

宏观点评 20220327

美债利率飙升下的美股反弹可持续吗？

2022年03月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

■ **美债利率飙升下美股持续反弹？**是的，这就是2022年3月15日以来的情况。在不到两周的时间内，10年期美债利率从2.14%升至2.48%，同期标普500指数却从4173的年内低点反弹了8.9%。同样值得关注的是，美债利率的飙升发生在美联储转向激进加息的背景下，市场对于这种激进加息的押注并没有打压黄金（图1）。

■ **美股涨、黄金涨，这看似与美债利率飙升的场景相矛盾，尤其是在美联储全面转鹰的背景下。**该如何理解这些资产价格表现的异像呢？我们认为核心在于美国实际的政策利率。如图2所示，作为实际政策利率的代表，2年期美债的实际利率近期一直在历史低位，可见名义利率的飙升并未抑制通胀预期的回升，这表明货币政策实际上仍是偏宽松的；而从历史来看，往往当这一实际的政策利率飙升时，美股才会出现剧烈回调。

■ **因此往后来看，美国的实际政策利率走势就显得尤为关键。**如果实际政策利率跟随名义利率的飙升，则当前的美债跌、美股涨将转变为股债双杀，黄金也很难继续走强，这种情景会出现吗？由于实际利率=名义利率-通胀预期，我们不妨从等式右边的两项来判断2年期美债实际利率的走势。

■ **从名义利率来看，2年期美债利率将跟随联邦基金利率继续走高。**如图3所示，历史上2年期美债利率与联邦基金利率往往保持一致，但2022年以来前者回升的幅度远远超过了后者；而上一次出现类似的情形是1994年，从当时的情况来看，在美联储连续2次加息50bp期间，2年期美债利率继续上行，因此，如果这一次美联储连续两次加息50bp在5-6月落地，2年期美债利率名义利率仍有望进一步上行。

■ **从通胀预期来看，市场的短期通胀预期很可能在二季度继续上行。**由于全球供应链的中断迄今为止并未得到有效缓解（图4），加上当前的通胀飙升尚未对美国经济产生实质性的需求破坏（图5），因此我们预计市场对短期通胀的预期仍有望在二季度继续上行。尤其是在俄乌战争的影响下，未来主流机构仍有可能继续上调今年明两年的通胀预测，这也意味着两年期美债的通胀预期有望进一步走高。

■ **基于上述分析，虽然美国的实际政策利率很可能在二季度上行，但我们预计其幅度很可能在50bp以内。**从历史来看，这种温和的上行并不足以引发美股的剧烈回调，这也意味着近期美债利率飙升下的美股反弹仍有望延续，同样，由于市场对于美联储激进加息的押注并未抑制通胀预期的回升，除非俄乌战争结束，否则我们在二季度继续看好黄金。

■ **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

相关研究

《中美利差：走向倒挂还是拐点将至？》

2022-03-23

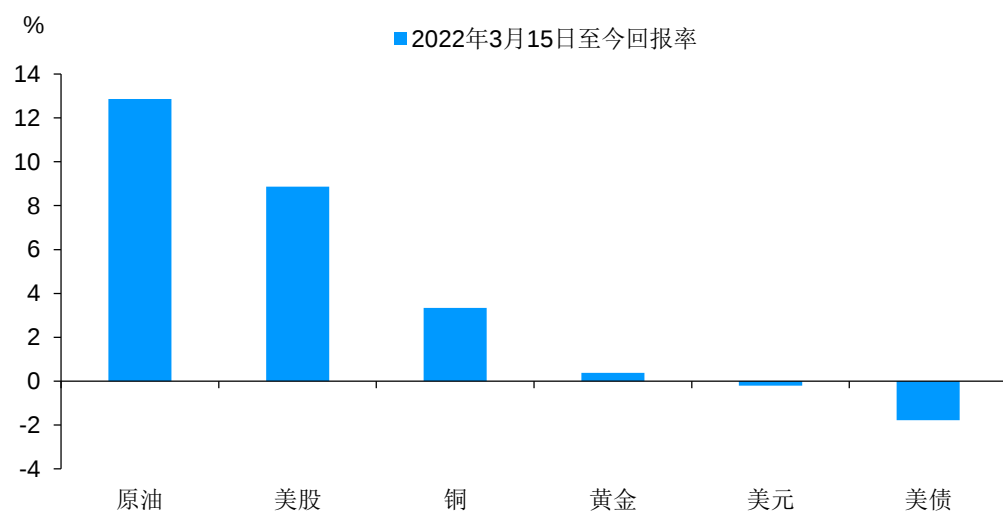
《ESG系列研究3：海内外评级体系——治理因素及先进案例》

2022-03-20

《中美元首会晤的经济和市场影响》

2022-03-19

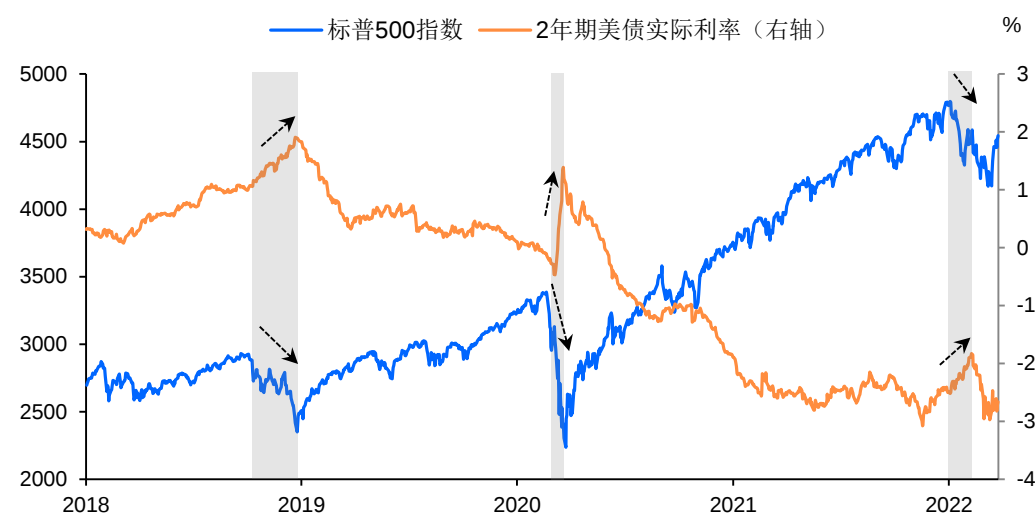
图 1：美联储 3 月议息会议以来主要资产表现



备注：截至 2022 年 3 月 25 日

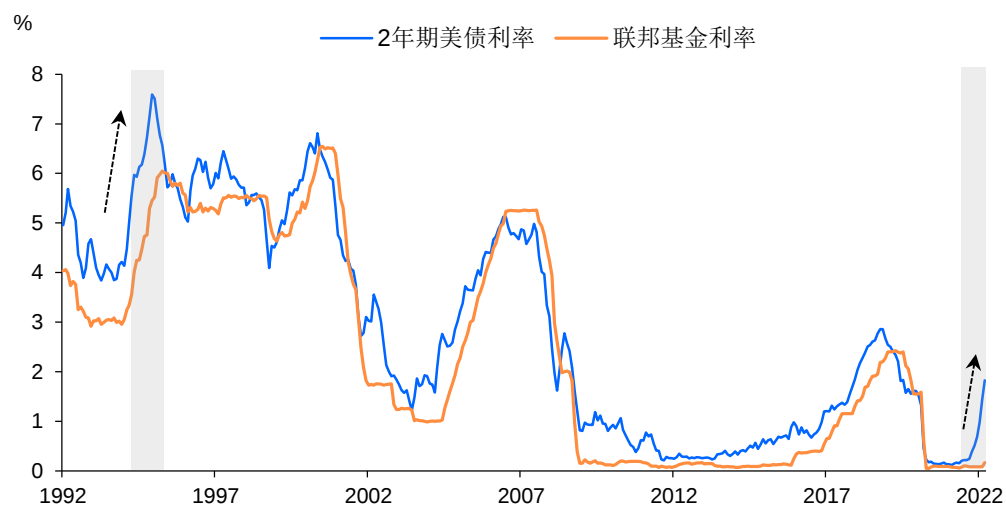
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：近年来美国实际政策利率的飙升往往伴随着美股的剧烈回调



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3: 2022 年 2 年期美债利率相对联邦基金利率的飙升类似于 1994 年



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 全球供应链的中断并没有得到有效缓解



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 通胀的飙升尚未对美国经济产生需求破坏



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

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_39782

