2021 年 3 月 26 日

滞涨预期浮现，市场结构再均衡——二季度策略要点

策略专题

华鑫证券研究发展部

分析师：
陆水旗
执业证书编号：
S1050520040001
电话：021-54967576
邮箱：lusq@cfsc.com.cn

严凯文
执业证书编号：
S1050516080001
电话：021-54967584
邮箱：yankw@cfsc.com.cn

董冰华
执业证书编号：
S1050515080001
电话：021-54967581
邮箱：dongbh@cfsc.com.cn

黄侃
执业证书编号：
S1050520080002
电话：021-54967572
邮箱：huangkan@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
http://www.cfsc.com.cn

一、“泡沫的堡垒”美股进入十年牛市的尾声

与市场中大多数的习惯性认识和观点不同，我们认为三月份以来的美股在美联储的“言论托市”、虚幻的“拜登 2 万亿基建”预期下，正在悄悄地构筑自 2009 年以来十多年牛市的头部。瓦解“泡沫堡垒”、终结美股 13 年牛市的因素是：货币泡沫与债务泡沫不可永续、潜在通胀与量宽和低利率不可兼得、疫情困扰+失衡的经济结构下可持续的经济复苏不可获得、美联储与美国财政部“左右摸右手”的财政货币化行为+国际霸权的削弱与维持美元信用不可兼得。

我们认为，美国 10 年期国债收益率高过 1.5%会导致新兴市场原本高估值状态的股市震荡不安，后期美国 10 年期国债收益率如果高过 2%，尤其实际收益率回正或会更显著地冲击新兴市场，也会终结过去多年来大量美国企业持续以廉价借贷回购股票驱动股价上涨的美股牛市。

二、“滞涨”预期浮现，收敛牛市情节

当前的通胀形势受基数的影响虽然在静态数据上尚未得到表现，但全局性通胀的潜在压力正在形成。虽然基数的作用+进入后疫情周期，今年是个可确定性的“复苏年”，但我们认为可能是个复苏不达预期，我国从下半年起也将面临较高通胀+较低增长的“类滞涨”场景。

投资与配置策略上尤其需要注意的是：滞涨预期的浮现会牵涉到政策结构的变化、经济与产业景气结构的变化、市场风险偏好与信用程度的变化、投资风格与消费行为的变化等等，会令行情结构产生一系列的变化，策略上不能习惯性地沉浸在过往两年信用扩张时期的配置思维中。

三、信用收敛带来估值收敛，市场结构再均衡

“不急转弯”，年初看是“不急”，年末回头看可能是“转弯”，在外围金融风险已可预期但尚不确定的形势下，我国稳货币宽财政的政策组合已经提前开始应对下半年的通胀压力，并开始提前预防美欧货币泡沫可能破裂后的金融动荡。以流动性扎堆的抱团股的瓦解为标志，A 股已提前进入信用收敛的场景，信用收敛直接影响的是估值收敛。我们预期，后阶段市场整体的估值水平已经难以作进一步扩张，这需要在投资策略上予以重视。

随着信用收敛带来估值水平收敛，以及“抱团”投资风格的瓦解，A 股已经进入结构再梳理的阶段。一是，抱团股瓦解后，抱团股阵营也有再梳理再分化的过程；二是，随着年报、季报进入披露密集期，市场需要根据年报、季报梳理新冠疫情对行业、对公司是阶段性还是持久性的损益，对行业与公司的基本面状况与趋势也有再梳理的过程；三是，抱团股瓦解后机构投资者的配置有一个再均衡的要求。

结构再梳理、再均衡作用在行情中是一个多空交织的因素，因此 A 股的估值收敛不至于导致指数上的持续下跌，更可能是类似于去年下半年区域性波动的形式，反应在上证综指上未来几个月时间里 3100-3500 点或是主要的波动区间。在结构再均衡中，继续看好“碳中和”下的清洁能源，二季度起可关注滞涨受益的大宗商品、粮食和农副食品，其中粮食与农副食品胜于大宗。

风险提示：中美贸易摩擦加剧、疫情未能有效控制、美债收益上升

正文目录

一、“泡沫的堡垒”美股进入十年牛市的尾声 3
二、“滞涨”预期浮现，收敛牛市情节 5
三、信用收敛带来估值收敛，市场结构再均衡 7
四、风险提示 9

图表目录

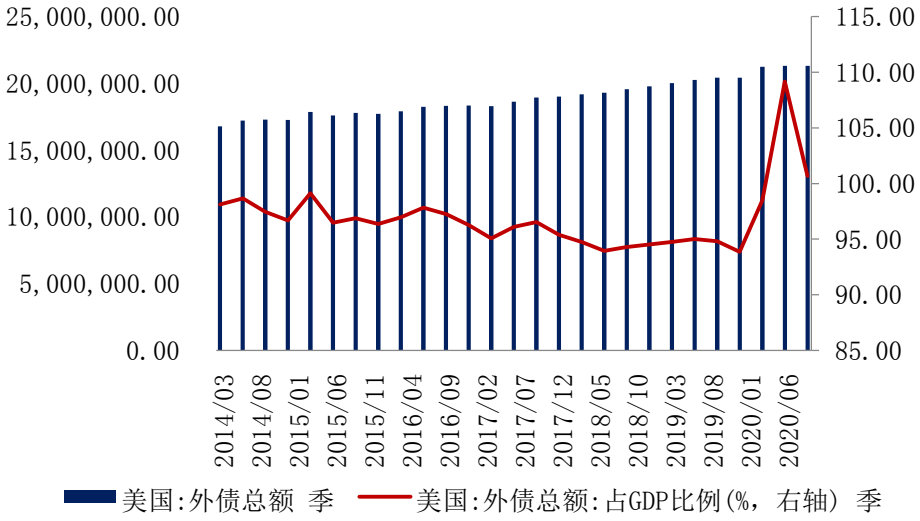
图表 1：美国外债规模与 GDP 占比 3
图表 2：美国十年期国债收益率与 CPI 比较 3
图表 3：美国工商企业未偿债务规模 4
图表 4：美国十年期国债收益率与实际收益率 4
图表 5：1-2 月份 PMI 未达预期且显性回落 5
图表 6：下半年 CPI 呈翘升趋势 6
图表 7：美国“滞涨十年”期间的股市表现呈横向波动态势 7
图表 8：“抱团股“的估值水平开始收缩 8
图表 9：国内外农产品价格呈趋势性上涨 9

一、“泡沫的堡垒”美股进入十年牛市的尾声

1、与市场中大多数的习惯性认识和观点不同，我们认为三月份以来的美股在美联储的“言论托市”、虚幻的“拜登 2 万亿基建”预期下，正在悄悄地构筑自 2009 年以来十多年牛市的头部。当然，终结十多年牛市头部结构的构成可能是一个长达几个月时间复杂过程。

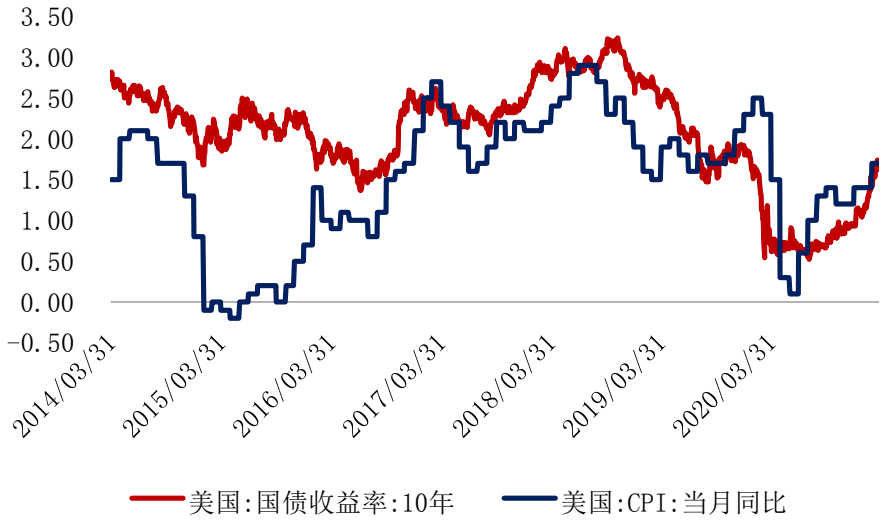
2、瓦解“泡沫堡垒”——终结美股 13 年牛市的因素是：货币泡沫与债务泡沫不可永续、潜在通胀与量宽和低利率不可兼得、疫情困扰+失衡的经济结构下可持续的经济复苏不可获得、美联储与美国财政部“左右摸右手“的财政货币化行为+国际霸权的削弱与维持美元信用不可兼得。

图表 1：美国外债规模（万美元）与 GDP 占比



数据来源：Wind，华鑫证券研究发展部

图表 2：美国十年期国债收益率（%）与 CPI 比较

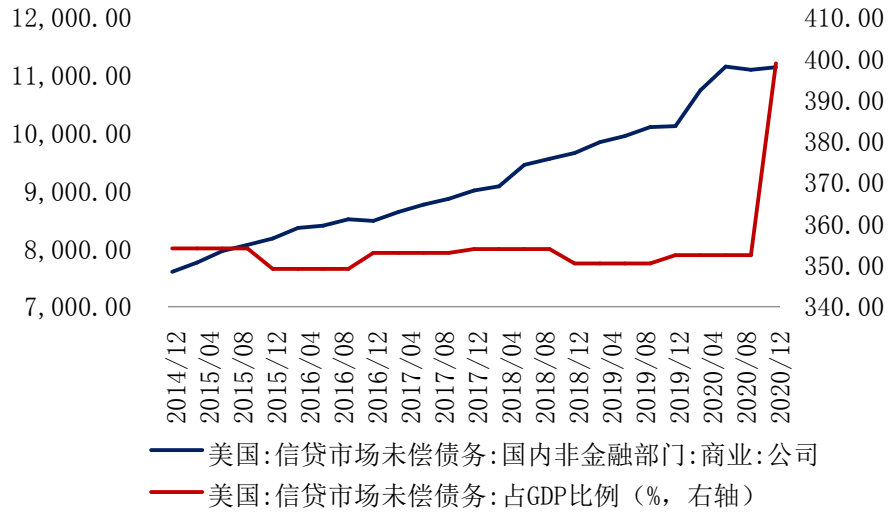


数据来源：Wind，华鑫证券研究发展部

3、我们认为，“拜登 2 万亿基建”仅是一个预期，将面临着“钱从哪儿来”、红蓝阵营分裂下“各州怎么分配”、“大基建队伍和设备哪儿来”、“基建物资在哪儿”、“具体的基建设施项目是哪些”……等一系列问题，将会有很长过程的“扯”，等“扯“清楚了，又将面临换届选举和政策变更。因此，我们认为已经开始实施的“拜登 1.9 万亿”是疫情救急和稳定民主党营盘不得不为之的举措，而“2 万亿基建”只是一个难以兑现的预期。

4、过去两个月里，美国十年期国债收益率已经从 0.5%快速回升到了 1.8%。我们认为，美国 10 年期国债收益率过 1.5%会导致新兴市场原本高估值状态的股市震荡不安，这已经有所显现；后期如果美国 10 年期国债收益率后期如果高过 2%、尤其实际收益率回正促使全球美元资本回流，或会更显著地冲击新兴市场。

图表 3：美国工商企业未偿债务规模（亿元）



数据来源：Wind，华鑫证券研究发展部

图表 4：美国十年期国债收益率（%）与实际收益率（%）



数据来源：WIND，华鑫证券研究发展部

5、在过去两年时间里，欧美量宽+负利率时期“勾引”企业大肆发债和无成本借贷。然而，一旦量宽收敛+利率回升的预期增强，必然影响到借新还旧的进行和债务成本的重置。因此，我们认为如果美国 10 年期国债收益率后期如果高过 2%、尤其实际收益率回正，也会终结过去多年来大量美国企业持续以廉价借贷回购股票驱动股价上涨的美股牛市。

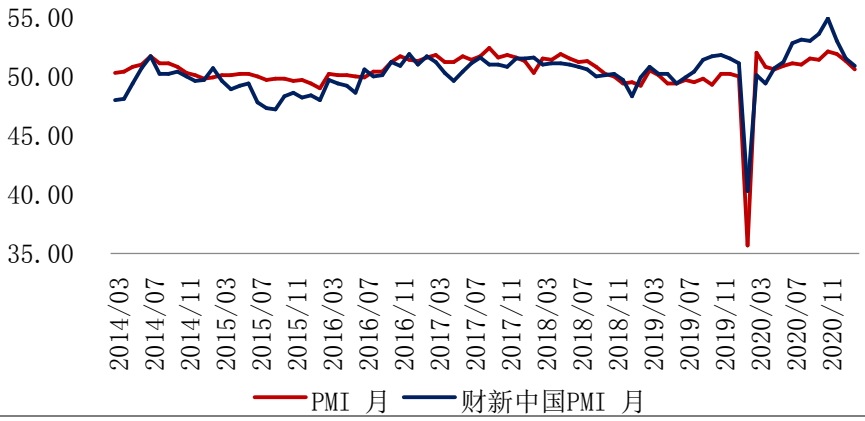
6、我们认为，美联储“印钞机”已经开始受到维持美元信用和潜在通胀的制约，美元资产价格泡沫已经膨胀乏力。我们预判三月份受美联储“言论托市”和“2 万亿基建预期”见高之后的美股将进入泡沫消退阶段，下半年在更为清晰的滞涨形势下或有更为明显的泡沫消退的表现。

二、“滞涨”预期浮现，收敛牛市情节

1、当前的通胀形势受基数的影响虽然在静态数据上尚未得到表现，但全局性通胀的潜在压力正在形成。一是，欧美“撒钱”形成的货币型通胀，以大宗商品价格金融化为特征；二是，全球疫情形势下生产效率下降与供给不足形成的通胀；三是，物流供应链成本显著提升驱动的通胀；四是，欧美为准备后疫情的复苏补库存形成集中需求，导致全局性的生产资料与生活资料价格开始出现显性上涨。

2、虽然基数的作用+进入后疫情周期，今年是个可确定性的“复苏年”，但我们认为可能是个复苏不达预期的场景。一是，欧美的疫情仍处于封锁延长再延长的反复无常阶段，疫苗的作用也尚未形成确定性形势。二是，我国刺激内需、退税让费政策边际作用在去年已几乎用尽，去年获得“疫情红利”的靓丽出口随着后疫情时期欧美开始逐步复工复产大概率会增速放缓，以及上游原材料价格对中下游利润的挤压、货币与信用收敛和财政定向支持力度的减弱等，1-2 月份已经弱于预期的 PMI 显示，我国今年经济复苏力度大概率也是要弱于预期。市场原先的一致性预期我国今年 GDP 增速在 9%左右，而“两会”设定的增速预期只为稳妥的 6%即是印证。

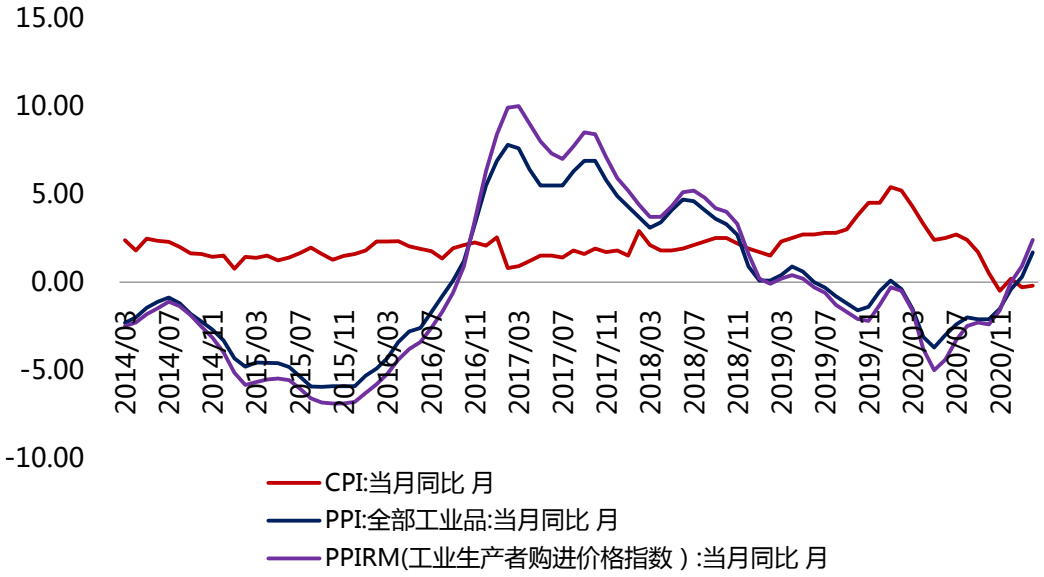
图表 5：1-2 月份 PMI 未达预期且显性回落



数据来源：Wind，华鑫证券研究发展部

3、以上可见，我国从下半年起也将面临通胀上行、增长乏力的“类滞涨”场景。“两会“设定的我国今年通胀目标为 3%，而 1-3 月份我国 CPI 的数据只为-0.2%，可见为下半年的清晰可见的通胀留有了较大的空间。进入下半年，随着去年高基数的消失、大宗原材料价格对中下游的传导，CPI 或会出现显性的翘升。

图表 6：下半年 CPI 呈翘升趋势



数据来源：Wind，华鑫证券研究发展部

4、我们认为，全球性的通胀正在来临，下半年起更为明显，后阶段至少在一年半时间内视全球疫情的进展将面临“类滞涨”的局面。中国虽有内循环的优势，形势相对最好，但全球生产物资和生活资料的价格是联动的，也难以独善其身。“滞涨无牛市”，在策略上应适当收敛一下“牛市情节”。

5、历史上著名的滞涨周期是美国的 70 年代的“滞涨十年”，后在 1984 年起因“里根经济新政”调结构步入新的增长周期。我国在 1993-1995 年、在“4 万亿”之后的 2010 年也曾出现过“类滞涨”，当时都进行了严厉的宏观调控。但现在可能面临的类滞涨形势与过去有很大的不同，一是，无论是美国的“滞涨十年”，还是我国过去曾出现过的滞涨都是传统工业化时代供给不足形成的滞涨，而今是流动性泛滥导致物资与资产价格泡沫化、 产业升级迭代导致实体资本投资收益低等新形势下的滞涨；二是，过去曾经出现的类滞涨时期，我国与全球的经济与金融联动还没有现在那么紧密，牵动因素还没有现在那么复杂。但有一点是可确定的是，当滞涨预期形成，会牵涉到政策结构的变化、经济与产业景气结构的变化、市场风险偏好与信用程度的变化、投资风格与消费行为的变化等等，这一点在当前投资与配置策略上尤其要注意的。

图表 7：美国“滞涨十年”期间的股市表现呈横向波动态势



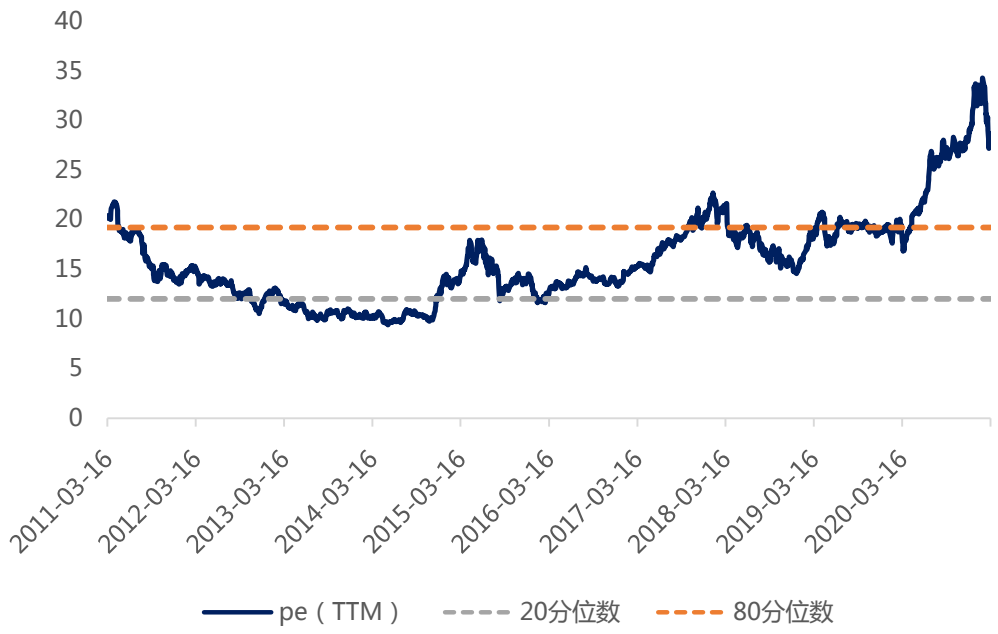
数据来源：Choice，华鑫研究发展部

三、信用收敛带来估值收敛，市场结构再均衡

1、在全球性新冠疫情形势下，中国抗疫形势与经济复苏态势先行一步一枝独秀，加上内部结构性债务杠杆的约束，我国抗疫刺激性政策与经济复苏的周期要领先美欧至少半年。因此，我国与欧美的政策周期与经济周期是不同步的。“不急转弯”，年初看是“不急”，年末回头看可能是“转弯”，在外围金融风险已可预期但尚不确定的形势下，“抗疫”需要的货币宽松在去年下半年已开始提早回归稳定，匹配以适度的宽财政稳定经济。我国稳货币宽财政的政策组合已经提前开始应对下半年的通胀压力，并开始提前预防美欧货币泡沫可能破裂后的金融动荡。

2、随着货币回归中性稳定，以及外围量宽难以更大规模持续的预期形成，资本市场的信用扩张自然难以持续。因此，以流动性扎堆的抱团股的瓦解为标志，A 股也已提前进入信用收敛的场景，信用收敛直接影响的是估值收敛，即是市场风险偏好的收敛。我们预期，后阶段市场整体的估值水平已经难以作进一步扩张，这需要再投资策略上予以重视的。

图表 8：“抱团股“的估值水平开始收缩



数据来源：Wind，华鑫研究发展部

3、随着信用收敛带来估值水平收敛，以及“抱团”投资风格的瓦解，A 股已经进入结构再梳理的阶段。一是，抱团股瓦解后，抱团股阵营也有再梳理再分化的过程；二是，随着年报、季报进入披露密集期，市场需要根据年报、季报梳理新冠疫情对行业、对公司是阶段性还是持久性的损益，对行业与公司的基本面状况与趋势也有再梳理的过程；三是，抱团股瓦解后机构投资者的配置有一个再均衡的要求。

4、结构再梳理、再均衡作用在行情中是一个多空交织的因素，因此 A 股的估值收敛不至于导致指数上的持续下跌，更可能是类似于去年下半年区域性波动的形式，反应在上证综指上未来几个月时间里 3100-3500 点或是主要的波动区间。但长期来看，即使在这个核心波动区间再略有下挫，也是我们早前在 2018 年提出的“A 股步入超级慢牛”长途跋涉中的一段小波折而已。

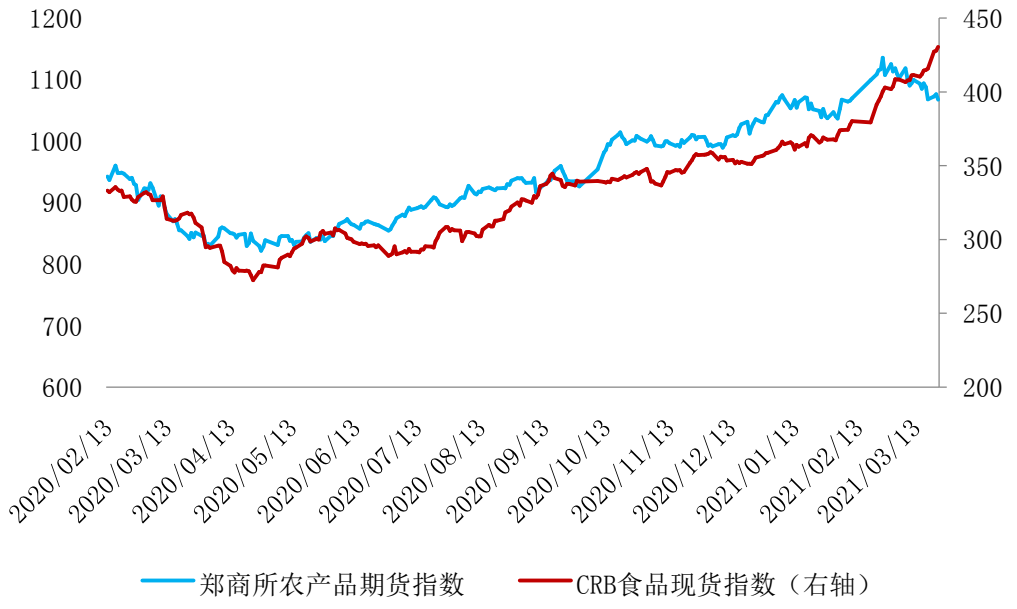
5、然而，当前在配置策略上需要注意的是：当滞涨周期来临并形成共识预期后，会牵涉到政策结构的变化、经济与产业结构景气的变化、市场风险偏好与信用程度的变化、消费行为与投资模式的变化等等。因此，不能习惯性地沉浸在过往两年信用扩张时期的策略和配置思维中。

6、欧美经济体、我国都同样面临着结构性问题，衍射在晴雨表的股市中结构化是一个持续的场景，抱团股瓦解后的再均衡也是一个再结构化的过程。当前看，市场最具凝聚力的投资主题是“碳中和”，该主题一度形成“碳中和是个筐，什么都可往里装”的炒作。甚至钢铁、水泥、有色等原材料行业都因为“碳中和会促使行业集中度提升”的逻辑而得到垂青，但我们认为，原材料行业集中度的提升早

在 2015-2017 年“三去一降一补”阶段已经完成，碳中和的约束相反会加大原材料行业的经营成本。真正可持续受益碳中和行业是清洁能源，如光伏、风电、水电等。因此，在结构化的时代，任何投资主题都有结构性因素。

7、随着滞涨预期的逐步形成，潜在的主题已可以梳理与关注通胀受益。我们认为，滞涨主题中的大宗价格因为金融属性相对强，后期可能受金融环境难以再扩张和经济复苏的乏力的影响难以形成“大宗长牛”；滞涨主题持续受益的可能是资源属性与刚需属性兼得的粮食和农作物，今年以来全球粮食价格大涨即是预期信号。

图表 9：国内外农产品价格呈趋势性上涨



数据来源：Choice，华鑫研究发展部

四、风险提示

中美贸易摩擦加剧、疫情未能有效控制、美债收益上升。

分析师简介

陆水旗：2011 年加入华鑫证券，主要研究领域：中观投资策略。

严凯文：2013 年加入华鑫证券，主要研究领域：交易策略研究。

董冰华：2013 年加入华鑫证券，主要研究领域：配置策略研究。

黄侃： 2018 年加入华鑫证券，主要研究领域：交易数据研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%---(-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn