

美债利率上行对抱团股影响

宏观专题报告

2021年03月29日

报告摘要:

● 外资进出对抱团股有一定影响

自陆股通开通以来,外资大量进入中国股市,并喜欢持有以白酒和医药为代表的抱团股。特别是去年疫情之后,由于欧美货币大幅宽松,外资加速流入A股的进程,成为抱团股上涨助力。以A股市值最高的贵州茅台为例,外资持有贵州茅台的比例长期高于公募基金,仅次于茅台集团。由于外资占比较高,以茅台为代表的抱团股股价与外资流入流入有一定关联。

● 美债利率上行对成长型抱团股有一定冲击

如果说外资配置消费型抱团股主要是为了确定性,外资配置成长型抱团股主要是看中其增长性,因此二者估值逻辑有较大不同。外资在配置A股成长型抱团股的时候将成长型抱团股视为美股科技股的替代品,以新能源为代表的成长型抱团股以及创业板走势与纳斯达克有一定关联。统计历史上每次美债利率快速上行期纳斯达克表现,可以发现,美债利率每上行100BP,纳斯达克下跌20%-30%左右,因此美债利率上行可能也会对A股成长型抱团股造成一定冲击。

● 假如强美债遇上强美元,成长股可能承压

纵观近5年来资本市场历史,当强美元和强美债同时出现时,成长股往往会受到一定冲击。比如2016年下半年,美元指数从94左右冲高至102左右,美债利率从1.3%左右冲高至2.6%左右(上行130BP左右),创业板下跌了20%左右。再比如2018年,美元指数从90左右冲高至97左右,美债利率从2.5%左右冲高至3.2%左右(上行70BP左右),创业板则下跌了30%左右。

● 2021年成长股或能跑赢创业板

过热场景下,成长股估值可能会受到一定压制,春节以来白酒、医药、新能源板块均所下跌。相比之下,但金融股和顺周期板块却能迎来盈利修复的行情,特别是去年估值被压低的银行股,今年将同时受益于经济基本面改善和货币政策收紧双重利好。我们继续维持2021年金融股大概率跑赢创业板的观点。

● 风险提示:

疫情反弹、美国财政刺激超预期、货币政策超预期收紧等。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127665

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理:顾洋恺

执业证号: S0100119110016

电话: 010-85127665

邮箱: guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

1	美债利率对抱团股有什么影响？	3
1.1	外资进出对抱团股有一定影响	3
1.2	美债利率是消费型抱团股估值上限	4
1.3	美债利率上行会冲击成长型抱团股估值分母	5
2	美债利率有破 2% 风险	6
2.1	疫苗接种加速，美债实际利率有较大回升空间	6
2.2	美国通胀预期或长期维持在 2% 以上	7
2.3	下半年美债利率或突破 2%	8
2.4	假如美联储提前退出宽松，全球高估值股票可能承压	8
3	如果强美债遇上强美元	11
3.1	疫苗接种时间差或导致美国经济复苏快于欧盟	11
3.2	欧美经济复苏时间差或导致下半年美元有走强风险	11
3.3	如果强美元遇上强美债，成长股可能承压	12
4	2021 年宏观场景可能处于过热阶段	13
4.1	过热场景——经济走强、通胀上行、货币收紧	13
4.2	过热场景下 A 股延续风格轮动行情	13
	风险提示	14
	插图目录	15

1 美债利率对抱团股有什么影响？

1.1 外资进出对抱团股有一定影响

外资喜欢持有抱团股。自陆股通开通以来，外资大量进入中国股市，并喜欢持有以白酒和医药为代表的抱团股。特别是去年疫情之后，由于欧美货币大幅宽松，外资加速流入A股的进程，成为抱团股上涨助力。以A股市值最高的贵州茅台为例，外资持有贵州茅台的比例长期高于公募基金，仅次于茅台集团。由于外资占比较高，以茅台为代表的抱团股股价与外资流入流入有一定关联。

表 1：2021 年 3 月外资持仓最高的 20 支股票

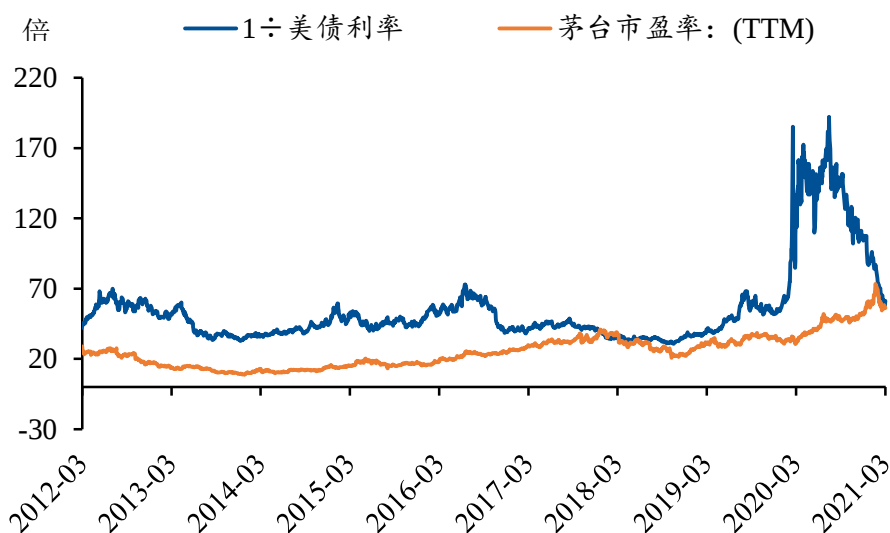
证券简称	持仓市值（亿元）	占总市值比例（%）
贵州茅台	1915.2	7.6
美的集团	1089.8	19.0
中国平安	690.7	4.7
格力电器	672.9	18.2
招商银行	663.0	4.9
恒瑞医药	627.6	13.4
中国中免	584.5	10.0
五粮液	548.4	5.4
宁波银行	543.1	22.9
宁德时代	475.4	6.7
平安银行	447.7	10.9
长江电力	404.2	8.5
三一重工	342.1	11.3
伊利股份	315.7	13.3
中国太保	293.5	8.0
海天味业	289.9	6.0
隆基股份	280.0	9.4
迈瑞医疗	262.1	5.9
爱尔眼科	233.6	9.8
药明康德	210.9	7.0

资料来源：民生证券研究院整理

1.2 美债利率是消费型抱团股估值上限

美债与消费抱团股有一定替代关系。抱团股分为以白酒、医药为代表的消费型抱团股和以新能源为代表的成长型抱团股，外资持有消费型抱团股主要是看中其确定性，可以充当类似黄金一样的避险资产。在去年美联储宽松的背景下，美债利率大幅下跌，A股消费型抱团股价值凸显，引起外资认购。以茅台为例，茅台具有类债属性，美债利率是茅台股价估值上限。对外资来说，当美债利率是2%时，茅台估值必须低于50倍（ $1 \div 2\%$ ）时，外资才有动力去配置茅台。假如此时茅台估值是60倍，那外资持有美债可获得2%的稳定收益，而持有茅台仅能获得1.67%（ $1 \div 60$ ）的年化稳定收益。因此美债利率是茅台估值上限。可以看到2018年初，由于美债利率上行，导致估值上限被压低，茅台结束了长达2年半的牛市，股价下跌。再比如今年2月，由于美债利率上升，茅台价格也出现下跌。这因此如果以中债为基准，去年年底茅台股价偏高；但以美债为基准，去年年底茅台股价处于合理位置。

图1：美债利率是茅台估值上限



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国信用债与消费型抱团股有一定替代关系。对于外资来说，由于以茅台为代表的消费型抱团股具有类债属性，外资在做资产配置的时候会将茅台作为美国高等级信用债的替代品，从历史走势来看，美国高等级信用债估值和茅台估值走势有一定关联。比如去年下半年美国高等级信用债利率中枢大约是2.5%左右，对应估值为40倍（ $1 \div 2.5\%$ ），茅台以2021年盈利为基准的估值大约也是40倍左右，二者较为匹配。但从2021年以来美国高等级信用债利率开始上升，带动茅台估值高位回落。

图 2：美国高等级信用债与茅台估值走势有一定关联



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 美债利率上行会冲击成长型抱团股估值分母

美债利率上行对成长型抱团股有一定冲击。如果说外资配置消费型抱团股主要是为了确定性，外资配置成长型抱团股主要是看中其增长性，因此二者估值逻辑有较大不同。外资在配置 A 股成长型抱团股的时候将成长型抱团股视为美股科技股的替代品，以新能源为代表的成长型抱团股以及创业板走势与纳斯达克有一定关联。统计历史上每次美债利率快速上行期纳斯达克表现，可以发现，美债利率每上行 100BP，纳斯达克下跌 20%-30% 左右，因此美债利率上行可能也会对 A 股成长型抱团股造成一定冲击。

图 3：创业板与纳斯达克走势有一定关联



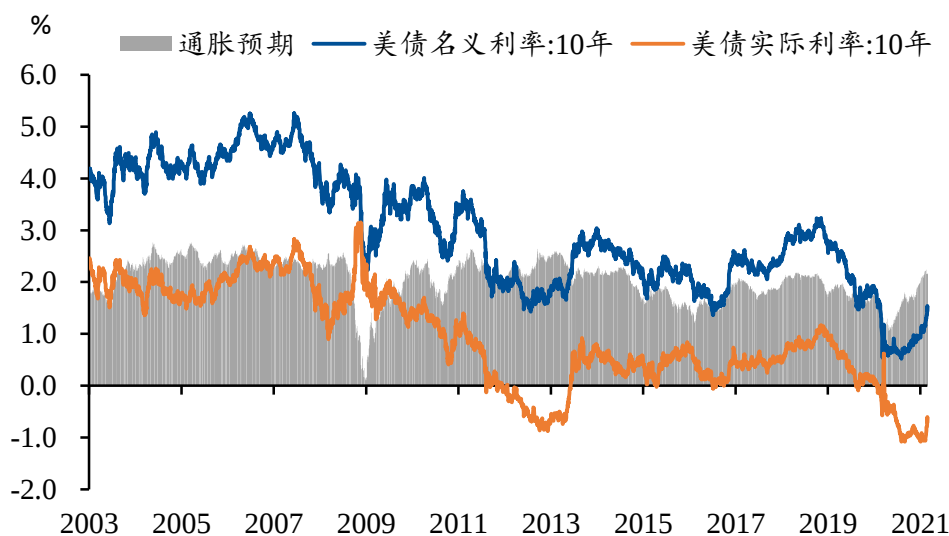
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 美债利率有破 2% 风险

2.1 疫苗接种加速，美债实际利率有较大回升空间

美债名义利率=美债实际利率+通胀预期。十年期美债利率=实际利率+通胀预期+期限利差，其中实际利率与经济基本面关联较大，通胀预期反映市场对未来通胀走势的看法，期限溢价与美国财政和货币政策有关。今年以来美债利率上行两大动力，一个是实际利率上升，另一个是通胀预期走高。

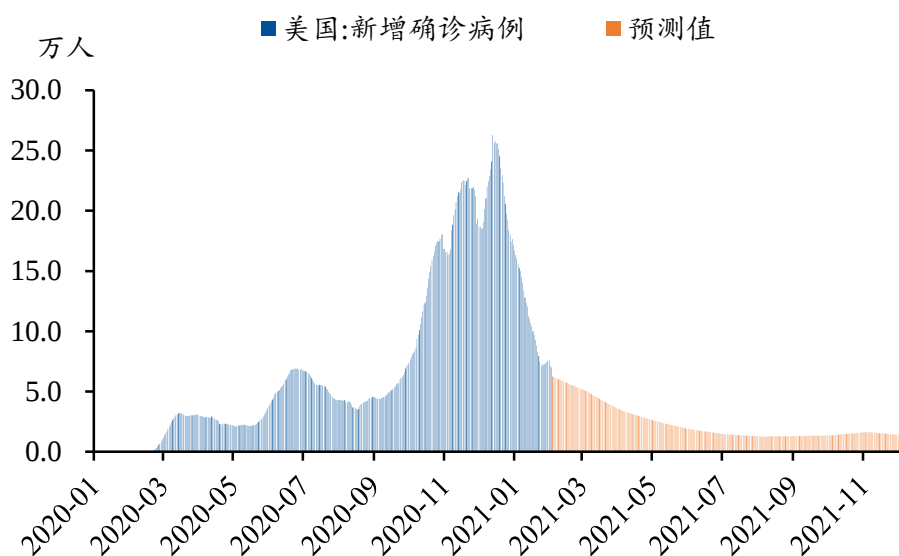
图 4：美债名义利率=实际利率+通胀预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

疫苗接种有利于经济复苏，带动实际利率上升。拜登上任以来，美国疫苗接种速度有所加快，现已提升至 250 万剂/日，按此接种速度，今年 7 月美国即可实现群体免疫，疫情得到控制后美国经济有望恢复常态化，而经济常态化水平下美国实际利率通胀都在 0% 以上，因此我们预计到今年年底美国十年期国债实际利率有望由负转正。在某种程度上，随着美国疫情得到控制，美联储提前退出宽松的概率也在提高，这可能会对全球高估值股票造成一定冲击。

图 5：疫苗+气温回升有利于疫情控制



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 美国通胀预期或长期维持在 2%以上

货币宽松助推通胀上行。去年疫情以来，欧美货币政策开启宽松模式，导致流动性泛滥。今年以来，由于疫苗接种加快+美国 1.9 万亿财政刺激+OPEC 继续执行减产协议，油价中枢突破 60 美元/桶，带动美国通胀预期走强。历史上历次美联储宽松均会导致通胀上行，未来来看，在美联储退出宽松走强，通胀预期可能长期处于 2%以上。

图 6：美股通胀预期与油价有一定关联



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 下半年美债利率或突破 2%

通胀上升+经济复苏或共同推动美债破 2%。由于通胀预期可能处于 2% 以上，且美国十年期国债实际利率可能随着经济复苏逐渐恢复至 0% 左右，下半年十年期美债名义利率有破 2% 风险。可能会对股市估值造成冲击，冲击程度取决于美债利率上行速度。如果上行速度较慢，估值回落可能会与盈利提升对冲，股价影响较小；如果上行速度较快，估值回落可能会发生在盈利释放之前，对股市造成冲击。

2.4 假如美联储提前退出宽松，全球高估值股票可能承压

全球股市走势与美联储货币政策关系较大。2020 年 4 月以来全球股市均呈牛市行情，很重要的原因在于美联储货币宽松政策。另一方面，美联储货币宽松与美国疫情走势有一定关联，当美国疫情恶化时，美联储维持宽松政策的必要性提升；当美国疫情改善时，美联储提前收紧货币政策的可能性提升。美国疫情影响了美联储货币政策，美联储货币政策又对 A 股抱团股产生一定影响，可以看到，当美国疫情迎来拐点时，A 股抱团股通常也会迎来拐点。

图 7：2020 年美联储货币宽松力度远程往年



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_18719

