

美债飙升，高估值巨震杀跌

——3月资产配置月报

2021年3月

要点：

百瑞信托博士后工作站

○ 市场情况：

权益：估值下杀，盈利改善

债券：收益率整体下行，信用利差收窄

商品：美债收益率走高引发市场担忧，能化领跌

○ 宏观数据：

资金面：平稳不紧，迎跨季考验

生产端：工业生产强劲复苏，制造业表现亮眼

投资端：固定资产投资平稳恢复、PMI 维持景气区间、PPI 持续上涨

消费端：社零恢复增长、核心 CPI 有抬头迹象

进出口端：整体增长较快，出口表现不俗

○ 配置建议：商品>权益>债券

美债快速上行，高估值资产杀跌的背景下，前期强多品种退回弱多配置，其他维持。

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					美债上行，高估值杀跌，退回弱多，小市值股有追涨
	周期	√					美债上行，高估值杀跌，退回弱多，但回调后依然有机会
	消费			√			消费中抱团股建议离场
债券	利率债		√				中长端利率债已回归中枢附近，可适度关注配置机会
	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			√			玉米、淀粉偏弱，建议离场，油脂高位震荡，粕类偏多
	能化	√					原油从需求拉动切换至供给主导，处阶段性高位，部分化工已回调至合理位置
	工业	√					受原油调整，工业品承压，中线看多
	黑色			√			受“碳中和”概念影响，黑色两级分化，钢铁煤炭限产上涨，上游端铁矿石焦炭下跌

一、3月市场回顾

1、各类资产表现情况

截至3月19日，3月中上旬商品、权益资产全线下跌，债券小幅上扬，从表现情况来看，受美债利率快速上行触发全球高估值资产调整影响，节后权益市场出现前期抱团股集体性资金撤离，导致市场出现巨震；而商品市场较权益市场调整滞后一周，受原油达到阶段性高点后，能化产品价格均出现较深幅度的回调，随后带动顺周期工业品的小幅回调；而债券市场小幅上扬，特别是上月提到的3-5年期债券的交易性机会。

图表 1：各类资产表现

权益														
品种	2020年度	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03
% 沪深300	27%	-6%	6%	-1%	8%	13%	3%	-5%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%
中证500	21%	-8%	6%	1%	8%	12%	1%	-7%	-1%	3%	1%	0%	2%	-5%
上证50	19%	-5%	6%	-2%	5%	10%	3%	-3%	1%	6%	5%	2%	4%	-9%
创业板指	65%	-10%	11%	1%	17%	15%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-10%
300成长	44%	-6%	9%	2%	11%	15%	2%	-5%	3%	4%	9%	4%	1%	-10%
300价值	0%	-7%	4%	-3%	1%	6%	4%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%
300周期	6%	-7%	5%	-3%	3%	10%	3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%
300消费	75%	4%	9%	4%	9%	19%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%	1%	-11%

债券														
品种	2020年度	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03
BP 国债10Y	0.26	-13.68	-7.52	21.31	18.35	5.19	5.37	11.54	5.01	5.90	-10.22	4.26	8.56	-3.08
国债5Y	5.83	-17.00	-55.87	45.19	35.81	8.34	25.82	7.71	-3.18	6.84	-12.17	4.03	6.97	0.59
国债1Y	9.34	-19.10	-59.94	45.31	52.75	14.48	20.49	12.82	13.22	13.67	-40.36	19.93	-10.00	7.20
AAA3	13.21	-8.88	-56.50	35.61	46.21	33.77	18.28	0.92	-5.88	19.09	-26.34	9.30	5.61	-7.88
AA+3	46.59	-3.16	-53.83	30.33	48.18	35.60	15.16	8.88	-13.88	39.50	-18.34	-11.54	5.19	-5.91
AA3	56.49	-4.54	-25.60	25.12	49.68	17.95	2.44	7.08	-4.99	46.28	-13.76	4.53	1.64	-1.76
% 中证转债	5%	-2%	1%	-3%	0%	7%	1%	-4%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%

商品														
品种	2020年度	2020.03	2020.04	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03
% 南华商品	7%	-7%	3%	6%	1%	4%	3%	-6%	0%	8%	7%	0%	13%	-8%
南华农产品	12%	2%	0%	1%	0%	4%	2%	1%	5%	1%	4%	-2%	6%	-6%
南华能化	-10%	-15%	-1%	7%	2%	1%	2%	-7%	0%	10%	6%	2%	14%	-9%
南华工业	9%	-9%	4%	7%	2%	4%	3%	-7%	0%	11%	6%	1%	15%	-7%
南华黑色	64%	1%	3%	12%	0%	8%	4%	-3%	4%	10%	18%	-4%	9%	-4%

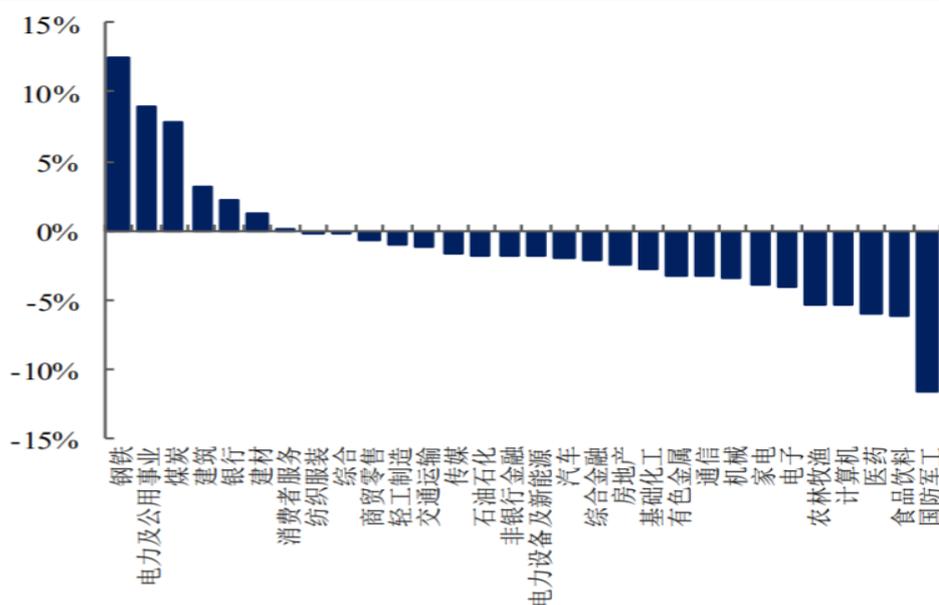
资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

2、市场表现描述

1) 权益：估值下杀、盈利改善

节后，美国十年期国债收益率飙升，带动全球无风险利率上行，对利率更加敏感的高估值板块被大幅杀跌，3月以来，跌幅最大的行业集中在国防军工、食品饮料、医药、计算机、农牧、电子等行业，分别下跌 11.67%、6.10%、5.98%、5.42%、5.13%、5.12%。

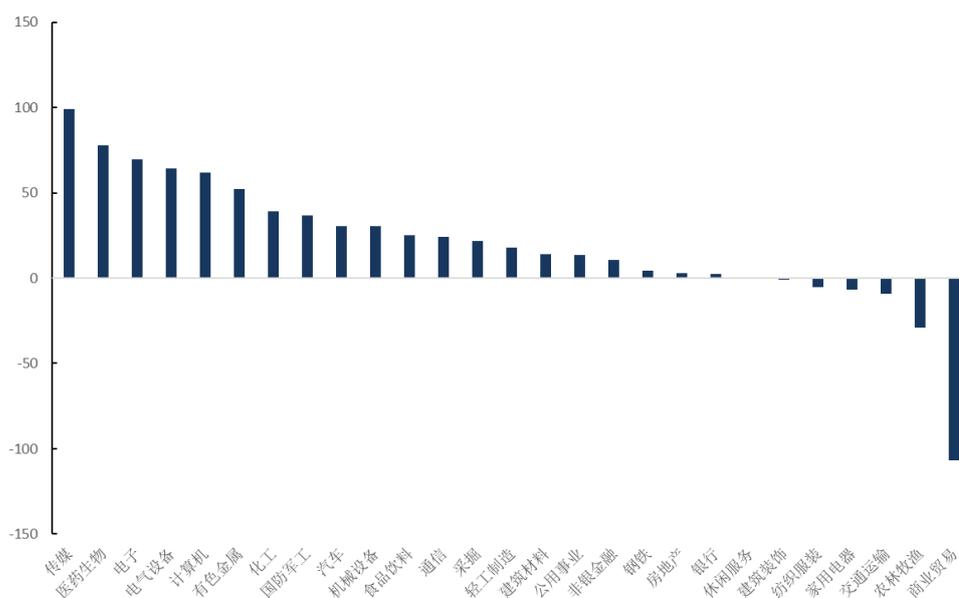
图表 2：3 月以来国防军工、食品饮料、医药等抱团股跌幅较深



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

从可比公司口径计算,全部 A 股 2020 年报累计归母净利润同比增速 16.63%, 已超过 2019 年的 6.67%。从板块来看, 传媒、医药、电子、电气设备、计算机、有色金属、化工等行业增速较快, 分别为 98.88%、77.92%、69.51%、64.32%、61.90%、52.38%、39.02%; 而商业贸易、农林牧渔、交通运输、家用电器、纺织服装增速下滑, 分别为-106.87%、-28.94%、-99.13%、-6.69%、-5.28%。

图表 3：归母净利润同比增速 (%)

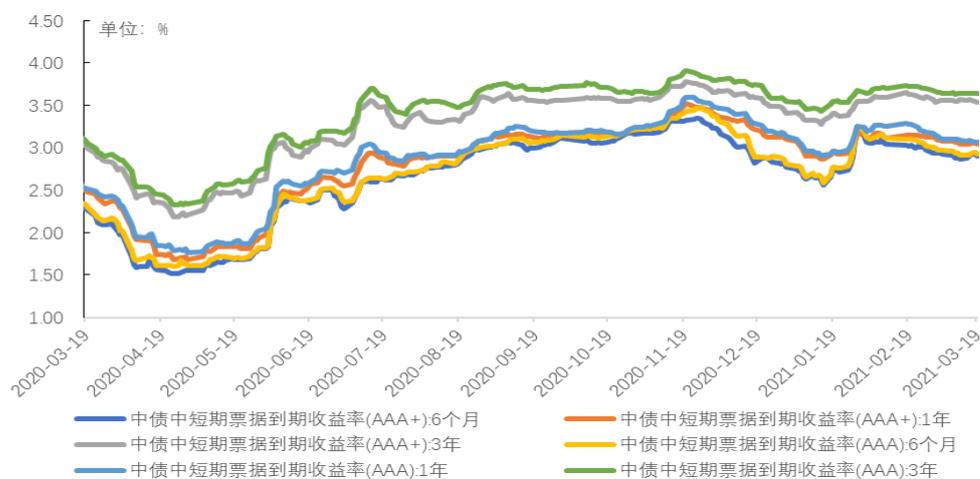


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

2) 债券：收益率整体下行，信用利差收窄

受美债利率上行过快的影响，上行对国内市场产生一定扰动。此外上游大宗商品涨价可能助推 PPI，引发全球通胀预期。本月（2月22日-3月19日），信用债收益率整体呈下行趋势。从具体品种来看，AAA+品种中，6个月下行9BP，1Y下行10BP，3Y下行8BP。AAA品种中，6个月下行16BP，1Y下行19BP，3Y下行9BP。

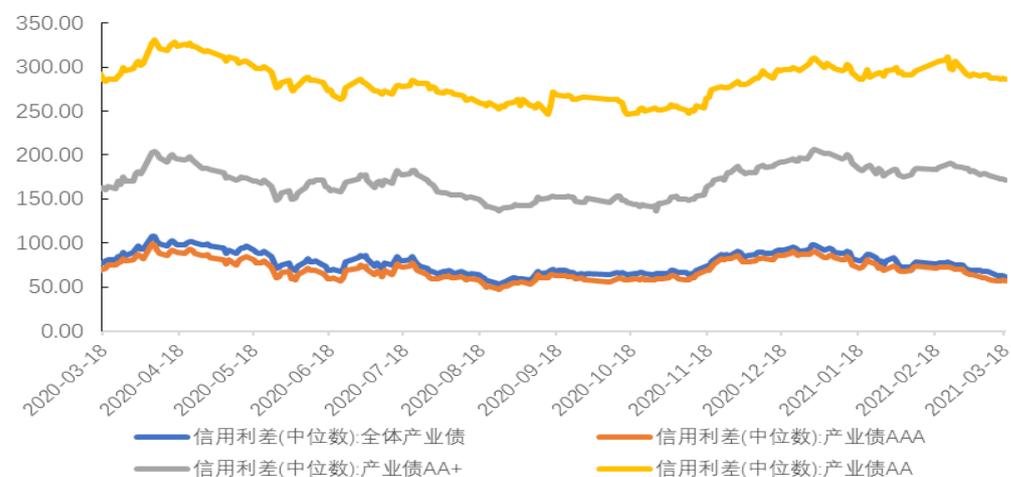
图表 4：各期限信用债收益率走势



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均呈收窄趋势。全体产业债信用利差收窄 15BP；AAA 产业债信用利差收窄 16BP；AA+产业债信用利差收窄 17BP；AA 产业债信用利差收窄 22BP。

图表 5：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，本期不同债券的期限利差走出分化局面。具体来看，国债 5Y-1Y 利差收窄 6BP，AA 5Y-1Y 期限利差收窄 4BP，AAA 5Y-1Y 期限利差则走阔 11BP。

图表 6：期限利差走势



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

3月18日，中国银行间市场交易商协会发布《关于明确碳中和债相关机制的通知》。通知从碳中和债定义、募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理、存续期信息披露、存续期管理工作、鼓励措施七个角度明确了碳中和债的发行要求”。2021年2月7日，首批碳中和债在银行间市场成功发行，共计6支，发行规模共64亿元；2021年2月25日至3月1日，交易所市场首度发行7支碳中和债，发行规模合计135亿；涉及的发行主体包括四川机场、雅砻江水电、华能集团、国家能源集团、南方电网、国家电投、华能天成租赁、深圳地铁、三峡集团和京投公司。从目前的发行情况来看，碳中和债的发行主体资质普遍较好，发行方式均采用公募发行，发行期限以2-3年为主，票面利率低于同日中债估值。

3) 商品市场：美债收益率走高引发市场担忧，能化领跌

截止3月19日，本期南华商品指数大跌3.81%（前值+6.02%），呈现先小涨后大跌形势。2月下旬，原油领涨，商品指数涨幅较大。随后，拜登政府推出1.9万亿美元刺激法案，美债收益率上涨，在通胀预期下，风险资产价格承压，节后推动上涨的资金和情绪驱动因素逐渐消失，商品指数逐渐回归基本面。

从不同板块来看，能化板块跌幅较大。能化方面，美国原油库存增加及欧洲疫情恶化使原油价格大跌，下游化工品跟随下跌，气温回升供暖需求减少，焦炭

价格大跌；金属方面，供应端技术进步，铁矿石、铅、镍跌幅较大；农产品方面，苹果跌幅高达 18%，油类得益于现货价格支撑，指数上涨；贵金属方面，美债收益率上涨，贵金属吸引力下降。

受南美铜精矿供应不足、国内冶炼厂集中检修、“碳中和”及经济复苏影响，铜指数上涨。

图表 7：各类商品指数本月表现（0222-0319）



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

图表 8：黄金与原油价格变化



数据来源：iFind, 百瑞信托

图表 9：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

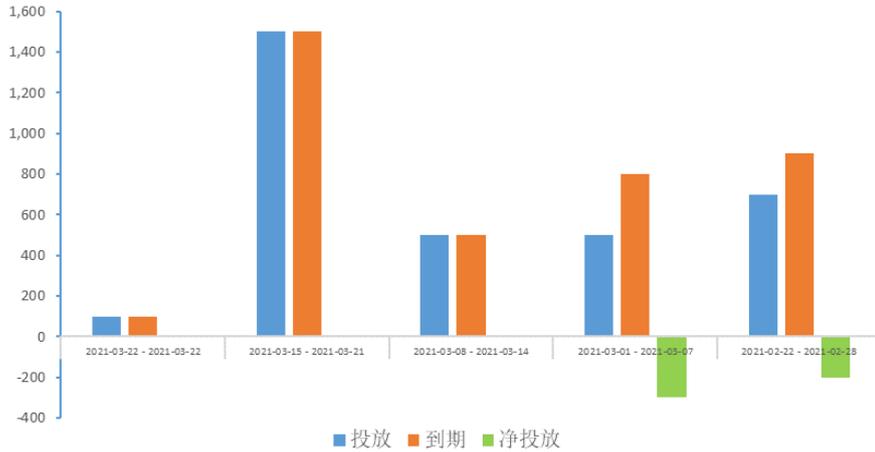
1、资金面情况

1) 公开市场操作：以对冲和回笼操作为主，市场净回笼 500 亿

从 2 月 22 日至 3 月 22 日，央行累计从市场回笼资金 500 亿。3 月 15 日央

行投放 1 年期 MLF1000 亿元，等量对冲 16 日 MLF 到期，央行投放操作边际收紧，整体以回笼和对冲操作为主，并未通过公开市场补充商业银行超储，银行间的资金面整体维持紧平衡状态。

图表 10：公开市场操作（亿元）

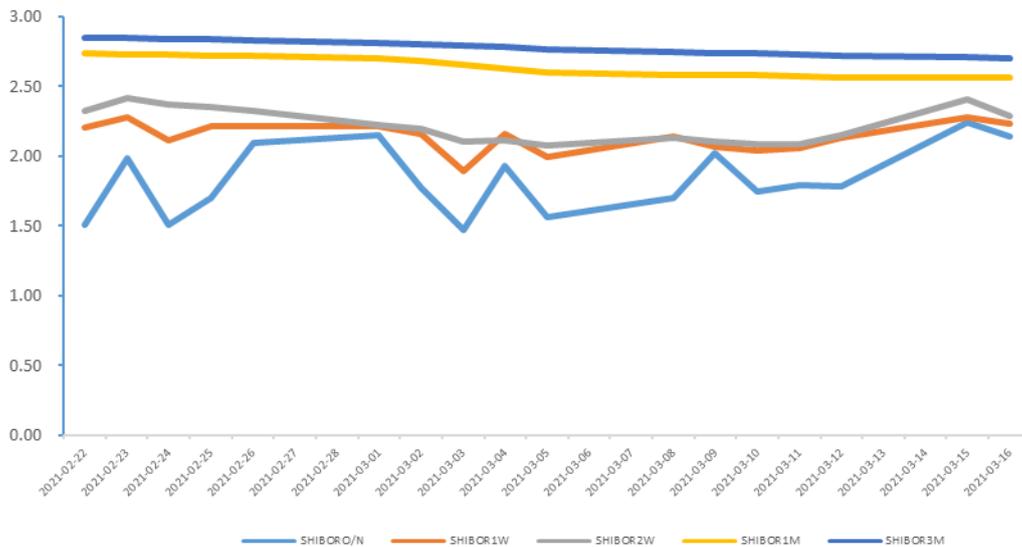


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

2) 同业拆放利率：短端震荡上行，长端缓慢下行

虽然三月为财政的投放大月，但是却不足以平抑季末的资金面波动。短期流动性的宽松并非常态。一方面是由于两会期间的维稳需要，另一方面可能是为了应对 3-4 月份信用债到期滚续压力，防范信用风险。进入 4 月，地方政府债陆续发行，信用债到期偿还规模大幅下降，资金利率可能存在回升压力。

图表 11：同业拆放利率（%）

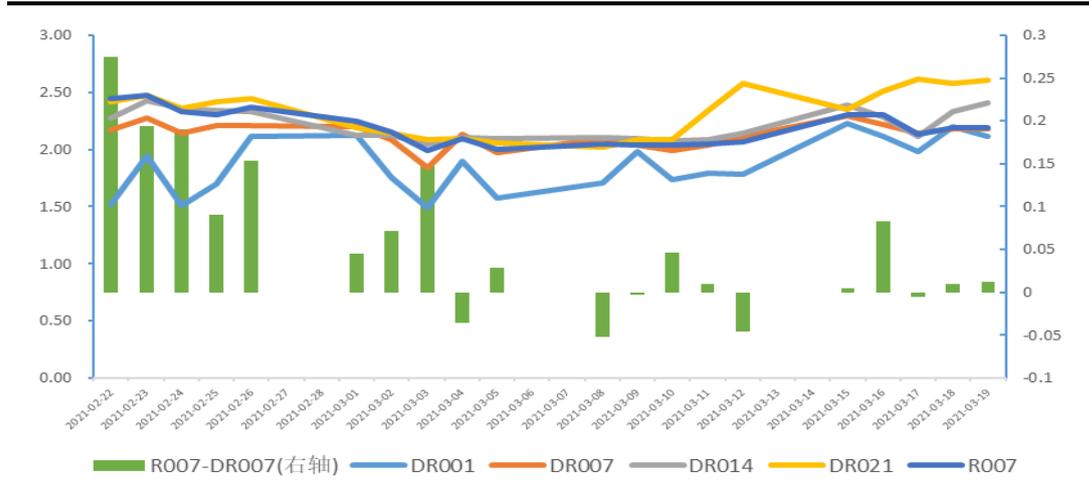


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

3) 存款类机构间质押式回购利率：流动性宽裕，资金分层压力缓解

从 2 月 22 日至 3 月 19 日，银行间质押式回购利率与存款类质押式回购利率整体围绕 2.20% 政策利率上下小幅波动。2 月春节后，R007 和 DR007 中枢降至 2.29% 和 2.16%，3 月以来（截至 3 月 19 日）进一步降至 2.11% 和 2.09% 附近，资金分层压力降低，市场流动性宽裕，但是进入 4 月如果央行继续维持中性操作，有可能抬升资金利率中枢，有可能对债市产生利空。

图表 12：同业拆放利率（%）

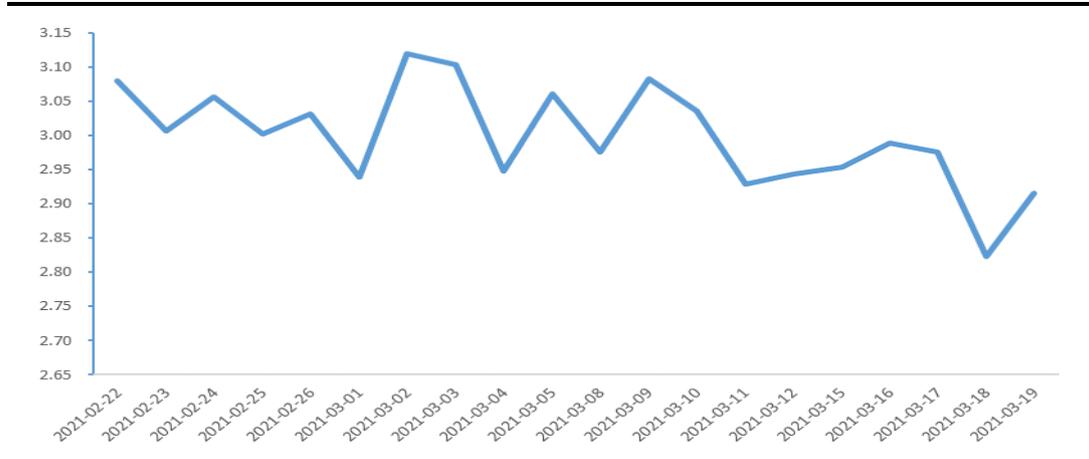


资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

4) 同业存单：发行利率整体下行

从 2 月 22 日至 3 月 19 日，同业存单发行利率整体下行，进入三月末，同业存单的预计到期规模为 4288.9 亿元，缴税缴准叠加下资金边际收敛，同业存单发行利率有可能存在上行风险。

图表 13：同业拆放利率（%）



资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

5) 货币市场展望：跨季资金面不容乐观，建议关注 MLF 操作

发行压力加大，资金中枢有可能抬升下周，国债预计缴款规模为 500 亿元，预计到期规模为 500.5 亿元，预计发行规模为 300 亿元。地方债的预计发行规模为 1084.06 亿元，预计缴款规模为 1084.06 亿元，预计到期规模为 704.59 亿元。此外，同业存单的预计到期规模为 4288.9 亿元。同时地方政府债发行进入高峰期，资金中枢有可能抬升。

4 月资金面不容乐观。4 月份通常为财政净回笼月份，2018 年 4 月中下旬缴税后，由于资金面紧张，R007 由 3% 以下上行至 6.16%，直至 4 月 25 日央行全面降准 1 个百分点，资金面紧张状况才彻底缓解。若央行继续进行公开市场中性操作，4 月份资金面也不容乐观。建议密切关注 4 月份央行 MLF 投放操作。

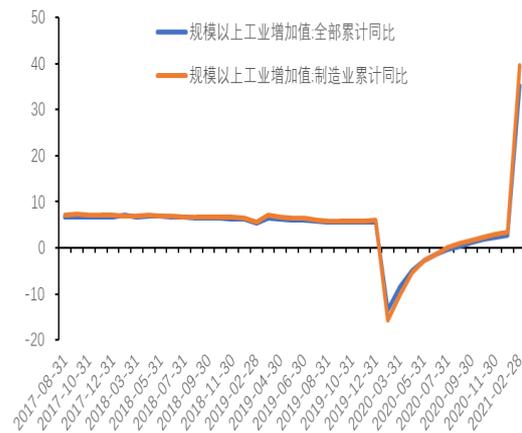
2、宏观数据点评

1) 生产端：工业生产强劲复苏，制造业表现亮眼

2021 年 1-2 月，规模以上工业增加值累计同比增长 35.1%。2021 年 1-2 月，规模以上工业增加值实现高速增长，与 2020 年同期基数较低有关。但与 2019 年 1-2 月相比，2021 年 1-2 月规模以上工业增加值增长了 16.9%，2020-2021 年两年平均仍实现了 8.1% 的增长。8.1% 的平均增速，放到 2015 年以来的更长周期来看均为较高的增速水平，表明 2021 年 1-2 月我国工业生产复苏势头非常强劲。

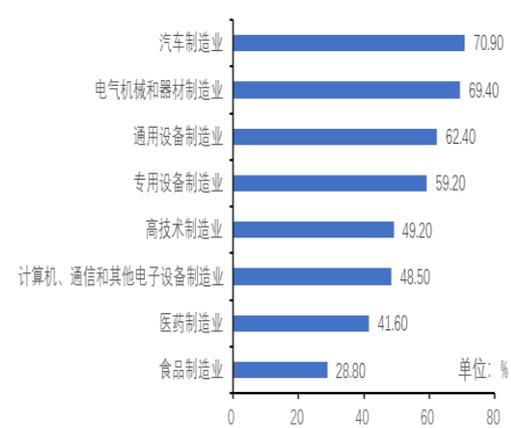
其中制造业对工业增加值增长有重要贡献，2021 年 1-2 月的增速为 39.50%。从制造业的细分行业来看，汽车制造业、电气机械和器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业、高技术制造业等的增速较高。

图表 14：工业生产持续强劲



数据来源：iFind，百瑞信托

图表 15：制造业分项



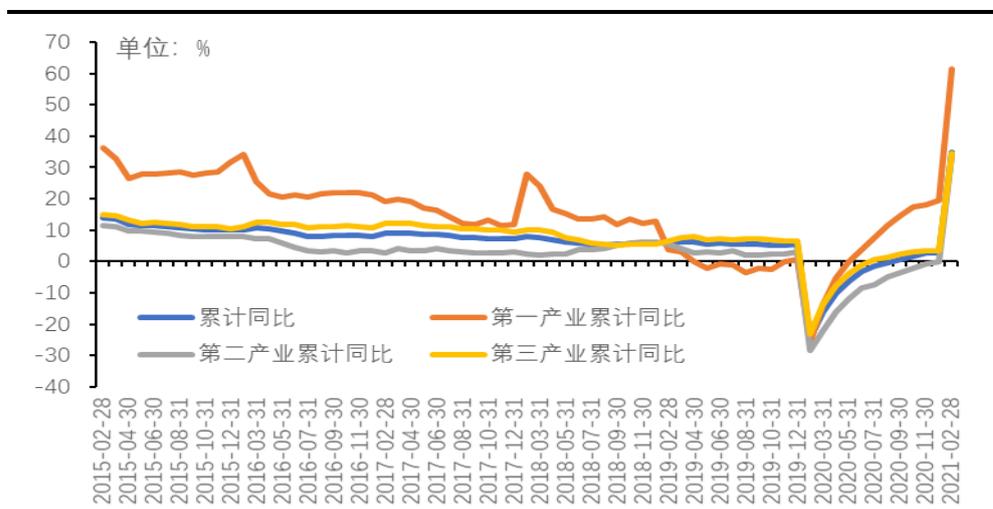
数据来源：iFind，百瑞信托

2) 投资端：固定资产投资平稳恢复、PMI 维持景气区间、PPI 持续上涨

2021 年 1-2 月，固定资产投资（不含农户）为 45236 亿元，累计同比增长 35.0%。与 2020 年同期基数较低有关，固定资产投资同样实现了高速增长。但与 2019 年 1-2 月相比，2021 年 1-2 月的固定资产投资增长 3.5%，两年平均增长 1.7%，表明固定资产投资正在平稳恢复。

分行业来看，2021 年 1-2 月，第一产业投资同比增长 61.3%，第二产业投资同比增长 34.1%，第三产业投资同比增长 34.6%。第一产业的固定资产投资恢复相对较快。在制造业的细分行业中，医药制造业、化学原料和化学制品制造业、专用设备制造业的固定资产投资增速较高，超过 60%。

图 16：固定资产投资平稳恢复



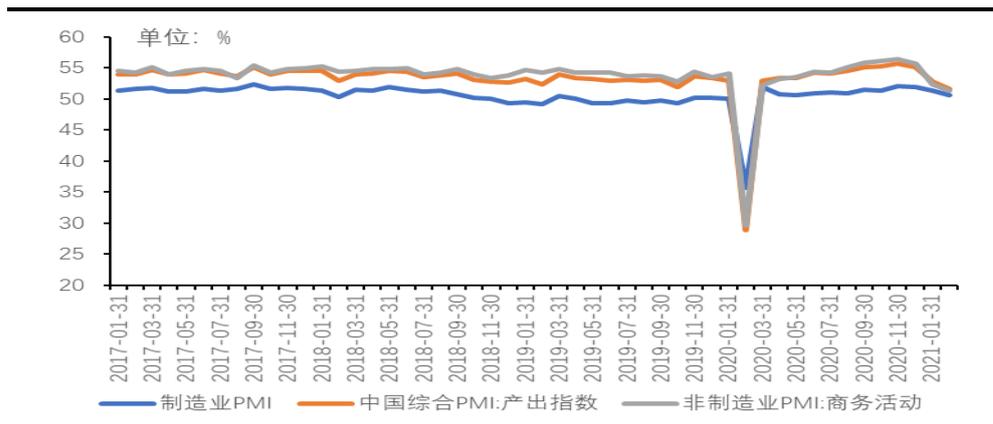
数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 2 月，制造业 PMI 指数为 50.6%，高于 50% 临界线。由于 2 月适逢春节假期，对 2 月的企业生产经营有一定的影响，因此 2 月的制造业 PMI 较 1 月回落 0.7 个百分点。从细分行业情况看，医药、通用设备、电气机械器材等行业生产指数高于制造业总体，与 1-2 月规模以上工业增加值、固定资产投资的数据情况比较吻合。

2021 年 2 月的非制造业商务活动指数为 51.4%，较 1 月回落 1 个百分点。主要受春节假期影响，建筑业施工进度有所放缓所致，2 月建筑业商务活动指数为 54.7%，较 1 月回落 5.3 个百分点。

综合来看，2021 年 2 月 PMI 受春节因素影响，与 1 月相比，综合 PMI 指数回落 1.2 个百分点，但整体处于枯荣线以上，随着春节假期因素的消除，PMI 有望在后续月份中逐步回升。

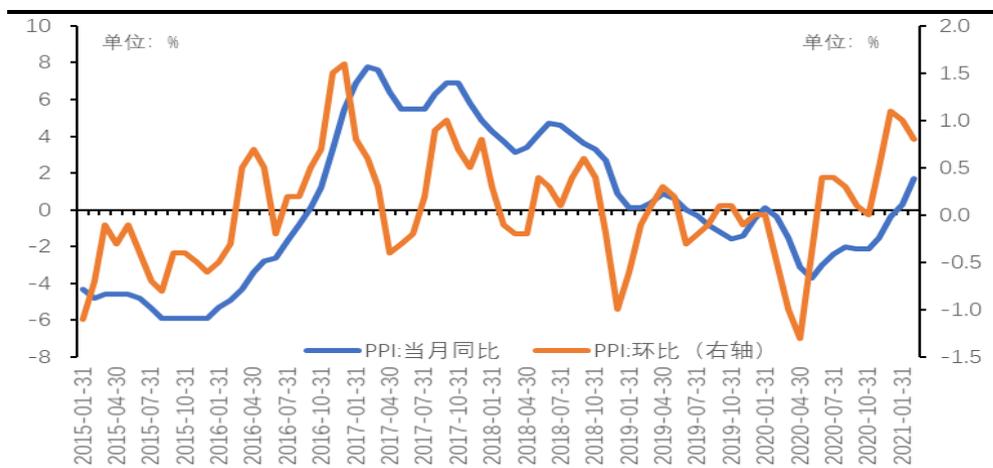
图 17: PMI 保持景气区间



数据来源: iFinD, 百瑞信托

2021年2月, 生产价格指数PPI同比上涨1.7%, 涨幅比上月扩大1.4个百分点。2月PPI的同比上涨, 主要是由生产资料价格同比上涨2.3%拉动。价格涨幅较大的主要行业包括黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业, 分别同比上涨14.1%、12.1%、10.9%。环比来看, 2月PPI上涨0.8%, 其中生产资料价格上涨1.1%。

图 18: PPI 依然持续增长



数据来源: iFinD, 百瑞信托

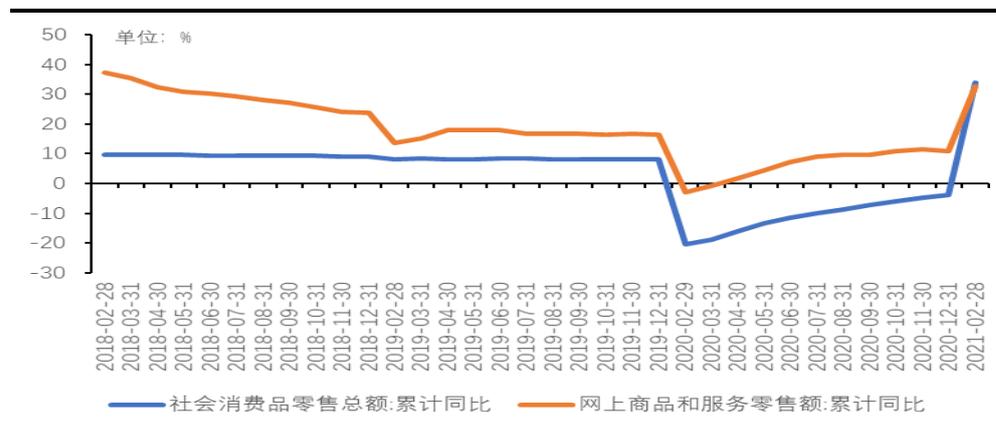
3) 消费端: 社零恢复增长、核心CPI有抬头迹象

2021年1-2月, 我国社会消费品零售总额为69737亿元, 累计同比增长33.8%。但与2019年1-2月相比, 增速为6.4%。近年来, 我国社会消费品零售总额的增速整体呈现下行趋势, 除了消费需求低迷有关外, 还与网络购物普及度提高带来的消费方式转变有关。2017年之前, 社会消费品零售总额的增速在10%以上, 2018年降至9%左右的水平, 2019年继续下降至8%左右的水平。2021年1-

2月的两年平均增速为3.2%，较2019年8%左右的水平仍偏低。

2020年初新冠疫情发生后，更多的用户采用网络购物的方式。网上零售额在2020年4月就恢复正增长，而社会消费品零售总额直至2020年末仍为负增长。

图 19：社会消费品零售总额累计同比上升

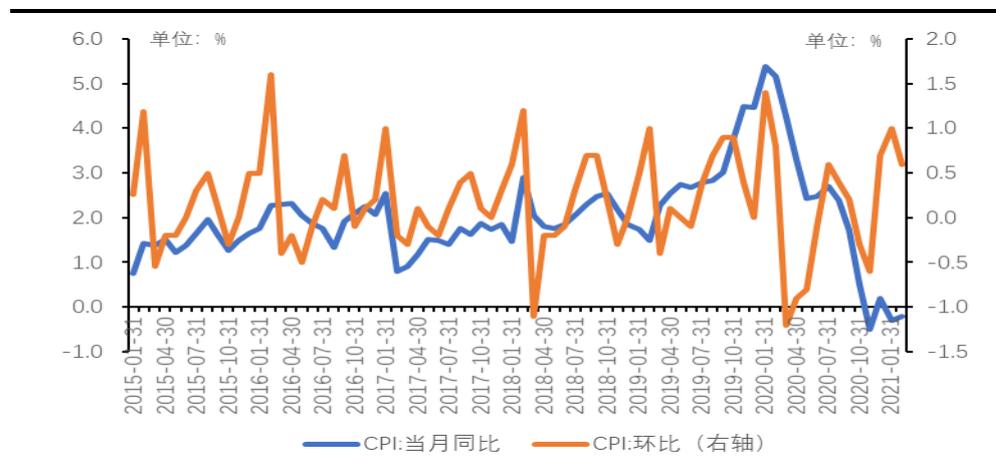


数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年2月，我国居民消费价格指数CPI同比下降0.2%。虽然2月的CPI同比仍为下降，但降幅已较1月收窄，且扣除食品和能源价格的核心CPI同比已由1月下降0.3%转为持平。环比来看，2月CPI上涨0.6%，其中食品价格上涨1.6%，非食品价格上涨0.4%。

在全球流动性相对宽松的情况下，大宗商品价格预计将有所上升。生产端价格的上升可能将进一步传导至消费端。因此，虽然2021年1月-2月CPI同比均为下降，但总体来说今年我国仍存在一定的通胀压力。

图 20：CPI 环比上涨

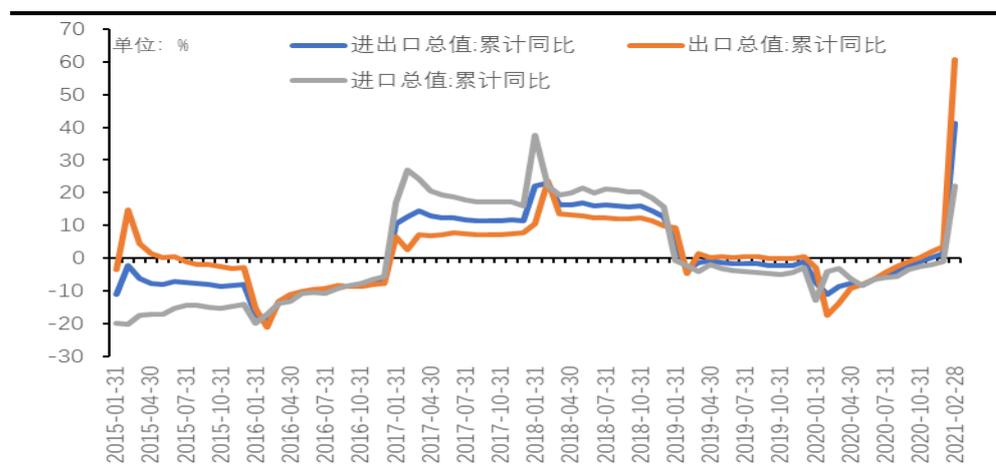


数据来源：iFinD，百瑞信托

4) 进出口端：整体增长较快，出口表现不俗

2021年1-2月，我国进出口总额为8344.9亿美元，累计同比增长41.2%。其中，出口4688.7亿美元，累计同比增长60.6%，进口3656.2亿美元，累计同比增长22.2%，实现贸易顺差1032.5亿美元。2020年以来，新冠疫情在全球蔓延，海外需求旺盛有利于我国出口的增长。预计2021年我国进出口将延续较快增长的良好势头。

图 21：进出口双双上涨



数据来源：iFinD，百瑞信托

3、重要事件

1) 政府工作报告：2021年国内生产总值增长6%以上，宏观政策不急转弯

2021年3月5日，第十三届全国人民代表大会第四次会议在人民大会堂举行，国务院总理李克强代表国务院向大会作政府工作报告。

报告指出，2020年，我国疫情防控取得重大战略成果，在全球主要经济体中唯一实现经济正增长，全年国内生产总值增长2.3%，城镇新增就业1186万人，年末全国城镇调查失业率降到5.2%，居民消费价格上涨2.5%，脱贫攻坚战取得全面胜利，决胜全面建成小康社会取得决定性成就。

2021年发展的主要预期目标是，国内生产总值增长6%以上；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；进出口量稳质升，国际收支基本平衡；单位国内生产总值能耗降低3%左右；粮食产量保持在1.3万亿斤以上。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。

“十四五”主要目标为，经济运行保持在合理区间，常住人口城镇化率提高到

65%，人均预期寿命再提高 1 岁，城镇调查失业率控制在 5.5%以内，基本养老保险参保率提高到 95%。

2) “十四五”规划和 2035 年远景目标纲要发布

十三届全国人大四次会议 3 月 11 日表决通过了关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（简称“纲要”）的决议。纲要共分为 19 篇，追求高质量增长成为十四五规划期间要求的显著特征。

“十四五”时期将强化国家战略科技力量，纲要首次明确列示全社会研发经费投入年均增长 7%以上；纲要强调改善改善收入分配，应对人口老龄化和全社会应对养老的压力，并将积极应对老龄化上升到国家战略层面；推动经济社会发展全面绿色转型，十四五规划将“推动绿色发展，促进人与自然和谐共生”单独成篇，凸显了“绿色发展”主题在未来五年的重要性。

纲要指出，要规范发展非银行金融机构，健全金融机构公司治理，加强系统重要性金融机构和金融控股公司监管，强化不良资产认定和处置，防范化解影子银行风险，有序处置高风险金融机构。纲要引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节支持力度，引导金融机构资源将向科技创新、高端制造、消费升级、城镇建设、民生金融、绿色金融等方向倾斜。

3) 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》

2021 年 2 月 22 日，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》（简称《指导意见》）。《指导意见》提出到 2025 年和 2030 年的两个阶段性目标。

《指导意见》从六个方面部署了重点工作任务。一是健全绿色低碳循环发展的生产体系。二是健全绿色低碳循环发展的流通体系。三是健全绿色低碳循环发展的消费体系。四是加快基础设施绿色升级。五是构建市场导向的绿色技术创新体系。六是完善法律法规政策体系。

《指导意见》还提出大力发展绿色金融：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；发展绿色保险，发挥保险费率调节机制作用；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；推动国际绿色金融标准趋同，有序推进绿色金融市场双向开放。推动气候投融资工作。

4) 市场监管总局对互联网领域十起违法实施经营者集中案作出行政处罚

3 月 12 日，市场监管总局根据《中华人民共和国反垄断法》第四十八条、第四十九条作出行政处罚决定。市场监管总局对银泰商业（集团）有限公司收购开元商业有限公司股权案、腾讯控股有限公司收购猿辅导股权案、成都美更美信息技术有限公司收购望家欢农产品集团有限公司股权案、宿迁涵邦投资管理有限

公司收购江苏五星电器有限公司股权案、百度控股有限公司收购小鱼集团股权案、苏宁润东股权投资管理有限公司收购上海博泰悦臻电子设备制造有限公司股权案、滴滴移动私人有限公司与软银股份有限公司设立合营企业案、好未来教育集团收购哒哒教育集团股权案、上海东方报业有限公司与北京量子跃动科技有限公司设立合营企业案、北京牛卡福网络科技有限公司收购河北宝兑通电子商务有限公司股权案等十起违法实施经营者集中案件立案调查。对银泰商业（集团）有限公司等十二家企业分别处以 50 万元人民币罚款。

三、配置建议

图表 22：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益		√					美债上行，高估值杀跌，退回弱多，小市值股有追涨
成长		√					美债上行，高估值杀跌，退回弱多，但回调后依然有机会
周期				√			消费中抱团股建议离场
消费							
债券			√				中长端利率债已回归中枢附近，可适度关注配置机会
利率债						√	风险尤在，等待时机
信用债		√					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
可转债							
商品				√			玉米、淀粉偏弱，建议离场，油脂高位震荡，粕类偏多
农产品		√					原油从需求拉动切换至供给主导，处阶段性高位，部分化工已回调至合理位置
能化		√					受原油调整，工业品承压，中线看多
工业							
黑色				√			受“碳中和”概念影响，黑色两级分化，钢铁煤炭限产上涨，上游端铁矿石焦炭下

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

截至 3 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 15.54、27.64、15.77、54.79；风格领域中，300 成长、300 周期、300 消费的 PE 估值分别是 23.19、10.2、38.01。整体来看，3 月中上旬，抱团资金撤离，市场持续缩量，主要指数均有不同程度的下跌，大市值股重创，小市值股追涨。

图表 23：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021. 03. 19				2021. 02. 19			
	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	15.54	13.12	12.31	88.08%	17.6	13	12.28	99.81%
中证500	27.64	28.4	28.39	41.71%	29.95	28.4	28.39	70.79%
上证指数	15.77	13.9	13.14	80.63%	17.13	14.79	15.49	100.00%
创业板指	54.79	57.03	56.26	43.58%	71.34	62.76	63.01	96.28%
300成长	23.19	18.81	17.3	86.78%	27.92	21.32	22.32	99.17%
300周期	10.2	9.5	9.48	81.38%	10.75	9.46	9.45	99.61%
300消费	38.01	33.44	33.16	85.29%	48.01	33.19	32.98	99.81%

资料来源：iFind，百瑞信托

市场近期下跌外因是美债利率上升的传导，内因是机构资金调仓和赎回导致的流动性紧张。后续风格上会继续向低位价值和周期漂移。目前市场所处的阶段是，抱团板块有调仓换股的需要，但是低位价值板块大多有一些逻辑上的缺陷，不能连续走强，而周期板块还没能形成进一步共识，小票走得好对大盘支撑作用有限，因此市场整体选择继续下台阶。

2、债券市场

截至3月19日，债券市场中长端小幅上扬，短端一般。利率债方面，十年国债一度触及3.3%附近，长期来看该中枢处于较好的配置区域，叠加后续供给压力到来，或将是较好时机。

信用债方面，在融资条件弱化，主动暴露债务风险容忍度提升的大环境下，认为对信用下沉依然保持谨慎态度，信用操作策略依然需要等待时机。

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股的抱团白马行情下杀，小市值股开始追涨，转债行情热度有所打开，可适度低配偏多逻辑。

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	0.21	0.14	0.35	0.36	0.43					
国开	0.19	0.38	0.60	0.35	1.13	14	12	5	5	18
非国开	0.18	0.43	0.46	0.32	0.82	4	13	5	3	2
铁道	0.33	0.52	0.57	0.71	0.91	0	8	3	4	1
产业AAA1	0.44	0.53	0.54	0.69	0.80	0	15	7	5	4
产业AA+	0.45	0.57	0.74			0	17	14		
产业AA	0.43	0.77	0.63			14	33	23		
产业AA-	0.59	0.67				64	78	68		
城投AAA1	0.30	0.53	0.44	0.64	0.50	5	12	10	5	8
城投AA+	0.38	0.68	0.64			4	19	30		
城投AA	0.37	0.65	0.97			7	17	43		
城投AA-	0.44	0.37				80	91	93		

资料来源：Wind，百瑞信托

3、商品市场

能化方面，目前原油已达到阶段性高位，受经济复苏预期的需求侧拉动已充分体现，未来油价的变动逻辑或将切换至供给主导，后续需要关注 1) OPEC+减产计划的延续性，2) 美国对伊朗委内瑞拉制裁解除的可能性，3) “碳中和”清洁能源政策的冲击；

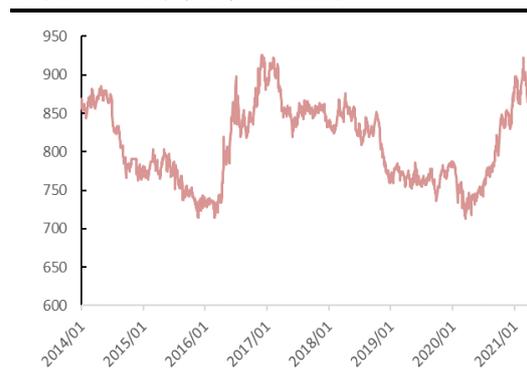
黑色方面，受“碳中和”政策的冲击影响，出现了两级分化的情况，钢铁、煤炭受限产影响拉涨，而钢铁的原材料上游端铁矿石、焦炭却开始大幅下跌；

工业方面，受原油调整影响，市场对需求拉动有所松动，工业品价格承压，

但整体来看，铜、铝、锌等基本面偏乐观，中线依然看多，可逢低布局多单；

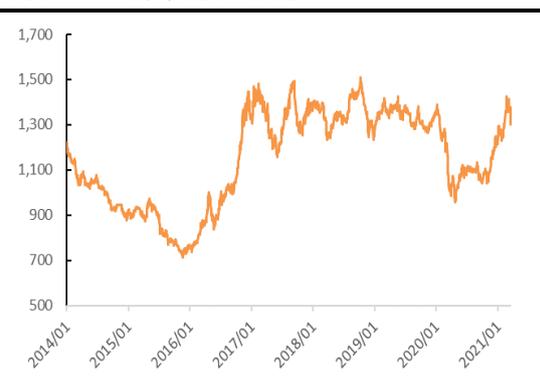
农产品方面，玉米及淀粉持续偏弱，目前库存开始增加，且梅雨季节来临后，潮粮不可储存，可择机布置空单；油脂方面，尽管库存处于地位，但目前已步入季节性增产周期，或将维持高位震荡；但目前生猪养殖业呈现缓慢复苏态势，能繁母猪存栏及生猪存栏都在连升，所以粕类可能较为坚挺。

图表 25：南华农产品指数



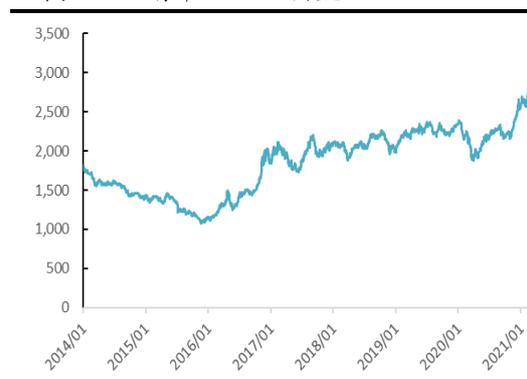
数据来源：iFind，百瑞信托

图表 26：南华能化指数



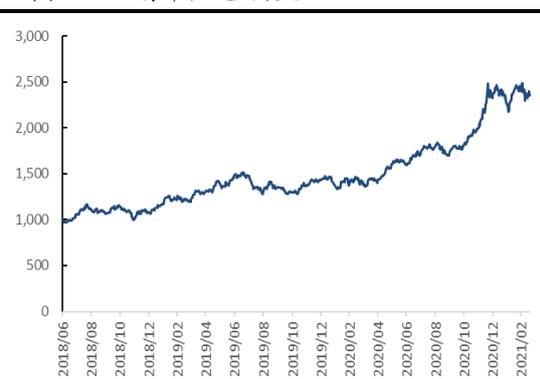
数据来源：iFind，百瑞信托

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