

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执业编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 商品价格已是强弩之末，随时准备空
- 全球 Risk On 延续，近期注意经济拐点
- A 股牛市是本轮房价上涨的奥秘

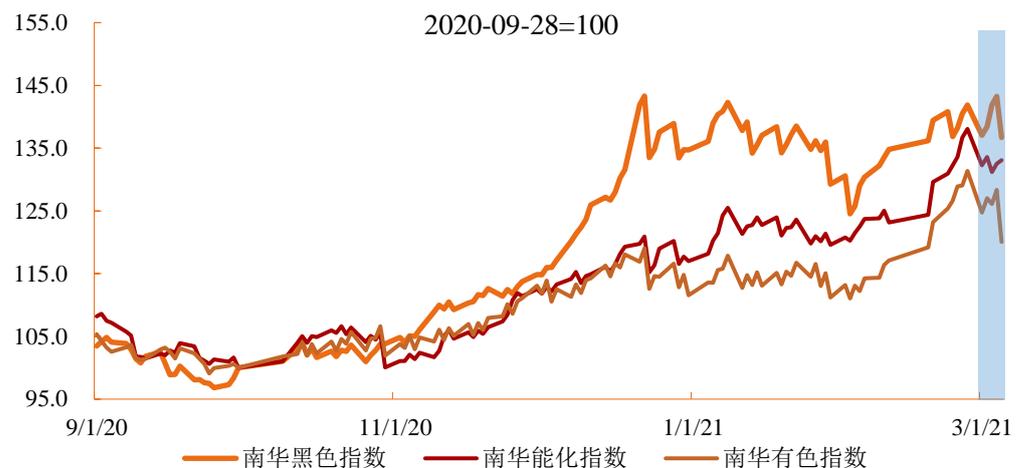
- 如我们预期的一样，大宗商品整体冲高回落，通胀预期缓解，南华黑色、有色以及 CRB 现货指数均有所回落。全球除原油外的工业品价格预计将趋势性回落，但全球服务业相关价格仍将走高。
- 3 月第一周，2 月主导全球市场的通胀上升预期有所缓解，但实际利率大幅震荡，利率中枢整体上行，是近期纳指和黄金大幅下跌的主要原因。但盈亏平衡通胀率仍有小幅上行，通胀预期仍存，美债、美股特别是纳指仍有压力。
- 上周，全球通胀预期有所缓解，但国内同时面临经济下行的风险。受此影响，上周 A 股震荡下行，债市震荡上涨，商品冲高回落。2021 年 1-2 月出口数据同比大幅走高，3-4 月份大概率将冲高回落，且 PMI 新订单指数自去年 12 月以来，逐月下行，说明我国出口环比数据已经在逐渐走低。同时，由于出口替代效应、人民币汇率回落以及防疫物资占比大幅减少等也是出口将回落的主要原因。随着经济下行，国内股弱债强趋势将形成。
- 1-2 月出口冲高，预计 3-4 月将明显回落。中国经济下行的趋势逐渐明显，全球流动性收紧的趋势还在延续，这两个问题将成为主导中国资本市场的主要矛盾。这个组合对股票的利空最为显著，其次是大宗商品，债券则略微有利。因此我们建议从现在开始对股市和商品要战略性防守，对债市要战略性进攻。

风险提示：疫苗不及预期

1 大宗商品冲高回落，通胀预期缓解

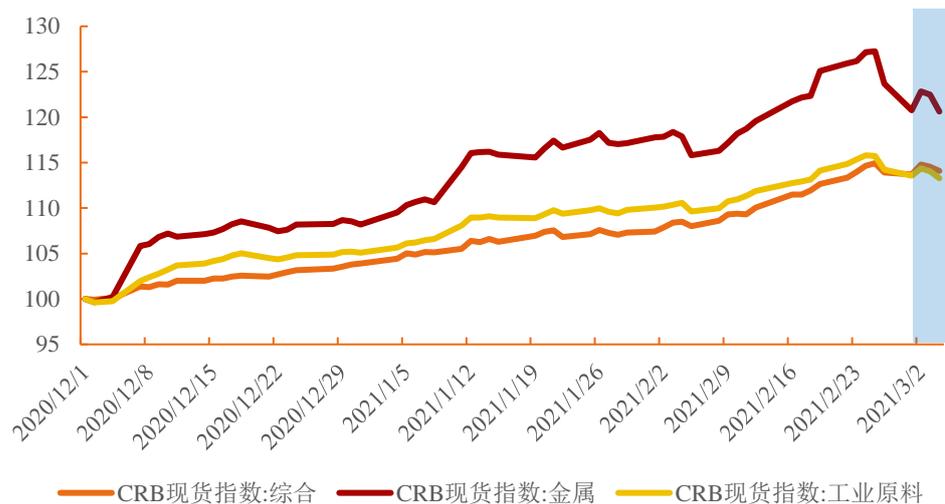
大宗商品冲高回落。如我们在之前的报告《商品价格已是强弩之末，随时准备空》中指出的，本轮商品价格冲高的多重利好因素已经被充分反映，经济复苏的高涨情绪也已被完全释放，全球除原油外的工业品价格预计将趋势性回落。从数据来看，除南华能化指数外，黑色和有色指数均有所回落，CRB 现货指数也均有回落。

图 1：大宗商品整体冲高回落



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：大宗商品整体冲高回落



资料来源：Wind, 首创证券

通胀预期缓解，实际利率上行。大宗商品冲高回落，3月通胀预期有所缓解，美国10年期盈亏平衡通胀率走势相对平稳，略有回升。但实际利率大幅震荡，利率中枢整体上行。实际利率攀升是全球经济快速修复的情况下，企业的投资回报率上升的表现，同

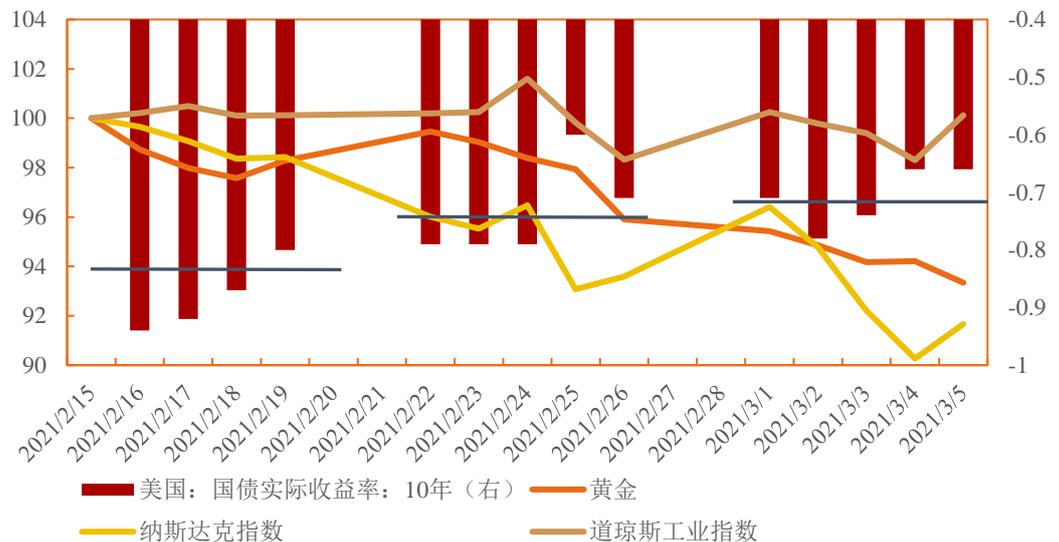
时也意味着企业的实际融资成本和贴现率走高，对于高估值企业的边际影响更大，这也是最近美股下跌的主要原因，特别是纳指的大幅走低。黄金持续走低也是实际利率快速升高的重要体现。目前实际收益率仍处于相对低位，但是上行趋势值得注意。短期内，黄金价格、美债和美股，尤其是纳指仍有压力，商品价格则会继续冲高回落。

图 3：3 月以来通胀预期缓解



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：实际利率上升，纳指和黄金大幅下行



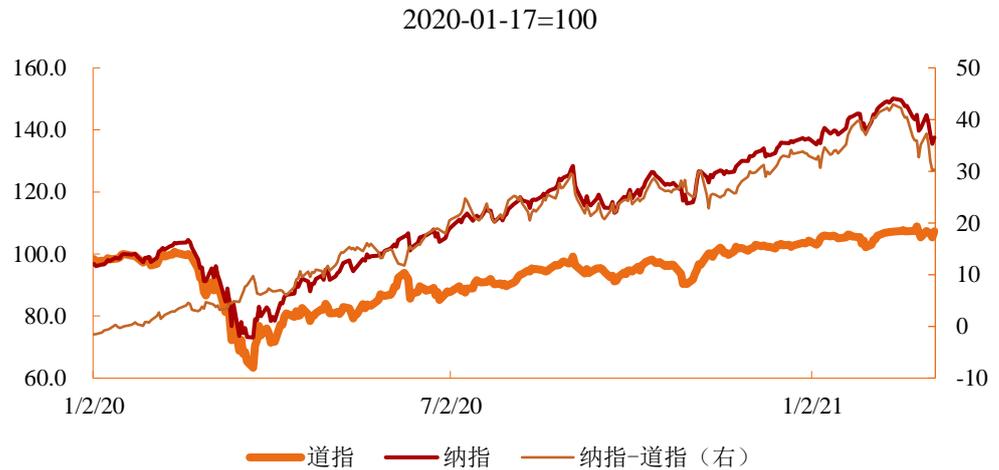
资料来源：Wind, 首创证券

全球服务业相关价格仍将走高。通胀预期虽然缓解，但上行趋势仍存，美国 10 年期盈亏平衡通胀率小幅缓慢上行，而大宗商品价格已开始冲高回落，因此，我们预计尚未完全恢复的全球服务业相关价格仍将走高，带动通胀预期缓慢上行。

全球流动性或继续收紧。对流动性更为敏感的纳指大幅下行，纳指相对道指的超额收益不断缩小，全球流动性或迎来拐点。全球债券收益率在 2 月份纷纷飙升，英国单月

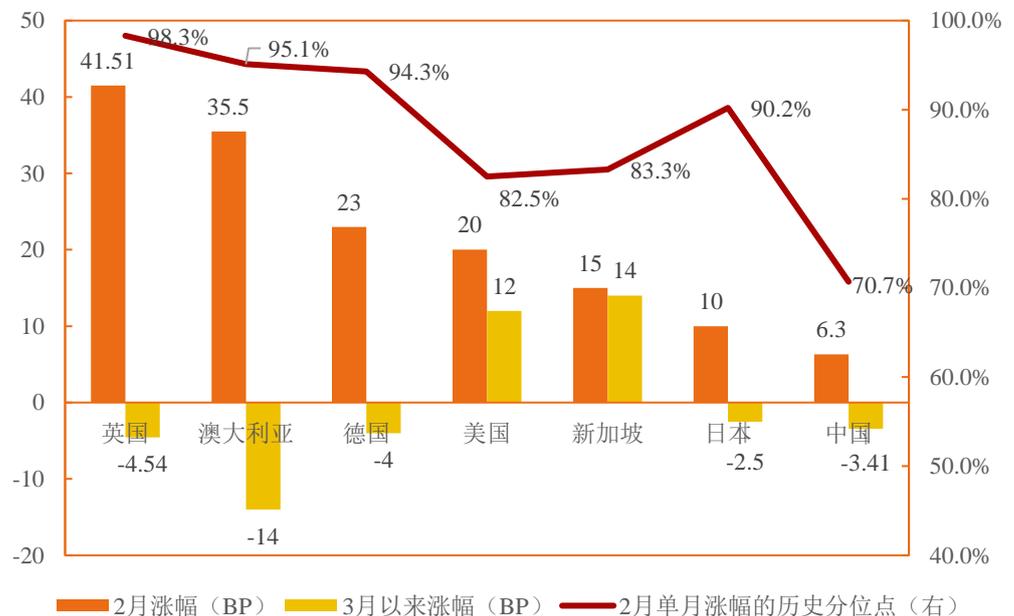
上涨 41.5BP, 超过历史上 98.3% 的单月涨幅, 其余经济体的单月涨幅分位点也都在 70% 以上。但 3 月第一周, 除了美国和新加坡的国债收益率仍在上行外, 其余经济体的国债收益率纷纷下行, 通胀预期缓解。后疫情时期, 随着疫苗规模化的接种和全球经济活动在一定程度恢复正常, 全球各国政府回归正常货币政策应是大概率事件。

图 5: 纳指与道指走势之差收窄



资料来源: Wind, 首创证券

图 6: 各经济体国债收益率开始下行



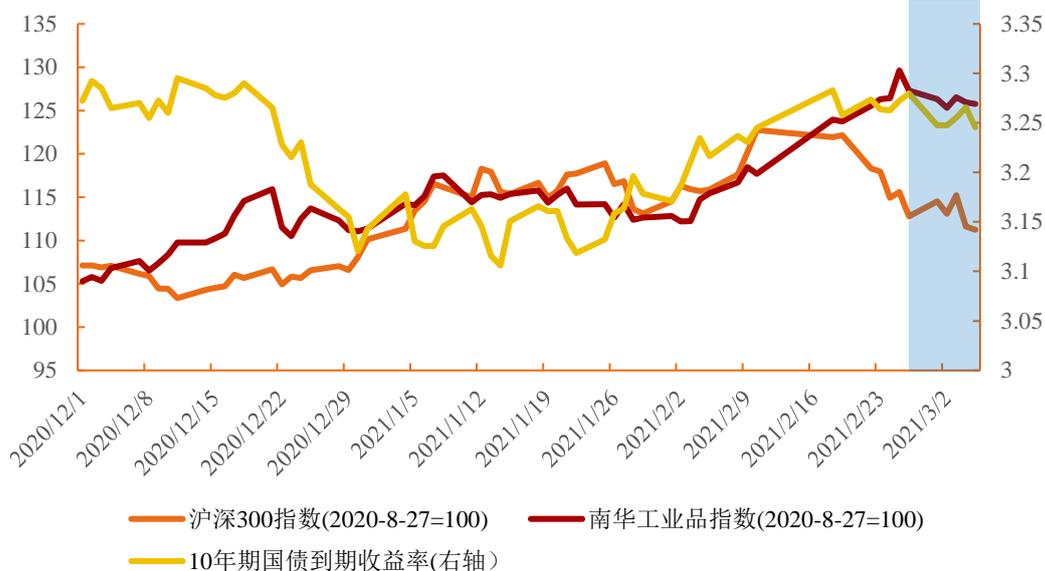
资料来源: Wind, 首创证券

注: 由于数据缺失, 3 月涨幅中, 美统计至 3 月 5 日, 英国统计至 3 月 3 日, 其余国家统计至 3 月 4 日

2 经济下行势不改，股弱债强渐形成

A 股整体下行，债市震荡收涨。上周，全球通胀预期有所缓解，但国内同时面临经济下行的风险，受此影响，上周 A 股震荡下行，累计收跌 1.39%，债市震荡上涨，10 年期国债收益率累计跌 3.41BP，商品冲高回落，南华工业品指数累计收跌 1.21%。

图 7：国内市场股弱债强



资料来源：Wind, 首创证券

2021 年 1-2 月出口数据由于低基数效应，同比大幅走高，3-4 月份大概率将冲高回落，且 PMI 新订单指数自去年 12 月以来，逐月下行，说明我国出口环比数据已经在逐渐走低。

图 8：基数效应使出口同比走高，但环比下行趋势明显



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_17667

