总量研究中心

大类资产双周报

宏观经济报告

本报告的主要看点：

1. 对上周的大类资产价格变化进行回顾。
2. 分析短期影响大类资产的主要因子，并对下周重要观察因素进行展望。
3. 判断资产价格短期变化是否对中期大类资产价格运行形成影响（拐点判断）。

二季度大类资产的主线是什么？

从国内来看，二季度经济增速环比依然相对稳定，政策组合为货币稳、信用收；从海外来看，二季度全球经济环比改善较为确定，美联储流动性也将边际收紧、美债收益率进一步上行，新兴市场生产和出口恢复较为确定但债务风险也有所上升；此背景下，资产价格将如何演绎？

- **资产价格正在从“股债双杀”向“股票和商品回落”方向切换。**从国内来看，春节后大宗商品价格的上涨，令通胀预期上行，短期推高中国国债长端收益率；但债券收益率的上行同时对国内高估值的“抱团股”形成下行压力，令 A 股指数承压下行打压风险偏好；此后，尽管商品价格仍有进一步冲高，但风险偏好下降对冲通胀预期上行，长债收益率不再进一步上升；随着油价、铜价的回落，中国 10 年期国债收益率反而从最高点回落 10bps 至 3.18%。从海外来看，美债收益率在风险偏好和通胀预期的带动下升至 1.7%以上，但估值相对较高的纳斯达克指数已经向下调整，道指和标普 500 指数仍进一步上行，结构性分化明显。

- **二季度国内流动性和风险偏好趋稳。**从流动性来看，尽管货币和财政政策将继续向着正常状态恢复，以及大宗商品价格上涨导致通胀预期有所回升，但在信用风险上升（信用供给收缩）和增长动能下降（刺激政策退出）的背景下，流动性进一步收紧的概率正在下降。同时，A 股估值经过前期快速调整之后，恐慌情绪也有所缓解，风险偏好趋于稳定。那么，大宗商品价格变化带来的通胀预期的变换，将对二季度中债长端收益率产生较大影响，从而间接对 A 股估值形成一定影响。

- **二季度美债收益率将从“快速上行”转向“温和上行。”**驱动美债收益率变化的主要因子将从实际利率转向通胀预期。春节后，美国实际利率的上升贡献了大部分美债收益率的上行，背后的主要逻辑是对美国经济超预期的再定价（疫情控制和疫苗进展好于预期）；展望二季度，美国经济增速进一步超预期的概率较低，驱动美债收益率上行的主要因子将转向通胀预期，而通胀预期的焦点也将从大宗商品价格转向核心 PCE（上游向下游切换）；但美国服务业复苏的力度可能相对温和，这将限制核心 PCE 的升幅，从而令美债收益率上行速度放缓。在美联储不急于退出刺激的背景下，导致美债收益率升幅可能超预期的主要风险可能在于大宗商品价格的进一步上涨。

- **二季度大类资产价格的核心驱动因子将是大宗商品价格变化。首先，**商品价格变化带动的通胀预期变化将成为影响国债收益率的主要边际驱动因子。**其次，**商品价格波动不但直接对周期股价格产生较大影响，也间接通过无风险利率影响股市整体估值。**第三，**大宗商品价格的超预期波动，也可能导致市场对流动性以及货币政策的预期发生变化。**第四，**市场和主要央行对大宗商品价格的判断较明显分歧（市场认为商品价格进一步上行概率较高，而全球主要央行认为商品价格上涨可能只是短期现象），那么无论商品价格朝那个方向变化都将引起较大市场波动（波动率放大）。

- **影响二季度大宗商品价格变化的核心是供给而不是需求。**从需求和供给两方面看，市场对需求的定价已经较为充分，而供给在二季度可能存在较大变化。从需求来看，一方面，总量上全球经济增速进一步超预期的概率较低；另一方面，结构上全球经济的复苏正在从上游向下游转换（PMI 等指标得到印证）。从供给来看，影响供给的天气、生产、运输等问题都有所缓解，而高利润刺激的“产能”扩张也正在逐渐转化为“产量”。因此，供给弹性相对较高的商品，二季度可能存在较大的价格下行风险。

风险提示：疫情出现新的变化；货币和财政政策的收紧程度高于预期；中美关系出现不利变化。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402