通胀预期推高美债收益率对权益市场的影响

基本结论

- **近期美债长端收益率明显上行，美债利率曲线陡峭化趋势明显，但这次并非 2013 年“缩减恐慌”的重演，通胀预期或是当前美债长端收益率上行的核心驱动力。**与 2013 年“缩减恐慌”（taper tantrum）不同，当前长端利率快速上行更多是反映了市场的通胀预期，并非对美联储政策收缩的定价。2013 年“缩减恐慌”之下，美国债市隐含通胀预期并没有太大变化，而此次长端利率快速上行伴随着市场通胀预期的升温。历史上长端利率快速上行伴随着通胀预期升温还发生在 2010 年 10 月-2011 年 2 月以及 2016 年 10 月-2017 年 1 月。此次通胀预期的升温一方面来自疫情后全球需求回升，另一方面美国新一轮财政刺激计划即将落地，强化市场对美国经济恢复的信心。

- **当前美债收益率上行对权益市场影响不必太过悲观，但对市场风格的影响不容忽视，特别是利率上行对高估值板块的压制，以及通胀预期下顺周期板块的相对基本面明显提升。**从历史相似阶段大类资产表现来看，尽管短期市场或加大波动，但后续市场将逐步企稳回升。从 2010.10-2011.3 和 2016.10-2017.1 通胀预期驱动美债利率上行阶段大类资产表现：1）美股、新兴市场股票短期波动加大，但后续在再通胀阶段基本面推动市场企稳回升；2）大宗商品表现也相对不弱，特别是 2010.10-2011.3 需求扩张背景下大宗商品呈现明显上行态势；3）黄金在美债收益率上行阶段受到的负面影响更大。

- **从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。**1）基本面角度：业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。2）宏观流动性角度：中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。3）微观资金面角度过去两年新发基金位代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。市场风格的拐点或以保险、私募和外资等绝对收益机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。

- **短期关注两会期间政策窗口，央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。**过去几个月央行流动性管理呈现胡萝卜加大棒的特征。前期央行超预期宽松或与信用风险相关，而后超预期收紧或与市场加杠杆行为相关。两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。

- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

- **行业配置：“低估值、顺周期涨价、地产竣工链、困境反转”。**1）低估值：值银行、保险等：估值修复叠加受益于利率曲线陡峭化；2）顺周期涨价：化工、有色、造纸等。在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足；3）地产竣工链：家具、消费建材等。中美地产竣工高景气延续；4）困境反转：航空、机场、酒店、旅游等。行业最坏的阶段已经过去。

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险*

内容目录

一、当前美债长端收益率上行并非 2013 年“缩减恐慌”的重演 3
二、此次美债收益率快速提升对权益市场的影响不必太过悲观 4
三、极致的估值分化或在波折中逆转 6
四、短期关注两会期间政策窗口，中长期仍是结构型行情 6
五、行业配置：“低估值、顺周期涨价、地产竣工链、困境反转” 7
重要事件前瞻 7

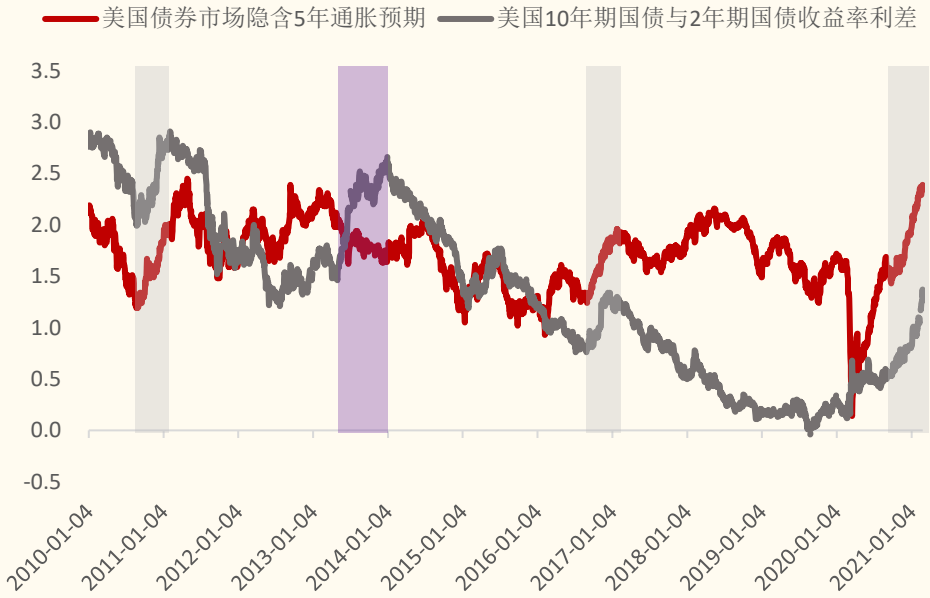
图表目录

图表 1：此次长端利率快速上行与 2013 年有明显不同 3
图表 2：LIBOR-OIS 利差仍处低位 4
图表 3： 货币互换基差保持稳定 4
图表 4：2010.10-2011.3 通胀预期驱动美债利率上行阶段大类资产表现 5
图表 5：2016.10-2017.1 通胀预期驱动美债利率上行阶段大类资产表现 5
图表 6：市场风格与经济增长和利率水平 6
图表 7：重要事件前瞻 8

一、当前美债长端收益率上行并非 2013 年“缩减恐慌”的重演

■ **近期美债长端收益率明显上行，美债利率曲线陡峭化趋势明显，但这次并非 2013 年“缩减恐慌”的重演，通胀预期或是当前美债长端收益率上行的核心驱动力。**与 2013 年“缩减恐慌”（taper tantrum）不同，当前长端利率快速上行更多是反映了市场的通胀预期，并非对美联储政策收缩的定价。2013 年“缩减恐慌”之下，美国债市隐含通胀预期并没有太大变化，而此次长端利率快速上行伴随着市场通胀预期的升温。历史上长端利率快速上行伴随着通胀预期升温还发生在 2010 年 10 月-2011 年 2 月以及 2016 年 10 月-2017 年 1 月。此次通胀预期的升温一方面来自疫情后全球需求回升，另一方面美国新一轮财政刺激计划即将落地，强化市场对美国经济恢复的信心。

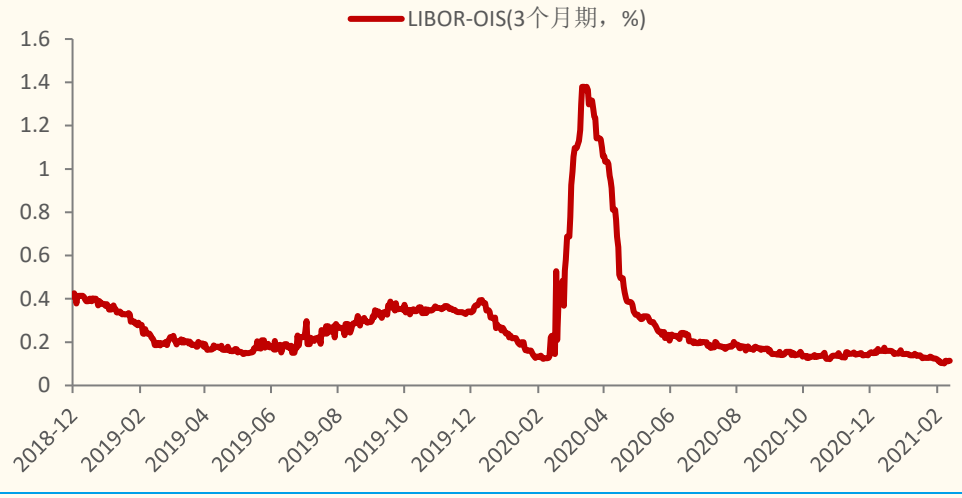
图表 1：此次长端利率快速上行与 2013 年有明显不同



来源：Fred、国金证券研究所

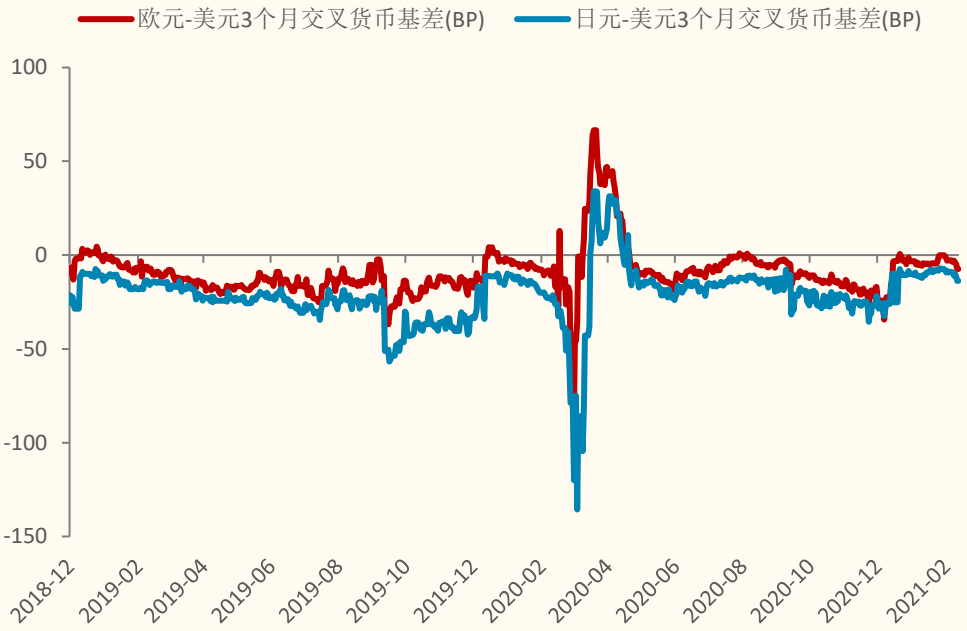
■ **美联储政策仍延续此前宽松态势，美元流动性同样维持相对稳定。**但当前市场对 3 月 31 日到期的美联储 SLR（supplementary leverage ratio，补充杠杆率）政策调整的延续性仍有所担忧。去年为对冲疫情冲击，美联储放宽了银行 SLR 的限制，允许存款机构把美国国债和央行存款不计入 SLR，以促进银行扩张资产负债表。**临近到期日，美联储对 SLR 政策的延续性仍未明确表态，这也加大了美债市场波动。**

图表 2：LIBOR-OIS 利差仍处低位



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 3： 货币互换基差保持稳定



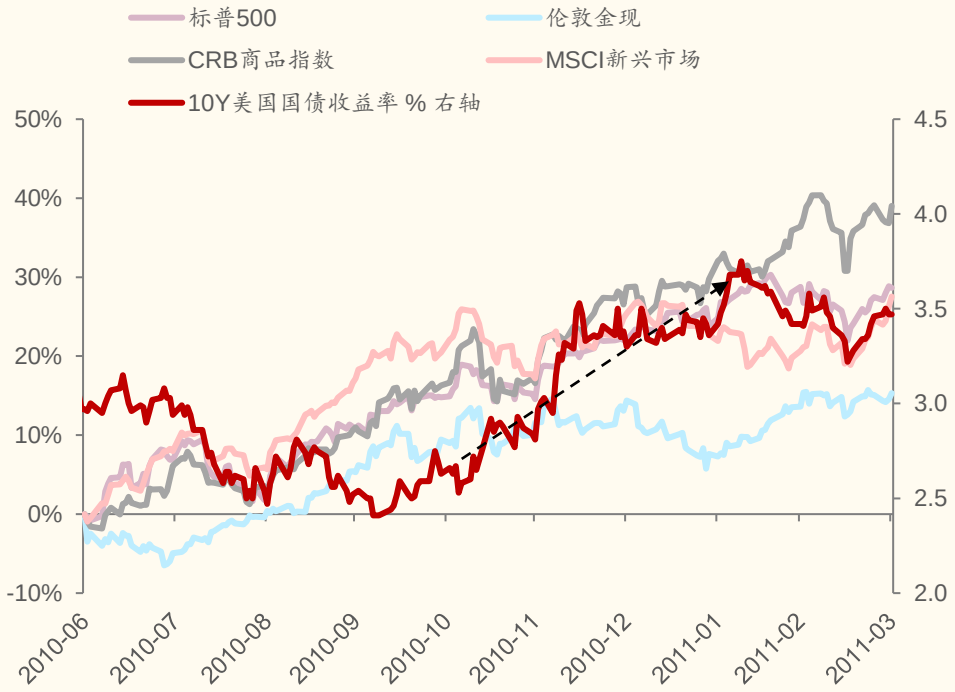
来源：Bloomberg、国金证券研究所

二、此次美债收益率快速提升对权益市场的影响不必太过悲观

- **此次美债收益率快速提升反映的并非是美联储政策的转向，而是通胀预期的升温。从历史相似阶段大类资产表现来看，尽管短期市场或加大波动，但后续市场将逐步企稳回升。**从 2010.10-2011.3 和 2016.10-2017.1 通胀预期驱动美债利率上行阶段大类资产表现：1）美股、新兴市场股票短期波动加大，但后续在再通胀阶段基本面推动市场企稳回升；2）大宗商品表现也相对不弱，特别是 2010.10-2011.3 需求扩张背景下大宗商品呈现明显上行态势；3）黄金在美债收益率上行阶段，受到的负面影响相对更大。

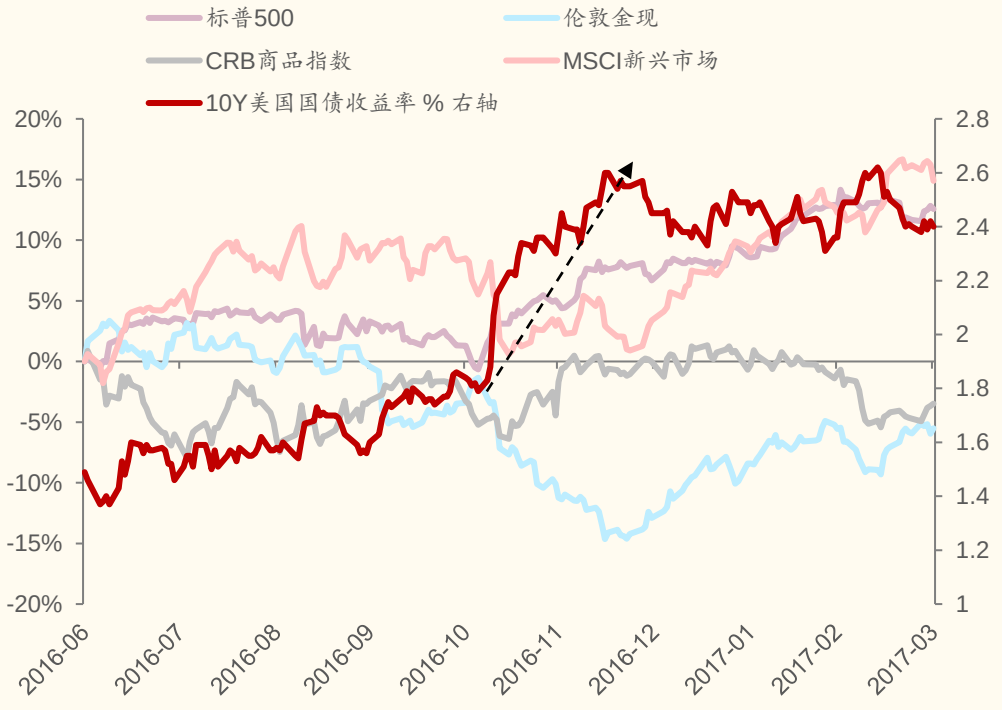
■ 当前美债收益率上行对权益市场影响不必太过悲观，但对市场风格的影响不容忽视，特别是利率上行对高估值板块的压制，以及通胀预期下顺周期板块的相对基本面明显提升。

图表 4：2010.10-2011.3 通胀预期驱动美债利率上行阶段大类资产表现



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：2016.10-2017.1 通胀预期驱动美债利率上行阶段大类资产表现



来源：Wind、国金证券研究所

三、极致的估值分化或在波折中逆转

- **从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。**
- **1）基本面角度：**业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么过去两年行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。
- **2）宏观流动性角度：**尽管短期货币和信用拐点和政策收缩力度有所分歧，但中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。
- **3）微观资金面角度：**一季度基金发行开门红之后，后续发行或高位回落（赚钱效应趋弱以及房地产市场火热影响），过去两年新发基金为代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。市场风格的拐点或以保险、私募和外资等绝对收益机构为主导，而右侧交易属性的公募基金或是跟随者。
- 以史为鉴，价值和成长股的分化与基本面和流动性环境息息相关：**1）当业绩高增长变得不稀缺的时候，低估值的价值股相对占优。**低估值的价值股业绩普遍和经济周期关联度较高，在经济回升或者高增长阶段，各行业业绩增速均相对较高，在这个背景下，增长或变得不那么稀缺，价值股往往相对占优。**2）货币/信用收缩和利率上行周期，价值溢价或更为显著。**成长股作为长久期资产，利率敏感性更高，所以在流动性宽松和低利率环境下，往往能获得明显的超额收益。但如果流动性收缩，利率上行，那么资产久期相对较短的价值股则可能跑赢成长股。

图表 6：市场风格与经济增长和利率水平



来源：Wind、国金证券研究所

四、短期关注两会期间政策窗口，中长期仍是结构型行情

- **后续观察政策拐点的重要时间节点在两会期间。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，此前央行超预期收紧流动性给后续货币政策取向

带来更大的不确定。过去几个月央行流动性管理呈现“先胡萝卜，后大棒”的特征：2020 年 11 月到 2021 年 1 月中旬超预期宽松，1 月中下旬以来超预期收紧，2 月中旬重回相对平稳。前期央行超预期宽松或与信用风险相关，而后超预期收紧或与市场加杠杆行为相关。两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。

- 此外，近期油价有所上涨，市场担心通胀压力会不会成为央行政策的主要考虑因素。我们认为通胀仍属于相对温和的状态，原油供给弹性较高，油价受到供给端的影响较大，油价中枢我们认为难以大幅上移，叠加猪肉价格或相对稳定，总体而言 CPI 将保持相对温和，短期通胀没有压力，不会成为影响央行政策的核心因素。**央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。**
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。

五、行业配置：“低估值、顺周期涨价、地产竣工链、困境反转”

- **低估值：银行、保险等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **顺周期涨价：有色、化工、造纸等**

  继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，虽然全球流动性的边际变化并没有去年那么显著，但今年周期品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大。在需求扩张的背景下，当前各国产能利用率维持高位，叠加过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，部分品种供给无法满足需求变化。

- **地产竣工链：家具、消费建材等**

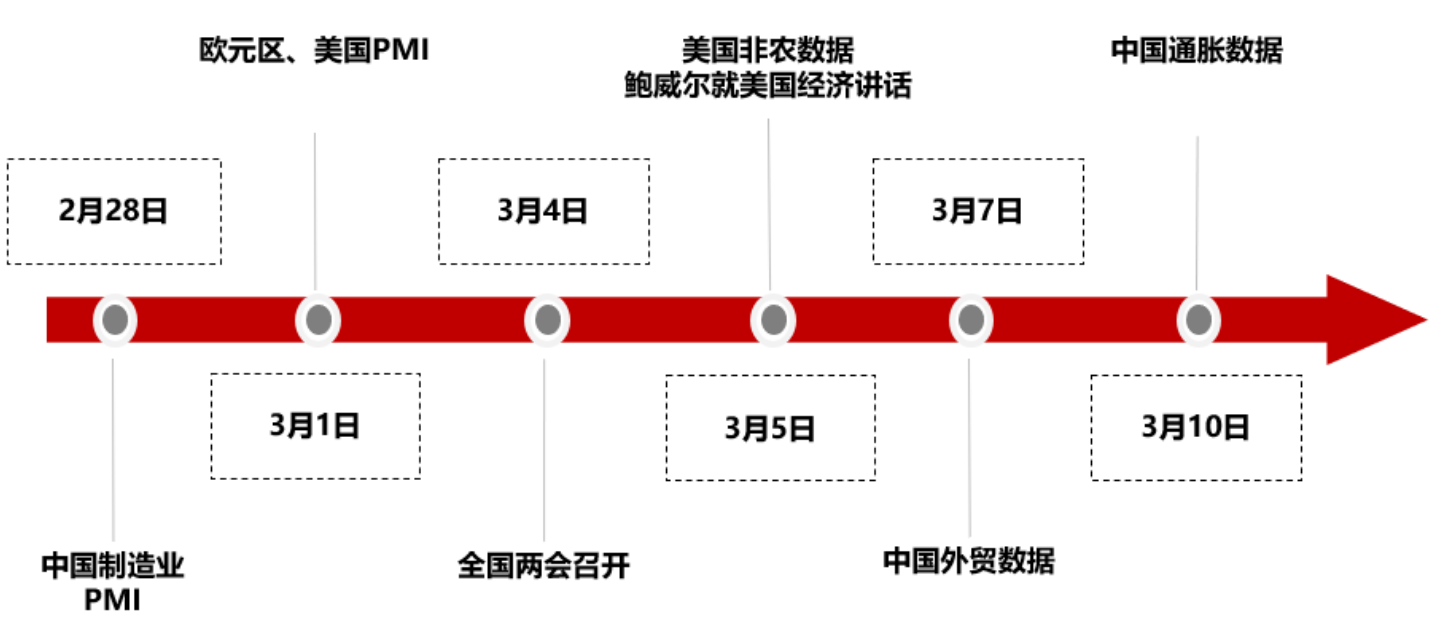
  中国房地产韧性十足，疫情冲击后地产将加速竣工。美国房地产市场在后疫情时代表现火热，新屋和成屋销售均持续恢复。中美地产竣工链条的高景气将对家具和消费建材等行业业绩形成较强支撑。

- **困境反转：航空、机场、酒店、旅游等**

  行业最坏的阶段已经过去，行业基本面拐点取决于疫情的控制，随着疫苗的普及以及全球疫情的逐步好转，未来国际航班和跨境游大面积恢复后，相关消费需求或迎来爆发式增长。对酒店、旅游这些高度市场化竞争的行业来说，受益于行业格局改善的龙头企业困境反转的速度更快、幅度更大。而对于航空、机场这些类寡头垄断的行业来说，更多的是以行业整体性的反转为主。

重要事件前瞻

图表 7：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：** *经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

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