国金证券
SINOLINK SECURITIES

内稳外升，守正出奇

——2Q2021宏观经济与大类资产配置展望

总量研究中心
宏观经济组
[redacted]
分析师：魏小乐
[redacted]S1130518030001
联系人：杨一凡、杨海帆

DATE： April 1, 2021

序言

国金证券 SINOLINK SECURITIES

一：国内：增速无虞，提质为先。6%的年度增长目标更多体现的是“稳增长”的底线思维，以及不管“大水漫灌”、“强刺激”的预期管理，全年实际GDP增速有望达到9%左右。经济结构存在“三增一稳一减”特征，即消费、出口和制造业投资仍是增长的主要驱动力，基建投资在财政支持下有望趋稳，地产投资存在一定的减速压力但韧性仍存。通胀在PPI端二季度上行压力最大，CPI全年上行压力不高。货币政策更多体现“稳”在，M2与存量社融增速在2季度仍将放缓，但放缓节奏相对温和。狭义财政表面扩张力度依然较高，但广义财政退出力度相对较大。

二、海外：长端利率上行背景下，美联储何去何从？展望美国2季度GDP：预计同比增速大幅回升。**展望2季度美国劳动力市场：**复苏分化将有所收敛。从货币政策来看，美联储货币政策仍然保持宽松，通胀不会成为制约货币宽松的因素。鲍威尔认为美债长端收益率的飙升对金融市场的影响现在还可控，“扭曲操作”作为重要的“子弹”还没有到他发挥作用的时候。**我们认为，2季度美联储对货币政策重点关注点：劳动力市场>金融市场>通胀，**若后续美债收益率仍然出现超预期的上升，我们认为比起量化宽松加码，扭曲操作的概率较大，主要由于：1）群体免疫最快有望在2季度末3季度初实现，当前美联储资产负债表规模已经远超08年金融危机，扩表“弊”大于“利”；2）2季度市场对通胀的敏感度仍然较大，扭曲操作能够部分规避通胀风险。美联储具体在什么情况下才会使用“扭曲操作”？可能需要同时满足以下两点：1）仅是从阈值来的话，10年名义美债收益率至少要等攀升到1.8%左右，不然扭曲操作对长端利率的影响有限；2）金融市场波动加剧，当前美股股息率仍然高于美债收益率，所以波动仍然相对可控，但是若后续出现反转，VIX会出现大幅飙升，那么届时不排除美联储会使用扭曲操作来平复市场情绪，且从历史经验来看，扭曲操作短期对资产价格的影响仍存在较为明显的提振作用。欧洲经济复苏较慢，货币刺激加码。新兴市场生产和出口加速恢复，债务隐忧仍存。

三、大类资产：风险资产性价比回落。2季度美债收益率曲线将从“剧烈上行”转向“平淡上行”，从对10年美国名义债券收益率贡献度来看，我们认为实际风险溢价>流动性溢价>通胀风险溢价和预期通货膨胀率。2季度美元取决于通胀、消费和利率之间的竞赛，美元存在上行动力，但是若后续使用扭曲操作的话，可能利率层面上对美元的提振将会有所回落。2季度名义美债收益率的上行会持续对美股估值形成压力，但是基本面在2季度仍然会对美股形成一定的支撑。从A股来看，未来估值的回落幅度和流动性的边际变化将是A股企稳的两个观察点。2季度人民币单边升值告一段落，但并不会大幅贬值，美债收益率的上行其实有利于我国汇率机制及市场的自我修复调整。2季度中债上行空间有限，无论是通胀预期、实际利率还是利率供给压力，都不是特别大。2季度原油价格上需注意短期调整风险。实际利率+美元指数回升将进一步抑制金价。2季度美国房地产拐点出现概率较高，静等回落。

风险提示：疫情变异风险、需求不及预期风险和通胀快速上行带来的滞涨风险。

目 录

一、国内：增速无虞，提质为先----------P4

二、海外：长端利率上行背景下，美联储何去何从？----------P18

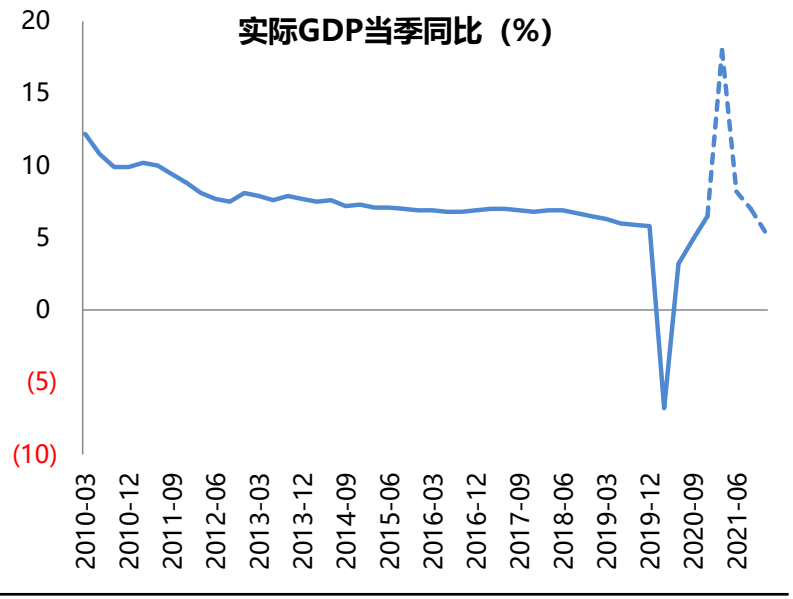
三、大类资产：风险资产性价比回落----------P29



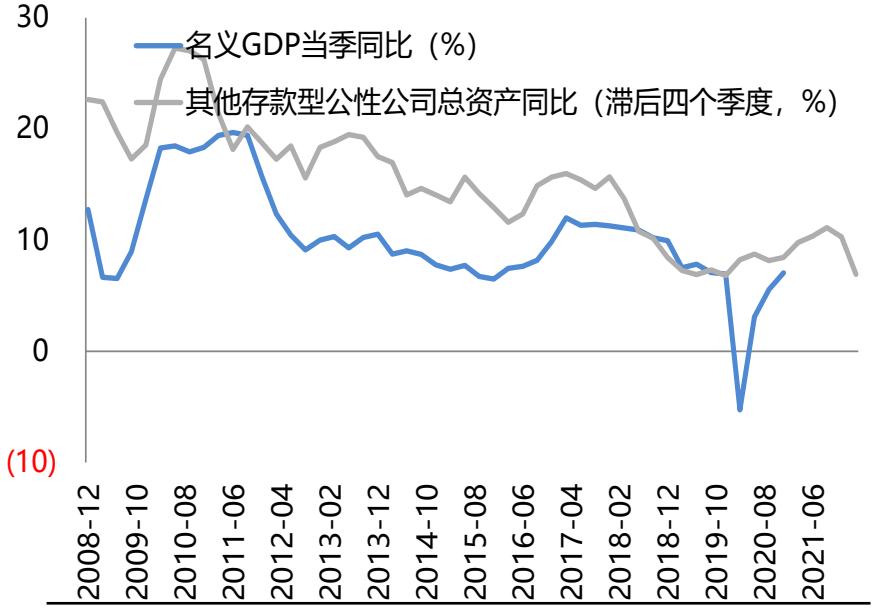
一、国内：增速无虞，提质为先

增速：6%以上的目标更多体现的是底线思维和预期管理

图表　全年实际GDP增速有望达到9%左右



图表 剔除基数效应的名义增长减速压力在3Q21将开始显现



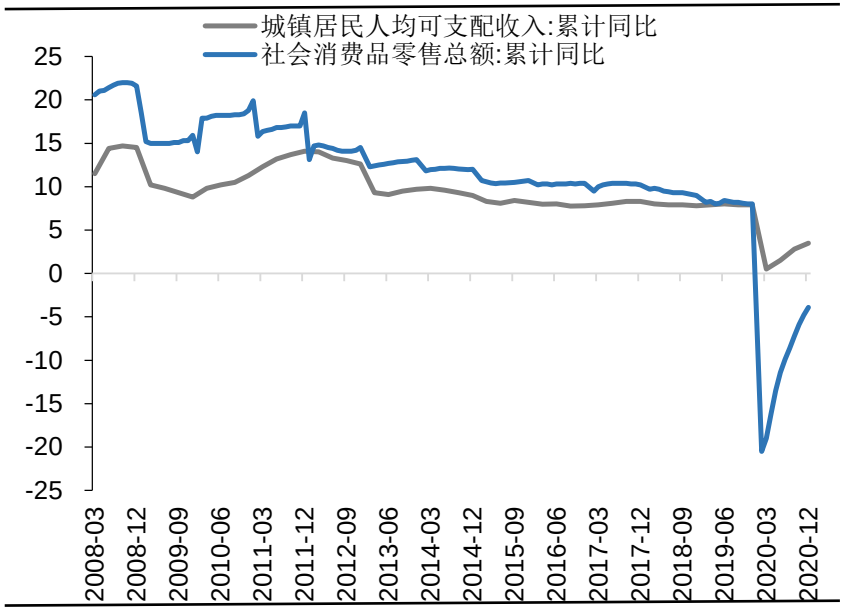
- **6%的年度增长目标更多体现的是“稳增长”的底线思维，以及不管“大水漫灌”、“强刺激”的预期管理。**一方面，叠加基数效应后，2021年我国的实际GDP增速有望达到9%左右，实现6%以上的经济增长目标基本没有太大压力。但另一方面，这并不意味着我们需要“急转弯”、“猛收紧”把经济增速往6%的方向去靠，更多的还是强调不搞“强刺激”、前期非常规政策缓慢退出的预期管理。

- **信用收缩的压力，将从下半年开始对经济增长产生下行压力。**信用供给领先名义GDP大概3-4个季度左右。在疫情影响的低基数效应下，信用供给对名义GDP同比增速的领先作用有另外一个优势，即呈现剔除基数之后的同比增速变化趋势。20年9月开始的信用供给收缩，将从今年下半年开始对名义GDP产生下行压力。

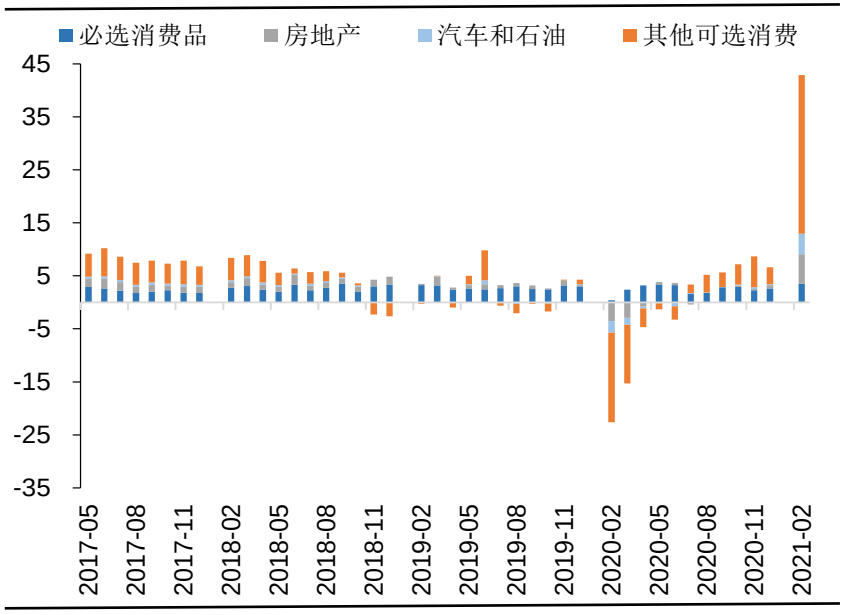
资料来源：Wind，国金证券研究所

主线一：消费和服务业为主要增长动力

图表　居民消费能力和意愿尚未完全恢复



图表 可选消费对社零起到主要拉动作用



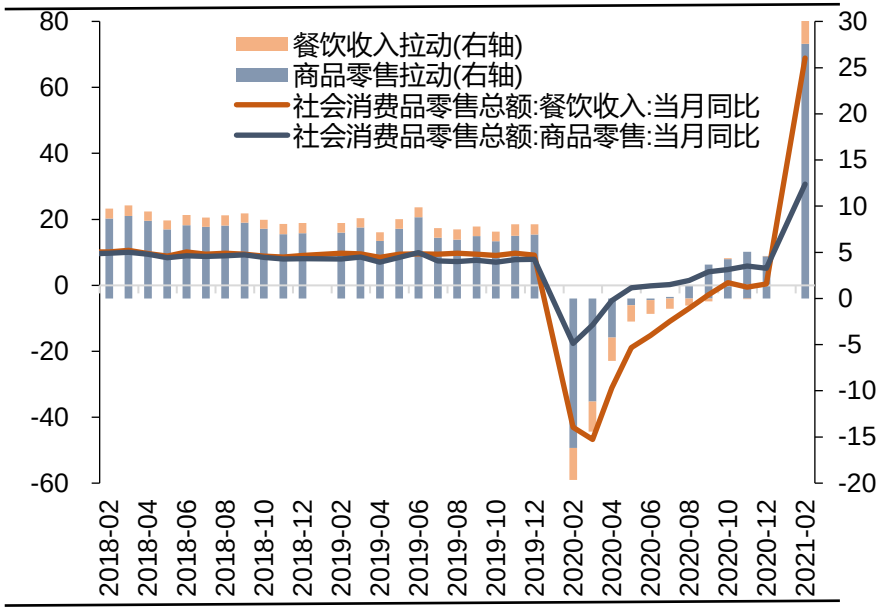
- **目前消费恢复还有一定空间。**三大消费指标（社会消费品零售总额、居民人均消费支出、支出法GDP核算中的最终消费支出）均与历史正常水平存在差距。一方面是受到疫情防控导致的行为限制影响；另一方面居民消费意愿和消费能力均尚未完全恢复，同时居民收入分配不均加剧降低了整体边际消费倾向。

- **经济恢复、疫情遏制和政策支持助力消费稳步改善。**伴随经济增长回归常态以及疫苗加速接种抑制疫情，居民消费意愿和消费能力将继续改善，推动消费尤其是服务性消费加速回补。扩大居民消费作为今年乃至十四五期间的重要任务，后续完善收入分配、加强社会保障、约束住房挤出、发放惠民消费券等促销费政策加码。

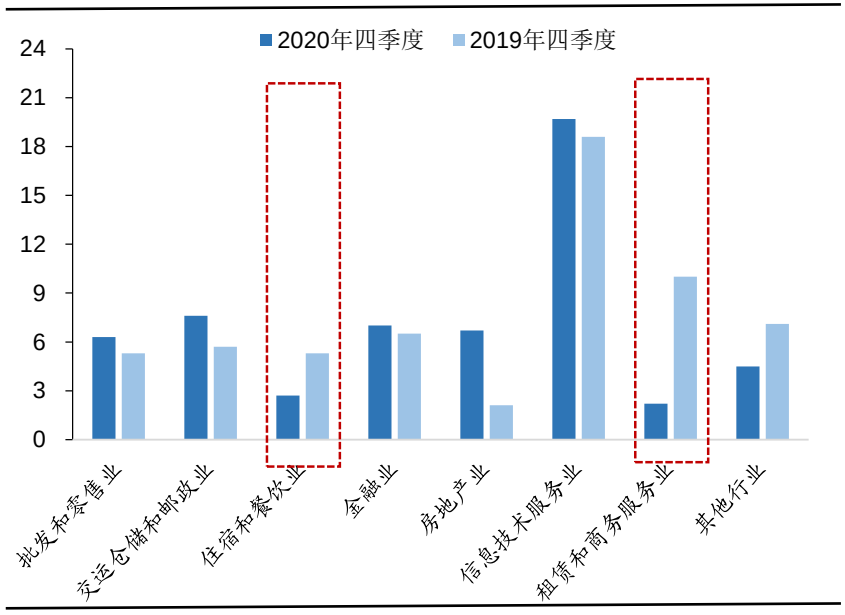
资料来源：Wind，国金证券研究所

主线一：消费和服务业为主要增长动力

图表　去年餐饮收入对收入起到拖累作用



图表 2020年和2019年四季度服务业GDP同比



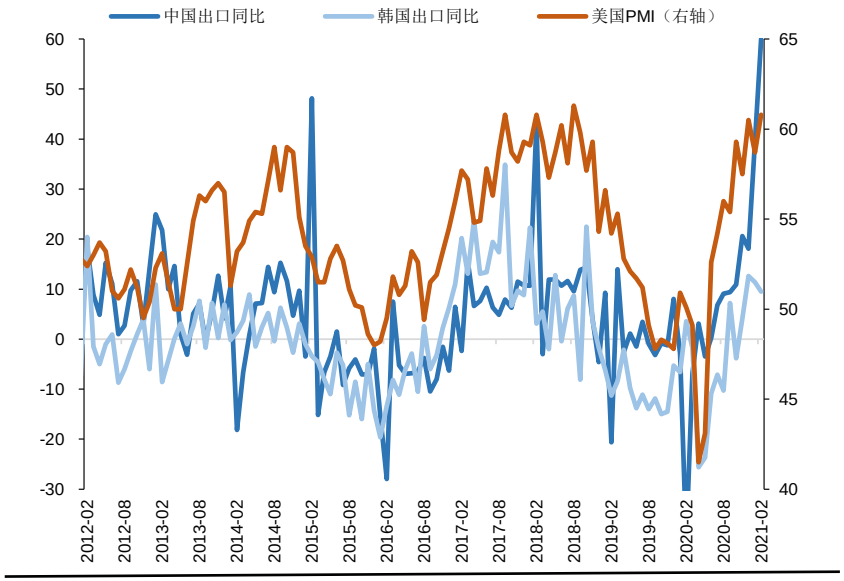
- **去年餐饮收入、旅游住宿、商务服务等行业受影响严重，但是在2月低基数影响大幅回升。**去年社零回升主要由商品零售拉动，餐饮收入恢复速度仍明显偏慢，只有10月和12月同比小幅为正值，可见在疫情危机解除之前接触性服务业修复困难。接触受限和消费不济的情况下，服务业生产也大幅低于历史常规水平，对比2020年和2019年四季度服务业GDP同比，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业明显萎缩。但2月在去年低基数下，出现大幅回升。

- **天气转暖或加速疫情消退，叠加居民消费反弹，服务业供需有望显著恢复。**今年春节期间服务型消费表现亮眼，电影票房、近郊旅游、城市商圈等线下消费同比大幅增加；2月服务业PMI业务活动预期指数攀升至63.20%，创近7年来新高。

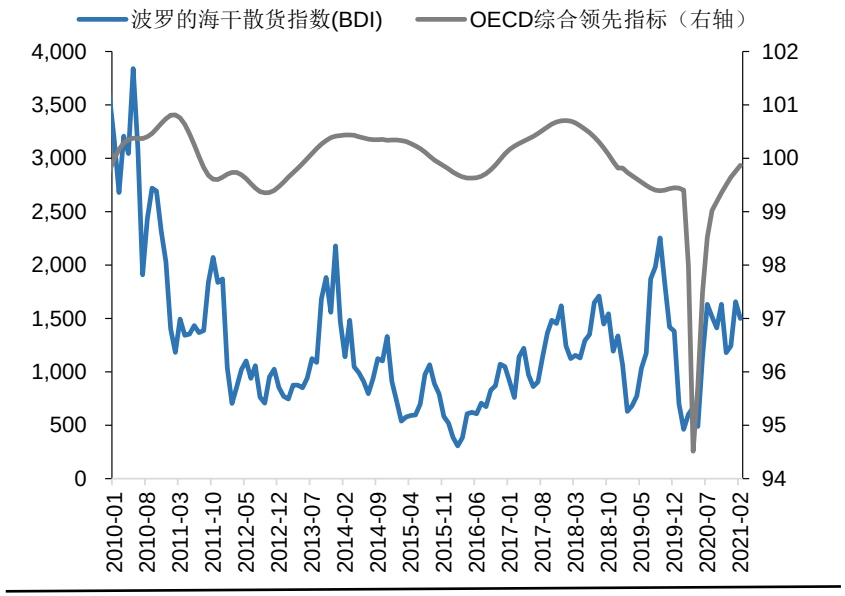
资料来源：Wind，国金证券研究所

主线二：上半年出口保持强劲

图表全球制造业复苏带动我国出口增加



图表 贸易前瞻指标表现较好



- **1-2月出口数据超市场预期，除了低基数效应外，还受益于海外经济体生产恢复和外需恢复，同时今年春节就地过年也有助于外贸订单交付。**出口同比飙升并不完全源自低基数效应，年初出口数值较2019年同期高32.7%。可见在全球疫情拐点渐至的背景下，经济规模性复苏带动我国出口继续高速增长，2月美国、欧元区和韩国制造业PMI均回升至历史高位。

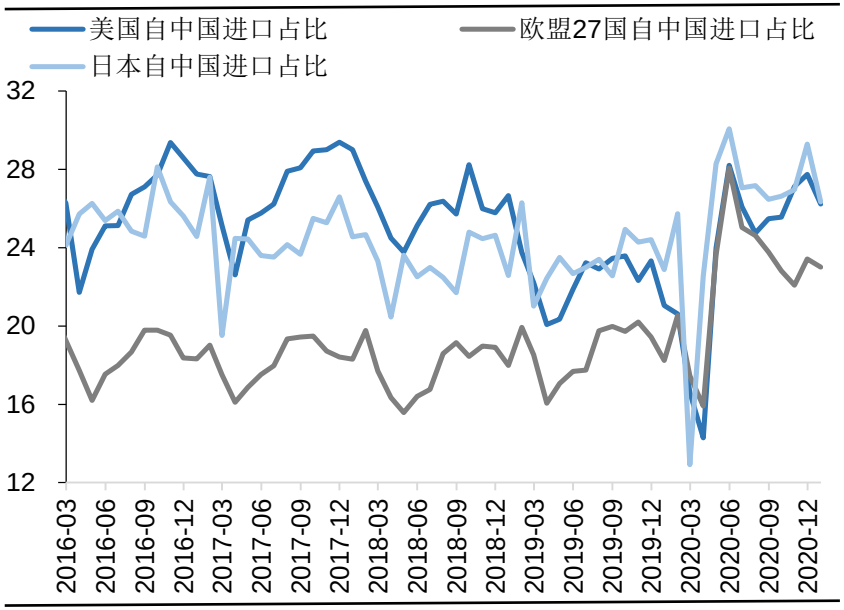
- **全球经济加速复苏、美国企业补库叠加出口替代效应仍存，上半年出口或保持强劲。**去年美国需求端恢复快于生产端，主要与特朗普一揽子财政刺激计划和工厂复工困难有关，供需错配导致企业库存和库存销售比大幅下挫，美国零售商、批发商和制造商库存同比均下滑至次贷危机以来的最低点，后续补库意愿较强。

资料来源：Wind，国金证券研究所

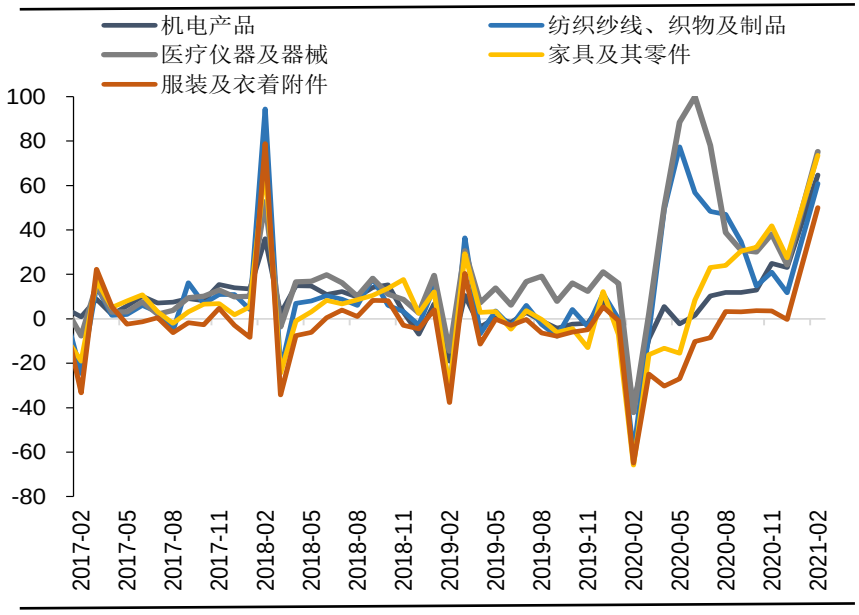
主线二：上半年出口保持强劲

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 中国出口份额冲高后小幅回落



图表 主要商品出口当月同比走势



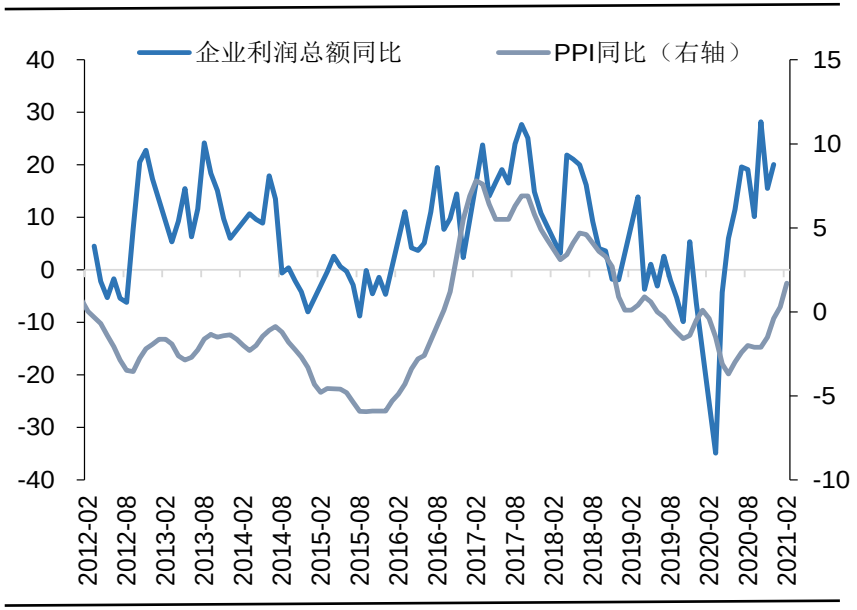
- **出口替代效应尚未消失，上半年中国贸易份额仍较高。**当前新冠疫苗全球分配不均，医疗条件较落后的新兴经济体疫苗接种进度偏慢，不利于生产恢复，因此我国对劳动密集型产品和能源产品的出口替代效应延续。不过，全球产业链供应恢复将给我国出口份额造成下行压力，美国自中国进口比重在去年11月冲高后逐步回落，截至1月比重回落至25.38%，但仍高于2019年。

- **份额增长部分源自国内产业升级和场景消费变动，不是全部源自出口替代。**去年出口增长部分源于出口结构调整，近年来电气机械、自动数据处理设备、通用专业设备等新兴优势产业保持较高的出口增速，主要得益于国内产业结构转型升级。此外，目前抗疫物资驱动作用明显下降，服装家具等顺周期产品逐步发力。

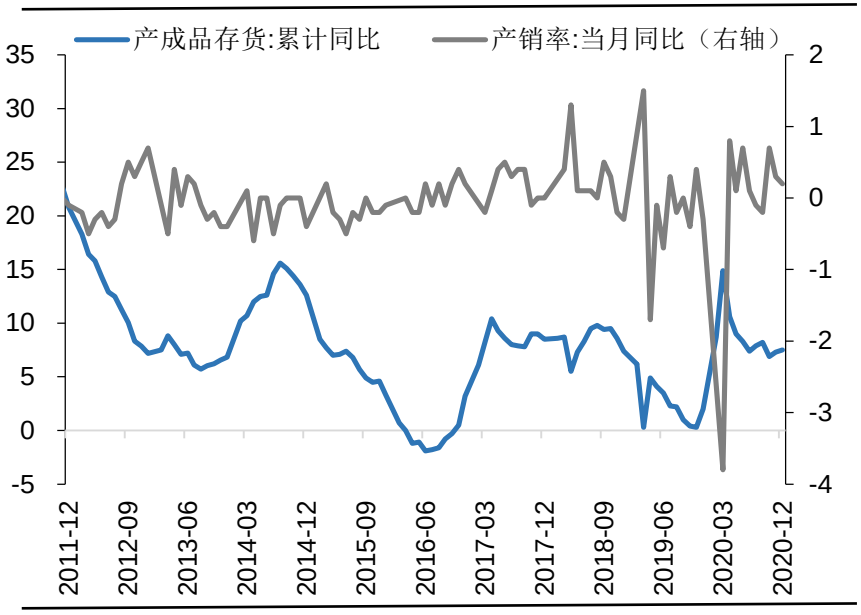
资料来源：Wind，国金证券研究所

主线三：制造业投资高增可延续

图表 PPI反弹带动上游企业盈利能力修复



图表 需求持续修复缓解企业库存压力



- **制造业投资主要受终端需求拉动，需求回升伴随价格上涨会吸引企业投资扩产。**历史数据显示，制造业投资增速与滞后3-4个季度的房地产投资、出口和社零增速走势趋近，今明两年需求端持续改善利好企业投资。库存方面，当前整体库存仍处在较高水平，但部分行业已进入补库阶段，除了医药制造、计算机通信和其他电子设备等去年表现亮眼的高技术产业，食品、家居、通用专用设备、黑色金属加工等周期性产业也着手主动补库。

- **制造业投资资金来源充裕。**一方面，后续PPI仍有反弹空间，终端量价齐升助长企业盈利能力；另一方面政策引导信贷重点投向制造业并推动企业融资成本下行，企业经营利润和融资环境均预期良好。因此制造业投资高速增长有望延续。

资料来源：Wind，国金证券研究所

一稳：积极财政助力基建投资增长

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **基建投资增速冲高回落，全年温和增长。**去年基建投资显著不及预期，主要与地方财政吃紧，和基建项目偏小、准备工作时间紧等因素有关，进而导致投资效率不足、专项债资金闲置。经过一段时间准备或调整资金用途，今年项目落地情况有望更加顺畅。资金来源方面，两会后积极的财政政策超预期，再加上去年的沉淀资金，今年资金来源仍较充裕，带动基建投资全年温和增长。受到基数效应影响，基建投资增速预计呈现冲高回落态势。

图表 基建资金来源预测

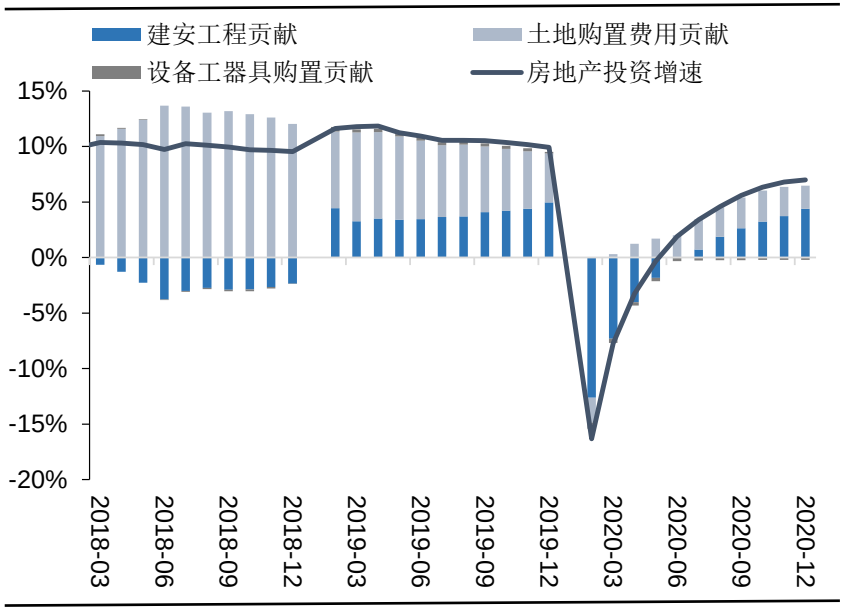
项目名称	2017	2018	2019	2020	2021E
基建资金来源	149,532.55	161,183.49	177,050.40	188258.31	197,279.78
国家预算内资金	24,081.58	25,081.58	27,033.33	28016.39	30,257.70
国内贷款	23,398.49	27,165.60	27,904.60	32400.00	36,960.00
自筹资金	87,587.06	94,470.88	107,647.04	113376.50	115,596.66
政府性基金	29,547.57	39,253.93	46,633.44	59037.62	60,038.81
城投债	5,104.00	5,864.66	12,354.80	18356.95	12,000.00
非标融资	4,729.64	-2,800.84	-2,055.61	-2000.00	-2,000.00
PPP	3,066.67	4,973.10	5,144.28	4264.28	3,557.84
企业自有资金	45,139.17	47,180.03	45,570.13	33717.65	42,000.00
其他资金	14,465.42	14,465.42	14,465.42	14465.42	14,465.42
资金缺口	23,552.71	15,000.00	5,000.00	0.00	0.00
基建投资完成额	173,085.26	176,183.49	182,050.40	188,258.31	197,279.78
基建投资增速	**14.93**	**1.79**	**3.33**	**3.41**	**4.79**

资料来源：Wind，国金证券研究所

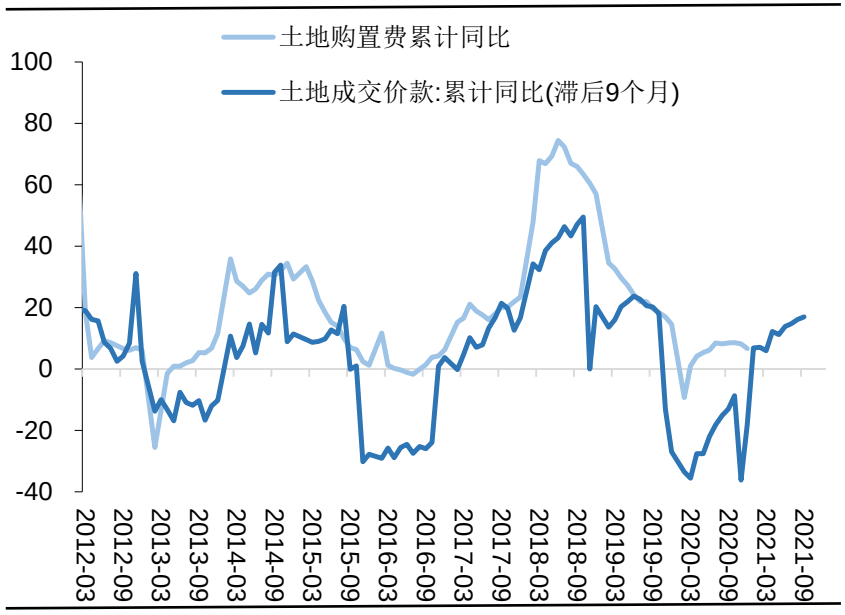
一降：房地产投资虽然存在放缓压力，但韧性仍存

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 建安对房地产投资的支撑仍存



图表 上半年土地购置费的滞后提振作用仍存



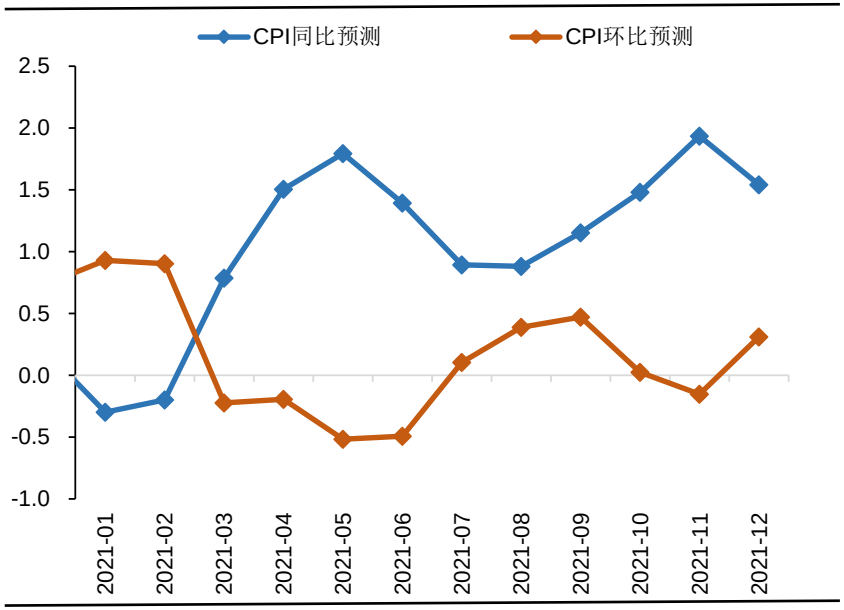
- **政策压力下，上半年土地成交有所放缓，但土地购置费的滞后现象仍对地产投资形成一定支撑。**由于地产开发商会在签订土地出让合同后一年以内缴纳出让价款，历史数据显示土地购置费与滞后9个月的土地成交价款存在较高相关性，考虑到去年二季度以来土地成交价款稳步回升，虽然现阶段土地市场在政策压力逐步转冷，但在历史成交的支撑下上半年土地购置费或保持温和增长。

- **竣工周期推动建安投资稳步回升。**建安工程方面，当前房屋竣工与3年前的期房销售之间仍存在较大缺口，房企融资受限可能倒逼其加快竣工节奏以获取尾款，预计后续建安投资将起到重要支撑作用。房地产事关经济增长和民生工程，政策出台和执行存在一定弹性，行业收紧大概率会平稳推进。

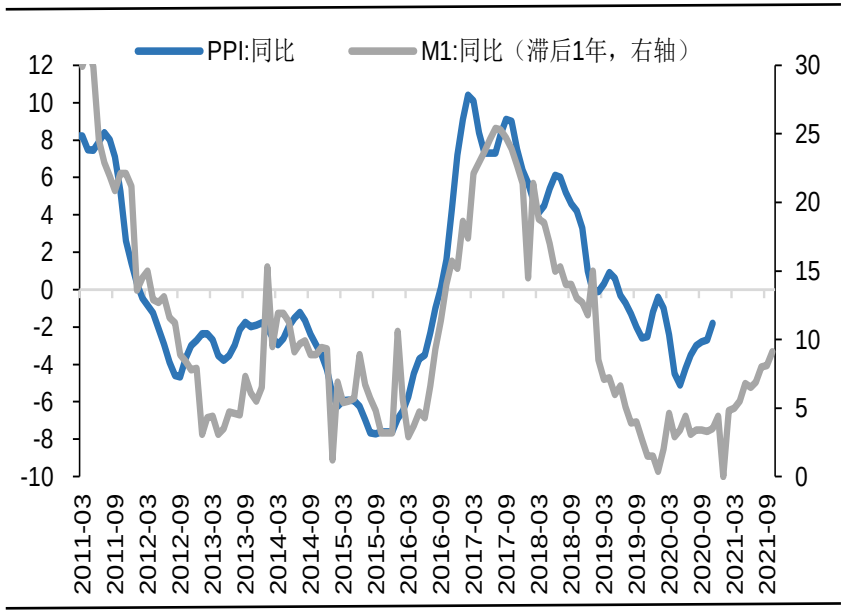
资料来源：Wind，国金证券研究所

国内通胀保持温和

图表 CPI同比和环比全年走势预测



图表 M1同比领先PPI同比约1年



- **全年CPI同比先上行后震荡。**今年CPI走势为几大因素博弈，其一是节后猪价进入下行通道；其二是油价逐步向疫情前水平靠拢，低基数作用下3-5月对CPI起到较大拉动作用；其三是核心通胀即将触底反弹，全年有望稳步回升。综合影响下，全年CPI同比呈先上行后震荡趋势，中枢在1.3%附近。

- **PPI同比进入高速上行阶段。**PPI主要受大宗商品价格影响，全球疫苗接种不断推进、多国财政刺激政策加码、沙特稳油价意图强烈都是利好因素，PPI同比或在二季度达到年内高点。3月以来建筑业逐步开工，工业产品由淡季转向旺季，南华工业品指数加速回升，预计3月PPI同比将大幅回升至3.5%以上。全年中枢在2.7%左右，高点预计在4、5月份。

资料来源：Wind，国金证券研究所

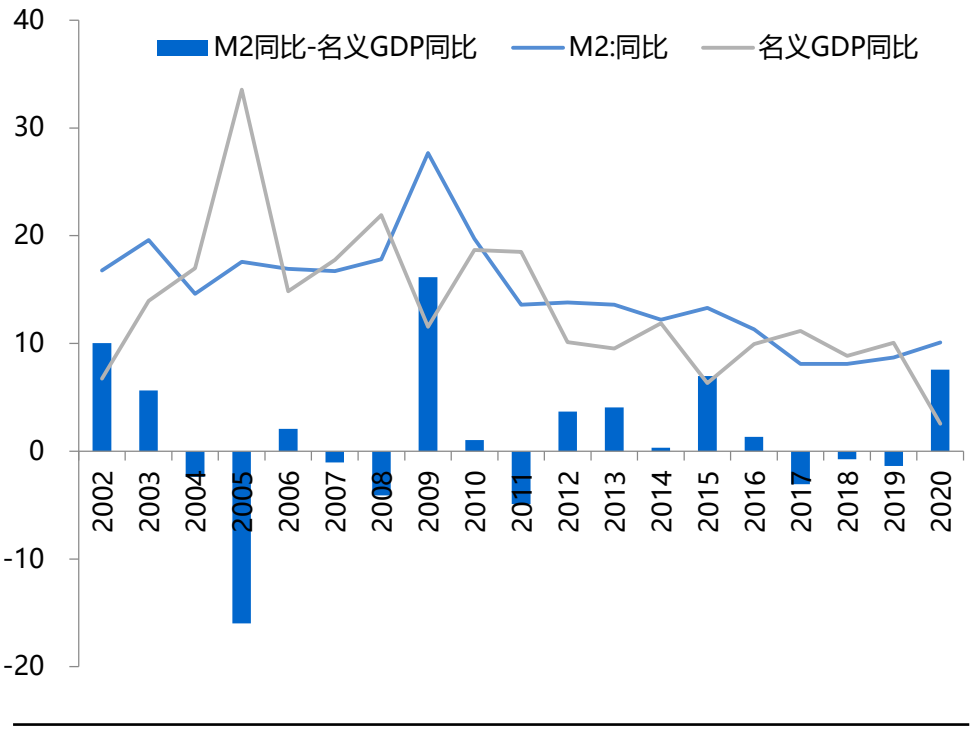
货币政策逐步回归常态

- **货币政策稳字当头。**宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，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，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。

- **年初金融数据超预期，体现宽信用收敛循序渐进。**2月金融数据继续超出市场预期，社融存量增速反弹，主要受到去年同期居民贷款、未贴现银行承兑汇票等部分分项的低基数效应所影响，并不意味着宽信用放松。伴随去年3月起信贷高增，后续社融增速将重新下行。

- **以房地产为主的资产价格存在泡沫，叠加稳杠杆诉求增加，货币政策回归常态必要性上升。**根据近期央行官员讲话，股市和房地产等资产领域存在泡沫化倾向，后续货币政策边际趋紧的必要性上升。考虑到上半年新增债到期规模较大，需防控债务风险，同时企业贷款需求表现强劲，货币政策转向节奏保持循序渐进。

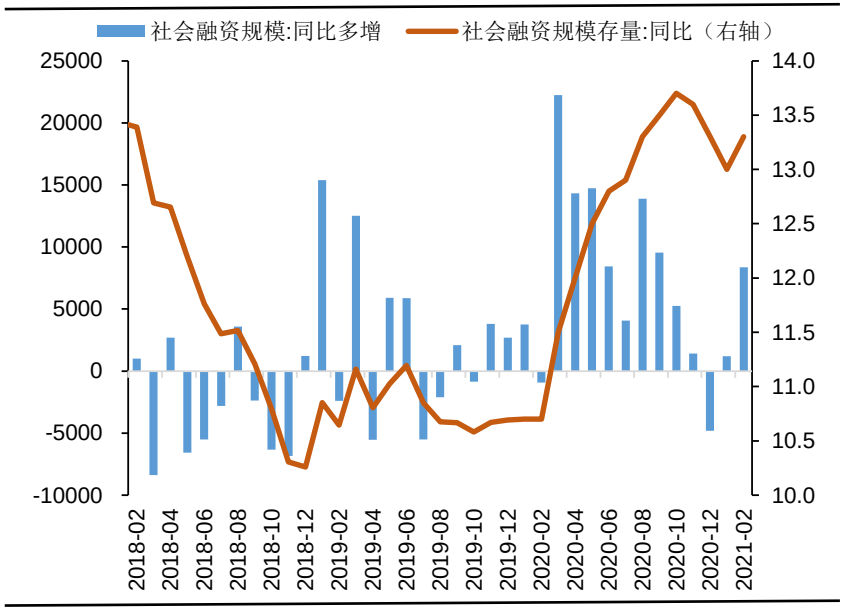
图表 历年M2与名义GDP同比增速的差异情况



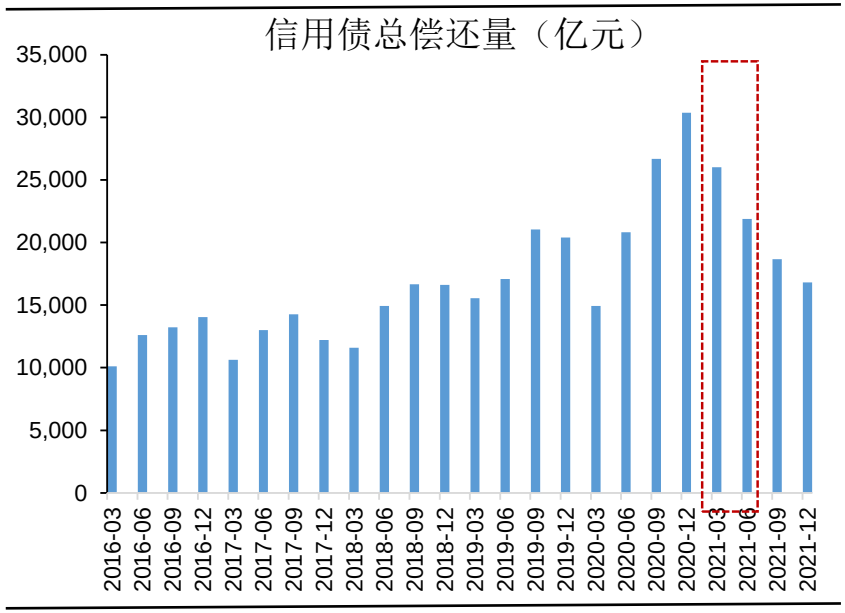
资料来源：美联储，国金证券研究所

稳杠杆诉求下宽信用谨慎退出

图表 去年3月起社融规模同比大幅多增



图表 上半年信用债集中到期



- **宽信用退出讲求循序渐进。**现阶段经济恢复尚不牢固、疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，债务风险方面，上半年信用债集中到期，一季度和二季度到期规模分别为全年的31.21%和26.24%，过去一年逆周期的宽信用大幅推升企业部门杠杆率，城投债务压力不断加重，因此预计宽信用收敛保持循序渐进，上半年退出节奏会相对谨慎。

- **展望2021年：**社融存量增速或将回落至11%左右，新增社融预计在30-33万亿元（去年预计为35万亿元）；M2增速或将降至10%左右；信贷增速将放缓至10-11%，新增人民币贷款预计为18-20万亿元（2020年为19.6万亿元）。

资料来源：Wind，国金证券研究所

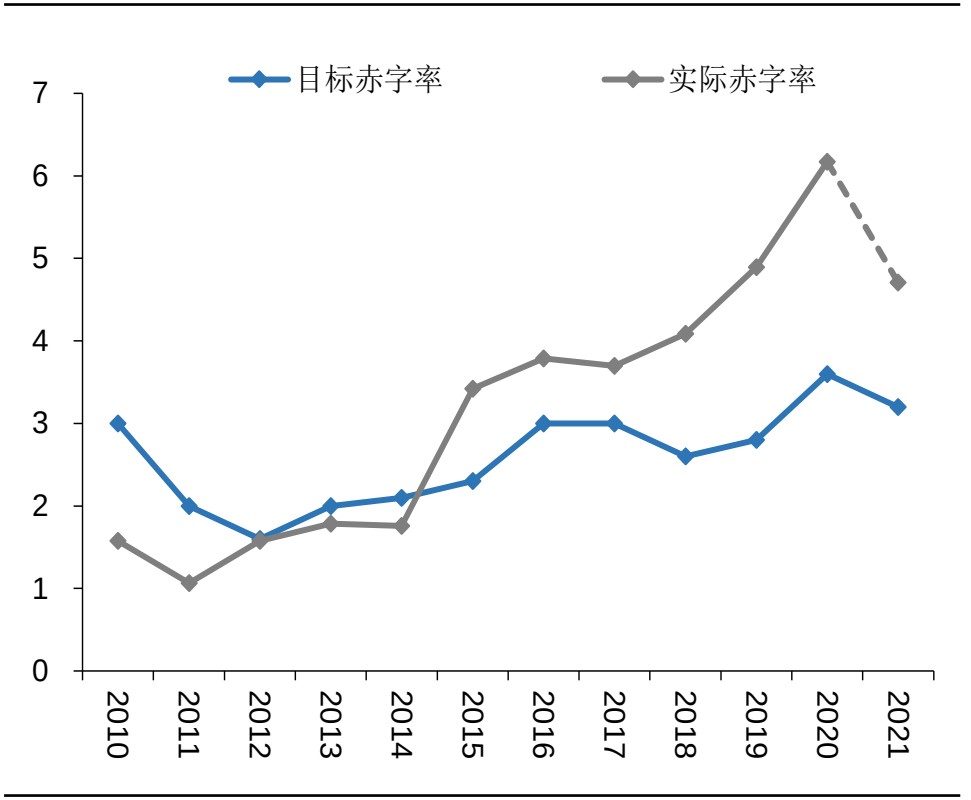
财政政策比预期更积极

- **积极的财政超预期。**今年赤字率拟按3.2%左右安排，是历史上仅次于2020年的第二高，也高于3%左右的市场预期。暂停发行抗疫特别国债。今年将2.8万亿元中央财政资金纳入直达机制，大幅高于去年的2万亿元，范围上涵盖了基本养老金转移支付、县级基本财力保障机制奖补资金等中央对地方转移支付资金，财政资金下沉力度加大。预算外的新增专项债规模达到3.65万亿元，仅较去年小幅降低。

- **财政政策转向表现谨慎主要源自两方面因素**：其一是疫情对经济的影响较深远，基层仍需要较大财政扶持力度，“六保六稳”工作继续推进；其二是当前国内经济处在结构调整期间，财政政策相较货币政策更具有结构性优势，对我国传统产业升级、新兴产业攻坚的经济发展现状作用更明显。

- **但实际赤字率可能偏低，广义财政积极程度依然边际收缩。**虽然官方预算赤字偏高，但由于今年一般公共预算调入资金及使用结转结余较去年降低（2020年实际：26133亿元、2021年预算：16770亿元），因此以预算支出减预算收入衡量的实际赤字下降至4.7%。

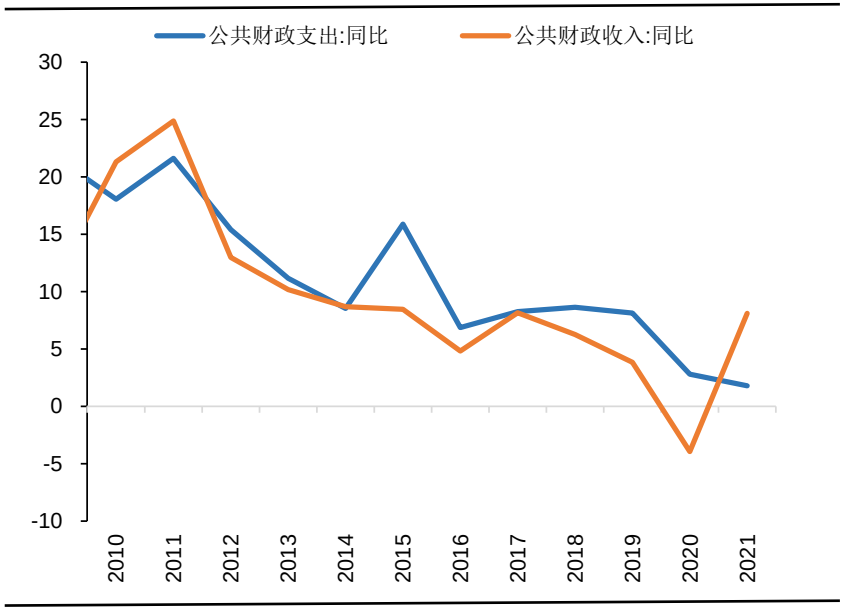
图表 今年实际赤字率大幅回落



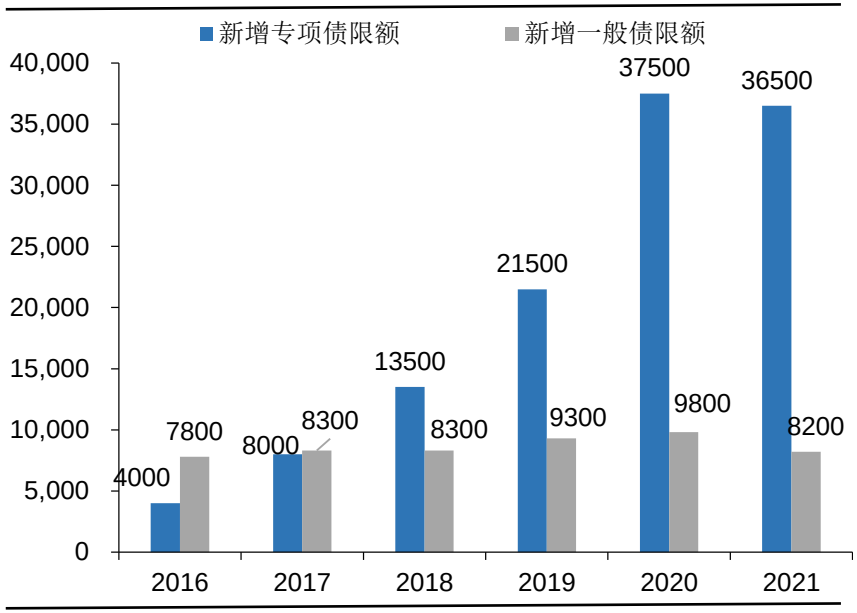
资料来源：Wind，国金证券研究所

预算内资金并不充裕

图表 今年一般公共预算收支走势分化



图表 今年新增地方专项债和一般债规模均有所回落



- **一般公共预算支出增速进一步回落，财政资金压力延续。**今年全国一般公共预算收入增速大幅回升至8.1%，与GDP走势相近，但预算支出增速却回落至1.8%，主要源于调入资金及使用结转结余减少约1万亿元。调入资金及使用结转结余大幅减少反映出土地财政收紧和地方结转结余资金偏紧。可见，虽然今年财政预算赤字保持高位，但可用的资金并不非常充裕。

- **地方专项债可使用资金充裕。**稳杠杆诉求下，今年新增地方专项债和一般债额度分别较去年减少1000亿元和1600亿元，降幅较小。考虑到去年财政资金大量沉淀于城投平台，预计专项债实际可使用规模与去年相当，给基建项目起到支撑作用。

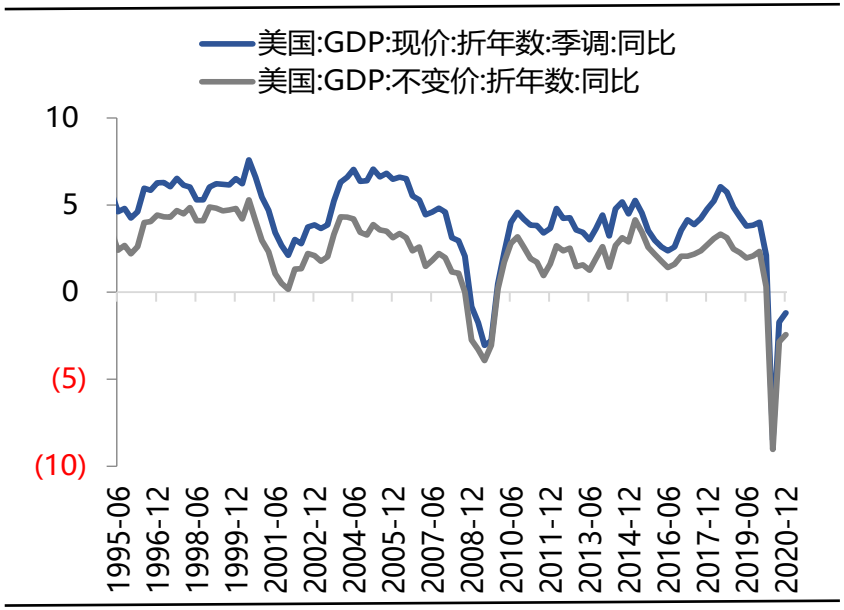
资料来源：Wind，国金证券研究所



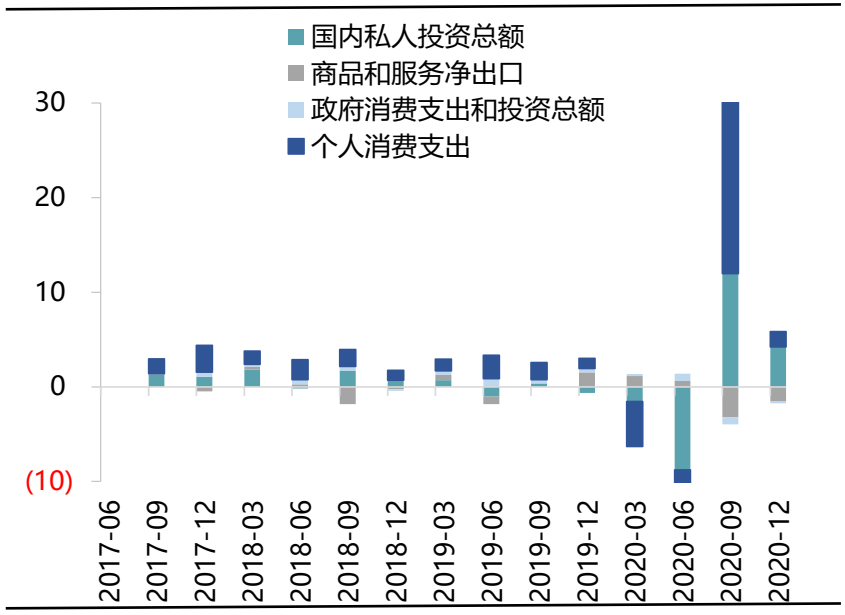
二、海外：长端利率上行背景下，美联储何去何从？

展望美国2季度GDP：消费将出现显著上行

图表 去年四季度美国GDP增速放缓



图表 去年四季度美国私人商品贡献度大幅回落



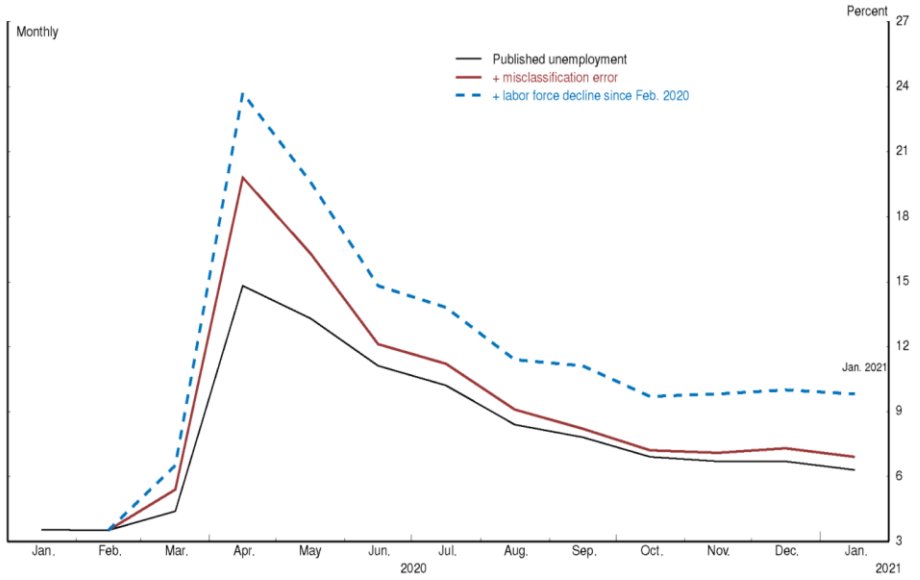
- **回顾美国去年4季度GDP：经济复苏分化收敛，但动能减弱。**私人消费支出对GDP贡献度大幅回落，其中私人商品贡献度陷入负值，私人投资对GDP的拉动回落，其中固定投资相对强劲，存货贡献度较前值回落，政府开支和投资总额对GDP贡献度负值区间内收窄。商品和服务净出口来看，商品净出口对GDP贡献度在负值区间内收窄。

- **展望美国2季度GDP：预计同比增速大幅回升。**在财政刺激的大幅刺激下，消费和政府开支对GDP的增速会出现明显回升，对GDP的贡献度也将回升；PMI和美国房屋市场表现较1季度可能会出现回落，意味着私人投资对GDP的拉动率较1季度回落；随着疫情第三波的拐点已显，疫苗的接种的推动使得美国出口增速有望出现回升，进口在消费的支撑下也有望回升。

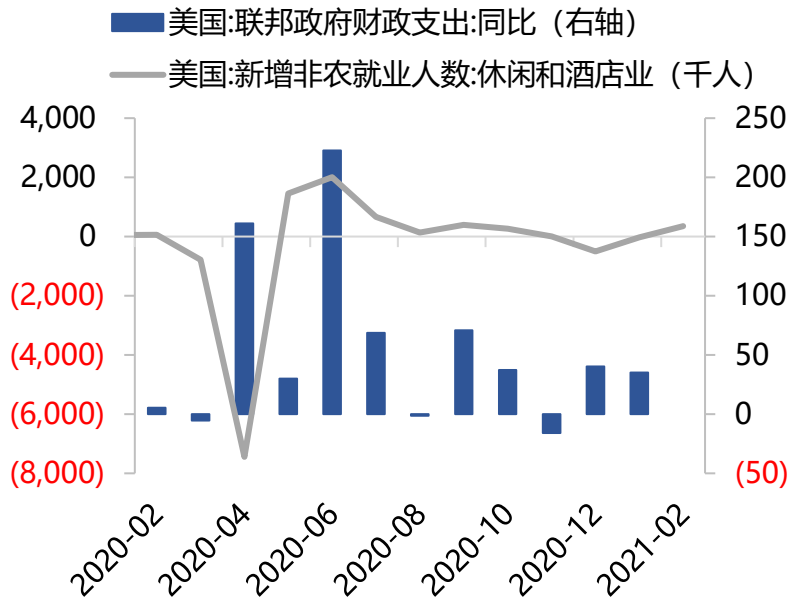
资料来源：Wind，国金证券研究所

展望2季度美国劳动力市场：复苏分化将有所收敛

图表 1月实际失业率在10%



图表 财政刺激将对受疫情严峻行业就业形成提振



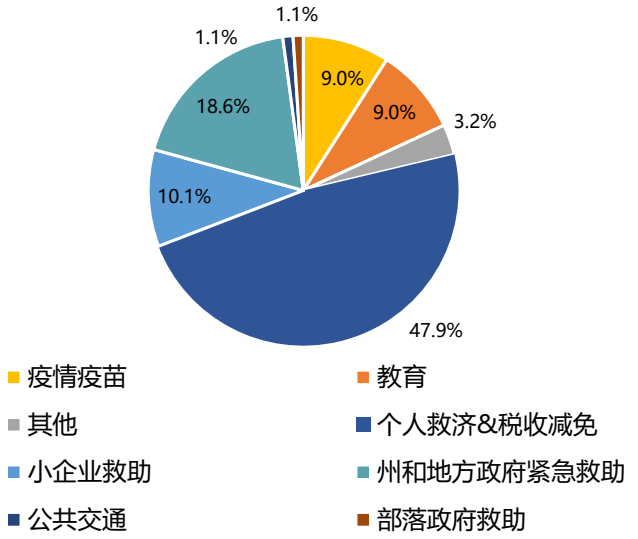
- **回顾1季度美国劳动力市场**：1）实际失业率依然处于高位为10%，远高于劳工部公布的6.2%；2）服务业的复苏在2月有所改善，主要由于去年12月的财政刺激提振。

- **展望2季度美国劳动力市场**：1）3月的财政刺激落地将进一步对劳动力市场形成提振；2）疫苗的超预期推进可能会对疫情影响较敏感的服务业形成明显提振，通过信心渠道使得这部分人群重新愿意回到劳动力市场。

资料来源：Wind，国金证券研究所

展望美国2季度通胀：通胀将回升，但整体可控

图表 1.9万亿美元财政刺激组成



图表 原油价格通过其他渠道对核心PCE形成提振



- **1）从需求端来看，**本轮疫情对美国居民资产负债表总量的影响有限，所以即使疫情使得居民对服务业的需求回落，但是居家活动增多加强对耐用品需求的回升（截至去年4季度，商品中耐用品占PCE的比重为12%左右）。随着第三轮的财政刺激即将落实，对居民的净资产形成进一步的支撑，美国需求的缺口复苏加速回归，从消费端利好通胀。

- **2）从大宗商品来看，**虽然核心PCE剔除了食品和能源价格的影响，但是原油价格的上涨还是会通过间接渠道对服务业中的交通运输等其他子分项形成影响，提振幅度有限但是影响力可能将有所持续。

- **3）从美联储最关注的服务业来看，**服务业占核心PCE的70%左右，当前服务消费依然受限于疫情，相较疫情前仍有较大的缺口，但是从目前接种率来看，美国群体免疫有望在2季度末实现，届时核心通胀上升斜率有望加速。

资料来源：Wind，国金证券研究所

展望美联储2季度货币政策：继续保持宽松

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **首先，**通胀不会成为制约货币政策宽松的因素。鲍威尔在3月4日表示通胀的飙升将会是暂时的，目前仍然需要维持宽松的货币政策。我们认为鲍威尔应该已经完全考虑到了近期原油大涨对通胀的影响，**但是鲍威尔认为原油对1-2季度通胀的影响和服务业复苏的一个错位其实能够使得通胀控制一定的范围内，**所以即使短期通胀超过2%也是在美联储可以忍受的范围内。

- **其次，**鲍威尔认为美债收益率的飙升对金融市场的影响现在还可控，“扭曲操作”作为重要的“子弹”还没有到他发挥作用的时候，但是如果后续金融市场波动超过美联储预期的话，那么该救市的时候还是会果断运用该工具。

- **我们认为2季度货币政策重点关注点：经济（主要针对劳动力市场）>金融市场>通胀**

- **那么美联储将如何应对当前长端利率的上行?**

图表 最近美联储对货币政策的态度

最近美联储对货币政策的评估		
2月11日	鲍威尔《半年度货币政策报告》	去年10月，联邦公开市场委员会(FOMC)宣布了一项购买国库券并进行回购操作的计划。这些措施成功地为银行系统提供了充足的储备，并有效地控制了联邦基金利率。随着储备达到持久充裕的水平，我们打算放慢购买速度，使我们的资产负债表的增长与对负债的趋势需求保持一致，但并不代表货币政策立场的改变。
2月17日	1月FOMC	最近几个月，经济活动和就业的复苏有所放缓，疲软主要集中在受疫情影响最重的部分，经济发展的路径将在很大程度上取决于疫情的发展，包括疫苗接种的进展。
2月24日	布雷纳德《我们应该如何考虑美联储双重授权中的充分就业？》	两个劳动力市场指标：离职率和私营工人总补偿(ECI)就业成本指数的12个月增长率将是未来评判劳动力市场的重要指标
3月2日	布雷纳德《美国经济展望和货币政策》	要使长期通胀预期稳定在我们2%的目标，货币政策将寻求在一段时间内实现平均2%的通胀。如果将来通胀过分或持续升至目标之上，并且有证据表明长期通胀预期超出了我们的长期目标，我们毫不犹豫地采取行动。
3月4日	鲍威尔参与美国经济的研讨会发部演讲	近期债市波动引起其注意，如果市场环境无序，或者金融环境持续收紧，威胁到实现通胀和就业目标，会毫不犹豫采取有效措施。另外，虽然复工可能推升通胀，也仅是暂时的回升。如果通胀率不能更持久地上升，并且没有重新恢复充分就业状态，美联储不可能加息。

资料来源：美联储，国金证券研究所

若美国2季度金融市场波动加剧，“扭曲操作”VS“加码量化宽松”？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 随着3月美国即将落地第三轮财政刺激，财政部大量发行长期国债推动收益率曲线回升将部分抵消中央银行量化宽松政策效果，意味着需要加强美联储与财政部门的协调配合。

- **根据历史经验，我们认为2季度不太会加码量化宽松，即使金融市场风险加剧，也更多使用扭曲操作：**

1）疫情后美联储的资产负债表扩张已经超过了08年金融危机的时候，且经济复苏预期比较强劲，群体免疫最快在2季度末和3季度就可以实现，进一步扩表的意义不大；

2）2季度市场对通胀的敏感度仍然较大，通过QE注入流动性不排除会引发市场对通胀的进一步担忧，但是扭曲操作主要是通过改变货币结构，对现有利率期限结构进行干预，能够部分规避通胀风险。

图表 量化宽松vs扭曲操作之间的区别

量化宽松VS扭曲操作		
	量化宽松	扭曲操作
政策	松	紧松结合
对央行资产负债表	扩张	影响有限
流动性	基础货币供给上行	基础货币供基本不变
通胀	加速	影响有限
金融市场	提振	提振
财政负担	减轻	减轻

资料来源：国金证券研究所

20世纪60年代：利率期限预期理论下的“扭曲操作”失效

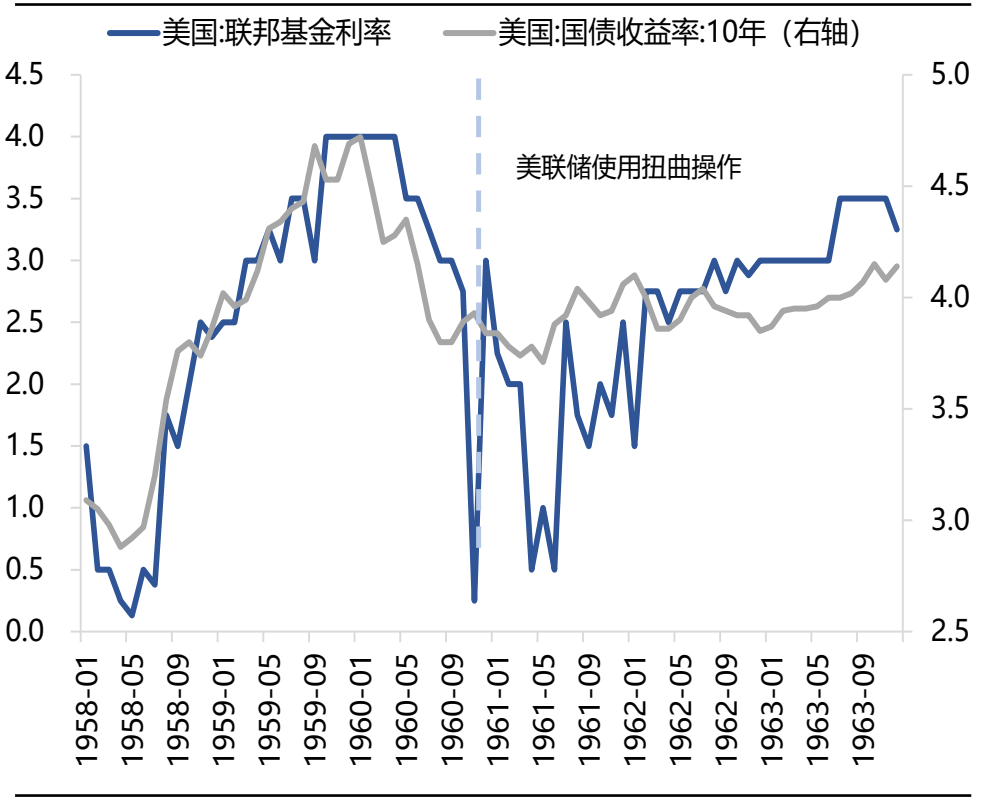
国金证券 SINOLINK SECURITIES

回顾20世纪60年代，当时的扭曲操作并没有对经济产生明显提振作用，主要由于：

- 1）预期理论表明长短利率存在一定的均衡关系，所以当短端利率较高的时候，对长端利率的控制难以达到预期的效果，而当时短端利率并不低。
- 2）市场并不存在严格的市场分割，导致利率期限结构预期理论得到了很好的支持，在通胀预期推高短期利率预期的影响下，市场通过套利机制传导至长端利率。
- 3）当时美国财政部采取了延长债务久期的政策，大量发行长期国债，但是美联储当时的态度并不积极，操作数量上并没有到位。

从20世纪60年代的经验来看，只有维持短期利率在低位，并控制通胀预期，财政部和美联储加强配合，才能将长端利率维持在低位。

图表 1961年短端利率并不低，扭曲操作对长端利率影响失效



资料来源：美联储，国金证券研究所

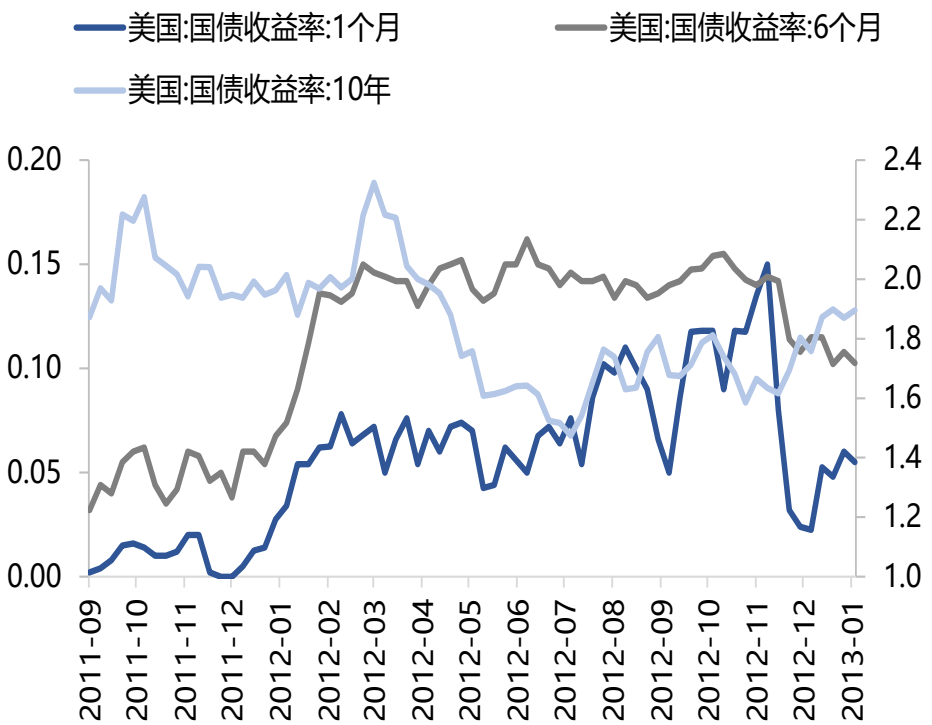
那么如今美联储在什么条件下才会使用“扭曲操作”？

国金证券 SINOLINK SECURITIES

可能需要同时满足以下两点：

- 1）仅是从阈值来的话，10年名义美债收益率至少要等攀升到1.8%左右，不然扭曲操作对长端利率的影响有限。
- 2）金融市场波动加剧，当前美股股息率仍然高于美债收益率，所以波动仍然相对可控，但是若后续出现反转，VIX会出现大幅飙升，那么届时不排除美联储会使用扭曲操作来平复市场情绪。

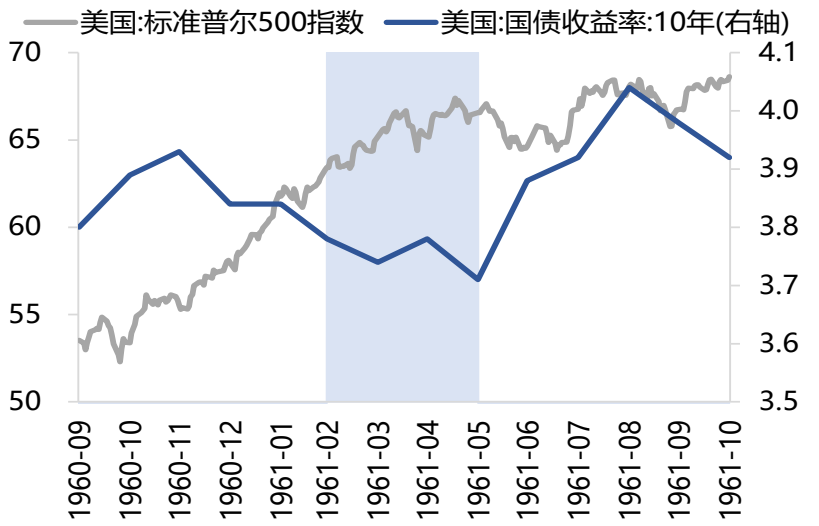
图表 若名义利率太低，扭曲操作更多的是抬升短期利率



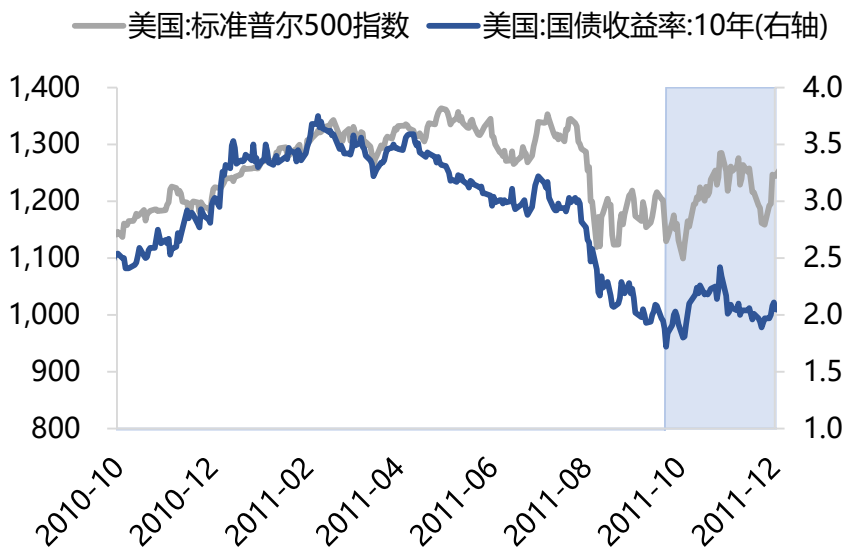
资料来源：美联储，国金证券研究所

扭曲操作对资产价格的影响

图表 1961年扭曲操作对资产加各提振显著



图表 2011年扭曲操作对资产价格提振显著



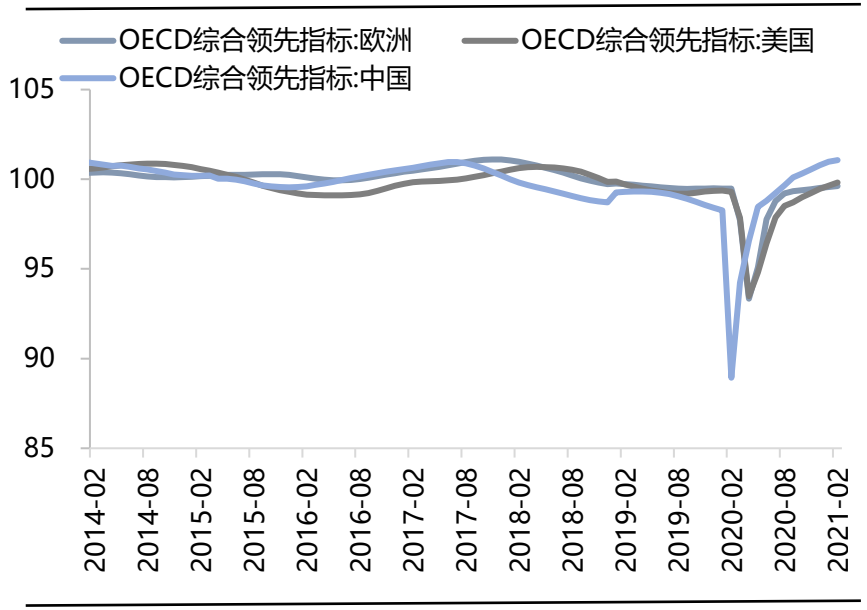
- 从1961年和2011年的历史经验来看，扭曲操作短期对资产价格的影响还是存在较为明显的提振作用。

- 货币政策对资产价格的直接影响包括资产组合效应和货币收入效应，间接影响主要包括实体经济和预期效应渠道。从收益率曲线控制的角度来看，短期来看主要是通过改变资产组合效应来对资产价格进行调整，具体来看，“扭曲操作”通过抛短买长，吸引资本回流，进而促使资金投向长期贷款等领域，达到提振金融资产价格效果。

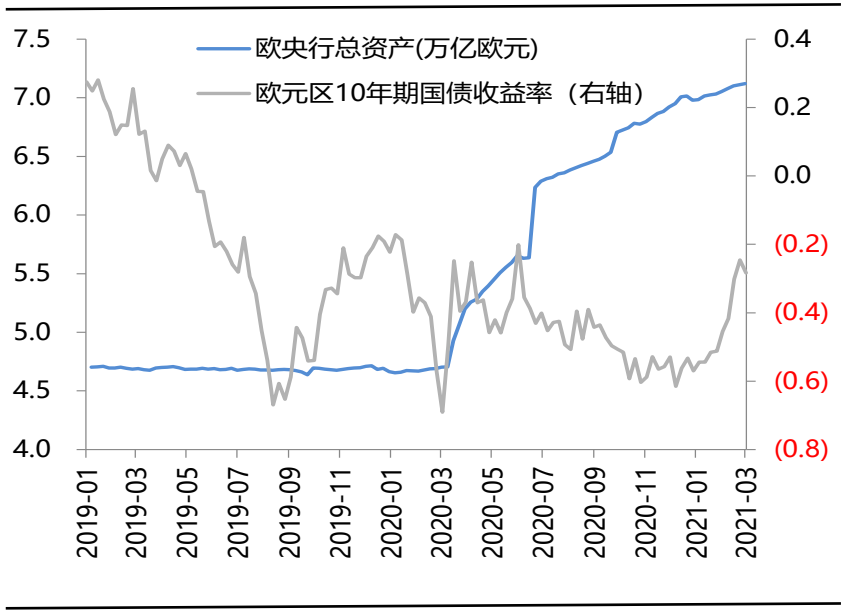
资料来源：Wind，国金证券研究所

欧洲：经济复苏较慢，货币刺激加码

图表 美国复苏速度赶超欧洲



图表 欧央行仍在加码宽松，欧债收益率升幅较小



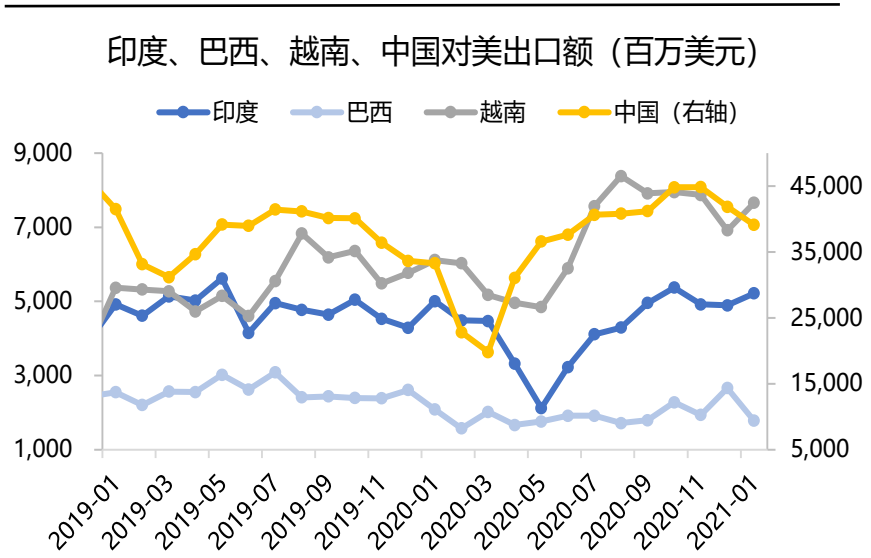
- **欧洲经济：欧洲经济从疫情中恢复速度放缓。**无论从新增病例人数来看，还是疫苗接种进度来看，欧元区经济受到疫情的影响相比美国有所加深。从OECD领先指标来看，美国的恢复速度在今年2月份开始超过欧洲。

- **欧洲政策：货币加码宽松，财政相对稳定。**从货币政策来看，欧央行3月会议表示在下季度将明显加快PEPP购债速度，表明“基于对金融环境和通胀状况的判断，下季度PEPP的购债速度将比年初明显加快”，继续推进总量为1.85万亿欧元的PEPP，继续以再融资操作提供充足流动性，流动性整体相对宽松。从财政政策来看，各国财政积极程度有所不同，但整体加码刺激的力度较去年有所放缓。

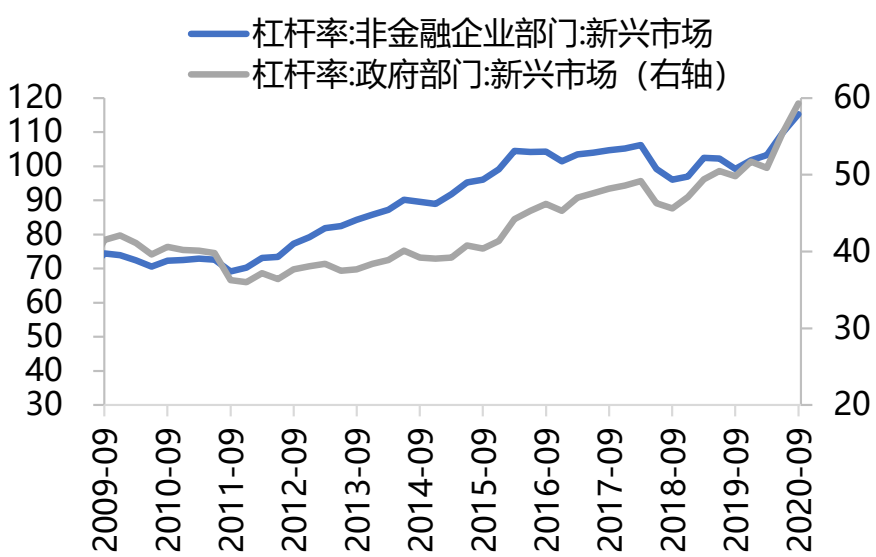
资料来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场：生产和出口加速恢复，债务隐忧仍存

图表 印度和巴西出口额同比增速企稳回升



图表 新兴市场政府杠杆率较高



- **生产和出口：疫情对巴西、印度等国经济的影响仍存，但工业生产和出口方面企稳回升态势明显。**从新增病例人数来看，巴西和印度的人数仍在高位反复，越南相对控制较好。从生产来看，巴西、印度和越南等国的制造业扩张明显。从出口来看，巴西和印度的出口增速低位企稳回升。

- **债务和杠杆率：债务增加较多，杠杆率上升，美元如果加速升值，可能存在债务风险。**较多的新兴市场国家在疫情应对期间杠杆率上升明显，后续如果美元出现较大幅度的升值，一些外汇储备相对较低的国家可能存在债务风险。

资料来源：Wind，usatrade，国金证券研究所



三、大类资产：风险资产性价比回落

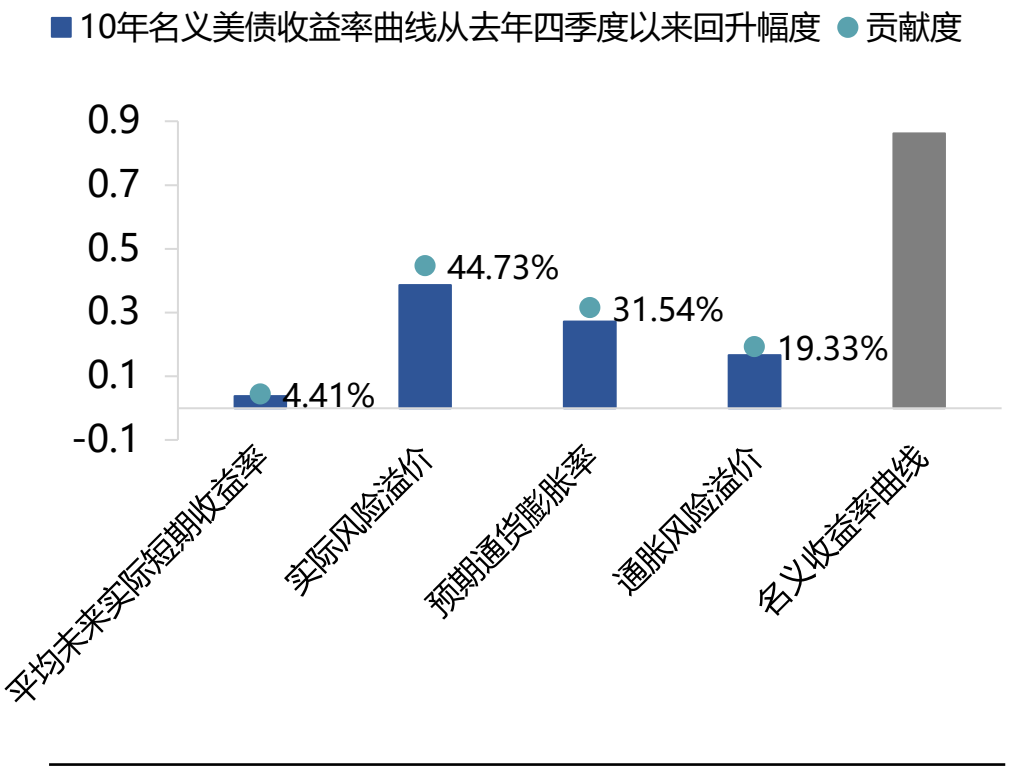
回顾1季度美债收益率曲线：实际风险溢价为主要提振

- **回顾1季度：**对比去年四季度，通胀预期、实际风险溢价、通胀风险溢价回升，但由于高收益率公司债券利差回落带动TIPS流动性溢价出现较大的回落，导致TIPS 通胀补偿回升幅度较大，使得名义收益率曲线和通过盈亏平衡通胀率衡量的名义收益率曲线两者之间的缺口走阔。

- **截至2月26日，名义收益率曲线的回升44.73%是由实际风险溢价贡献。**随着新的一轮财政刺激和疫苗接种加速了市场对经济复苏的预期，带动实际风险溢价，即剔除掉通胀之后对未来实际投资回报率的预期出现了较大的回升。

- **通胀预期率主要受到大宗商品飙升所拉动。**四季度以来随着需求端的回暖叠加供给端对产量控制，以原油和铜为首的大宗商品价格出现了较大的回升，通胀斜率上行。

图表 实际风险溢价对美债贡献度最大



资料来源：美联储，国金证券研究所

展望2季度美债收益率曲线：从“剧烈上行”转向“平淡上行”

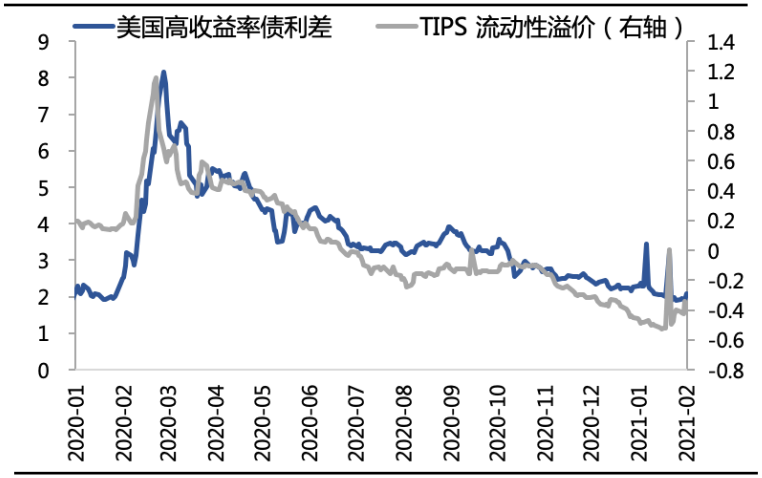
国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 10年美国名义收益率曲线详细拆分

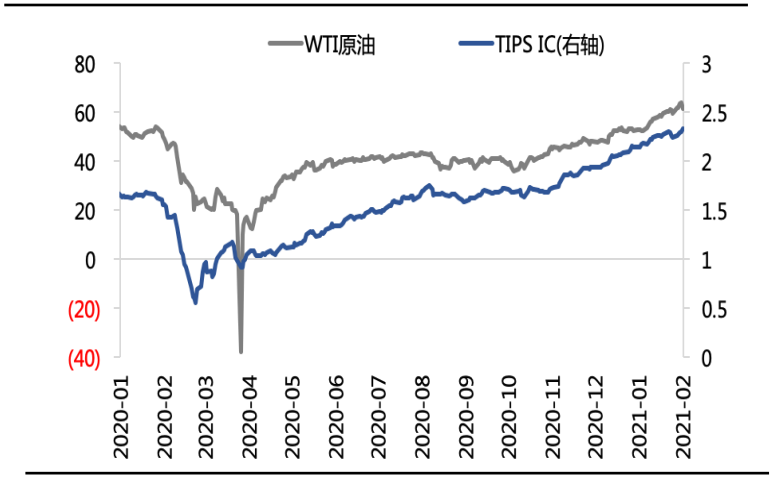
日期	预期平均未来实际短期收益率	实际风险溢价	通胀风险溢价	预期通货膨胀率	流动性溢价	名义收益率曲线
2021/2/26	-0.015	-0.30	0.004	1.927	—	1.615
2021/6/30	持平	上升	上升	上升	—	上升
	预期平均未来实际短期收益率	实际风险溢价	通胀风险溢价	预期通货膨胀率	流动性溢价	名义收益率曲线（盈亏平衡通胀率）
2021/2/26	-0.015	-0.30	0.004	1.927	-0.39	2.324
2021/6/30	持平	上升	上升	上升	上升	上升

- **展望2季度：**随着大规模财政刺激落地，经济基本面持续升温，实际风险溢价上行空间较大，通胀风险溢价和预期通胀存在上行的空间，但基本已经定价，另外需注意流动性溢价已经为历史低点，难以进一步回落，名义收益率曲线和通过盈亏平衡通胀率衡量的名义收益率曲线两者之间的缺口在2季度后半场逐步收敛。（如果LIBOR-OIS跌入负值，流动性溢价进一步回落的话，那么需要关注美联储货币政策边际转向）
- **从对10年美国名义债券收益率贡献度来看，我们认为实际风险溢价>流动性溢价>通胀风险溢价和预期通货膨胀率。**

图表 流动性溢价若再往下探底，需关注美联储表述



图表 TIP IC（名义利率-TIPS收益率）已经大幅超过疫情前的水平

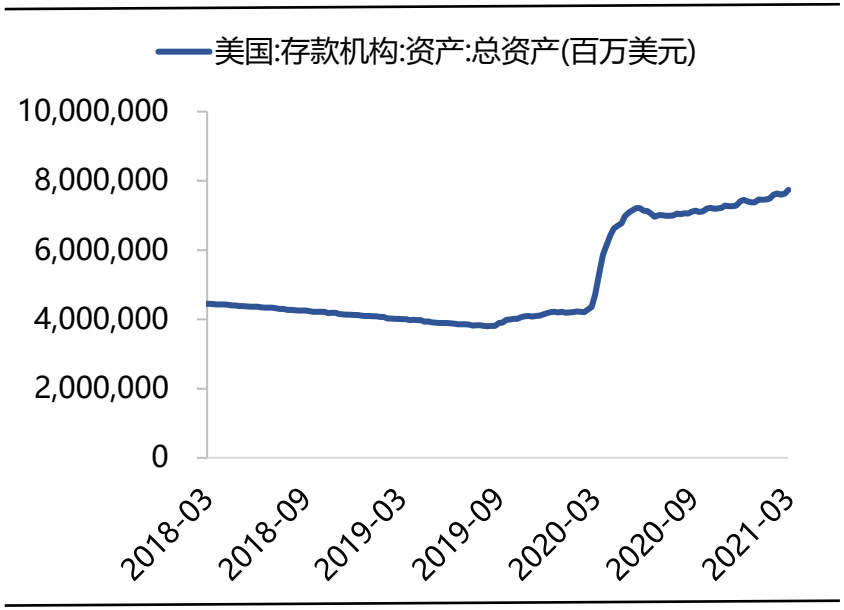


资料来源：美联储，Wind，国金证券研究所

回顾1季度美元指数：实际利率上行，美元疲软指数按下暂停键

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 美联储资产负债仍然在扩张



图表 美德利差在1季度后半期上行



- **回顾1季度：**我们用美国10年实际国债收益率-德国10年实际国债收益率作对比，两者利差在去年年底之后开始明显走阔，随后就伴随着美元指数触底。**一方面**比起名义利率利差，实际利率的利差和美元的相关性更强，**另一方面**两国货币政策取向相同的时候，长端利差中带有的预期变化更能对汇率方向起到引导作用，

- **美债收益率快速上行为美元指数疲软按下了暂停键。**通胀预期和实际利率分分走高背后反应的经济增长预期，IMF上调了对美国GDP在2021年的经济增长，但是下调了对欧元区GDP的经济增长，且上半年美国整体经济层面好于欧元区，利好美元指数。

- **但是大规模的财政刺激和流动性的持续宽裕阻碍了美元指数回升。**一季度的大规模的财政刺激使得宽松货币政策的必要性上行，从美联储的资产负债表来看，基本维持了每月购买国债700亿以上的规模。

资料来源：Wind，国金证券研究所

展望2季度美元：通胀、消费和利率之间的竞赛

国金证券 SINOLINK SECURITIES

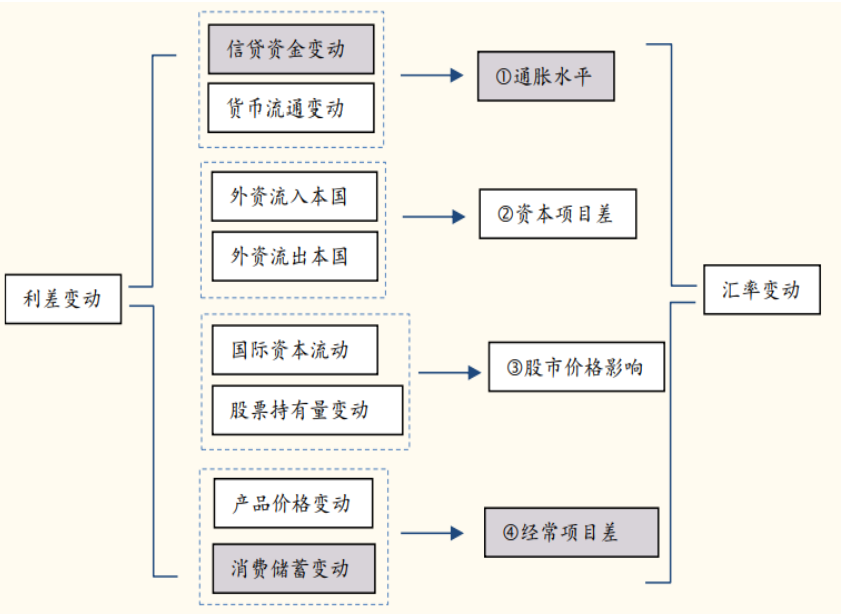
- **利率平价更多的是反应利率和汇率之间的总量关系，但是2季度利率平价中的传导因子需要着重关注，可能会使得利率平价和美元指数之间的关联度减弱。**

- **从利率和经济增长层面来看，**美国无论是基本面还是疫苗的接种率来看，都好于欧元区，美债实际利率上行的幅度应该暂时领先于欧元区，美德利差走阔，美元上行动力仍存。

- **但是后疫情时代的经济复苏使得利率层面对美元上行空间有所弱化，**具体来看：1）从通胀渠道来看，目前市场上存在流动性过剩的情况，LIBOR-OIS处于历史低位，叠加去年低基数效应，2季度初期应该是全年通胀高点，美元升值压力减弱；2）从经常项目差来看，利率的上行使得居民倾向于储蓄而非消费，进口的减少出口的增加带动美元指数升值，但是随着财政刺激下达，如果疫苗接种超预期的话，那么不排除会迎来一轮以服务业为主的报复性消费，进口未必会减少，削弱美元上行动力。

- **但是若后续使用扭曲操作的话，可能利率层面上对美元的提振将会有所回落。**

图表 利差之间的传导变量疫情后发生了偏离



资料来源：国金证券研究所

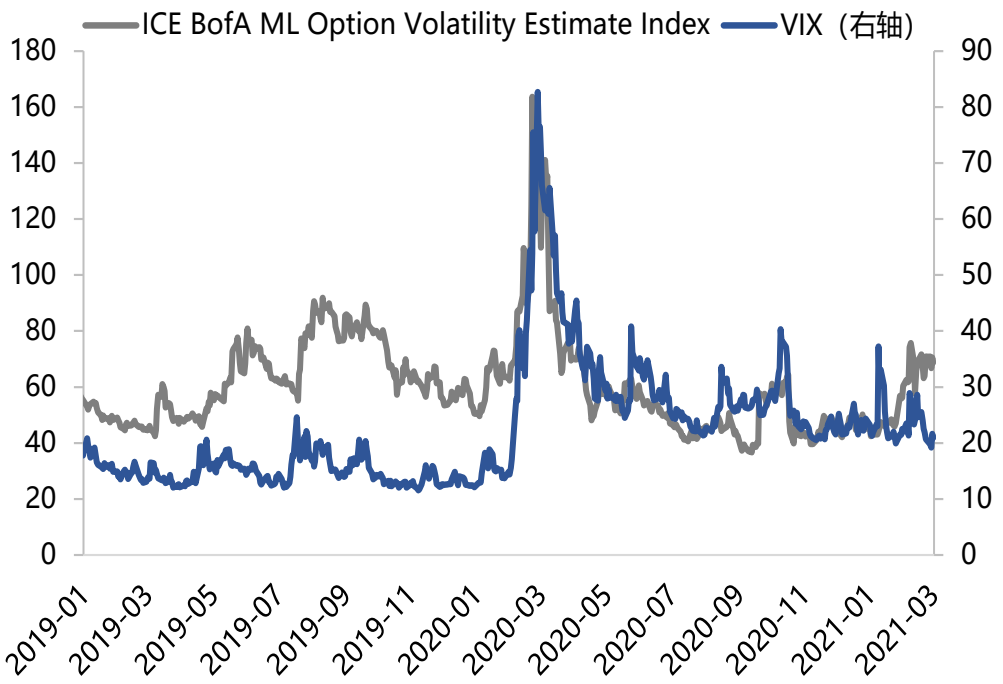
回顾1季度美股：美债利率飙升压力下出现回调

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **受美债收益率陡峭化影响，投资者预期的变动从估值上对美股进行了打压。**名义利率的上行释放政策信号，进而改变投资者对经济的预期。若实际利率和投资者预期发生不匹配时，投资者则会对他们的资产结构进行调整。通常在利率上涨初期，如果利率的变动幅度大于市场的预期，那么投资者对股票等风险资产的需求将会回落，进而导致股票市场供大于求，股票价格将面临严重的下行风险。

- 具体来看，我们将隐含债券波动率和代表美股波动率的VIX做对比，2020年以来股票市场的隐含波动率高于债券波动率，但是当前两者之间的情况发生了逆转，**这意味着市场的投资组合已经发生了转，进而带动美股市场波动加剧。**

图表 当前隐含债券波动率已经大于美股的波动率

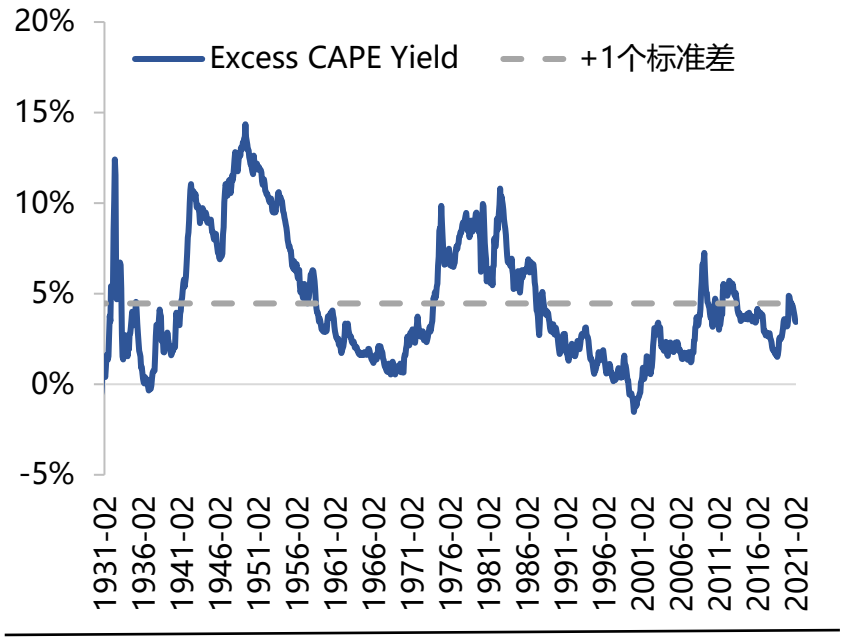


资料来源：美联储，国金证券研究所

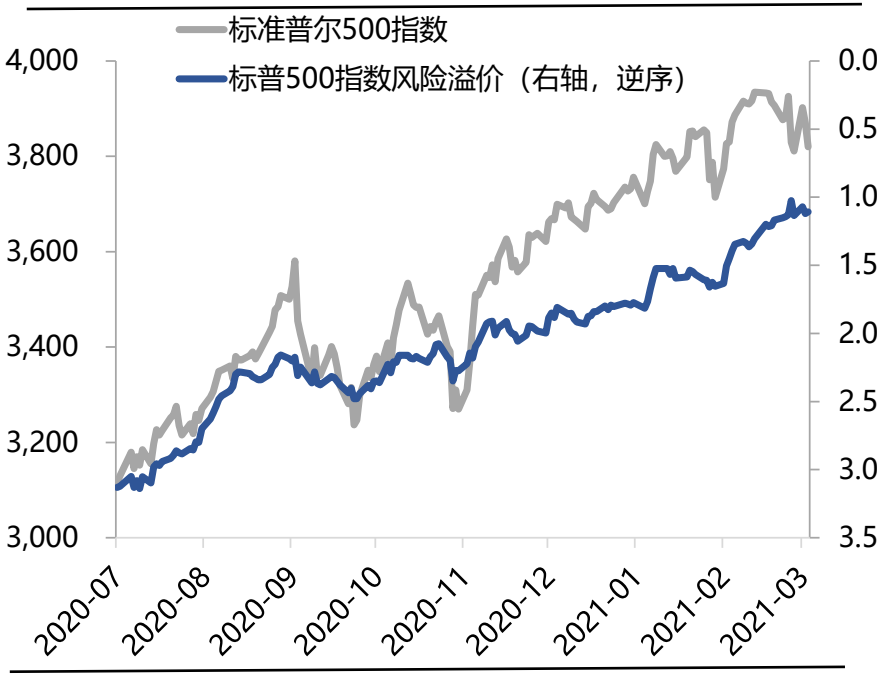
展望2季度美股：波动仍存，但是不会引发巨大的金融危机

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 Excess CAPE Yield 当前压力并不大



图表 标普500风险溢价回落



- **名义美债收益率的上行会持续对美股估值形成压力。**美债收益率在2季度受到实际利率的影响，仍存在上行的空间，截至2月的数据显示美债收益率为1.44%，标普500股息率为1.52%，一旦美债收益率高于标普500股息率，那么意味着美债比美股更具吸引力，可能会进一步引发美股的抛售。
- **但是流动性和基本面在2季度仍然会对美股形成一定的修复力。**首先，量化宽松在2季度还是会从流动性对美股的估值形成支撑，另外随着美国经济和社会逐渐从疫情和抗议活动中的恢复，企业盈利开始逐渐上行，从DDM模型中的分字端利好美股。我们需要注意，除了为了稳定金融市场，美债利率的大幅上行最终会对债务高企的美国经济产生严重影响，且美国经济在2季度的，届时美联储不得不控制收益率曲线，压力长端收益率，释放美股估值压力。

资料来源：Wind，国金证券研究所

回顾1季度A股：流动性趋稳预期下，风险偏好回落

- 春节后，A股顺周期标的大幅上涨，同时前期抱团标的大幅调整，从而对指数形成较大下行压力。从传统的美债收益率对A股影响渠道来看（汇率、情绪和基本面），本轮A股调整主要在于情绪层面。但影响美债收益率上行背后的两大因子（经济复苏和通胀预期升温），可能是A股调整的“导火索”。本轮A股调整的最明显特征是“杀估值”，同时叠加抱团标的从“正反馈”向“负反馈”转变（上涨时申购加强，下跌时赎回加强）。

- 市场情绪的观察指标——申万高市盈率月涨幅-沪深300月涨幅显示，在2021月1月份陷入负值，意味着市场的风险偏好有所下降。

图表 风险偏好在2月出现回落

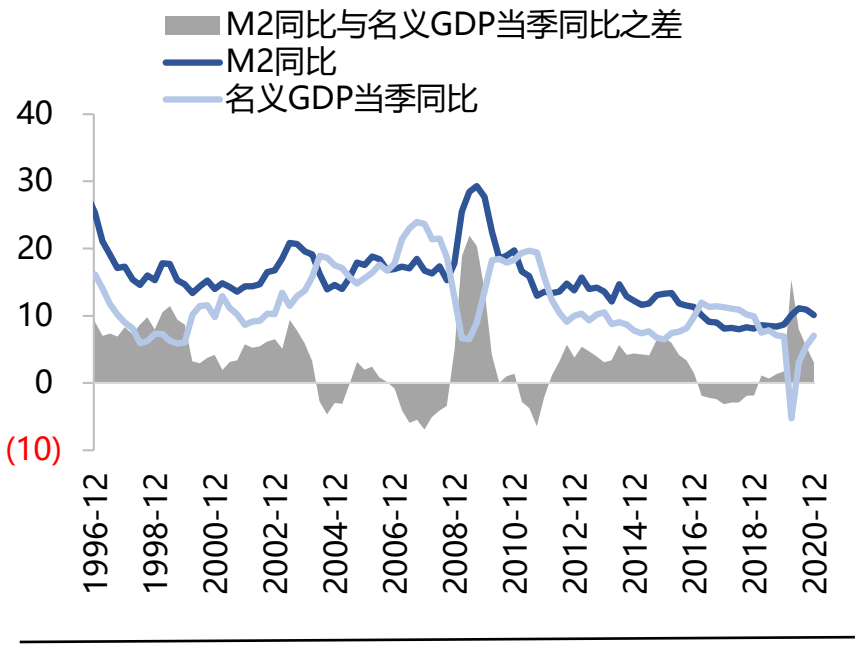


资料来源：Wind，国金证券研究所

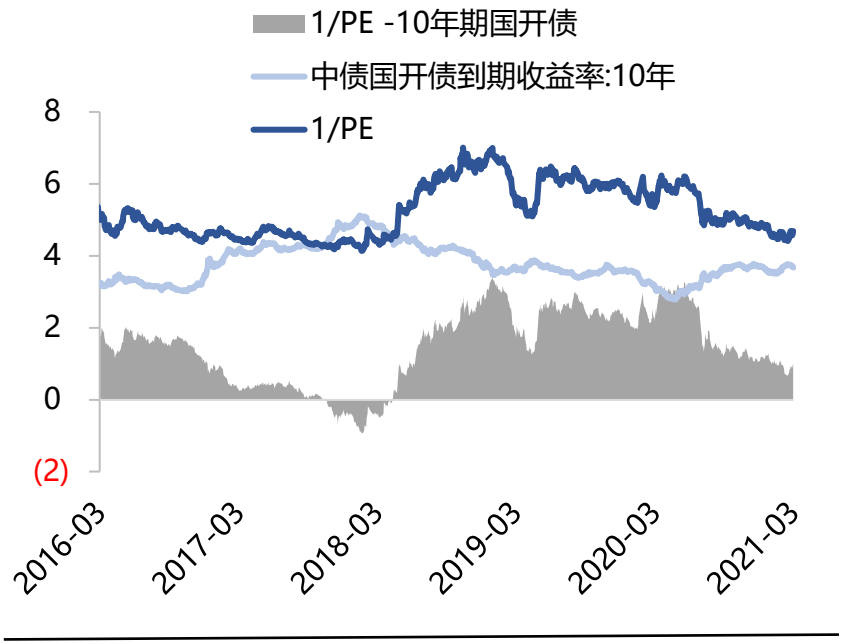
展望2季A股：短期下行压力仍存，后半期企稳概率较大

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 2季度度M2-名义GDP回落



图表 A股风险溢价处于中位数水平 (%)



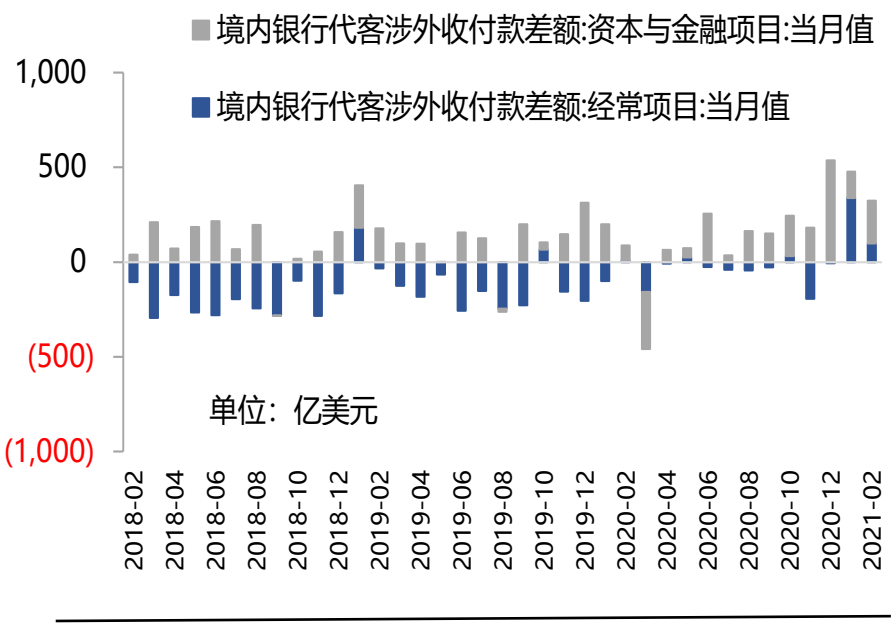
- **首先，**M2-名义GDP在1季度陷入负值，2季度回升力度有限，A股存在牛市的基础不存在。M2同比增速从去年12月开始有所回落，相比之前一季度和二季度受低基数的影响，流入到资本市场中的流动性减弱；货币政策还是以稳为主，总量货币回归中性，宽信用收敛保持循序渐进。

- **其次，**用1/PE-10年期国开债收益率所代表的风险溢价来衡量股债相对估值，当前A股的性价比较中债国开债出现明显回落。未来流动性的边际变化可能会导致该趋势加剧。

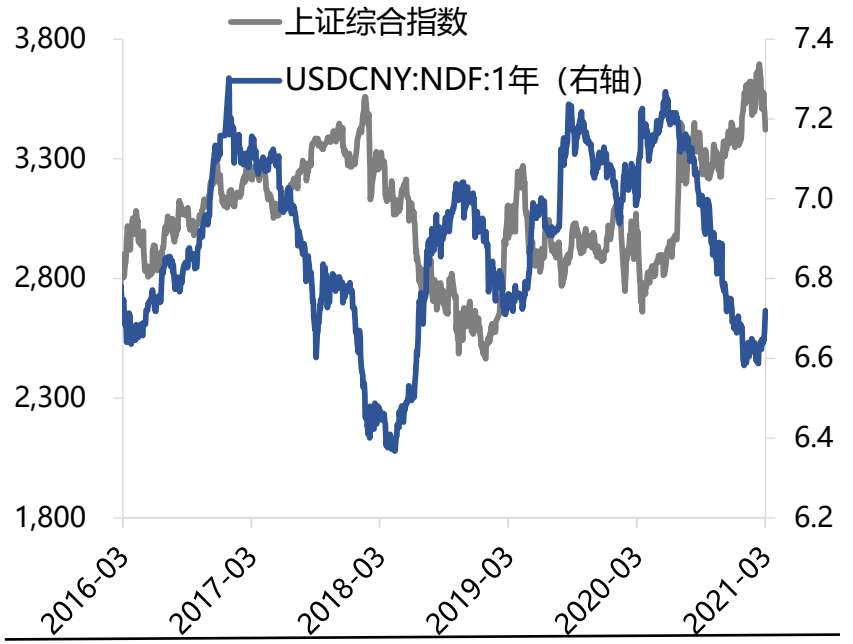
资料来源：Wind，国金证券研究所

回顾1季人民币：人民币CFETS指数强势上行

图表 去年12月经常项目和资本金融项目差额出现不同程度回升



图表 一年期NDF和上证综合指数反比显著



- **一季度以来美元指数企稳回升，但是美元兑人民币指数下行的现象，这种背离主要有以下两点：**

- **首先，**我国外汇市场在去年年底供求出现明显改善，经常项目和资本金融项目的大幅净流入，加剧了境内外外汇的供求，绕过了利率渠道，直接推高了人民币指数。

- **其次，**境外资本流入带动A股上行的同时利好人民币，资产组合平衡模型表明当人民币升值的时候，会引起资产预期的收益率变化，国内投资类资产增值，证券类的股票需求上行，年初以来上证综指和一年期USDCNY两者负相关性越发显著，进一步证明了股市和汇率正在互相推波助澜。

资料来源：Wind，国金证券研究所

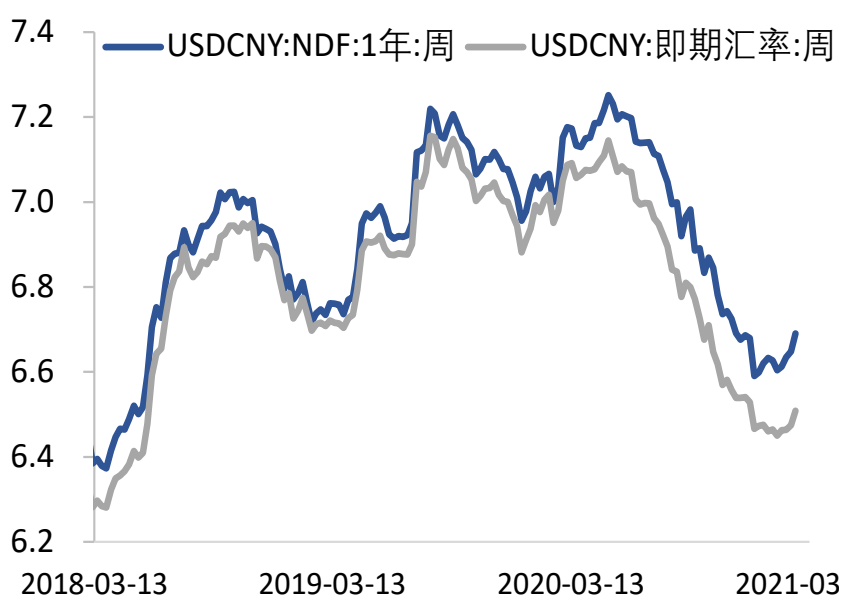
展望2季人民币：单边升值告一段落，但并不会大幅贬值

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 人民币指数已经从高处回落



图表 远期汇率拐点出现



- **首先，**一年期NDF拐点已显，表明人民币从去年以来的单边升值告一段落，但还未出现明显上升，表明市场预期人民币短期仍然比较强劲。

- **其次，**随着国内资金面逐步收敛，流入人民币的资产资金可能会逐步放缓，另外美债逐步上行的约束并不大，但是上半年中债维稳的必要性是有所加强的，叠加美国10年国债收益率-中债10年国债收益率之间的利差目前存在走阔的基础，美元兑人民币存在一定的上行动力。

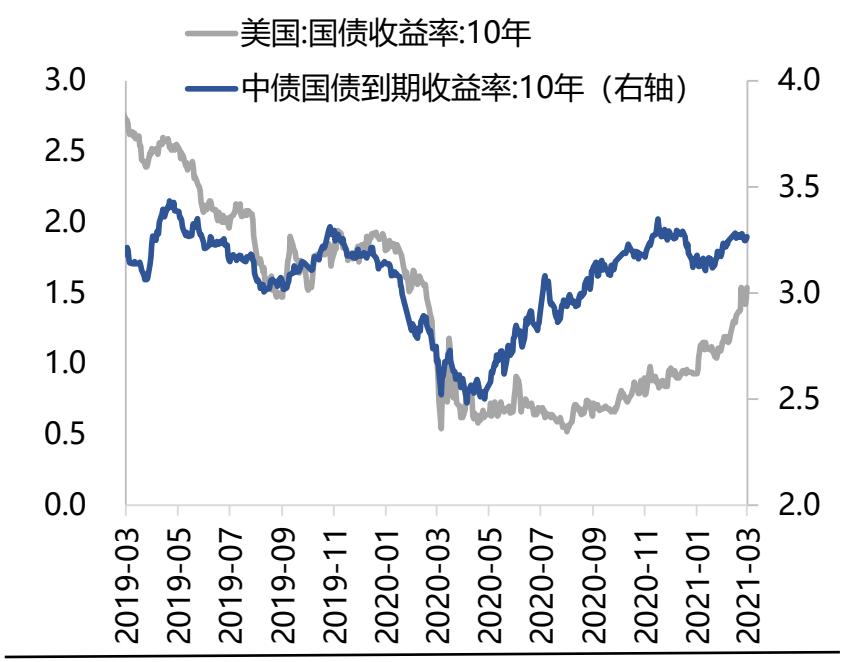
- **但美债收益率的上行其实有利于我国汇率机制及市场的自我修复调整，且汇率保持在合理区间才能够使得人民币升值走的更稳。**

资料来源：Wind，国金证券研究所

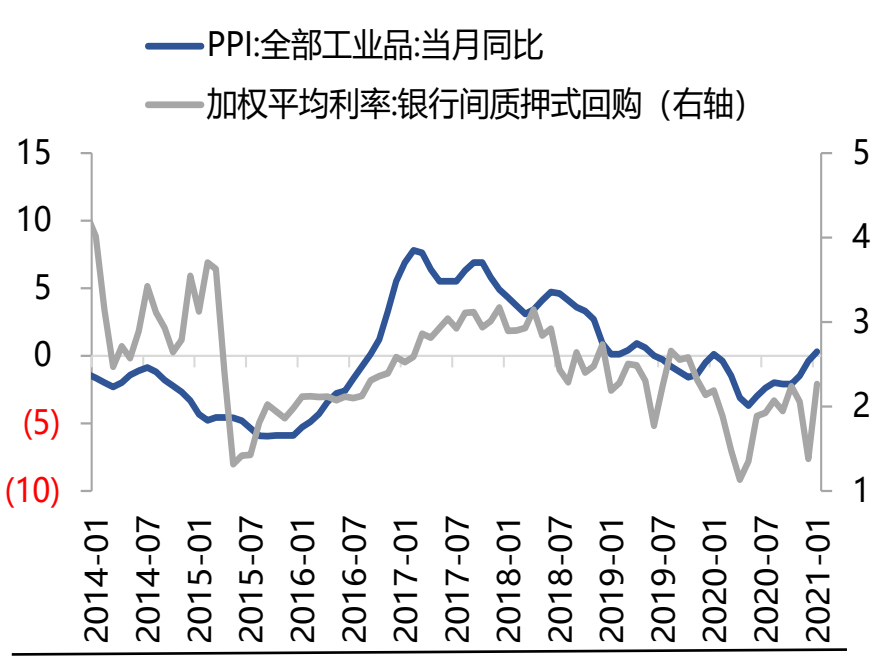
展望2季度中债：我国债券收益率进一步上行空间有限

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 中债去年以来升幅高于美债



图表 PPI带动资金利率上行



- **首先，从通胀预期来看，**比起美国，国内的通胀压力并不高。1）国内广义财政积极程度有所下降；2）油价对CPI的影响弱于对PPI的影响；3）我国消费复苏的弹性相对较弱。

- **其次，从实际利率来看，**我国在去年首先去年复工复产，经济复苏较快，实际利率较美国已经出现过一轮上涨。

- **第三，从资金面来看，**目前央行对货币政策的调整还是将中国自身发展放在主要位置，无论是货币政策还是财政政策都开始专注于防范债务风险，虽然目前国内狭义流动性较美国已经提前收紧了，但是国内利率债的供给压力并不大。

资料来源：Wind，国金证券研究所

展望2季度原油：上行空间仍存，但需注意短期调整风险

- **原油价格未来进一步上行的推动力可能在于基本面：**随着疫苗的不断加速推进，疫情对经济的抑制不断减弱，且欧美炼油开工率依然处于较低的位置，后续价格仍可能进一步上行；尤其是，如果原油供给出现新的冲击（例如地缘政治风险等因素），可能导致油价进一步上涨。

- **调整的风险主要源于供给端和金融层面，包括：**1）新兴市场成品油出口修复带动供给端回升，若后续需求的上升增速低于供给端的上行增速，那么原油价格将从产量上将受到一定的抑制；2）美国德州页岩油基地因雪灾停电瘫痪，短期设施的修复需要一定的时间，使得OPEC无需再通过减产支撑原油的价格，后续不排除可能会反守为攻抢占市场份额，做出增产的决定；3）美元流动性收缩带来的金融条件收紧。

图表 全球复苏对原油价格形成利好



资料来源：Wind，国金证券研究所

展望2季度黄金：实际利率+美元指数回升抑制金价

- **回顾一季度，实际利率回升对黄金价格形成下行压力。**在抗疫经济复苏的下半场，名义利率上行的增速通常会超过通胀预期，推动实际利率上行，进而对黄金价格形成下行压力。

- **展望二季度，实际利率上行+美元指数上行对黄金继续施压。**随着美元信用体系趋于稳定，黄金的美元信用体系对冲属性逐步弱化，两者相关性回落。未来随着美元温和反弹和实际利率上行，两者之间错位的概率较低，黄金价格大概率承压。

图表 实际利率下行压抑黄金价格



资料来源：Wind，国金证券研究所

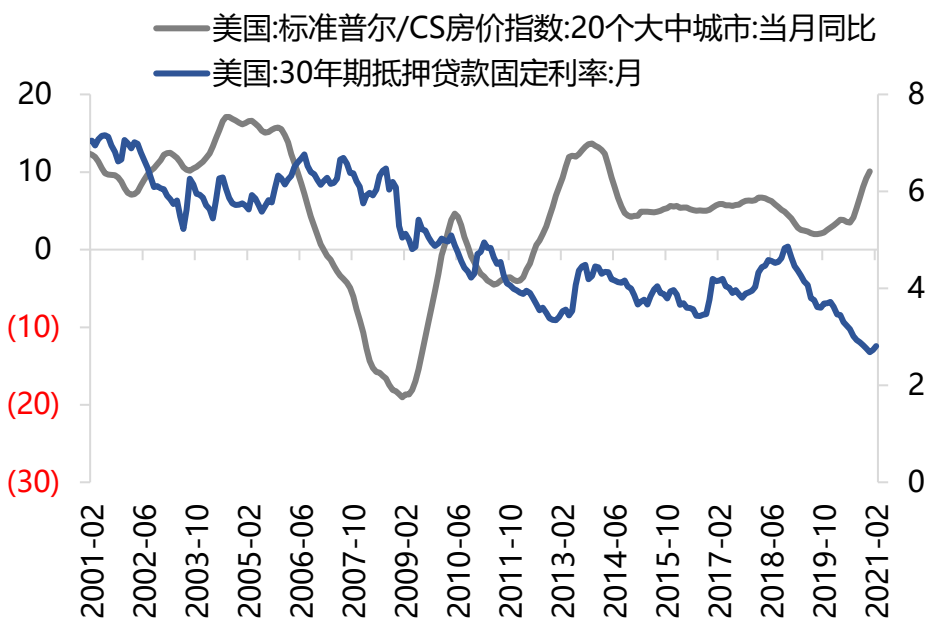
展望2季度美国房地产：拐点出现，静等回落

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表 成屋销售高点已显



图表 美国房地产价格指数2季度还有上涨动力

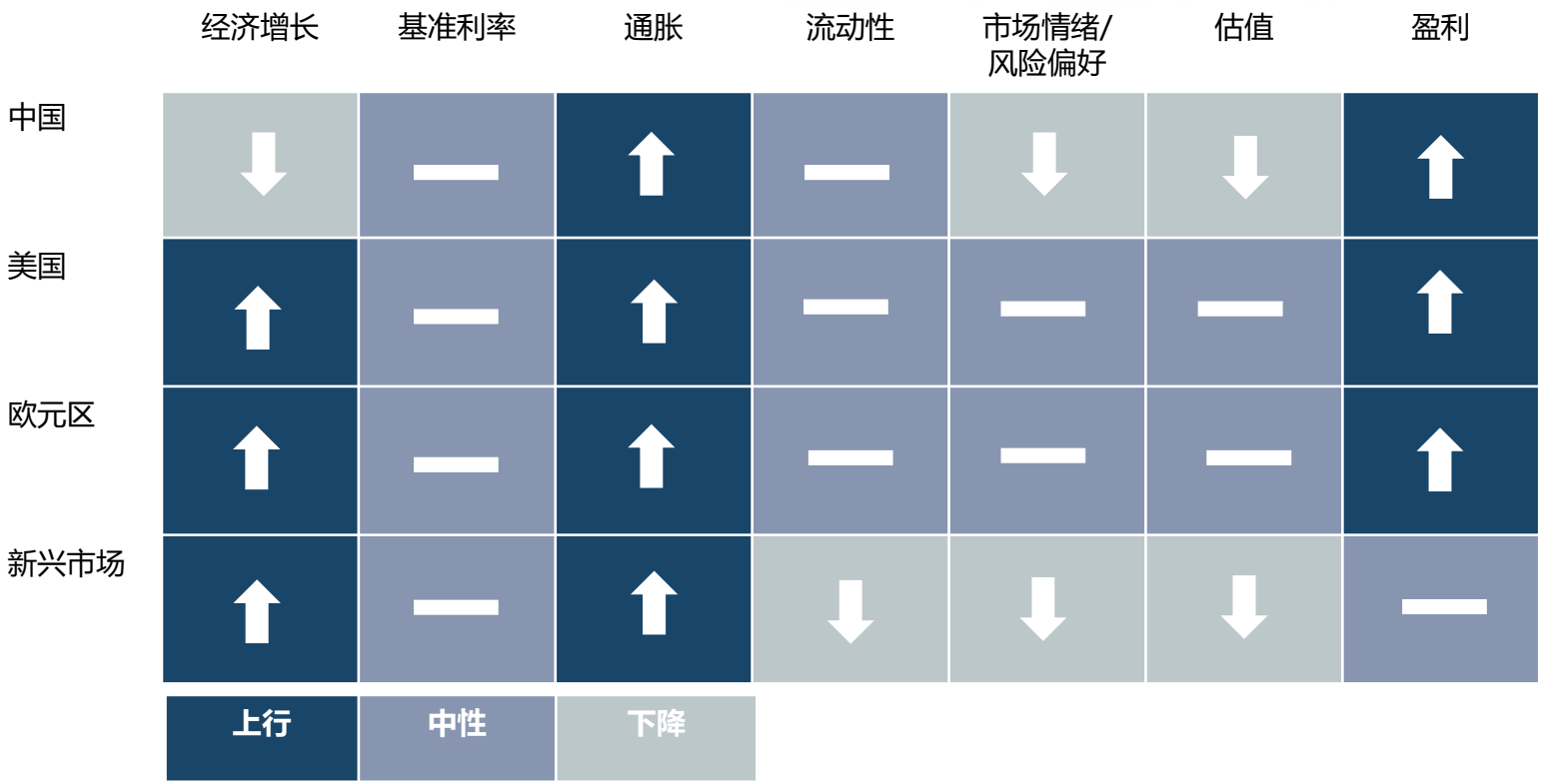


- **预计2季度房地产销售出现显著降温。**从去年以来推动美国地产热的低利率和新需求已经发生边际转变：1）30年抵押贷款固定利率已经随着10年美债收益率出现上行，低利率对房屋的支撑将开始有所回落；2）疫苗的进展，对独栋房屋需求的已经边际回落；3）去年低基数效应，改善的幅度有限。

- **房地产价格指数仍然有支撑。**美国房屋销售（成屋+新屋）领先营建许可3个月左右，而营建许可领先20大中城市6个月左右，预计房地产指数在2季度仍有上行的空间。

资料来源：Wind，国金证券研究所

总结：2季度全球经济较1季度比较



- **中国**：受1季度高基数影响，2季度GDP增速较1季度有所回落，资金利率虽然逐步回升，但是央行“稳”货币意图仍然比较强，风险偏好在2季度前低后高。
- **美国**：受益于财政刺激，2季度经济增速将出现显著提高，在疫苗接种率和疫情回落趋势没有达到美联储预期之前，美联储不会减少购债规模，通胀受低基数、能源以及服务业逐步好转影响，呈现上行趋势，通胀预期对美债收益率的影响弱化，但是估值可能仍然受到实际利率上行影响。
- **欧元区**：财政支出支撑欧元区经济，PMI指数在年初出现明显上行，但是欧元区目前来看疫苗分发并不及预期且后续可能存在各个国家之间的分配不均匀，经济的可持续性仍然需要关注。
- **新兴市场**：全球供应链的持续复苏利好以出口为导向的新兴市场，但是美债收益率的上行使得部分之前流入到新兴市场的资金回流至美国，新兴市场金融市场波动可能会加剧，但是经济复苏的方向不变。

总结：2季度全球金融市场较1季度比较

国金证券 SINOLINK SECURITIES

全球权益市场		
美国	Large Cap	**持平**
	Medium Cap	**持平**
	Small Cap	**下调**
中国	上证综合指数	**下调**
欧元区	欧元区 STOXX 50	**持平**
新兴市场	MSCI 新兴市场	**下调**
全球债券市场		
美国	3-Month Treasury Yield	**持平**
	10-Year Treasury Yield	**持平**
	投资级别企业债	**持平**
	高收益率企业债	**持平**
中国	中债 10 年国债收益率	**持平**
欧元区	德国 10 年国债收益率	**持平**
大宗商品		
原油		**持平**
黄金		**下调**
铜		**下调**
其他黑色系		**持平**
货币		
美元		**上调**
人民币		**持平**
欧元		**持平**
新兴市场		**下调**
现金		**上调**
情绪面		
全球风险需求		**下降**
隐含汇率波动		**上升**
宏观敏感率		**持平**

风险提示

国金证券 SINOLINK SECURITIES

1. 疫情再度出现变异，导致全球经济受到较大冲击；

2. 疫情对全球经济体的长期影响较大，导致需求恢复力度低于预期；

3. 通胀风险失控，导致流动性被动大幅收紧，滞涨风险上升。

THANKS

2021/04/1

国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn