

宏观点评

美债收益率后续怎么看？对美股影响多大？

事件：近期 10Y 美债收益率持续回升至 1.5%，引发全球股市大幅下跌。

核心结论：

1、美债收益率的核心影响因素是经济表现、通胀预期、货币政策。

在前期报告《美债收益率上行会有多快？——兼评 1 月 FOMC 会议》中，我们曾指出美债收益率的中长期走势主要由经济表现、通胀走势、货币政策共同决定，需要注意的是，美债反映的是经济的边际变化，而非同比增速；此外，美债反映的是市场对于未来通胀的预期，因此美债收益率往往领先通胀变化。具体来看，美债收益率与美国 PMI、美国通胀预期（美债与 TIPS 利差）的走势均高度一致，而在美国 PMI 抬升叠加通胀预期回升时，美债收益率往往快速上行，这也是过去几个月对应的情形。

往后看，三大因素对美债的影响情况分别如下：

>**经济表现：**当前美国制造业 PMI 已达历史顶部区域，服务业 PMI 处在较高水平，距离历史顶部尚有一定空间；与此同时，ECRI 领先指标增长年率已达历史第二高位，仅小幅低于 2009 年。这反映出美国经济仍趋于进一步改善，但相较于过去几个月，经济改善的边际速度将有所放缓，从而美债收益率上行动能将有所减弱。

>**通胀预期：**当前 10Y 美债与 10Y TIPS 利差已达 2.2%，相对应地，2008 年美国 CPI 同比达 5.6%、2011 年美国 CPI 同比达 3.9% 时，这一利差最高点均为 2.6% 左右。这表明当前市场的通胀预期已经非常高，且当前的美债收益率已经反映了这一预期。在通胀预期进一步抬升空间有限的情况下，美债收益率的上行空间也相对有限。

>**货币政策：**从目前美联储的表态来看，年内缩减 QE 的可能性较小。参考 2008 年后 3 轮 QE 的经验，在美联储开始 QE 后一段时间内，美债收益率均持续上行，原因在于经济触底反弹和通胀预期抬升；而在 QE 进行到一半时，美债收益率会重新下行；QE 结束之后，美债收益率下行趋势被遏止，但也并未出现大幅反弹。参照历史规律，若美联储在年内不会缩减 QE，则后续美债收益率大概率还会经历一轮下行。

2、美债看空情绪已开始缓和，收益率短期可能继续小幅上行，中期大概率再次下行。

由于对经济前景和通胀的预期不断上调，10Y 美债收益率自去年 8 月的 0.5% 持续上行至目前的 1.5%，收益率的持续上行导致做空美债交易盛行。摩根大通的美债投资净多头指数自 2020 年 10 月以来持续为负，表明投资者对美债的头寸表现为净空头，且该指标在今年 2 月初达到 -20，为 2018 年以来的最低水平，做空交易拥挤也在一定程度上加剧了美债收益率的上升幅度。目前 10Y 美债收益率已经超过了标普 500 指数的股息率，对于配置资金而言美债已具备较强的吸引力，净多头指数也在 2 月 22 日收敛至 -4，表明投资者对美债的看空情绪已经明显缓和。

综上分析，短期内，由于通胀预期还有小幅提升的空间，且经济不会立刻出现明显放缓，美债收益率有望继续小幅上行，但速度会明显减弱；二季度开始，当美国通胀高点过后，伴随未来通胀预期回落以及经济开始边际放缓，美债收益率大概率再度经历一轮下行。维持此前观点：2021 年底 10Y 美债收益率大概率处在 1.5%-1.8%。

3、美股当前不存在严重泡沫，美债收益率上行导致的“杀估值”效应有限。

历史经验显示，美债收益率快速上行导致的“杀估值”效应，主要集中在美联储收紧货币政策期间；而货币政策宽松周期内，美债收益率上行往往伴随着美股 PE 的同步上行，背后反映的是盈利预期的改善。当前标普 500 指数 PE 处在历史最高点，主要是因为过去一年盈利大幅萎缩，并且 PE 并不能反映货币环境的变化。若以标普 500 指数/美国 M2 来衡量相对货币供应量的美股估值，这一比值目前仅处在 2017 年以来的中位数水平，仍低于 08 年和 01 年。因此，由于巨额货币宽松，当前美股并不存在严重泡沫，但高 PE 也确实让美股更加脆弱。往后看，美股需要较长时间的盈利修复来消化高估值，因此整体表现不会太好；但鉴于美联储仍将维持宽松、美债收益率后续上行空间有限，美股不存在持续大幅回调的风险，对全球股市冲击也有限。

风险提示：美国经济超预期强劲；美国通胀超预期抬升。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

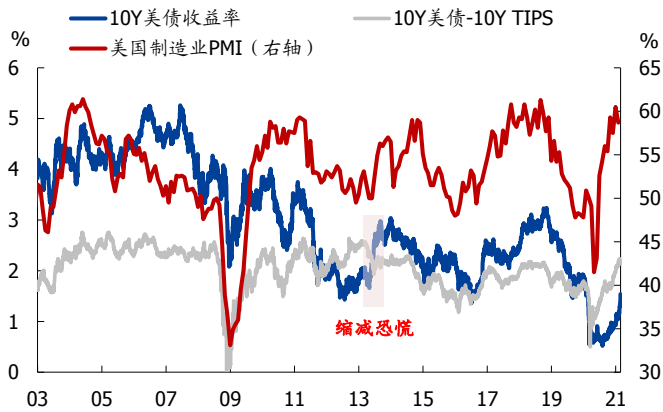
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美债收益率上行会有多快？——兼评 1 月 FOMC 会议》2021-1-28
- 2、《美联储对经济更乐观，但政策转向尚早——12 月 FOMC 会议点评》2020-12-17
- 3、《大选未定，美联储将保持观望——11 月 FOMC 会议点评》2020-11-6
- 4、《预期改善，鸽声不足——9 月 FOMC 会议点评》2020-9-17
- 5、《美联储公布货币政策新框架，有何新意？》2020-8-28



图表1: 美债收益率与美国制造业 PMI、通胀预期走势高度一致



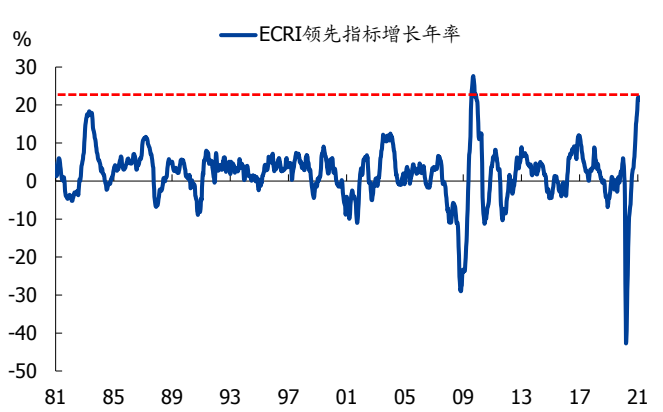
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 当前美国制造业和服务业 PMI 均已反弹至历史高位



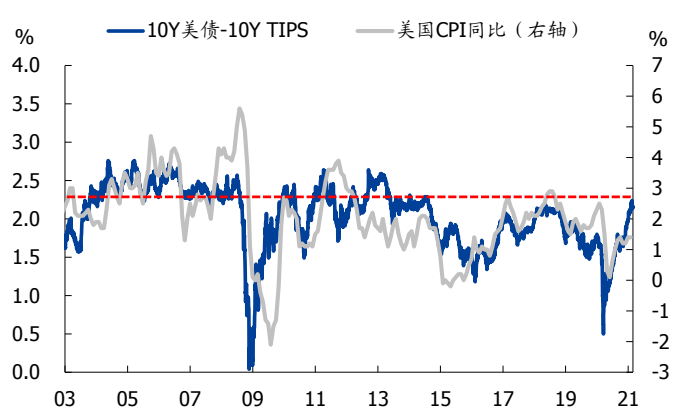
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 后续美国经济边际改善速度将有所放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 美国通胀预期进一步抬升空间有限



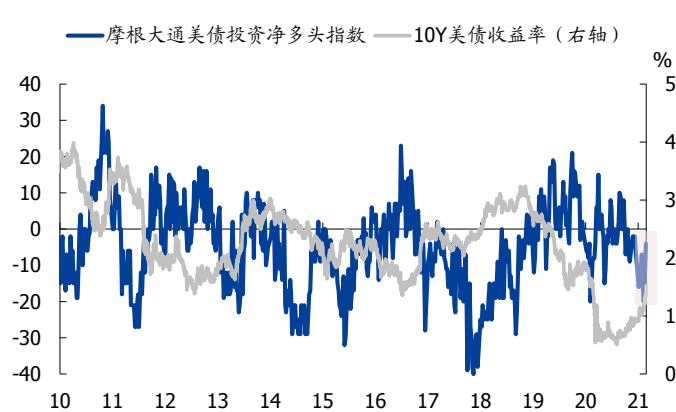
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 只要美联储年内不缩减QE, 美债收益率大概率再次下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 当前美债看空情绪已有所缓和



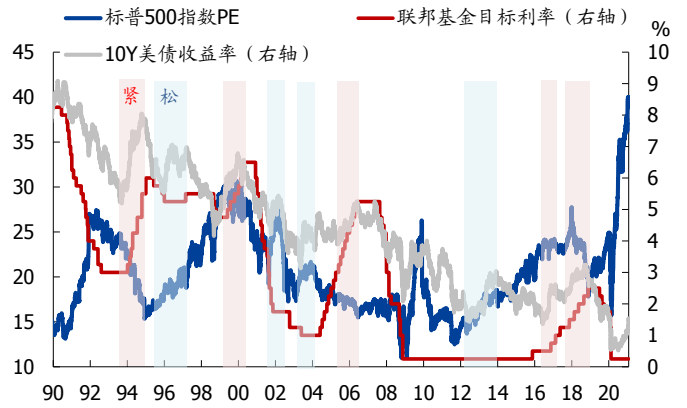
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表7: 当前10Y美债收益率已超过标普500股息率



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表8: 货币宽松周期内, 美债收益率上行的“杀估值”效应有限



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 由于巨额货币宽松, 当前美股并不存在严重泡沫



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

美国经济超预期强劲; 美国通胀超预期抬升。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

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_17868



云报告
https://www.yunbaogao.cn