粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略大势研判】美债利率攀升的联动效应

2021 年 03 月 07 日

投资要点

分析师：陈梦洁
执业编号：S0300520100001
电话：010-64814022
邮箱：chenmengjie@ykzq.com

研究助理：吴晓媛
邮箱：wuxiaoyuan@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略深度】乘风破浪的“她”经济系列之一——破解“她”的消费密码》2021-03-04

《【粤开策略解盘】如何看待富时中国 A50 指数成分调整-0304》2021-03-04

《【粤开策略专题】2021 年两会系列报告之二：政府工作报告六大核心看点及投资建议》2021-03-05

《【粤开策略解盘】关注横盘震荡期的投资机会-0305》2021-03-05

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210305》2021-03-05

热点跟踪

（一）美债收益率攀升的联动效应

春节以来，美国 10 年期国债收益率快速上扬，上周已经突破 1.5%。将美国国债收益率分拆为实际利率+通胀预期，可以发现**本轮美国国债收益率快速飙升主要是通胀预期驱动。**

通胀预期由多重因素催化。首先是基本面上，疫苗陆续推进下美国经济的持续复苏。其次是美国的宏观政策重心从货币转向财政，两党博弈下的政策窗口期、提振居民消费和缩小贫富差距等因素推动美国持续加大财政政策的力度，美国当地时间 3 月 6 日，参议院通过了 1.9 万亿美元新冠纾困救助法案。相比于此前量化宽松货币政策资金淤积在金融机构，财政货币化是的居民的消费能力提升，拉升了市场对于美国未来的通胀预期。再者，近期供需缺口拉大的原油价格快速拉升，带动大宗商品涨价潮。

美债收益率下行带动美成长股估值调整。美债收益率作为 DCF 模型中的定价锚，美债收益率上升驱动高估值的股票重估，美国科技股代表的纳斯达克指数在近期出现了较大幅度的回调。另外，通胀预期下，随着原料成本上升，部分上市公司的业绩空间被挤压，也是美股调整的一个原因。**美股作为全球股票市场的风向标，近期 A 股市场也受此影响，尤其是科技占比较大的创业板。从以往数据观察，纳斯达克指数和创业板指走势有较大的相关性。**

另外，短期的中美利差的缩小也使得人民币升值的幅度放缓。国外需求和生产复苏对于我国出口、进口的影响存在较大不确定性，汇率变动增强了这一不确定性。同时，美国经济恢复叠加利差缩小短期内影响外资流入，北向资金连续两周净流出。

（二）2021 年政府工作报告对外发布

3 月 5 日，2021 年政府工作报告对外发布。2021 年《政府工作报告》，提出了政府的主要工作目标，包括制定经济增长与就业、财政政策、货币政策、民生等一系列目标。具体看点如下。1、经济增长目标 6%以上，兼顾高质量与风险应对弹性。2、财政政策延续积极，赤字率下调为 3.2%，强调可持续性。3、货币政策回归常态，但保持定向宽松和灵活适度。4、资本市场更加重视，注册制放在首位。5、就业优先继续强化，就业目标回复常态。6、十四五规划九大要点，科技创新加速推进。

大势研判：布局两会和业绩驱动主线

近期由于前期高估值板块调整、外围市场扰动等因素的影响，A 股市场震荡调整。**但是基本面复苏、宏观政策不急转弯的基调没有改变，资金面上，养老保险扩容、地产调控的资金转向、资本市场的深化改革和对外开放吸引的外资等，为资本市场提供增量资金，高成长、高业绩标的存在提振动力。指**

数筑底回升，可以适当布局结构性机会。

主线一是两会及十四五受益板块。1、聚焦热点产业的相关投资机会，包括“碳中和”绿色发展、能源革命；数字服务、人工智能、生物育种；新基建、国防军队现代化等相关板块。2、基于双循环和扩大内需的总基调，寻找受益于经济复苏、国内市场扩大的标的，如大消费板块。从经济增长的角度，可选消费和服务消费正在修复，库存周期、产能周期共振下制造业投资存在较大修复空间，为相关产业标的业绩增长提供支撑。从收入盈利的角度，收入回升增强居民的消费意愿，盈利修复增强企业的投资意愿，两会对于就业收入目标、民生政策、实体经济政策的制定，帮助修复消费、投资意愿。从两会期间各风格指数涨跌幅来看，消费风格表现较好，过去 16 年中信消费风格指数在两会期间涨幅中位数为 1.04%，领先于其他风格指数。可适当布局相关板块。

主线二是基于近期市场风格调整、2021 年政策逐步回归常态，投资逻辑逐步从流动性驱动逻辑转向业绩驱动逻辑。1、结合即将到来的业绩披露期，对于业绩确定性更好的标的给予更多关注。如高景气且仍存估值提升空间的顺周期板块。2、鉴于利率回升带来的折现率提升，原先过高估值的板块有所调整。短期内可以顺延市场风格切换特征，寻求中等市值板块的二级龙头、前期估值较低的板块。3、近期风格切换中的错杀品种。

风险提示：政策推进不及预期、经济超预期下行、外围环境超预期走弱

目 录

一、本周市场情况 4
（一）本周市场表现 4
（二）本周行业表现 5
（三）本周行业估值 5
（四）北上资金动向 6
二、本周热点跟踪 8
（一）美债利率攀升的系列联动效应 8
（二）2021 年政府工作报告发布 10
三、大势研判 11

图表目录

图表 1： 上证综指周成交额（亿元）及走势 4
图表 2： 深证综指周成交额（亿元）及走势 4
图表 3： 本周消费风格表现较好 4
图表 4： 各行业周涨跌幅 5
图表 5： 申万一级行业本周 PE（TTM）变化 6
图表 6： 北上资金净买入额及沪深 300 指数走势（周度） 7
图表 7： 北上资金交易总额及占比 7
图表 8： 本周申万一级行业北向资金净流入情况 7
图表 9： 本周北上资金净买入前十个股 7
图表 10： 10 年期国债收益率近期快速上扬，主要由通胀预期驱动 8
图表 11： 美国 10 年期国债收益率与纳斯达克指数 9
图表 12： 美国 10 年期国债收益率与道琼斯指数 9
图表 13： 纳斯达克与创业板指的联动 9
图表 14： 中美 10 年期国债利差与汇率的联动 10

一、本周市场情况

（一）本周市场表现

本周（2021/3/1-2021/3/7）上证指数、深证成指、创业板指均下跌调整。上证指数跌 0.20%，深证成指跌 0.66%，创业板指跌 1.45%。

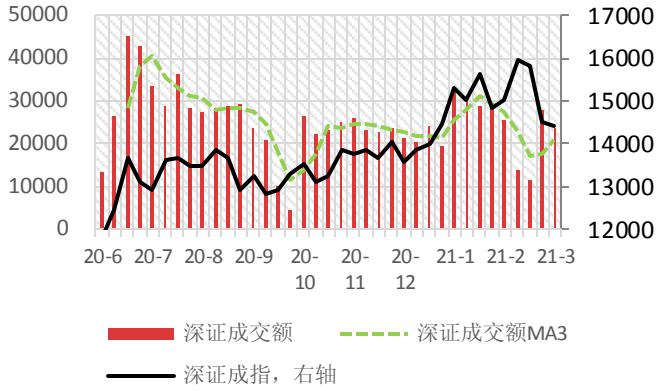
成交方面，本周两市成交 4.50 万亿元，较上一周缩量 0.72 万亿元，其中上证成交 2.12 万亿元，深证成交 2.39 万亿元。

图表1：上证综指周成交额（亿元）及走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

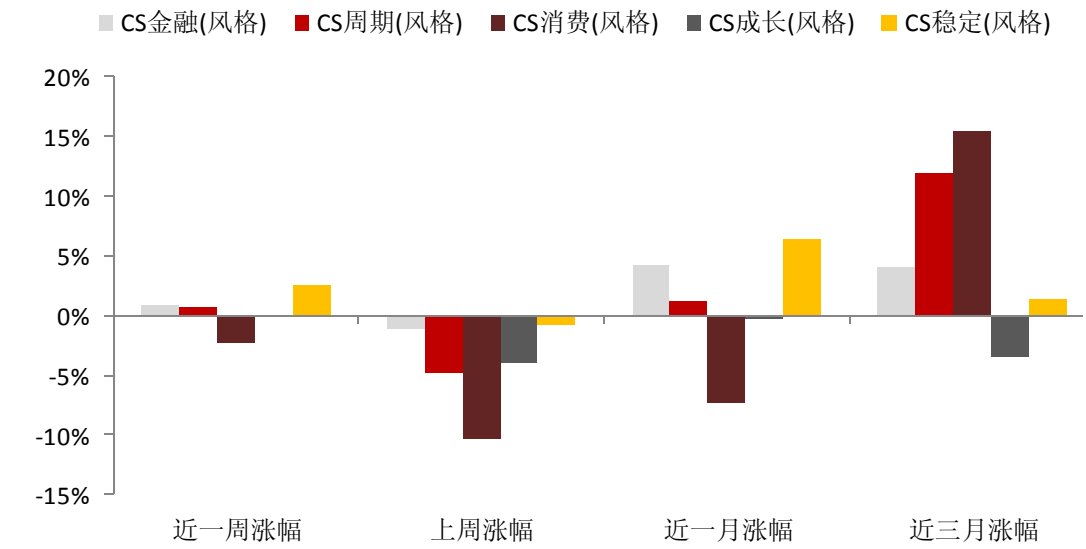
图表2：深证综指周成交额（亿元）及走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

本周各风格指数波动减缓，其中稳定和金融表现较好。稳定风格本周上涨 2.5%，金融风格本周上涨 1.0%，近一个月消费风格回调最大。

图表3：本周消费风格表现较好

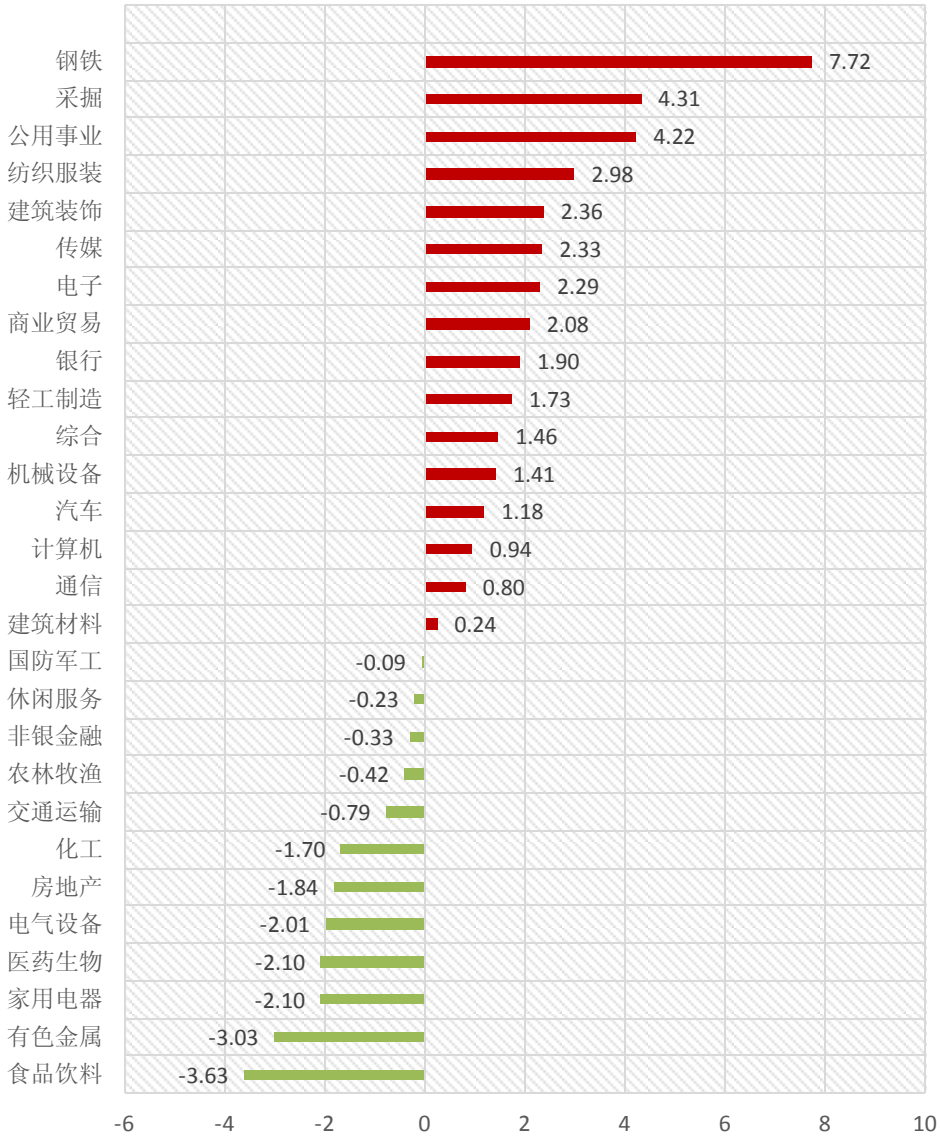


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）本周行业表现

行业方面，本周约一半行业上涨，申万一级行业中钢铁（+7.72%）、采掘（+4.31%）、公用事业（+4.22%）领涨，前期涨幅较大的食品（-3.63%）、有色（-3.03%）、家电（-2.10%）、医药（-2.10%）有所回调。

图表4：各行业周涨跌幅



资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）本周行业估值

本周行业估值方面，除商业贸易外均有所提升，从当前 PE（TTM）在历史十年的分位数来看，休闲服务（99.3%）、食品饮料（98.0%）、汽车（97.5%）排名前三；房地产（14.3%）、渔（14.0%）、通信（14.0%）、建筑装饰（1.4%）估值相对较低。

图表5：申万一级行业本周 PE（TTM）变化

申万行业	指数周涨幅，%	当周 PE(TTM)分位点%	前周 PE(TTM)分位点%	PE (TTM)变化%
休闲服务	-0.23	99.3	99.5	(0.2)
食品饮料	-3.63	98.0	98.5	(0.5)
汽车	1.18	97.5	97.2	0.3
家用电器	-2.10	97.5	98.3	(0.9)
银行	1.90	93.0	92.1	0.9
交通运输	-0.79	91.3	92.2	(0.8)
电气设备	-2.01	86.3	87.8	(1.5)
纺织服装	2.98	82.3	78.8	3.5
医药生物	-2.10	81.7	83.8	(2.1)
计算机	0.94	77.3	77.4	(0.1)
化工	-1.70	71.8	73.3	(1.5)
有色金属	-3.03	69.4	71.1	(1.7)
电子	2.29	56.9	52.2	4.7
机械设备	1.41	56.8	55.4	1.4
商业贸易	2.08	54.2	52.0	2.2
国防军工	-0.09	50.2	50.2	0.1
采掘	4.31	47.8	39.4	8.4
综合	1.46	38.8	37.7	1.1
传媒	2.33	35.0	30.7	4.3
钢铁	7.72	33.0	30.1	2.9
轻工制造	1.73	31.9	30.0	2.0
建筑材料	0.24	29.1	29.0	0.0
非银金融	-0.33	28.0	28.5	(0.5)
公用事业	4.22	22.2	14.6	7.5
农林牧渔	-0.42	16.0	15.4	0.6
房地产	-1.84	14.3	19.4	(5.1)
通信	0.80	14.0	14.0	0.0
建筑装饰	2.36	1.4	1.0	0.4

资料来源：wind、粤开证券研究院

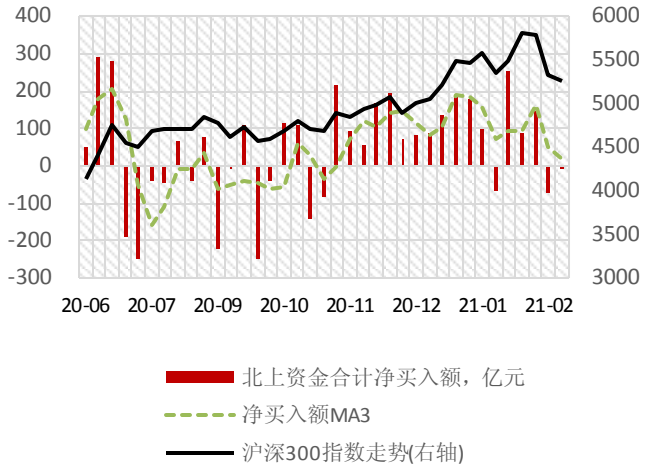
（四）北上资金动向

北上资金本周累计净流出 8.63 亿元，延续流出，其中沪股通净买入 31.28 亿元，深股通净卖出 39.65 亿元。北上资金交易占比由上周 14.4%下调至 13.7%。

行业来看，本周北上资金主要流入电子、钢铁、计算机、机械、建筑板块，主要流出电气、采掘、军工、化工、交运板块。

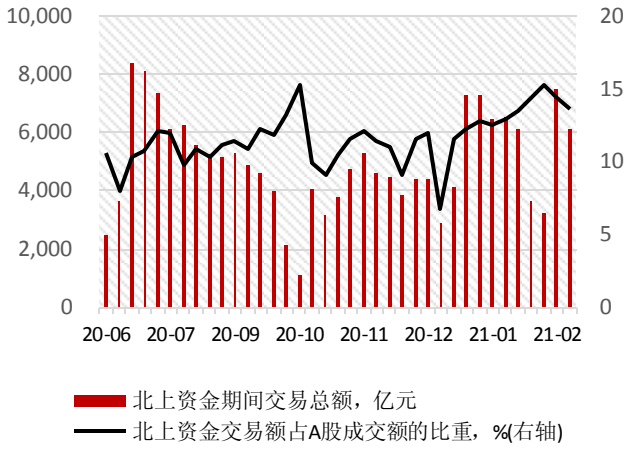
个股来看，本周北上资金净买入居前的个股包括宁德时代、招商银行、万科 A、万华化学、中国平安等。

图表6：北上资金净买入额及沪深 300 指数走势（周度）



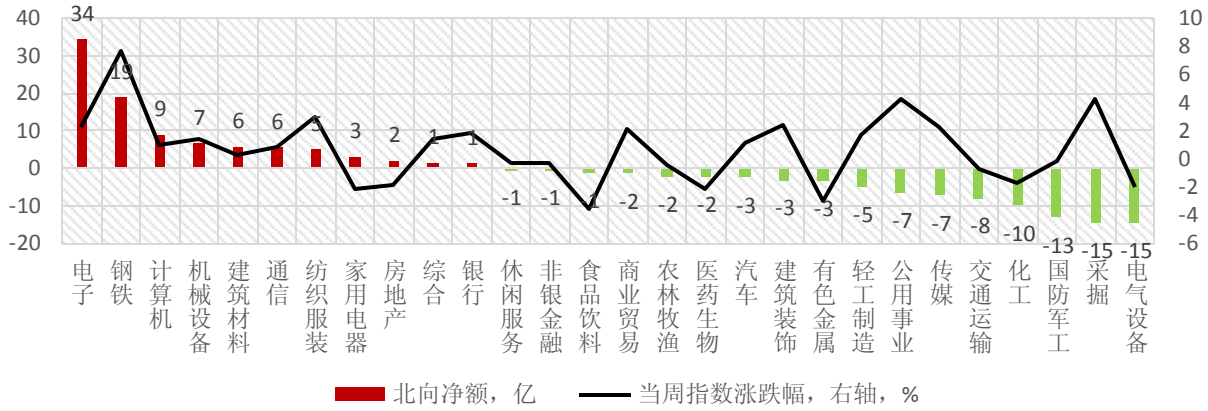
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：北上资金交易总额及占比



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：本周申万一级行业北向资金净流入情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：本周北上资金净买入前十个股

代码	证券简称	净买入(亿元)	陆股通持仓市值(亿元)	陆股通持股市值占其流通市值比例（%）	当周涨跌幅（%）	申万行业
300750.SZ	宁德时代	30.05	0.84	7.02	5.79	电气设备
600036.SH	招商银行	18.5	9.64	4.67	3.54	银行
000002.SZ	万科 A	13.55	5.00	5.14	5.20	房地产
600309.SH	万华化学	13.07	1.04	7.33	9.69	化工
601318.SH	中国平安	11.5	8.16	7.53	4.10	非银金融
000333.SZ	美的集团	8.39	10.98	16.08	5.18	家用电器
600516.SH	方大炭素	7.53	0.53	1.94	8.04	有色金属
000568.SZ	泸州老窖	6.88	0.34	2.36	8.80	食品饮料
002714.SZ	牧原股份	6.18	0.62	5.31	9.87	农林牧渔
600809.SH	山西汾酒	4.82	0.31	3.54	11.54	食品饮料

资料来源：wind、粤开证券研究院

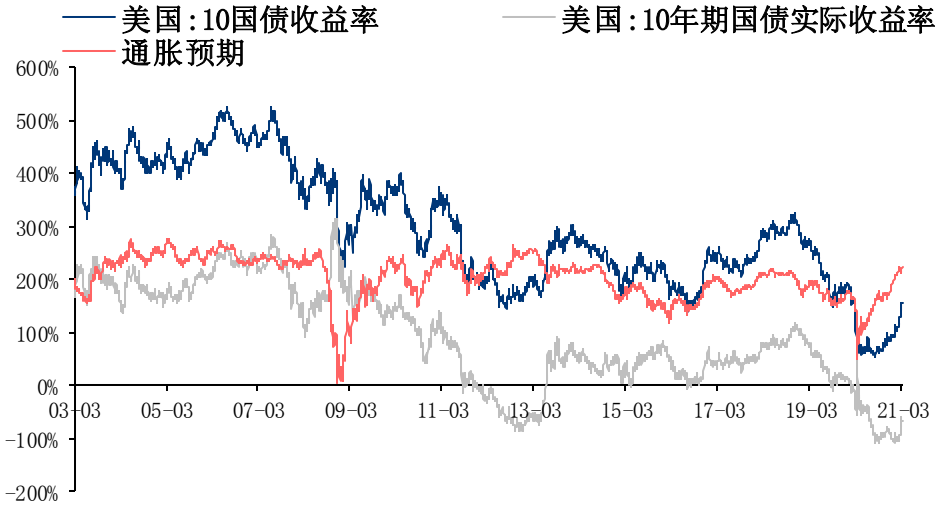
二、本周热点跟踪

过去一周市场主要有以下两大重点事件。

（一）美债利率攀升的系列联动效应

春节以来，美国 10 年期国债收益率快速上扬，上周已经突破 1.5%。将美国国债收益率分拆为实际利率+通胀预期，可以发现本轮美国国债收益率快速飙升主要是通胀预期驱动。

图表10：10 年期国债收益率近期快速上扬，主要由通胀预期驱动



资料来源：wind、粤开证券研究院

通胀预期由多重因素催化。首先是基本面上，疫苗陆续推进下美国经济的持续复苏，2 月美国的制造业 PMI 继续攀升至 60.8。**其次是美国的宏观政策重心从货币转向财政**，两党博弈下的政策窗口期、提振居民消费和缩小贫富差距等因素推动美国持续加大财政政策的力度，美国当地时间 3 月 6 日，参议院通过了 1.9 万亿美元新冠纾困救助法案。相比于此前量化宽松货币政策下资金淤积在金融机构，财政货币化使得居民的消费能力提升，拉升了市场对于美国未来的通胀预期。**再者，近期供需缺口拉大的原油价格快速拉升，带动大宗商品涨价潮。**去年疫情期间的产能收缩、石油价格下跌，使得 OEPC 减产，与近期产能修复带动的需求短期形成较大的供需缺口。

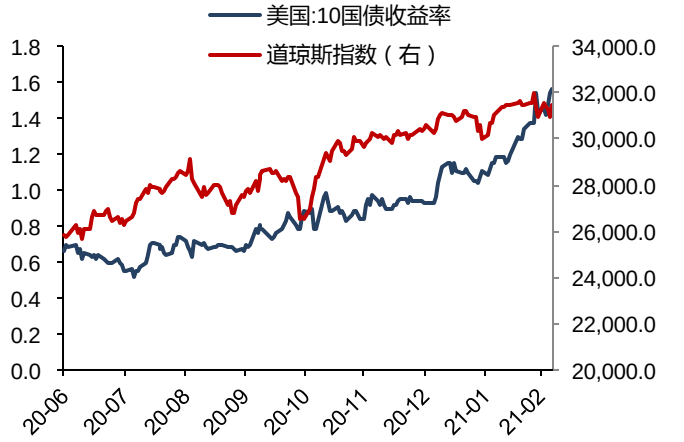
美债收益率下行带动美成长股估值调整。美债收益率作为 DCF 模型中的定价锚，美债收益率上升驱动高估值的股票重估，美国科技股代表的纳斯达克指数在近期出现了较大幅度的回调。另外，通胀预期下，随着原料成本上升，部分上市公司的业绩空间被挤压，也是美股调整的一个原因。

图表11：美国 10 年期国债收益率与纳斯达克指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：美国 10 年期国债收益率与道琼斯指数



资料来源：wind、粤开证券研究院

美股作为全球股票市场的风向标，近期 A 股市场也受此影响，尤其是科技占比较大的创业板。从以往数据观察，纳斯达克指数和创业板指走势有较大的相关性。

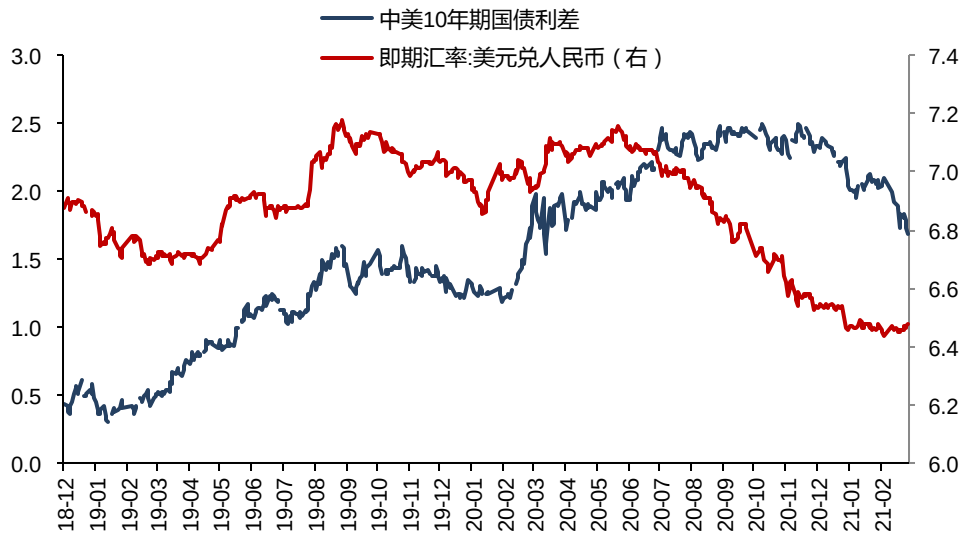
图表13：纳斯达克与创业板指的联动



资料来源：wind、粤开证券研究院

另外，短期的中美利差的缩小也使得人民币升值的幅度放缓。国外需求和生产复苏对于我国出口、进口的影响存在较大不确定性，汇率变动增强了这一不确定性。同时，美国经济恢复叠加利差缩小短期内影响外资流入，北向资金已连续两周净流出。

图表14：中美 10 年期国债利差与汇率的联动



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）2021 年政府工作报告发布

3 月 5 日，2021 年政府工作报告对外发布。

2021 年《政府工作报告》，提出了政府的主要工作目标，包括制定经济增长与就业、财政政策、货币政策、民生等一系列目标。政府工作报告提出的目标包括，国内生产总值增长 6 %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；居民收入稳步增长；单位国内生产总值能耗降低 3 %左右；积极的财政政策要提质增效、更可持续，赤字率拟按 3.2%左右安排，不再发行抗疫特别国债；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。具体看点如下。

1、经济增长目标 6%以上，兼顾高质量与风险应对弹性。政府工作报告指出，今年我国发展仍面临不少风险挑战，但经济长期向好的基本面没有改变，目标国内生产总值增长 6%以上。首先，经济增速制定彰显经济重回内生运行轨道、全面建成小康社会的信心与决心。其次，经济增长兼顾速度与质量，实现高质量发展。最后，21 年经济增速目标的制定还考虑到经济发展的风险挑战，给予经济增长一定的弹性空间。

2、财政政策延续积极，赤字率下调为 3.2%，强调可持续性。报告指出，积极的财政政策要提质增效、更可持续，财政赤字率目标下调为 3.2%，财政支出总规模比去年增加 ,重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。积极的财政政策从 20 年的“更加积极有为”变成“提质增效、更可持续”，财政赤字率目标从 3.6%下调为 3.2%，不再发行抗疫国债，说明财政逐步退出“应急”状态，协调经济发展与财政收支可持续性。

3、货币政策回归常态，但保持定向宽松和灵活适度。报告指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。货币政策回归常态，保持货币供应量和社融规模增速同名义 GDP 基本匹配，宏观杠杆率目标重提。

4、资本市场更加重视，注册制放在首位。与去年对资本市场规划仅有 20 个字不同，今年政府工作报告对资本市场发展更为重视，提出“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道”。资本市场主要看点还是围绕全面注册制和常态化退市机制。

5、就业优先继续强化，就业目标回复常态。报告把就业优先政策放在了 2021 年重点工作的第一条，同积极财政、稳健货币相并列，提出就业优先政策要继续强化、聚力增效，体现了就业工作的持续重视。2021 年就业目标设置较 2020 年显著提高，回归到 2019 年水平。

6、十四五规划九大要点，科技创新加速推进。与往常把当年重点工作安排放在报告第二部分不同，2021 年政府工作报告把十四五工作目标放在了第二部分，体现了十四五规划的重要性。虽然没有披露全文，但我们从概述当中也可以窥探一二。其中把“坚持创新驱动发展，加快发展现代产业体系”放在第二位，仅次于高质量发展，体现了十四五规划对于科技创新的重视程度。

三、大势研判

近期由于前期高估值板块调整、外围市场扰动等因素的影响，A 股市场震荡调整。**但是基本面复苏、宏观政策不急转弯的基调没有改变，资金面上，养老保险扩容、地产调控的资金转向、资本市场的深化改革和对外开放吸引的外资等，为资本市场提供增量资金**，高成长、高业绩标的存在提振动力。**指数筑底回升，可以适当布局结构性机会。**

主线一是两会及十四五受益板块。1、聚焦热点产业的相关投资机会，包括“碳中和”绿色发展、能源革命；数字服务、人工智能、生物育种；新基建、国防军队现代化等相关板块。2、基于双循环和扩大内需的总基调，寻找受益于经济复苏、国内市场扩大的标的，如大消费板块。从经济增长的角度，可选消费和服务消费正在修复，库存周期、产能周期共振下制造业投资存在较大修复空间，为相关产业标的业绩增长提供支撑。从收入盈利的角度，收入回升增强居民的消费意愿，盈利修复增强企业的投资意愿，两会对于就业收入目标、民生政策、实体经济政策的制定，帮助修复消费、投资意愿。从两会期间各风格指数涨跌幅来看，消费风格表现较好，过去 16 年中信消费风格指数在两会期间涨幅中位数为 1.04%，领先于其他风格指数。可适当布局相关板块。

主线二是基于近期市场风格调整、2021 年政策逐步回归常态，投资逻辑逐步从流动性驱动逻辑转向业绩驱动逻辑。1、结合即将到来的业绩披露期，对于业绩确定性更好的标的给予更多关注。如高景气且仍存估值提升空间的顺周期板块。2、鉴于利率回升带来的折现率提升，原先过高估值的板块有所调整。短期内可以顺延市场风格切换特征，寻求中等市值板块的二级龙头、前期估值较低的板块。3、近期风格切换中的错杀品种。

分析师简介

陈梦洁，硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席策略分析师，证书编号：S0300520100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com