

美债利率对全球资产定价影响的判断或被证伪，抓紧布局周期每周市场资金流动性跟踪

● 核心结论

疫情动态：截至3月18日全球（不含中国）新冠肺炎累计确诊122,323,242例，近7日累计新增确诊病例周环比上升365,859例至3,252,577例。上周海外疫情出现局部反弹，欧洲及医疗不发达地区国家确诊病例增速再次上升。此外，3月美联储议息会议强调货币政策将围绕经济复苏和促进就业展开，并将通胀目标由1.8%上调至2.4%，意味着美联储不改以“经济为锚”的政策目标，并提升对通胀的容忍度，为经济复苏提供温和的货币环境。

内、外资净流向：截至3月19日，近5个交易日陆股通累计净流入87.08亿元，环比增加20.94亿元；陆股通近30日净流入为+557.10亿元，自3月8日筑底后呈现回升态势。另外，近5个交易日两融资金净流入环比上升201.18亿元至-11.25亿元，两融余额收于16,526亿元，总体趋于回升——**内、外资净流入均呈现趋势回升或反应：一方面，**美联储货币政策仍以“经济”为锚，通胀预期或被证伪，随着海外疫情好转，需求回升，全球经济共振步伐或逐步加快；**另一方面，**国内经济扩张迹象逐步明显、通胀温和、市场流动性仍有释放潜力，**我们维持判断此轮牛市尚未结束。另外，市场担忧“美国利率”抬升或令全球资产价格承压，我们认为后期亦将被证伪。**回顾2008~2018年QE释放与回收过程，不难发现美国10年期国债上行对资产价格产生负面影响，必要满足三个重要条件：一是该收益率必须升至2.5%以上；二是QE必先有溢出效应，方才有收紧影响；三是往往美国短端利率开始上行。这意味着，当前三个条件不符合的情况下，美债收益率影响全球资产定价的判断将有且只能停留在理论之上，利空均来自市场的臆想，而背后的担忧均指向估值泡沫。我国剔除抱团因素后，市场估值中位数的仅处于25%分位数，除了消费估值偏贵（66%分位数）外，成长（50%分位数）、周期（40%分位数）均进入合理估值范围，金融依然较为便宜。因此，我们预计市场担忧情绪亦将逐步化解。

内、外资板块净流向：上周外资金净买入TOP5行业：机械设备（29.75亿）、电气设备（27.60亿）、医药生物（26.47亿）、家用电器（23.51亿）以及电子（23.38亿）；内资净买入TOP5行业：公用事业（11.14亿）、农林牧渔（5.61亿）、电气设备（5.52亿）、休闲服务（4.88亿）以及化工（3.57亿）——**上周内、外资一致买入“周期”板块，并分别布局“成长”与“消费”。**我们认为周期可交易性依然较强，包括：1) 随着全球经济复苏“共振”，无论生产或库存端对于上游周期品需求仍在上升，即PPI仍有上行动力；2) 叠加“碳中和”对供给侧的适度抑制，意味着周期品景气度仍在上升；3) 高低估值切换核心且唯一具备上涨势头的品种；4) 性价比+盈利超预期组合集中分布的方向。

风险提示：欧美疫情恶化，货币政策收紧超预期，国内经济复苏“中断”。

分析师



张弛 S0800519110001



13918023419

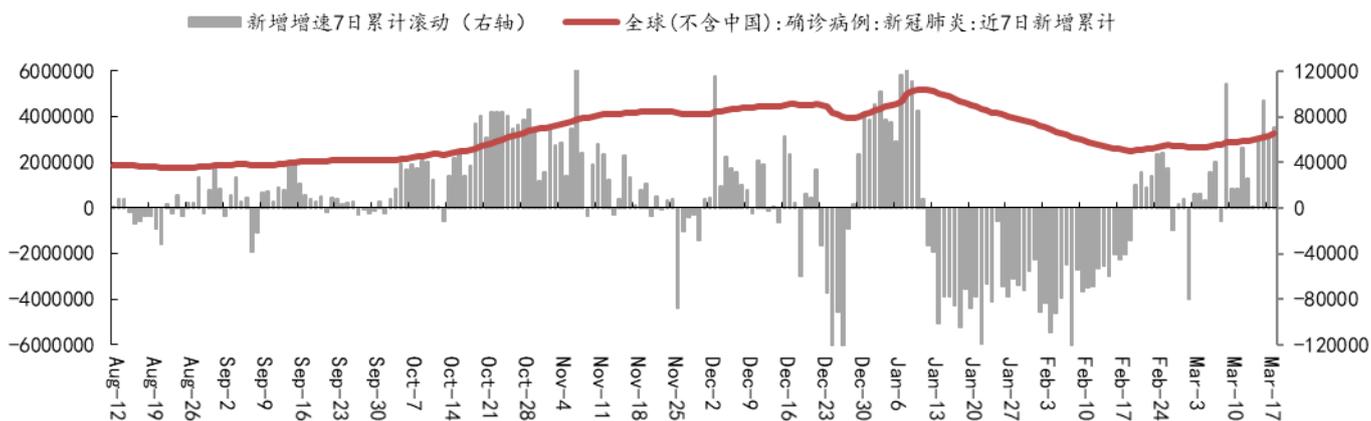


zhangchi@research.xbmail.com.cn

一、海外疫情动态

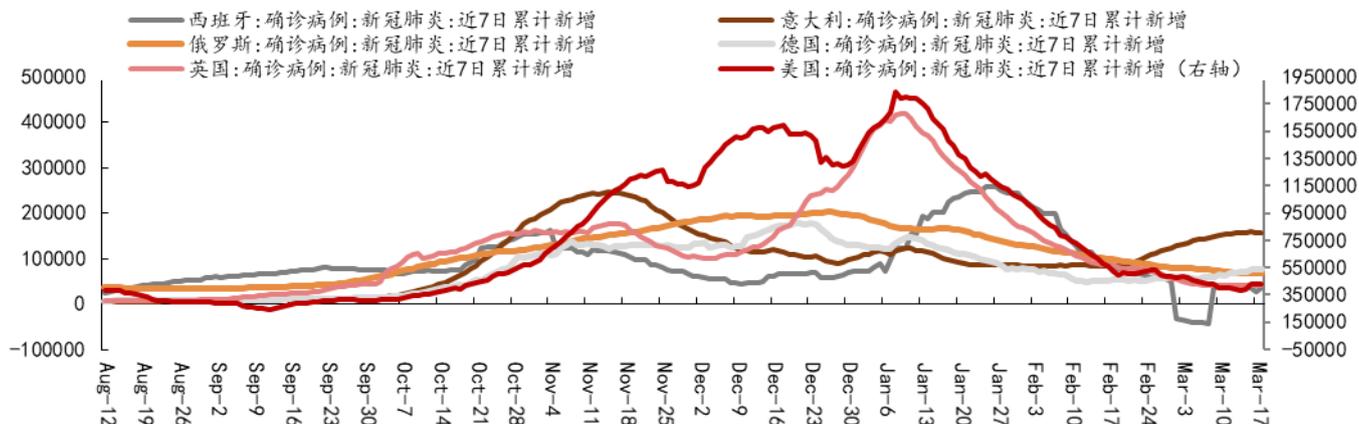
截至3月18日全球（不含中国）新冠肺炎累计确诊122,323,242例，近7日累计新增确诊病例周环比上升365,859例至3,252,577例。其中，海外疫情重灾区前五的欧美国家近7日累计新增确诊病例周环比上升49,671例至769,230例；医疗不发达国家近7日累计新增病例合计1,698,171例，周环比上升126,748例。上周海外疫情出现局部反弹，欧洲及医疗不发达地区国家确诊病例增速再次增加，或因为欧洲此前广泛使用的阿斯利康疫苗存在副作用致使疫苗接种进度放缓，以及变异新冠病毒在不发达地区的广泛传播所致；当前确诊病例数据远好于二次疫情高峰期，加之各国政府均采取了较为有效的防疫措施，疫情持续好转的整体趋势不会改变。此外，3月美联储会议强调货币政策将围绕经济复苏和促进就业展开，并将通胀目标由1.8%上调至2.4%，这意味着美联储对通胀的容忍度上升，而且最新一周美国首次申请失业救济人数增加至77万，略高于预期的70万人，就业率难以提振对应通胀的上行潜力有限，我们判断联储为了实现政策目标，将持续为市场提供更为温和的流动性环境。

图1：海外疫情上周增速略有反弹



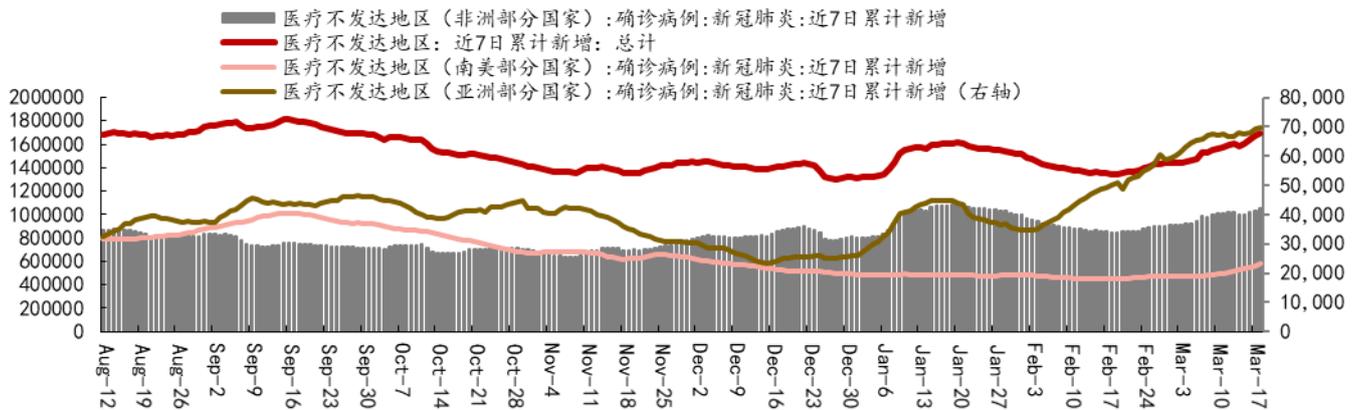
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：海外疫情重灾区中欧洲国家疫情增速加快



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：医疗不发达地区国家疫情反弹明显



资料来源：Wind，西部证券研发中心

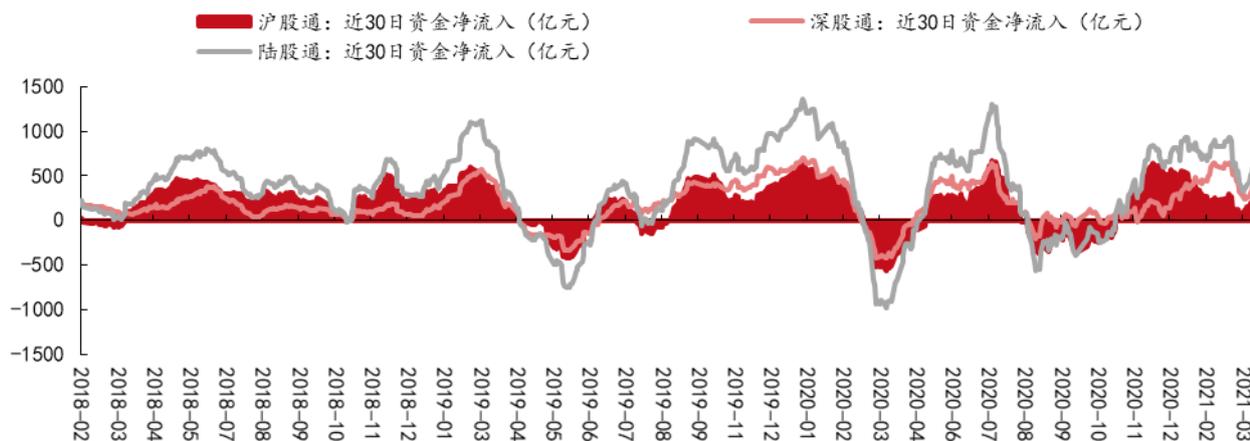
二、陆股通/港股通、融资融券&新发基金 资金表现

内、外资净流向：截至3月19日，近5个交易日陆股通累计净流入87.08亿元，环比增加20.94亿元；陆股通近30日净流入为+557.10亿元，自2月23日触及顶部932亿元后显著回落。另外，近5个交易日两融资金净流入环比上升201.18亿元至-11.25亿元，两融余额收于16,526亿元——总体趋于回升——

内、外资净流入均呈现趋势回升或反应：一方面，美联储货币政策仍以“经济”为锚，通胀预期或被证伪，随着海外疫情好转，需求回升，全球经济共振步伐或逐步加快；另一方面，国内经济扩张迹象逐步明显、通胀温和、市场流动性仍有释放潜力，我们维持判断此轮牛市尚未结束。另外，市场担忧“美国利率”抬升或令全球资产价格承压，我们认为后期亦将被证伪。回顾2008~2018年QE释放与回收过程，不难发现美国10年期国债上行对资产价格产生负面影响，必要满足三个重要条件：一是该收益率必须升至2.5%以上；二是QE必先有溢出效应，方才有收紧影响；三是往往美国短端利率开始上行。这意味着，当前三个条件不符合的情况下，美债收益率影响全球资产定价的判断将有且只能停留在理论之上，利空均来自市场的臆想，而背后的担忧均指向估值泡沫。我国剔除抱团因素后，市场估值中位数的仅处于25%分位数，除了消费估值偏贵（66%分位数）外，成长（50%分位数）、周期（40%分位数）均进入合理估值范围，金融依然较为便宜。因此，我们预计市场担忧情绪亦将逐步化解。

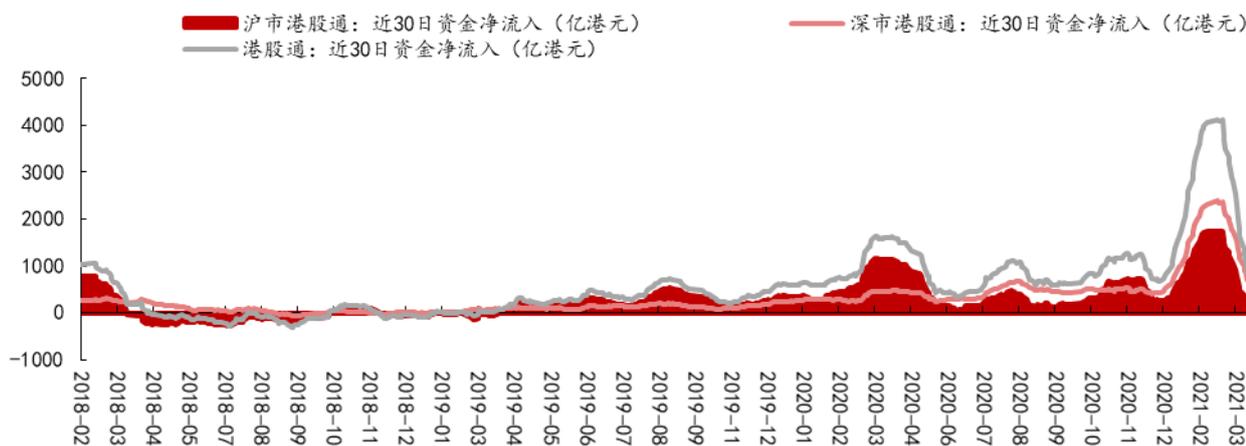
新发基金规模：截至3月19日，3月偏股型公募基金发行规模1343.18亿元，同比增长12.6%，基金资金月度增量规模在1月创下历史新高后虽有所回落，但仍显著高于去年平均水平，将对市场趋势上涨形成有效支撑。

图 4：陆股通近 30 日资金净流入情况



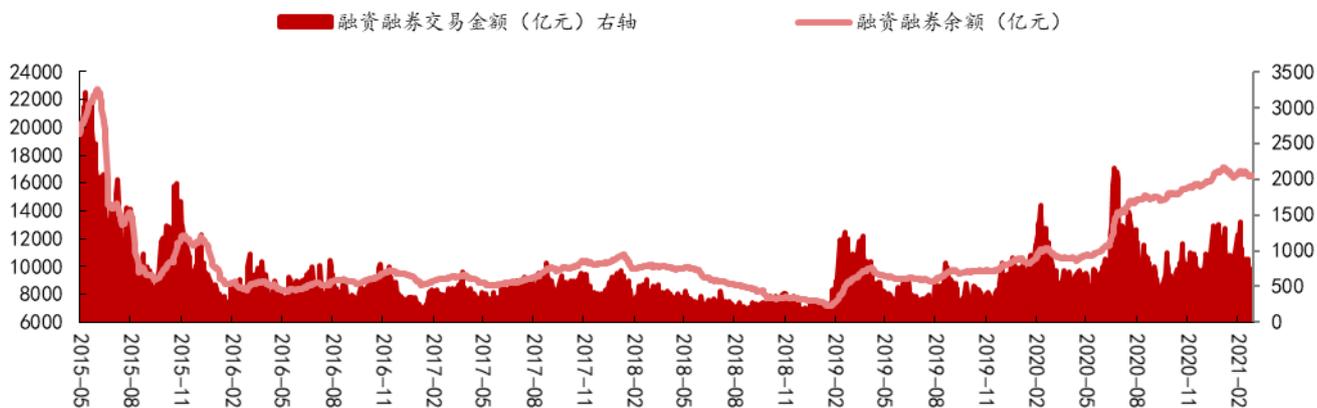
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：港股通近 30 日资金净流入情况



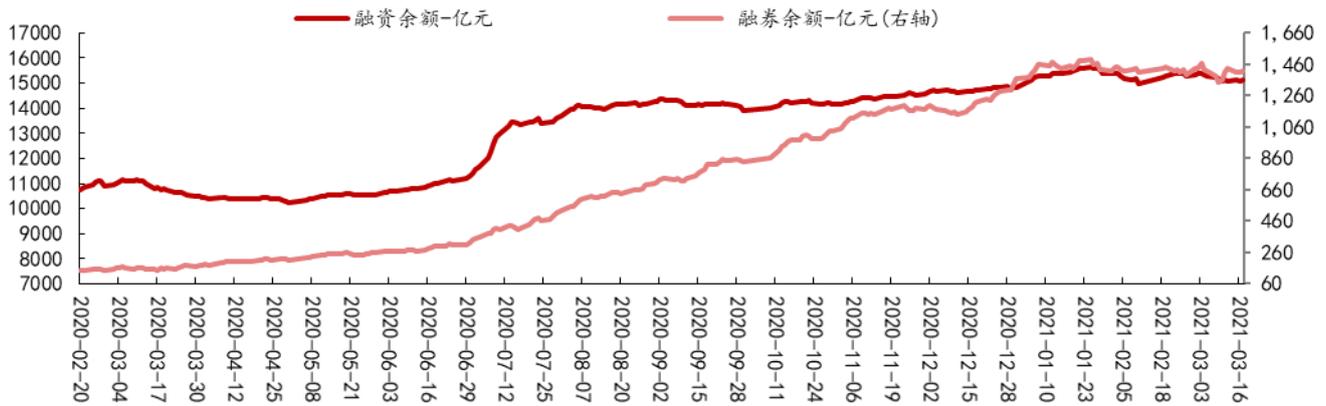
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：两融余额上周保持增长



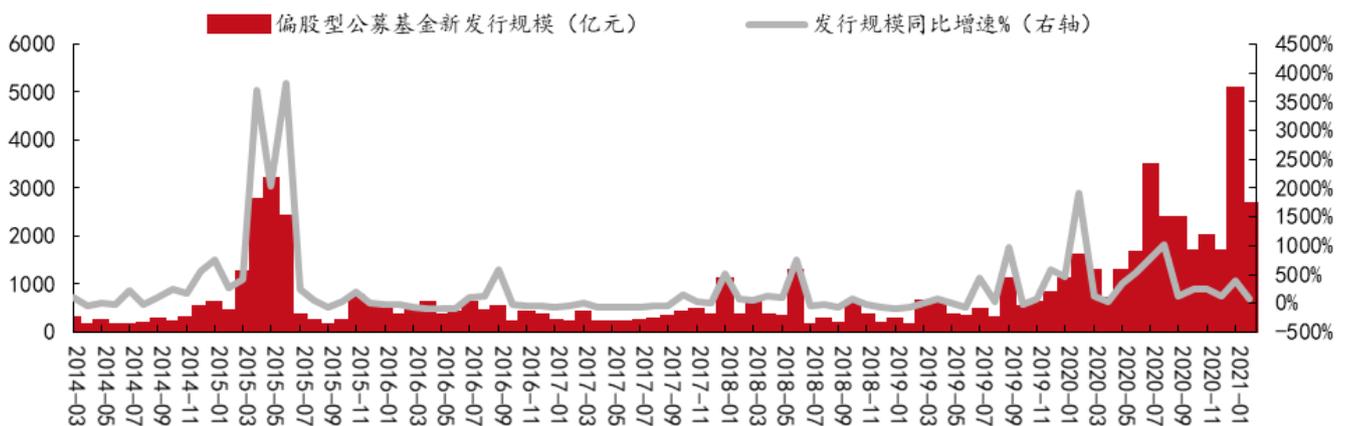
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图7：上周融资余额有所下调，融券余额呈上升趋势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图8：国内新发基金规模仍位于去年四季度以来的高位



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、内、外资集中度

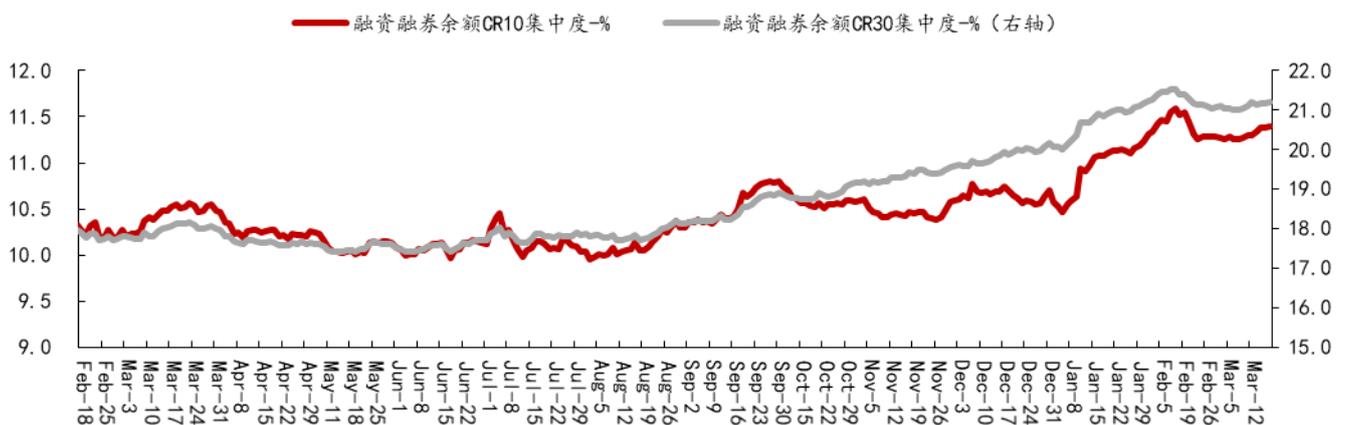
截止3月19日，外资CR10/30集中度为31.76%/49.29%，周环比分别变化-0.21pct/ -0.63pct，近一个月呈现震荡下行走势，分别变化-0.42pct/ -1.28pct；内资CR10/30集中度为11.39%/21.19%，周环比变化+0.09pct/ +0.09pct，近一个月显示出下行回调走势，分别变化-0.12pct/ -0.21pct——或反映，伴随着通胀预期升温再次引发市场对于流动性收紧的担忧，市场风险偏好下降明显，内外资年初不断加码大盘龙头股的“抱团”配置风格有所减弱。

图9：外资CR10集中度窄幅震荡，CR30集中度震荡下行



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图10：内资CR10、CR30集中度近期企稳调整



资料来源：Wind，西部证券研发中心

四、指数估值、ERP与盈利预期

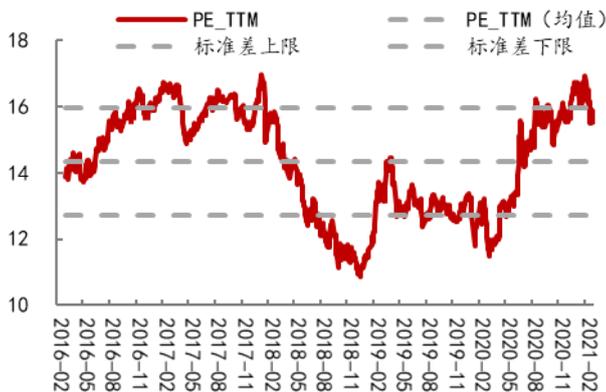
截止3月19日，AH市场主要指数ERP、估值及盈利预期表现情况如下：

- ◆ 上证综指ERP为3.19%，按周环比上升0.170pct，自2020年12月2日触及底部2.92%后呈现震荡回调趋势，目前恰好触及近5年标准差下限2.90%上方；对应交易PE为15.55倍，按周环比下降0.359，较2020年10月29日顶15.31倍呈现震荡下降趋势，目前未超出近5年标准差上限15.95倍。
- ◆ 沪深300 ERP为3.24%，按周环比上升0.19pct，自2月20日触及底部2.47%后呈现震荡上行趋势，目前于近5年-2倍标准差2.54%上方；对应交易PE为15.44倍，按周环比下降2.00，较2月10日顶部17.45倍呈现震荡下行趋势，目前未超出近5年标准差上限16.14倍。
- ◆ 创业板指ERP为-1.53%，按周环比上升0.13pct，自2月20日触及底部-1.98%后呈现震荡上升趋势，目前位于近5年-1倍标准差-1.54%下方；对应交易PE为58.76倍，按周环比下降3.92，较2月10日顶部74.31倍呈现震荡下行趋势，目前处于近5年标准差上限59.97倍下方。

- ◆ 恒生指数ERP为6.81%，按周环比下降0.20pct，自2020年7月31日触及顶部10.72%后呈现震荡下行趋势，目前低于近5年-1倍标准差7.50%；对应交易PE为16.02倍，按周环比上升0.38，较年2月17日顶部17.49倍呈现震荡下行趋势，目前高于近5年标准差上限13.22倍。

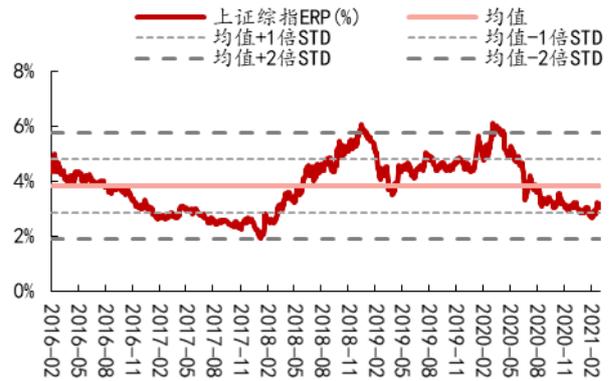
此外，上周上证综指与创业板指预期EPS按周调整+0.19%与+0.15%，从市场主要指数预期EPS上修幅度来看：主板与创业板盈利预期均维持上行态势——或反应，国内经济主动扩张向企业业绩预期传导迹象正逐步清晰，尤其顺周期板块业绩上行逻辑更强。

图 11：上证综指 PE 走势



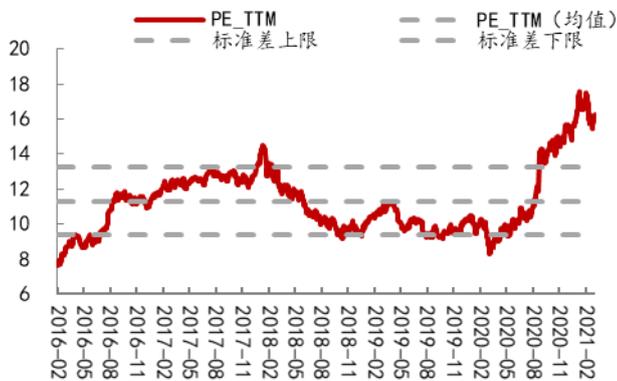
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 12：上证综指 ERP 走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 13：恒生指数 PE 走势



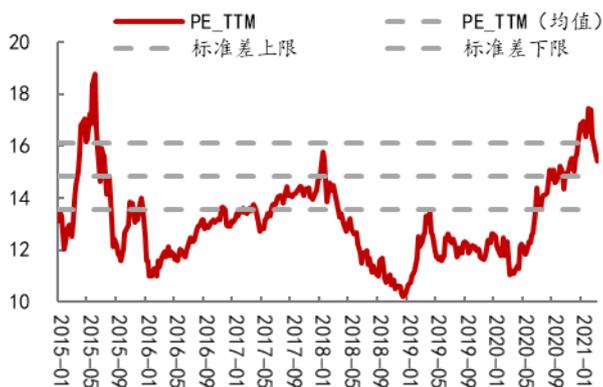
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：恒生指数 ERP 走势



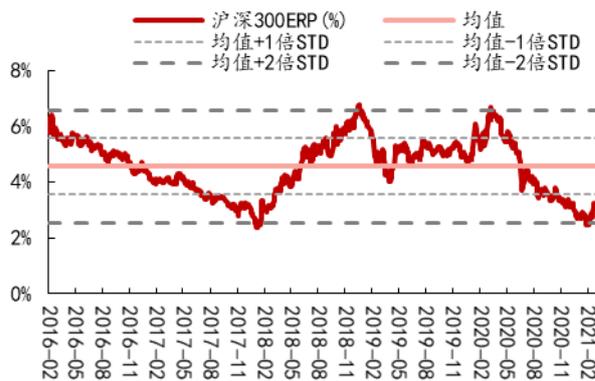
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 15：沪深 300PE 走势



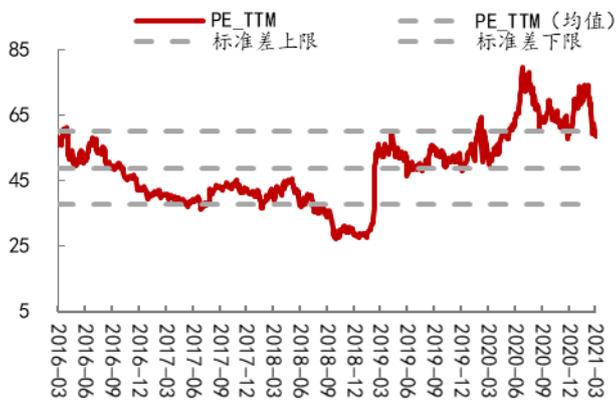
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 16：沪深 300ERP 走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 17：创业板指 PE 走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 18：创业板指 ERP 走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 19：上证综指 EPS 预测



图 20：创业板指 EPS 预测



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_18865



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>