宏观猜想与市场走势

——2021 年第一期（2021/01/12）

报告要点：

- **看空美元和看空美债实际上是矛盾的**

从 2020 年 4 月份联储向全球提供流动性之后，美元指数开始走低，这种走低在短期，实际上是两种因素的叠加，一方面联储的降息行为让美债收益率走低，欧日套息资金无法在美债上寻得合理的回报率。另一方面，美国经济长期预期在疫情的干扰下也一路走低。欧洲在 2020 年下半年大部分时候应对疫情表现更加良好。

如果眼光放得更加长远一点，我们可以找到美元走低的长逻辑，贸易和财政双赤字下往往压低美元汇率。长期来看，大型危机后经济增速的恢复往往不达预期，那么美国作为发达国家里面唯一的高增速经济体地位是存疑的。

这些长逻辑是非常坚实的，但站在 2021 年 1 月这个时间点，看空美元的两个短逻辑实际上是存疑的。

因此站在当下，在看空美债和看空美元两个热门交易中，我们更建议站在看空美债的方向。

- **权益市场上美债收益率的上行似乎成为共识**

前几日 TLT 的破位下跌，还是富国银行的上行，都与美债收益率的上行遥相呼应。如果我们更深一步研究，铜金比在过去几年与美债收益率高度相关，近期巴里克黄金，Franco Nevada 等美股的下行和自由港，南方铜业等公司的上行也从侧面证明了美国市场在多层次看多美债的收益率。

与此同时，港股市场中金融保险行业的良好表现也征兆了对于无风险回报率的上行预期。可以说除了在美国市场我们可以发现做多美债收益率的影子之外，这种氛围在全球都有所扩散。

- **商品市场与权益市场和衍生品市场走势似有背离，值得关注**

一般来说，我们认为市场在看好无风险回报率上行的时候，更大可能会多铜空金，这在 1 月 11 号之前几天是主流交易，但在北京时间 1 月 11 日晚上，商品期货市场与商品股票背离，同时也与先前的利率趋势背离。

铜金比在 1 月 11 日白天出现了回撤，贵金属开始反弹而铜价开始走低。在此基础上，1 月 11 日晚间美国铜业公司普遍低开，但在夜晚逐渐收回日内的跌幅。而无论是 Comex 铜亦或是 LME 的铜价都在持续走低形成了背离。

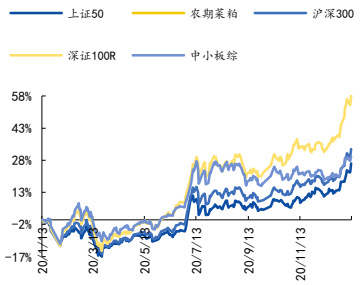
- **风险提示**

疫情超预期，无风险利率下行超预期

主要数据：

上证综指：	3608.34
深圳成指：	15460.03
沪深 300：	5596.35
中小盘指：	4635.82
创业板指：	3180.35

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元策略周报（2020 年第 35 期）-三种思路》2020.09.11

《国元策略周报（2020 年第 34 期）- 关注后周期板块的机会》2020.08.31

报告作者

分析师 陈大鹏
执业证书编号 S0020520070002
邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn
电话 02151097188

内容目录

1.看空美元和看空美债实际上是矛盾的 3
1.1 看空美元是一个长逻辑 3
1.2 看空美债并不是没有隐忧 3
2.市场走势：看多无风险回报率更为主流但存在隐忧 4
2.1 权益市场上美债收益率的上行似乎成为共识 4
2.2 做多无风险回报率似乎是衍生品市场的答案 5
2.3 商品市场与权益市场和衍生品市场走势似有背离，值得关注 5
3.经济数据与展望 6
3.1 近期经济数据/官员讲话 6
3.2 展望 6

图表目录

图 1：TLT 跌破 2020 长期支撑位 3
图 2：富国银行开始上行 3
图 3：美元指数反弹了四个交易日（截止 2021 年 1 月 12 日） 4

北京时间 2021 年 1 月 11 日下午及晚上，比特币的下跌叠加前几日对联储放缓购债的担忧。让全球市场先前的交易共识出现了一些松动。我们认为这些情况值得密切关注。

1.看空美元和看空美债实际上是矛盾的

1.1 看空美元是一个长逻辑

从 2020 年 4 月份联储向全球提供流动性之后，美元指数开始走低，这种走低在短期，实际上是两种因素的叠加，一方面联储的降息行为让美债收益率走低，欧日套息资金无法在美债上寻得合理的回报率。另一方面，美国经济长期预期在疫情的干扰下也一路走低。欧洲在 2020 年下半年大部分时候应对疫情表现更加良好。

如果眼光放得更加长远一点，我们可以找到美元走低的长逻辑，贸易和财政双赤字下往往压低美元汇率。长期来看，大型危机后经济增速的恢复往往不达预期，那么美国作为发达国家里面唯一的高增速经济体地位是存疑的。

这些长逻辑是非常坚实的，但站在 2021 年 1 月这个时间点，看空美元的两个短逻辑实际上是存疑的。

因此站在当下，在看空美债和看空美元两个热门交易中，我们更建议站在看空美债的方向。

1.2 看空美债并不是没有隐忧

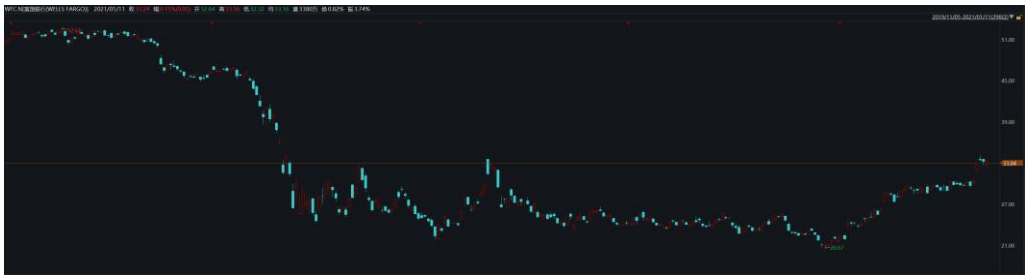
实际上过去几天的美国市场就是按照看空美债优先看空美元来交易的。我们可以看到 TLT 跌破了长期支撑位，富国银行为代表的银行股开始上行。而美元指数连续反弹了四个交易日。

图 1：TLT 跌破 2020 长期支撑位



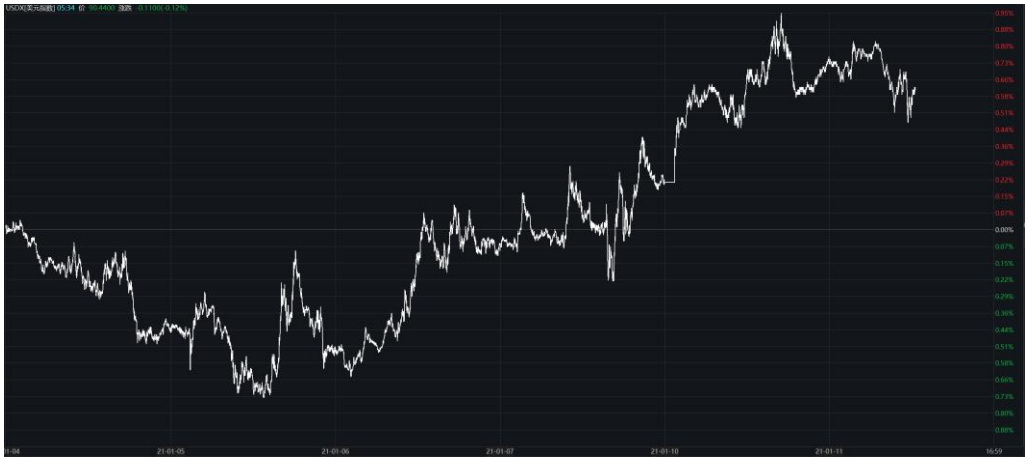
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：富国银行为代表的银行板块开始上行



资料来源：Wind,国元证券研究所

图 3：美元指数反弹了四个交易日（截止 2021 年 1 月 12 日）



资料来源：Wind,国元证券研究所

但这个交易是存在隐忧的。一方面联储的态度依然暧昧，对于经济的看法难言乐观。货币政策的转向可能要等到下半年确认经济复苏之后才会发生。这是时间上的隐忧。另一方面，在幅度上的隐忧更是令人在意，2008-2020 年，美国实际 GDP 增速大约在 1%左右，与 2%的通胀目标并不符合。这意味着如果我们在 2021 年看多美债收益率到 1.5-2.0%以上的位置。实际上我们做了一个符合联储意愿，但不符合经济实际的判断。这个问题的本质是联储的经济判断是否正确。对此我们依然需要时间和更多数据才能做出可供使用的判断。

2.市场走势：看多无风险回报率更为主流但存在隐忧

2.1 权益市场上美债收益率的上行似乎成为共识

无论是上文提到的 TLT 的破位下跌，还是富国银行的上行，都与美债收益率的上行遥相呼应。如果我们更深一步研究，铜金比在过去几年与美债收益率高度相关，近期巴里克黄金，Franco Nevada 等美股的下行和自由港，南方铜业等公司的上行也从侧面证明了美国市场在多层次看多美债的收益率。

与此同时，港股市场中金融保险行业的良好表现也征兆了对于无风险回报率的上行预期。可以说除了在美国市场我们可以发现做多美债收益率的影子之外，这种氛围在全球都有所扩散。

但我们不确定的是，这种上行究竟是看空美元指数，带来新兴市场资金流入的影响（EEM 基金近期涨幅同样惊人），还是无风险回报率走高的影响。

为此我们需要更深入一层，前往衍生品市场寻找一些蛛丝马迹。

2.2 做多无风险回报率似乎是衍生品市场的答案

2021 年 1 月 11 日美股市场 Vol/OI 最高（意味着异常期权活动）的几只 ETF 期权分别为：

- EWJ/PUT （浅虚值）
- QQQ/PUT （浅虚值）
- SPY/PUT （浅实值）
- XLE/CALL （浅虚值）
- KRE/CALL （深虚值）

（考虑到相关性，这里面我们剔除了 EWZ，也就是巴西 ETF）。

2021 年 1 月 8 日美股市场 Vol/OI 最高的几只 ETF 期权分别为：

- IWM/PUT（深虚值）
- QQQ/PUT（深虚值）
- EEM/CALL（浅实值）
- EFA/PUT (浅虚值)

结合两天的情况来看，卖出发达市场，买入新兴市场成为共识，同时对于能源和银行的关注开始提高。

结合 TLT 在本月 15 日到期期权的交易量 P/C 比，以及 TIP 在本月 15 日到期期权交易量 P/C 比。我们认为最近几日美债收益率继续上行的可能性更高。

2.3 商品市场与权益市场和衍生品市场走势似有背离，值得关注

一般来说，我们认为市场在看好无风险回报率上行的时候，更大可能会多铜空金，这在 1 月 11 号之前几天是主流交易，但在北京时间 1 月 11 日晚上，商品期货市场与商品股票背离，同时也与先前的利率趋势背离。

铜金比在 1 月 11 日白天出现了回撤，贵金属开始反弹而铜价开始走低。在此基础上，1 月 11 日晚间美国铜业公司普遍低开，但在夜晚逐渐收回日内的跌幅。而无论是 Comex 铜亦或是 LME 的铜价都在持续走低形成了背离。

贵金属无论是期货价格亦或是公司价格都普遍强于铜，与前几天的趋势形成了较为鲜明的对比。

我们倾向于相信权益市场投资者对于商品价格的判断，认为铜金比依然有上行的可能性。但此判断依赖于无风险利率的继续走高。

3.经济数据与展望

3.1 近期经济数据/官员讲话

中国的信贷数据在本周将要出炉，市场预期此数据将部分诠释不转急弯的含义，我们认为 M1 的上行趋势可能会在 2021 年一季度末期来临，因此 2020 年 12 月 M1 数据可能依然较为良好。此观点亦可从 12 月宽松的流动性得到部分支持。M1 与 M2 的剪刀差有望缩小，国内市场在 2020 年 1 月 12 日的良好表现也为此观点提供了信心。

社融的增速如果得到维持，意味着中国信贷脉冲指数的放缓将慢于预期，同样将对无风险利率的上行提供一定支撑，这与美国市场投资者行为暗合。

联储主席鲍威尔将在本周发表演讲，市场希望能从演讲中得到关于购债计划缩减的相关信息，避免出现 2013 年联储沟通失误的情况。我们认为联储对于经济的判断实际上并没有非常乐观。鲍威尔在任期内大部分时候落后市场和经济走势，预计不会发表过于领先市场预期的讲话。

3.2 展望

再通胀交易依然是主线逻辑，从发达市场资金流出，新兴市场资金流入可以看出，从铜金比的走高可以看出，从 TLT 和 TIP 的下跌也可以看出。但这个过程可能并不会一帆风顺。一方面市场已经积累了一定的上涨风险，另一方面，前期过高的预期让民主党控制参议院和众议院的预期被计价太多。市场可能在短期会有一个波动率的放大。我们建议投资者在维持看多无风险利率/做多铜金比/看好金融保险板块的同时，关注短期的波动率放大风险，纳斯达克指数和罗素 2000 指数的看跌期权近期获得了较多关注，可能也与此思路有关。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188