

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执业编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 市场的短期 Risk On 延续
- 3 月 PMI 点评: 警惕月度数据的伪装
- 蛰伏待机

- 上周主导市场的矛盾是通胀预期升温, 股债均弱, 但调整幅度并不大。市场对前期主逻辑的反应钝化, 短期趋于震荡。在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾没变前, 股市的中期走势依然受限。
- 4 月 8 日国务院金融委会议提到关注大宗商品价格走势, 周五的 PPI 超预期冲击引发货币收紧预期, 商品市场和股票市场有所回落, 而债券市场在对于通胀数据的预期相对充分, 在利空出尽后出现反弹。市场等待货币政策进一步明晰化, 将关注税期资金面情况及月中 MLF 操作。
- 上周 10 年美债收益率最低触及 1.62%, 最终下行 5BP 至 1.67%, 美债利率转向下行, 疫情对美债或有影响。美债短期内震荡, 市场担忧有所消退, 美股上涨得到支撑。然而, 美债未来大幅上行的风险仍在。
- 本周国际政治局势暂时保持缓和, 但压力仍在。美国表态将重返伊核协议, 美商务部宣布将 7 个中国超级计算机实体纳入实体清单, 美国国会提案《2021 年战略竞争法案》, 未来国际政治形势仍有不确定性。
- 从中期来看, 在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾并没有明显变化之前, 我们依然建议对股市和商品要防守, 对债市要进攻。

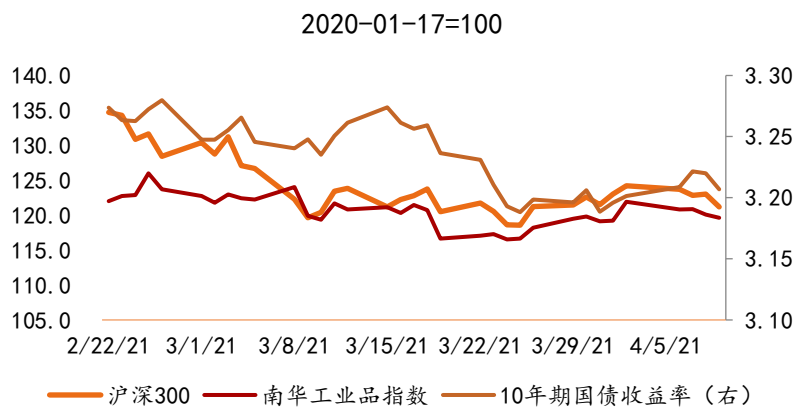
风险提示: 疫情超预期

上周主导市场的矛盾是通胀预期升温，股债均弱，但调整幅度并不大。市场对前期主逻辑的反应钝化，短期趋于震荡。在全球收紧、中国经济下行及国政形势三大矛盾没变前，股市的中期走势依然受限。

## 资本市场在交易通胀预期上升

4月8日国务院金融委会议提到，就业是最大的民生，既要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势，也要注重“放水养鱼”，助企纾困，更好激发微观市场主体活力。市场对于货币政策走向预期出现分歧，而周五的PPI超预期冲击引发收紧预期，商品市场和股票市场有所回落，而债券市场在对于通胀数据的预期相对充分，在利空出尽后出现反弹。

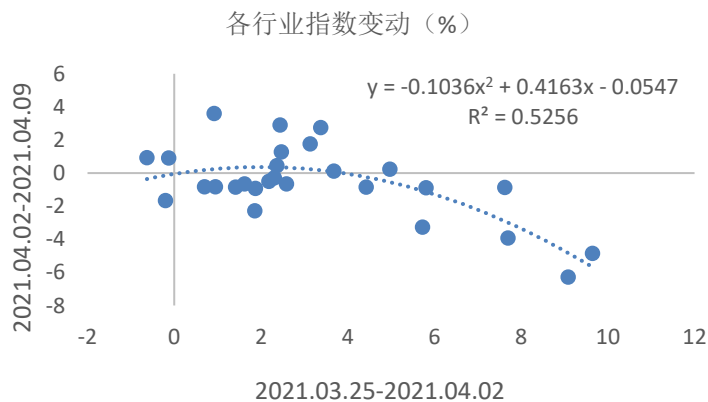
图1：股票商品回落，债券市场窄幅震荡



资料来源：Wind, 首创证券

抱团股对通胀预期的上升尤为敏感。抱团股在3月25日市场短期见底反弹的行情中表现突出，但上周回落也较为明显。

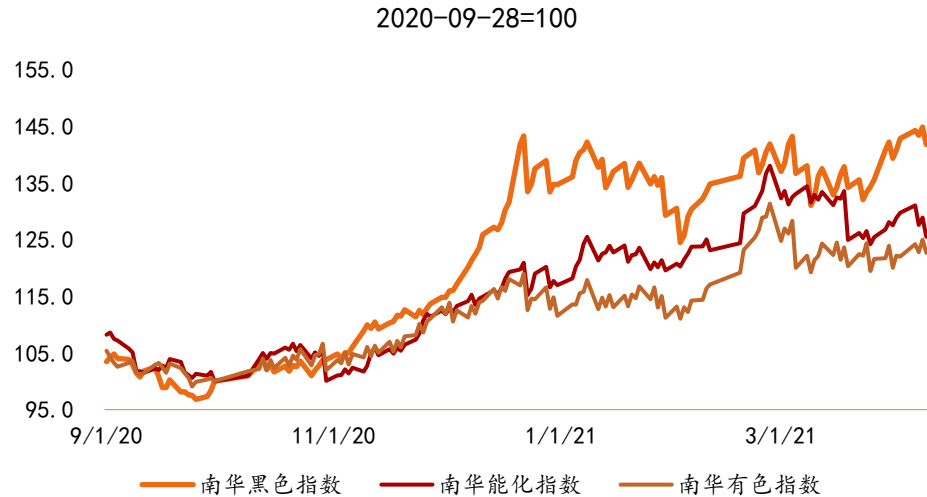
图2：行业超涨回调（剔除钢铁）



资料来源：Wind, 首创证券

三月份 PPI 同比数据超预期，主要原因是低基数以及大宗商品平均价格高于二月，环比新涨价因素主要来自于钢铁、石化、有色等行业，南华能化指数和南华有色指数均已于二月下旬见顶，三月整体变现为震荡下行，未来的新涨价动能趋弱，而黑色产业受碳中和限产因素影响走势较为独立，短期不排除进一步上涨的可能。整体来看，大宗商品价格见顶回落的概率较大。

图 3：有色、能化高位震荡下行，黑色相对强势

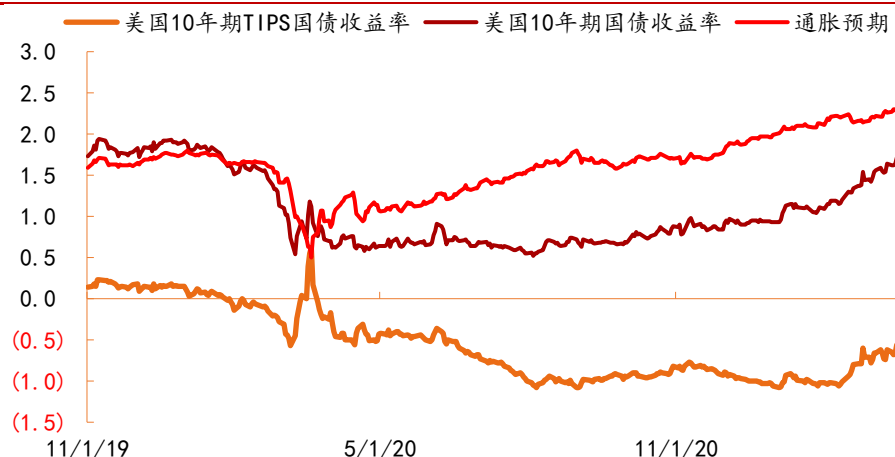


资料来源：Wind, 首创证券

## 疫情对美债或有影响

上周 10 年美债收益率最低触及 1.62%，最终下行 5BP 至 1.67%，而通胀预期也下行 5BP 至 2.31%。美债利率从上行速度放缓转向下行，对利空消息反应趋于钝化。近期美国疫情反复，TGA 账户支出加快带来流动性宽松，鲍威尔重申要保持对经济复苏支持，多重因素下推动美债收益率下行，周五美国 PPI 同比增长 4.2%超预期导致美债利率小幅回升。

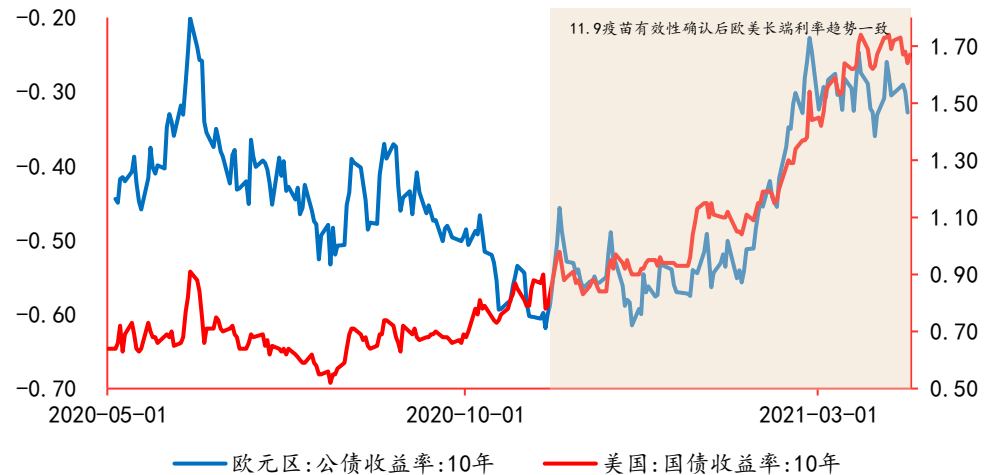
图 4：名义利率及通胀预期小幅下行



资料来源：Wind、首创证券

中期来看，自11月9日疫苗有效性得到确认之后，市场认可疫苗普及、经济复苏的逻辑，美债与欧债在大趋势基本一致，保持稳步上行。

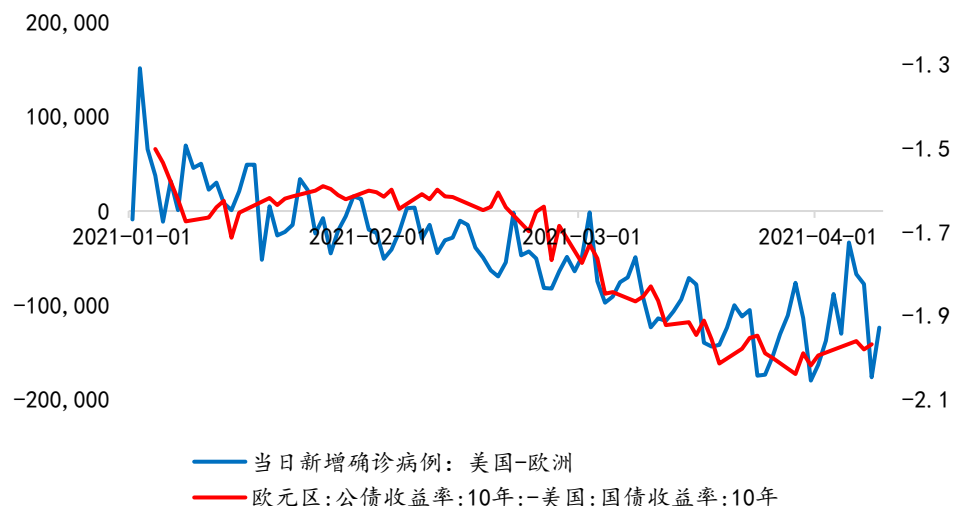
图5：欧债与美债在疫苗有效性确认后趋势一致



资料来源：Wind, 首创证券

虽然欧美长端利率中期上行趋势一致，但短期从欧美利差来看，疫情因素仍存在重大不确定性。二月下旬欧洲疫情再次复发，欧元区国家长债利率在2月20日左右见顶，保持震荡达一月有余；而美国控制相对较好，因此美债利率3月后继续加速上行，欧美利差走阔至3月29日-2.04%。但近期美国日新增病例再次超过8万，欧美利差缩窄至-1.96%。

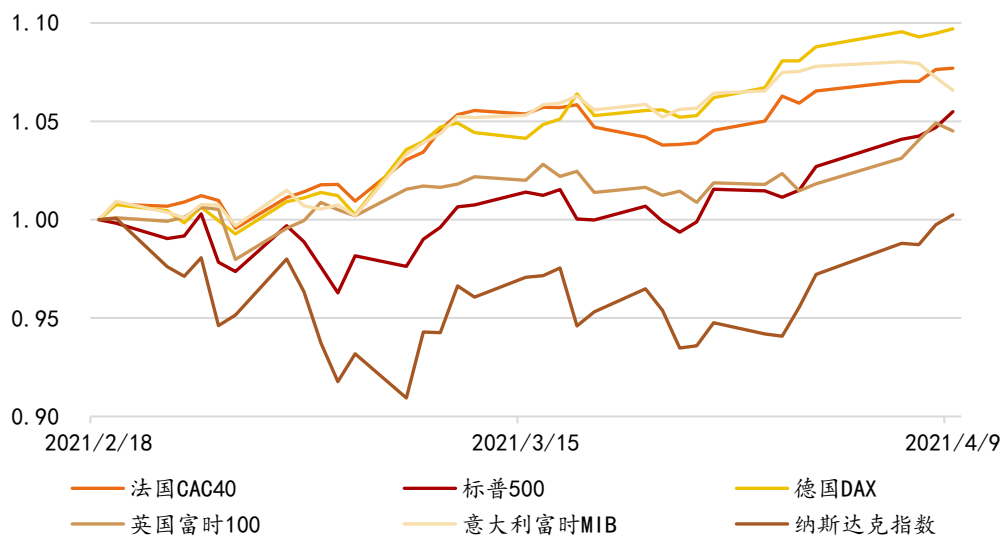
图6：疫情发展仍然在影响欧美利差



资料来源：Wind, 首创证券

近期欧洲股市受益于无风险利率的触顶下行，欧元区公债利率多于2月见顶震荡，德国、法国、意大利等均出现7%-10%涨幅，而以美债和英债持续上行于3月19日左右见顶，对应纳斯达克指数与英国富时指数走势相对偏弱。

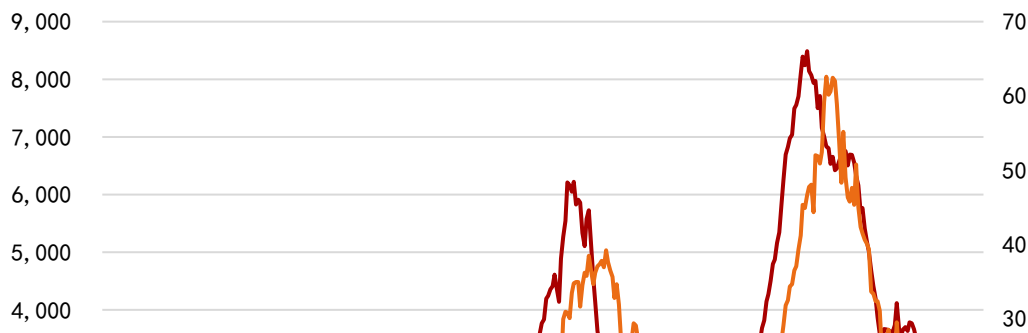
图 7：欧美股市自 2 月 18 日以来涨跌幅



资料来源：Wind, 首创证券

目前受疫情影响，欧债、美债上行均出现钝化，但随着疫苗不断普及，中期来看，疫情发展相对乐观，以全球疫苗普及率最高的以色列为例，新增确诊及死亡病例不断下行，随着全球疫苗普及率不断提高，疫情影响因素将逐渐弱化，美债可能重拾上行走势。

图 8：以色列新增确诊及死亡病例



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\\_19169](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19169)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn