

美股是否患有联储依赖症？

报告导读/核心观点

近期通胀预期上升引发投资者对联储政策转向担忧，美股价格受流动性预期反复影响波动较大。我们继续维持 Q2 可能出现宽松拐点的判断，预计美股将对美联储 Q2 的前瞻指引保持高度敏感，议息会议前后资产波幅将明显扩大；美债收益率短期仍将上行。

□ 美股连续上涨后，投资者开始担心当前估值水平的可持续性

美股估值当前处于历史高位，纳斯达克市盈率水平达 70，是 2003 年后最高水平；道琼斯滚动市盈率 30.79，逼近历史最高位。受估值高企影响，投资者对美股可持续性的担忧情绪逐渐增强。从期货持仓看，标普 500 投机性净持仓自 2020 年 12 月以来持续转空，当前空头净持仓已扩大至约 8 万张合约；纳斯达克投机性净持仓在最近 5 个交易日同样呈现多头情绪退潮，当前多头净持仓下降至约 2.1 万张合约。

□ 美股担心的不是通胀，而是通胀可能导致美联储政策收紧

投资者当前对美股外生因素的忧虑并非来自通胀本身，更多源自于通胀持续升温后美联储潜在的政策转向风险。2020 年 8 月前，美联储对于通胀和失业率两项政策目标均有清晰的阈值指引，前者锚定 2% 的 PCE 增速，后者根据经济动态调整并在议息会议的经济预测中发布。自美联储在 2020 年 8 月转向平均通胀目标制后，一直未就该项制度的实施细则给予明确指引，这也导致投资者对于美联储的通胀容忍度处于揣测状态。伴随美债收益率的快速上行，当前美国 10 年期国债隐含的长期通胀预期已达 2.16%，逼近过去 8 年最高水平，高于美联储的平均通胀目标水平，短期内可能仍有进一步上行趋势，这也使得投资者对于通胀预期上行引发美联储政策转向的担忧持续升温。

□ 鲍威尔听证会鸽声嘹亮优于此前市场预期，会后美股、贵金属 V 形反转

伴随近期通胀预期迅速上升，博弈联储政策转向的投资者正在增加。从 CME 期货隐含加息概率看，4 月 28 日联储加息 25BP 概率已升至 4.1%，12 月 15 日加息 25BP 概率升至 10.1%，加息 50BP 概率升至 0.5%。虽然概率极低，且年内大概率不会有加息发生，但 2021 年以来联邦基金利率期货的走势仍说明市场预期正在边际转向（2020 年末尚无资金博弈 2021 年加息概率）。此外，近期部分联储官员的讲话也传达出年内宽松缩量的信号。在此背景下，投资者逐渐计价美联储转向预期，美股也在本周持续下挫，但鲍威尔在 2 月 22 日国会听证会中表态仍保持鸽派，继续重申两大经济目标出现实质性好转前将继续维持当前购债速度，且当前的经济状况距离“实质性好转”仍需时日。这一表态对于量化宽松的态度优于此前市场预期，发声后美股和金银价格均出现 V 形反转。

□ 美股预计对美联储二季度预期引导高度敏感，议息会议前资产价格波幅预计放大对于美联储货币政策，我们继续维持此前判断：Q1 维持当前速度扩表，Q2 可能迎来宽松速率的拐点，下半年可能逐步停止扩表并通过扭曲操作（买入长债并卖出等量短债）重点控制长端收益率。宽松缩量早于市场预期的核心因素是财政淤积资金支出将带来 1.2 万亿美元基础货币增量，这一规模与 2020 年 QE 带来的基础货币增量几近相当，美联储持续宽松必要性下降。节奏方面主要配合是疫苗注射进度以及群体免疫的时点开展。在此情况下，美股预计对美联储二季度的前瞻指引保持高度敏感，会议前后资产价格波幅可能明显放大。

近期美债收益率快速上行符合我们此前判断，即上半年复苏预期叠加财政刺激加码加速推升收益率上行；下半年经济修复斜率走平叠加美联储扭曲操作，收益率趋于震荡。Q2 末 10 年国债收益率可能逼近年内高点，可能为 1.5%-1.6%。

□ A 股更受美股影响而非美债收益率

从传导路径上看，美债收益率影响 A 股的直接传导方式是美债上行影响美股走势继而连带对 A 股形成压力；并非美债收益率上行导致中美利差收窄，扰动国际收支继而影响我国央行利率决策。换言之，直接影响 A 股走势的是美股而非美债收益率，A 股投资者应该更多关注美股而非美债走势。

风险提示：疫苗注射进度不及预期导致宽松周期超预期延长

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《财政冗余释放可能导致扩表逐渐不及预期》2021.01.28

报告撰写人：李超

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_17929

