总量研究中心

大类资产双周报

宏观经济报告

本报告的主要看点：

1. 对上周的大类资产价格变化进行回顾。
2. 分析短期影响大类资产的主要因子，并对下周重要观察因素进行展望。
3. 判断资产价格短期变化是否对中期大类资产价格运行形成影响（拐点判断）。

股债双杀，能持续吗？

近期，股市、工业品价格均出现回落，同时国债收益率上行，出现了股、债、商品三杀的局面，能持续吗？

- **国内流动性边际趋紧是股债双杀的主因。**上周前四天，央行逆回购持续缩量，公开市场操作持续净回笼，DR001、DR007、RC001 等短端利率明显上行，10 年期国债收益率上行超过 10bp；尽管周五逆回购净投放 980 亿元，但市场流动性依然偏紧，债券收益率并未明显下行。同时，A 股在上周也出现较大幅度的调整，尤其一些高估值的抱团标的，调整幅度相对比较大。从股债双杀的角度看，流动性超预期的变紧，可能是背后的主要逻辑。

- **债券收益率的快速上行，还受到月底季节性和机构被动去杠杆的影响。**流动性的收紧，有两点超预期。一是时间上，本来市场预期央行会在春节后才开始新一轮的收紧，但现在就开始逐步回笼资金，在时间节点上确实有点超预期；二是疫情点状发散加剧的背景下，本来市场预期流动性要加码宽松，但央行不但没有这样做，反而开始回笼资金，这也超出了市场预期。两个超预期的变化，叠加月底的缴税和季节性效应，导致前期部分杠杆比较高的债券投资机构，出现了较大的利润回吐，从而转向被动去杠杆，加大了债券价格的波动。

- **A 股的下行，还受到海外股市整体调整的情绪影响。**上周，美国、欧洲、日本、韩国等国家的股指也出现不同程度的回落，尤其美股，在周三晚间大幅回调，叠加 VIX 指数大幅上行，对全球资本市场都产生了一定的影响。尤其是本次美股的调整，并没有出现股债双杀的格局，也就是流动性并不是美股发生调整的主因，那么可能就是投资者的情绪或者交易结构发生了较大变化。那么，如果后续美股经济逐步从疫情中消退，美联储可能也很难单纯针对美股的调整做出响应，或者响应的时间可能偏滞后，这会导致美股调整时间和幅度变长、变大。

- **大宗商品价格也出现回调，主要是需求和金融属性的影响。**首先，国内疫情的点状发散，叠加春节人口流动的下降，对国内需求产生一定的影响。同时，海外疫苗进展不及预期，也令海外需求预期向下微调。海内外需求预期的这种回调，对大宗商品价格产生一定的负面影响。其次，美元指数逐步上行，美国国债收益率的上行，叠加美联储 FOMC 会议指向的货币政策路径，都意味着未来美国货币政策的大方向仍为逐步退出，这从金融层面对大宗商品价格形成抑制。两个因素叠加，大宗商品价格也出现回调。

- **未来一个月左右来看，风险资产进一步向下调整的概率较高，债券收益率可能维持震荡。**影响国内资产价格的核心因子仍是流动性的边际变化。我们对未来一个月的流动性判断为：易紧难松。货币政策不会“急转弯”，但近期体现的是“转弯”。尽管我们不认为会加息，但在春节前后再度转向去年底的那么宽松的情形也比较难。这意味着后续仍将经历一段时间的“杀估值”行情，也就是说，“股债双杀”短期仍将持续；不过，随着风险资产价格的向下调整，流动性也将逐步转向宽松，债券价格将先企稳。

风险提示：中美之间出现更大的冲突对抗导致全球需求再度出现回落；货币和财政政策的宽松力度不及预期；疫情再度出现超预期的加重。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

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