创造历史

——2021 年第二期（2021/01/23）

报告要点：

- **三种美债收益率的走势都将创造历史**

- 没有降息的期限利差走阔
- 长端美债收益率回报率低于长期通胀预期
- 负利率的可能

我们认为这三种可能性都是没有先例的，他们对应的投资机会分别是

- 周期/银行板块
- 可选消费和科技
- 贵金属

- **美元可能继续筑底，但以东亚货币为观察指标，我们认为不会跌破前低**

上周美元指数停止了反弹，但我们认为这是一个类似 2018 年 2 月前后的震荡区间。我们可以类比出一系列的宏观相似性

-2018 年年初，是中国经济增速预期从过度乐观转为现实的时间点，在 19 大之后中国经济 L 型增长的预期深入全世界投资者的心中。意味着美国当时预期 2-3%的长期经济增速边际上变得更有吸引力。这是 18 年春天到 20 年春天美元指数大规模反弹行情的背景所在

-2021 年年初，是新兴市场与发达市场经济增速差逐渐缩小的时间点，如果说 2020 年发达国家由于经济更多来自需求拉动，在 Covid-19 的打击下损失惨重，2021 年更像是发达国家在疫苗以及需求的恢复下，修复与新兴市场经济增速预期差的一个时间端。也基于此，我们认为在 2020 年夏天最为热门的汇率交易之一，多东亚经济体货币空南美经济体货币存在反转的可能。实际上我们认为当下美元兑韩元这样的货币对可能是美元指数的先行指标。

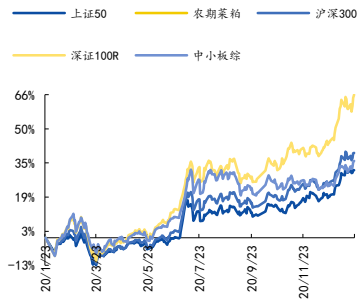
- **风险提示**

疫情超预期，美国经济增速低于预期，超预期的货币政策框架被实施。

主要数据：

上证综指：	3606.75
深圳成指：	15628.73
沪深 300：	5569.78
中小盘指：	4692.17
创业板指：	3358.24

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元策略 - 美债收益率的走高可能比美元走低的逻辑更通畅（2021 年第一期）》2021.01.13

《国元策略周报（2020 年第 35 期）-三种思路》2020.09.11

报告作者

分析师 陈大鹏
执业证书编号 S0020520070002
邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn
电话 02151097188

内容目录

1.三种可能都会创造历史 3
1.1 没有降息的期限利差走阔？ 3
1.2 长端美债收益率回报率低于长期通胀预期？ 4
1.3 负利率的探讨 4
1.4 结论 4
2.上周观点回顾：看多美债收益率，不看空美元 5
2.1 美元指数潜在筑底 5
2.2 经济数据 5
3.经济数据与展望 6
3.1 近期经济数据/官员讲话/市场展望 6

图表目录

图 1：阴影部分涵盖了从倒挂开始到短端利率下行的阶段性终点，可以看到当下我们距离前期期限利差高点仍有距离，但短端的空间已经没有 3
图 2：美元兑韩元似乎有了见底的趋势 5
图 3：2020 年 11 月之后中国短端和长端利率的走势背离可能有防风险的考量 5

2021 年 2 月是中国经济数据的真空期，和拜登上台后政策逐渐预期落地的时间段。美债收益率再一次成为分歧和关注焦点。投资者需要注意的是，无论美债收益率是上是下，我们都会创造新的历史。

- 要么我们会看到历史上第一次没有降息的期限利差走阔
- 要么我们会看到美国第一次没法把期限利差恢复到 200bp
- 要么我们会看到美国第一次负利率

而权益市场则开始了激烈的预期博弈，在估值预期难以大幅提升的 2021 年，EPS 的增速预期成为博弈焦点。无论在美国市场亦或是中国市场我们都看到了分化的存在。而我们认为这种分化与上文提到的宏观背景息息相关。

难以逆料到底哪种可能性最后成为落地的现实，但投资者需要了解自己所下注的宏观趋势。

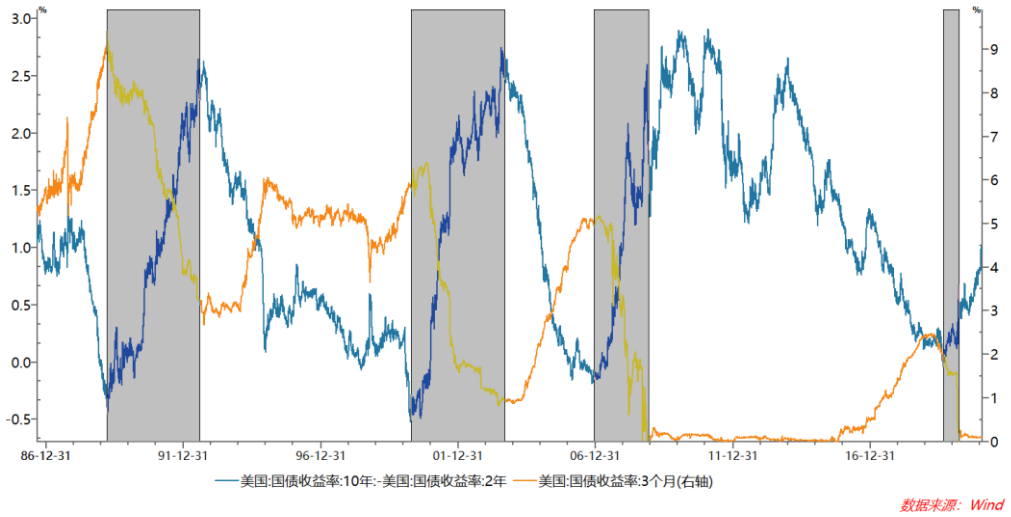
1.三种可能都会创造历史

1.1 没有降息的期限利差走阔？

借用鲍威尔在 2019 年杰克逊霍尔会议上的划分方法，自 1980 年以来美国长端利率的趋势性逐渐增强，经济周期长度也比 1950-1980 年大为增加。在这段时间内，如下图所示，美国期限利差的周期性也显露无疑。

而长短端利率的倒挂，则征兆了潜在的金融风险。对此现象的解释非常多，无论是债市交易员对于流动性的偏好，通胀预期的失速，或者避险情绪的累计我们觉得都是潜在的原因。如果要总结归纳，期限利差的缩窄意味着市场期限错配的空间缩小，压迫更多投资者进行信用错配。信用错配对于波动率的压制达到一定程度后容易触发尾部风险。

图 1：阴影部分涵盖了从倒挂开始到短端利率下行的阶段性终点，可以看到当下我们距离前期期限利差高点仍有距离，但短端的空间已经没有



资料来源：Wind,国元证券研究所

如果我们仔细观察我们会发现，无论是在 90 年代初期，科网泡沫前后，全球金融危机之前。期限利差倒挂之后的走阔，都伴随了短端利率的下行。

换句话说，**在过去 40 年，期限利差的走阔，有相当一部分是降息贡献的，然而这一次如果不突破负利率的下限，这个逻辑就无法成立。**

从这个角度理解，去年四季度开始的美债收益率上行其实是一个非常独特的现象。

而站在当下，期限利差继续上行有赖于通胀预期的继续恢复，在不同期限预期通胀率都已经处于高位的时候，通胀预期的持续走高可能需要更多财政政策的支持。

1.2 长端美债收益率回报率低于长期通胀预期？

而如果我们认为期限利差不会走阔，那么当下 10 年期美债收益率在 2%以下的现状，也是自二战以来的首次发生。我们觉得这是一个核心转变，这种情况如果继续维持下去，意味着有更多的投资者必须前往更激进的投资领域寻找投资机会。而低利率环境下，储蓄率的走低和无风险利率的走低将进一步推高可选消费的估值和 EPS。

这也是我们对于目前市场抱团行情的一个理解。它的合理性可能存在，投资者可能花了过度的时间去探讨估值点位是否合理，而忽视了这种在推高可选消费估值的行为，实际上隐藏了对于未来经济增速的悲观预期。而这种预期本身，比估值具体点位更值得探讨。

1.3 负利率的探讨

如果投资者认为 10 年期美债收益率无法回到 2%以上，另一方面又认为期限利差必须走阔以压制波动率，那么短端利率就必须突破 0%的下限。

如果说人民银行在 19 年就探讨过零利率下限的问题，联储在负利率问题上远比欧洲和日本更为慎重。对此有很多解释，而无论我们选择相信这是因为联储和银行维持了良好的关系，亦或是联储对于长期经济增速预期不悲观。我们认为在经济复苏时期，负利率的猜想会更式微一点。等到美国经济脉冲过去，经济增速预期放缓的时候，负利率的声音可能会更多一些。

在这种情况下，银行的利润增速可能最为承压，而贵金属可能受益。

1.4 结论

我们认为在 2021 年，长期的投资机会实际上就与这三种宏观趋势息息相关

- 如果相信期限利差走阔，周期和金融板块将表现良好
- 如果不相信期限利差走阔，可选消费和科技医药板块将表现良好
- 如果相信负利率，贵金属可能表现最好

从长期来看我们更相信期限利差的走阔，而在短期内，我们也认为 2021 年 1 月 13 日-1 月 22 日美债收益率的上行中止只是一个中继。这个判断的依据在于，长期来看，美债收益率的趋势性是非常强的，而拐点往往伴随了重大的经济金融事件，我们认为当下并没有发生类似 2017 年 10 月十九大，2016 年年初油价危机，2013 年联储潜在收紧带来市场冲击这样的事件。但我们建议投资者保持关注。

2.上周观点回顾：看多美债收益率，不看空美元

2.1 美元指数潜在筑底

上周美元指数停止了反弹，但我们认为这是一个类似 2018 年 2 月前后的震荡区间。我们可以类比出一系列的宏观相似性

- 2018 年年初，是中国经济增速预期从过度乐观转为现实的时间点，在 19 大之后中国经济 L 型增长的预期深入全世界投资者的心中。意味着美国当时预期 2-3%的长期经济增速边际上变得更有吸引力。这是 18 年春天到 20 年春天美元指数大规模反弹行情的背景所在

-2021 年年初，是新兴市场与发达市场经济增速差逐渐缩小的时间点，如果说 2020 年发达国家由于经济更多来自需求拉动，在 Covid-19 的打击下损失惨重，2021 年更像是发达国家在疫苗以及需求的恢复下，修复与新兴市场经济增速预期差的一个时间端。也基于此，我们认为在 2020 年夏天最为热门的汇率交易之一，多东亚经济体货币空南美经济体货币存在反转的可能。实际上我们认为当下美元兑韩元这样的货币对可能是美元指数的先行指标。

图 2：美元兑韩元似乎有了见底的趋势



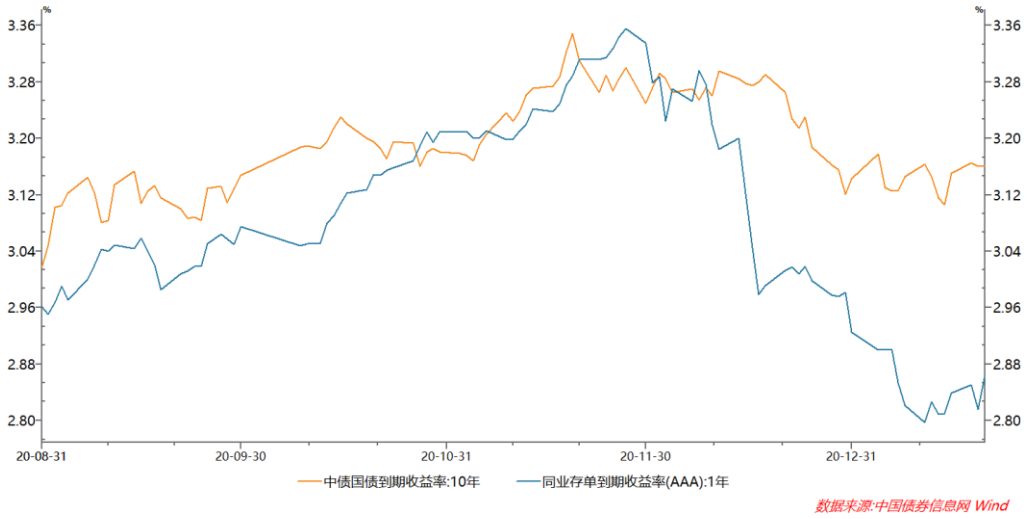
资料来源：Wind，国元证券研究所

综上所述，在东亚经济体货币依然走弱的大背景下，我们对美元指数并不悲观。本周我们依然保持这个看法

2.2 经济数据

上周我们判断 M1 可能表现较好，与实际结果并不相符，主要的变量在于年末的非标压缩。但 M1 的超预期也令投资者有所收获，这意味着去年 11 月底开始的短端利率下行以及长短端的背离，可能有了一个合理的解释。非标的压缩可能带来了防风险的压力。

图 3：2020 年 11 月之后中国短端和长端利率的走势背离可能有防风险的考量



资料来源：Wind,国元证券研究所

这意味着当下短端利率可能已经调整到位。

3.经济数据与展望

3.1 近期经济数据/官员讲话/市场展望

下周经济数据相对平淡，但预计市场将开始为拜登的政策通过与否定价。联储的会议预计不会有太多新意。实际上当下市场的关注点可能已经慢慢从货币政策转向财政政策。

中国进入经济数据真空期，预计未来一段时间对于 EPS 的关注会多过对于经济政策。货币政策在 2021 年不转急弯但转弯的概率慢慢提高。从年末的流动性宽松中走出之后，更多的投资者将关注无风险利率的潜在上行

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188