

旬度经济观察

——市场调整几时休？

袁方¹

2021 年 3 月 10 日

内容提要

当前权益市场在经历结构性泡沫破灭的过程，这一过程的结束主要取决于美债收益率企稳的时间，今年上半年市场的调整有望结束。

从 A 股历史来看，市场的单边下行需要启动自我循环机制。目前市场不具备负反馈循环的条件，市场的下跌更多是估值修复和中期调整，不是牛熊的转折。

未来一个季度我国将经历 PPI 和 CPI 的同步回升，PPI 同比增速 5 月有望突破 5%，但 CPI 同比长期处于 2% 以内，这一通胀走势或难触发货币政策的收紧。

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、出口表现强劲，政策基调平稳

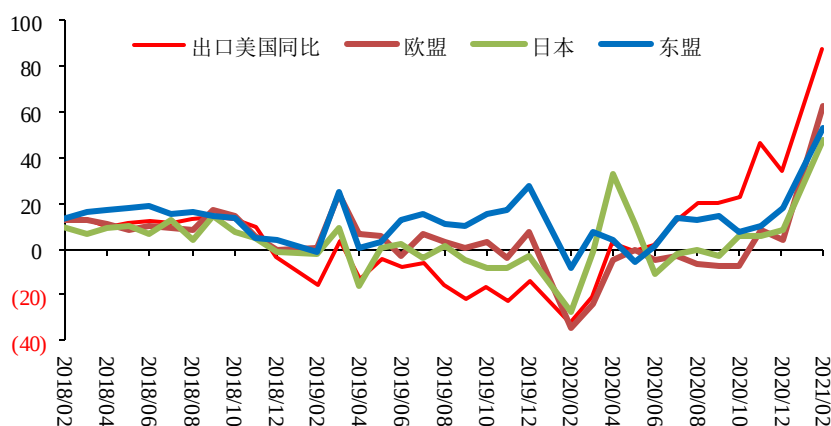
1-2月我国美元计价出口同比增速60.6%，较去年12月大幅抬升40个百分点。即使剔除基数影响，这一增速也显著高于去年4季度。

分地区看，我国对美国、欧盟的出口增速分别为87.3%和62.6%，回升幅度超过50个百分点，对日本和东盟出口抬升的幅度也在30多个百分点。与此同时，韩国、越南和中国台湾的出口增速也出现明显上升。这反映出全球需求恢复对全球贸易的普遍影响，也与2月全球PMI的恢复相一致。

分产品看，家用电器、灯具照明、汽车、手机等品类出口增幅较大，表明海外房地产产业链和耐用消费品的需求旺盛；医疗仪器及器械、包括口罩在内的纺织品等防疫物资类产品出口增速回升幅度居前，显示海外供需缺口的存在仍在对中国出口形成支撑。

合并来看，全球需求的恢复推动中国出口持续抬升，而海外供需缺口恢复正常仍需时间，这意味着我国出口在未来一个季度有望维持较高增速。

图1：对主要国家和地区的出口同比，%



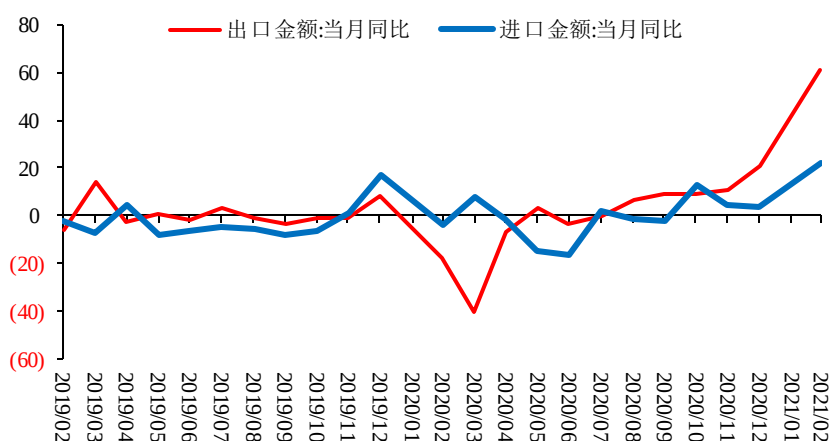
数据来源：Wind，安信证券

1-2 月进口同比增长 22.2%，较去年 12 月回升 18.3 个百分点。

分地区看，中国从美国、欧盟进口的增速分别为 66.4%、32.5%，较去年 12 月抬升幅度在 18 个百分点左右，从日本和东盟进口抬升的幅度略低于平均水平。

分产品看，铁矿砂、集成电路、铜等生产类商品进口增速较快，表明国内需求仍处于扩张之中。

图2：进口和出口同比，%



数据来源：Wind，安信证券

今年的《政府工作报告》设定 GDP 增长目标在 6% 以上，这一水平低于市场预期，背后反映出政府弱化经济增长目标，而对经济结构性改革更为关注。在货币政策层面，延续了此前“货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”以及“推动实际贷款利率进一步降低”的表述，暗示今年货币政策将维持中性偏紧。财政政策层面，今年赤字率目标为 3.2%，地方政府专项债目标为 3.65 万亿，均略高于市场预期，这或许与特别国债不再发行，而政府希望维持支出强度有关，今年基建增速或将维持低速增长。

整体而言，今年面临货币和财政政策逐步正常化的过程，经济的走向将更多取决于其内生动能恢复的进程。从最新的数据来看，经济仍处于“填坑”的状态

之中，消费和制造业投资将是上半年支撑经济的主要力量，未来一个季度经济增速或将维持高位。

二、PPI 和 CPI 有望同步上行

2 月 PPI 环比为 0.8，较上月小幅回落 0.2 个百分点；PPI 同比 1.7%，较上月大幅回升 1.4 个百分点。

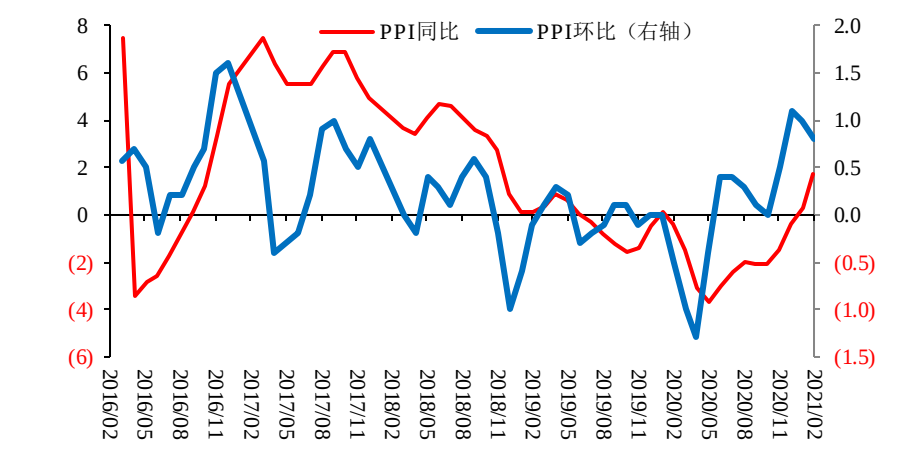
分项来看，受油价下跌的影响，石油和天然气开采业，石油加工、炼焦及核燃料加工业跌幅居前，此外黑色和有色产业链价格跌幅较大，中下游行业价格相对较强。

与此同时，2 月流通领域生产资料价格下滑，南华工业品指数涨幅回落。

考虑到工业企业的供应普遍处于低位，本次 PPI 环比回落的底部和中枢或将高于去年 10 月，2 季度 PPI 同比增速将处于 5%-6%之间，这将对相关行业盈利的改善形成支撑。

从工业品价格的绝对水平而言，中国短期之内存货的去化可能对工业品价格形成冲击，但中国和美国的终端需求普遍偏强，工业品价格上半年整体有望维持高位。

图3: PPI 同比和环比

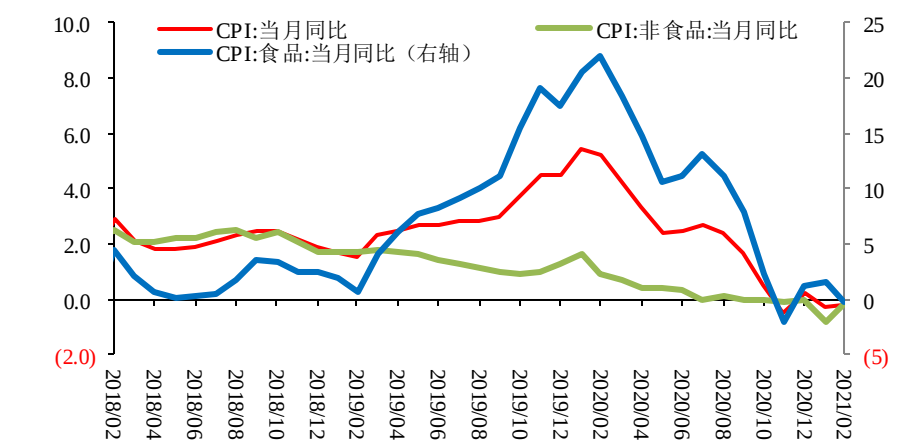


数据来源: Wind, 安信证券

2月CPI同比-0.2%，较上月小幅回升0.1个百分点；核心CPI同比0.3%，较上月回升0.3个百分点。

拆解看，非食品分项环比表现强于历史均值，而食品分项显著低于历史水平，进而使得CPI环比整体低于季节性。

图4: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项的走弱主要源于猪肉和蔬菜价格回落的拖累，蔬菜价格的下跌有春节因素的短期扰动，而猪肉价格的走弱更多反映出生猪供应恢复的影响，这一影响将在今年持续。粮食、烟草、水产品的表现略强于季节性。

非食品价格的上升主要受到油价上涨的影响，集中表现为交通工具燃料价格的大幅回升。医疗保健、教育文化和娱乐、生活用品及服务的表现均弱于季节性，显示疫情仍在对服务活动的恢复形成抑制。

整体来看，猪肉价格的回落对 CPI 的影响更为主导，考虑到这一趋势远未结束，且服务活动的恢复相对缓慢，未来一个季度 CPI 同比将回升至 1% 附近。

未来一个季度通胀层面我国将经历 PPI 和 CPI 的同步回升，尽管 PPI 同比增速 5 月有望突破 5%，但 CPI 同比增速长期处于 2% 以内，这一通胀走势或难成为触发货币政策收紧的主要因素。

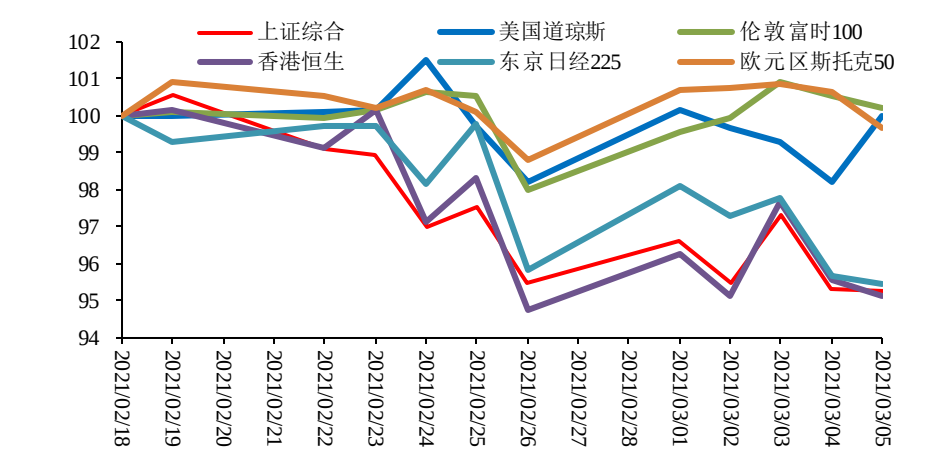
三、估值修复进行中

春节后国内权益市场经历了大幅调整，截至 3 月 9 日，上证综指、沪深 300、创业板指数分别下跌 8.6%、13.8%、20.7%；板块层面，此前表现较好的消费、成长板块跌幅较大，周期和金融板块回调，稳定板块略有上涨。

与 A 股表现相似，同期美股市场上道琼斯工业指数小幅上涨 1%，而纳斯达克指数下滑 9.1%。此外，日本、欧元区、英国、中国香港指数内部也呈现类似变化。

成长股相对周期的走弱，映射出宏观经济的变化。2 月以来随着疫情的控制和疫苗的接种，线下活动快速恢复，此前受益于线上化的板块盈利趋于走弱，与此同时经济恢复推动利率上行，对权益市场估值产生压制，成长股当前正在经历盈利和估值双双走弱的过程。而对于其他板块来说，盈利的改善与估值的下沉形成对冲，进而使得其调整过程相对缓和。

图5：春节后全球主要市场股指（定基数）变化情况



数据来源：Wind，安信证券

注：将 2021 年 2 月 18 日定基数为 100

对指数整体而言，本轮市场的调整会持续到何时？

由于全球股市的下跌主要源于对美国 10 年期国债收益率上行的担忧，那么市场调整的结束可能主要取决于美债收益率企稳的时间。

美债收益率的上升可以分为两个阶段，第一阶段（去年 8 月至今年 1 月）主要由通胀预期的升温所致，第二阶段（2 月以来）主要受实际利率上升的影响。

考虑到疫情冲击后的预防性储蓄增加等因素，均值回复后的经济均衡水平可能略低于疫情前的水平，相应的实际利率可以稳定的中枢也将低于疫情前。我们预计 10 年期国债收益率新的中枢可能在 2% 左右，这意味当前美债收益率的上行仍未结束。在今年上半年，刺激政策落地、疫苗接种完成前，美债收益率有望企稳，权益市场的调整或将结束。

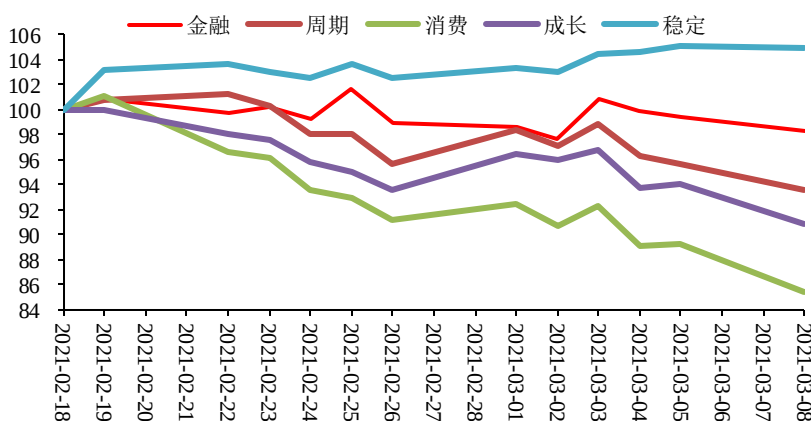
在这一调整过程中，市场会转变成单边下行的熊市吗？

从 A 股历史上看，市场的单边下行需要启动自我循环机制。例如，2011 年和 2018 年为应对通胀和高杠杆，央行启动紧缩的货币政策导致经济下行、盈利恶化，

最终使得估值、基本面双双走弱，市场进入单边熊市；2015 年由于严查场外配资以及杠杆资金的去化，市场下跌过程中跌幅被放大，进而形成踩踏。

目前无论从通胀走势还是杠杆率情况来看，都不具备启动负反馈循环的条件，市场的下跌更多是估值修复和中期调整，不是牛熊的转折。

图6：开年以来 A 股市场板块指数（定基数）变化情况



数据来源：Wind，安信证券

注：将 2021 年 2 月 18 日定基数为 100

债券市场近期整体表现稳定。DR001 和 DR007 年后小幅回落，国债一年期和十年期收益率中枢波动。

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。

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_17620

