

上投摩根 每周市场洞察报告

2021年3月1日

每周洞察

- 每周图观
- 数据纵览
- 市场观察
- 大咖观市
- 大事前瞻
- 趋势跟踪

每周图观：无须谈虎色变，美债收益率上升反映复苏、与股市方向一致



资料来源：万得，数据区间2000.01.01-2021.02.25；标普500和10年期美债收益率均为月末数据，同差=当年同一月份数据-前一年同一月份数据，同比=当年同一月份数据/前一年同一月份数据

数据纵览:全球主要资产表现回顾

全球股票指数

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
MSCI 全球	-3.3	1.7	21.7	24.4
MSCI 发达市场	-2.8	1.4	20.7	26.3
MSCI 新兴市场	-6.3	3.7	28.4	9.7
MSCI 亚太不含日本	-5.8	4.7	32.2	18.1
MSCI 欧洲	-2.3	0.8	10.7	2.6
标普500	-2.4	1.5	22.3	37.1
上证综指	-5.1	1.0	17.4	5.4
英国	-2.1	0.4	-7.9	-11.1
德国	-1.5	0.5	7.9	10.1
香港	-5.4	6.4	8.6	-8.0
日本	-3.5	5.5	29.2	30.8
澳大利亚	-1.8	1.3	-0.5	10.4
韩国	-3.0	4.9	45.1	22.6
台湾	-2.4	8.3	39.5	47.2
印度	-3.5	2.8	23.1	42.5
俄罗斯	-4.1	1.8	-3.4	6.6
巴西	-7.1	-7.5	4.1	25.5

资料来源: Wind, Bloomberg; 数据截至 2021/2/26

债券指数

	收益率	过去一周	过去一月	今年至今
10年美债收益率 (bps)	1.44	10.00	39.00	51.00
10年中债收益率 (bps)	3.28	2.20	12.13	13.69
中证全债指数 (%)	-	0.0	-0.4	-0.3
中证国债指数 (%)	-	-0.1	-0.5	-0.6
中证国开债指数 (%)	-	0.0	-0.4	-0.6
AAA信用债指数 (%)	-	0.0	-0.1	-0.1
AA信用债指数 (%)	-	-0.5	-0.4	-0.4
中证转债 (%)	-	-1.5	-2.3	-0.8

大宗商品和另类

	过去一周%	过去一月%	过去三月%	今年至今%
布伦特原油	2.7	16.2	35.2	24.8
伦铜	1.0	12.4	21.6	15.9
CRB商品指数	1.1	5.9	13.9	9.6
COMEX黄金	-2.5	-6.4	-4.0	-8.6
COMEX白银	-2.0	4.6	14.3	1.1
富时发达市场REITs	2.1	4.7	8.1	18.8

外汇

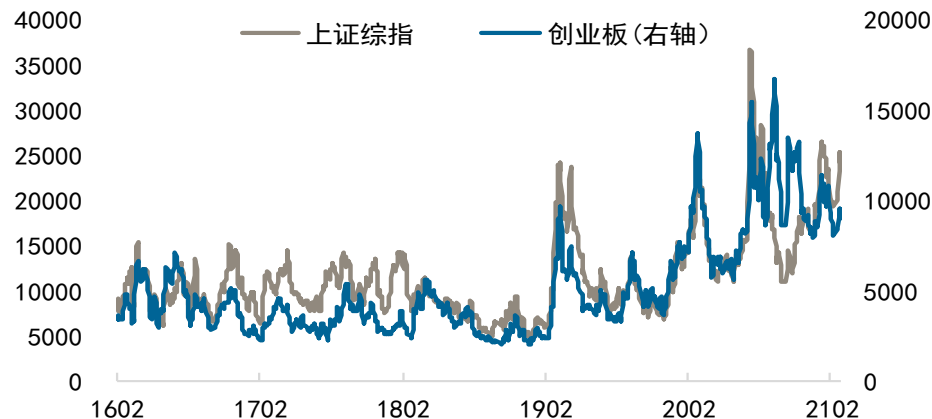
	过去一周%	过去一月%	过去三月%	今年至今%
离岸人民币兑美元	0.3	0.1	-1.3	-0.3
美元指数	-0.2	0.0	-2.0	0.3

数据纵览：中国主要指数及行业表现回顾

市场指数

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
上证综指	-5.1	1.0	17.4	5.4
沪深300	-7.6	2.4	31.0	29.6
中证800	-7.1	1.9	26.0	23.6
中证500	-5.1	0.0	10.8	5.6
中小板指	-9.2	1.7	27.9	29.6
创业板指	-11.3	-1.8	33.6	68.5
恒生指数	-5.4	6.4	8.6	-8.0
恒生国企	-7.1	4.7	7.1	-12.4
中概股1)	-11.2	17.3	79.4	73.8
MSCI中国	-9.6	6.2	37.8	19.7

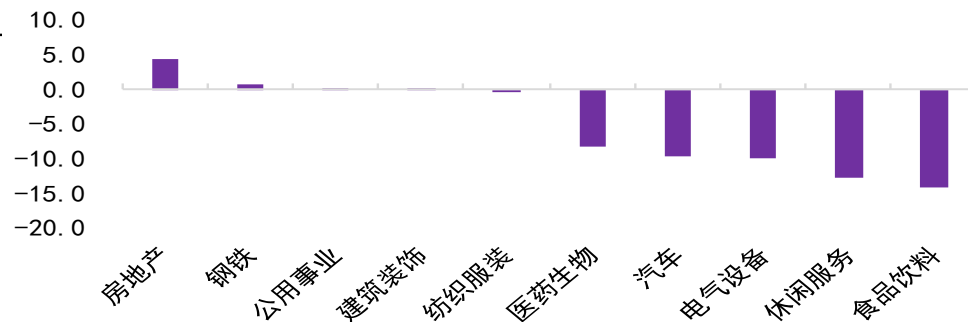
上周成交量（亿元）



风格指数²⁾

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
大盘成长	-11.4	3.3	61.3	65.0
大盘价值	-1.8	4.8	16.1	5.4
中盘成长	-9.0	2.2	21.5	30.5
中盘价值	-3.3	6.1	17.2	-4.5
小盘成长	-5.0	0.5	11.8	3.0
小盘价值	-2.1	2.1	14.9	-4.6

上周行业涨跌幅（%）



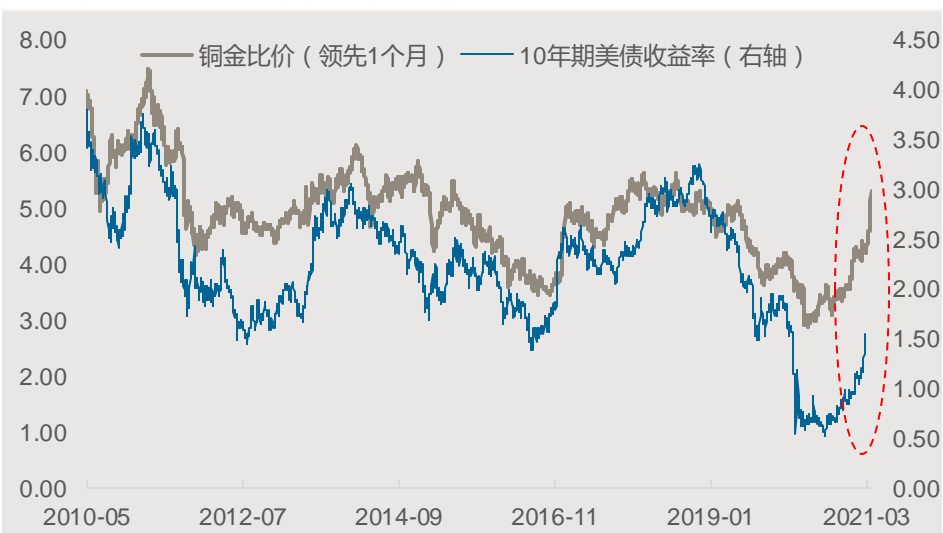
资料来源：Wind；1) 纳斯达克中国金龙指数；2) 巨潮风格系列指数。数据截至 2021/2/26

市场观察(1) 海外

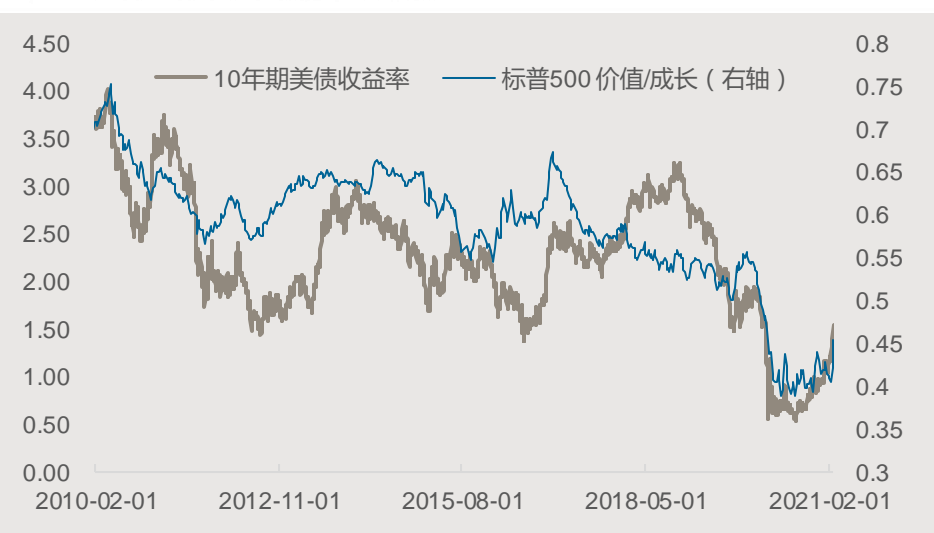
基础利率急升触发市场调整，通胀预期引领价值股归来

- **通胀与复苏预期抬升，美债收益率短线急升：**随着疫苗加速投放及财政刺激即将出台，对经济加快复苏和未来通胀进一步抬升的预期，推动美债收益率今年以来持续攀升，10年期美债收益率本周一度急升至1.6%上方，创美国新冠疫情爆发以来新高。两年期与10年期国债收益率的息差也走阔至2016年末以来之最，显示市场对美国中远期的经济与通胀复苏较为乐观。有色金属、原油等与通胀密切相关的大宗商品年初以来亦大幅上涨，铜价升创2011年以来新高。
- **利率上升确认复苏趋势，把握区域、行业的结构性机会：**尽管主席鲍威尔等美联储官员重申宽松承诺，并对通胀超过2%的目标保持一定容忍度，但在美债收益率短线急升的背景下，纳斯达克指数为代表的科技、成长等估值较高的板块明显承压回调，而道琼斯工业平均指数为代表的价值、周期板块表现相对更优，全球股市基本上也是价值跑赢成长。实际上，投资者无须谈虎色变，美债收益率上升对股市并非全然利空，相反它是对经济和企业盈利复苏的确认，周期与价值股以及股市的行业结构与全球经济复苏更为密切的板块和区域反而有望受益，例如亚洲股市就值得重点关注，因此区域、行业和风格的多元化配置或是投资者应对利率上升环境的较优选择。

领先指标铜金比暗示短期美债收益率仍有上行动力



利率上升的环境下价值股通常会跑赢



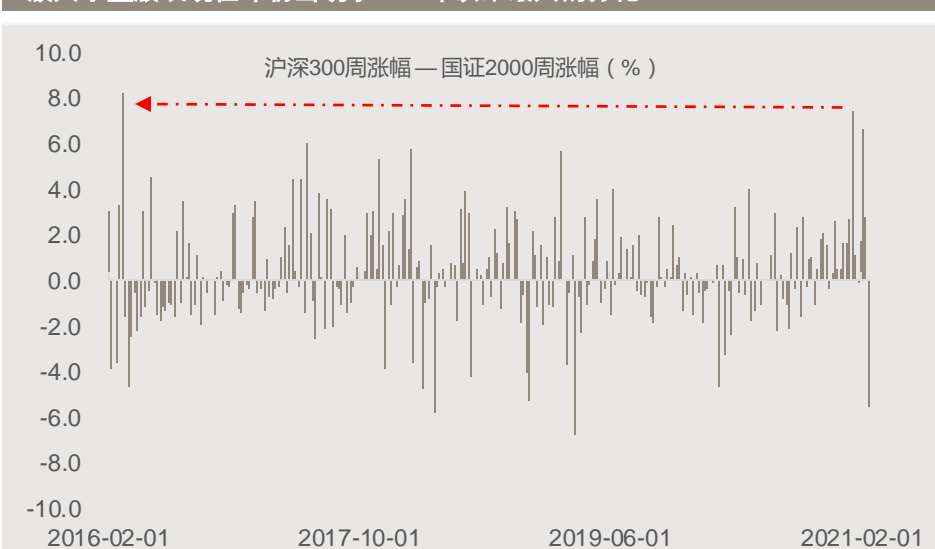
资料来源：万得，左图数据区间2010.05.01-2021.03.27，其中2021年3月份数据为铜金比根据其领先性后置一个月所得；右图数据区间2010.02.01-2021.02.25

市场观察(2) A股

通胀预期推动风格再平衡，A股牛市扩散、价值股领跑

- **通胀预期推动风格再平衡，复苏加速A股牛市扩散：**节后全球大宗商品价格和通胀预期的快速上扬，尤其是美债收益率的短线急升，推动A股市场迎来久违的大盘与中小盘以及成长和价值风格的再平衡。在此之前，成长股相对价值股、大盘股相对小盘股的背离已经持续数年，并在节前达到了极端的水平。复苏加速的背景下，价值股与中小盘股因原本估值较低，故受利率抬升导致的杀估值压力较小，且价值股与经济周期关系相对更紧密，而中小盘股的业绩也有望在复苏周期中展现出更大的向上弹性。节后主要指数的下跌，掩盖了超3/4个股上涨的真相，也即牛市其实出现了扩散。
- **整体估值不高、系统性风险较小，关注复苏环境下的机会：**尽管估值较高、过去2年涨幅较大的大盘成长板块与全球市场中的同类出现了较大幅度的调整，但当前A股整体估值并不高，中央去年底也前瞻性底表示政策“不急转弯”，加之经济仍处于加速复苏的过程中，中国权益市场的系统性风险较小，或许利率上升与经济复苏环境中的结构性机会更值得投资者关注。从历史上来看，在利率上升的环境下，跟实体经济更为密切的价值股以及有色、化工等偏顺周期的行业有望跑赢。但与此同时，随着短暂而深度的急调过后，生物医药、新能源、科技等长周期景气的优质赛道将会重新焕发吸引力和配置价值，完全回避显然是过犹不及的做法。

A股大小盘股表现在年初出现了2016年以来最大的分化



通胀预期与利率上升推动A股自春节前一周开始风格再平衡

主要指数	2019年至 节前一周	年初至 节前一周	节前一周 至今	风格特征
国证2000	28.4	-11.0	3.6	超小盘
中证1000	36.5	-9.0	0.4	小盘
中证500	49.7	-2.0	-2.5	中小盘
上证50	67.5	5.5	-6.7	超大盘
沪深300	82.1	5.2	-8.1	大盘
创业板指	155.4	7.7	-14.6	大盘成长
创业板50	215.8	10.4	-15.9	大盘成长
风格指数				
国证价值	30.7	0.8	0.6	价值
国证成长	133.7	8.2	-12.2	成长

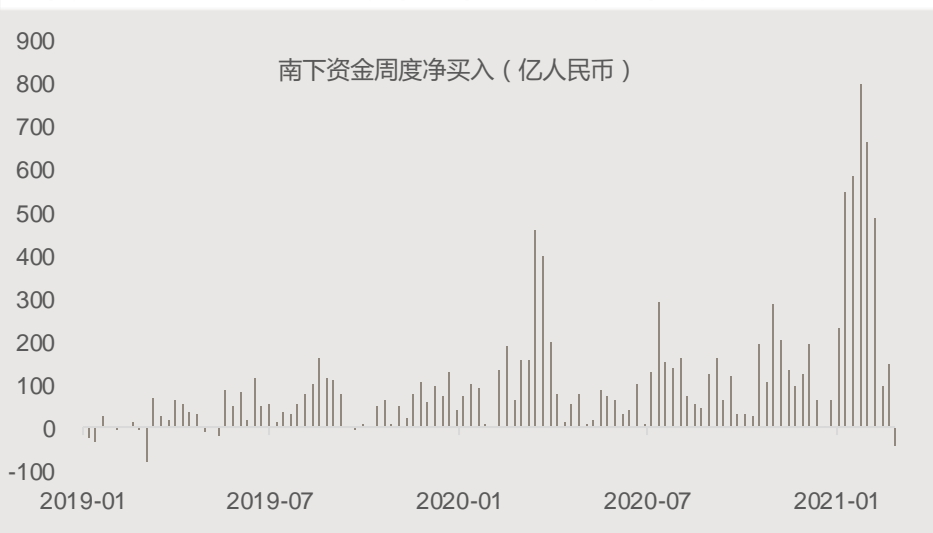
资料来源：（左）万得，数据区间2016.02.01-2021.2.26；（右）万得，节前一周的起始日期为2021年2月8日

市场观察(3) 港股

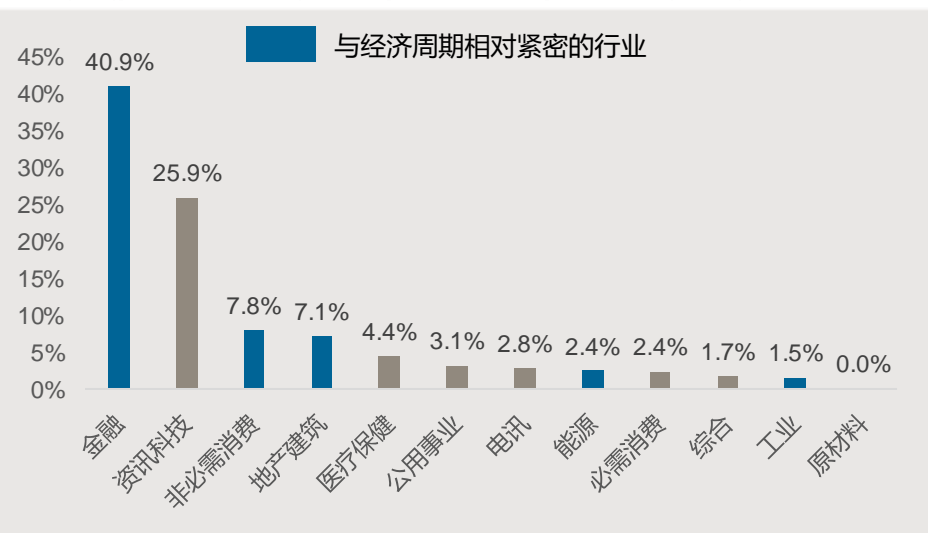
急调强化长线配置价值，港股实际受益全球复苏

- **多重压力集中释放，港股创一年最大周跌幅：**受全球股市调整及将上调印花税等因素影响，恒生指数、国企指数本周分别跌超5%和7%，前期涨幅较大、估值较高的恒生科技指数跌幅超过15%。香港特区政府24日称，**决定提交法案将股票交易印花税从0.1%提高至0.13%**，叠加海外市场因通胀预期攀升或导致货币政策收紧担忧而大幅回调，以及年初以来涨幅较大带来的获利了结压力，共同导致了本周港股自新冠疫情爆发以来的最大调整和南下资金的阶段性回流。但相较于此前强劲的流入，本周南下资金42.3亿元的回流显得微不足道。
- **急调强化长线配置价值，港股实际受益全球复苏：**短期而言，股票交易印花税率提升30%将导致港股交易成本上升，从交易和心理层面给市场带来负面冲击。但中长期而言，港股今年强劲的盈利增长与较低的估值水平、新经济板块的吸引力与稀缺性等利好因素并未发生改变，毕竟长线而言，公司盈利增长、估值及前景才是决定市场表现的最主要因素。而且本轮海外调整系由经济和通胀复苏预期导致的美债收益率上升所触发，港股的行业结构是偏价值与周期的，投资者所预期的未来一段时间的经济环境实际上是利好港股的。短期的急调反而增加了港股的中长期配置价值和**安全边际**。

南下资金自2019年9月以来首次周度净流出，但金额微不足道



恒生指数的行业结构偏周期与价值，有望受益全球经济周期性复苏



资料来源：（左）万得，数据区间2019.01.01-2021.2.26；（右）恒生指数公司，反应截至2021年1月底的行业结构

大咖观市：调整的大部分或已完成，以长周期视角看待核心资产价值



李德辉

上投摩根科技前沿、卓越制造、智选30、慧选成长、慧见两年持有期基金基金经理

历史上香港无可参考的印花税上调的案例，短期看市场的情绪面多多少少会受到影响，也无法避免。我们只能从长周期去分析、判断香港市场的地位和公司，其优势在于它的稀缺性，在于拥有众多中国优秀的移动互联网公司，包括已上市的和未上市但未来都会在香港上市的公司。

这些优秀的互联网公司是我们看好香港市场的重要原因。今年年初以来，香港市场成交量比去年显著放大，剔除本次事件，香港市场的长期稳态的增长主要是来自于中国优秀的移动互联网公司，这些公司壁垒足够高，需求足够稳定，其竞争优势不会因为印花税上调而变低，这些公司未来很多会在香港上市，这也是我们看好香港市场最主要的逻辑。

核心资产短线的跌幅较大，我们更多理解为市场在修正，通过修正把之前过热的估值变成一个相对合理的估值。我们从长期的一个稳态之后的合理值角度来看，现在很多的核心资产拉长时间到明年看，其估值仍是相对可接受的。从一个资产长期稳定性和确定性角度看，这些资产的长期盈利增长来源于中国行业的需求扩张，以及这些公司行业的竞争地位，这些重要和核心问题我们认为没有太大的变化，风险也相对可控。

今年我们认为会是一个从过高的估值慢慢回到一个合理的估值的过程。所以这样一个过程中如果没有特别的系统风险，我们认为可能调整的大部分已经完成了，所以在这个位置上市场会慢慢的稳定下来。

今年还有一个可能的风险就是通胀，如果通胀在今年年终能够见顶回落，那整个市场的风险基本解除。如果通胀过高，可能流动性的收缩会更加有压力，但这个概率应该是相对低的。整个市场大概率是一个区间震荡的状态，我们会保持平稳心态，也会走一步看一步的对我们的组合进行动态评估和调整，所以建议投资者保持平稳心态，以较长时间维度去看待一个资产，这样也可以帮助缓解短期焦虑和干扰。

资料来源：上投摩根

其他观察

■ 美国就业市场显露改善端倪，核心资本财订单数据显示制造业强劲

由于新冠病毒感染人数下降，上周初请失业金的美国人有所减少，但本月中冬季风暴在南部地区造成严重破坏后，劳动力市场的近期前景仍不明朗。2月20日当周，初请失业金人数经季节调整后减少11.1万人，至73万人，为去年11月以来最低水平。1月份核心资本财订单增加0.5%，同比增长8.3%，为占美国经济11.9%的制造业提供了支撑。第四季GDP增幅修正为4.1%。

■ 美联储主席鲍威尔提醒投资者关注数据，为长期宽松政策铺路

在就业市场严重受创和通胀疲弱之际，美联储主席鲍威尔向关注美国公债收益率上升和价格风险的投资者传达了一个简单的信息：关注数据，在经济明显改善之前不要期待货币政策出现任何变化。鲍威尔在国会众议院金融服务委员会作证时，继续强调美联储让经济恢复到充分就业状态的承诺，以及不担心通胀，除非物价开始持续且令人不安地上涨。鲍威尔表示，通胀可能需要三年多的时间才能达到美联储的目标。

■ 穆迪上调美国以及中国等新兴市场国家经济增长预期，下调英欧成长预期

信用评级公司穆迪上调了美国和新兴市场国家今年的经济预测，但下调了欧洲的成长预测，因欧洲在新冠疫情期间实施了严格的封锁。穆迪将美国经济增长预期从11月预计的4.2%上调至4.7%。将新兴市场国家的成长预期从6.1%上调至7%，中国、印度和墨西哥的上调幅度最大。将欧元区和英国的增长预期分别从此前的4.7%和5.2%下调至3.7%和4.7%。

■ 中国央行货币政策“稳”字当头 资金面“紧平衡”将持续

2月24日，为维护银行体系流动性合理充裕，中国人民银行以利率招标方式开展了100亿元逆回购操作，期限为7天，中标利率为2.20%。接受《经济参考报》记者采访的业内人士表示，受“就地过年”等因素影响，居民提现及金融机构流动性需求有所下降，央行流动性投放也呈现出“节前不大放，节后不大收”的特点。不过，这并不意味着货币政策急转弯和贸然收紧。

资料来源：路透，Wind、经济参考报

大事前瞻：本周主要国家议程、经济数据

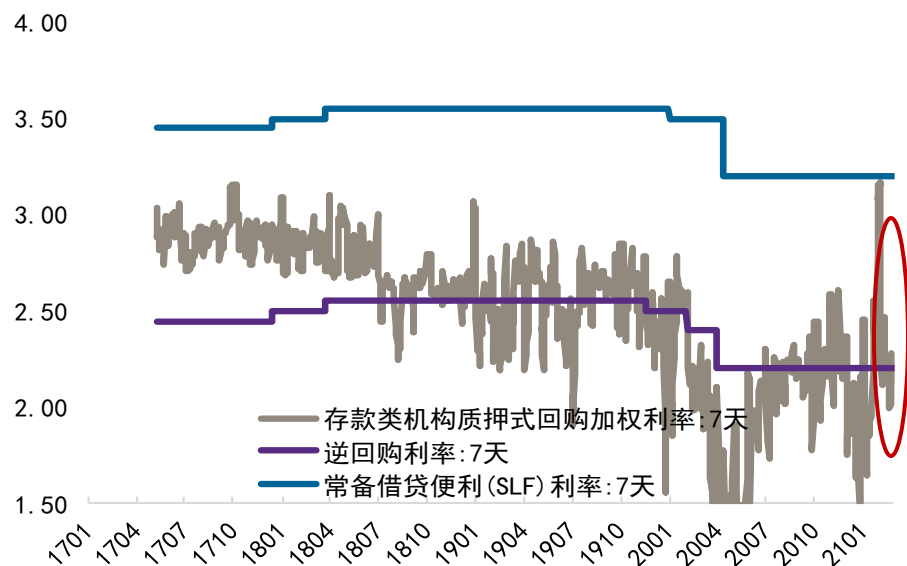
事项	日期	重点摘要
央行议程	3月2日	澳洲联储公布利率决议
经济数据	3月1日	法国2月制造业PMI、德国2月制造业PMI、欧盟2月制造业PMI、英国2月制造业PMI、美国2月制造业PMI
	3月2日	德国1月失业率及失业人数
	3月3日	中国3月3日沥青库存率、欧盟1月PPI、美国2月ADP就业人数、美国2月非制造业PMI、美国2月26日EIA库存周报
	3月4日	美国2月26日EIA库存周报：成品汽油、美国2月26日柴油产量、俄克拉荷马库欣原油库存量、含渣燃料油产量及库存量、航空煤油库存量、馏分燃料油产量及库存量、汽油产量及库存量、商业原油库存量、原油产量、原油和石油产品库存量、中国3月4日石油焦港口库存、中国3月4日苯乙烯工厂库存、欧盟1月失业率、美国1月耐用品新增订单、美国2月27日当周初次申请失业金人数、美国1月全部制造业新增订单
	3月5日	美国2月26日天然气库存、美国2月失业率、美国2月新增非农就业人数
其他	-	-

资料来源：万得

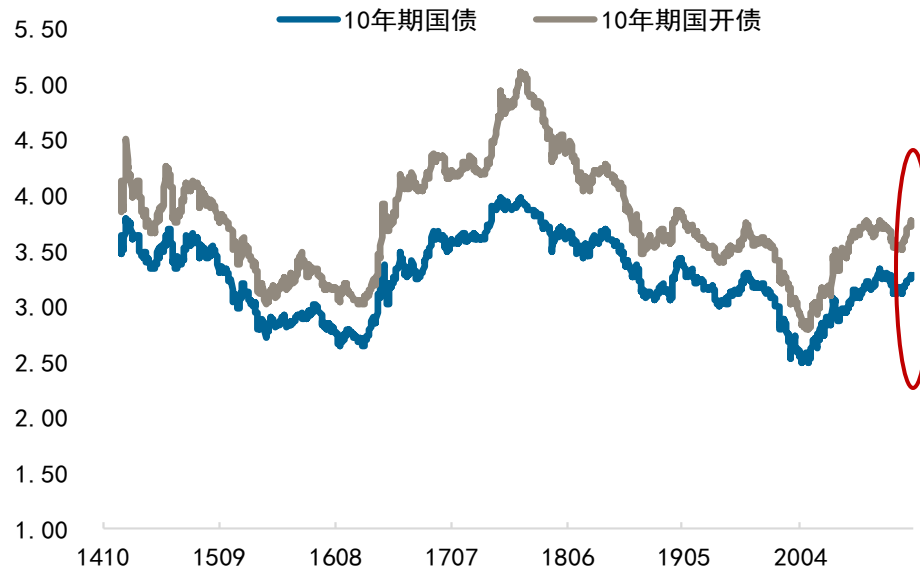
趋势跟踪：市场利率上升，国债收益率上升

- 截至 2021/2/26，存款类机构7天质押式回购利率较前一周上升21.8个bps
- 10年期国债和国开债收益率分别较前一周上升2.2个bps和1.3个bps

中国利率走廊



中国10年期国债收益率

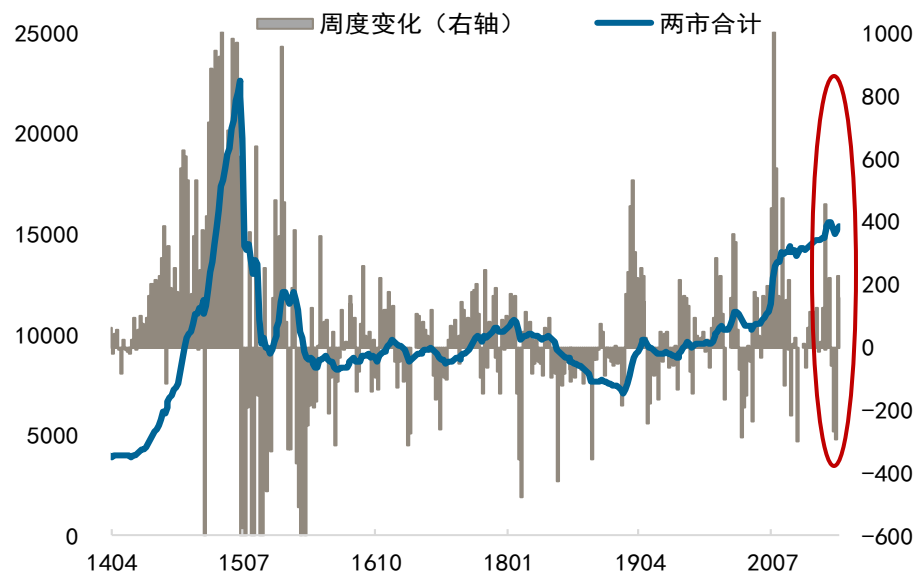


资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至 2021/2/26

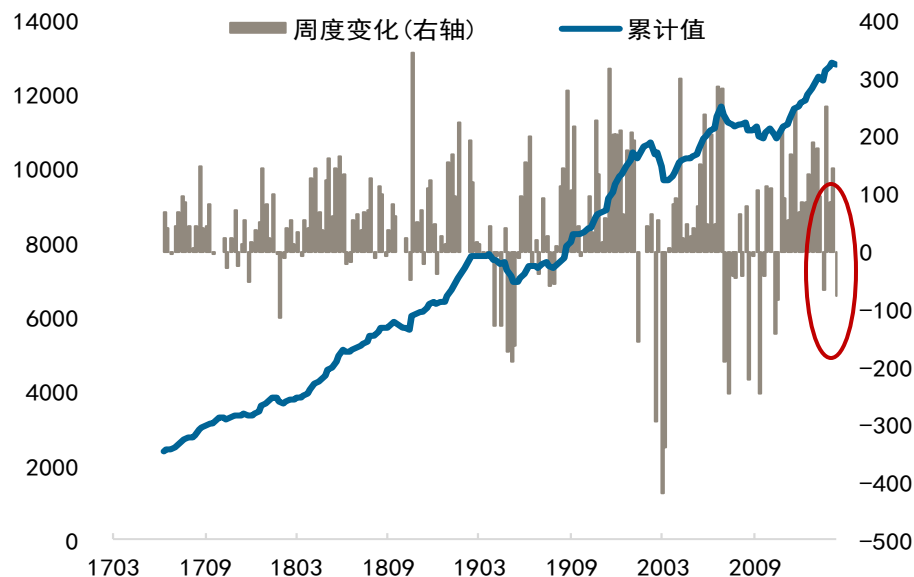
趋势跟踪：融资余额上升，北上资金净流出

- 截至2021/2/26，融资余额较前一周上升158.8亿元
- 沪深港通北上资金上周净流出75.01亿元，显示外资流出A股市场

融资余额（亿元）



北上资金（亿元）

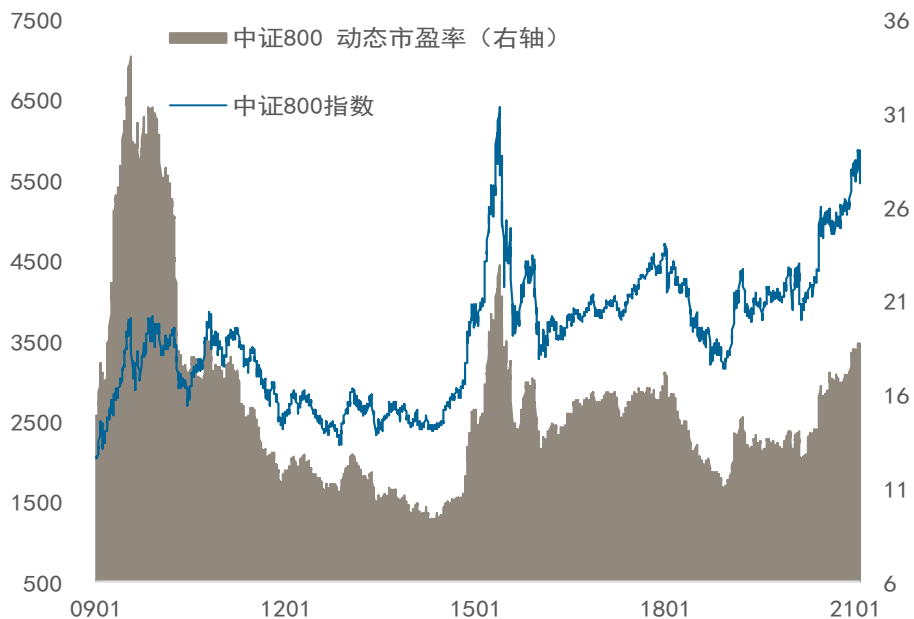


资料来源：Wind, Bloomberg; 数据截至2021/2/26

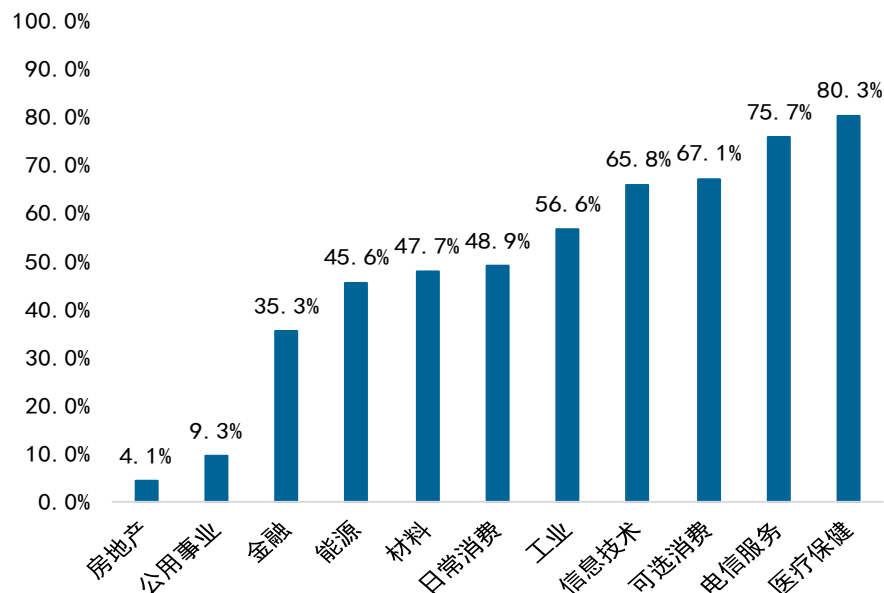
趋势跟踪:A股估值结构分化

- 截至2021/2/26，中证800指数估值为17.63倍
- 房地产、公用事业等行业估值仍在相对低位

中证800指数估值（倍）



A股主要行业动态市盈率分位数*



资料来源：Wind，右图行业分类为wind一级行业；数据区间：1999.12.31-2021/2/26

*注释：右图市盈率分位数的测算方式为以过去20年行业的历史最低估值为0%，并以最高估值为100%建立坐标轴。按照当前估值给予分位数。

2021年一季度焦点基金

波动中宜稳健航行，把握入市好时机

布局A股成长潜力

新兴动力基金
(377240)

高集中高成长
长期爆发力可期

科技前沿基金
(001538)

布局长线核心资产
回避短期市场噪音

核心优选基金
(370024)

挖掘结构性机遇
追踪中国发展趋势

成长先锋基金
(378010)

把握成长机会
注重均衡配置

均衡布局攻守有道

大盘蓝筹基金
(376510)

行业个股分散布局
追求持续超赢

双核平衡基金
(373020)

追求股债平衡
长期收益稳健

多元配置，争取稳收益

安隆回报基金A
(004738)

投资理财新招式
多资产严控风险

摩根亚洲总收益债券
基金* (968000)

网罗收益机遇
尽显亚债实力

上投摩根双核平衡基金成立日期为2008-05-21，基金业绩比较基准为沪深300指数收益率*50%+上证国债指数收益率*50%，2020年、2019年、2018年、2017年、2016年累计净值回报分别为62.43%、56.58%、-22.15%、14.35%、-8.32%，对应区间的基金业绩比较基准增长率分别为15.44%、20.21%、-9.85%、11.22%、-3.95%。上投摩根双核平衡基金历任基金经理为芮崑(20080521-20091024)、梁钧(20080521-20090613)、罗建辉(20091024-20150130)、卢扬(20141030-20151120)、陈思郁(20150804至今)、李德辉(20180330-20190719)。*投资涉及风险。投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。投资价值及收益可出现波动，投资者的投资并无保证，过去的业绩并不预示未来表现。汇率波动可导致有关海外投资的价值升跌。新兴市场投资的波动程度或会较其他市场更高，并通常对价格变动较敏感，而投资者的资本损失风险也因此而较大。本文件所述摩根亚洲总收益债券基金为内地与香港基金互认中获得中国证监会正式注册的香港基金，在内地市场向公众销售。该基金依照香港法律设立，其投资运作、信息披露等规范适用香港法律及香港证监会的相关规定。摩根基金(亚洲)有限公司是本文件所载的基金的基金管理人。上投摩根基金管理有限公司作为本文件所述基金在中国内地发售的主销售商及代理人刊发本文件。本文件并未由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会审阅。

关注上投摩根「领航者」市场消息跟着走

想随时掌握全球各类资产第一手消息吗？
立即关注上投摩根「领航者」微信订阅号，享有以下三大福利！

立即扫描
关注我们



每天提供

全球市场热点资讯
优质基金推荐



每月更新

焦点基金运作解读
精彩有奖活动



每季发布

全球资产配置展望报告
大咖直播室

上投摩根

基金 管 理

风险提示：投资有风险，在进行投资前请参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件。本资料为仅为宣传材料，不作为任何法律文件。基金管理人承诺以诚实信用，勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对新基金业绩表现的保证。上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。投资涉及风险，不同资产类别有不同的风险特征，过去业绩并不代表未来表现。本演讲稿属于上投摩根基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。