

经济复苏和通胀预期扰动资产价格

——2021 年一季度大类资产表现回顾及二季度走势展望

摘要：2021 年一季度，疫苗加速推广、全球疫情改善，叠加美国 1.9 万亿美元财政刺激计划落地，助燃全球经济复苏和通胀预期。在此背景下，大宗商品价格快速上涨，主要经济体国债收益率大幅上扬，全球股票市场板块轮动迹象明显，黄金价格承压下跌。从国内来看，债市未能突破震荡格局，长端收益率波动小幅上扬，股票市场则出现显著调整。展望二季度，全球再通胀交易料将持续，主要大类资产表现将延续一季度特点，但趋势性将会减弱，波动性加大；国内利率债市场将面临调整压力，但利率上行空间并不悲观；信用债预期违约率上升，分化行情仍将演绎；权益类延续风格切换，顺周期低估板块将继续跑赢。

一、2021 年一季度大类资产表现回顾

（一）全球：经济复苏和通胀预期推升大宗商品价格与债券收益率

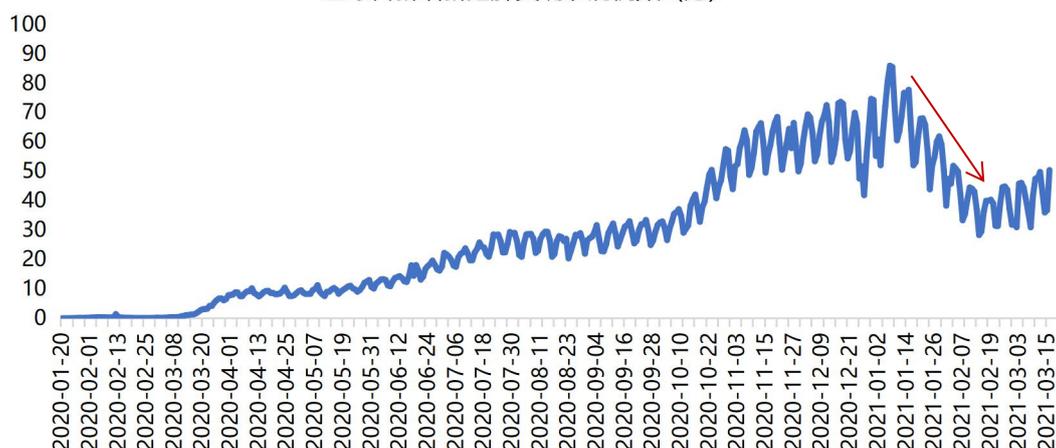
年初以来，随着疫苗的加速推广以及各国防疫措施的加强，全球单日新增新冠肺炎确诊病例数出现明显下行趋势，从年初的日新增 80 万人左右下降至 2 月中旬的日新增 40 万人左右，此后持续稳定在这个水平。市场普遍预期，伴随疫苗大面积接种，全球疫情将得到进一步明显缓解，尤其是发达经济体有望在今年年中率先建立起免疫屏障，这将带动全球经济增速在 2020 年深度衰退基础上实现强力反弹。与此同时，2 月以来，美国拜登政府 1.9 万亿美元财政刺激方案得到通过的可能性不断增强，并在 3 月份实现最终落地¹，也是助燃经济复苏预期的重要因素。根据国际货币基金组织（IMF）在 2021 年 1 月发布的最新展望报告²，在疫苗大规模接种情况下，2021 年全球经济将实现 5.5% 的正增长，增速较

¹ 当地时间 2021 年 3 月 6 日和 3 月 11 日，美国国会参议院和众议院分别投票通过了 1.9 万亿美元的“美国救援”财政刺激计划，3 月 12 日美国总统拜登签署该法案，标志着该法案正式落地。

² 国际货币基金组织（IMF），2021，World Economic Outlook Update. Washington, January

2020 年大幅反弹 9.0 个百分点。

图表 1 1 月中旬以来，全球单日新增新冠肺炎确诊病例数明显下行
全球日新增新冠肺炎确诊病例数（万）



数据来源：wind，东方金诚整理

经济强劲复苏前景带来的需求预期回暖本身就蕴含着推升大宗商品价格的动力。更加“火上浇油”的是，在原油等大宗商品实际需求改善的同时，供给方面则受到减产计划、极端天气、疫情等因素影响并未同步提升。由此，阶段性的供需矛盾导致大宗商品价格加速上涨。其中，石油、铜等全球定价商品价格上涨较多，其他主要商品价格也已显著高于 2020 年年初水平，这也进一步加剧了市场对于通胀超预期上行以及美联储提前收紧货币政策的担忧。

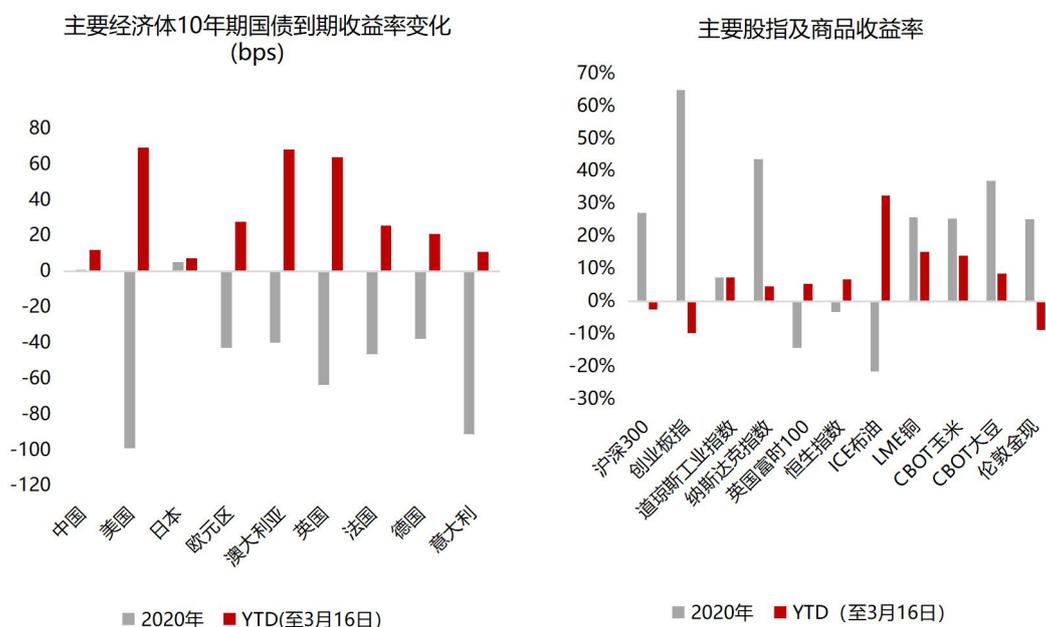
图表 2 2020 年四季度以来，国际大宗商品价格显著上涨



数据来源：wind，东方金诚整理

在此过程中，作为全球资产定价“锚”的美国 10 年期国债收益率大幅上扬，截至 3 月 16 日已较年初上行 69bps，这对其他主要大类资产价格变化产生重要影响。年初以来，美国以外的其他主要经济体长端收益率亦普遍上行；股票市场板块轮动迹象明显，具体表现在周期股强势，对利率上行敏感度较高的成长股承压，2020 年涨幅较低的强周期属性市场如港股、欧洲股市领涨，美股道琼斯指数大幅跑赢纳斯达克指数，中国创业板指数则明显调整；同时，实际利率上行压制黄金价格，3 月初黄金价格已跌至 2020 年 6 月的水平。

图表 3 年初以来主要大类资产表现



数据来源：wind，东方金诚整理

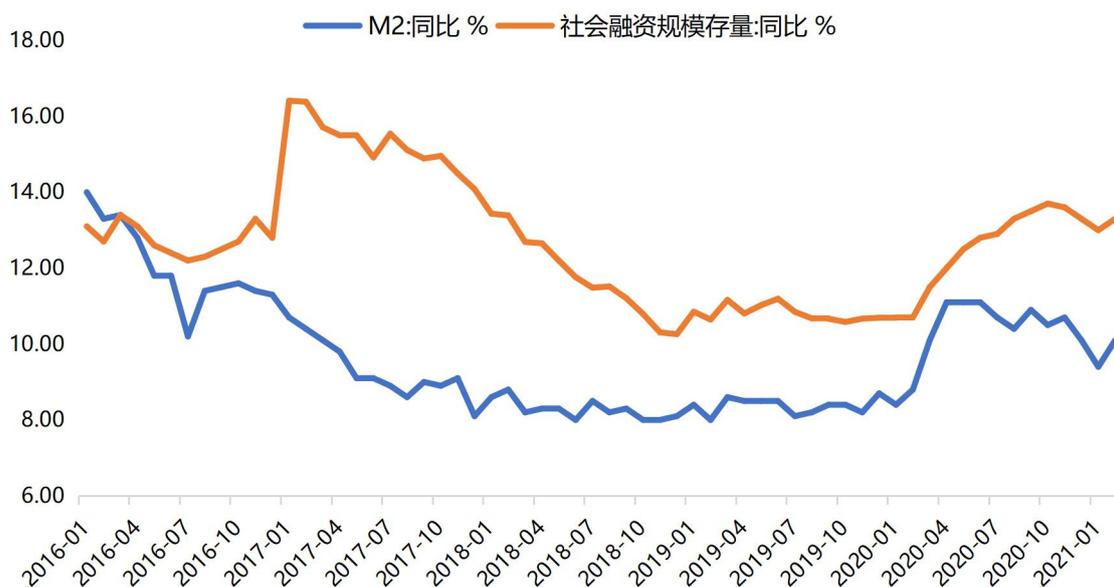
(二) 国内：国内债市未能突破震荡格局，股票市场出现显著调整

随着疫苗的接种和海外疫情的缓解，2021 年疫情对国内经济活动——尤其是前期修复较慢的消费和服务业活动的抑制作用将进一步退去，叠加上年低基数，预计全年 GDP 同比增速将达到 9.0%左右。但高增长存在“基数幻觉”，并不代表经济运行将出现过热，且经济整体向好的同时，结构性问题依然突出。由此，今年宏观政策在进一步向常态化回归的同时，也将“不急转弯”。从政府工作报告

告确定的政策基调来看，货币政策将稳中偏紧，财政政策重提“提质增效”，力度有所下调。在此背景下，市场普遍预期今年经济增速将前高后低、通胀压力先上后缓，信用周期则趋于下行。

年初以来，外需的超预期强劲对冲了“就地过年”政策对消费的负面影响，工业生产在外需和“就地过年”拉动下景气上扬，国内经济整体延续边际修复态势。加之去年同期基数很低，1-2月各项经济指标均出现同比大幅高增局面，结构方面则呈现生产强于需求的特征。同时，主要受国际大宗商品价格上涨拉动，国内核心CPI企稳回升，PPI同比加速上涨，输入性通胀压力开始显现。市场普遍预计二季度通胀还将进一步上行，PPI同比将在5月触及年内高点5%-6%。此外，今年1-2月金融数据表现整体超预期，尤其是2月信贷余额和社融存量增速止跌反弹。但考虑到2月增速受到低基数扰动，以及今年稳定宏观杠杆率的政策目标明确，因此，短期反弹并未改变市场对于今年广义流动性趋于收缩、信贷和社融增速将趋势性下行的预期。另外值得一提的是，今年以来央行货币政策维持稳中偏紧的基调，春节前并未像往年一样采取宽松措施，资金面整体紧平衡——节前波动剧烈，节后在现金回流和财政资金投放支持下稳中偏松。

图表4 社融存量和广义货币同比增速趋势性下行



数据来源：wind，东方金诚整理

以此为背景，叠加海外风险情绪变化以及大类资产表现，一季度国内大类资产呈现出债市未能突破震荡格局、股市出现大幅调整的特点。

图表 5 一季度利率债市场以震荡为主，股指呈现倒 V 形反转



数据来源：wind，东方金诚整理

首先，利率债市场延续了去年四季度以来的震荡走势，截至3月16日10年期国债收益率较2020年底小幅上行12bps。可以看到，在经历了去年5月以来的剧烈反转之后，到去年四季度债市已经基本调整到位，10年期国债收益率在9月份就已回升至疫情前（去年1月份）位置。这意味着，市场已经较为充分地定价了疫情好转、经济回升和宽松货币政策退出这一系列利空的叠加。且考虑到当时海外疫情仍在上升、国内经济尚未恢复至疫情前水平、关键政策利率比疫情前低30bps、中美利差大幅走阔等一系列指向债市环境要好于疫情前的因素，利率回到并超过年初疫情前，显示市场存在超调。这也造成在中期利空（疫苗进展积极、经济和货币政策还有继续向常态化回归的趋势、通胀预期升温等）制约长端利率下行空间的同时，市场对增量利空消息的反应有所钝化。因此，从去年四季度开始，债市进入典型的震荡市，10年期国债收益率基本上在3.1%-3.3%之间波动。及至今年3月中，利率也仍然未能突破震荡格局、形成有效的中期趋势。

信用债市场方面，今年以来，除长久期、低等级城投债外，信用利差整体收窄，产业债利差下行幅度超过城投债，这表明去年 11 月永煤违约事件对市场情绪的影响进一步缓释。从期限利差和等级利差来看，城投债除 5 年期外等级利差（AA-AAA）普遍压缩且期限利差整体走阔，产业债等级利差全线压缩，期限利差走阔集中在 3 年-1 年（产业债 5 年-1 年期限利差逆势收窄，主因长久期产业债流动性不足，导致其估值波动对市场情绪的反应滞后）。这表明在投资者等级偏好从前期超预期违约事件冲击中有所回暖的同时，久期偏好下降，市场情绪依然谨慎。这一方面反映了震荡市中投资者对中长期利率走势的预期存在较大分歧，另一方面也体现了信用周期转向下行过程中，投资者对债市信用风险加速暴露的担忧压制其风险偏好。

图表 6 信用利差较 2020 年底整体收窄

		2021 年 2 月末值 (bp)				较上年末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期 票据)	1Y	44	66	104	321	-14	-22	-24	-12	38	43	43	43
	3Y	47	71	118	335	-9	-33	-23	-16	62	58	44	44
	5Y	40	73	121	338	-13	-36	-27	-27	59	43	31	31
城投债	1Y	49	60	84	258	-16	-19	-28	-2	19	25	30	48
	3Y	48	68	91	323	-10	-12	-24	14	42	42	38	74
	5Y	48	82	119	375	-9	0	1	27	30	33	26	82

数据来源：Wind，东方金诚整理；历史分位数统计自 2011 年 1 月 1 日起

图表 7 信用债等级利差较 2020 年底普遍收窄

		2021 年 2 月末值 (bp)	较上年末变动值 (bp)	历史分位数 (%)
		AA-AAA	AA-AAA	AA-AAA
产业债 (中短期票据)	1Y	59.9	-10.0	56.3
	3Y	70.9	-14.0	43.0
	5Y	81.0	-14.0	29.7
城投债	1Y	35.7	-12.0	45.5
	3Y	43.5	-14.0	38.0
	5Y	70.5	10.0	24.5

数据来源：Wind，东方金诚整理；历史分位数统计自 2011 年 1 月 1 日起

图表 8 城投债期限利差较 2020 年底走阔明显

		2021 年 2 月末值 (bp)		较上年末变动值 (bp)		历史分位数 (%)	
		3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
产业债 (中短期票据)	AAA	52.0	68.0	11.7	2.3	45.4	41.1
	AA+	54.0	79.0	-4.3	-12.8	47.4	31.3
	AA	62.9	89.2	7.6	-1.5	37.7	34.1
	AA-	62.9	89.2	2.6	-13.5	24.9	20.9
城投债	AAA	48.7	72.2	13.1	9.0	46.3	38.0
	AA+	57.0	94.5	14.1	21.0	41.6	32.3
	AA	56.5	107.0	11.1	31.0	33.8	21.7
	AA-	114.5	189.0	23.1	31.0	80.3	84.0

数据来源：Wind，东方金诚整理；历史分位数统计自 2011 年 1 月 1 日起

其次，从股票市场来看，股指在春节前后走出了倒 V 字形。春节前，海外疫苗推出叠加疫情缓解，风险偏好改善，新基金发行火爆，机构“抱团”股加速上涨。同时，在工业品涨价，企业盈利改善预期下，周期板块受到青睐，沪深 300 指数从年初到春节前上涨 11%。春节后股市行情发生反转，美债收益率上行打压成长股及高估值板块，机构卖出高估值“抱团”股并调仓至顺周期板块，导致机构重仓股显著调整，带动沪深 300 指数节后至 3 月 16 日下跌 13%。

二、2021 年二季度大类资产走势展望

（一）全球：经济复苏叠加政策宽松，再通胀交易或将持续

展望二季度，在疫苗接种加快推动疫情好转，美国 1.9 万亿美元财政刺激计划落地实施，以及主要央行保持宽松政策的背景下，经济复苏节奏加快的同时通胀将出现阶段性上行，全球资产再通胀交易料将持续。具体来看，（1）美债收益率上行已由前期的通胀驱动转向目前的实际利率驱动，在经济复苏加速的背景下，10 年期美债收益率有进一步上行动力，年内或上探 2.0%。而在平均通胀目标规则下，美联储不会过早收紧 QE——3 月议息会议后美联储主席鲍威尔的发言也强调了这一点，但若美债收益率上行过快，美联储或将通过扭转操作（OT）等

方式稳定市场。(2) 供需错位下二季度大宗商品价格易涨难跌，但前期涨幅较大的石油、铜等商品价格走势或面临供给逐步恢复、美元指数上行等带来的扰动，波动料将增大。(3) 黄金或因实际利率上行而继续承压。(4) 美债及其他主要经济体债券收益率上行将压制全球股市估值水平，但在经济复苏推动盈利修复的情况下，股市动能将继续切换至盈利增长——在高估值板块可能继续调整的同时，低估值、顺周期板块将相对跑赢。

图表9 2月以来美债收益率上行主要由实际利率上行驱动



数据来源：Wind，东方金诚整理

如前所述，尽管经济复苏背景下的美债收益率上行未必会引发股票市场的持续调整，但新兴市场需高度警惕美债收益率上行以及美国经济强劲修复带动美元走强引发的资本外流压力。从2018年的经验来看，当年美债收益率上行超过80bps，同期标普500指数上涨4.98%，但新兴市场指数大幅下跌14.24%。我们关注到，2月美债收益率大幅上行已经导致A股市场因北向资金净流出而出现较大跌幅，考虑到二季度美债收益率还有上行空间，这意味着这一风险在中期内仍然存在。

图表 10 2018 年经验显示美债收益率上行对美股和新兴市场股票的影响有所不同



数据来源：Wind，东方金诚整理；MSCI 新兴市场和标普 500 指数以 2018 年 1 月 1 日为基期计算累计收益率

（二）国内：债市面临调整压力，股票市场风格将继续切换

从国内来看，展望二季度，在经济仍有修复趋势、通胀加速上行，以及利率债供给将大幅放量的背景下，利率债市场面临调整压力，但利率上行的空间并不悲观，3.5%仍是较强阻力位；信用债市场在 3、4 月份将面临到期高峰，市场违约预期升温将加剧信用分层，信用债等级利差面临走阔压力；权益市场风格将继续切换，市场整体趋势减弱，波动增大，随着市场进入年报季，盈利改善下，顺周期低估值板块机会浮现。当前股债比价显示债券性价比较高，负债久期较长的投资者可逢高增加债券配置比例。

图表 11 股债比价显示目前债券性价比较高



数据来源：Wind，东方金诚整理；股债比价=沪深 300 股息率（过去 12 个月）/10 年期国债到期收益率

1、二季度债市面临调整压力，但利率上行空间并不悲观

二季度债市将面临以下比较确定的利空因素：（1）政府工作报告明确了今年新增地方专项债额度，3.65 万亿的规模超出市场预期，预计从 4 月起地方债发行将明显放量，利率债供给压力将实质性释放。目前市场上存在着央行可能会择机开展普惠金融定向降准的预期，但考虑到降准将释放出较强的宽松信号，我们判断央行更有可能通过增量续作 MLF 的方式补充中长期流动性。不过，MLF 操作规模相对有限且成本较高，二季度可能会再现供给放量而央行宽松力度不足导致一级带动二级的情况。（2）从资金面来看，节后资金面稳中偏松的重要原因是财政存款的巨额投放，但这一利好因素难以持续，加之 4 月政府债券发行缴款和缴税压力加大，预计资金面波动放大的同时，资金利率中枢将有所上移。（3）二季度国际大宗商品价格还有进一步上行空间，这将带动国内 PPI 同比在二季度末升至 5%-6%，CPI 同比则有望从当前的微幅通缩状态快速回升至 2.0%-3.0% 之间。通胀压力之下，债市料难有作为。（4）3 月中旬美债收益率上破 1.6%，年内或继续上行至 2.0%，中美利差已大幅收窄。目前中美利差仍处舒适区间以上，不至于引起外资大规模流出中国债市，但会导致外资加仓人民币债券的速度放缓。值得注意的是，美债收益率上行的背后是风险情绪的改善，这也反映于近期美元指数出现反弹，此时美元指数走强也会降低人民币资产的相对吸引力，令国内债市承压。

基于此，二季度利率债市场将面临调整压力。但对于调整空间也无需过度悲观，主要原因是以上利空因素已经较大程度上被市场所预期和消化。同时，这一轮通胀上行属于输入性、阶段性的快速上冲，可持续性不强，预计央行不会因此而采取升准、加息等信号意义很强的紧缩措施。央行在近期连续三个季度的货币政策执行报告中均明确表示，要“引导市场利率围绕央行政策利率波动，有效发挥政策利率的中枢作用”。当前主要市场利率均已回升至政策利率水平附近，或

已处于略高于政策利率水平。这意味着在政策利率不上调的预期下，二季度中期市场利率上升空间较为有限。另外，从中长期视角来看，市场普遍预计下半年经济增长动能将边际减弱、通胀压力趋缓，且年内社融增速将趋于下行。在上述预期证伪之前，10年期国债收益率在3.3%以上进一步上行面临着较大阻力，向上突破3.5%的可能性不大。

2、信用风险边际上行，信用债等级利差面临走阔压力

今年以来，债市违约率有所下降，前两个月除“海航系”主体外并无新增违约主体。但信用风险事件仍不断发生，尤其是海航、方正、华夏幸福等多个大型企业破产重整加速或寻求债务重组，持续扰动投资者风险偏好，市场情绪依然谨慎。在“信用周期转向下行+企业债务兑付压力加大”背景下，今年债市违约率上行风险大于下行可能，但在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入下，预计今年债市实际违约率与去年相比不会有明显上升。今年政府工作报告也提及要“完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线”，体现出风险处置的底线考虑，预示如果信用风险出现较大恶化倾向，政策端将会有相应支持。

从利差走势来看，2月以来，资金面剧烈变化并加剧债市波动的情况得到缓和，未来高等级信用利差波动趋缓、仍具备维持低位的基础，这意味着短久期高等级加杠杆策略仍存在一定空间。3月17日1年期和3年期AAA级中短期票据杠杆策略收益（减去R007的20日移动均值）分别为90bps和147bps，位于2011年以来59%和80%历史分位数，资金来源稳定的机构可适当参与。

图表 12 杠杆策略空间有所修复



数据来源：Wind，东方金诚整理

春节后信用债到期偿还压力加大，其中3月份、4月份信用债到期量均超万亿规模，而信用债一级市场融资仍未完全修复，部分地区和行业债券融资仍待解冻，局部再融资风险值得关注。从违约率和总偿还量的正相关关系来看，违约率料将边际上行，信用风险溢价面临抬升。预计后续债市信用分层将继续演绎，等级利差面临较大走阔压力。从期限利差来看，今年以来，投资者对拉长久期，特别是拉长城投债久期较为谨慎，坚守“中短久期+高等级”成为投资者在“利率震荡上行+信用风险上升”时期的首选，预计二季度期限利差仍将处于高位。

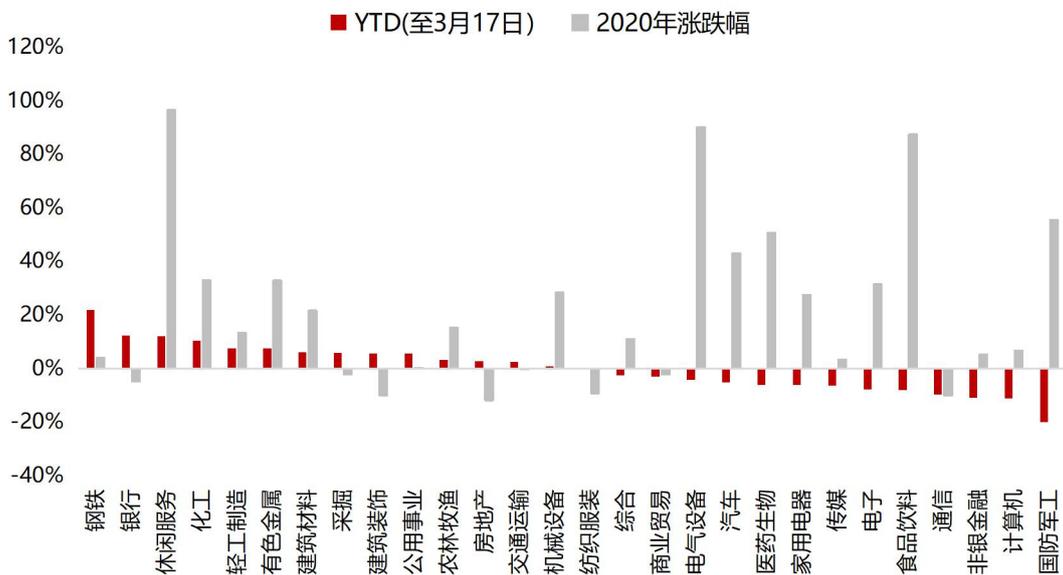
3、权益类风格轮换将延续，年报季关注盈利超预期机会

国内以社融存量同比增速为代表的广义流动性已于2020年四季度转向收紧，给股票市场带来估值调整压力。同时，市场新增资金流入可能趋缓，一方面，美债收益率上行、美元走强等因素可能导致外资流入有所放缓，另一方面，股市和基金赚钱效应减弱抑制市场情绪和新基金发行，主要市场指数将以震荡为主，趋势性减弱。

一季度A股风格轮动已经发生，钢铁、银行、化工、有色等周期性行业涨幅居前，而在2020年涨幅较大的医药生物、电气设备、家用电器、食品饮料和

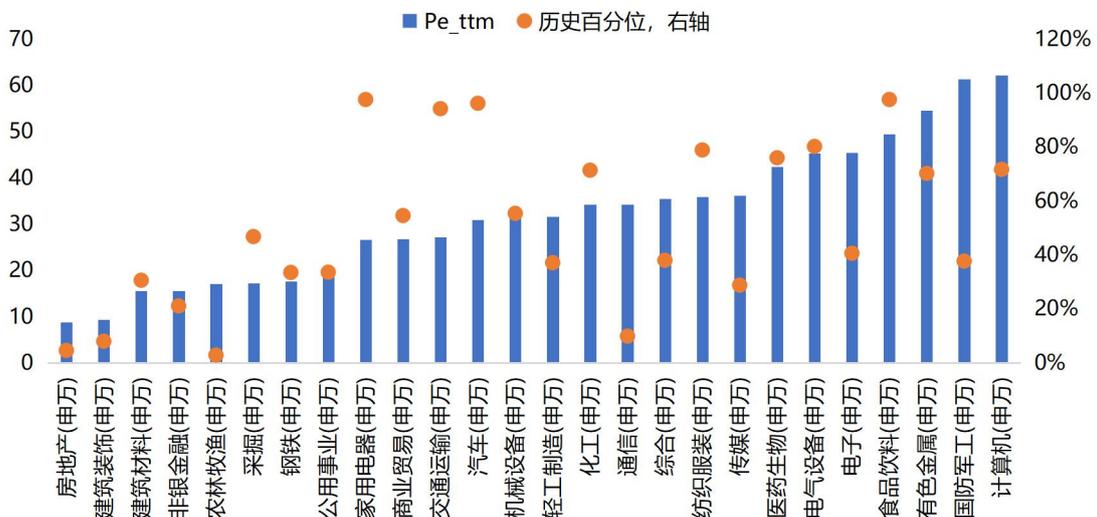
国防军工等行业则普遍下跌。预计周期性行业在二季度将继续跑赢，原因在于：一方面，PPI 继续上行利好上游周期性行业，但中上游涨价强于下游或压制下游行业利润增速；另一方面，周期性行业估值水平普遍偏低，即便经过一季度的上涨，周期性行业的估值水平仍处于历史相对较低的位置，而家用电器、汽车、食品饮料等行业尽管 2 月以来已经出现大幅调整，但估值水平仍在近十年来的历史最高点附近。另外，4 月 A 股进入年报季，可关注业绩超预期改善标的的投资机会。

图表 13 2021 年一季度周期性行业涨幅居前



数据来源：Wind，东方金诚整理

图表 14 主要周期性行业估值水平仍处于较低位置



数据来源：Wind，东方金诚整理，估值数据时间为 2021 年 3 月 17 日，历史分位数统计自 2011 年 1 月 1 日起计算