

# 地产赶顶，信用回落，依旧看好商品、权益

——1月大类资产月报

2021年1月

## 要点：

百瑞信托博后工作站

### ○ 市场情况：

股票：市场波动加大，内部走势分化

债市：流动性缓慢回收，市场发行回暖

商品：能化、工业品领衔商品期货上涨格局

### ○ 宏观数据：经济趋稳，地产赶顶

生产端：继续高位回升

需求端：消费小幅回落，但与地产相关消费增速明显

投资：继续稳定增长

地产：表现亮眼，但二手房价存在下滑可能

金融：信用收缩，M1-M2增速差回落

外贸：外部需求继续保持高速增长

### ○ 投资观点：商品>权益>债券

延续上月观点，认为商品、权益的表现将好于债券。具体来看：

1) 权益方面从估值角度来看，目前消费板块估值及交易拥挤度均较高，持中性观点；而顺周期行业多数呈复苏态势，且目前估值相对适中，持偏多观点；成长板块受益于注册制及EPS行情，依然还有放大空间。

2) 商品方面，黑色前期实现收益较高，存在回调风险，工业品受益于汽车销量持续改善，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，但需求偏弱，累库持续，或偏震荡整理为主。

3) 债券方面，整体持短期偏空观点，短端利率债、1-3Y中高评级信用债已实现交易盘机会目前配置性价比不太高，后续政策回归中性保守态度的概率较大。

# 一、1月市场回顾

## 1、各类资产表现情况

截至1月15日，1月各类资产全线上涨，从表现情况来看，权益>商品>债券。权益依然维持300行情，指数中表现较好的300价值、300周期、300成长；大宗商品结束黑色、工业品的暴涨行情，1月表现较为平稳，其中表现较好的为能化、工业；债券受11月、12月的连续资金面宽松影响，1月份依然延续短端利率债及3Y中高评信用债的行情，1月15日央行缩量续作MLF，当日债券市场有所回调。

图表1：各类资产表现

		权益														
品种	2020年度	2020.01	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01		
% 沪深300	27%	-2%	-2%	-6%	6%	-1%	8%	13%	3%	-5%	2%	6%	5%	5%		
中证500	21%	2%	1%	-8%	6%	1%	8%	12%	1%	-7%	-1%	3%	1%	1%		
上证50	19%	-4%	-4%	-5%	6%	-2%	5%	10%	3%	-3%	1%	6%	5%	5%		
创业板指	65%	7%	7%	-10%	11%	1%	17%	15%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	4%		
300成长	44%	-2%	-2%	-6%	9%	2%	11%	15%	2%	-5%	3%	4%	9%	5%		
300价值	0%	-5%	-4%	-7%	4%	-3%	1%	6%	4%	-3%	2%	10%	-3%	6%		
300周期	6%	-5%	-4%	-7%	5%	-3%	3%	10%	3%	-3%	1%	10%	-1%	5%		
300消费	75%	-6%	1%	4%	9%	4%	9%	19%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%		

		债券														
品种	2020年度	2020.01	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01		
BP 国债10Y	0.26	-10.78	-30.22	-13.68	-7.52	21.31	18.35	5.19	5.37	11.54	5.01	5.90	-10.22	0.59		
国债5Y	5.83	-6.55	-29.11	-17.00	-55.87	45.19	35.81	8.34	25.82	7.71	-3.18	6.84	-12.17	-0.78		
国债1Y	9.34	-16.72	-27.27	-19.10	-59.94	45.31	52.75	14.48	20.49	12.82	13.22	13.67	-40.36	-9.49		
AAA3	13.21	-9.94	-33.12	-8.88	-56.50	35.61	46.21	33.77	18.28	0.92	-5.88	19.09	-26.34	-13.28		
AA+3	46.59	-10.02	-31.82	-3.16	-53.83	30.33	48.18	35.60	15.16	8.88	-13.88	39.50	-18.34	-12.95		
AA3	56.49	-10.05	-33.12	-4.54	-25.60	25.12	49.68	17.95	2.44	7.08	-4.99	46.28	-13.76	-6.32		
% 中证转债	5%	0%	2%	-2%	1%	-3%	0%	7%	1%	-4%	2%	1%	0%	2%		

		商品														
品种	2020年度	2020.01	2020.02	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01		
% 南华商品	7%	-3%	-8%	-7%	3%	6%	1%	4%	3%	-6%	0%	8%	7%	3%		
南华农产品	12%	-2%	-5%	2%	0%	1%	0%	4%	2%	1%	5%	1%	4%	0%		
南华能化	-10%	-3%	-10%	-15%	-1%	7%	2%	1%	2%	-7%	0%	10%	6%	5%		
南华工业	9%	-2%	-8%	-9%	4%	7%	2%	4%	3%	-7%	0%	11%	6%	4%		
南华黑色	64%	-1%	-4%	1%	3%	12%	0%	8%	4%	-3%	4%	10%	18%	2%		

资料来源：Wind，iFind，百瑞信托

## 2、市场表现描述

### 1) 股票：市场波动加大，内部走势分化

A股在12月下半月有不错表现，原因可能在于(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。

进入新年以来，市场波动加大，股票市场内部指数分化。从风格来看，周期、金融股表现亮眼。稳定股表现不佳，下跌0.13%。对于前期涨幅较大、基金抱团相对集中的食品饮料、电器设备等板块迎来调整。

当前，市场资金仍然较为充裕，北上资金连续11周净流入，对A股走势形成一定支撑。

内外部的经济环境整体有利于权益市场。目前股票市场整体估值仍偏高，特别是成长股，如盈利不及预期则不足以支撑当前的估值水平。伴随着国内经济持续改善、海外刺激提升，经济复苏主线延续，因此有利于中上游大宗和原材料，顺周期板块或将受益。

图表 2 不同风格板块表现

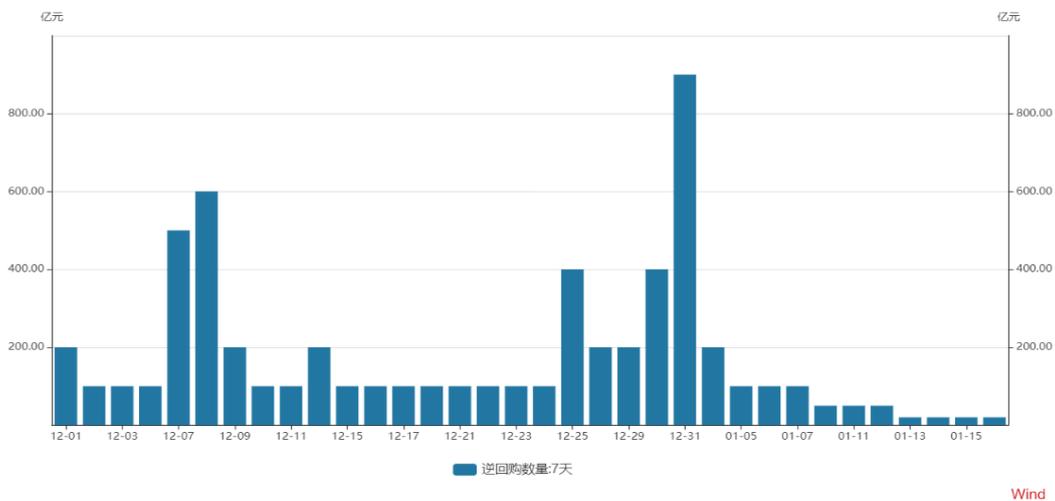
	风格/ 中信一级行业	收盘价 2021-01-15	月涨跌 (%) 2021- 01-15	月涨跌 (%) 2020- 12-30	前 3 月涨跌 (%)	市盈率 PE(TTM) 2021-01-15
风格	金融(风格. 中信)	8067.40	2.08	-3.53	0.77	9.32
	周期(风格. 中信)	4150.63	3.51	-0.35	24.24	31.95
	消费(风格. 中信)	13910.37	1.01	9.50	48.05	43.40
	成长(风格. 中信)	7329.17	2.38	5.65	41.41	97.53
	稳定(风格. 中信)	2209.38	-0.13	-4.57	-5.96	13.95
周期	石油石化	2458.13	7.69	-1.29	2.96	25.75
	煤炭	1729.53	-1.79	-1.46	8.19	11.09
	有色金属	5548.03	4.69	4.71	33.37	177.49
	电力及公用事业	2244.42	-2.59	-2.88	2.06	17.94
	钢铁	1466.74	1.92	0.06	8.88	16.23
	基础化工	5787.59	3.47	1.90	35.63	45.30
	建筑	2980.04	1.67	-7.92	-6.78	8.92
	建材	9452.06	6.20	-0.12	28.34	17.59
	轻工制造	3932.04	2.32	-1.77	18.43	32.80
	机械	6789.94	4.05	3.91	33.68	47.87
	电力设备及新能源	9420.49	2.22	19.57	88.34	59.49
	国防军工	10023.09	0.84	13.58	72.47	91.37
	汽车	9080.94	3.12	-0.28	49.95	50.98
	房地产	6119.30	-1.54	-7.35	-9.49	9.17
交通运输	1888.09	-0.57	-0.55	7.49	70.10	
消费	商贸零售	3953.38	-1.50	-7.34	0.17	71.49
	消费者服务	14152.97	-4.43	18.39	81.06	305.24
	家电	19177.27	2.90	3.95	32.63	32.59
	纺织服装	2778.54	-4.38	-5.34	-2.51	33.49
	医药	15511.66	0.43	9.43	50.40	65.84
	食品饮料	36527.09	1.26	18.12	88.06	57.39
	农林牧渔	7010.89	-0.31	0.63	15.27	16.74
金融	银行	8532.45	6.34	-3.13	-0.49	6.85
	非银行金融	10649.99	-1.12	-2.53	6.59	19.50
	综合金融	889.04	-4.81	-9.80	-18.11	35.49
科技	电子	8899.08	7.52	0.61	34.00	80.87
	通信	4282.23	2.32	-7.18	-8.72	49.80
	计算机	6260.44	0.34	0.84	16.92	186.00
	传媒	2557.40	-0.91	-6.40	-2.30	N/A

资料来源: Wind

## 2) 债券：流动性缓慢回收，市场发行回暖

2020 年末流动性宽松，经济复苏态势延续。年末央行继续通过公开市场投放稳定流动性，资金利率虽在节前有所反弹但低于去年同期平均水平。12 月信用债净融资量环比大幅下降，信用债一级市场修复尚未完成，信用利差仍处于走阔阶段。12 月社融数据显示，社融数据大幅低于市场预期，且存量社融结构变化较大，显示货币政策以及有悄然收紧态势。进入 1 月以来，央行逆回购的投放量缩减，由年末巅峰值 900 亿下降到 100 亿，再到 50 亿、20 亿元。但是，尽管央行逐步回归政策中性的意图非常明显，在中央“不急转弯”的总体指导下，宽松政策退出的节奏预计不会过快。

图表 3 1 月以来央行逆回购投放数量缩减



数据来源，Wind

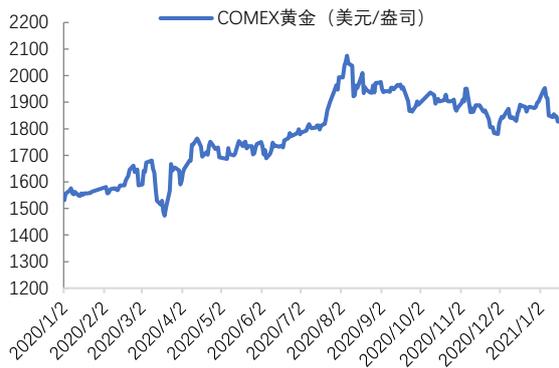
信用债方面，进入 2021 年，多板块发行继续回暖，但低于前两年同期，发行规模增加，高等级主体净融资大幅改善，发行利率稳中有降。二级市场中，周大多数期限和种类信用债收益率呈下降趋势，信用利差呈缩窄趋势。

## 3) 商品市场：能化、工业品领衔商品期货上涨格局

2020 年底，商品市场大幅上涨，最后一周冲高回落，12 月整体上涨 6.72%，在 2020 年实现正收益。这与全球延续宽松货币政策及积极财政政策，国内经济修复情况较好，工业企业对原材料需求旺盛密切相关。

进入 1 月以来，商品期货先涨后跌。美国财政政策或超预期，美债长端利率的超预期上行与通胀预期回升的相对放缓，加之美元指数回升，使得金价承压，应警惕贵金属价格短期调整。

图表 4 COMEX 黄金价格



图表 5 美元指数与美国 10 年国债收益率



数据来源：Wind

截止至 1 月 15 日，工业品和能化指数表现最佳。出于对美国财政政策刺激及拜登外交政策的信心，市场认为这将有利于美国经济复苏及油气消费，因此纷纷调高对原油价格的预测。与此同时，不可忽视油价上涨可能导致的通胀快速回升风险

有色金属方面，主要受益于全球范围内低利率以及超宽松的货币政策，及中国积极抗疫迎来的经济复苏局面，因此受宏观情绪波动性的影响较大。当前，春节将至，下游需求渐入淡季，对钢材、锌、铝、铜等工业品价格带来扰动。

当前疫情仍在海内外蔓延阶段，经济数据很难得到快速提升，黄金价格或难以有大幅下滑趋势，仍维持短期内黄金价格震荡的判断。后续来看，随着全球经济的逐步恢复，需求上升叠加流动性宽松将催生大宗商品走出牛市格局，重点依然以铜、原油等资产为主。

## 二、宏观环境与重要事件

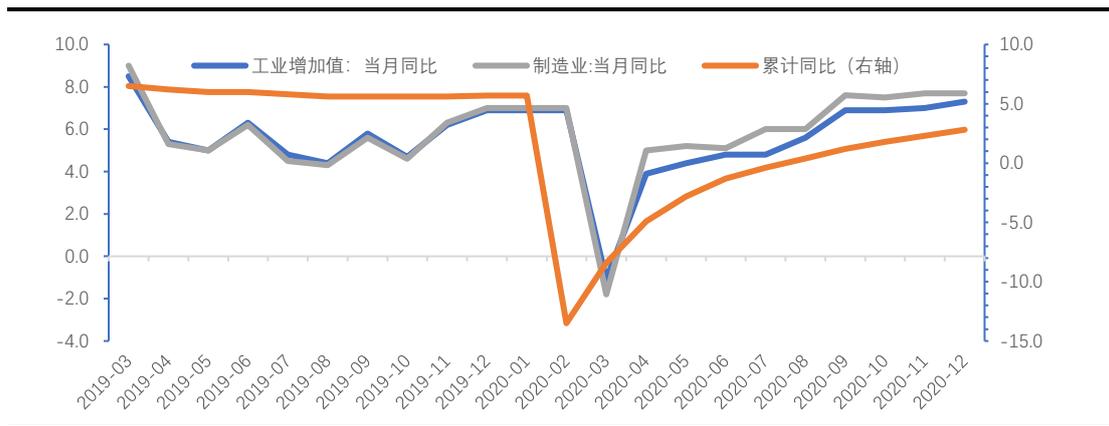
### 1、宏观数据点评

2020 年国内生产总值 1015986 亿元，按可比价格计算，比上年增长 2.3%。分季度看，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%，四季度增长 6.5%。分产业看，第一产业增加值 77754 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 384255 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 553977 亿元，增长 2.1%。国民经济稳定恢复，主要目标完成好于预期。

#### 1) 生产端：继续高位回升

2020 年，规模以上工业增加值比上年增长 2.8%。12 月工业增加值同比 7.3%，较 11 月份提升 0.3 个百分点，相比上月累计同比增长 0.5 个百分点。制造业同比为 7.7%，相比上月持平，工业增加值继续维持高位稳定。

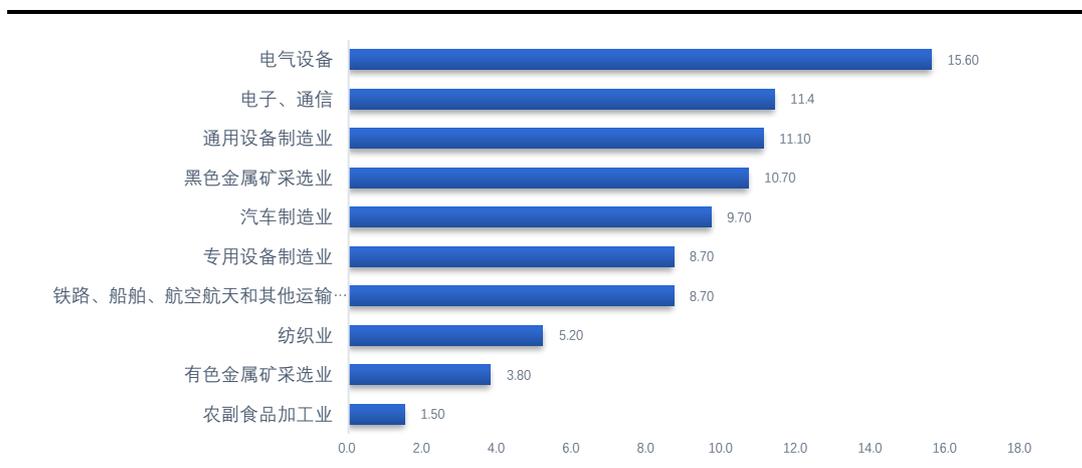
图 6：工业增加值、制造业增加值同比增速（%）



数据来源：iFinD，百瑞信托

**电气设备增速最快**，分行业看，12 月份，41 个大类行业中有 35 个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长 1.5%，纺织业增长 5.2%，化学原料和化学制品制造业增长 7.5%，非金属矿物制品业增长 7.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 10.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长 3.8%，通用设备制造业增长 11.1%，专用设备制造业增长 8.7%，汽车制造业增长 9.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 8.7%，电气机械和器材制造业增长 15.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.4%，电力、热力生产和供应业增长 5.4%。

图 7：主要行业增加值（%）

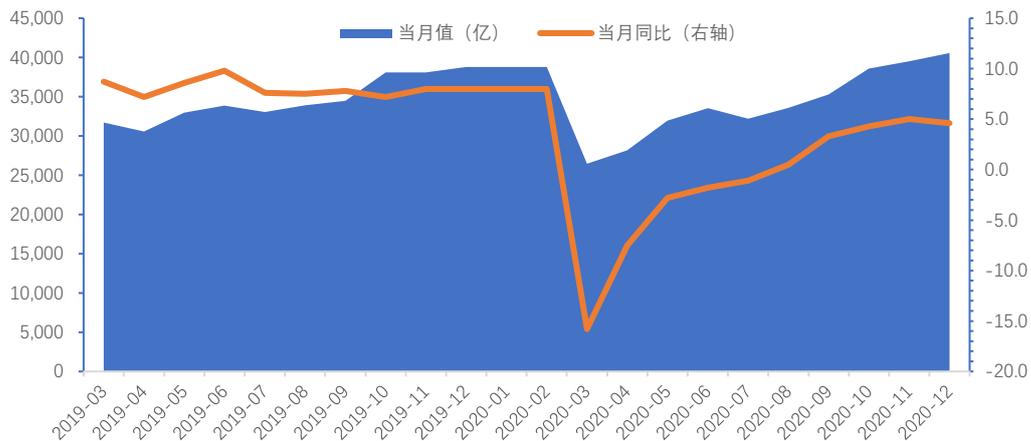


数据来源：iFinD，百瑞信托

## 2) 需求端：消费小幅回落，但与地产相关消费增速明显

2020 年，社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额 352566 亿元，下降 4.1%。12 月份社会消费品零售总额增速相比上月降低 0.4 个百分点至 4.6%，增速有所回落。但随着春节临近，居民消费有望继续走强。

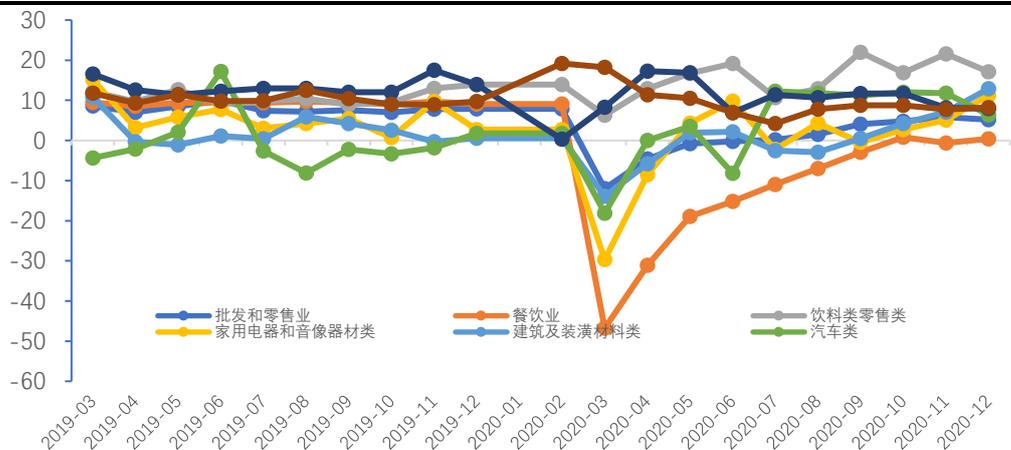
图 8：社会消费品零售总额 (%)



数据来源：iFind，百瑞信托

受地产销售较好影响，家电与建筑装潢增速较快。从具体分项数据来看，餐饮业小幅回升，上行 1 个百分点至 0.4%，增速由负转正。在必消品方面，食品、日用品、饮料等增长小幅回落。在可选消费方面，汽车较上月回落 5.4 个百分点。而与地产相关的家电、建筑装潢受益于地产提速的利好影响，增速较上月分别提升 5.9 与 5.8 个百分点。

图 9：社消分项 (%)

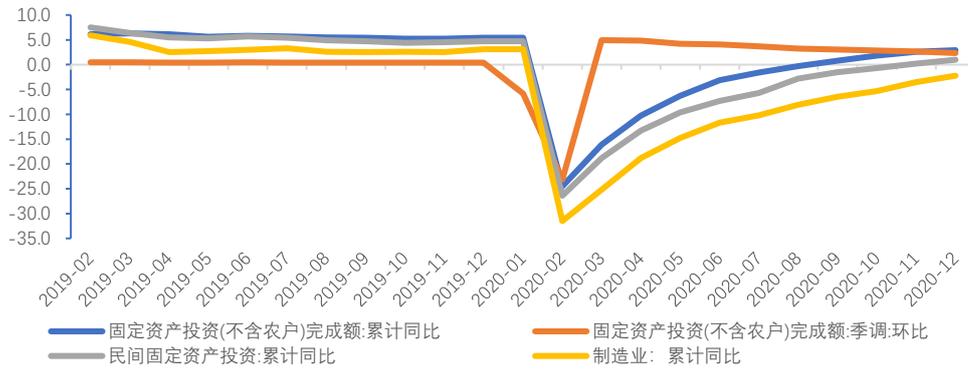


数据来源：iFind，百瑞信托

### 3) 投资：投资继续稳定增长

2020 年 1—12 月份，全国固定资产投资（不含农户）518907 亿元，比上年增长 2.9%，增速比 1—11 月份提高 0.3 个百分点。其中，民间固定资产投资 289264 亿元，增长 1.0%，增速提高 0.8 个百分点。从环比速度看，12 月份固定资产投资（不含农户）增长 2.32%。制造业增速仍然处于负区间，增速为 -2.2%，较上月回升 1.3 个百分点，降幅持续收窄。

图 10：固定资产投资、制造业增速 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

**基建投资继续保持增长。**基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）比上年增长 0.9%。较 1-11 月 1% 小幅回落 0.1 个百分点。

图 11：基建投资 (%)

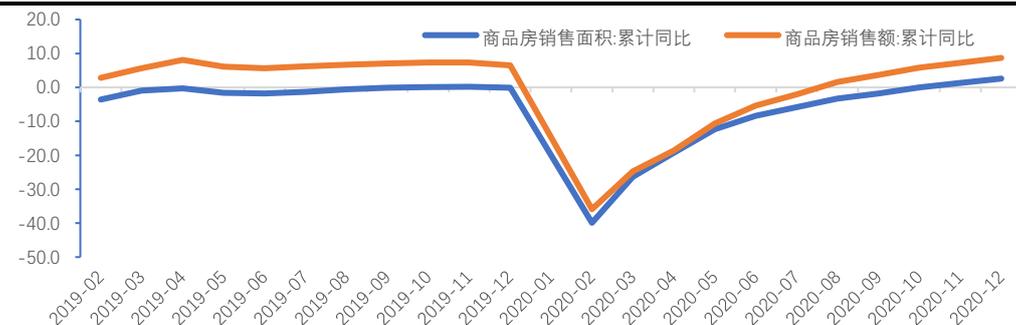


数据来源：iFinD，百瑞信托

#### 4) 地产：表现亮眼，但二手房价存在下滑可能

**房地产销售继续快速提升。**1-12 月商品房销售面积累计增速为 2.6%，较 1-11 月增长 1.3 个百分点，商品房销售额增速为 8.7%，较 1-11 月增长 1.5 个百分点，地产销售大幅提升。

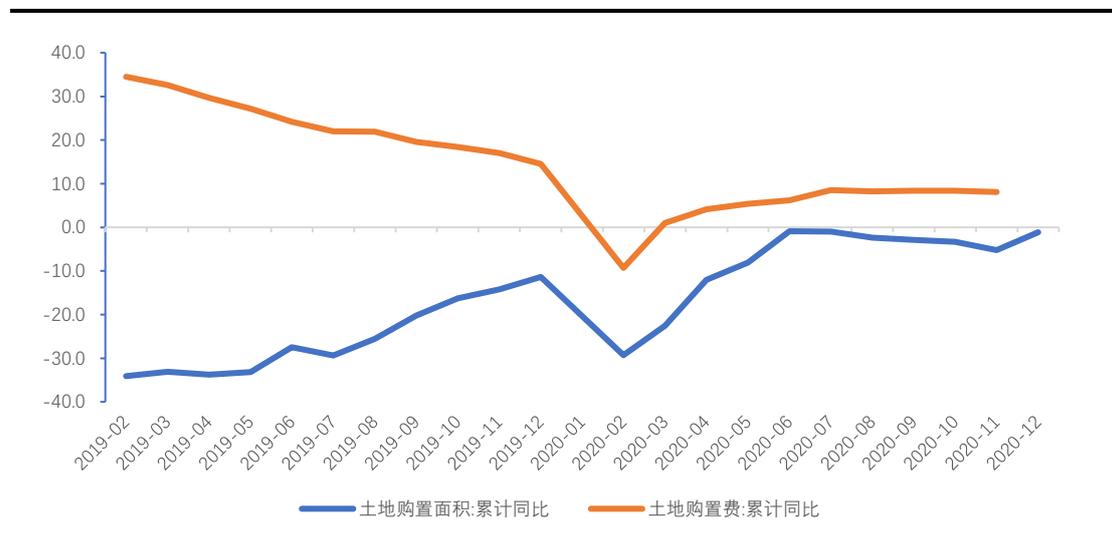
图 12：商品房销售 (%)



数据来源：iFinD，百瑞信托

**地产拿地积极性提升。**1-12月土地购置面积累计同比增长-1.1%，较1-11月提升4.1个百分点。

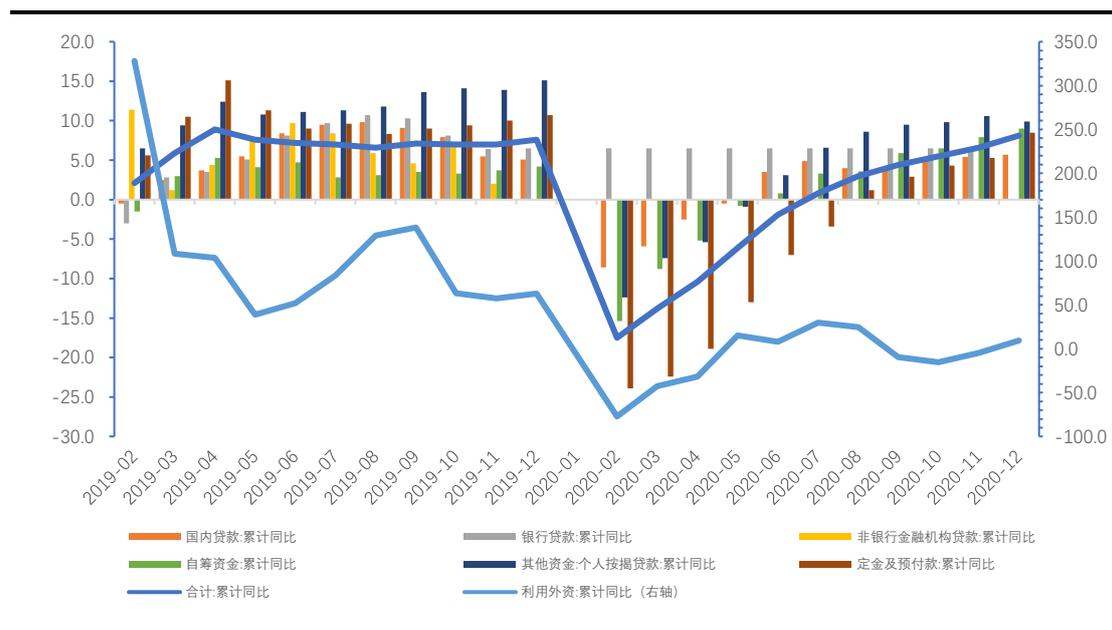
图 13：土地购置费、面积（%）



数据来源：iFinD，百瑞信托

**地产开发资金来源维持高速增长，其中外资增速最高。**1-12月地产开发资金来源合计累计同比增速为8.10%，较1-11月回升1.5个百分点，继续维持高增长。利用外资增速较快，1-12月增速为9.3%，较1-11月提升14个百分点。

图 14：地产开发资金来源（%）

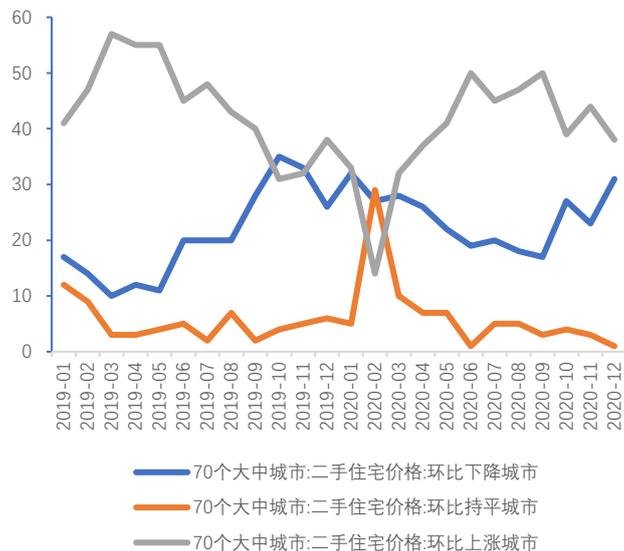
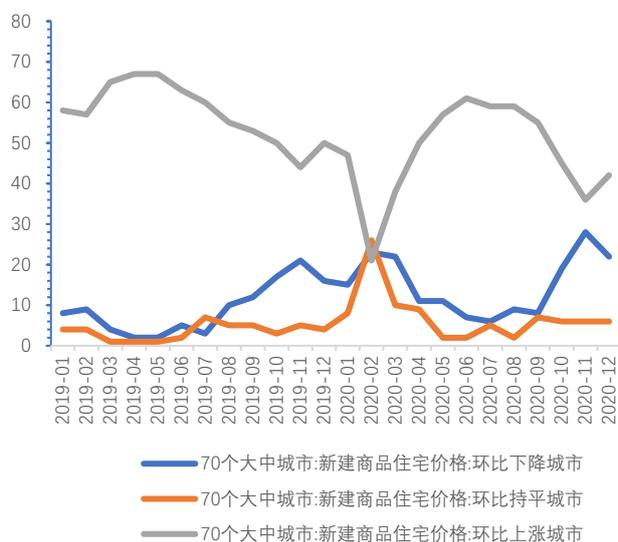


数据来源：iFinD，百瑞信托

**70大中城市二手房价格继续下滑。**70大中城市新建商品房房价环比下降的城市有22座，相比上月减少6座，环比上涨的城市有42座，相比上月增加6座。二手房方面，环比下降的城市有31座，比上月增加8座，环比上升的城市有38座，相比上月减少6座。

图 15：新建商品房价格涨跌（座）

图 16：二手房房价涨跌（座）



数据来源：iFinD，百瑞信托

### 5) 金融：信用收缩，M1-M2 增速差回落

12 月末国内社融存量同比增长 13.3%，环比下行 0.3 个百分点。**企业中长贷占比高**，12 月新增企业贷款 5953 亿元，同比多增 1709 亿元，其中新增中长贷 5500 亿元，同比多增 1522 亿元，短贷减少 3097 亿元。**直接融资占比提升**，非金融企业境内股票融资占比 2.6%，同比高 1.2 个百分点，企业债券净融资 4.45 万亿元，同比多 1.11 万亿元。

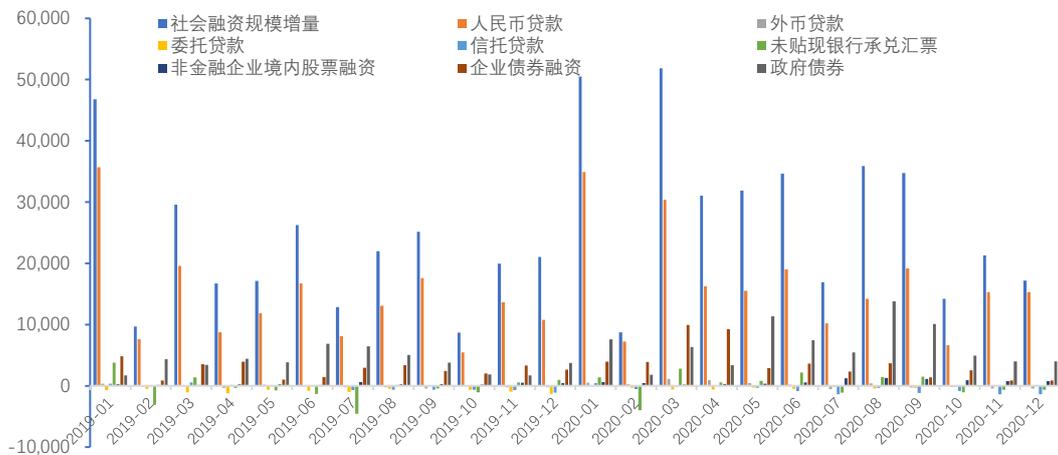
#### 影响分析：宽信用周期进入尾声，市场做空力量有望加强

**第一，信用拐点出现，金融周期难以支持股市行情上涨。**增速低于市场预期，两个月连续下滑，主要原因是表外融资下滑、地方债和企业债发行收缩拖累。

**第二，房贷收缩将是常态。**12 月底家庭部门负债增速 14.2%，前值 14.6%；其中中长期贷款余额增长 14.9%，低于前值 19.9%，自 2020 年九月冲顶回落后，地产周期将会很快转弱。

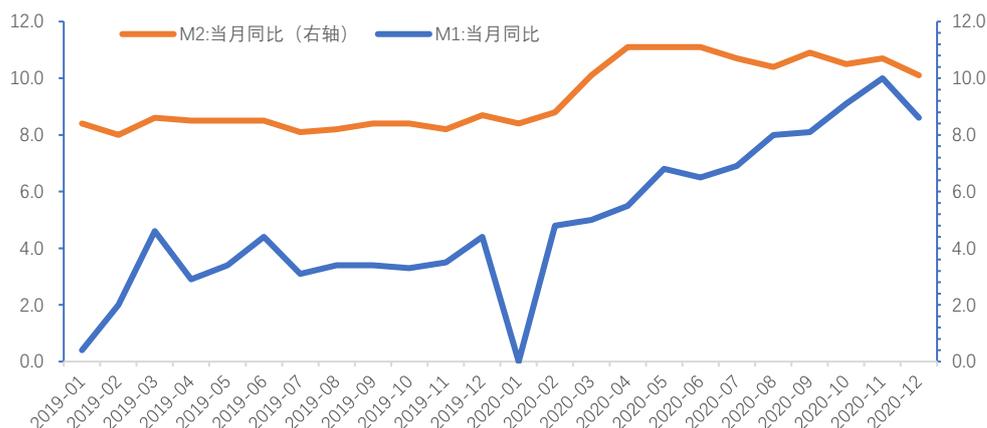
12 月末，广义货币(M2)余额 218.68 万亿元，同比增长 10.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 1.4 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.56 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末低 1.4 个百分点，比上年同期高 4.2 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.43 万亿元，同比增长 9.2%。全年净投放现金 7125 亿元。M1-M2 增速差由 11 月的-0.7%，回落到 12 月的-1.5%，相对股市属于利空。原因分析：M1 降低主要是因为 12 月非金融企业活期存款余额增长减少所致；M2 减少属于正常，因为央行本身就在压缩基础货币投放，毕竟楼市的泡沫还在。预计未来 M1 上涨而 M2 下降，将是央行想要达到的调控状态。

图 17：社融增速明显低预期



数据来源：iFind，百瑞信托

图 18：M1-M2 增速差回落

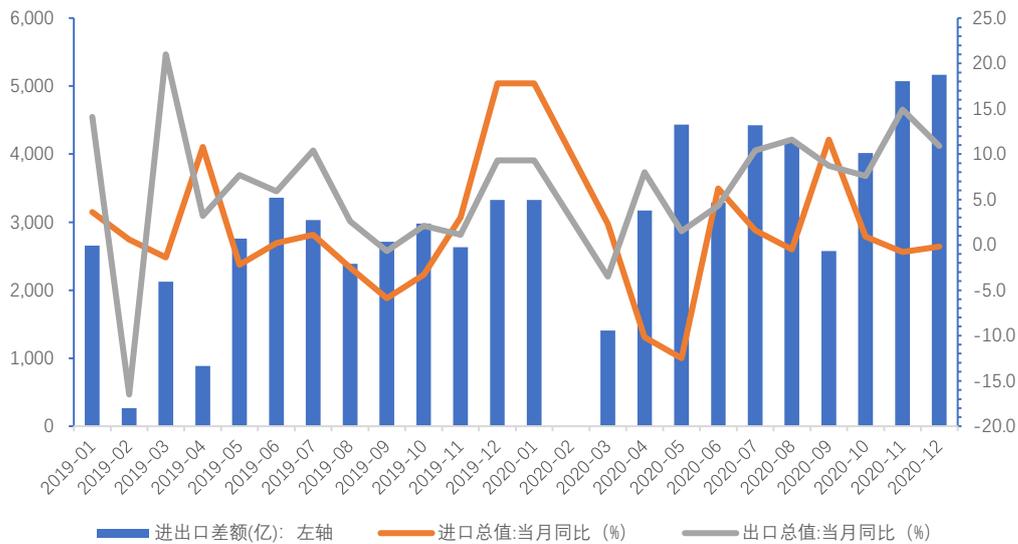


数据来源：iFind，百瑞信托

## 6) 外贸：外部需求继续保持高速增长

出口继续维持高速增长。12 月我国出口总额同比增速 18.1%(前值 21.1%，预期 15.2%)，进口同比增速 6.5%(前值 4.6%)，12 月贸易顺差 781.7 亿美元。

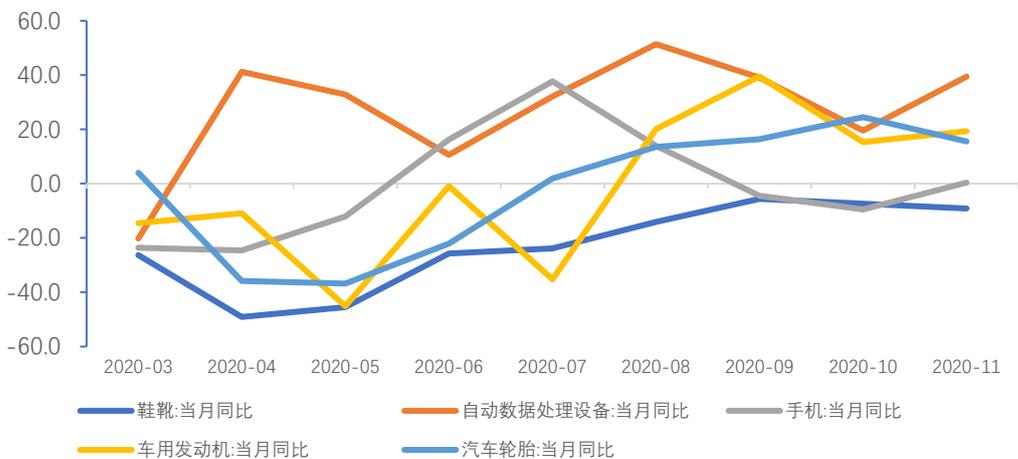
图 19：进出口增速、贸易差额（亿，%）



数据来源：iFind，百瑞信托

从主要品种来看，高新技术产品、机电产品增速维持在较高水平，分别为 26.55%与 23.12%，其他品种受基数影响出口有所回落。

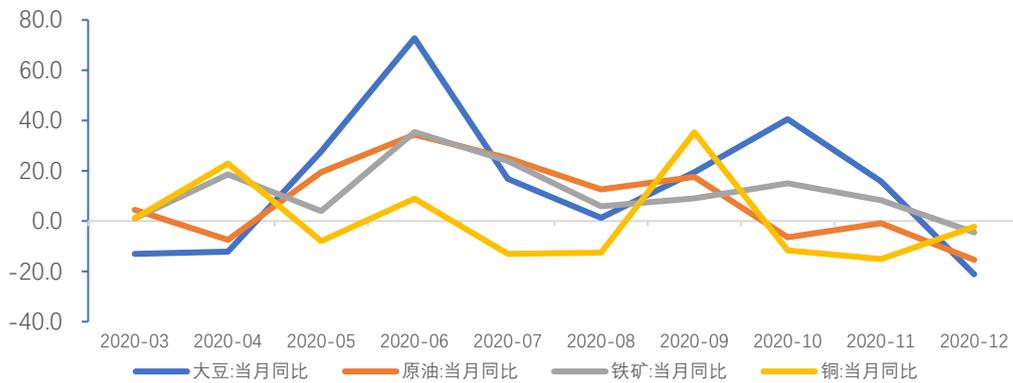
图 20：部分主要出口商品增速（%）



数据来源：iFind，百瑞信托

除铜外，其他主要大宗商品进口均回落。12 月铜进口同比增速回升 12.88 个百分点至 -2.23%，降幅大幅收窄。大豆进口下降 21.16%，铁矿进口下降 4.5%，石油进口下降 15.42%。

图 21：主要大宗商品进口（%）



数据来源：iFinD，百瑞信托

## 2、重要事件

### 1) 2021 央行工作会议：稳健的货币政策更加灵活精准

1月4日，2021年中国人民银行工作会议召开，并部署2021年十项重点工作。

在深入分析当前经济金融形势的基础上，会议要求，一是2021年稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。完善货币供应调控机制，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；二是继续发挥好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；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。加强风险排查，做好风险应对；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；七是审慎推进人民币国际化；八是深化金融市场和金融机构改革；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。统筹推进金融法治体系建设。

### 2) 2020 年金融统计数据新闻发布会透露 2021 人民币汇率、物价、房贷等关键信号

**人民币汇率既不会持续升值也不会持续贬值。**中国人民银行货币政策司司长孙国峰1月15日在国新办发布会上表示，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，与我国的对外贸易和经济基本面相符。与其他主要货币相比，人民币对美元汇率升值幅度也较为适中。在更高水平开放型经济新体制下，人民币汇率处于合理均衡水平，说明汇率变动对出口和经济的正负影响基本相互抵消。孙国峰表示，未来人民币汇率走势取决于国内外经济形势、国际收支状况和国际外汇市场变化等因素。总的看，人民币汇率有升有贬双向浮动将成为常态，既不会持续升值，也不会持续贬值，将在合理均衡水平上保持基本稳定。

**今年物价水平大概率温和上涨。**央行副行长陈雨露认为，展望今年的物价水平，受猪肉价格和成品油价格上涨的共同推动，2020年末CPI环比涨幅比较大。从中长期来看，2020年粮食生产再获丰收，生猪产能也已经基本恢复到正常年份的水平，所以CPI环比持续大幅上涨的可能性是比较小的。总体来看，2021年我国的物价水平大概率会保持温和上涨，受

上年同期基数的影响，预计全年 CPI 同比涨幅将会出现先升后稳的走势。

去年房贷增速 8 年来首次低于各项贷款增速。2020 年中国房地产贷款增速 8 年来首次低于各项贷款增速，新增房地产贷款占各项贷款比重从 2016 年的 44.8% 下降到去年的 28%。央行金融市场司司长邹澜表示，下一步，央行将坚持“房住不炒”定位，租购并举，因城施策，保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁市场发展的金融支持。

### 三、配置建议

图表 22：配置建议

分类	观点			备注
	偏多	中性	偏空	
权益	成长	√		尽管成长估值偏贵，但注册制打开了成长类的上升空间 目前周期估值适中，多数顺周期行业呈复苏态势 消费板块估值偏贵
	周期	√		
	消费		√	
债券	利率债		√	短端利率债前期已有较高盈利，注意回调风险 风险尤在，等待时机 转债平价及转债价格已调整到较低位置，需等待市场情绪
	信用债		√	
	可转债	√		
商品	农产品		√	农产品整体偏贵，特别是玉米、淀粉、油脂，中线看多 原油偏强震荡为主，化工估值相对较低，关注疫情影响 黑色、工业前期涨幅较大，注意回调风险
	能化	√		
	黑色+工业		√	

资料来源：百瑞信托

#### 1、权益市场

截至 1 月 15 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 16.86、28.7、16.62、67.46；风格领域中，300 成长、300 周期、300 消费的 PE 估值分别是 26.31、10.63、41.83。整体来看，2020 年权益市场从之前的估值模式转为 EPS 模式，1 月 A 股继续延续高估值悸动行情，资金依然热衷机构抱团的大市值公司，目前还未出现抱团瓦解的触发信号——龙头公司盈利信仰下行。

图表 23：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021.01.15				2020.12.18			
	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	16.86	12.82	12.31	98.99%	15.6	12.53	12.26	99.72%
中证500	28.7	27.58	26.74	62.98%	28.15	27.43	26.68	62.32%
上证指数	16.62	13.64	13.15	99.60%	15.79	13.43	13.12	94.31%
创业板指	67.46	57.31	55.79	89.13%	59.27	50.87	51.03	75.45%
300成长	26.31	18.31	17.25	98.59%	23.86	16.59	16.26	99.86%
300周期	10.63	9.42	9.41	98.99%	10.13	9.56	9.39	76.70%
300消费	41.83	32.76	32.73	98.19%	38.57	30.63	31.12	98.06%

资料来源：iFind，百瑞信托

从估值、交易拥挤度来看，1) 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，可适度回避，关注估值及拥挤度不高的中证 500 指数；2) 成长板块尽管估值较贵，但是目前 A 股从审核制转为注册制后，上市公司也迎来了全生命周期的演变，所以后续成

长空间依然在逐渐打开。

配置上，可配置顺周期板块中的上游材料端及中游制造端，关注成长类的优质龙头，消费风格持中性观点。

## 2、债券市场

截至 1 月 15 日，短端利率债及信用债上涨较快，长端小幅上行。利率债方面，央行 12 月为呵护市场，超预期释放 MLF，资金价格全线走低，1 年期国债收益率快速下行 50BP，实现了上月我们认为的交易机会。目前来看，短端利率债配置性价比不太高，后续央行回归中性保守态度的概率较大，故认为短期偏空的观点。

信用债方面，3 年期 AAA 产业债也跟随收益率曲线下行了 40BP，实现了此前认为的交易机会，目前信用利差依然处于较薄位置，加之 2021 年信用环境趋紧为较确定的政策方向，且 3-4 月份为信用债集中到其的高峰时期，认为需要等待时机。

转债方面，目前转债平价及风险溢价已下行至较低水平，双低策略的有效性还需市场情绪修复，依然维持中性配置逻辑。

图表 24：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	0.51	0.71	0.90	1.06	1.42					
国开	0.52	0.67	0.79	0.57	1.32	12	2	3	2	20
非国开	0.48	0.46	0.64	0.85	0.91	2	10	2	1	9
铁道	0.55	1.03	1.15	1.38	1.48	8	1	2	5	2
产业AAA1	0.58	1.06	1.44	1.59	1.99	11	12	3	5	6
产业AA+	0.59	1.00	0.58			25	39	47		
产业AA	0.36	1.10	0.87			52	52	44		
产业AA-	0.66	0.81				86	88	86		
城投AAA1	0.55	0.71	1.25	1.28	1.75	14	13	4	6	7
城投AA+	0.59	0.98	0.73			20	22	29		
城投AA	0.41	1.28	1.46			45	34	35		
城投AA-	0.40	0.34				84	88	88		

资料来源：Wind，百瑞信托

## 3、商品市场

能化方面，需求偏弱，处于累库状态，市场对海外经济年中复苏的预期较一致，但需关注疫情反复的影响，整体来看，化工相对估值便宜，存在一定支撑。

黑色和工业方面，黑色板块受此前检修减产影响，经历了一波暴涨行情，目前维持震荡调整期；工业品方面，受汽车销量持续向好影响，工业品偏强震荡。

农产品方面，受宏观面及天气因素影响，农产品一直维持在高位，整体该板块估值较高，从交易指标来看，油脂、粕类已出现分歧。

图表 25: 南华农产品指数



数据来源: iFind, 百瑞信托

图表 26: 南华能化指数



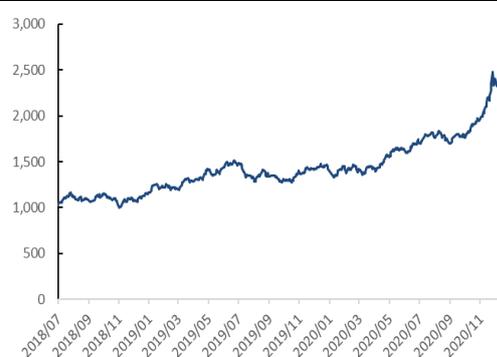
数据来源: iFind, 百瑞信托

图表 27: 南华工业品指数



数据来源: iFind, 百瑞信托

图表 28: 南华黑色指数



数据来源: iFind, 百瑞信托