证券研究报告

发布时间：2021-03-12

证券研究报告 / 宏观专题报告

“茅”与“锚”的对决之“锚”篇

报告摘要:

今年年初以来美国长期国债收益率快速上升，作为全球无风险资产的“锚”，美债收益率的上升导致了各类资产价格的重估，尤其是高估值股票大幅回落。作为核心资产的“茅”，如何应对估值的“锚”呢？

我们认为对于未来的美债收益率而言，通胀和经济决定趋势，财政政策决定节奏，货币政策决定高度。

今年全年美国通胀上升的压力都存在，但除去基数效应后不会过高。首先，目前全球 M2 增速已经飙升至十几年来的高位，且作为本轮“水龙头”的美国仍在开闸放水，大宗商品价格仍有上涨的动力。其次，美国制造业与房地产补库存也有望持续至下半年，对 PPI 有持续拉动。此外，下半年随着服务业的复苏和失业率的继续下行，服务类 CPI 将回归。但我们认为高通胀不易出现，下半年 CPI 同比难以突破 3%，全年平均通胀也将处于美联储的可接受范围之内。

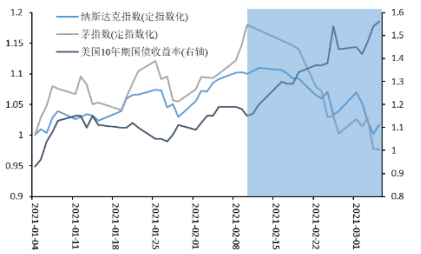
在过去一年中，新冠疫情始终是悬在美国经济上方的达摩克利斯之剑，而我们认为本轮新增病例的下降大概率是趋势性的，未来难有再反弹，经济前景的不确定性大大下降。节奏上，我们认为一二季度复苏拾级而上，美国经济将在三季度达到最高点，四季度稍有回落。

今年以来，财政计划不是推动美债收益率快速上升的根本原因，却往往是波动的导火索。从财政节奏上来看，上半年是博弈激烈期，美债收益率也面临较大的上行风险，而下半年则相对平静，美债收益率的波动将会趋缓。货币政策方面，我们认为今年年内缩减 QE 的概率较小，美联储被通胀“拖着走”的可能性也不大。美债收益率在 1.5%左右的水平并未触碰美联储的底线。综合来看，通胀与经济决定了美债收益率的上升趋势；财政决定了节奏为上半年上行较快，下半年趋缓；货币政策决定了高点可能在 1.9%-2%之间。

今年随着民主党横扫及疫苗的普及，削弱美元与支撑美元的两股力量趋于均衡，即美元大概率将处于震荡的状态，难有趋势性行情。我们认为今年美债收益率虽处于上行趋势中，但美股及 A 股全面熊市难以出现，更大可能是结构性调整。对于 A 股来说，上半年美债收益率上行风险较大的情况下，顺周期行业可能相对占优。而下半年随着美债收益率上行趋缓，核心资产等高估值板块可能重拾动能。

风险提示：美联储过快收紧货币政策，全球疫情再度反弹，通货膨胀失控。

相关数据



相关报告

《回答 2 月金融数据的几点疑问》

--20210311

《通胀进入回升阶段，但高通胀将只是短期现象》

--20210310

《不急转弯带动债市情绪缓和》

--20210308

《“就地过年”对出口的影响显现》

--20210308

《美联储“不够鸽即是鹰”》

--20210307

证券分析师：沈新凤
执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野
执业证书编号：S0550520060001
021-20361033 youcy@nesc.cn

目 录

1. 哪些因素推高了美债收益率.....4
2. 美国通胀将上升但不会失控.....6
2.1. 通胀上行的动力将持续至下半年.....6
2.1.1. 全球 M2 增速决定商品价格走势.....6
2.1.2. 制造业补库存仍未完成.....8
2.1.3. 房地产补库存方兴未艾.....9
2.1.3.1. 房屋销售筑顶但不会很快回落，长周期向上.....9
2.1.3.2. 美国房地产补库存将持续较长时间.....12
2.1.4. 服务业复苏将推动 CPI 上行.....13
2.2. 高通胀不易出现.....14
3. 疫情见顶回落，经济不确定性下降.....15
4. 交易性因素核心在于美联储态度.....16
4.1. 巨额财政刺激造成国债供给过度.....17
4.2. 美联储的态度是左右美债走势的最大不确定性.....18
5. 美债收益率上行有何影响.....20
5.1. 美元指数将为震荡行情.....20
5.1.1. 削弱美元的因素.....20
5.1.2. 支撑美元的因素.....21
5.2. 股市大幅下跌的可能性不大.....23

图表目录

图 1: 美债收益率抬升打压股市高估值板块.....4
图 2: 今年以来美债收益率上行由通胀预期和经济复苏预期交替主导.....5
图 3: 克利夫兰联储模型中各项对实际利率的贡献.....6
图 4: Tips 流动性溢价是左右 Tips 走势的重要因素.....6
图 5: 全球 M2 增速是大宗商品价格的根本决定因素.....7
图 6: 本世纪以来每轮 M2 飙升期中各国 M2 的贡献度.....7
图 7: 美国库存周期与 PPI 相关度极高.....8
图 8: 美国每轮制造商补库存周期比较.....8
图 9: 美国每轮批发商补库存周期比较.....9
图 10: 美国每轮零售商补库存周期比较.....9
图 11: 美国住宅建造支出和 PPI 相关性较强.....9
图 12: 住房贷款利率下降推升房价.....10
图 13: 美国居民住房购买力指数上升.....10
图 14: 美国财政转移支付推升居民储蓄和购买力.....10
图 15: 美国居民部门有加杠杆空间.....11

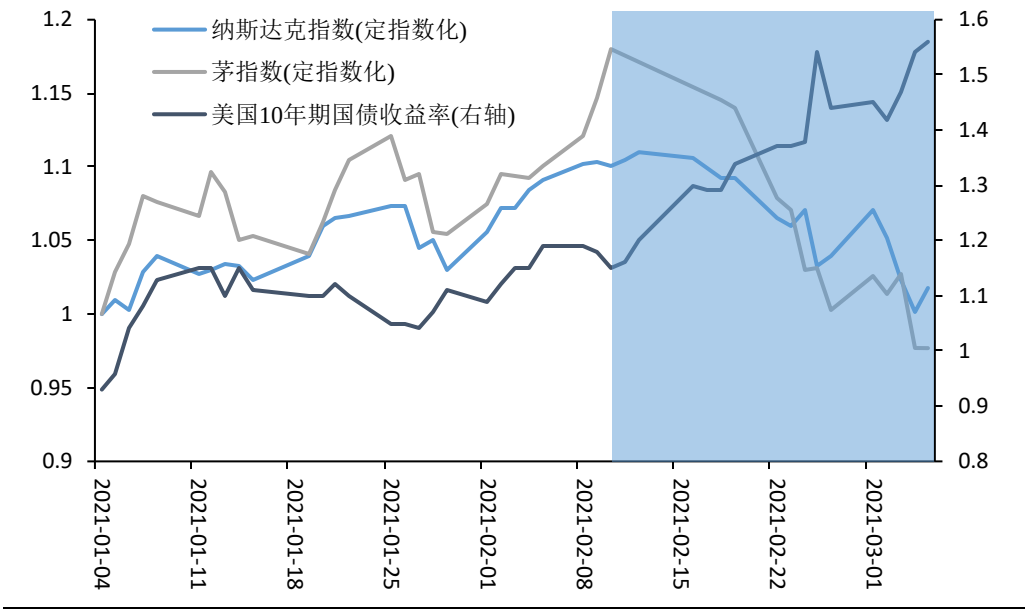
图 16: 美国实际住房自有率并不高.....11
图 17: 30-39 岁是最主力买房人群.....11
图 18: 当前主力买房人群的数量很大.....12
图 19: 美国房屋库存降至历史低位.....12
图 20: 木材短缺限制开工.....12
图 21: 已获批和已开工住宅出现分化.....13
图 22: 新房销售领先建造支出.....13
图 23: 服务业是拖累 CPI 的主要因素.....14
图 24: 服务业 CPI 仍然符合菲利普斯曲线.....14
图 25: 进出口正在逐步修复.....14
图 26: 美国新增病例及死亡病例回落.....15
图 27: 欧洲疫情缓解.....15
图 28: 美国居民对疫苗的接受度提高.....16
图 29: 美国政府封锁指数.....16
图 30: 财政刺激辐射至三季度而后退坡.....16
图 31: 财政计划是美债收益率波动的导火索.....17
图 32: 美国财政预算法案流程.....18
图 33: 2013 年的美债收益率的上升及缩减恐慌.....19
图 34: 2019 年进入降息周期后的 10 年期美债收益率高点为 1.94%.....20
图 35: 美国财政赤字创二战以来最高.....21
图 36: 美国贸易逆差急剧扩大.....21
图 37: 美元与美国通胀呈反向关系.....21
图 38: 民主党上台后政策不确定性下降.....22
图 39: 美国经济复苏势头更强.....22
图 40: “复苏交易”的历史复盘.....23
图 41: 当前股市估值虽高但不至于一触即溃.....24

表 1: “复苏交易”时期美股标普 500 各行业表现.....25

1. 哪些因素推高了美债收益率

今年年初以来美国长期国债收益率快速上升，尤其是春节之后，10 年期美债收益率升至 1.6%以上，较去年年底抬升幅度达到 70bp。作为全球无风险资产的“锚”，美债收益率的上升导致了各类资产价格的重估，尤其是在去年“大水漫灌”推高全球股市估值的背景下，无风险利率的抬升导致高估值股票大幅回落，比如代表美国股市高估值的纳斯达克指数和代表中国股市高估值的“茅指数”，都出现了大幅度的调整。

图 1：美债收益率抬升打压股市高估值板块



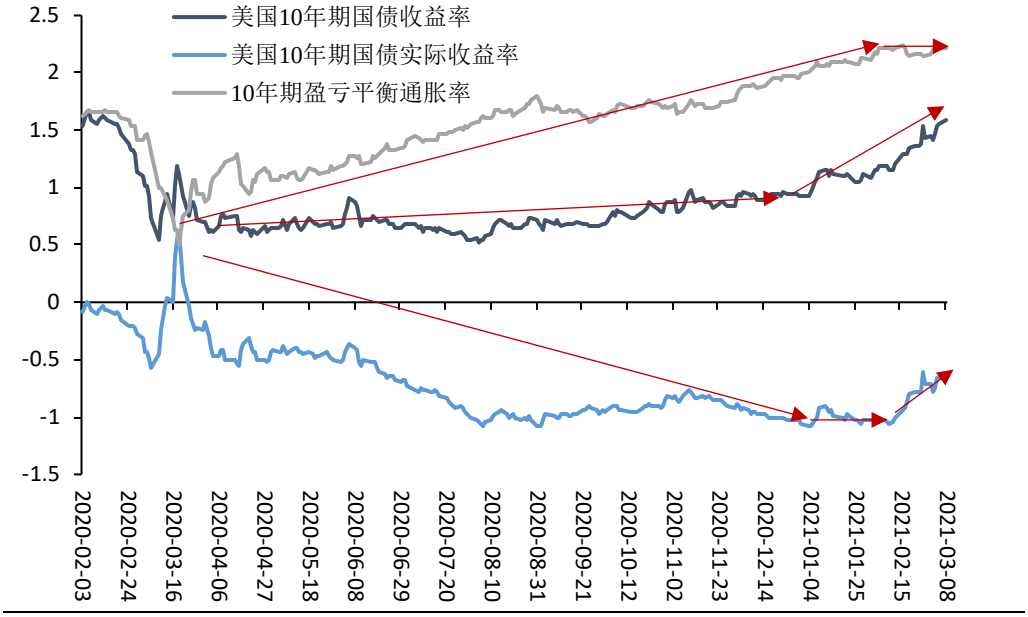
数据来源：东北证券，Wind

是什么因素推高了美债收益率？我们接下来首先对利率进行较详尽的拆解。

名义利率=实际利率+通货膨胀率，市场上通常用美国 10 年期国债收益率来代表名义利率，用 10 年期通胀保值债券收益率（Tips）来代表实际利率，以二者之差的 10 年期盈亏平衡通胀率来代表通胀预期。从疫情后三者的走势来看，去年二季度海外流动性危机缓解后，通胀预期持续抬升，背后是商品价格的逐步回暖及财政和货币刺激对通胀前景的推动；但由于疫情的反复爆发和美国两党博弈带来的政策不确定性，市场对经济前景始终不甚乐观，故而实际利率一直处于下行趋势，抵消了通胀预期的上升，名义利率在去年大部分时间里处于震荡的状态。

今年 1 月至 2 月上旬，实际利率停止下行趋势，而通胀预期继续上升，推动名义利率上行；2 月中旬开始通胀预期停止上行，但实际利率快速回升，导致名义利率继续加速上行。决定实际利率的根本因素是经济预期，所以**从这一角度来看，今年以来美债收益率上行是由通胀预期和经济复苏预期交替主导的。**

图 2：今年以来美债收益率上行由通胀预期和经济复苏预期交替主导



数据来源：东北证券，Wind

以上是我们用美债收益率和 Tips 收益率分别代表名义利率和实际利率做出的简单推导。但由于这两个指标都是市场交易的结果，存在很多交易性因素的影响。尤其是在美联储大规模 QE 的情况下，国债和 Tips 的价格都会因美联储的操作而出现一定程度的扭曲。

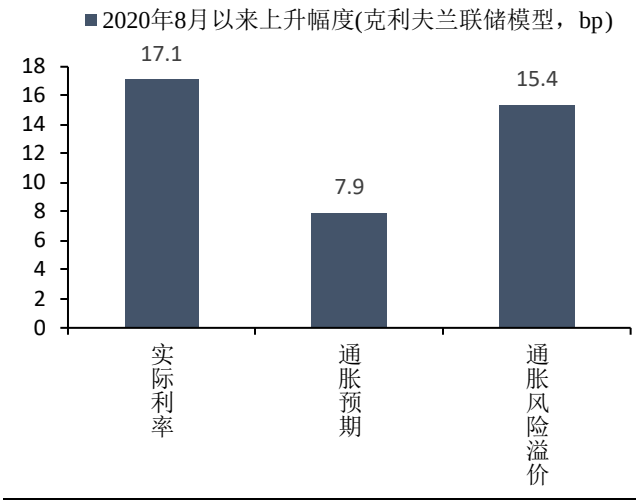
根据美联储提供的更详细的公式，名义利率=实际利率+通胀预期+通胀风险溢价。Tips 收益率=实际利率+Tips 流动性溢价。为了细化促使名义利率抬升的因素，我们参考克利夫兰联储对实际利率、通胀预期和通胀风险溢价的估算。克利夫兰模型更新频率为月度，最新更新于 2 月 12 日，所以我们用于分析 2 月前利率分项的走势。**从模型的结果来看，自去年 8 月实际利率最低点以来，实际利率和通胀预期上升的幅度并不高，分别为 17.1bp 和 7.9bp，而通胀风险溢价的因素不可忽视，上升幅度达到 15.4bp。而对 Tips 收益率进行拆解来看，实际利率在去年下行幅度远远不及 Tips 的下行幅度，Tips 流动性溢价的降低是导致 Tips 收益率下行的重要因素。**

克利夫兰联储的模型之中，通胀预期是基于两项通胀及经济的主观调查，以及通胀互换利率无套利模型等因子计算得到，兼顾主观与客观指标；实际利率是基于国债利率和通胀互换利率等因子计算得出，模型中不包含 Tips 收益率。其模型中输出的参数能够排除大多交易性偏差，可以作为参照。我们以此模型结果出发，可以得到以下结论：

第一，去年 Tips 收益率大幅下行的重要原因是流动性溢价的降低，即美联储购债扭曲了 Tips 的正常走势，而近期 Tips 收益率快速上升的原因之一则可能是美国新一轮财政刺激来袭而美联储未有扩大 QE 的意图，导致流动性溢价抬升。这一走势与 2012-2013 年极为相像，而当时的宏观背景也是美国 QE3 及“扭曲操作”干扰了 Tips 的市场定价，而后伯南克关于缩减购债的言论造成了“Taper Tantrum”，Tips 收益率迅速上升向模型中的实际利率复归。**也就是说，最近 Tips 快速上行背后重要原因是交易性行为，美联储在其中的操作和态度起到了决定性作用。**

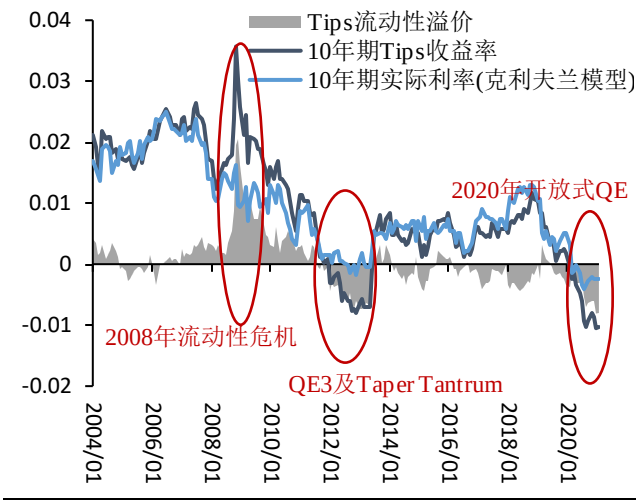
第二，美国目前真实的实际利率可能没有 Tips 显示的这么低，而真实的通胀预期也没有 BEI 显示的这么高。**如果大宗商品价格继续上升，则通胀预期还有上升空间。**

图 3：克利夫兰联储模型中各项对实际利率的贡献



数据来源：东北证券测算，克利夫兰联储

图 4：Tips 流动性溢价是左右 Tips 走势的重要因素



数据来源：东北证券测算，克利夫兰联储

从以上的分析可以看出，决定未来美债收益率走势的因素中，通胀预期、实际利率（经济预期）以及交易层面的因素都会起到至关重要的作用。通胀和经济是基本面的因素，财政和货币政策分别是交易层面的供给端和需求端。**我们认为对于未来的美债收益率而言，通胀和经济决定趋势，财政政策决定节奏，货币政策决定高度。**

2. 美国通胀将上升但不会失控

我们去年 10 月曾发布报告《一切通胀仍是货币现象——致美国终将到来的通胀》，其中指出美国通胀中枢将会显著抬升，但今年压力不会很大。后来美国通胀的走势与我们的预判基本一致。**但近期有两个重要的因素发生了变化，一是民主党意外横扫两院，导致大规模财政刺激计划来袭；二是去年年末新冠疫苗的试验结果大超预期，使得群体免疫有望提早实现。**这两项因素引发了通胀预期迅速抬升，大宗商品价格加速上涨，通胀提前到来。**我们认为今年全年通胀上升的压力都存在，但除去基数效应后不会过高。**

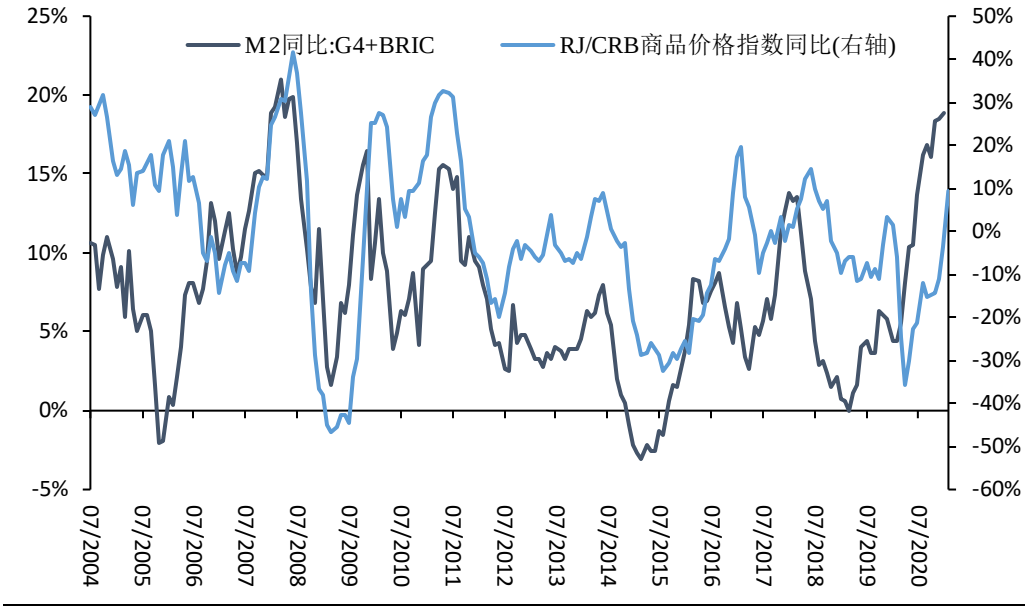
2.1. 通胀上行的动力将持续至下半年

2.1.1. 全球 M2 增速决定商品价格走势

通胀本质上仍是货币问题，全球大宗商品价格走势背后的决定因素是全球 M2 增速。我们计算了以美元计价的 G4 及金砖四国的 M2 总量，可以发现这一指标对商品价格具有明显的同步关系，部分时间段内具有领先性。当然其中不可忽视的因素是美元汇率的影响，比如 2017 年-2018 年一季度，全球并没有大规模放水，但人民币汇率出现了明显上升，所以以美元计价的中国 M2 升值较为明显，而中国的货币供应存量冠绝全球，导致全球以美元计价的 M2 同比也出现了较大幅度的上升。不过我

们并未因此而刻意滤掉汇率的影响，因为大宗商品以美元计价，非美国家汇率的变动也能直接影响其对大宗商品的购买力，比如 2017-2018 年因汇率导致的全球 M2 上升也推动了商品价格的上涨。

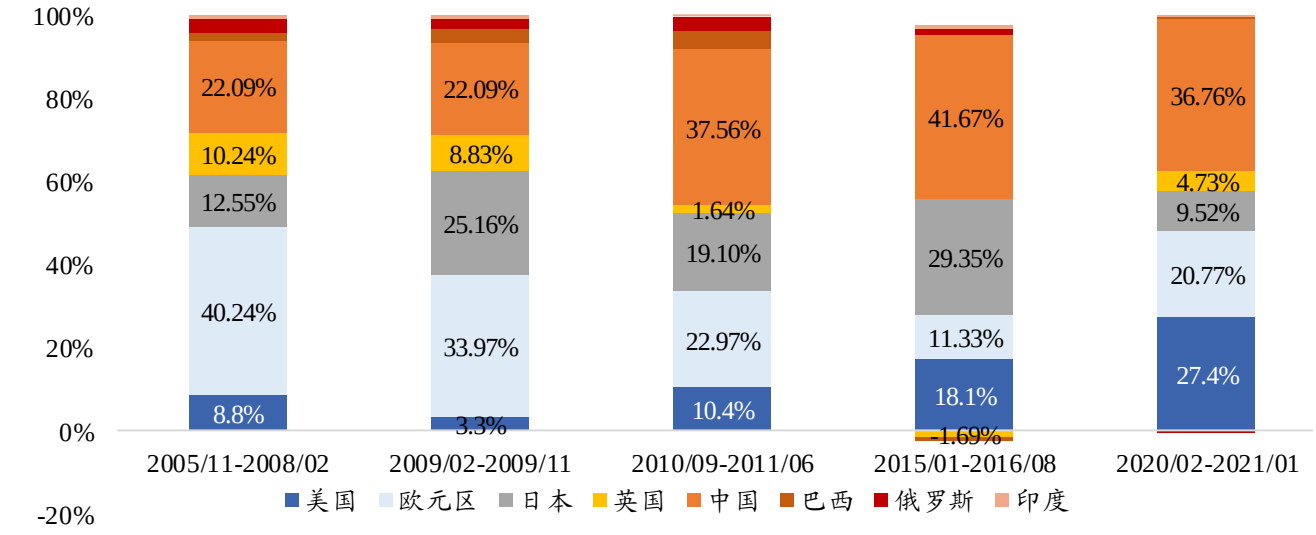
图 5：全球 M2 增速是大宗商品价格的根本决定因素



数据来源：东北证券，Wind，CEIC

本世纪以来几轮商品牛市均伴随着全球货币供应量的激增，其中 **2005-2008 年及 2009 年两轮货币放水中贡献度较大的为欧元区，2010-2011 年和 2015-2016 年全球货币供应上升的主要贡献国家是中国。**去年新冠疫情爆发以来，中国仍是全球 M2 上升的最大贡献国家，但其中很重要的原因是人民币汇率的大幅升值。美国在以往几轮放水中对全球 M2 的贡献实际不大，但本次的作用大幅上升。目前美国 M2 仍在持续上升的趋势之中，而且美国直接融资的比例较大，没有体现在 M2 之中但对实体需求的拉动作用很强，所以**在这一轮全球放水之中占据主导力量的是美国。**

图 6：本世纪以来每轮 M2 飙升期中各国 M2 的贡献度



数据来源：东北证券，CEIC

目前全球 M2 增速已经飙升至十几年来的高位，且作为本轮“水龙头”的美国仍在开闸放水，大宗商品价格仍有上涨的动力。

2.1.2. 制造业补库存仍未完成

全球货币政策的松紧决定了通胀的大方向，而 PPI 和 CPI 具体的拐点则是由经济运行的情况决定的。从 PPI 的角度来看，美国制造业和房地产补库存周期的开启是今年 PPI 的主要支撑。**美国库存总额同比与 PPI 同比走势基本一致**，可以认为库存周期是拉动 PPI 的重要因素。而今年正是库存周期向上的一年。

过去 20 年间比较典型的几次库存周期分别在互联网泡沫之后，金融危机之后，2016 年全球共振补库及去年新冠疫情后开启的新一轮库存周期。除 2016 年的库存周期外，其它几轮周期的特点均为经济危机导致库存水平降至非常低的位置。其中金融危机后库存去化程度最深，补库持续的时间也相对更长。2016 年的库存周期中经济没有经历明显衰退，库存去化程度最浅。**本轮制造业补库周期中，制造商库存、批发商库存和零售商库存呈现出明显的分化，这是由于美国的疫情防控和财政刺激造成了“消费强、生产弱”的特点，与终端消费相关的零售商库存快速下降，而制造商库存则由于开工受阻而降幅较小。**

从历史经验来看，补库存的周期一般要持续 12 个月以上，最长可达 24 个月左右。去年美国零售商、批发商、制造商库存的同比低点分别在 6-9 月出现，所以**今年美国制造业补库的进程应至少持续至下半年，而这一过程中对 PPI 都将有持续支撑。**

图 7：美国库存周期与 PPI 相关度极高

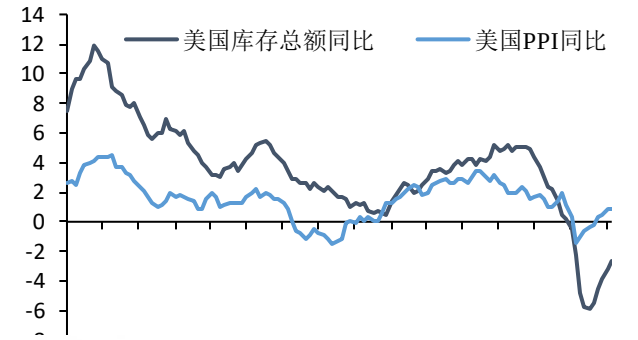
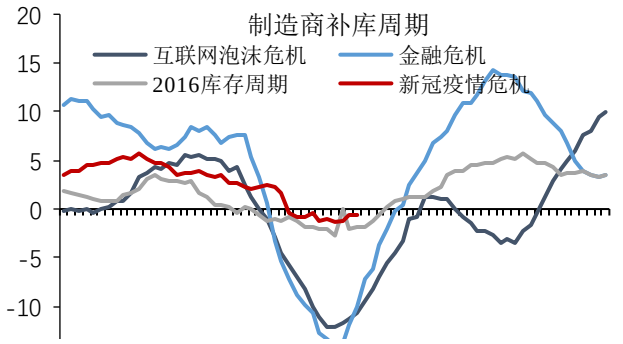


图 8：美国每轮制造商补库存周期比较



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_17512