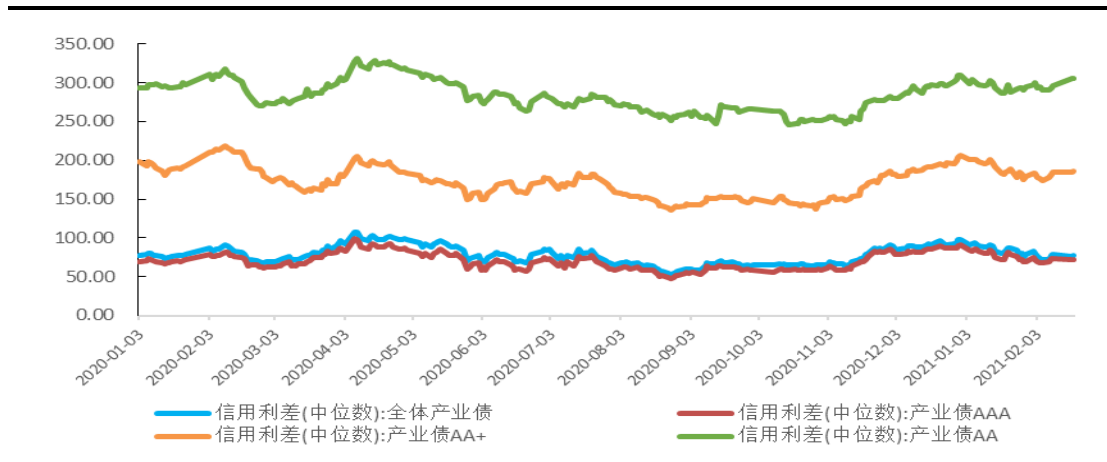
图表 3：各期限信用债收益率走势



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

从产业债信用利差变化来看，不同信用等级的信用利差走出分化局面。全体产业债信用利差收窄 4.75BP；AAA 产业债信用利差收窄 1.97BP；AA+产业债信用利差收窄 4.37BP；而 AA 产业债信用利差则走阔 12.68BP。

图表 4：产业债信用利差走势

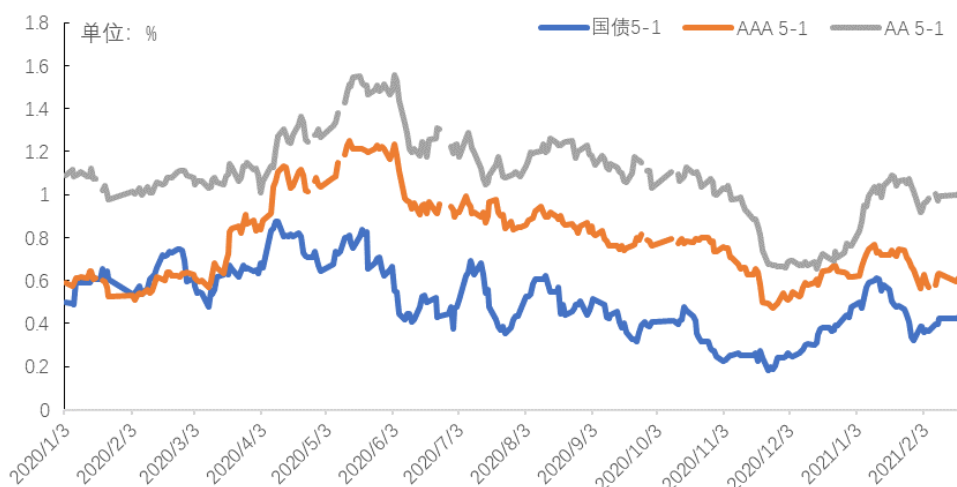


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

从期限利差来看，本期期限利差从高处回落后略有反弹。具体来看，国债 5Y-1Y 利差收

窄 15BP，AAA 5Y-1Y 期限利差收窄 11BP，AA 5Y-1Y 期限利差收窄 4BP。

图表 5：期限利差走势



资料来源：Wind，iFind，百瑞信托

消息面上，2月9日，国内首批6只碳中和债券成功发行。六家发行人分别为南方电网、三峡集团、华能国际、国家电投集团、四川机场集团和雅砻江水电。6只碳中和债券均为2年以上一般中期票据，发行规模共计64亿元。其中5只债券涉及水电项目，1只债券涉及绿色交通项目建设，募集资金专项用于清洁能源、清洁交通、绿色建筑等低碳减排领域。

### 3) 商品市场：受国际价格影响，能化、金属领衔商品价格上涨

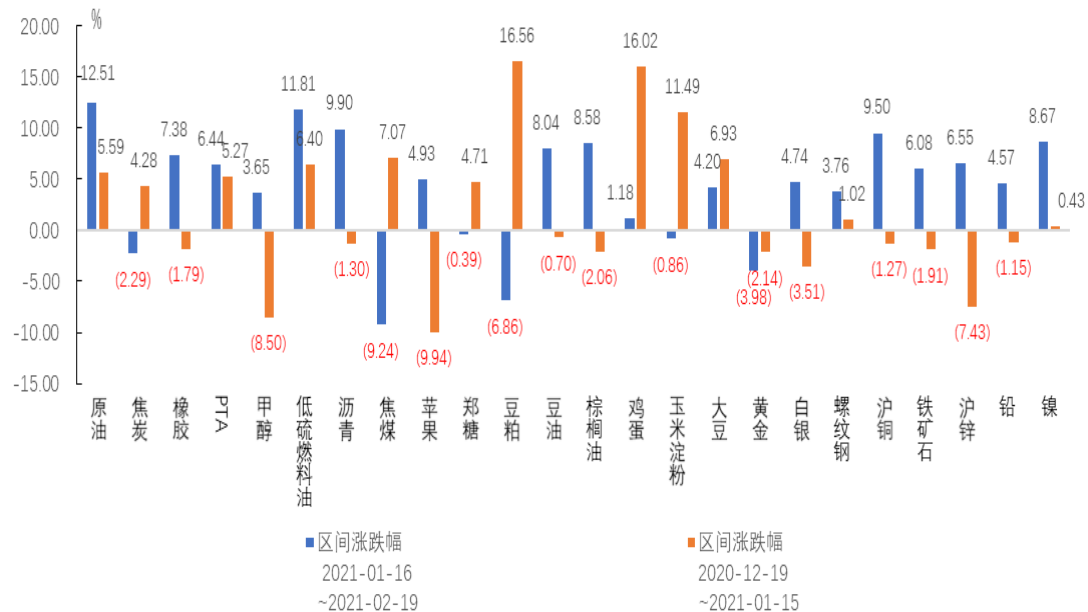
截止2月19日，本期南华商品指数大涨6.02%（前值1.15%），呈现先跌后涨形势。1月中下旬，受流动性预期逆转的影响，国内各类资产承压。此外，随着春节假期的临近，下游建筑项目逐渐停工，需求减弱进入传统性季节淡季。2月以来，商品指数涨幅较大。春节期间，由于全球风险偏好提升，美国十年国债收益率大幅上行，推动资本市场价格波动。在乐观预期下市场关于美国再通胀的预期得到了不断加强。当前对于美国的通胀预期主要是来自国际油价的上涨。截止2月18日，WTI原油期货结算价攀升至60.52。从疫情角度来看，当前欧美主要经济体疫情回落，疫苗接种持续推进，全球需求修复预期有所提升。美国1.9万亿财政刺激计划进展积极，同样提振了市场风险情绪。

从不同板块来看，涨幅靠前的板块为能化和金属。能化方面，受美国德州极寒天气影响，市场对天气的影响规模的担忧转至上中下游的复产节奏，催高商品价格。从国内基本面看，目前供需并不存在大的矛盾，节后下游补库将得到逐步恢复，但应警惕外盘价格波动传导至国内现货端。金属方面，市场普遍对于中国方面的消费等下游需求抱有乐观的态度。并且叠加拜登政府的1.9万亿财政刺激政策的预计落地希望较大，这在很大程度上持续提振市场通胀预期，而美元指数此前的反弹又未能延续，并且在美联储当下宽松货币政策导向不改变的

情况下，美元估计很难形成强势且持续的反弹格局，故此为铜为代表的锌、铝等金属价格的走高创造了较为有利的条件。

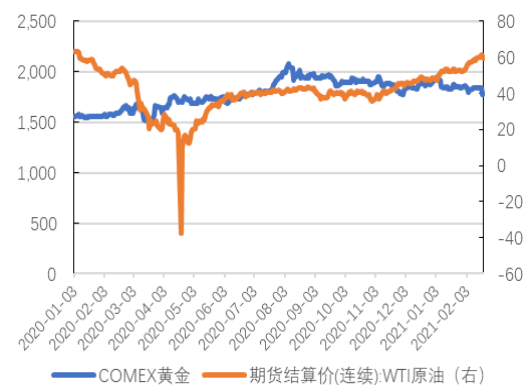
受到美国极寒天气、能源价格上升，及国际投资者风险偏好提升的影响，避险资产价格承压，贵金属板块价格下跌。

图表 6：各类商品指数本月表现（0116-0219）



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

图表 7：黄金与原油价格变化



数据来源：iFind, 百瑞信托

图表 8：美元指数与美国国债



数据来源：iFind, 百瑞信托

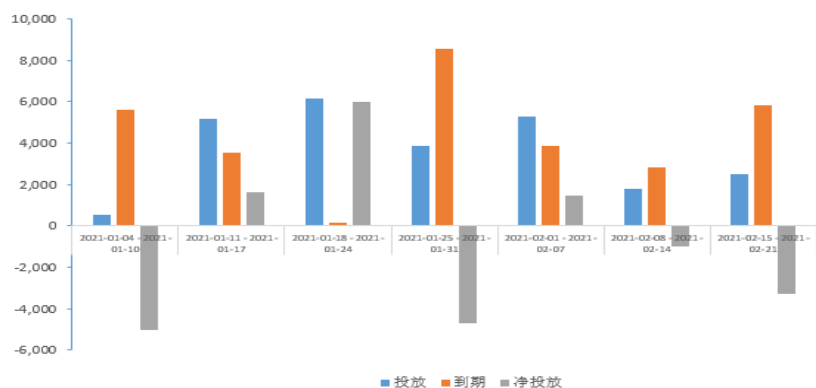
## 二、宏观环境与重要事件

### 1、资金面情况

#### 1) 公开市场操作以回笼为主

受缴税大月、月末、春节前的叠加影响，1月中下旬资金开始逐渐紧张，一直维持到跨月结束，使得机构对公开市场操作关注非常高，央行也加强与市场沟通、引导预期，通过多个渠道强调，不应过度关注公开市场操作数量、个别机构成交利率等。同时央行应对跨春节资金需求，2月初这周主要为净投放，而节后整体市场资金需求不高（缴税小月，无跨季跨节需求）故以回笼为主，符合市场预期。

图表 9：公开市场操作（亿元）

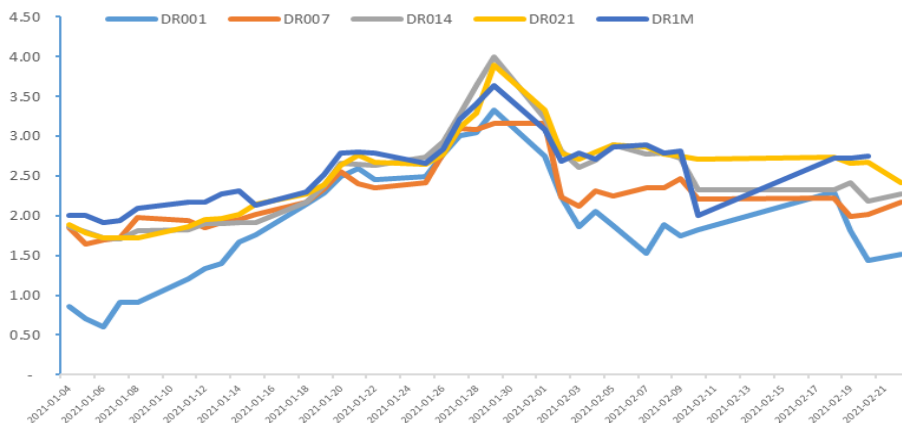


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

## 2) 质押式回购利率前高后低

1月15日至2月19日，质押回购利率整体呈现前高后低的态势，因为1月中旬为缴税大月，同时有跨月及跨春节的需求，导致DR利率攀升较快，非银间质押式回购利率最高有19%的价格出现，后来随着跨月结束，央行应对跨春节需求释放流动性，资金价格逐步回落。四季度货币政策执行报告再提“不急转弯”、“精准滴灌”，我们认为未来资金价格中枢会比2019-2020年有所抬升，可能30bp左右，但1月中旬的紧张程度不会延续。

图 10：存款类机构间质押式回购利率（%）

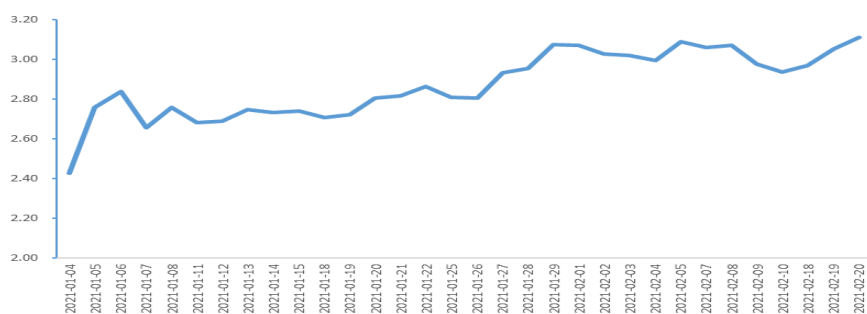


数据来源：iFind, 百瑞信托

### 3) 同业存单发行利率持续上行

从1月1日至2月19日，同业存单发行利率整体上行约50BP左右，且近期依然未缓解，存单价格持续上行的主要原因有二：一是前期对市场偏紧预期有关；二是2月份发行量较少。随着非银资金逐渐充裕，且压降结构性存款等影响减弱，银行“水位”回归正常，1月超储率为1%，为近五年来的中位数的较低水平。所以，我们认为后续同业存单价格单边上行的持续性不坚固。

图 11：同业存单发行利率（%）



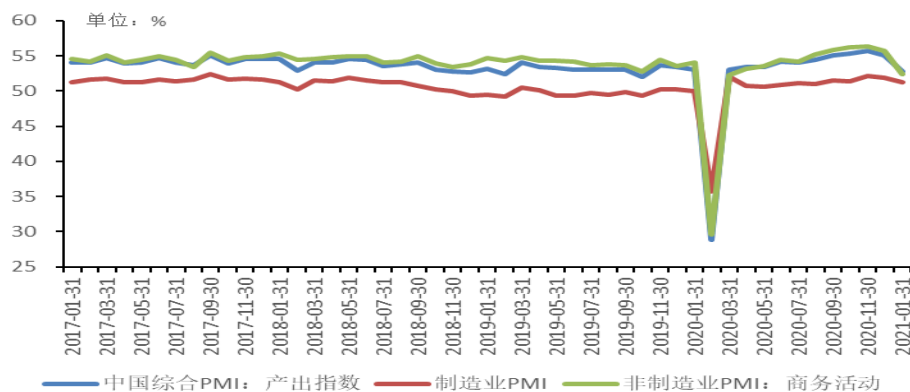
数据来源：iFind，百瑞信托

## 2、宏观数据点评

### 1) PMI：整体处于扩张区间，扩张步伐有所放缓

2021年1月，我国综合PMI指数为52.8%，已连续11个月位于50%临界线之上。考虑到2021年1月已临近春节假期，加之局部地区疫情反复的影响，2021年1月的综合PMI指数较2020年12月回落2.3个百分点，表明1月宏观经济的边际扩张力度有所减弱。分项来看，2021年1月的制造业指数为51.3%，非制造业商务活动指数为52.4%，分别较2020年12月回落0.6个百分点、3.3个百分点。

图 12：PMI 有所放缓



数据来源：iFind，百瑞信托



从生产端与需求端的细分项指数来看，虽然指数均有所回落，但需求端的指数回落幅度相对更大。特别是非制造业新订单指数为 48.7%，处于 50%临界线之下，表明非制造业市场需求有所减弱。在非制造业的细分行业中，建筑业新订单指数为 51.2%，服务业新订单指数为 48.3%，表明服务业的市场需求下降尤为明显。

图 13：PMI 分项变化情况

		2021 年 1 月	较 2020 年 12 月的变化
生产端	制造业生产指数	53.5%	回落 0.7 个百分点
	制造业采购量指数	52.0%	回落 1.2 个百分点
需求端	制造业新订单指数	52.3%	回落 1.3 个百分点
	非制造业新订单指数	48.7%	回落 3.2 个百分点

数据来源：iFinD，百瑞信托

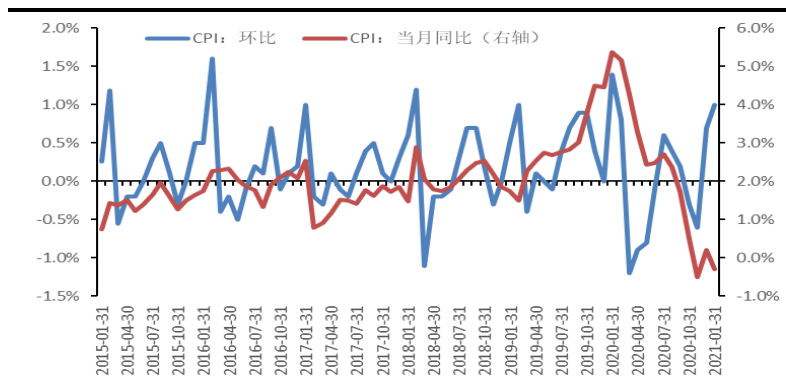
## 2) CPI：同比下降，环比上涨，处于合理区间

2021 年 1 月，我国居民消费价格指数 CPI 同比下降 0.3%，环比上涨 1.0%。2021 年 1 月 CPI 同比增速为负，主要原因在于春节错月，以及 2020 年 1 月的基数较高。细分来看，2021 年 1 月 CPI 中的食品价格仍同比上涨 1.6%，非食品价格同比下降 0.8%，特别是交通通信价格同比下降了 4.6%。

虽然 2021 年 1 月 CPI 同比增速已落入负区间，但这并不意味着我国经济进入通货紧缩状态。从环比来看，2021 年 1 月 CPI 的增速为 1.0%，且涨幅比 2020 年 12 月扩大 0.3 个百分点。食品、非食品价格均环比上涨，上涨幅度分别为 4.1%、0.3%。

由于 1 月 CPI 同比增速的表现略显疲弱，预计货币政策短期内不会有较大幅度的收紧。但是，待春节错月、基数较高等短期干扰因素逐渐消退后，预计我国 CPI 的同比增速将有一定的回升，货币政策短期内也不会有明显的宽松。综合来看，当前我国 CPI 处于合理区间，预计货币政策将继续以稳为主。

图 14：CPI 环比走高、同比略降



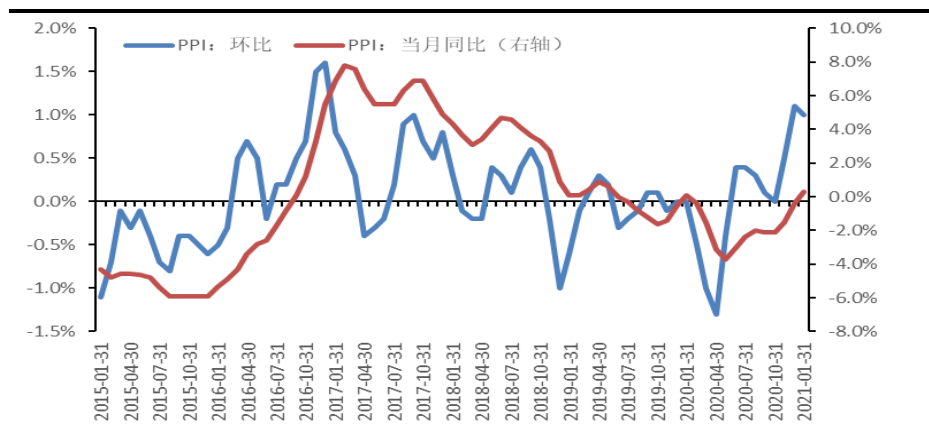
数据来源：iFinD，百瑞信托

### 3) PPI: 受大宗商品价格推动, 同比回正

2021年1月, 我国生产价格指数同比上涨0.3%, 环比上涨1.0%。2020年2月至12月, 我国PPI同比增速均为负, 2021年1月为PPI同比增速近一年来首次回正。分项来看, 2021年1月生产资料价格同比上涨0.5%, 生活资料价格同比下降0.2% (但降幅较2020年12月收窄0.2个百分点)。因此, 2021年1月PPI同比增速回正, 主要是由生产资料价格的上涨贡献。

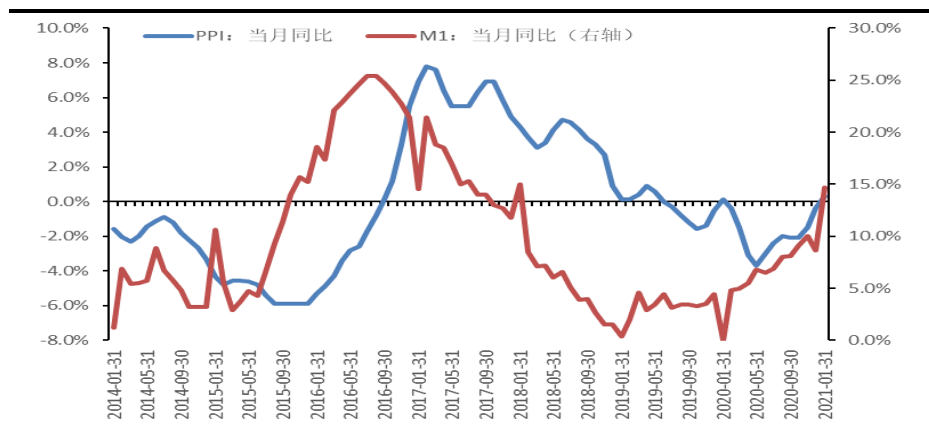
在各类生产资料中, 2021年1月石油和天然气开采业, 石油、煤炭及其他燃料加工业, 煤炭开采和洗选业的价格分别环比上涨8.2%、5.3%、6.4%。自新冠疫情在全球蔓延以来, 全球流动性处于比较宽松的状态, 带动了大宗商品价格的上涨, 对我国PPI的上涨也产生了一定的影响。另外, 我国PPI的上涨与货币供给M1的增长有一定的关联。根据近年来的PPI与M1的当月同比增速数据来看, M1的增长领先于PPI的增长, 可通过观察M1的增速变化情况预测PPI的增速。近1年来, 我国M1的当月同比增速呈上行趋势, 预计PPI也将继续上涨。

图 15: PPI 同比回正



数据来源: iFind, 百瑞信托

图 16: PPI 与 M1 联动关系



数据来源: iFind, 百瑞信托

### 3、重要事件

#### 1) 四季度货币政策执行报告：灵活精准、合理适度，稳字当头，不急转弯

2月8日，央行发布《2020年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》）。《报告》认为，总体来看，2020年稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，为我国率先控制疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长提供了有力支撑。

《报告》明确，人民银行将围绕碳达峰、碳中和目标，做好绿色金融顶层设计和规划，发挥金融支持绿色发展三大功能，逐步完善绿色金融体系五大支柱。《报告》指出，随着疫情得到控制、经济复苏态势明确，主要经济体央行宽松货币政策将可能退出，境外宽松货币政策的溢出效应值得关注。《报告》分析称，我国居民部门债务风险总体可控，但宏观空间也已不大。

对于下一阶段的主要政策思路，《报告》表示，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，完善货币供应调控机制，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。

#### 2) 证监会批准深圳证券交易所主板与中小板合并

2月5日，证监会公布消息称，正式批复深圳证券交易所（下称“深交所”）合并主板与中小板。合并深交所主板与中小板是全面深化资本市场改革的一项重要举措。作为中国多层次资本市场体系的重要组成部分，深交所主板和中小板在扩大直接融资、服务实体经济、支持中小企业发展等方面发挥了积极作用。该举有利于优化深交所板块结构，形成主板与创业板各有侧重、相互补充的发展格局，更好满足不同发展阶段企业的融资需求，增强深交所的服务功能。

#### 3) 海航集团：债权人申请法院对集团破产重组，首次债权人会议将于4月召开

1月29日，海航集团发布声明称，“收到海南省高级人民法院发出的《通知书》，主要内容为：相关债权人因我集团不能清偿到期债务，申请法院对我集团破产重整”。

2月10日，海航集团及旗下超过60家首批被申请破产重整的企业，收到海南省高级人民法院发出的受理重整的民事裁定书。法院已指定海航集团清算组担任公司管理人，第一次债权人会议将于4月12日上午通过网络方式召开。这60多家公司的债务，相当于海航集团总体债务的60%左右，如果这些公司的债务问题得到解决，海航集团的整体债务风险就化解了一大半。按照惯常流程，法院裁定对债务人企业破产重整的当天，债务人企业（海航）的全部债务都将不计算利息，并可以申请公益基金。

#### 4) 华夏幸福发布债务违约公告，涉及本息52.55亿元

2月1日，华夏幸福发布债务违约公告。根据公告，截至目前，公司及下属子公司发生

债务逾期涉及的本息金额为 52.55 亿元, 涉及银行贷款、信托贷款等债务形式, 未涉及债券、债务融资工具等产品。自 2020 年第四季度至今, 华夏幸福到期需偿还融资本息金额 559 亿元, 剔除主要股东支持后的融资净现金流-371 亿元, 公司流动性出现阶段性紧张, 导致出现部分债务未能如期偿还的情况。截至 2021 年 1 月 31 日, 华夏幸福货币资金余额为 236 亿元, 其中可动用资金为 8 亿元, 各类受限资金为 228 亿元, 主要为住宅预售监管资金等各类受限资金, 受限资金无法用于偿付金融机构负债, 进而出现超过 52 亿资金的债务违约。

2 月 19 日, 华夏幸福在上交所挂出三份公告。公告一, 华夏幸福终止筹划以发行 A 股股份的方式购买朗森汽车产业园开发有限公司持有的天津玉汉尧石墨烯储能材料科技有限公司 33.34% 股权, 暨股票复牌。公告二, 控股股东华夏幸福基业控股股份公司东集中竞价被动减持股份。公告三, 控股股东华夏控股取消公募可交债发行计划, 办理可交换公司债券担保及信托撤销登记。从以上三个公告可以看到, 近期华夏幸福及其控股股东华夏控股在资本市场的几项资本运作及融资行为均告失败, 主要原因均与暴露的巨额债务有关。

### 三、配置建议

图表 17: 配置建议

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					尽管成长估值偏贵, 但中小市值的成长类依然有上升空间
	周期	√					受海外复苏预期影响, 依然看多顺周期行业
	消费			√			消费中食品、白酒、饮料建议离场
债券	利率债			√			中长端利率债已回归中枢附近, 可适度关注交易机会, 但空间有限
	信用债					√	风险尤在, 等待时机
	可转债		√				转债平价及价格已调整到较低位置, 且市场情绪有向中小盘转的迹象, 或利多
商品	农产品			√			农产品整体偏贵, 特别是玉米、淀粉, 建议离场, 中线看多油脂、粕类
	能化	√					原油强势上涨行情, 化工估值相对较低, 成本推动上涨
	工业	√					受海外复苏影响, 工业品价格拉涨
	黑色			√			黑色前期涨幅较大, 前期已做回调风险提示, 依然建议离场观望

资料来源: 百瑞信托

#### 1、权益市场

截至 2 月 19 日, A 股市场核心指数估值继续上行, 沪深 300, 中证 500、上证指数和创业板指数的 PE 估值分别是 17.6、29.95、17.13、71.34; 风格领域中, 300 成长、300 周期、300 消费的 PE 估值分别是 27.92、10.75、41.83。整体来看, 2 月中上旬, 市场整体维持乐观情绪, 但节后的两个交易日里, 一些高估值的抱团股出现松动, 呈线单日巨震行情, 有机构资金向低估值的中小盘转移的迹象, 同时, 受海外需求的提振预期影响, 采掘、有色金属为代表的传统周期板块表现突出。

从估值、交易拥挤度来看,

1) 小市值较强和权重较弱。市场分化已趋极致, 这并不是一个健康的现象, 春节后的市场已开始有所均衡。抱团的回落和小市值相对指数的强势, 都是回归的体现;

2) 轻指数重个股。整体来看, 市场的回归过程中, 指数的表现将弱于个股。对于高位个

股依然要保持谨慎，关注业绩成长和估值相对具有优势的低位个股

图表 18：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021.02.19				2021.01.15			
	最新PE	均值	中位数	分位数	最新PE	均值	中位数	分位数
沪深300	17.6	13	12.28	99.81%	16.86	12.82	12.31	98.99%
中证500	29.95	28.4	28.39	70.79%	28.7	27.58	26.74	62.98%
上证指数	17.13	14.79	15.49	100.00%	16.62	13.64	13.15	99.60%
创业板指	71.34	62.76	63.01	96.28%	67.46	57.31	55.79	89.13%
300成长	27.92	21.32	22.32	99.17%	26.31	18.31	17.25	98.59%
300周期	10.75	9.46	9.45	99.61%	10.63	9.42	9.41	98.99%
300消费	48.01	33.19	32.98	99.81%	41.83	32.76	32.73	98.19%

资料来源：iFind，百瑞信托

依然维持上月的观点：

1) 指数上，认为沪深 300 指数、消费板块的估值及交易拥挤度都处于较高位置，且目前存在抱团松动迹象，可选择适度回避，关注估值及拥挤度不高的中证 500 指数；

2) 风格上，可配置顺周期板块中的上游材料端及中游制造端，中小市值中，重点挖掘成长类的优质龙头，而此前抱团的食品饮料白酒等风格类建议适度规避。

## 2、债券市场

截至 2 月 19 日，短端利率债及信用债多数下行，长端下行较慢。利率债方面，受 1 月下旬资金面收紧影响，利率债收益率全线走高，1 年期国债收益率快速走高 20BP，5 年期国债收益率走高 12bp。目前来看，中长端国债收益率回归至近两年中枢水平（10 年，3.3%；5 年，3.1%），可以考虑轻仓做配置盘。

信用债方面，在 1 月中旬资金收紧的压力考验下，信用债二级市场备受挫折，且 3-4 月为信用债集中到期的高峰期，认为依然需要等待时机。

转债方面，目前转债平价及风险溢价已下行至较低水平，且 A 股的抱团白马行情有所松动，且向中小市值转移，有望打开转债行情热度，可适度低配偏多逻辑。

图表 19：债券表现及分位数（统计为近 4 年）

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	-0.01	-0.02	-0.24	-0.19	-0.60	7	28	12	3	43
国开	0.02	-0.48	-0.56	-0.39	-1.25	0	29	5	2	8
非国开	0.01	-0.33	-0.53	-0.32	-0.62	6	27	5	9	3
铁道	0.02	-0.52	-0.45	-0.42	-0.76	17	39	9	10	6
产业AAA1	-0.05	-0.40	-0.50	-0.44	-0.74	16	39	22		
产业AA+	0.06	-0.01	0.30			34	50	30		
产业AA	0.45	-0.17	-0.19			73	86	72		
产业AA-	0.29	0.06				9	32	10	8	6
城投AAA1	0.02	-0.33	-0.54	-0.29	-0.35	14	46	36		
城投AA+	0.06	-0.39	-0.45			14	42	41		
城投AA	0.33	-0.05	-0.52			81	92	89		
城投AA-	0.13	-0.45								

资料来源：Wind，百瑞信托

### 3、商品市场

能化方面，受海外复苏预期及德州遭遇寒潮影响，海外油价大幅上涨，带动国内能化市场行情，目前势头未减，建议依然维持多头态势；

黑色方面，受新增产能产量逐步释放影响，库存累积压力稍大，如果节后复工的需求未能赶上，未来供需可能逐步走向过剩，建议中信观望为主；

工业方面，受全球疫情好转，以及美国 1.9 万亿美元的救助计划推出，市场对全球经济复苏的预期较为乐观，节后工业品走势异常凌厉，建议老单继续持有，新单等待市场行情准备回归基本面后开始介入；

农产品方面，依然认为该板块整体估值较高，特别是玉米及淀粉，但目前生猪养殖业呈现缓慢复苏态势，能繁母猪存栏及生猪存栏都在连升，所以粕类可能较为坚挺。

图表 20：南华农产品指数



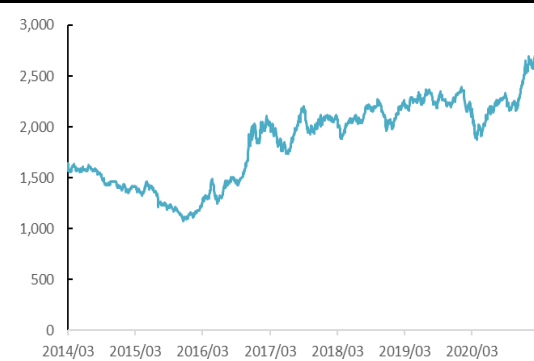
数据来源：iFind，百瑞信托

图表 21：南华能化指数



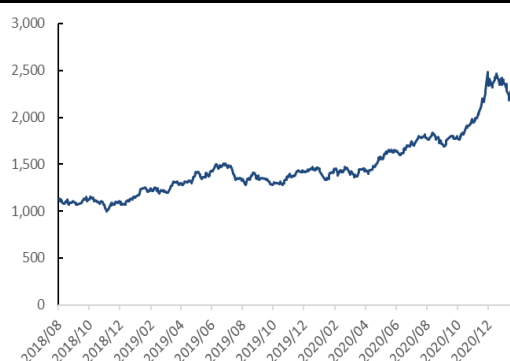
数据来源：iFind，百瑞信托

图表 22：南华工业品指数



数据来源：iFind，百瑞信托

图表 23：南华黑色指数



数据来源：iFind，百瑞信托