

旬度经济观察

——低利率潮水渐退，估值修复在途中

袁方¹

2021 年 2 月 28 日

内容提要

近期美债收益率急剧抬升，引发全球权益市场大幅调整。考虑到美国经济复苏的方向确定、实际利率抬升仍有空间，未来美债利率上行的过程将会延续，这意味着国内权益市场的下跌仍未结束。

本轮市场下跌是利率上升引发的估值修复和中期调整，不大可能形成趋势的逆转。

尽管受春节因素的扰动，PMI 数据短期下滑。但考虑到经济“填坑”尚未结束，工业品价格上行仍在途中，以及海外收益率的抬升，未来一个季度国内债券收益率可能易上难下。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、经济增长的动能小幅放缓

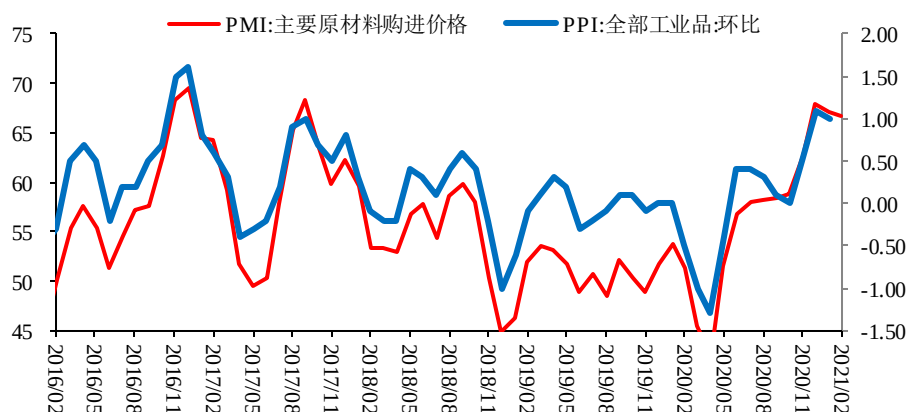
2月PMI为50.6，较上月小幅回落0.7个百分点，这主要受到春节因素的影响。分项来看，生产、新订单、新出口订单以及进口均出现小幅走弱，产成品库存也出现回落。

从粗钢产量、高炉开工率、商品房销售等高频数据来看，经济仍然处于较高水平。

与此同时，主要原材料购进价格小幅回落0.4个百分点，流通领域生产资料价格环比增速较上月小幅回落，工业品价格涨幅放缓。

这一量价组合反映出需求的恢复较上月可能略有放缓，这或许主要源于春节假期的影响。考虑到经济“填坑”的进程尚未结束，居民部门储蓄率的正常化尚在进行，未来经济增速有望维持在较高水平。

图1：PMI主要原材料购进价格和PPI环比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场估值修复在途中

2 月下旬以来受美债收益率上行的影响，全球权益市场进入调整，高估值板块下跌幅度更大。中国权益市场与美股表现同步，消费、成长板块表现远弱于金融、稳定板块。

10 年期美债作为全球资产定价的基准，其上行的过程对全球股市的估值产生压制，而中国市场近几年经历了外资的大量涌入，因此国内也与海外市场的波动紧密联系起来。

由于当前 A 股和美股的估值水平处于历史极值位置，已经过度透支了未来基本面改善的前景，因此美债利率的上行对权益市场的冲击巨大。

本轮美债利率的上行已经从通胀预期驱动转入到实际利率上行驱动的过程，考虑到当前实际利率距离疫情前仍有不小空间以及美国经济复苏的方向确定，未来美债利率上行的过程将会延续，这意味着国内权益市场的下跌仍未结束。

回顾历史上 2011 年、2015 年和 2018 年权益市场的牛熊转折，都伴随着监管政策的收紧，比如基于打压通胀或者去杠杆而采取的紧缩型货币政策，比如针对资产价格泡沫而启动的场外配资清理。从这些角度来看，目前国内货币政策系统性收紧的条件并不具备。

尽管工业品价格持续抬升，PPI 同比增速可能在二季度超过 5%，但劳动力市场以及消费的恢复仍然缓慢，CPI 同比在上半年处于 2% 以下，全年中枢水平也低于 2%。这种通胀场景与 2016-2017 年类似，很难触发货币政策系统性转向。

从杠杆率的角度来看，分母端今年的经济增速显著高于去年，分子端社融、M2 的增速已经开启下行的趋势。在这个背景下，杠杆率上行的态势趋于终结，而

且部分国企、城投平台市场化债务出清的进程已经启动，进一步通过总量的手段来去杠杆必要性不高。

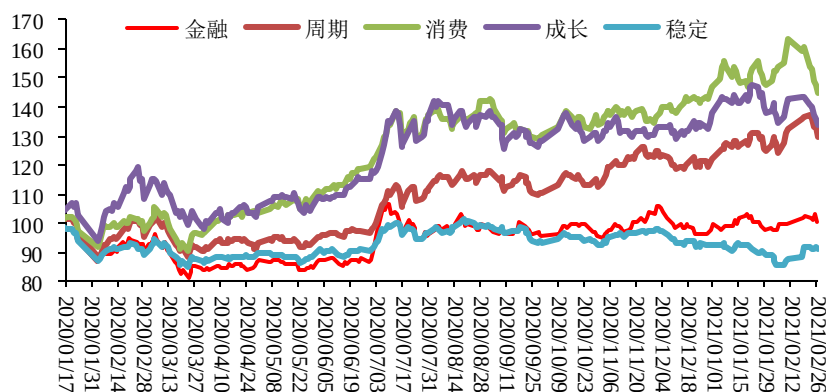
资产价格层面，当前国内权益市场估值修复已经在进行中，科创板和注册制改革需要相对稳定的市场环境，场外配资的情况并不严重，监管当局对市场的态度也相对温和。值得注意的是，近期国内房地产价格出现广泛上涨，但在“因城施策”的背景下，多数城市已经出台针对信贷、土地拍卖等调控政策来抑制房价的上行，启动总量层面调整的选项为时尚早。

此外，当前宏观经济表现平稳，上市公司盈利仍处于改善之中，基本面也未出现系统性走弱。

综合来看，当前市场在流动性和基本面上没有出现系统性恶化，这意味着市场不会进入单边下行的熊市之中。但考虑到当前估值水平偏高，以及美债收益率上行对估值的压制，权益市场在交易层面的调整仍将延续。

未来市场调整结束的信号，在宏观层面需要关注美债收益率企稳的时间，这主要取决于美国经济恢复的进展，这或许意味着未来一个季度权益市场面临向下的压力。

图2：各板块指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2月下旬央行公开市场操作小幅回笼资金，DR001和DR007中枢波动，银行间市场资金面整体平稳。

随着央行流动性投放的正常化，债券市场交易的重心将逐步回归到通胀走向和经济基本面变化。

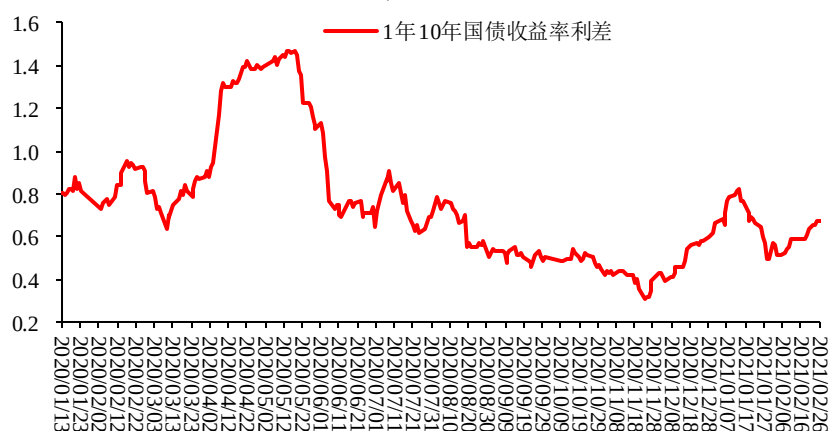
回顾本轮工业品价格的走向，11月工业品价格的上行主要与中国终端需求恢复、以及存货回补有关，国内定价的螺纹钢、动力煤、焦炭的表现优于全球定价的铜和石油。而从今年2月开始，受美国疫苗加速接种和刺激政策的影响，全球定价的商品如铜和石油表现更强，并带动其他商品价格上涨。

往后看，美国实际利率的抬升已经启动，这预示着美国经济需求层面改善的前景愈发明朗。而供应层面的响应相对缓慢，绝大多数工业品产能利用率处于历史高位。因此在未来一个季度这种供需格局仍然有助于工业品价格的走强，这无疑会对国内债券市场形成压力。

从高频的生产、消费数据来看，当前经济基本面仍处于较为平稳的状态，2月票据利率的走高暗示实体经济信贷需求仍然旺盛。

综合来看，工业品价格的抬升尚未结束、国内经济仍然维持较高水平，叠加海外收益率向上的扰动，我们倾向于认为未来一个季度我国债券市场收益率仍有向上的空间。

图3：1年和10年期国债收益率利差，%



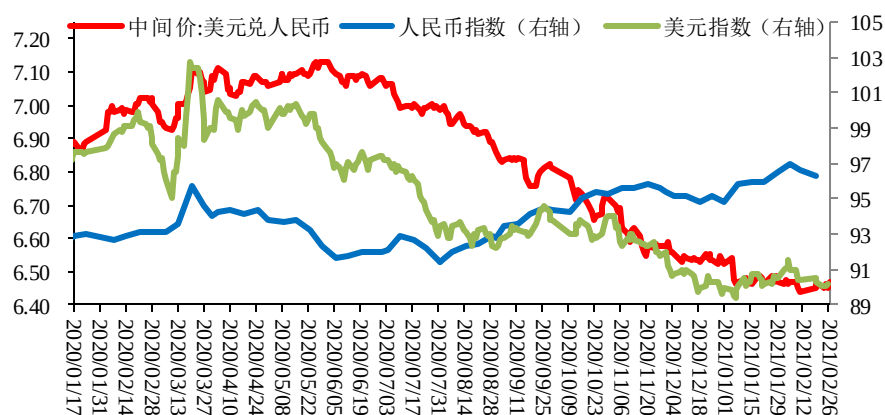
数据来源：Wind，安信证券

汇率市场上，2月以来最主要的表现为：尽管美国实际利率抬升，但美元指数维持低位；与此同时，人民币兑一揽子汇率持续走弱。相应的，在权益市场上A股和美股相对欧洲、日本指数表现略弱；在债券市场上，美债收益率和国内债券收益率上行的相对幅度也不及欧洲、日本。

因此美元指数和人民币汇率的弱势，或许反映出其与欧洲、日本今年以来在经济动能层面的差异，这也在2月PMI数据的走向上得到印证。

往后看，人民币汇率长期之内仍处于升值趋势之中，这与中国劳动生产率更快进步相关，短期之内海外经济恢复动能的加速对汇率的影响值得留意。

图4：人民币兑美元和美元指数



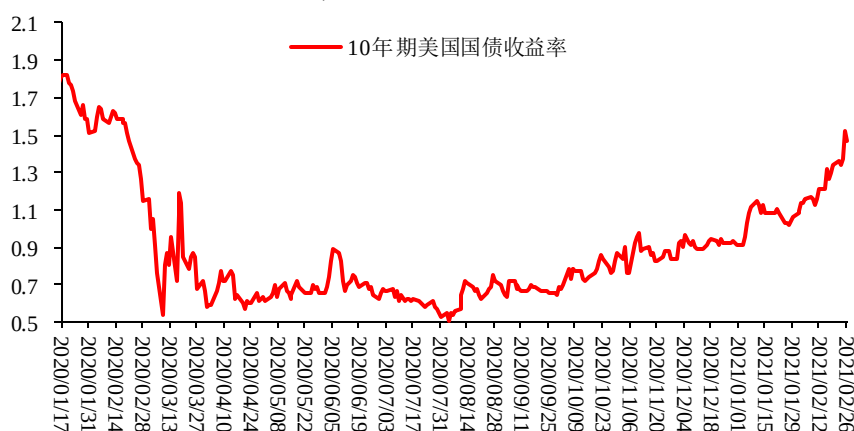
数据来源：Wind，安信证券

三、美债收益率抬升仍将延续

2月下旬以来10年期美国国债收益率大幅上行，并一度突破1.6%的关口，创下近一年新高，美债收益率的快速上行引发全球权益市场，尤其是高估值板块剧烈调整。

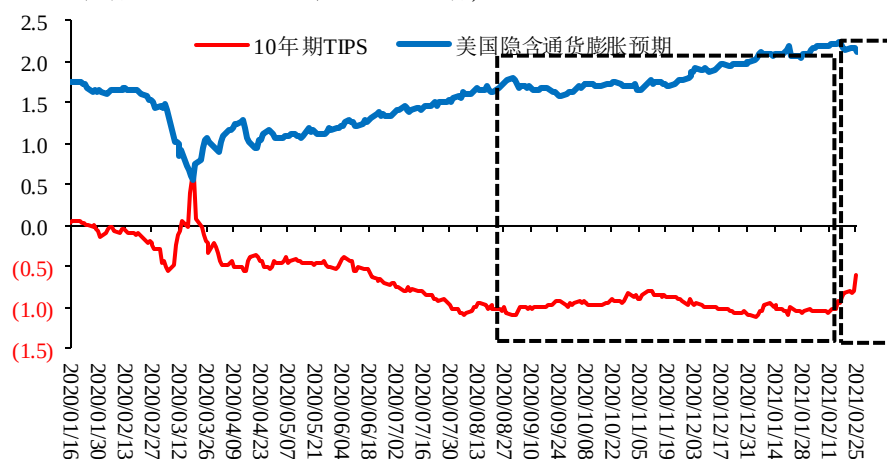
事实上，美债收益率的上行从去年8月份已经开启，至今美债收益率累计上行100BP左右，如果把美债收益率拆分成实际利率和通胀预期，其上行过程可以划分为两个阶段：第一阶段，去年8月至今年1月，美债收益率的上行几乎完全表现为通胀预期的抬升（10年美债收益率和通胀预期抬升54BP左右），而实际利率维持在历史低点；第二阶段，从今年2月以来，美债收益率的上行主要表现为实际利率的抬升（10年美债收益率上行45BP，实际利率抬升43BP），而通胀预期高位震荡。

图5: 美国 10 年期国债收益率, %



数据来源: Wind, 安信证券

图6: 10 年期美国 TIPS 收益率和通胀预期, %



数据来源: Wind, 安信证券

从美债收益率上行的过程来看, 第一阶段对权益市场的冲击显著低于第二阶

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17859

