研究所
证券分析师: 靳毅 S0350517100001
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn
联系人 : 吕剑宇 S0350119010018
021-60338175 lvjy@ghzq.com.cn

利率上行会压缩美股估值吗？

——海外宏观周报（20210201-20210207）

投资要点：

■ **利率上行会压缩美股估值吗？**

美国当地时间 2 月 5 日，新一轮刺激计划取得重大进展，当日股债齐升。

尽管名义利率不断上行，而实际利率却处于历史低位。从历史上来看，实际利率与估值呈现反向关系。实际利率的上行往往会压降估值水平；而实际利率下行时期，估值水平会得到抬升。**因此，当前的低实际利率水平为美股估值走高创造了条件。**

那么，实际利率在什么样的情况下才会抬升，进而影响美股估值水平呢？**我们认为，实际利率水平主要受两方面影响：1、经济自身的运行、2、货币政策干预。**

对比次贷危机后，美联储先退出 QE，等到就业率接近充分就业时再提出加息的情况，未来美联储可能率先减小购债规模。在经济尚在复苏初期阶段，相比升息，美联储更可能率先从缩减购债来收紧货币政策，以对冲金融风险，**届时实际利率的上行，将使得目前普遍较高的估值出现回调。**

■ **上周新公布重要数据** 欧盟公布 1 月制造业 PMI，录得 54.8，较上期下降 0.4；1 月份欧盟失业率录得 7.5%，与上期持平；欧盟四季度 GDP 同比下降 5.1%。美国 1 月制造业 PMI 录得 58.7，较上期回落 1.8；1 月份失业率录得 6.3%，较上期下降 0.4 个百分点；上周初次申请失业金人数有所回落，录得 77.9 万人，较上期下降 3.3 万人。

■ **美联储基准利率预期** 截至 2 月 6 日，联邦基金基准利率期货隐含升息预期回落，今年 9 月份、11 月份、12 月份加息至 25-50BP 概率分别为 8.20%、8.10%、8.10%。

■ **疫情方面** 主要国家单日确诊继续下降。疫苗接种方面，以色列和阿联酋百人接种率依旧最高，分别达 59.92%和 39.09%。美国和英国的百人接种率紧随其后，分别达 12.34%和 17.93%。

■ **风险提示** 金融市场系统性风险、新冠疫情变化。

1、 利率上行会压缩美股估值吗？

美国当地时间 2 月 5 日，民主党在众议院以 219 票对 209 票通过了之前在参议院获批的预算决议，新一轮刺激计划获得重大进展。当日，纳指、标普 500 盘中均创新高。同时，10 年、30 年期美债收益率也持续上升，分别收于 1.19%、1.97%。

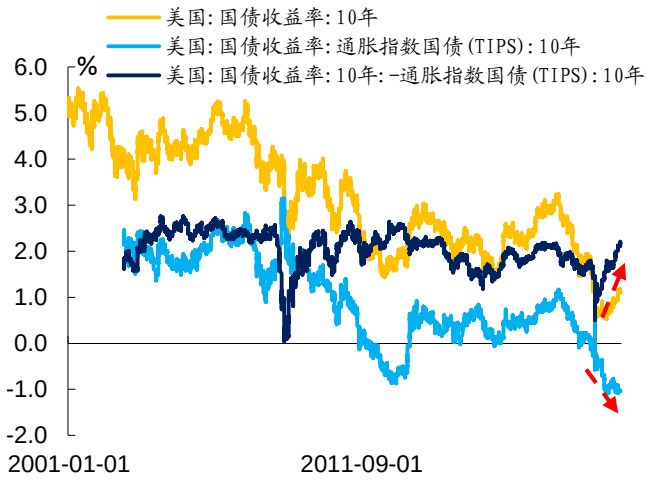
图 1：新一轮刺激计划取得重大进展，股债齐升

资料来源：WIND、国海证券研究所

1.1、 实际利率是影响估值的主要因素

随着美股的持续走高，估值也已经来到了历史高位，在长端利率上涨的背景下，一般直觉应该是估值水平的降低。但其实不然，从 10 年期 TIPS 收益率上来看，当前实际利率仍处于历史低位。

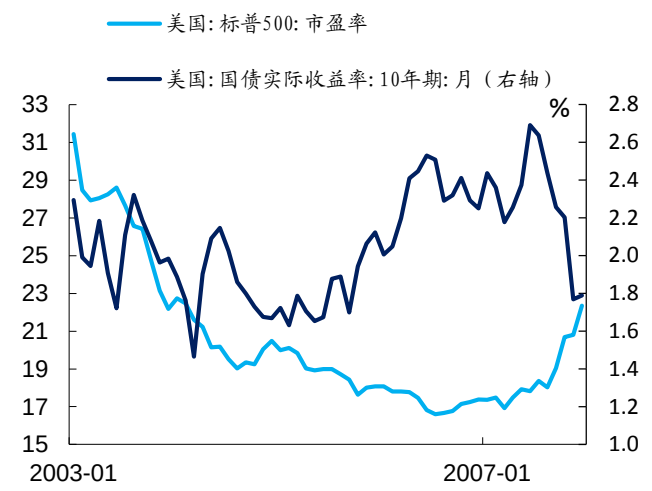
图 2：目前实际利率处于低位



资料来源：WIND、国海证券研究所

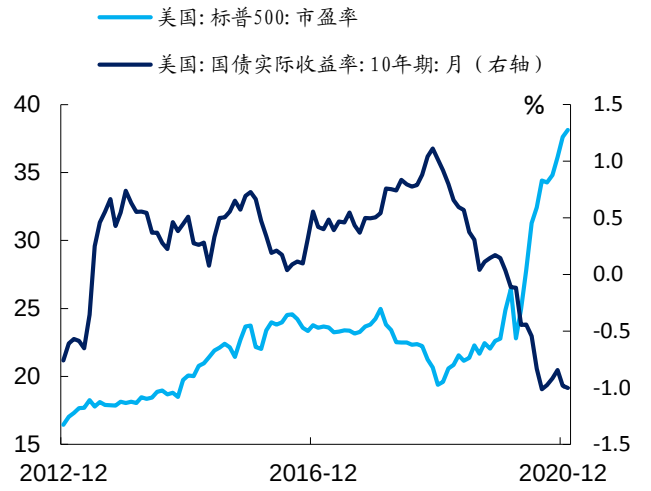
从历史上来看，实际利率与估值呈现反向关系。实际利率的上行往往会压降估值水平；而实际利率下行时期，估值水平会得到抬升。**因此，当前的低实际利率水平为美股估值走高创造了条件。**

图 3：2008 年以前实际利率与估值



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4：2008 年以后实际利率与估值



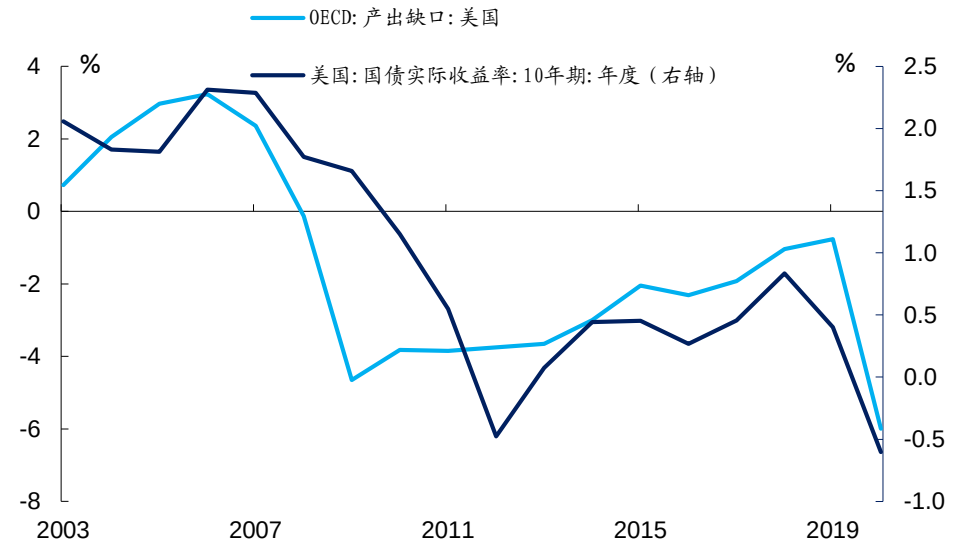
资料来源：WIND、国海证券研究所

1.2、影响实际利率的两大因素

那么，实际利率在什么样的情况下才会抬升，进而影响美股估值水平呢？**我们认为，实际利率水平主要受两方面影响：1、经济自身的运行、2、货币政策干预。**

从经济的自身运行上来看，实际利率水平和经济周期息息相关。实际利率反应了资金的真实成本，在经济运行火热时，实际利率趋于上行，反应了资金成本的上升。

图 5：产能缺口和实际利率走势高度相关



资料来源：WIND、国海证券研究所

货币政策方面，美联储实行货币政策也将对实际利率产生较强影响。在 2008 年至 2012 年四轮 QE 期间，实际利率大幅下行，而在美联储预告退出 QE 后又极具反弹。

图 6：短期内货币政策影响实际利率水平

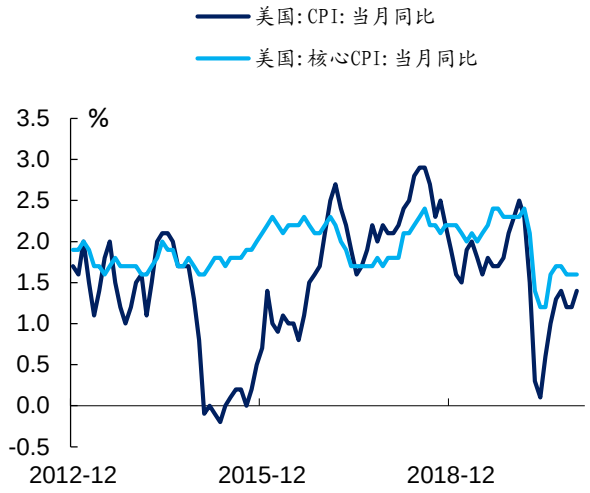
资料来源：WIND、国海证券研究所

1.3、 估值回调将从美联储缩减购债开始

结合以上观点来看，**首先，**由于当前实际产出低于潜在产出，从长周期经济运行角度来看，实际利率不具备持续上行的条件。

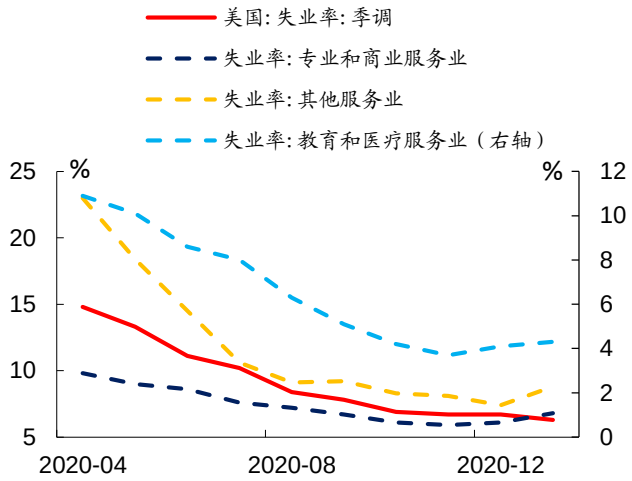
其次，从货币政策上来看，短期内美联储加息的可能性不大。目前通胀水平远不及美联储先前设定的 2%。其次，就业数据也差强人意，根据上周最新披露的美国失业率数据来看，虽然从先前 6.7%下降至 6.3%，但是仍处于历史高位，距离 2018 年美联储提及的 4.7%充分就业尚有一定距离，并且，从结构上来看服务业就业表现持续疲软。**因此，短期内，在美国经济复苏尚处于前期，更不可谓过热的情况下，美联储加息的概率不大。**

图 7：通胀水平低迷



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8：服务业就业情况差强人意

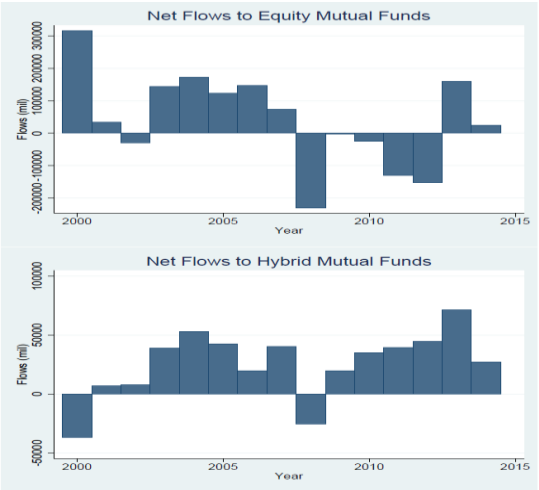


资料来源：WIND、国海证券研究所

然而，对比次贷危机后，美联储先退出 QE，等到就业率接近充分就业时再提出加息的情况，我们认为，未来美联储可能会率先减小购债规模。

在第三轮量化宽松后，失业率仍处高位，通胀依旧低迷，但美联储已经察觉到了金融风险的提升，**流动性的释放造成了大量热钱涌入股票及混合型公募基金。**为了降低金融风险，时任美联储主席伯南克于 2013 年 5 月 22 日宣布将逐渐缩减 QE

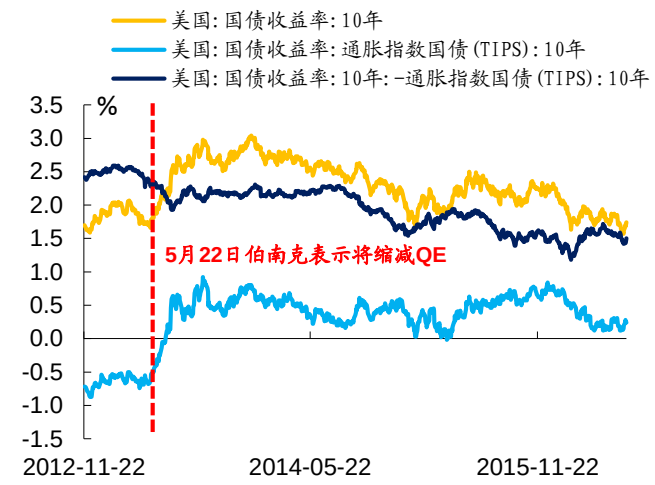
图 9：股票型和混合型基金有大量净流入



资料来源：美联储、国海证券研究所

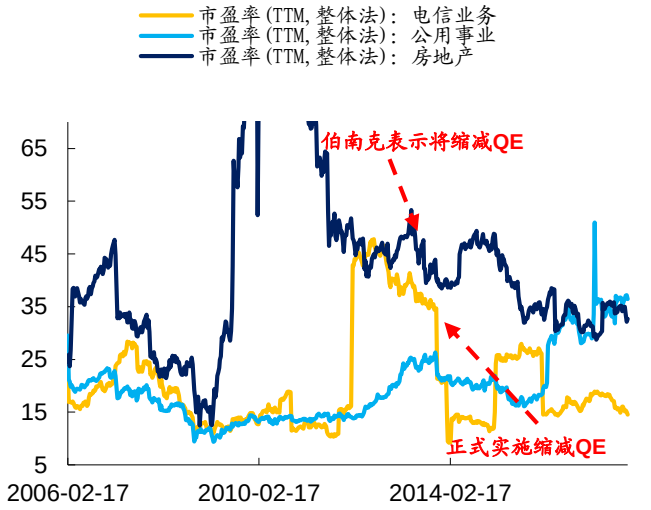
突然超预期缩减流动性造成了两大后果：**1、利率上行。2、前期估值较高的周期性行业大幅回调。**

图 10：宣布缩减 QE 后通胀预期下跌



资料来源：WIND、国海证券研究所

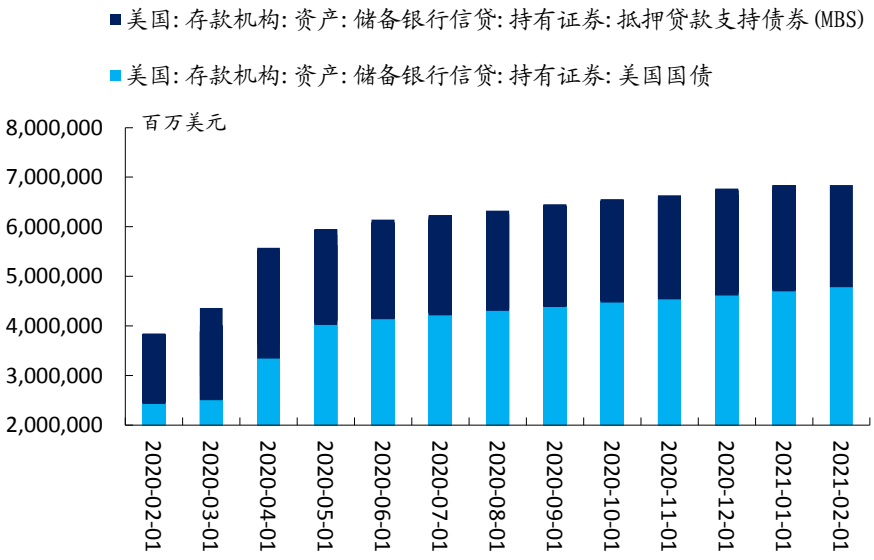
图 11：高估值周期性行业迎来回调



资料来源：WIND、国海证券研究所

从 2020 年 3 月起，美联储变持续大规模购债，向市场释放流动性。上周“散户绞杀机构”事件或许已经表明目前美国金融市场已经出现局部过热，因此，在经济尚在复苏初期阶段，**相比升息，美联储更可能率先从缩减购债来收紧货币政策，以对冲金融风险，**届时实际利率的上行，将使得目前普遍较高的估值出现回调。

图 12：美联储购债投放流动性



资料来源：WIND、国海证券研究所

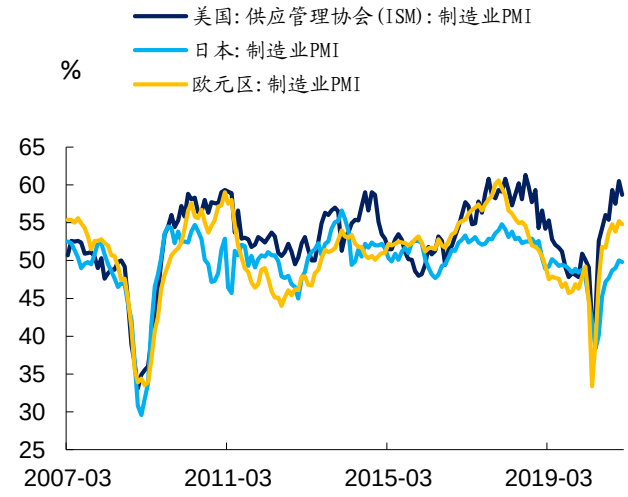
2、 全球经济指标追踪

2.1、 生产情况

1 月份美国制造业 PMI 录得 58.7，较上月回落 1.8。。日本制造业 PMI 录得 49.8，较上月下降 0.2。欧元区制造业 PMI 录得 54.70，较上月下降 0.5。

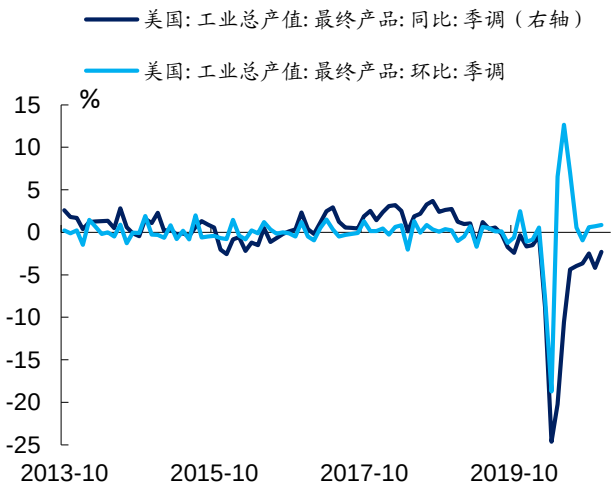
美国工业总产值方面，美国 12 月份工业总产值同比增速录得-2.30%，较 11 月同比增速上升 1.89 个百分点；美国 12 月份工业总产值环比增速录得 0.86%，较上月上升 0.14 个百分点。

图 13： 美日欧制造业 PMI



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 14： 美国工业总产值同比及环比



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.2、 库存情况

11 月份美国制造商库存同比下降 0.7%，环比上升 0.74%；日本产成品存货率指

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_18155