宏观研究

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

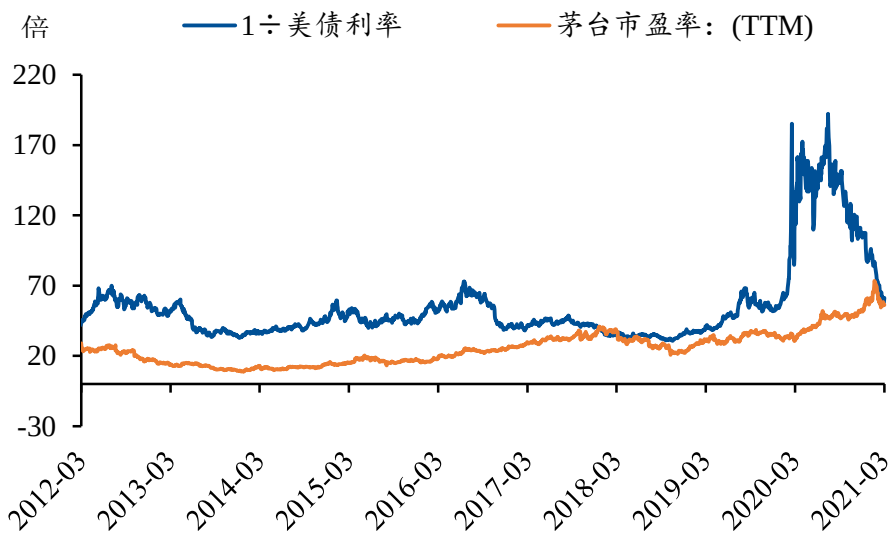
证券简称	持仓市值（亿元）	占总市值比例（%）
贵州茅台	1915.2	7.6
美的集团	1089.8	19.0
中国平安	690.7	4.7
格力电器	672.9	18.2
招商银行	663.0	4.9
恒瑞医药	627.6	13.4
中国中免	584.5	10.0
五粮液	548.4	5.4
宁波银行	543.1	22.9
宁德时代	475.4	6.7
平安银行	447.7	10.9
长江电力	404.2	8.5
三一重工	342.1	11.3
伊利股份	315.7	13.3
中国太保	293.5	8.0
海天味业	289.9	6.0
隆基股份	280.0	9.4
迈瑞医疗	262.1	5.9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

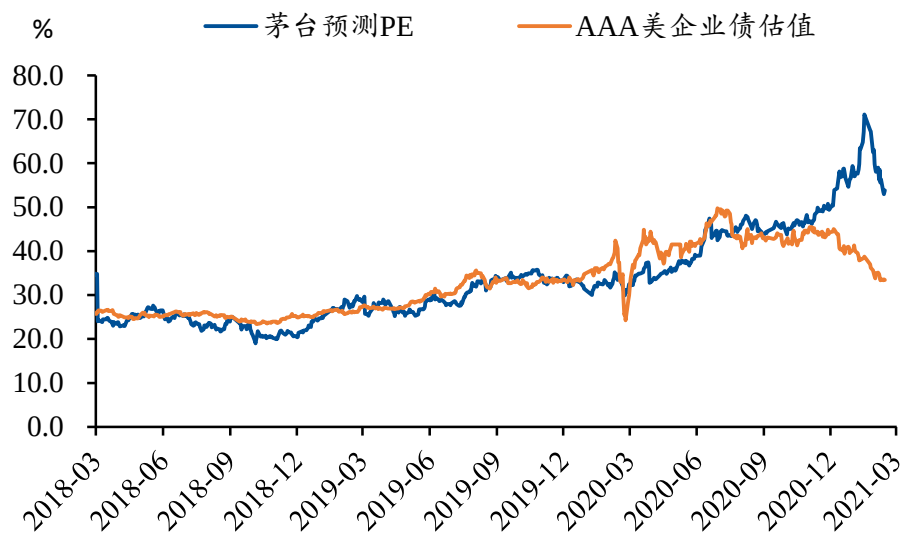
图 1：美债利率是茅台估值上限



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÷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

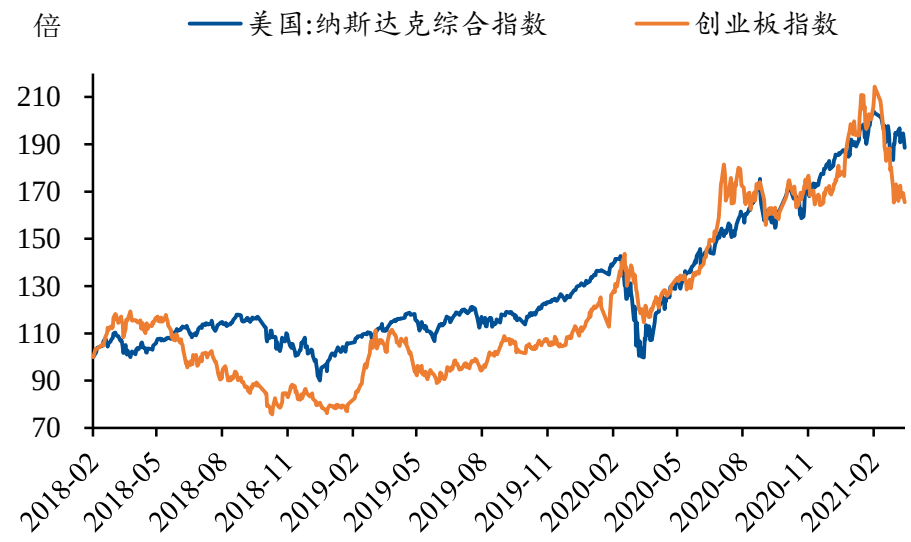


资料来源：Wind，民生证券研究院

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



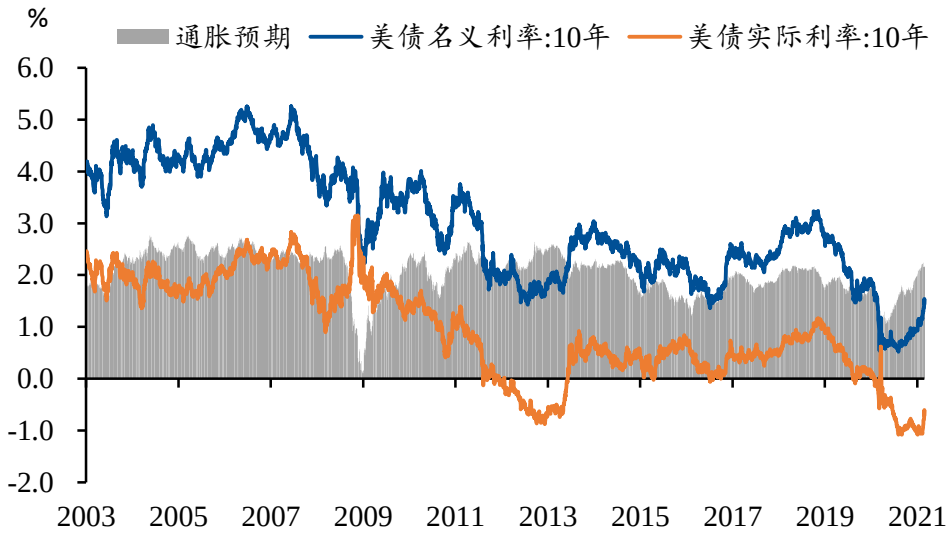
资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

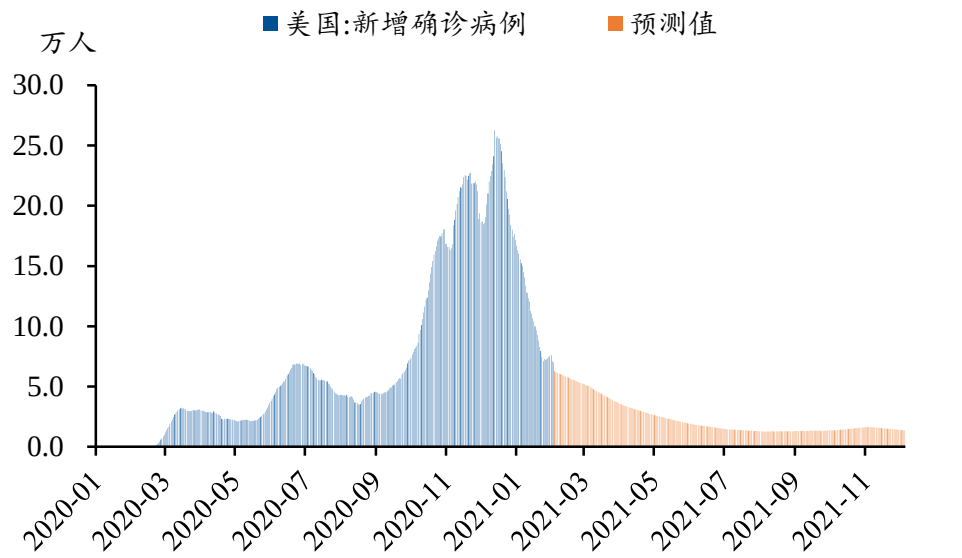
图 4：美债名义利率=实际利率+通胀预期



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

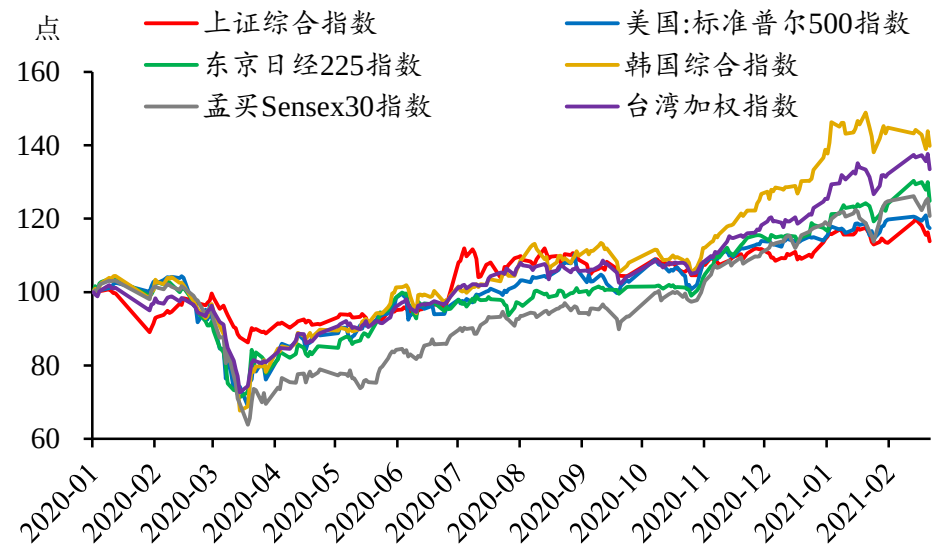
全球股市走势与美联储货币政策关系较大。2020 年 4 月以来全球股市均呈牛市行情，很重要的原因在于美联储货币宽松政。另一方面，美联储货币宽松与美国疫情走势有一定关联，当美国疫情恶化时，美联储维持宽松政策的必要性提升；当美国疫情改善时，美联储提前收紧货币政策的可能性提升。美国疫情影响了美联储货币政策，美联储货币政策又对 A 股抱团股产生一定影响，可以看到，当美国疫情迎来拐点时，A 股抱团股通常也会迎来拐点。

图 7：2020 年美联储货币宽松力度远程往年



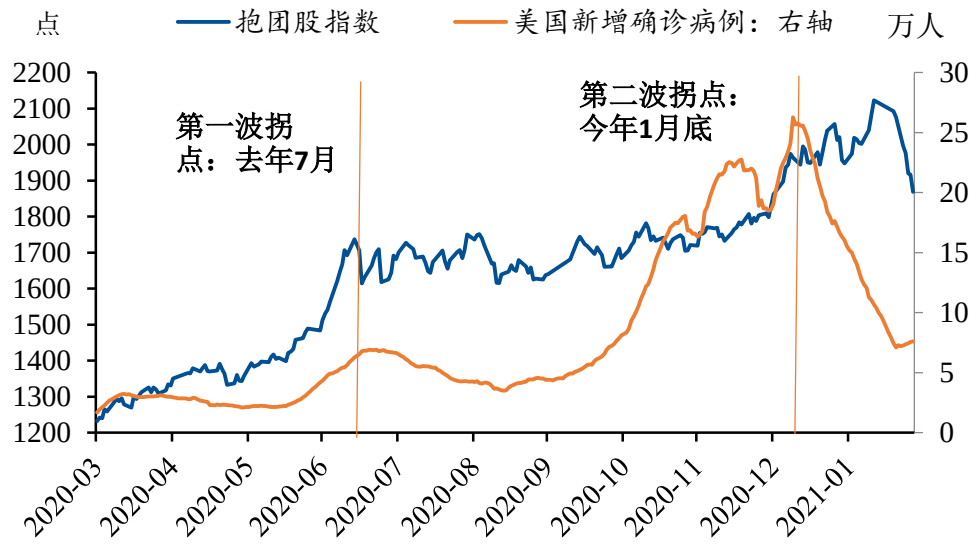
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2020 年美联储宽松导致全球股市普涨



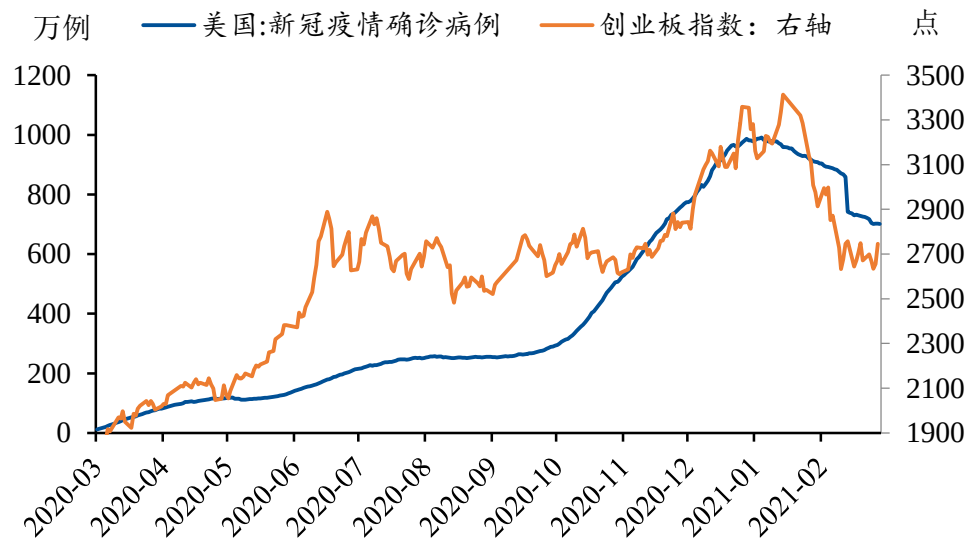
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：美国疫情拐点与 A 股抱团股拐点时间较为对应



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：创业板走势和美国疫情走势



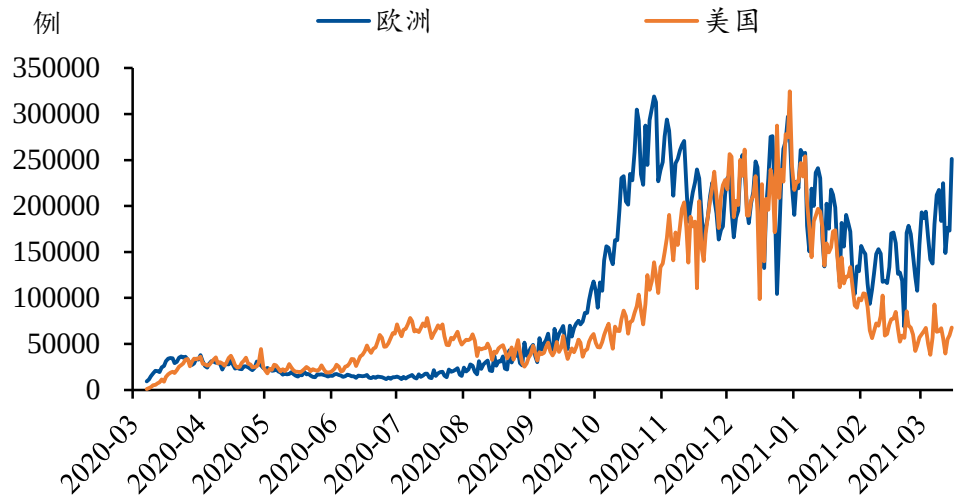
资料来源：wind，民生证券研究院

3 如果强美债遇上强美元

3.1 疫苗接种时间差或导致美国经济复苏快于欧盟

欧美经济复苏或存在时间差。根据 WHO 预测，美国有望在 2021 年三季度实现群体免疫，但欧盟可能要在 2021 年四季度才能实现群体免疫，欧美在疫苗接种速度上存在差异，或导致美国经济复苏快于欧洲，下半年美国经济和就业表现或强于欧洲，带动美元指数反弹。

图 11：欧洲控制疫情速度或晚于美国

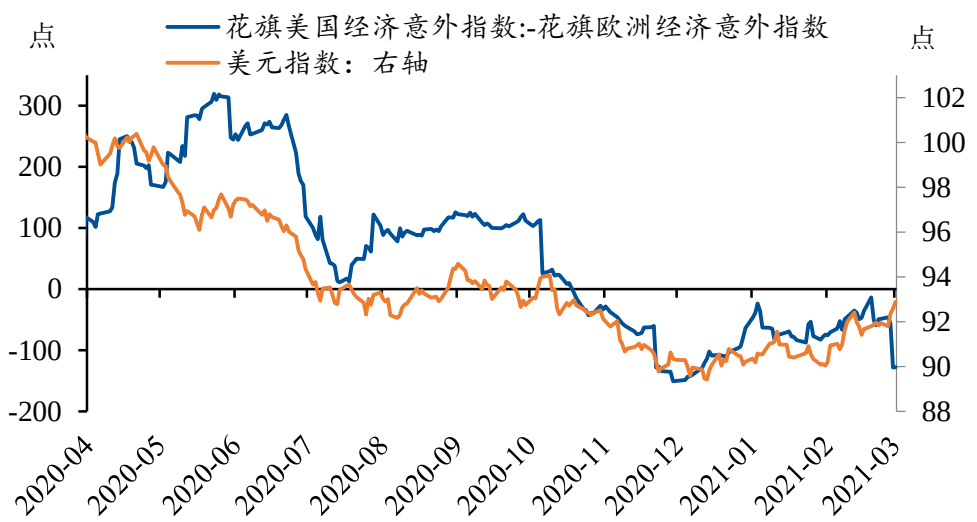


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 欧美经济复苏时间差或导致下半年美元有走强风险

下半年美元指数有走强风险。如果 2021 年下半年欧洲疫苗接种慢于美国，那欧洲经济复苏速度可能也会慢于美国。由于美元指数取决于欧美经济差和货币政策差，下半年美国经济复苏如果强于欧洲，那美元指数可能有走强风险。

图 12：美元指数取决于欧美经济差和货币政策差

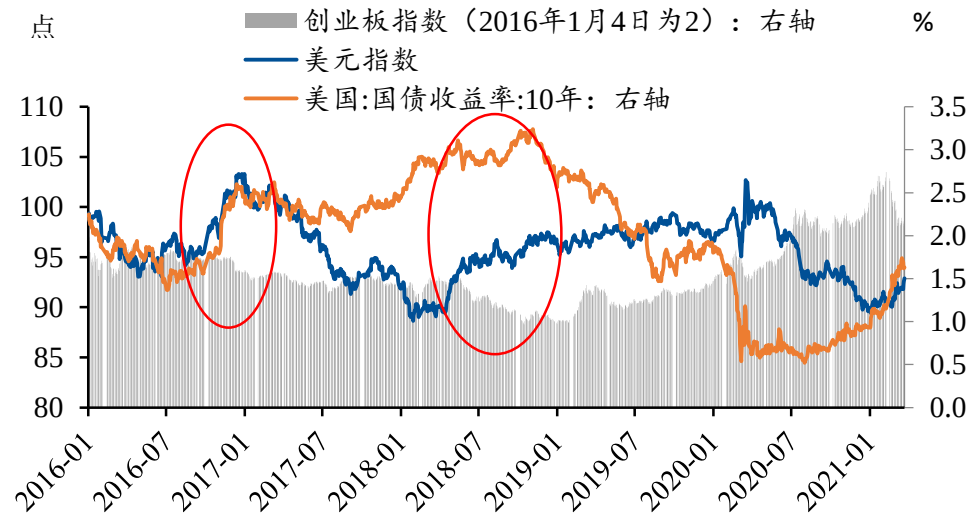


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 如果强美元遇上强美债，成长股可能承压

强美元+强美债利空成长股。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。

图 13：强美元+强美债利空成长股



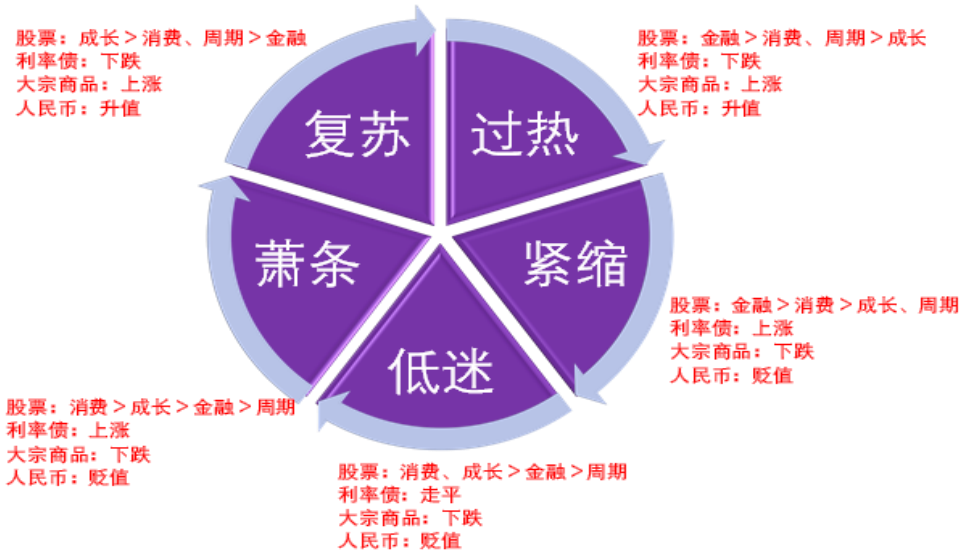
资料来源：wind，民生证券研究院

4 2021 年宏观场景可能处于过热阶段

4.1 过热场景——经济走强、通胀上行、货币收紧

2021 年宏观场景可能处于过热阶段。经济方面，随着疫情逐步得到控制，中国经济有望保持强劲势头，消费或接力出口成为经济拉动项；通胀方面，由于美联储货币宽松+拜登 1.9 万亿财政刺激，叠加去年低基数原因，今年 PPI 同比可能会突破 4%，短期内大概率保持 2%以上；货币政策方面，2021 年央行货币政策委员会第一季度例会在表述中删去政策“不急转弯”以及“保持对经济恢复的必要支持力度”，我们预计未来货币政策边际收紧的可能性较大。

图 14：过热场景利好金融股利空成长股

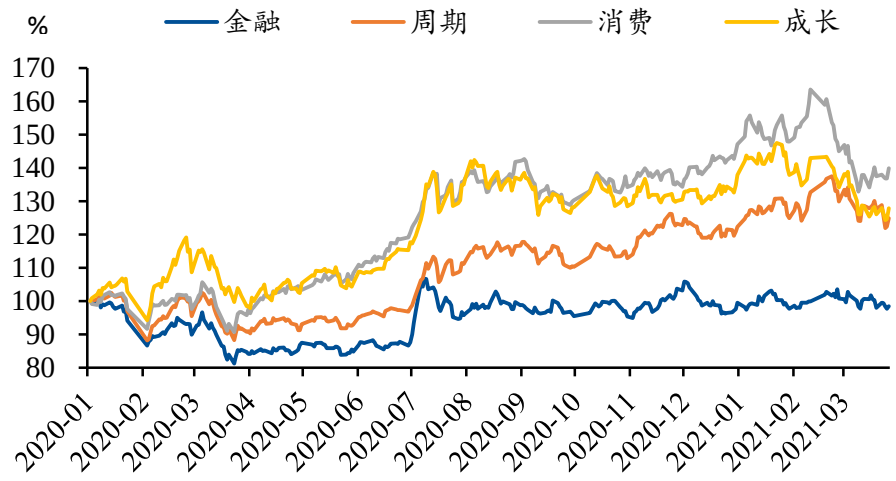


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 过热场景下 A 股延续风格轮动行情

2021 年金融股大概率能跑赢创业板。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。

图 15：金融股估值修复空间较大



资料来源：wind，民生证券研究院

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。

插图目录

图 1：美债利率是茅台估值上限.....4
图 2：美国高等级信用债与茅台估值走势有一定关联.....5
图 3：创业板与纳斯达克走势有一定关联.....5
图 4：美债名义利率=实际利率+通胀预期.....6
图 5：疫苗+气温回升有利于疫情控制.....7
图 6：美股通胀预期与油价有一定关联.....7
图 7：2020 年美联储货币宽松力度远程往年.....8
图 8：2020 年美联储宽松导致全球股市普涨.....9
图 9：美国疫情拐点与 A 股抱团股拐点时间较为对应.....9
图 10：创业板走势和美国疫情走势.....10
图 11：欧洲控制疫情速度或晚于美国.....11
图 12：美元指数取决于欧美经济差和货币政策差.....12
图 13：强美元+强美债利空成长股.....12
图 14：过热场景利好金融股利空成长股.....13
图 15：金融股估值修复空间较大.....14

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。