



通胀依然延续，把握顺周期行业的结构性机会

- **通胀预期继续蔓延，美债利率短期料继续震荡向上。**考虑到去年物价水平的低基数，叠加今年以来不断上涨的各类商品价格，市场对于未来有较强的通胀预期。最近美国 1.9 万亿美元的财政刺激计划刚刚推出，同时拜登总统后续又准备提出达数万亿美元的基建设施方案，美国的通胀仍存在一定的上升空间。彭博预测美国的 CPI 数据二季度将达 3%，超过 2018 年 7 月份的高点 2.9%，PCE 数据也将在 2 月份达到 2.4% 的阶段高点。盈亏平衡通胀率代表的通胀预期也不断刷新新高，10 年期国债对应的盈亏平衡通胀率目前已经达到 2.32%，刷新 2013 年 6 月份至今新高。
- **担忧通胀，利率快速抬升，全球股市风格近期切换。**美股方面，近几个月，标普 500 指数中的一些顺周期行业，诸如能源、金融、工业等顺周期板块表现强势。标普能源行业 2021 年至今上涨接近 30%，标普金融指数 2021 年至今涨幅超过 16%，标普 500 原材料指数以及工业指数涨幅也在 5%-10% 之间。美股价值风格 2006 年至今持续跑输成长，但价值/成长比值已经筑底回升，二者比值已经由 2020 年 9 月份最低的 0.5 左右回升至目前的 0.6 左右。**国内股市方面**，国内股市的风格也在逐渐转变，随着大宗商品价格的持续上行，周期股近期显著跑赢成长。从单月收益率排名来看，2021 年至今，周期风格的月度收益率 1 月份以及 2 月份领跑各类风格，3 月份跌幅较小；金融类风格和稳定类风格近期表现也相对较强。从周期/成长、金融/成长以及稳定/成长的比值来看，近期也有筑底回升的迹象。
- **通胀上行推高顺周期行业企业营收，关注营收大幅改善带来的投资机会。**美股方面，通过作图对比发现，标普 500 工业、原材料、能源、信息技术行业以及金融行业季度营收同比的变动与 CPI 相关性较大；考虑到二季度以及三季度美国 CPI 处于较高位置，上述列举的相关行业的营收料将大幅增长，但同时又考虑到目前所面临的利率上行可能带来的市场风格的转换，我们更多的推荐美股的工业、原材料、能源以及金融行业。**A 股方面**，单纯从申万一级行业营收同比与 PPI 走势的相关性相关系数的高低来看，我们需要重点关注钢铁行业、机械设备行业、化工行业、轻工制造行业、家用电器行业、有色金属行业、交通运输行业以及商业贸易行业营收大幅抬升所带来的投资机会。
- **A 股策略方面**，“紧信用”以及 A 股估值的相对高位，我们需降低年度股指收益率预期，把握顺周期的结构性机会。信用相对偏紧环境下、复苏中后期阶段，国内股市一般表现相对乏力（受高估值板块拖累），考虑到周期类、金融地产类以及制造类行业的市盈率和市净率历史分位数处于历史相对较低位置，安全边际相对较高；同时叠加通胀持续上行所带来的这些顺周期行业营收的大幅改善，也将推升顺周期行业的投

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

资价值，今年的投资更多关注结构性机会。

通胀预期继续蔓延，美债利率短期料继续震荡向上

2020 年，面对突入其来的新冠疫情，为了防止发生经济危机，各国政府以及中央银行大幅释放流动性，采取了前所未有的宽松的财政政策以及货币政策。

新冠疫情之后，全球央行资产负债表大幅扩表，美联储的资产从 2020 年 3 月份的 4.2 万亿美元大幅攀升至至今的约 7.54 万亿美元，增幅接近 80%；欧洲央行的资产总额从去年 3 月份的 4.7 万亿欧元攀升至目前的 7.14 万亿欧元；日本央行的资产总额从去年 3 月份的 584 万亿日元大幅攀升至目前的 712.8 万亿日元。

去年 3 月份之后，随着疫苗的逐渐恢复，疫情的逐渐得到控制，经济活动逐渐恢复，再叠加流动性的大量释放，大宗商品价格快速上行。原油价格目前已经接近 2020 年年初水平，伦铜价格较 2020 年 3 月份的低点已经翻倍。通过观察 CRB 现货指数的分项可以发现，金属涨幅最大。

考虑到去年物价水平的低基数，叠加今年以来不断上涨的各类商品价格，市场对于未来有较强的通胀预期，仅从 CPI 数据来看，2 月份美国 CPI 为 1.7%，接近 2020 年年初水平，欧元区以及英国的 CPI 数据也大幅抬升。最近美国 1.9 万亿美元的财政刺激计划刚刚推出，同时拜登总统后续又准备提出达数万亿美元的基建设施方案，美国的通胀仍存在一定的上升空间。彭博预测美国的 CPI 数据二季度将达 3%，超过 2018 年 7 月份的高点 2.9%，PCE 数据也将在 2 月份达到 2.4% 的阶段高点。盈亏平衡通胀率代表的通胀预期也不断刷新新高，10 年期国债对应的盈亏平衡通胀率目前已经达到 2.32%，刷新 2013 年 6 月份至今新高。

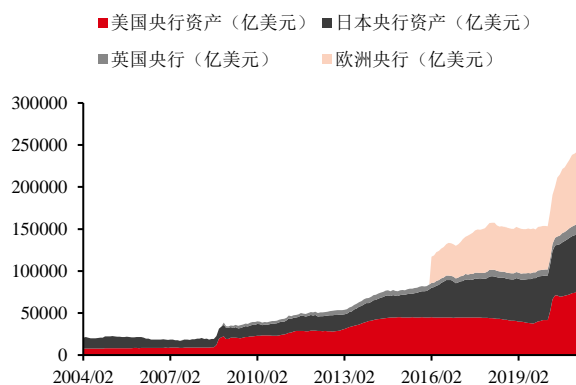
表格 1 主要国家 CPI 数据

单位：%

	2020/ 1/31	2020/ 2/29	2020/ 3/31	2020/ 4/30	2020/ 5/31	2020/ 6/30	2020/ 7/31	2020/ 8/31	2020/ 9/30	2020/ 10/31	2020/ 11/30	2020/ 12/31	2021/ 1/31	2021/ 2/28
中国	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2
印度	7.48	6.54	5.61	5.56	5.5	4.55	5.41	5.41	5.45	5.75	5.18	3.3	2.78	#N/A
印尼	2.68	2.98	2.96	2.67	2.19	1.96	1.54	1.32	1.42	1.44	1.59	1.68	1.55	1.38
日本	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0	-0.4	-0.9	-1.2	-0.6	#N/A
韩国	1.49	1.06	1	0.08	-0.32	-0.01	0.29	0.66	0.95	0.14	0.6	0.52	0.64	1.13
马来西亚	1.6	1.3	-0.2	-2.9	-2.9	-1.9	-1.3	-1.4	-1.4	-1.5	-1.7	-1.4	-0.2	#N/A
泰国	1.05	0.74	-0.54	-2.99	-3.44	-1.57	-0.98	-0.5	-0.7	-0.5	-0.41	-0.27	-0.34	-1.17
美国	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1	1.3	1.4	1.2	1.2	1.4	1.4	1.7
欧元区	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1	0.3	0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.9	0.9
英国	1.8	1.7	1.5	0.8	0.5	0.6	1	0.2	0.5	0.7	0.3	0.6	0.7	#N/A

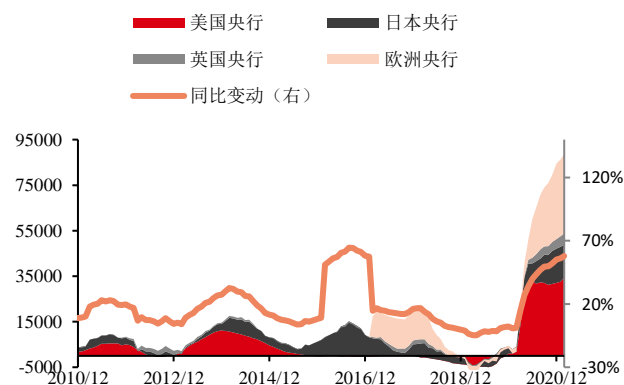
资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 1: 全球主要央行大幅扩表 单位:亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 主要国家央行资产变动情况 单位:亿美元, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 原油价格接近 2020 年初水平 单位:美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 铜的价格自去年 3 月份低点至今接近翻倍 单位: 美元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: CRB 综合指数情况

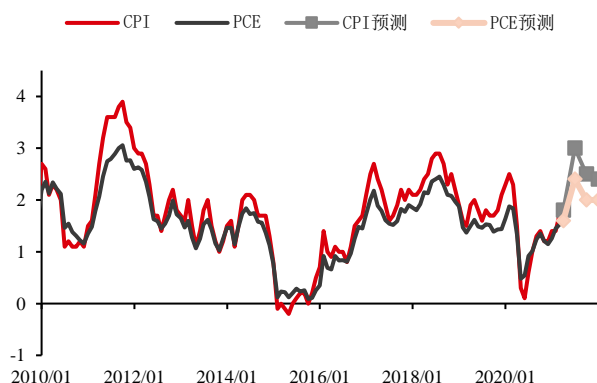
单位:点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 二季度美国 CPI 将达阶段高点

单位:%



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: CRB 金属涨幅更大

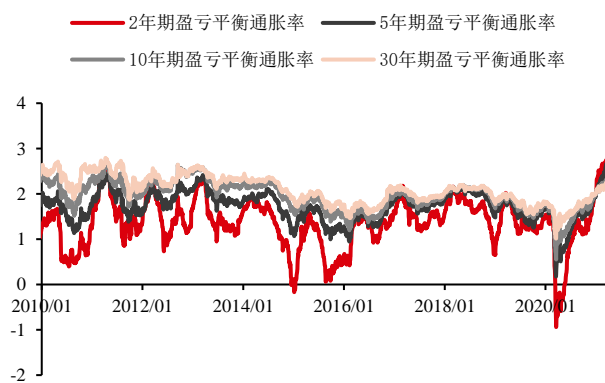
单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 盈亏平衡通胀率代表的通胀预期也不断刷新新高

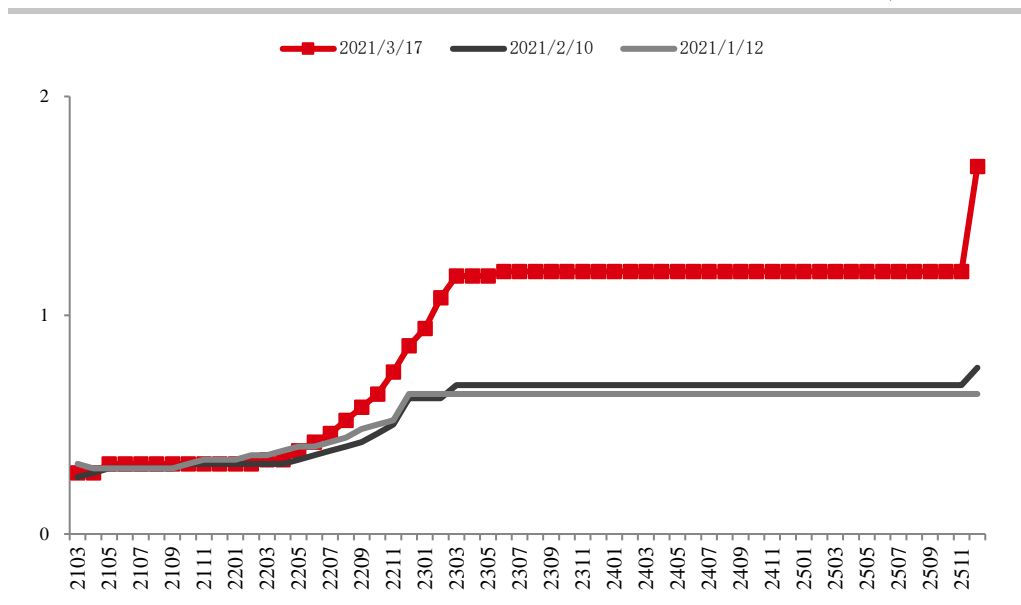
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

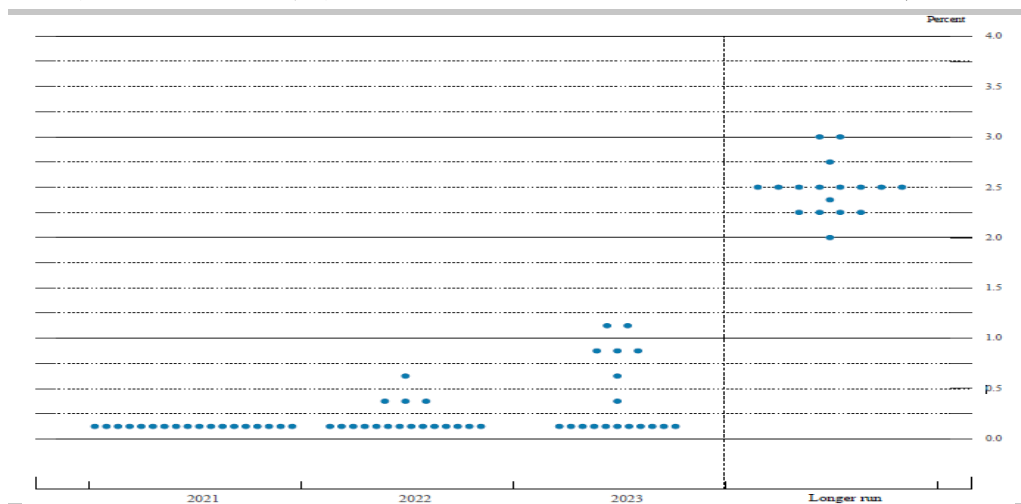
对于市场通胀的担忧也使得近期美国十年期国债收益率大幅抬升，虽然美联储主席在三月份议息会议中的表态偏鸽，但美联储大幅上调 2021 年经济预期，点阵图显示明后两年加息预期提升。美债十年期利率短期掉头向下之后又延续上涨趋势，并在 3 月 18 日当天突破 1.7%，刷新去年 1 月末以来新高，考虑到美国经济的继续修复，美国 1.9 万亿的财政刺激计划，同时叠加后期美国可能出台的基建刺激法案，这些方案的出台均会大幅推动美国经济的恢复，十债收益率我们认为短期仍会震荡向上。持续的利率上行也引发了市场的加息预期的提前，通过观测美国 30 天联邦基金利率的情况，目前市场预期 2022 年底美联储将进行首次加息，较几个月前大幅提前。3 月份公布的点阵图中位数显示，FOMC 委员预计至少到 2023 年不会加息，与 12 月点阵图一致；但与 12 月相比，支持 2022 年加息的官员由 1 人增加至 3 人，支持 2023 年加息的官员由 5 人增加至 7 人。

图 9： 市场预期 2022 年底美联储将首次加息（美国 30 天联邦基金利率表隐含的加息预期）
单位：次



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 10： 美联储点阵图
单位：%



数据来源：美联储 华泰期货研究院

担忧通胀，利率快速抬升，全球股市风格近期切换

过去十年间，全球股票风格较为一致，中国股指的风格跟随全球，以原材料为代表的周期行业大幅跑输以信息科技为代表的成长行业。

图 11： 中国股指风格跟随全球

单位：无

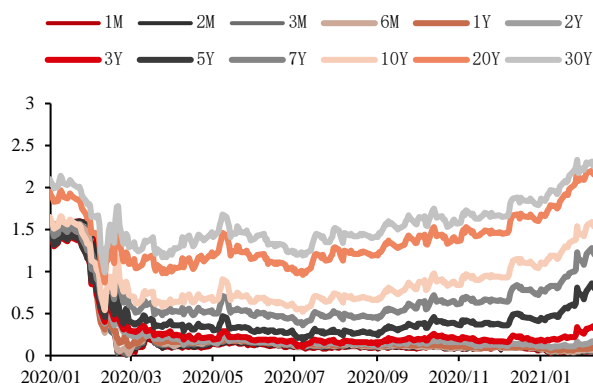


数据来源：Wind 华泰期货研究院

美股方面，随着大宗商品价格的持续上行，叠加近期美债利率的大幅上行，市场风格有所转向。利率的抬升施压成长股（尤其是科技股），成长股属于高久期资产，利率越高越拖累其现值，进而对其股价产生不利影响，图（14）以及（15）展示了在利率下行阶段，以科技股为代表的成长股显著跑赢。

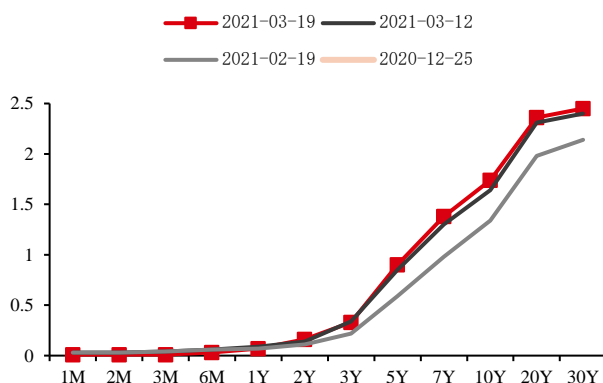
但近期，**市场风格已经明显转换**。近几个月，标普 500 指数中的一些顺周期行业，诸如能源、金融、工业等顺周期板块表现强势。标普能源行业 2021 年至今上涨接近 30%，标普金融指数 2021 年至今涨幅超过 16%，标普 500 原材料指数以及工业指数涨幅也在 5%-10% 之间。美股价值风格 2006 年至今持续跑输成长，但价值/成长比值已经筑底回升，二者比值已经由 2020 年 9 月份最低的 0.5 左右回升至目前的 0.6 左右。

图 12: 各期限国债收益率大幅抬升 单位:%



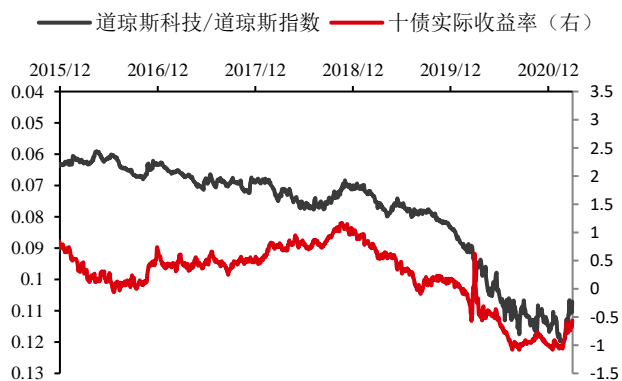
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 收益率曲线愈发陡峭 单位: %



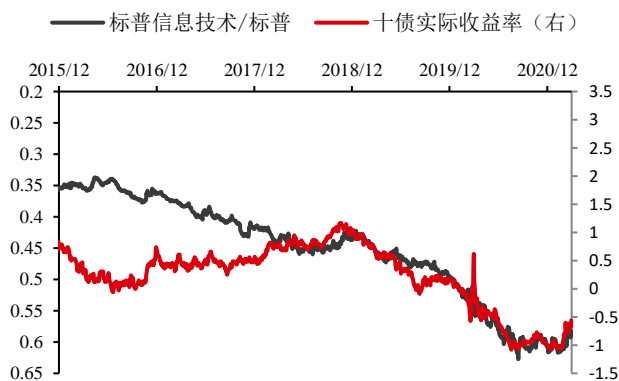
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 美债实际利率的抬升施压科技股 单位:%



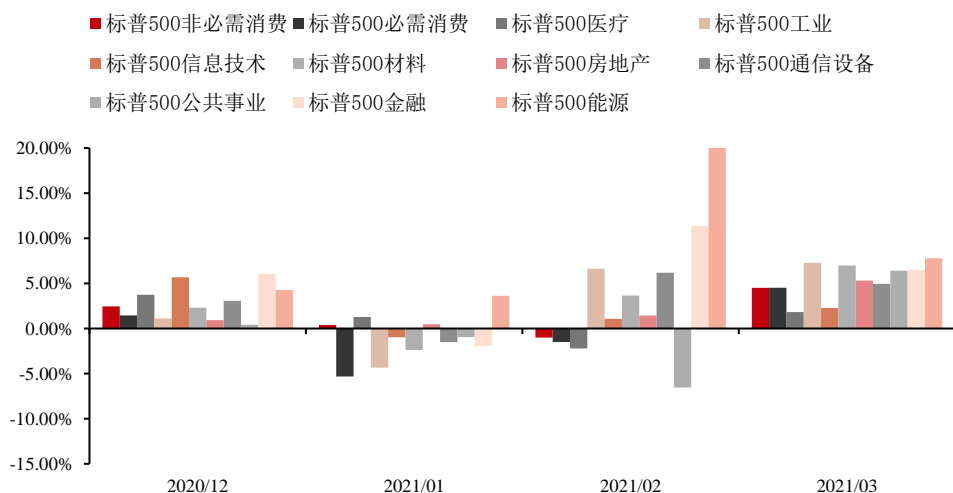
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 美债实际利率的抬升施压科技股 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 标普 500 行业收益率情况 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

美国 ETF 资金近期也持续向能源、金融、工业以及材料等行业，其中能源行业、工业行业以及原材料行业已经连续 6 个月 ETF 资金大幅流入；金融行业 ETF 资金流入最多，最近三个月单月净流入均超 40 亿美元。

表格 2 标普 500 分行业 ETF 的净流入或流出数量

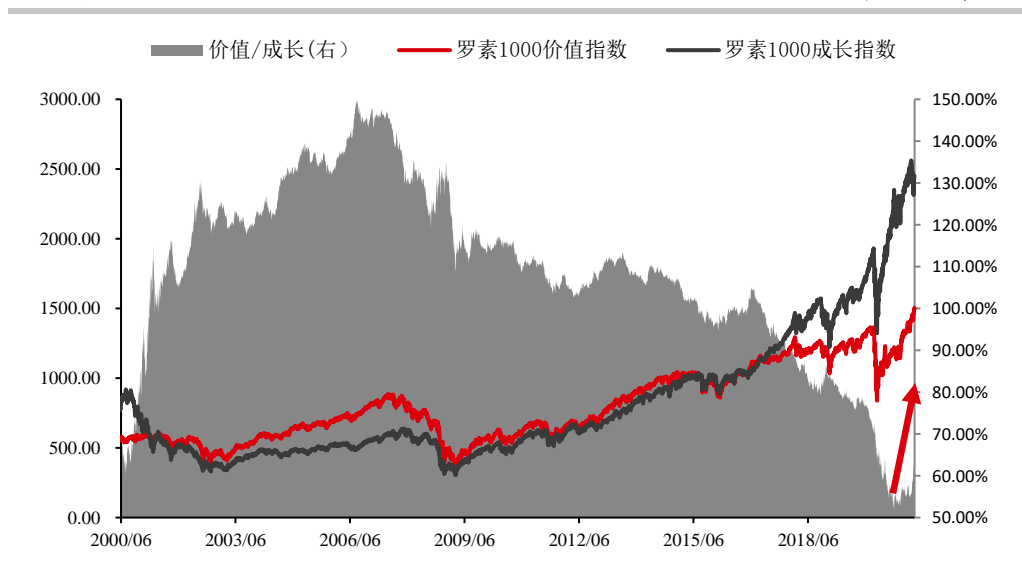
单位：百万美元

	2021 年 3 月	2021 年 2 月	2021 年 1 月	2020 年 12 月	2020 年 11 月	2020 年 10 月
通信	392.3	643.20	-741.61	275.19	765.34	128.69
非必需消费品	979.5	1814.50	240.47	663.19	1063.93	256.85
必需消费品	290.8	-1424.50	-1372.29	-1465.79	195.07	-8.05
能源	2678.9	2300.30	1960.39	2150.59	1646.30	325.06
金融	4149.2	4922.80	5899.05	2008.96	3282.23	-211.92
医疗保健	-1345.8	438.80	-895.06	381.64	1720.32	-677.48
工业	2395.8	1398.90	914.79	1004.46	2450.90	331.94
材料	379.4	1160.50	998.06	1241.77	1951.68	489.27
房地产	-89.4	2557.20	-555.15	2120.05	-23.82	1262.11
科技	1330.4	1832.50	-76.29	-617.42	999.25	118.98
公用事业	604	-772.40	251.99	59.91	-133.38	-111.11

资料来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17： 美股价值股近期大幅跑赢

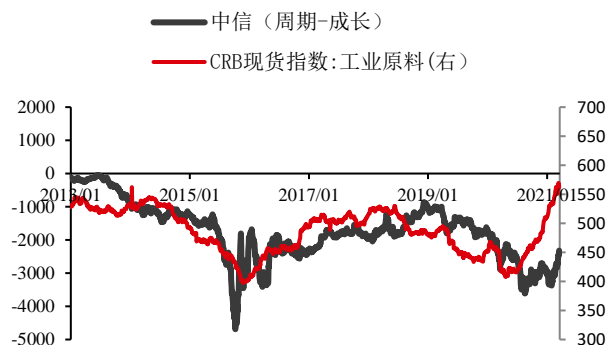
单位：点，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

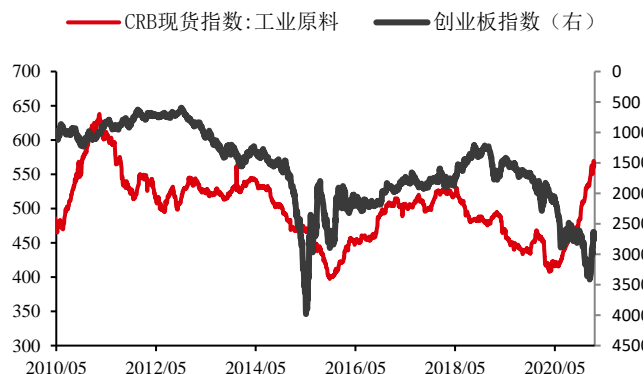
国内股市方面，国内股市的风格也在逐渐转变，随着大宗商品价格的持续上行，周期股近期显著跑赢成长。从单月收益率排名来看，2021 年至今，周期风格的月度收益率 1 月份以及 2 月份领跑各类风格，3 月份跌幅较小；金融类风格和稳定类风格近期表现也相对较强。从周期/成长、金融/成长以及稳定/成长的比值来看，近期也有筑底回升的迹象。

图 18: 工业品价格走高利多周期风格 单位:点, %



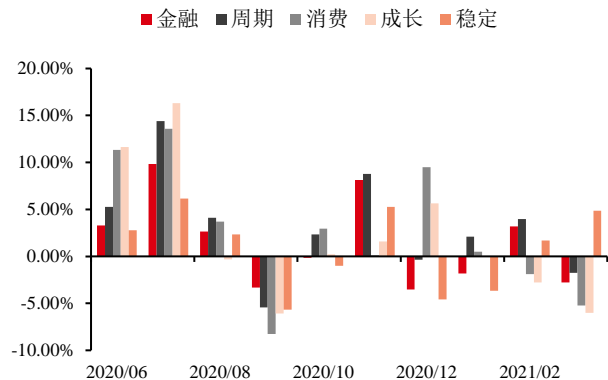
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 利率上行阶段创业板走势较差 单位: 点



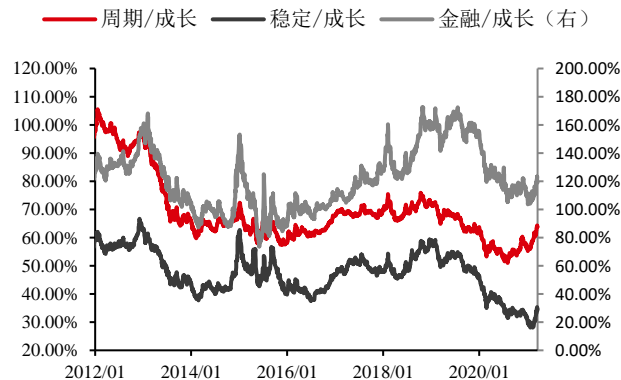
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20: 金融、周期风格近期表现较强 单位:%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 21: 各类风格对成长的比值筑底回升 单位: %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

通胀上行推高顺周期行业企业营收，关注营收上行带来的投资机会

考虑到上年的低基数，同时近期拜登总统新推出了 1.9 万亿美元的财政刺激计划以及后续可能要推出的大规模的财政刺激计划（拉动商品需求，大宗商品价格维持高位），我们认为后续美国的通胀仍会延续。

表格 3 标普 500 各行业权重

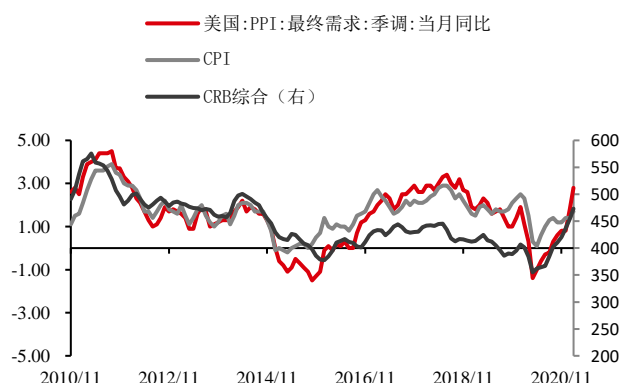
行业	标普 500 信息技术指数	标普 500 保健指数	标普 500 非核心消费品指数	标普 500 金融指数	标普 500 电信服务指数	标普 500 工业指数	标普 500 核心消费品指数	标普 500 能源指数	标普 500 原材料指数	标普 500 公用事业指数	标普 500 房地产指数
权重	26.43	12.97	12.30	11.71	11.09	8.83	6.05	2.84	2.72	2.59	2.47

资料来源：Bloomberg 华泰期货研究院

国外方面，我们主要考虑美股。CPI、PPI 的数据代表着通胀的变动情况，美联储在制定货币政策时关注 CPI 更多，且 CPI 与 PPI 走势大致一致，本文观察标普 500 各行业季度营业收入同比和 CPI 的变动情况，来判断各行业在通胀上升条件下的表现。

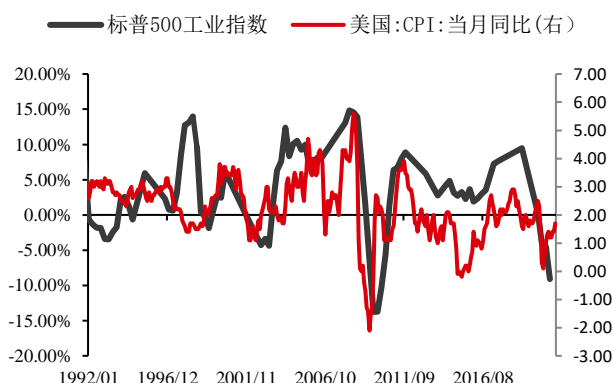
前文图（7）已经对未来 CPI 的走势做了预测，二季度，三季度美国 CPI 均会处于较高位置。通过作图对比发现，标普 500 工业、原材料、能源、信息技术行业以及金融行业季度营收同比的变动与 CPI 相关性较大；考虑到二季度以及三季度美国 CPI 处于较高位置，上述列举的相关行业的营收料将大幅增长，但同时又考虑到目前所面临的利率上行可能带来的市场风格的转换，我们更多的推荐美股的工业、原材料、能源以及金融行业。

图 22: CRB 指数与 CPI/PPI 走势吻合 单位:%，点



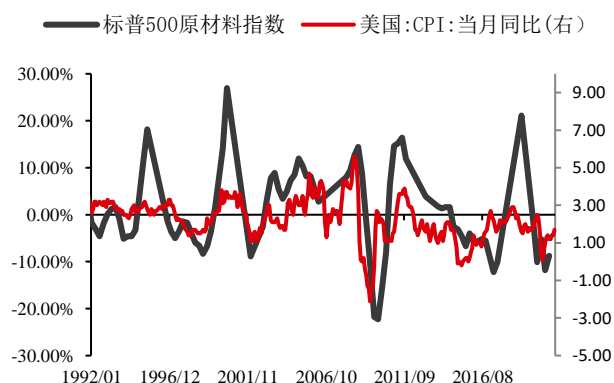
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 标普工业季度收入同比与 CPI 单位:%



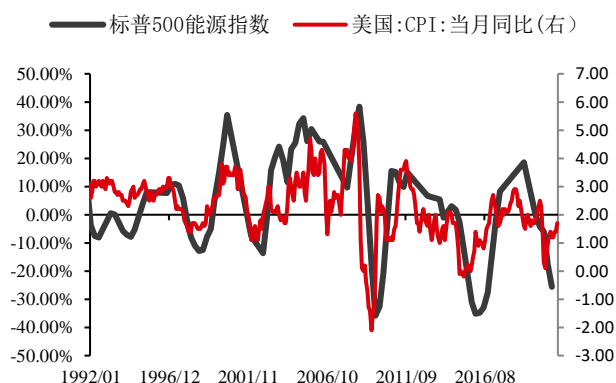
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24: 标普 500 原材料季度营收同比与 CPI 单位:%



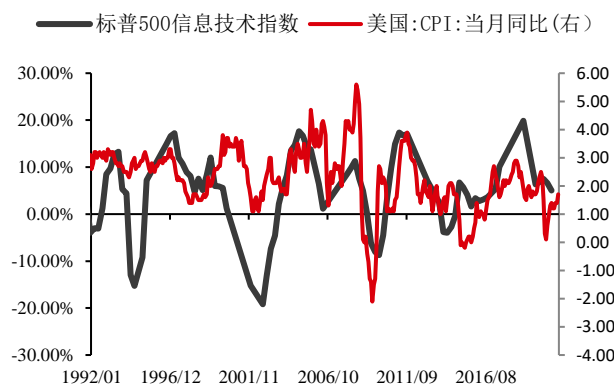
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: 标普 500 能源营收同比与 CPI 单位: %



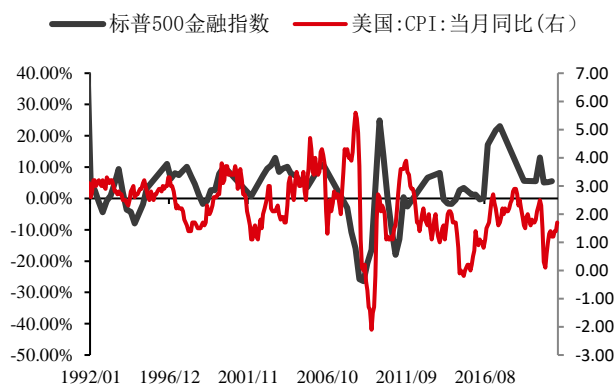
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 标普 500 信息技术营收同比与 CPI 单位:%



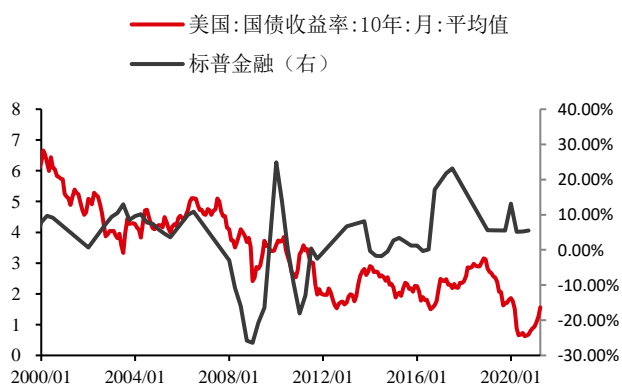
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 27: 标普 500 金融营收同比与 CPI 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 标普 500 金融营收同比与美债收益率 单位:%



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

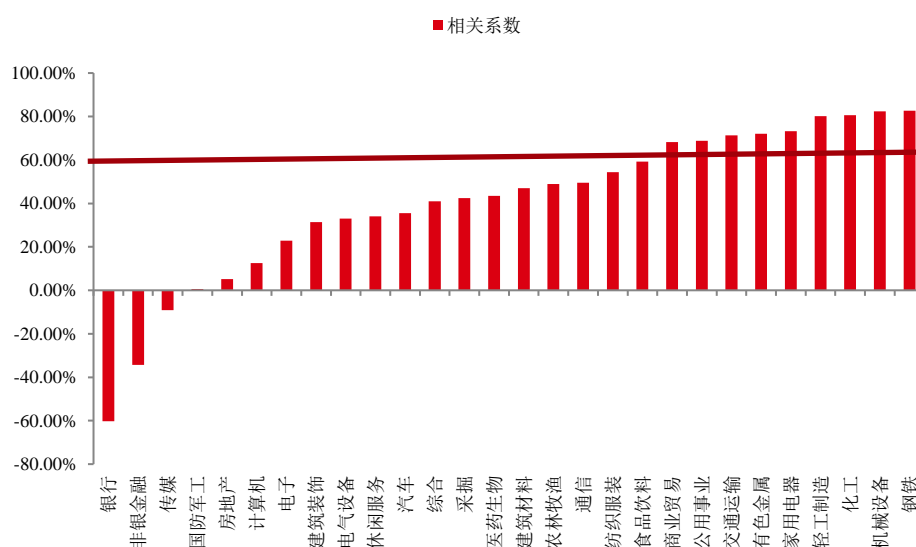
国内来看，国内 CPI 赋予猪肉权重较大，通过 CPI 反应国内的通胀会有一定程度的失真，我们更多采用 PPI 来衡量国内的通胀情况。本文统计 2002 年至今申万一级 28 个行业季度营业收入的同比情况与 PPI 的相关性。

钢铁、机械设备、化工、有色金属、交通运输等行业营收的变动与 PPI 走势的相关性较强，这与我们之前的判断一致。一般来讲，PPI 数据的上行或下行对应着原材料价格诸如有色金属、化工原料、建材类以及纺织原料类等价格的上行或者下行。这些商品价格变动在 PPI 数据中有所反应，会对相关行业的营业收入和净利润产生积极或消极影响。实体部门债务周期的变动与 PPI 的走势有一定的相关性，大约领先 PPI 走势约半年左右，以此推之，上半年国内 PPI 大概率延续上行趋势，对应行业的营业收入料有较大抬升。

单纯从相关系数的高低来看，我们需要重点关注钢铁行业、机械设备行业、化工行业、轻工制造行业、家用电器行业、有色金属行业、交通运输行业以及商业贸易行业营收大幅抬升所带来的投资机会。

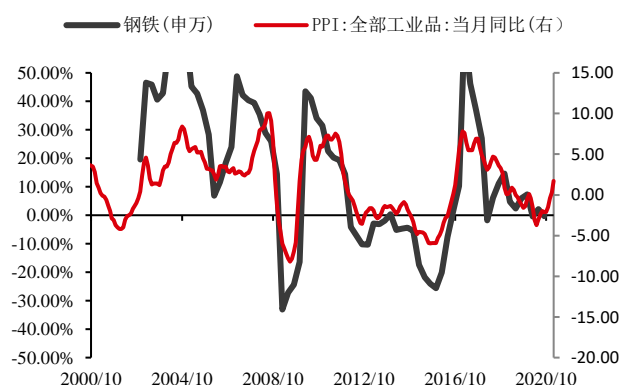
图 29： 申万一级行业营收同比与 PPI 走势的相关性

单位：%



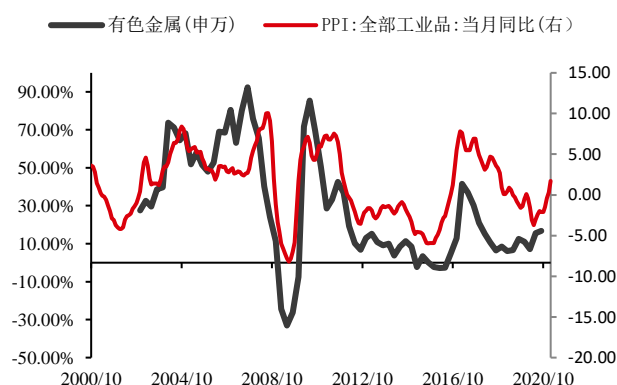
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30: 钢铁行业营收同比变动与 PPI 单位:%



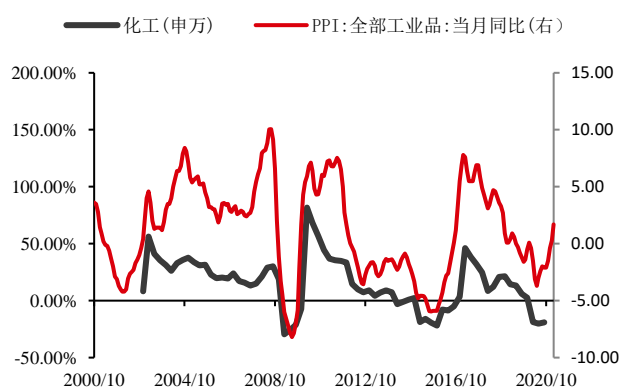
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 31: 有色行业营收同比变动与 PPI 单位: %



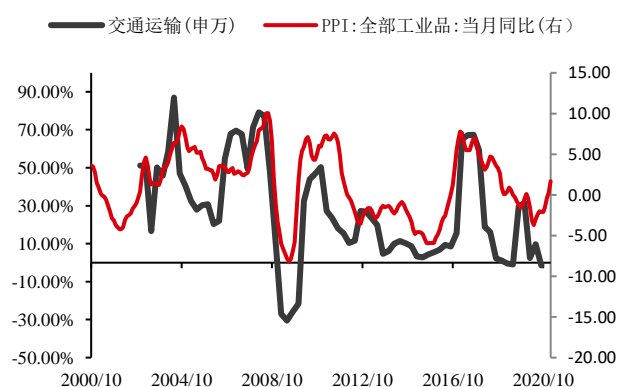
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 化工行业营收同比与 PPI 单位:%



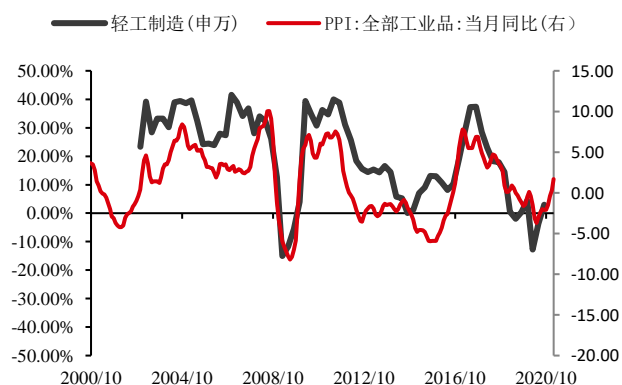
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 33: 交通运输行业营收同比与 PPI 单位: %



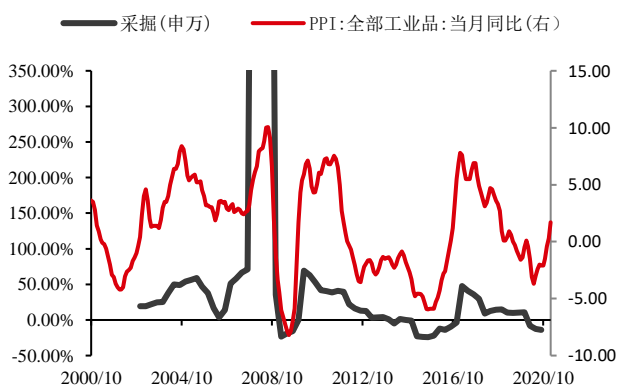
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 轻工制造行业营收同比与 PPI 单位:%



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 35: 采掘行业营收同比与 PPI 单位: %

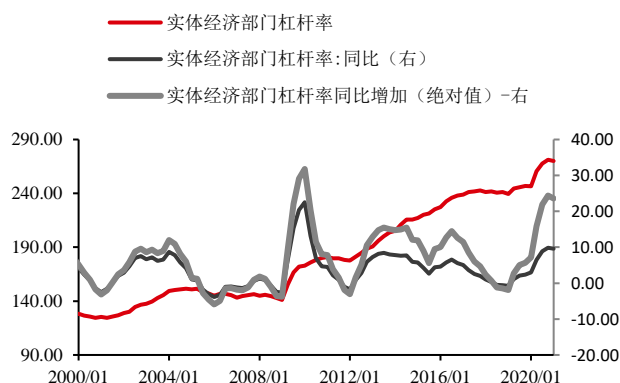


数据来源: Wind 华泰期货研究院

“紧信用”以及 A 股估值的相对高位，降低股指收益率预期，把握顺周期的结构性机会

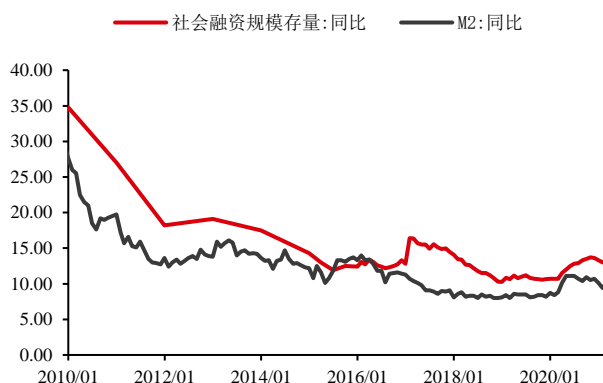
四季度货币政策执行报告中提出稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门。货币政策最宽松的时期已经过去。目前社融同比增速、M2 同比增速均已在顶部。历史上，社融同比增速和 M2 同比增速回落时，主要股票指数走势均偏弱。

图 36: 实体部门杠杆率已是阶段高点 单位:%



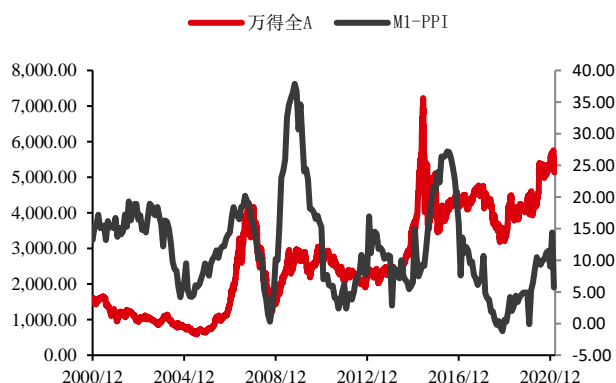
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 37: 社融和 M2 均已在顶部 单位: %



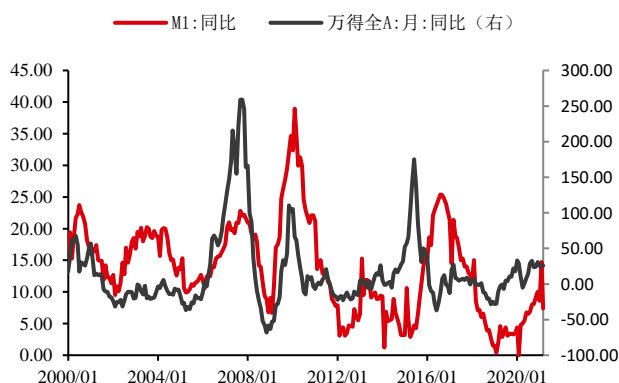
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 38: M1 和 PPI 之差与 WIND 全 A 走势 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 39: 股票市场中枢在宏观流动性 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

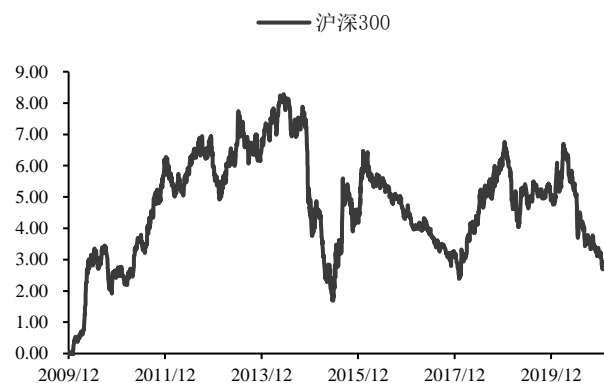
国内股市的估值目前也并不便宜，2020 年，A 股主要股票指数涨幅全球领先，A 股估值目前已经处于相对高位，主要股票指数的股权风险溢价水平已经逼近 2015 年和 2017 年的低位。

图 40: 上证 50 股权风险溢价 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 41: 沪深 300 股权风险溢价 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 上证综指的股权风险溢价 单位:%



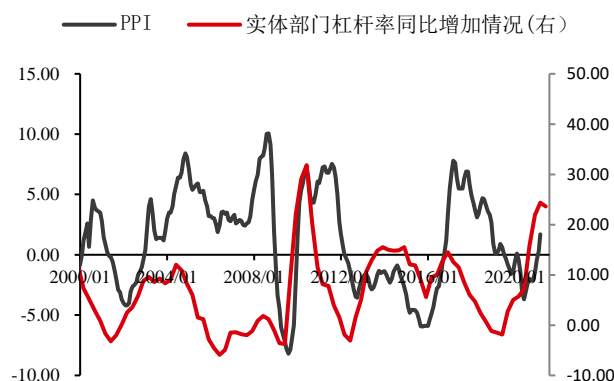
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 43: 深证成指股权风险溢价 单位: %



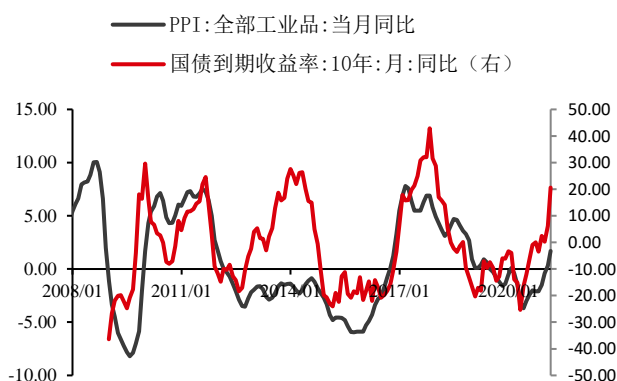
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: 实体部门杠杆率领先 PPI 半年左右 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

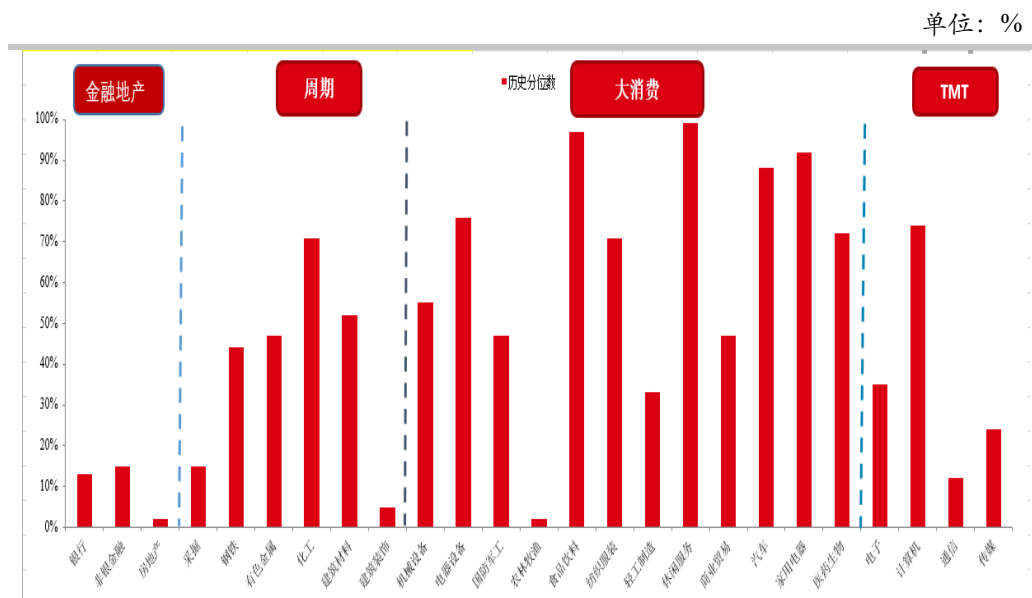
图 45: 利率的中枢与通胀较为一致 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

综合来说,信用相对偏紧环境下、复苏中后期阶段,国内股市一般表现相对乏力(受高估值板块拖累),考虑到周期类、金融地产类以及制造类行业的市盈率和市净率历史分位数处于历史相对较低位置,安全边际相对较高;同时叠加通胀持续上行所带来的这些顺周期行业营收的大幅改善,也将推升顺周期行业的投资价值,今年的投资更多关注结构性机会。

图 46: 主要行业估值的历史分位数(金融以及周期对应的是 PB 历史分位数)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com