宏观经济

宏观定期

申港证券股份有限公司证券研究报告

音乐要停了吗

——当前宏观与市场交易的矛盾

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 02 月 28 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

近期美股、港股、A 股等全球金融市场动荡加剧，多市场特征共同反映了前期利率降低推升的高估值下市场愈加旺盛的交易情绪。向后看，随利率逐步爬坡，过程中加剧化的市场波动将仍是市场主要特征。

当前宏观与市场交易的主要矛盾在于经济未起，通胀先行。1）海外经济尚处于复苏阶段 VS 市场交易已经过热。2）鲍威尔近期表明通胀依然“疲弱”VS 上游材料几乎已达上轮大宗高点。

音乐要停了吗？可能是终章可能是卡带，但保险的做法是挪步到离门更近一点的地方。后续行情演绎的路径如下：

- **大宗：行情末尾且后续交易波动性将继续加大。**需求端因素已大体计入价格（拜登基建支出可能超预期），后续主要看供给端。
- **债券：年中前难看到熊转牛拐点，布局左侧可能承担巨幅震荡风险。**1）2 季度信贷集中展期，流动性或最为紧张。2）中短期通胀将继续面临上行压力。2 季度 PPI 达峰值前，货币政策有收紧压力。3）美债利率上行，长端利率承压。
- **股票：风格转向业绩驱动的价值类、顺周期类股票，关注化工、工程机械，交运等行业。**流动性收紧+利率上行+经济继续修复，DCF 分母端估值回归，业绩确定性由负利率的无限期拉回 3-5 年。

投资策略：关注业绩驱动的价值类、顺周期类股票，关注化工、工程机械，交运等行业。

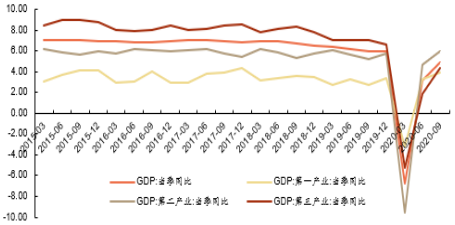
风险提示：海外政策持续超预期、货币政策超预期收紧等。

2020 年中国主要经济指标预测

指标	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
实际 GDP	6.80	6.90	6.70	6.10	1.60
名义固定资产投资	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
名义社会零售总额	10.90	9.40	8.16	8.00	-5.00
CPI	2.00	1.56	2.10	2.90	2.40
PPI	-1.37	6.31	3.54	-0.32	1.20
顺差对 GDP 贡献度	-0.5	0.6	-0.6	0.70	-0.20
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.92	6.59	6.89	7.01	6.55

资料来源：申港证券研究所

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》2021-02-21

2、《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应：——宏观策略周报》2021-01-31

3、《工业继续向上 消费修复趋缓：12 月经济数据点评》2021-01-20

4、《社融增速超预期回落 信贷结构继续优化：12 月金融数据点评》2021-01-14

5、《稳前棋 步步扩先：——2021 年年度经济展望与宏观策略》2021-01-06

内容目录

1. 前期降低利率推升高估值与当下利率爬坡加剧市场波动 3
1.1 通胀与通胀预期的分化 6
1.2 经济复苏与复苏预期的分化 7
1.3 后续行情演绎的路径 8

图表目录

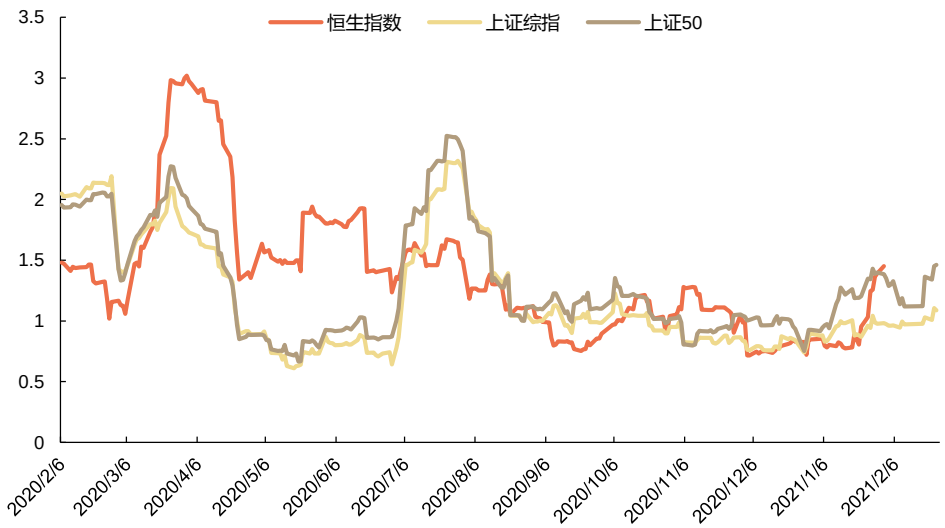
图 1： 近期 A 股、恒生波动幅度加大（指数收益率滚动 20 日标准差） 3
图 2： 近期 VIX 上升明显 3
图 3： 美股不断创新高 4
图 4： A 股、港股恢复疫情前点位后不断上攀 4
图 5： 铜、原油 2021 年以来上涨明显，铜已近 2011 年高点 5
图 6： 比特币从疫情后至今上涨近 4 倍 5
图 7： 美债十年期名义利率近期上行破 1.5%，带动实际利率反弹至-0.71% 6
图 8： 美国 10 年 TIPS 隐含通胀预期已升至 2.15% 6
图 9： 国内 4 季度经济回归至潜在增速 7
图 10： 基本金属价格已近上轮高点 8
图 11： 美债收益率与 PMI 产出缺口巨大 9
图 12： 经济上与流动性下的组合 9

1. 前期降低利率推升高估值与当下利率爬坡加剧市场波动

近期美股、港股、A 股等全球金融市场动荡加剧，多市场特征共同反映了利率爬坡过程中加剧化的市场波动。

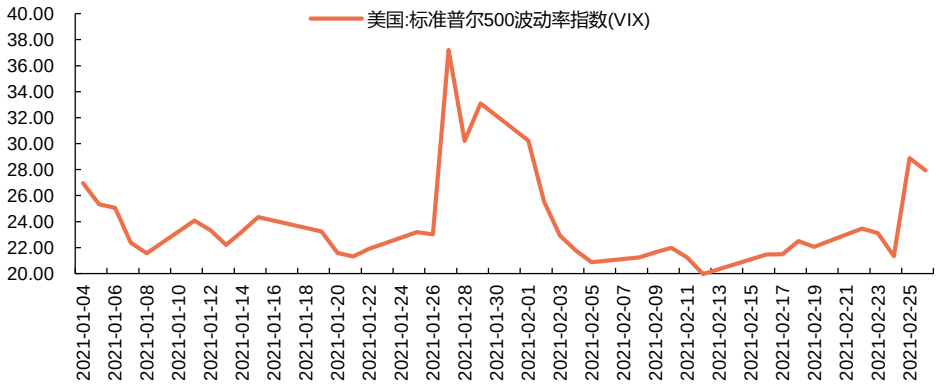
- **2 月 25 日，十年期美债收益率破 1.5%，美债美股双杀，全球恐慌加剧。**至当日收盘，标普 500 指数收跌 2.45%，纳斯达克指数下跌 3.52%，带动全球各主要市场均下跌明显，英国富时、上证综指、恒生指数等均跌逾 2%。
- **2 月 24 日，因香港计划提高交易印花税，恒生指数下跌近 2%，恒生科技指数跌超 5%。**2 月 24 日午间，香港财政司司长陈茂波宣布香港计划将提高股票交易印花税，由 0.1%提高至 0.13%，尽管到立法正式实施仍需数月时间，但市场反馈明显，截至当日收盘，恒生指数下跌近 2%，恒生科技指数跌超 5%。
- **2 月 23 日晚，鲍威尔表示对通胀的容忍让位于就业及经济修复，无需担心政策收紧。标普、纳指盘前一度疲软，纳指跌超 1%，随鲍威尔鸽派发言小幅微涨收盘。**美国参议院银行委员会上，鲍威尔将保持利率接近零，直到充分就业和通胀上升到 2%（并一段时间适度超过 2%），确认经济复苏前景并缓解了通胀升温的担忧。

图1：近期 A 股、恒生波动幅度加大（指数收益率滚动 20 日标准差）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：近期 VIX 上升明显



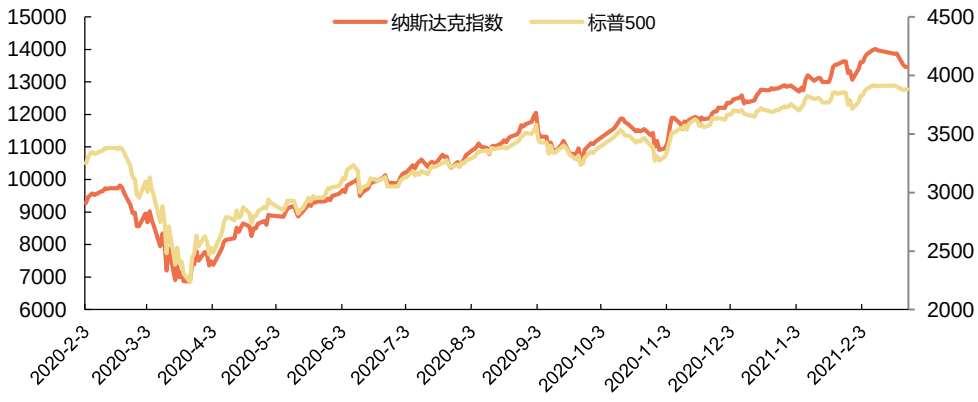
资料来源：Wind，申港证券研究所

背后的原因是经济冲击状态叠加历史级宽松流动性成为土壤，反射理论成为行情助推的肥料。

- **实际利率为负推升各大主要风险资产价格至于历史高位。**2020 年因疫情冲击，各大主要经济体采取史诗级货币财政政策，利率降至历史低位，包括全球风险资产定价的锚-10 年期美债利率低至 0.55%，实际利率为负，资产增值保值庇佑下风险偏好上升转向各大风险资产。
- **反射理论下投资者的行为加快了估值提升的速度与幅度。**
- **向后看，随利率逐步爬坡，过程中加剧化的市场波动将仍是市场主要特征。**随经济及经济预期的修复，前期越低的实际利率对应的推升了越高的估值，在估值处于历史高位的状态下小幅的实际利率抬升（尽管仍未负但趋势上向上）转化为多市场的波动率。

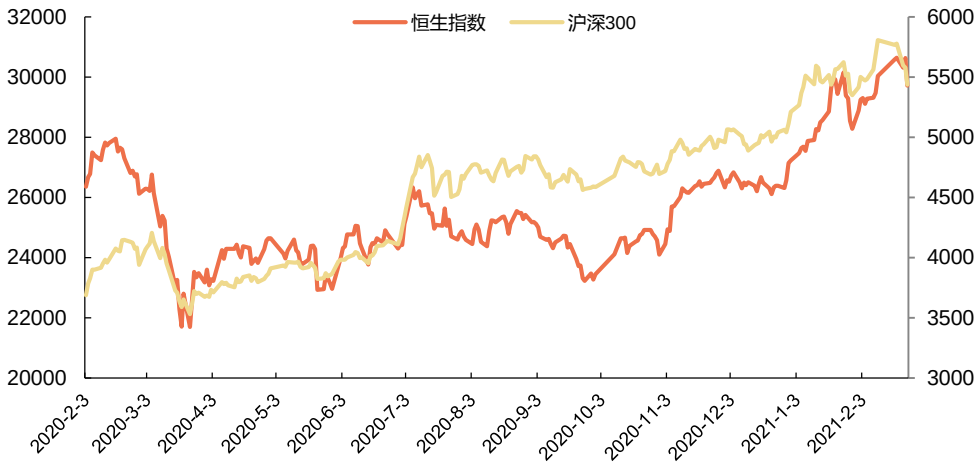
经济冲击状态叠加历史级宽松流动性成为土壤。本轮由全球央行的历史级货币宽松对疫情意外冲击下的经济复苏提供良好的修复环境，但也同时助推了股票、大宗商品、比特币等风险资产达近 5 年最高水平。

图3：美股不断创新高



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：A 股、港股恢复疫情前点位后不断上攀



资料来源：Wind，申港证券研究所

反射理论成为行情助推的肥料。Soros 的反射理论用以形成参与者与市场的自我加强。投资者对风险资产的簇拥，风险资产价格上涨，投资者对风险资产进一步的簇拥形成反馈，使得股票、大宗商品、比特币等风险资产出现陡峭高斜率上升曲线。

图5：铜、原油 2021 年以来上涨明显，铜已近 2011 年高点



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：比特币从疫情后至今上涨近 4 倍



资料来源：Wind，申港证券研究所

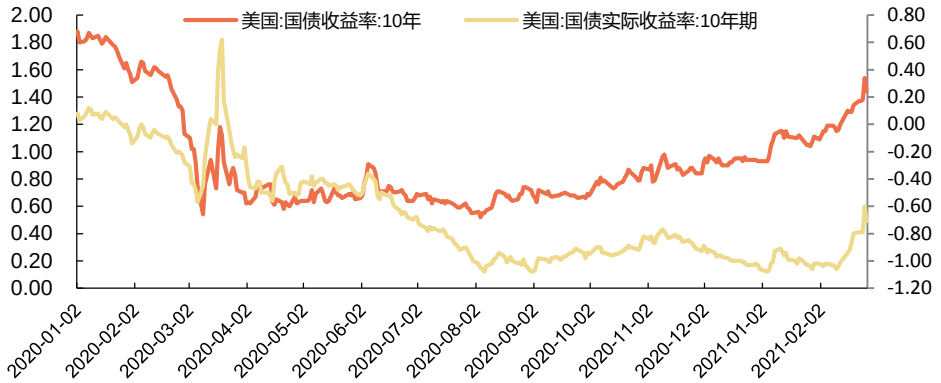
值得注意的是反射理论提到参与者与市场的自我加强不仅在市场上行的趋势中也同样作用于下行趋势。投资者根据掌握的资讯和对市场的了解，来预期市场走势并据此行动，而其行动反过来影响，二者不断地相互影响强化。**这种现象直到最后的将以更加强化的快速调整而结束。**

1.1 通胀与通胀预期的分化

鲍威尔近期表明通胀依然"疲弱"VS 铜铝螺纹钢等上游材料几乎已达上轮大宗高点。

- 美国波士顿联储主席罗森格伦周三表示，至少在 2022 年结束之前，长期通胀不太可能持续达到美联储 2%的目标，对于短期物价上涨并不担心，劳动力市场风险大于通胀。
- **实际利率与通胀继续上行将不利于黄金及多风险资产价格。**25 日，美债十年期名义利率近期上行破 1.5%，带动实际利率反弹至-0.6%，股票、债券、大宗市场反应显著。美联储对于长期通胀或潜在通胀趋势的表态以及市场对名义利率进一步上升的预期，将使黄金持续承压。

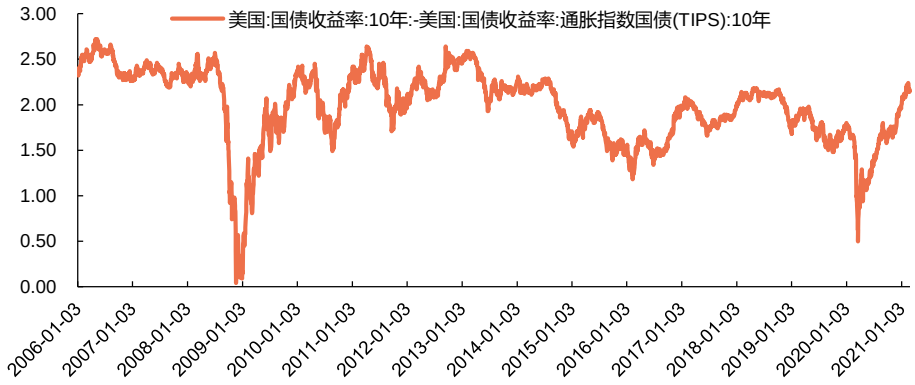
图7：美债十年期名义利率近期上行破 1.5%，带动实际利率反弹至-0.71%



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **通胀预期仍有望提升，但空间有限。若美债名义收益率的上升快于通胀预期，将对资产价格尤其受估值提升显著的成长股继续带来冲击。**通胀预期可能仍有上行空间，考虑到美国历史级的财政及货币扩张，目前美国 10 年 TIPS 隐含通胀预期已升至 2.15%但仍有可能达到甚至超过 2.5%-2.7%历史高位。但主要的通胀预期上升已在 2020 年下半年实现，后续将主要以代表经济增长的实际利率上行推动美债名义利率上行。

图8：美国 10 年 TIPS 隐含通胀预期已升至 2.15%



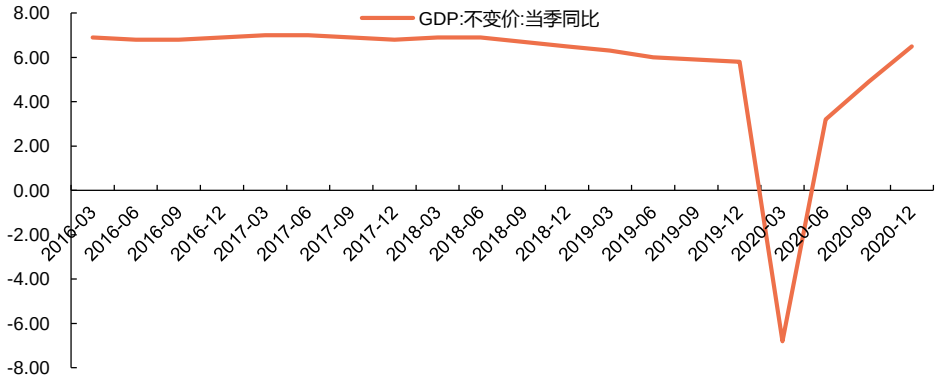
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 经济复苏与复苏预期的分化

海内外经济修复顺序仍有错位。截至 2020 年 4 季度中国经济，基本修复，对比来看，美国新冠滚动致死率 1 月份自高点下降经济稳步复苏。

国内经济复苏与复苏预期的分化在于 4 季度经济回归至潜在增速，经济微过热 VS 股票大宗均处于高位，市场有担心输入性通胀带来滞胀风险的迹象。

图9：国内 4 季度经济回归至潜在增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

海外经济复苏与复苏预期的分化在于海外经济仍处于复苏阶段 VS 市场已经在交易过热。

- **经济继续复苏趋势确定，路径或有波动，主要受疫情及疫苗意外及现有债务及杠杆规模对后续政策空间扰动。**
- **经济复苏主线：中期来看，尽管有波动但经济向上复苏趋势确定。**需求端一方面财政部长耶伦拥簇凯恩斯学派，强调通过财政刺激和低利率推动经济复苏。另一方面拜登的基建投资意在挽回就业，拉动经济发展，提高美国的全球竞争力。大兴基建、房地产库存底等投资需求端对经济拉动支撑可期。
- **经济复苏过程中仍有阻碍。**1）随名义利率上行且以目前美联储资产负债表情况，后续政策空间受限 2）政策的边际效应递减。对 1.9 万亿大规模刺激计划拉动美股跌幅收窄小幅上涨收盘，似乎市场的胃口越来越难填。3）疫情带来的暂时性及

长期性损失，前者在于疫情波折导致生产修复不及预期，后者在于由于大额的个人补贴导致自愿失业人数上升拖累生产端修复进度。

- **往后看，政策端仍以财政刺激+货币政策预期管理为组合。**随 1.9 万亿财政刺激，长债利率上升进一步推升美国长债利率和期限利差。仍会对资产价格尤其受估值提升显著的成长股带来冲击。

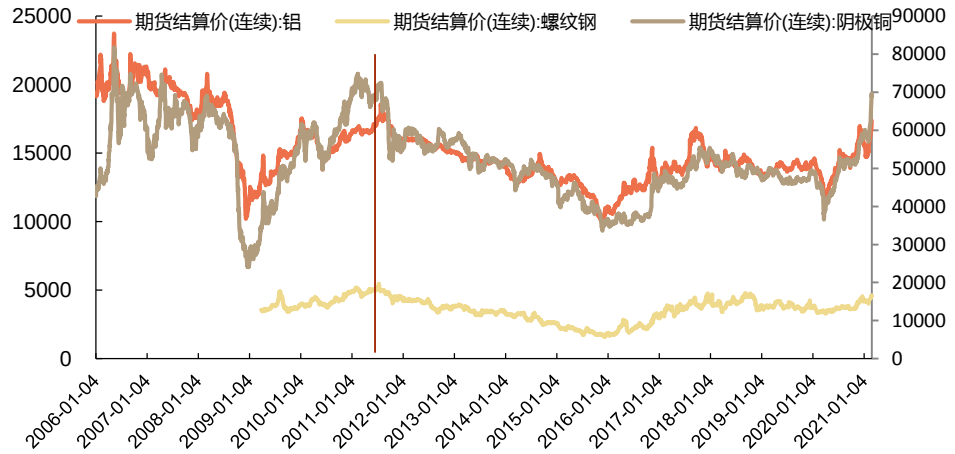
1.3 后续行情演绎的路径

音乐要停了吗？可能是终章可能是卡带，但保险的做法是挪步到离门更近一点的地方。

大宗：行情末尾且后续交易波动性将继续加大。需求端因素已大体计入价格（拜登基建支出可能超预期），后续主要看供给端。

- 考虑到美国历史级的财政及货币扩张，通胀可能仍有上行空间，对应大宗价格可能破前期高点，此外拜登政府计划中的大幅基建支出以及美国房地产向上周期的确或对大宗价格仍有支撑。
- **以基建为主的需求端支撑强度及持续度可能不及上轮周期。**但值得注意的是上一轮大宗新周期的开始并上行至高点是伴随着国内“四万亿”开启，对比当下，出于党派掣肘，拜登政府后续以基建投资为中心的财政刺激计划短期内落地有难度，且拜登政府计划为 10 年左右基建计划，需求端支撑强度及持续度可能不及上轮周期。

图10：基本金属价格已近上轮高点



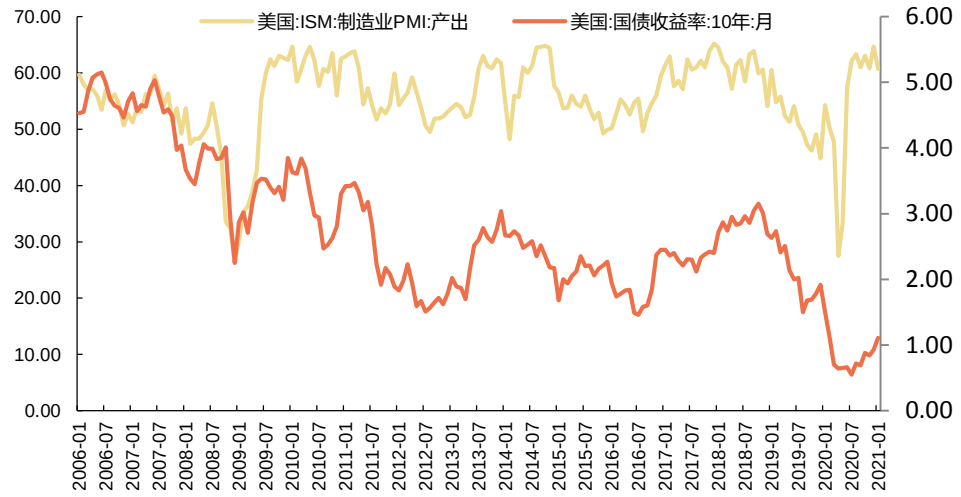
资料来源：Wind，申港证券研究所

债券：年中前难看到熊转牛拐点，2 季度仍有上行压力，布局左侧可能承担巨幅震荡风险。主要原因如下：1）2 季度信贷集中展期，流动性或最为紧张。2）中短期通胀将继续面临上行压力。2 季度 PPI 达峰值前，货币政策有收紧压力。3）美债利率上行，长端利率承压。具体可参见《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》,《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应》。

股票：风格转向业绩驱动的价值类、顺周期类股票。流动性收紧+利率上行+经济继续修复，DCF 分母端估值回归，业绩确定性由负利率的无限期拉回 3-5 年。

- **随经济继续修复，利率继续走高，资产定价的锚逐步回归，估值有继续回落空间。**

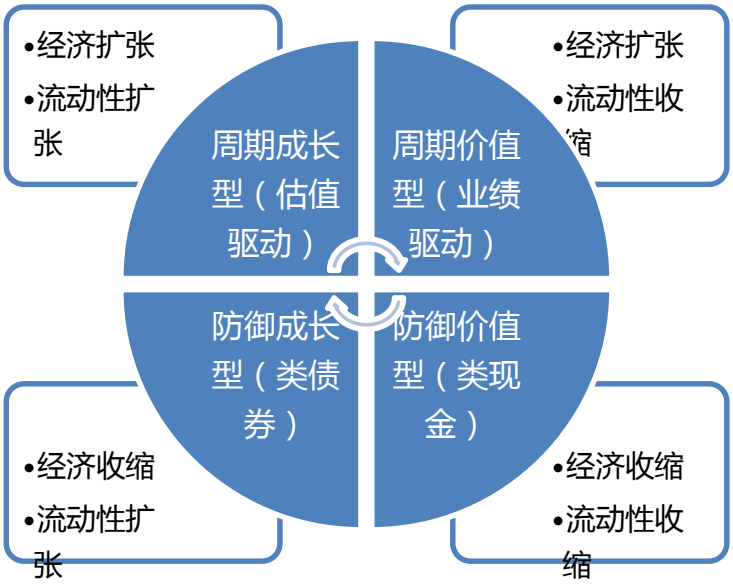
图11：美债收益率与 PMI 产出缺口巨大



资料来源：Wind，申港证券研究所

- **关注化工、工程机械，交运等顺周期行业，风格上关注企业盈利能对冲掉估值回归过程的业绩驱动型标的。**DCF 模型下，前期实际利率为负（且边际上行幅度不大）对应分母趋近于 0，理论上只要企业长期具备确定性久期可拉至无限。流动性收紧+利率上行+经济继续修复背景下，DCF 分母端估值回归，业绩确定性由前期负利率的无限期拉回 3-5 年。

图12：经济上与流动性下的组合



资料来源：申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上