以史为鉴，美债利率怎样上行才会引发美股回调？

2021 年 02 月 20 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn

观点

- 近期美债利率的快速上行引发市场担忧，年初以来 10 年期美债利率上行超过 40bp，当前达到 1.34%。**作为全球资产的定价锚，美债利率在短时间内的飙升是否会引起股市的回调？**本文试图从历史中一探究竟。
- **21 世纪以来，美股的上涨往往伴随着美债利率的上行。**即美股的投资收益与美债利率的变动在整体上呈现出正相性。这与两者在 20 世纪 70 到 90 年代所表现出的负相关性截然不同（图 1）。
- **为什么美股和美债利率的相关性会在 21 世纪初发生结构性的变化？**答案在于通胀，如图 2 所示，21 世纪以来由于美联储在货币政策上更加注重稳定通胀，美国经济过热的风险明显降低，因此美债利率的上行往往反映的是经济增长前景的改善和通胀的温和回升，这一宏观环境同样利好股票上涨。
- **值得关注的是，在金融危机后，10 年期美债利率在走势上与通胀预期更为紧密（图 3）。**这就意味着同期 10 年期美债的实际利率是基本稳定的，并且处于一个较低的水平上。
- **那么，什么样的美债利率上行会导致美股回调呢？**通过梳理金融危机后的历史，我们发现仅有两个时期，这两个时期美债利率在上行的同时出现了美股的回调，分别出现在 2013 年的年中和 2018 年的年初：
- **2013 年 5-6 月美股回调 6%，期间美债利率上行 63bp（图 4）。**这一次美债利率的上行之所以能引发美股回调，是因为美联储释放退出 QE 信号引发的“削减恐慌”，**我们注意到这一波 10 年期美债利率的上行完全由实际利率飙升带动，同期实际利率上行了 98bp（图 5）！**这也意味着同期的通胀预期是回落的。
- **2018 年 1-2 月美股回调 10%，期间美债利率上行 40bp（图 6）。**这一次美债利率上行引发美股回调同样是因为美联储的鹰派信号。彼时美联储认为美国经济正强劲复苏，引导市场 price in 持续缩表和全年加息四次的预期。这一波美债利率的上行也主要由实际利率的上行带动，同期实际利率上行 30bp，意味着通胀预期只是上行了 10bp（图 7）。
- 因此，从金融危机后的历史经验来看，**美债利率的上行若要引发美股回调，须同时看到实际利率的超预期上行，其背后是美联储释放货币政策边际收紧的信号。**
- 与上述两次历史时期不同，此轮美债利率的上行在多数时间内主要由通胀预期回升的带动（图 8），**尤其是在 2 月 16 日破 1.3%之前，其年初以来的上行幅度有 70%是通胀预期回升贡献，美股也持续创新高。**然而，在 10 年期美债利率破 1.3%之后，通胀预期转而下行，实际利率的加速回升带动美债利率进一步上行（图 9）。
- 基于上述分析，**我们认为在 10 年期美债利率破 1.3%后，须关注实际利率的走势。**即如果 10 年期美债利率继续上行是由实际利率的上行驱动，表明市场开始担心美联储货币政策提前转向，美股回调的风险亦将显著加大。反之，如果是通胀预期回升驱动的美债利率上行，则并不构成美股回调的风险，因为从绝对水平来看，当前 2.2%通胀预期距离美联储 2.3%-2.5%的合意区间仍有上行空间（图 10）。

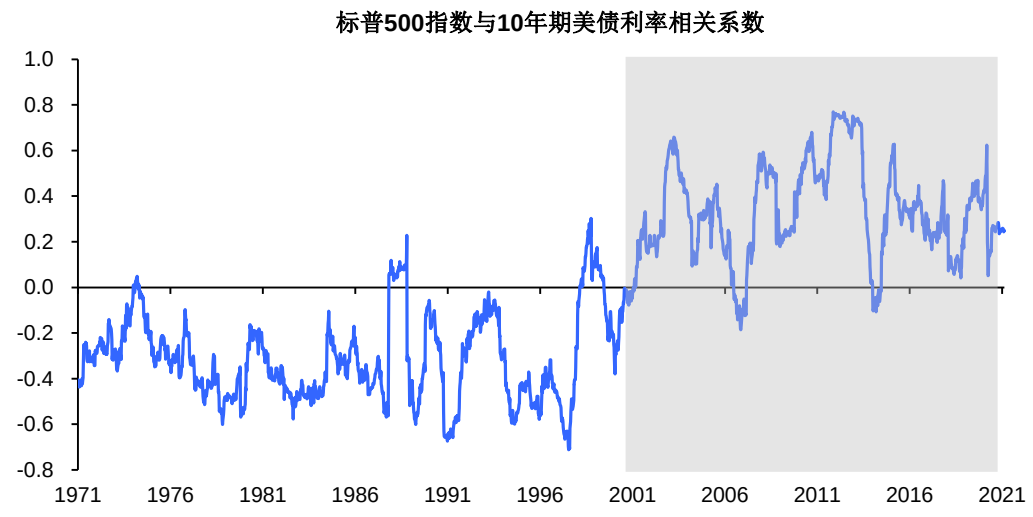
- **风险提示：**美国财政刺激规模超预期，全球疫苗接种进度放缓

相关研究

1、《宏观点评 20210216：春节之后该关注什么?》2021-02-16
2、《宏观点评 20210214：以史为鉴，油价破 60 美元和对股市的影响》2021-02-15
3、《宏观点评 20210211：全球房价上涨有多牛？几时休？》2021-02-12
4、《宏观点评 20210209：1 月到底有多红？——1 月金融数据点评》2021-02-09
5、《宏观点评 20210204：流动性趋紧下的信用风险怎么看？》2021-02-09

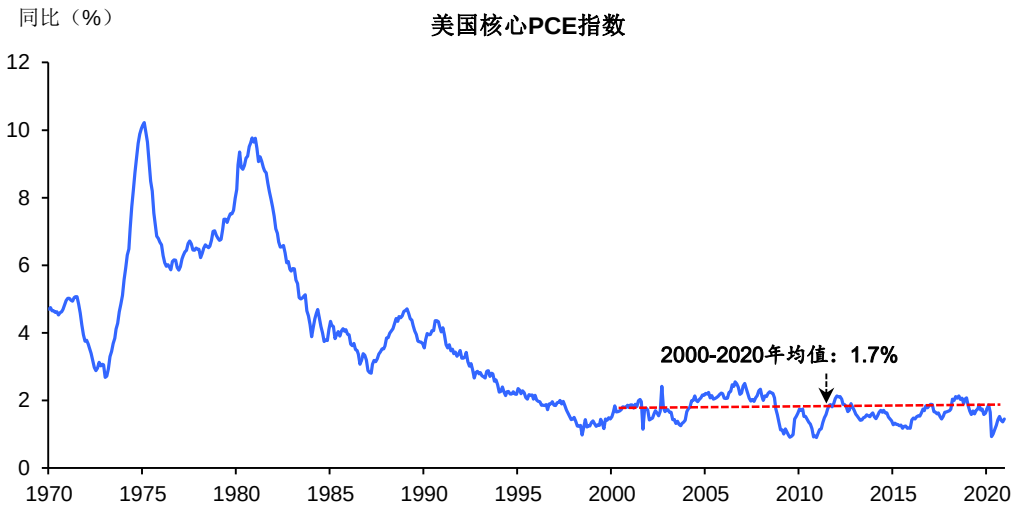
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：21 世纪以来美股与长期美债利率在整体上呈现出正相关性



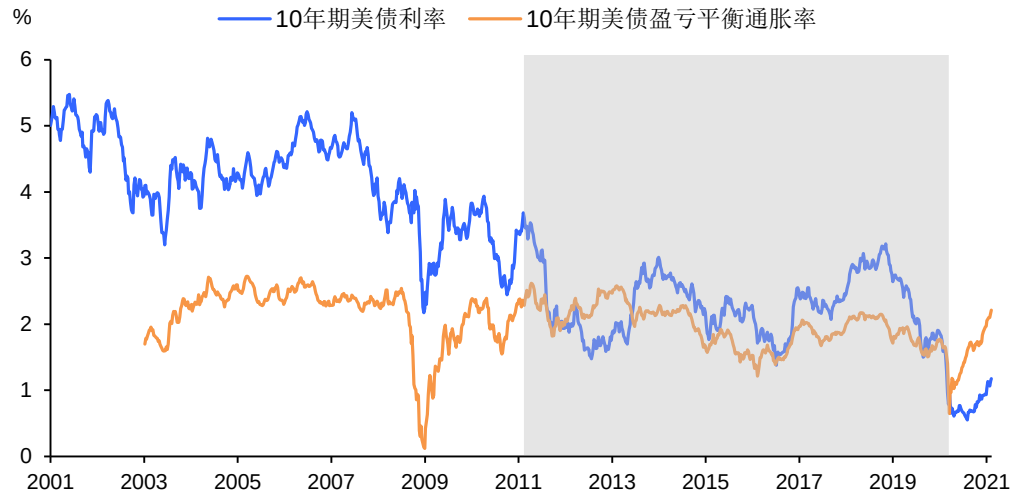
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：21 世纪以来美联储货币政策更加注重稳定通胀



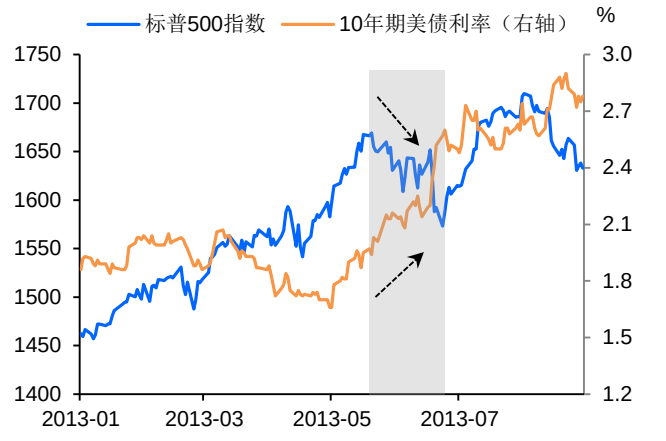
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：金融危机后，10 年期美债利率在走势上与通胀预期更为紧密



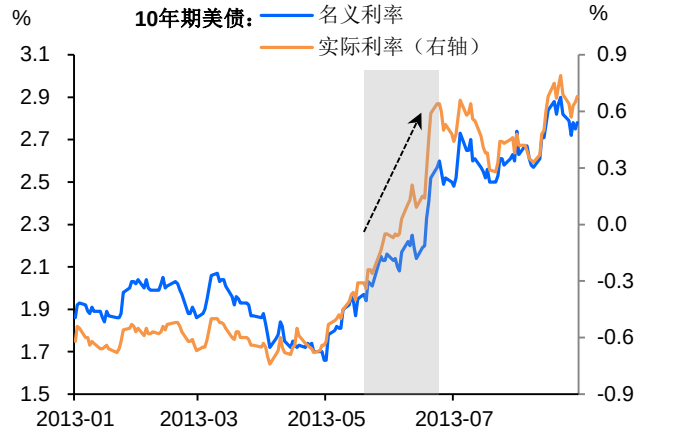
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2013 年 5-6 月美债利率上行引发美股回调



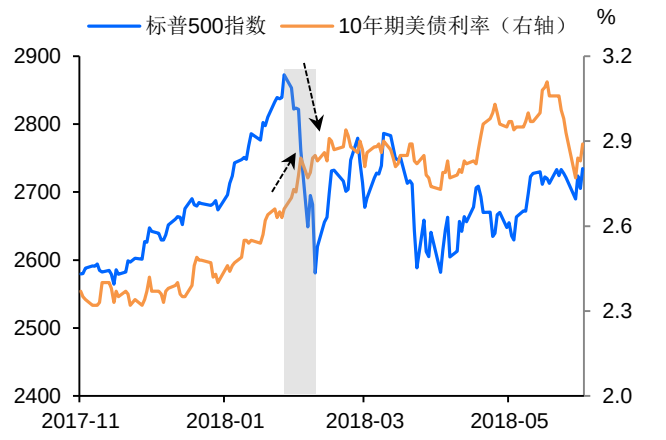
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5：同期美债利率的上行完全由实际利率飙升带动



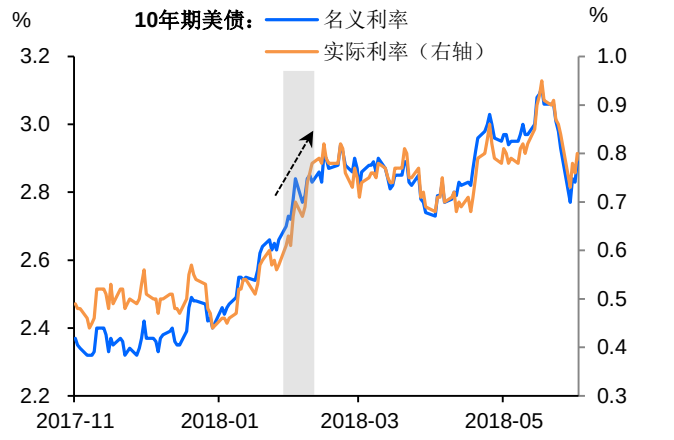
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6：2018 年 1-2 月美债利率上行引发美股回调



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

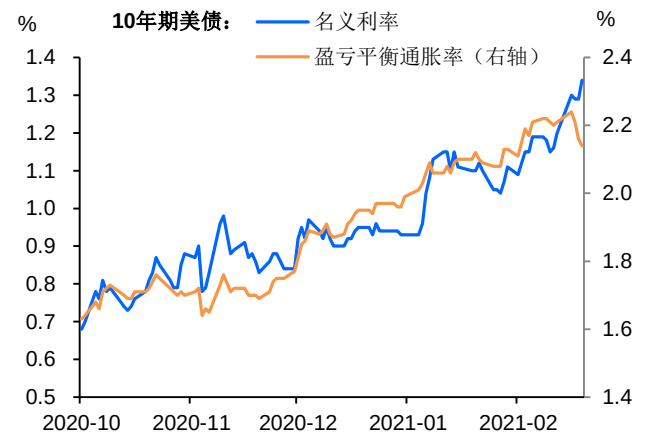
图 7：同期美债利率的上行主要由实际利率上升带动



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

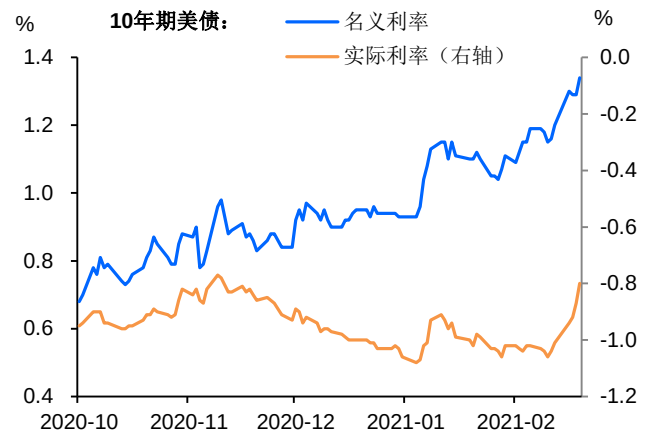
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：近期美债利率的上行主要源于通胀预期回升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 9：同期实际利率基本稳定，但已从底部回升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 10：当前长期美债通胀预期回升距离美联储的合意区间仍有上行空间



备注：美联储的合意区间为 2.3%-2.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

