

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

相关研究

- 限电考验定力
- 市场风险上升，周期股行情已近中后期
- 经济开始稳了，债市没机会，周期股缓一缓
- 信用宽，信心稳，市场好

点评：

- 美债利率从约 3 月底的 1.8% 一路下降至约 1.1% 的过程，也是各路买方卖方包括美联储等研究机构不断被打脸的过程，各种逻辑受到了严峻的挑战，以至于海内外市场对美债走势基本处在“集体失语”的状态，最近美债的大幅攀升令人狐疑但没有声音。原因在于，除了疫情走势存在不确定性之外，市场其实没真正搞明白美债走势的内在逻辑。
- 在当前环境下，传统经济指标对美债的指示意义很差，因为疫情下的经济指标很多是短期的，不代表长期走势。
- 在早期，新冠病例数对美债有较强相关性，但随着疫苗及变异病毒的出现，以及疫情应对策略的不断变化，病例数与美债相关性很差。疫情依然很重要，但相关性变得复杂。
- 美债利率与美国“吃喝玩乐”方面的股票比如航空、邮轮、酒店的股价高度相关。因此，吃喝玩乐定美债。
- 预测美债的基础还是在经济走势的预判上，底子是疫情影响的判断，指标是吃喝玩乐指标特别是受疫情负面影响比较大的指标变化。
- 如果欧美对疫情常态化管理能够持续，美债上行的趋势料将继续，但大幅超过疫情前仍有难度，突破 1.8% 有难度，除非疫情有根本改观。美股将承受一定程度的压力。
- 2021 年年初 A 股的大幅调整主要是 A 股估值过高，美债上行只是催化剂；今时不同往日，美债上行对 A 股的影响有，但幅度不算大，对 A 债也有限。

风险提示：疫情超预期

美债利率在最近两周形成突破，在短时间内上升接近 30 个 BP，超出市场预期。作为全球金融市场定价的锚，美债利率的重要性毋庸置疑。然而，美债在 2021 年的走势比较诡异，令人难以捉摸。年初市场的一致预期是 10 年美债利率向上破 2，2.-2.5% 是中性的判断；然而美债利率自 3 月底接近 1.8% 之后就一路下行至最低接近 1.1% 的水平，与年初的预期相差约 100 个 BP。

美债利率从约 1.8% 一路下降至约 1.1% 的过程，也是各路买方卖方包括美联储等研究机构不断被打脸的过程，各种逻辑受到了严峻的挑战，以至于海内外市场对美债走势基本处在“集体失语”的状态，因此最近美债的大幅攀升令人狐疑但没有声音。原因在于，除了疫情走势存在不确定性之外，市场其实没真正搞明白美债走势的内在逻辑。

到底美债走势有什么乾坤呢？我们用一句话概括，“吃喝玩乐定美债”。具体的，我们有以下结论：

- (1) 在当前环境下，传统经济指标对美债的指示意义很差，因为疫情下的经济指标很多是短期的，不代表长期走势；
- (2) 在早期，新冠病例数对美债有较强相关性，但随着疫苗及变异病毒的出现，以及疫情应对策略的不断变化，病例数与美债相关性很差。疫情依然很重要，但相关性变得复杂；
- (3) 美债利率与美国“吃喝玩乐”方面的股票比如航空、邮轮、酒店的股价高度相关。
- (4) 预测美债的基础还是在经济走势的预判上，底子疫情影响的判断，指标是吃喝玩乐指标特别是受疫情负面影响比较大的指标变化。
- (5) 如果欧美对疫情常态化管理能够持续，美债上行的趋势料将继续，但大幅超过疫情前仍有难度，突破 1.8% 有难度，除非疫情有根本改观。美股将承受一定程度的压力，但幅度不算大。
- (6) 2021 年年初 A 股的大幅调整主要是 A 股估值过高，美债上行只是催化剂；今时不同往日，美债上行对 A 股的影响有，但幅度不算大，对 A 债也有限。

1 传统经济指标和疫情对美债的解释为何失效？

一般认为，美债的决定因素是经济基本面，其中主要包括了经济增速以及通胀水平，原因无需多说。从历史上看，美国经济指标与美债的相关性是很好的，特别是美国制造业 PMI，通胀水平的相关性也算不错。

然而，疫情之后两者的相关性受到了严峻的挑战。4 月之后美国制造业 PMI 以及通胀水平还在高位，但美债已经开始下行；7-8 月特别是 8 月的核心 CPI 环比已经与季节性变化相符，相比之前 4-6 月的高位大幅回落，然而美债反而上行。

其中的原因，市场有一些讨论，美联储也曾经回应过，本质在于这些经济指标更多是短期的。其背后的原因一方面是美国的各项刺激政策把短期指标打高，另一方面是疫情后补坑的短期上冲。而 10 年期美债，从定义上看，从来都是看长期预期的。

图 1：美国制造业 PMI 与美债



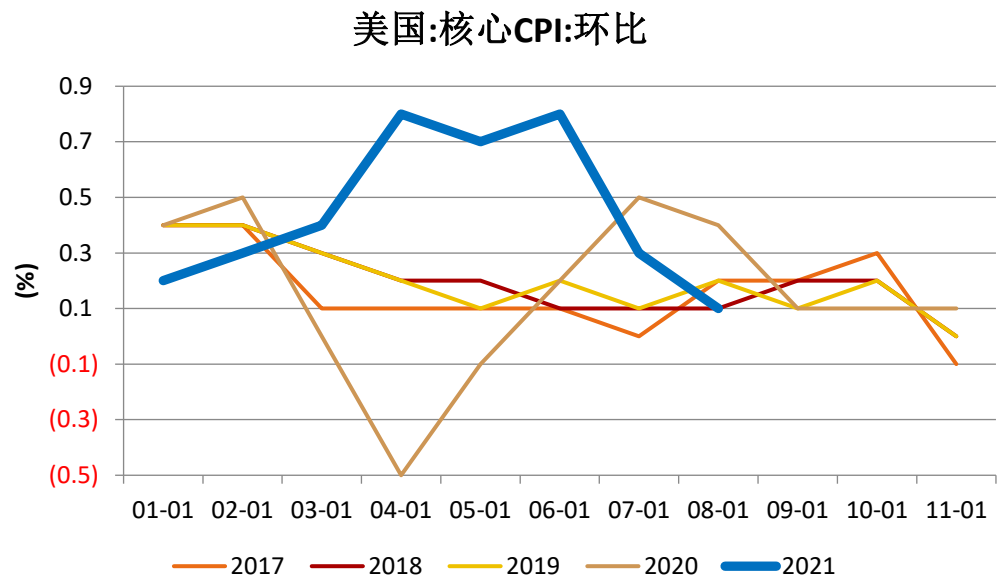
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：美国通胀与美债



资料来源：Wind, 首创证券

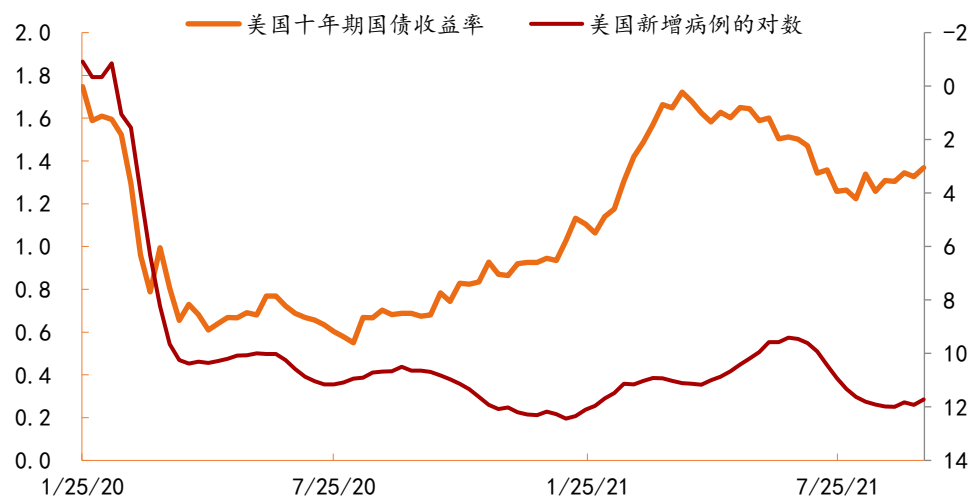
图 3：美国通胀环比水平已经回落



资料来源: Wind, 首创证券

另外一个对美债的解释变量是疫情。疫情对经济的影响显而易见，理应对资产价格影响重大。然而，实际情况比预想的要复杂得多。在 2020 年 11 月新冠疫苗问世之前，新增病例与美债确实高度相关，但随后就出现了较为明显的背离。这是因为，在疫苗出来之后，未来经济的走势已经不单单决定于新冠病例甚至疫情本身的变化了。

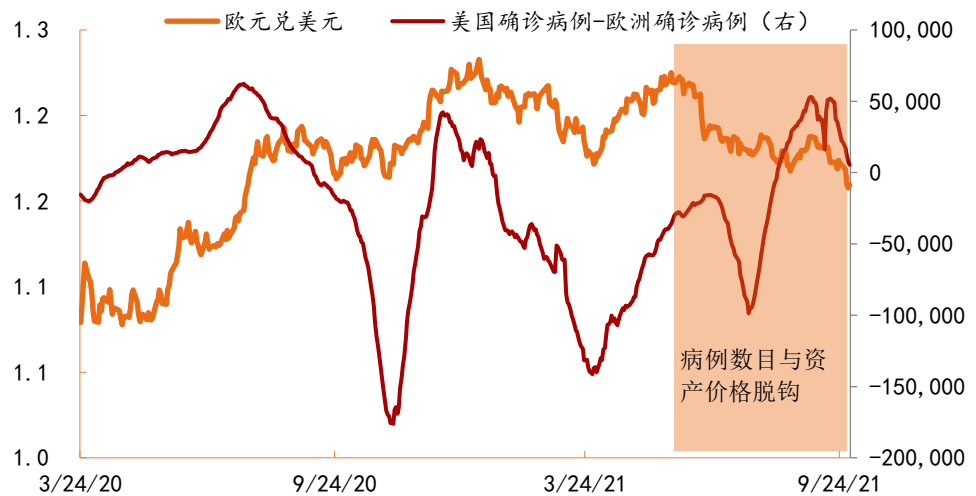
图 4：美国新冠病例与美债



资料来源: Wind, 首创证券

这一情况在其他资产类别也出现了。在 2021 年 5 月之前，欧美病例之差与欧元之间有着良好的关系。然而，6 月开始欧美逐步放开，试行常态化管理，病例与汇率之间的关系就脱钩了。

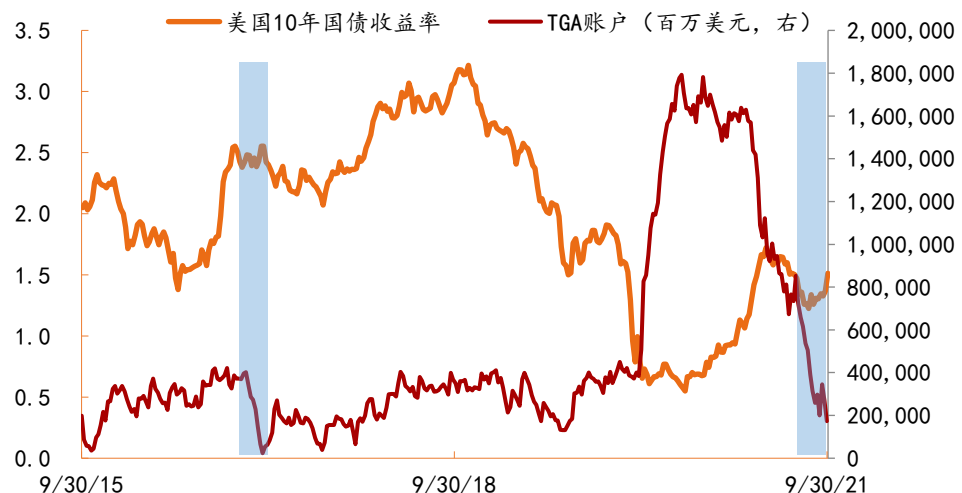
图 5：欧美病例之差与欧元



资料来源：Wind, 首创证券

还有一个解释是美国的 TGA 账户。这个解释一度成为流行的解释，然而这个解释本来在逻辑上是非常乏力的，特别对于长期美债的中期变化。从数据上看，TGA 账户余额与美债走势的关系是混乱的，极难解释美债的走势。早在 2017 年，TGA 账户余额出现过一次短期的大幅下行，然而美债基本不为所动。2020 年疫情之后 TGA 账户余额大幅上行，美债基本不动，而在 2021 年 TGA 账户余额大幅下行，与美债走势基本大相径庭。

图 6：TGA 账户与美债



资料来源：Wind, 首创证券

因此，以上三个流行且看起来合理的解释实际上都先后失去了解释力和预测能力，

也导致了市场的误判。本质上，市场沿用原有的指标是刻舟求剑。在我们看来，美债的决定因素依然是市场对美国经济未来的预期，这一点是没有变化的。然而对此变量的度量是动态变化的，需要与时俱进。

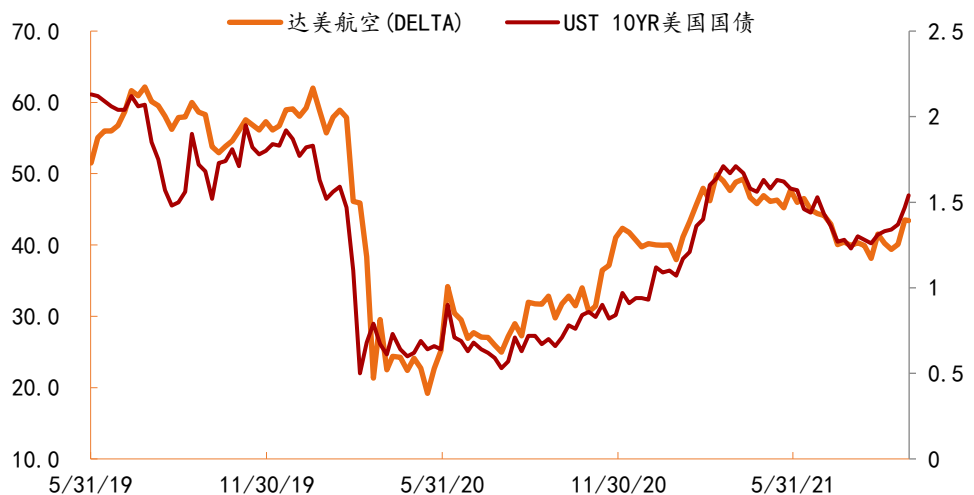
在经济处在正常时期，经济变量和美债是相关的，但当经济处在疫情的非正常时期时，经济短期强弱可能是暂时的，市场更注重的是经济的长期路径。疫情爆发之后，疫情成了左右资本市场的最关键变量。然而，疫情对经济和资本市场的预期影响的度量是动态变化的。在早期，新冠病例的数量是较好的度量，但当疫苗出现了之后，这个度量变得没那么有效，因为人们会预期疫苗出来之后经济将恢复，即使短期的病例上升。到了6月，市场预期再度发生变化。因为欧美逐渐达成共识，对新冠病毒实施常态化管理。这是前所未有的情形，使得对未来经济预期的刻画和度量变得极其困难。因此，市场出现了解释的真空，即使是美联储也公开宣称对利率一度大幅下行的疑惑。这也是为什么市场出现“集体失语”的情形。

那难道我们就束手无策了么？答案是No！

2 吃喝玩乐定美债

尽管传统的各种指标对美债失效，我们还是发现了和美债走势极为相关的指标——美国表征吃喝玩乐的股票价格，比如航空股、酒店股及邮轮股。在疫情爆发之后，他们的股价变动和美债利率有着极为相关的关系，趋势和拐点都非常接近。

图 7：达美航空股价与美债



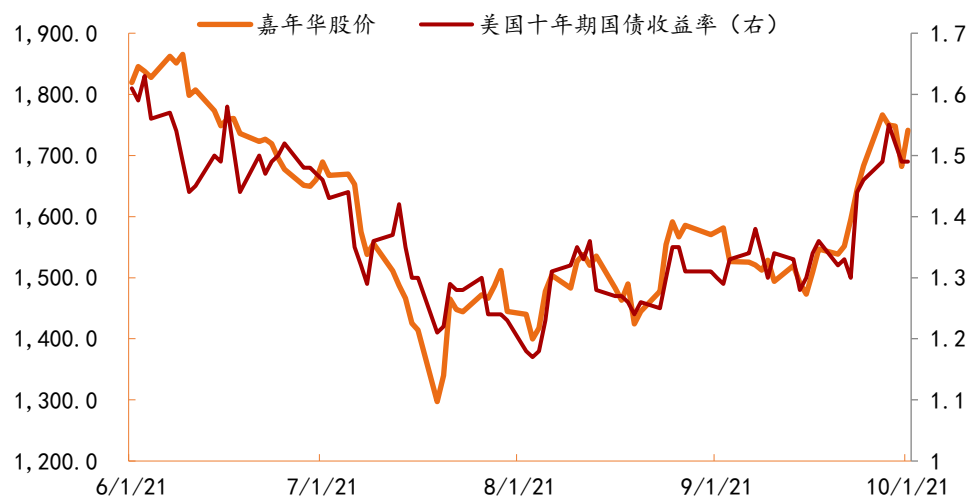
资料来源：Wind, 首创证券

图 8：嘉年华股价与美债



资料来源：Wind, 首创证券

图 9：嘉年华股价与美债



资料来源：财经杂志

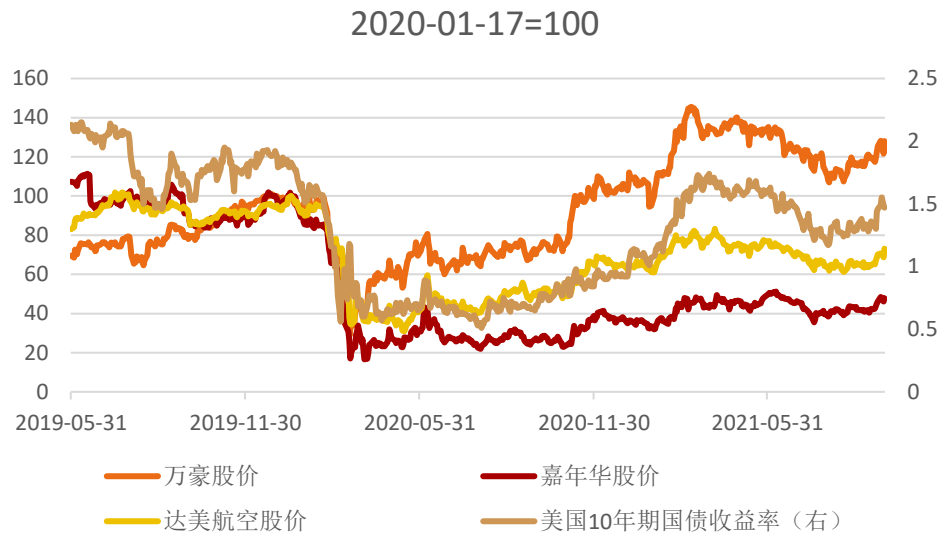
市场是聪明和有效的。如果我们把疫情前的股价进行标准化之后，我们发现酒店股、航空股和邮轮股的走势大致趋同，但有水平差异，酒店股>航空股>邮轮股。这与相应公司受疫情伤害的程度是相对应的。

这些股价的趋同，特别是与美债的趋同绝对不是偶然的，背后反映的是市场对未来的预期，主要是对未来服务业的预期。

从节奏的角度来观察，回头看也是比较清楚的。2020 年 3 月的疫情冲击下，上述股票和美债都大幅调整，然后随着市场的稳定而弱势修复，在 11 月疫苗问世后出现了第一波强势修复，2 月在诸多利好下出现了第二波强势修复，市场的乐观预期达到高点。

然而，从 4 月开始，Delta 毒株的超预期以及群体免疫的逐渐破产导致了美债利率大幅下行。8 月之后，随着欧美对新冠病毒常态化管理逐渐得到认可，相关服务业订单开始恢复并超预期，美债利率再度上行。

图 10：吃喝玩乐股价与美债



资料来源：Wind, 首创证券

在这个分析中，我们强调两点：

- (1) 决定美债的最本质因素其实没有变化，还是经济基本面，但经济基本面的内涵是不断变化的。
- (2) 上述股价与美债的趋同表明，债券市场不断在对未来经济修复的程度进行定价，而关键点在于服务业的修复程度。美国经济的大头在服务业，只有这些行业修复了，才代表整体经济的好转。

从上可以看出，吃喝玩乐行业的走势对美债的走势最为关键。一句话概括，在当前的形势下，“吃喝玩乐定美债”！

因此，对美债的跟踪和预判，除了传统的经济数据之外，更需要紧密跟踪疫情的变化以及“吃喝玩乐”服务行业的变化情况。比如，10月1日，默克公司新冠口服药“Paxlovid”获批上市，这将对相关行业产生重要影响。此外，全球各国疫苗接种进度不一，也将对经济修复程度产生影响。

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_27398



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn