

### 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: 86-10-81152692

### 相关研究

- 疫情仍是关键，关注超跌反弹
- 经济预期转弱，有待政策发力
- 一季度经济数据点评：疫情冲击经济修复，政策对冲经济下行

- 美债大幅上行，不确定性增加。美债的走势超出市场预期，主要有两点，一是上行时点超预期，周三美国议息会议当天，美债下行约 4 个 BP，标普 500 和纳指均涨 3%，但随后的一个交易日美债开始大幅上行。二是上行幅度超预期，周四和周五分别大幅上行 10 个 BP 和 9 个 BP。即使在事后，市场也没有找到一致合理的解释，但美债的剧烈波动反映了对于未来的不确定性。
- 关于美债利率的走势，不确定性主要源于以下几个方面：一是美国通胀的不确定性，美国通胀依然高企但增速有所放缓，与此同时，工资-通胀的双螺旋警报未除；二是美国经济的不确定性，美国一季度经济 GDP 环比折年率为-1.40%，主要受全球疫情影响净出口放缓所致，消费和投资仍具有韧性，尤其是作为美国经济引擎的消费者支出在第一季度增速依然强劲，因此，美国一季度 GDP 增速下滑偶然因素影响较大，美国经济的走势在目前时点来看还不明朗，有待进一步观察；三是美联储态度的不确定性，美联储最近表态偏鸽，但其在七十年代的加息力度强于通胀增速、加息时点也领先通胀，而本次加息力度和时点均落后于通胀，增加了市场的疑虑。
- 经济修复尚需时日，政策发力可期。当前国内经济活跃度仍在低点，房地产的销售未见明显起色，制造业继续承压。经济下行压力加大需要政策发力维稳。根据 21 世纪经济报道，“2022 年新增专项债需于 6 月底前基本发完”，意味着 5、6 月份平均有万亿元的新增专项债有待发行。同时，也为下半年的财政政策打开了想象空间。货币政策在去年末和今年初已有前置发力，现阶段为了“内外兼顾”，结构性工具比价格性工具的推出可能性更大。
- 市场超跌反弹，后续仍存变数。市场在超跌反弹后的走势依然有一定的不确定性。国内疫情及防控的走势、稳增长政策的落地以及美债上行的幅度都有一定的变数，地缘政治的影响若隐若现，建议跟踪观望，灵活应对。国债收益率可能在前区间整体保持低位震荡，市场对经济预期的修复可能需要一段时间。

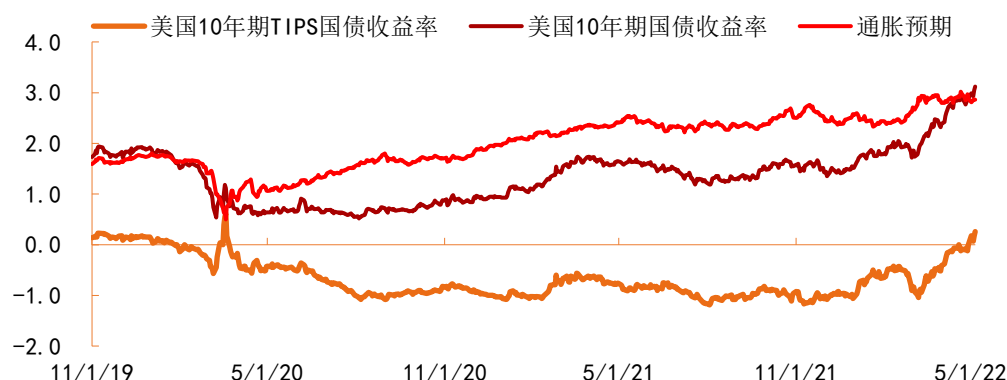
风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

## 1 美债大幅上行，不确定性增加

美国股市短期内的大幅波动引发市场广泛关注，通过观察各类资产价格走势，可以发现，美债收益率的波动是关键。上周，美债收益率的走势跌宕起伏。周一至周三美国10年期国债收益率走平，小幅上行约1个BP，但周四和周五分别大幅上行10个BP和9个BP，使得美股承压，尤其纳指受重挫，日内下跌5%。

美债的走势超出市场预期，主要有两个方面，一是上行时点超预期，周三美国议息会议当天，美债下行约4个BP，标普500涨3%、纳指涨3.2%，但随后的一个交易日美债开始大幅上行。二是上行幅度超预期，即使在事后，市场也没有找到较为合理的解释，但市场的剧烈波动表明对于未来的不确定性仍然较大。

图1：美债上行



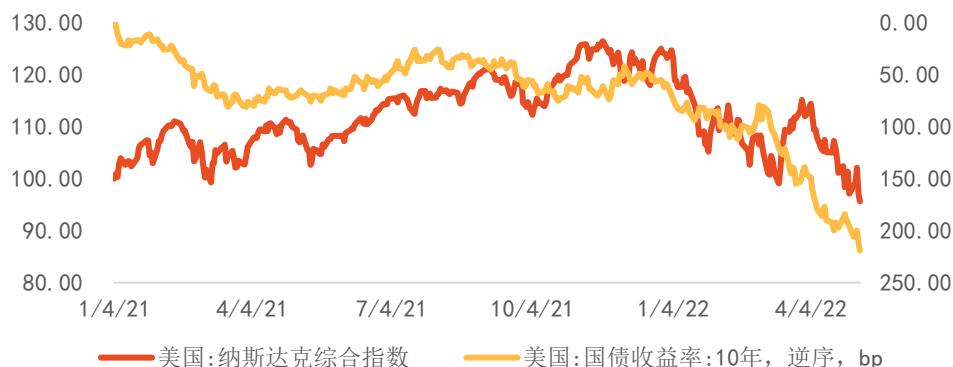
资料来源：Wind, 首创证券

图2：美股承压



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：美债上行压制股市（标准化 2021-1-4）



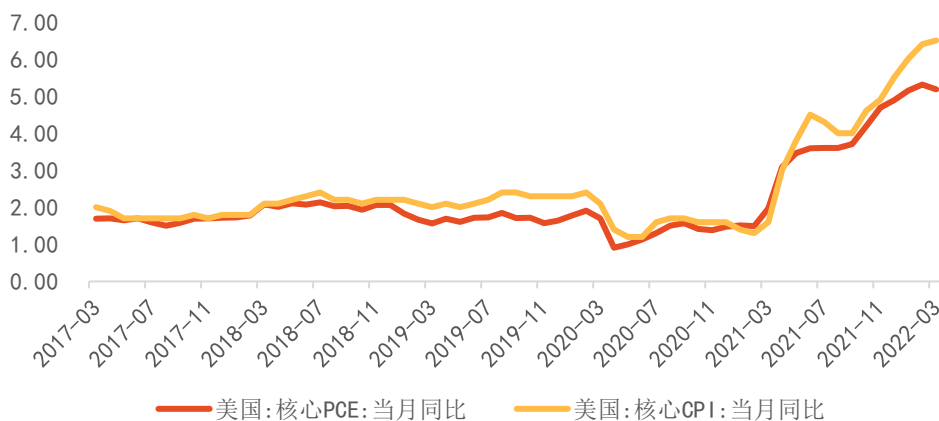
资料来源：Wind, 首创证券

关于美债利率的走势，不确定性主要源于以下几个方面：一是美国通胀的不确定性，二是美国经济的不确定性，三是美联储态度的不确定性。此外，由于历史上缺乏可资借鉴的情景，进一步加深了市场的疑虑。

一是美国通胀的不确定性。美国通胀依然高企但增速有所放缓。美国核心 CPI 1 月、2 月和 3 月同比增速分别为 6.00%、6.40%和 6.50%，较前值分别增加 0.50%、0.40%和 0.10%。核心 CPI 环比季调 1 月、2 月和 3 月分别为 0.60%、0.50%和 0.30%，通胀加速上行的趋势有所放缓。并且，美国核心 PCE3 月同比为 5.18%，较前值 5.31%有所下行。

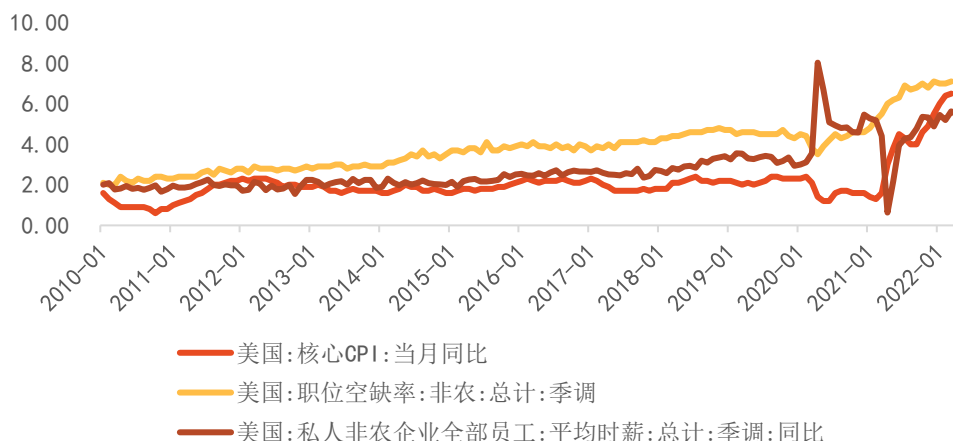
但与此同时，美国通胀上行的不确定性仍存，美国就业市场依然紧张，职位空缺率较高、工资增速也较高，工资-通胀双螺旋警报未除。

图 4：美国通胀



资料来源：Wind, 首创证券

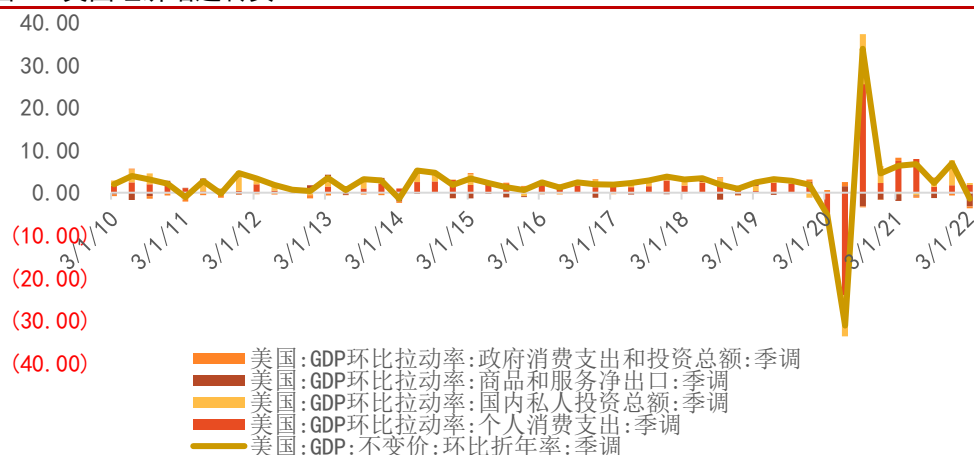
图 5：美国就业、工资与通胀



资料来源：Wind, 首创证券

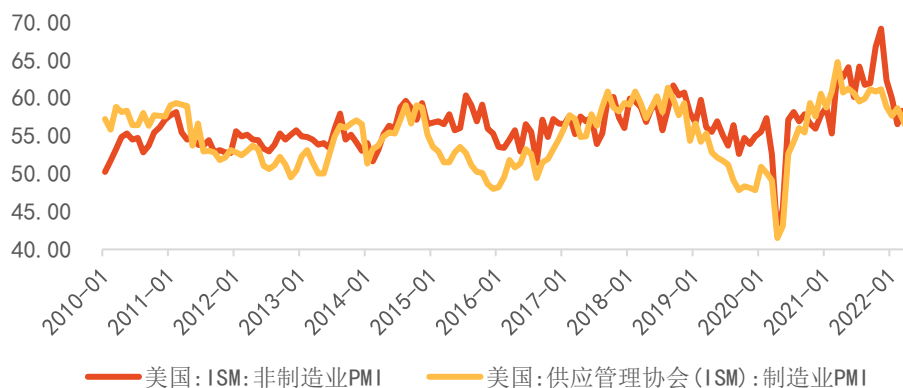
二是美国经济的不确定性。美国一季度经济 GDP 环比折年率为-1.40%，主要受全球疫情影响净出口放缓所致，消费和投资仍具有韧性，尤其是作为美国经济引擎的消费者支出在第一季度增速依然强劲，因此，美国一季度 GDP 增速下滑偶然因素影响较大，美国经济的走势在目前时点来看还不明朗，有待进一步观察。

图 6：美国经济增速转负



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：美国 PMI 边际放缓

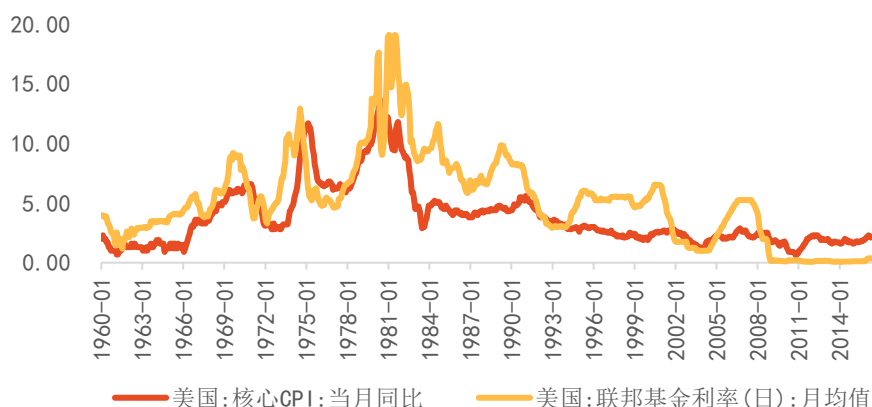


资料来源: Wind, 首创证券

三是美联储态度的不确定性。美联储最新表态偏鸽,周三,美联储5月FOMC会议决定加息50个BP,符合市场预期。同时,基本排除了年内单次加息75个BP的可能性,鲍威尔在新闻发布会中强调,未来几次会议加息50个BP是可能的,但是目前并没有考虑加息75个BP。从议息会议当天的市场反应看,美股、黄金先跌后涨,美债和美元指数回落,表明美联储的操作比市场预期的要温和。

但是从美联储七十年代前后的货币政策来看,大致可以发现两个特点,一是加息力度强于通胀增速,二是加息时点领先通胀。而本次加息力度和时点均落后于通胀。不过,正如我们此前所强调,历史上类似样本较少,参考意义有较大的局限。

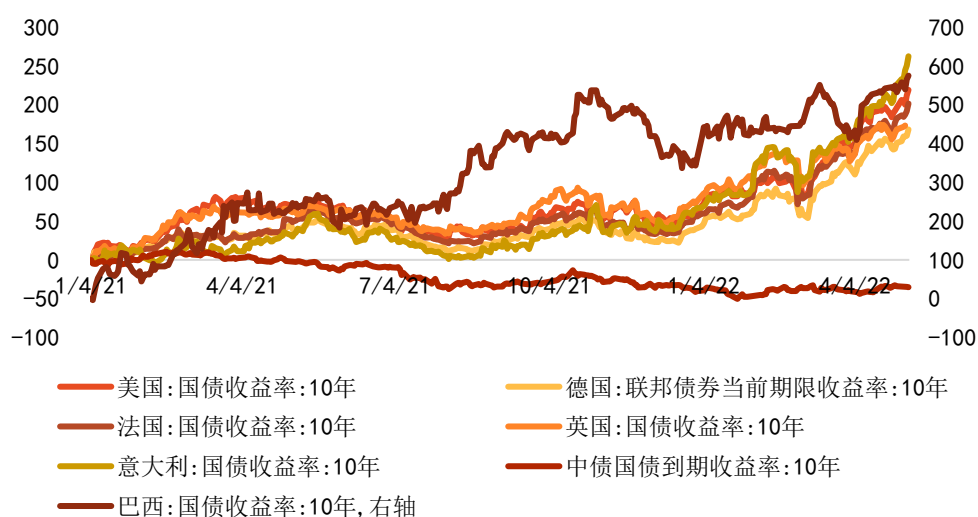
图8: 美国联邦基金利率与通胀



资料来源: Wind, 首创证券

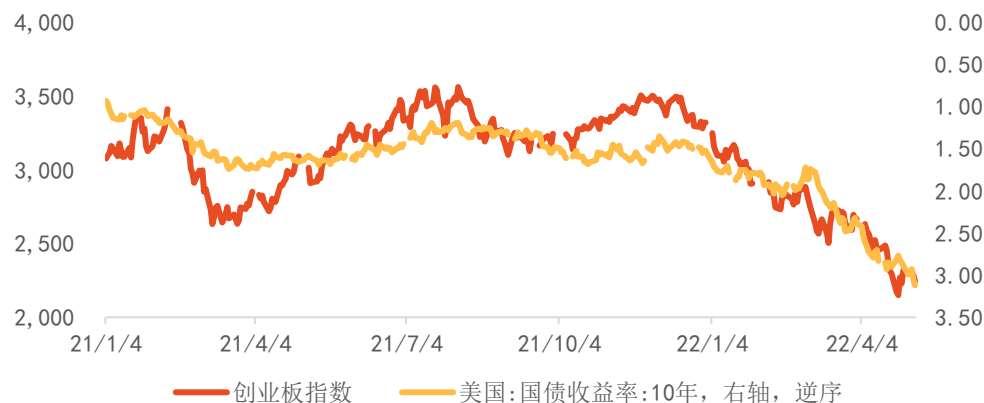
作为全球定价的锚,美债异动对全球包括中国的资产价格不可避免地造成影响,特别是成长股定价受到分母端的冲击较大。

图9: 各国国债收益率(相对于2021-1-4, BP)



资料来源: Wind, 首创证券

图 10：创业板指与美债



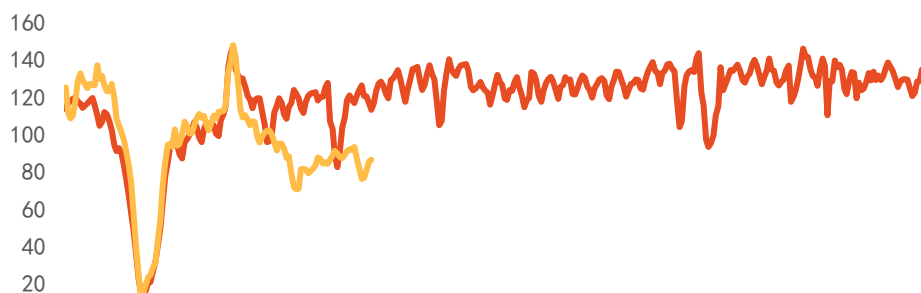
资料来源：Wind, 首创证券

## 2 经济修复尚需时日，政策发力可期

4月29日中央政治局会议传达的政策意图清晰，“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”。5月5日中央政治局常委会会议对抓紧抓实疫情防控重点工作进行了部署。当前阶段仍是疫情防控吃劲的时期，因此，经济的自发修复需要更长的时间，也需要更大力度的政策来对冲经济的下行压力。

经济修复尚需时日。一是经济活跃度仍在低点，观察经春节调整的整车货运流量指数，当前位置离2021年同期仍有约25%的差距，如果加上每年经济的增长，这一差距或许更大。二是房地产的销售没有明显起色，随着后续各地因城施策的空间进一步打开，房地产的销售有修复的可能性。三是制造业继续承压，从螺纹钢的超季节性累库来看，制造业的下滑仍在延续。

图 11：整车货运流量指数（按春节调整）



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\\_41483](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41483)

