策略研究

美联储 3 月议息会前瞻：收益率仍有上行空间，但股市下跌或告一段落

美联储将于 3 月 18 日公布最新利率决议。当前美债收益率仍是整个金融市场关注的重点，因此市场也将特别关注美联储对于收益率上行的态度以及是否采取行动控制长端利率。在 1 月的声明中，美联储延续了当前的宽松政策，同时表示并不会为了短期的通胀压力而调整立场，现在谈论缩减购债还为时过早。对于收益率上行，鲍威尔也在公开讲话中表示注意到了收益率的变化，但没有提到会采取行动，被市场认为不够鸽派。

在收益率持续上行的情况下，市场期望美联储有进一步的动作或指引。目前讨论较多的是美联储有可能采用扭曲操作（OT）来压低长端利率，同时保持美联储资产规模稳定。但在美联储看来，目前经济整体处在复苏轨道之上，长端收益率有一定上调实属正常，代表市场对经济复苏前景乐观。尤其是真实利率的上升，比单纯因为能源价格波动带来的通胀预期上升更健康。前者反映的是经济复苏情况良好，后者则有可能引起滞涨担忧，对资本市场更为不利。在目前经济的复苏前景下，没有必要再刻意压低长端利率，美联储主动采取 OT 操作的意义不大。而长端利率小幅的反弹，也有利于打开之后的政策空间。相反，如果在拜登 1.9 万亿美元的财政刺激落地，通胀预期已经抬头的时期，美联储再使用 OT 强化该种预期，则容易引发经济过热担忧，进一步推高利率。届时，美联储则不得不提前缩减 QE，甚至被迫收紧货币政策来压低利率。因此，美联储对收益率关注但不行动，或是当下的最优解。

根据近期美联储官员的公开讲话，美联储似乎也认为，目前的利率水平仍然比较安全，没有干预收益率的必要。预计本次美联储议息会大概率将维持目前的宽松政策及鸽派口吻不变，但结果可能会低于市场预期。这也意味着收益率仍有进一步向上的空间。

近期资本市场的调整相信已经反映了收益率上行预期。自从 10 年期美债收益率突破 1.5%以来，美股市场并未做出过度的负面反应。道指及标普 500 仅从 2 月 25 日至 3 月 4 日调整了约一周时间，最大回撤分别为 3.2%及 4.0%。之后即使美债收益率连创新高，突破 1.6%，道指及标普 500 仍然连续反弹并创新高。截至 3 月 15 日，道指及标普 500 已较前期高点分别上涨 3.1%及 1.1%。纳指本轮调整开始较早，持续约三周时间，幅度也较深，最大回撤达到 10.5%。但自 3 月 9 日起，纳指也已企稳反弹。截至 3 月 15 日，纳指回撤幅度收窄至 4.5%。这也就表明，经济复苏阶段的收益率上行并不会造成股市整体下行，仅会造成风格切换及行业轮动。相反，基本面的改善，能够抵消无风险利率上升，推动股市上行。

虽然美债收益率在股票估值模型中代表了无风险利率，但两者现实中并非此消彼长的简单线性关系。我们认为，在收益率达到较高水平之前，即使未来收益率进一步上行，对股市的边际影响也将减弱。因收益率上行导致大盘再次普跌的概率较低。即使估值较高的科技股也会转而进入基本面驱动的差异化行情。但过去半年个股普涨，大量标的频创新高的情况可能不会再出现。这意味着，今年的选股难度会大大提高，能够跑出的个股数量也会大大减少。基本面驱动的行情之下，行业之间分化的局面也会减弱，选股的重要性或超过赛道的重要性。

图表：恒生指数走势表现



来源：彭博、中泰国际研究部，截至 2021-3-16

分析师

纪春华，CFA
+852 2359 1847
vincent.ji@ztsc.com.hk

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布尔日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。 我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

（1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

（2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

（3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得（i）以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或（ii）再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805