2021 年 01 月 16 日

宏观研究团队

10Y 美债利率走势研判

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

近期，10Y 美债利率破 1%引发广泛讨论，“10Y 美债不会再大幅上行”、“无法破 1.5%”等论调频现。我们基于历史经验及宏观形势演绎，提示 10Y 美债破 2%概率较大，供参考。

● **10Y 美债利率破 1%背后：触发因素是美联储鹰派表态，本质是经济向好**

1 月初以来，10Y 美债利率快速上行、突破 1%，刷新近 10 个月新高。1 月 1 日至 14 日，10Y 美债收益率自 0.93%快速上行，先后突破 1%、1.1%，刷新 2020 年 3 月以来新高。伴随 10Y 美债收益率快速上行，美德利差（10Y 美债-德债利率）大幅走扩 20bp 至 170bp；与此同时，美元指数也止住跌势、重回 90 以上。

10Y 美债利率破 1%的触发因素是美联储鹰派表态，背后本质是美国经济前景向好。1 月以来，美联储公布的 FOMC 会议纪要及多位官员讲话，频频提及“缩减 QE 规模”，引发市场对美联储政策转向的担忧。美联储鹰派表态背后，是疫苗推广及民主党统一国会后、拜登有望加码财政刺激等，使美国经济前景进一步向好。

● **历轮美债熊市历史回溯的启示：熊市开启均因经济景气改善、通胀水平抬升**

历轮美债熊市开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，虽然熊市中不同期限的美债走势不尽相同，但长端美债一般领先或同步于短端美债调整。结合历轮美债熊市所处的宏观环境来看，长端美债的“率先”调整，与美国经济景气改善及通胀水平抬升紧密相关。

10Y 美债持续调整的“驱动力”，2008 年前主要来自美联储加息，2008 年后与美债期限利差走扩关联密切。2008 年前，面对经济改善及通胀抬升，美联储往往快速加息；短端美债利率随之大幅上行、带动 10Y 美债上行。2008 年后，因美联储较少使用加息工具，10Y 美债上行与经济向好、推动美债期限利差走扩有关。

● **本轮 10Y 美债走势方向：经济改善、通胀超 2%环境下，破 2%概率较大**

以往熊市中，10Y 美债调整幅度约 118~279bp；通胀超 2%阶段，10Y 美债利率均破 2%。08 年前，美债熊市中，10Y 美债利率均上行至 2%、甚至 4%以上。08 年后，虽然利率中枢有所下移，但在美国 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率依然破 2%。其中，2008-2011 年及 2012-2013 年，美联储实施 QE 未改变 10Y 美债走势方向；伴随美国 CPI 同比超 2%，美债期限利差均大幅走扩至 200bp 以上。

从美国经济、通胀及政策的演绎路径视角来看，本轮 10Y 美债利率破 2%概率较大。一方面，库存回补、财政刺激及疫苗大规模推广等，将推动美国经济修复加快。同时，经济复苏过程中，油价等的上涨可能使美国 CPI 同比在 2 季度前后升至 2%、悲观情景下甚至 4%以上。经济改善及通胀超 2%，或将推动 10Y 美债破 2%。参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10Y 美债破 2%速度可能越快。

● **风险提示：疫苗效果不及预期。**

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：10Y 美债利率走势研判 4
1.1、 一问：近期，10Y 美债利率破 1%的触发因素 4
1.2、 二问：美债熊市大历史回溯的启示 7
1.3、 三问：以史为鉴，本轮 10Y 美债利率走势方向 9
2、 下周重点数据：美国 12 月营建许可、新屋开工总数 13
3、 大类资产回溯：美元大涨，主要股指多数下跌 14
4、 风险提示 15

图表目录

图 1： 1 月初以来，10Y 美债利率快速上行 4
图 2： 伴随 10Y 美债利率上行，美德利差走扩、美元止跌 4
图 3： 美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息 4
图 4： 美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化 4
图 5： 美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升 5
图 6： 民主党赢得佐治亚州参议员选举后统一了国会 5
图 7： 油价大涨带动美国通胀预期快速抬升 6
图 8： 伴随通胀预期抬升，10Y 美债利率进一步上行 6
图 9： 历轮美债熊市的开启，与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关 7
图 10： 2008 年前，10Y 美债持续调整的驱动力，主要来自美联储快速加息下、短端美债收益率大幅上行 7
图 11： 美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关 8
图 12： 2Y 美债利率走势主要受美国货币环境影响 8
图 13： 2008 年后，10Y 美债持续调整的驱动力，更多来自美债期限利差的大幅走扩 8
图 14： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上 9
图 15： 2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩 10
图 16： 2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩 10
图 17： 美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升 10
图 18： 财政刺激支持下，美国居民状况非常好 10
图 19： 年初以来，美国疫苗接种速度开始加速 10
图 20： 美国有望在年中前后接近全民免疫目标 10
图 21： 美国与原油消费相关的服务消费，前期修复较慢 11
图 22： 美国消费景气基本主导了全球原油消费的变化 11
图 23： 美国服务消费修复加快，将带动油价上涨 11
图 24： 油价上涨及低基数，易推升美国 CPI 同比升破 2% 11
图 25： 就业恢复程度，将影响美联储调整政策时点 12
图 26： 美国与线下经济活动相关性高的行业就业恢复慢 12
图 27： 2013 年，因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期，10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp 12
图 28： 当周，美元上涨，欧元下跌，英镑上涨 14
图 29： 当周，美元走势强于欧元 14
图 30： 当周，主要国家 10Y 国债收益率分化 14
图 31： 当周，10Y 美债收益率下行 14
图 32： 当周，全球主要发达股指多数下跌 15

图 33： 当周，纳斯达克下跌，恒指上涨 15
图 34： 当周，WTI、Brent 原油价格双双下跌 15
图 35： 当周，COMEX 黄金价格下跌 15

表 1： 美联储 FOMC 成员最新表态汇总 5
表 2： 国会统一背景下，拜登的各项政策主张落地前景 6
表 3： 1990 年以来，10Y 美债历次大调整幅度整理 9
表 4： 海外重点数据发布日期情况 13

1、 周度专题：10Y 美债利率走势研判

事件：1 月初以来，10Y 美债收益率快速上行、突破 1%，刷新近 10 个月新高。

资料来源：Wind

1.1、 一问：近期，10Y 美债利率破 1%的触发因素

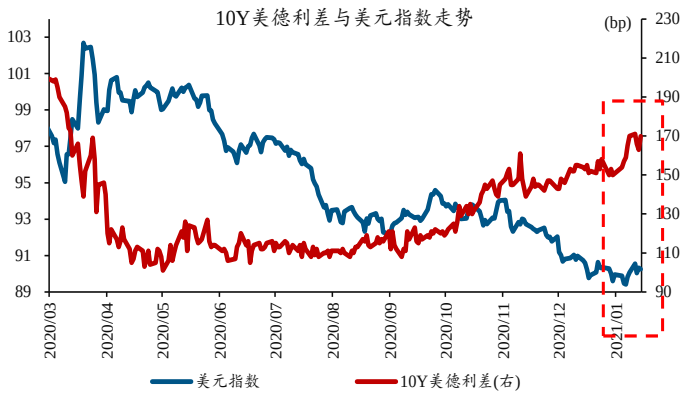
1 月初以来，10Y 美债利率快速上行、突破 1%，刷新近 10 个月新高。1 月 1 日至 14 日，10Y 美债收益率自 0.93%快速上行，先后突破 1%、1.1%，刷新 2020 年 3 月以来新高。伴随 10Y 美债收益率快速上行，美德利差（10Y 美债-德债利率）大幅走扩 20bp 至 170bp；同时，美元指数止住跌势、重回 90 以上。

图1：1 月初以来，10Y 美债利率快速上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

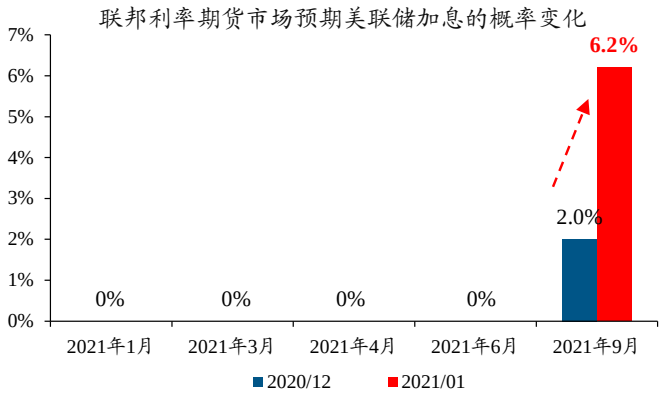
图2：伴随 10Y 美债利率上行，美德利差走扩、美元止跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

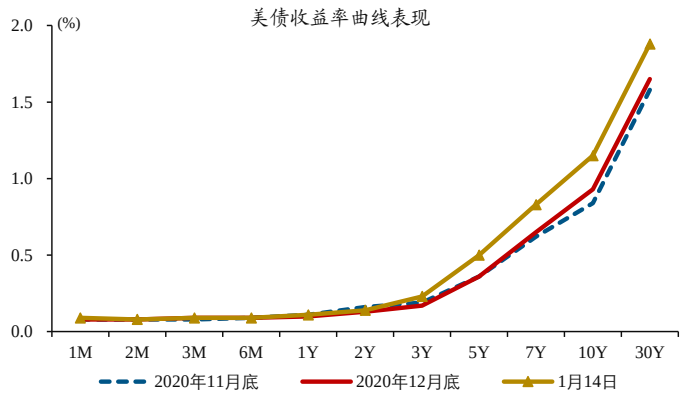
10Y 美债利率快速上行的直接触发因素，是美联储暗示不再加码货币宽松、并且内部已开始讨论政策退出路径。1 月 6 日，美联储公布的 12 月 FOMC 会议纪要披露，“所有联储官员均认为当前购债速度适宜；部分官员指出，一旦在实现就业和物价目标方面取得实质性进一步进展，就可开始‘逐渐减少’购债”。随后，多位 FOMC 委员公开表达了对美国经济前景的乐观立场，亚特兰大联储主席 Bostic 更是宣称“对 2021 年末缩减 QE 购债规模持开放态度”。美联储一系列政策信号释放后，市场开始担忧美联储将更早地收紧货币政策，美债利率曲线随之加速“陡峭化”。

图3：美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息



数据来源：CME、开源证券研究所

图4：美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化



数据来源：Wind、开源证券研究所

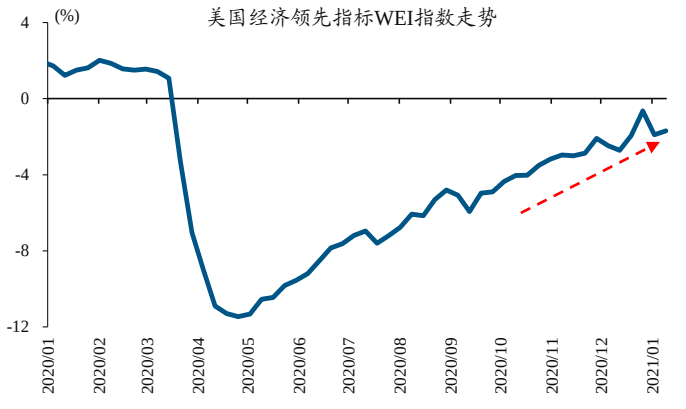
表1：美联储 FOMC 成员最新表态汇总

姓名	职位	立场	投票状态	最新表态
Jerome Powell	主席	中立	常任	
Richard Clarida	副主席	中立	常任	对美国经济前景更为乐观，不担心美债收益率上行
John C. Williams	纽约联储主席	中立	常任	
Randal Quarles	金融监管副主席	中立	常任	
Lael Brainard	理事	中立	常任	
Michelle Bowman	理事	中立	常任	
Chris Waller	理事	中立	常任	
Thomas I. Barkin	里士满联储主席	鸽派★	2021 年	预计美国经济将在 2021 年下半年表现强劲
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	鸽派★★	2021 年	对 2021 年末潜在的削减购债规模计划持开放态度
Mary C. Daly	旧金山联储主席	鹰派◆	2021 年	
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	鸽派★	2021 年	对 2021 年的美国经济感到乐观

资料来源：Fed、开源证券研究所

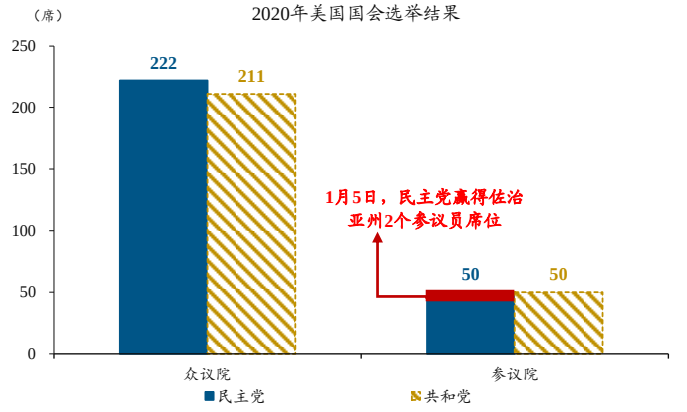
10Y 美债利率快速上行背后的本质，是疫苗持续推广及民主党统一国会等，使美国经济前景进一步改善。美联储官员公开讨论政策退出，缘于对美国经济前景“充满信心”。2020 年 12 月以来，随着疫苗接种工作开启，美国线下经济活动加速升温，经济领先指标 WEI 指数、制造业 PMI 指数等纷纷大幅抬升。与此同时，民主党正式统一国会（1 月 5 日赢得佐治亚州参议员选举），让新任总统拜登有望顺利实施新一轮财政刺激、推动经济加快恢复。根据最新公布的财政刺激方案，拜登计划提高对美国居民的现金援助，并增加联邦失业救济金、为州及地方政府提供财政援助等。

图5：美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升



数据来源：St Fed、开源证券研究所

图6：民主党赢得佐治亚州参议员选举后统一了国会



数据来源：CNN、开源证券研究所

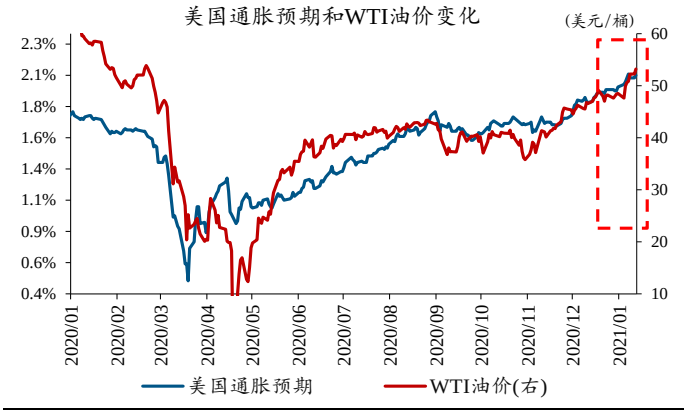
表2：国会统一背景下，拜登的各项政策主张落地前景

领域	拜登政策主张	政策落地的通过标准	政策前景
新一轮财政刺激	1、将现金支票从每人 600 美元提高到每人 2000 美元； 2、补充疫苗资金，确保 100 天内完成 1 亿剂疫苗接种； 3、对州和地方提供新一轮的资金支持； 4、对小企业提供房租豁免和援助； 5、要求免除学生债务并重新开放学校。	审批权归属国会	落地概率较大
税收	废除特朗普政府对公司和富人的减税措施，将富人最高所得税率从 37%提高至 39.6%，将企业所得税率从 21%提高至 28%，征收金融交易税。	审批权归属国会	落地概率较大
基础设施	1、建立现代基础设施； 2、在建筑物的能源效率方面进行重大投资，包括完成 400 万次改造和建造 150 万套经济适用房； 3、在清洁能源研究上花费 4,000 亿美元； 4、制定燃油经济性标准以支持电动汽车； 5、恢复电动汽车税收抵免；	审批权归属国会	较难落地
医疗	主张平价医疗法案（Affordable Care Act），与私人医保并存；提倡增加税收抵免的价值以降低保费，将覆盖范围扩大到低收入的美国人；保护宪法规定的流产权。	审批权归属国会	较难落地
外交、贸易	1、取消对美国企业伤害较大的贸易摩擦； 2、制定一项为期 4 年的 40 亿美元中美洲区域战略； 3、履行伊朗核协议，使伊朗无法获得核武器； 4、推进朝鲜半岛无核化的目标； 5、扩展《新 START 条约》，将其作为美国和俄罗斯之间战略稳定的基础，并用作新军备控制安排的基础。	行政命令	容易落地

资料来源：拜登竞选官网、US Congress、开源证券研究所

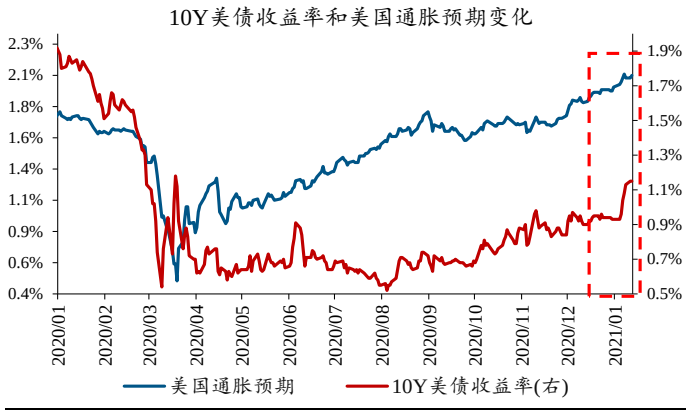
油价大幅上涨、带动美国通胀预期持续升温，也推动了 10Y 美债利率的上行。美国、欧洲等消费型经济体疫苗接种工作的开启，以及 OPEC+控制整体增产节奏（沙特自愿多减产，以“抵消”俄罗斯、哈萨克斯坦的增产），共同推动油价持续大涨。1 月 1 日至 14 日，Brent、WTI 油价分别上涨 9.9%、10.7%至 56.42、53.57 美元/桶。伴随油价大涨，美国通胀预期快速抬升，带动 10Y 美债利率进一步上行。

图7：油价大涨带动美国通胀预期快速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：伴随通胀预期抬升，10Y 美债利率进一步上行

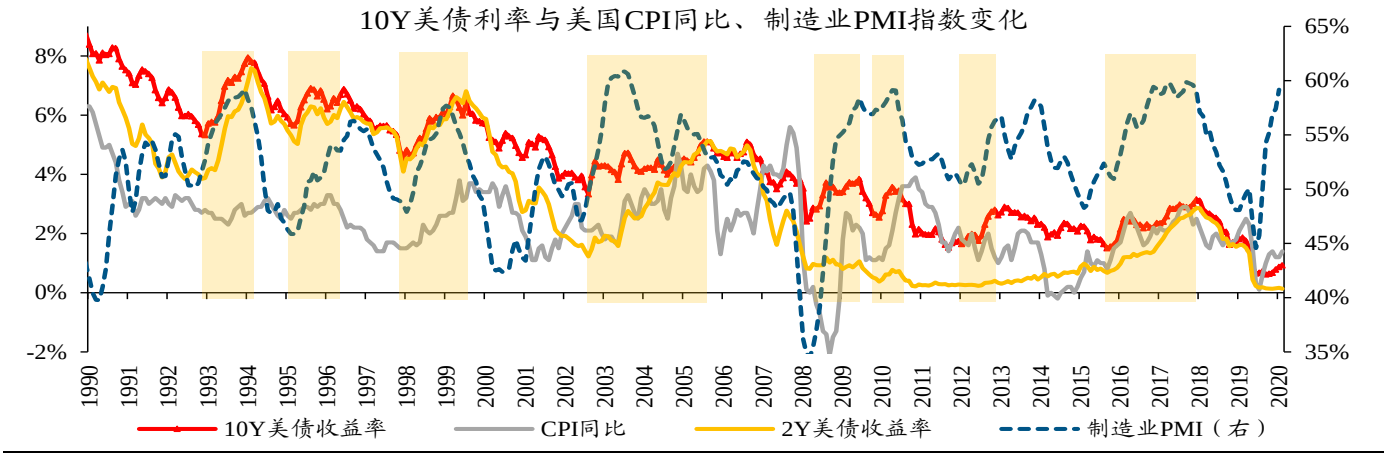


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 二问：美债熊市大历史回溯的启示

回溯历史，历轮美债熊市开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升。1990年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，虽然历轮熊市中不同期限的美债走势不尽相同，但长端美债一般领先或同步于短端美债调整。与此同时，结合历轮美债熊市所处的宏观环境来看，长端美债的“率先”调整，与美国经济景气改善及通胀水平抬升紧密相关。

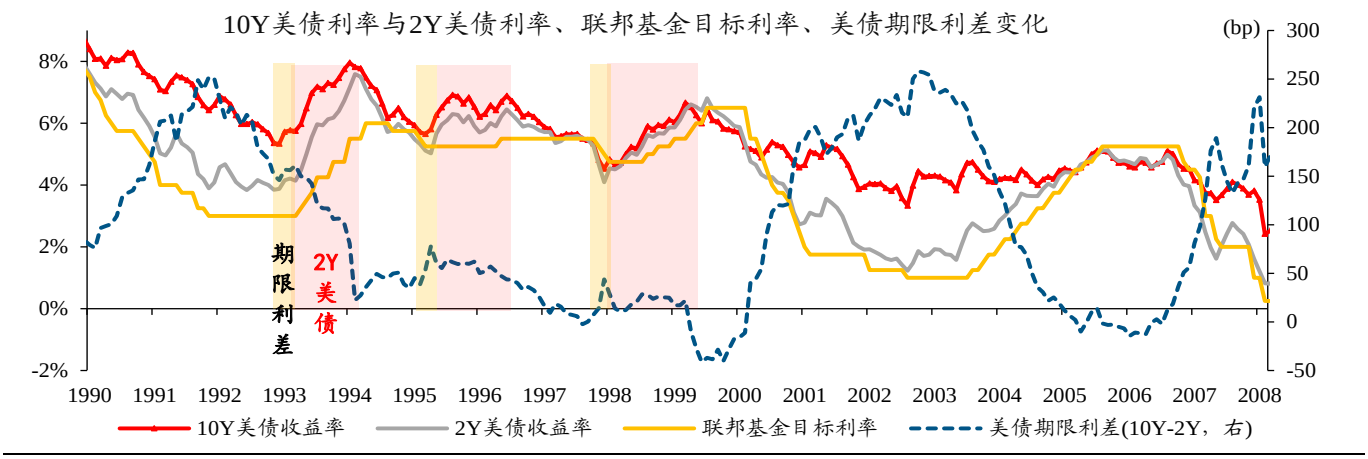
图9：历轮美债熊市的开启，与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

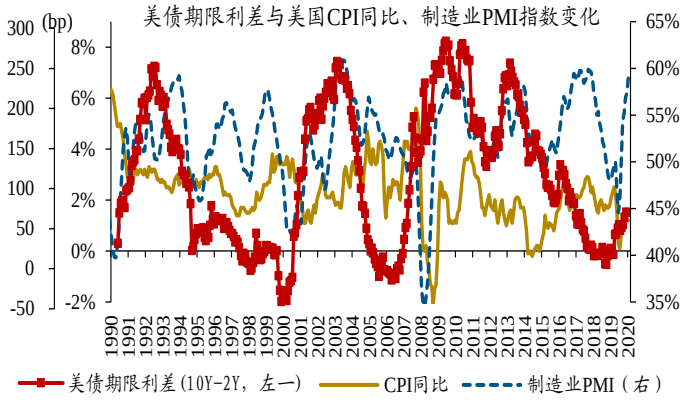
2008年前，10Y美债持续调整的“驱动力”，主要来自美联储快速加息下、短端美债收益率的大幅上行。10Y美债收益率可拆分为2Y美债收益率和美债期限利差（10Y-2Y）。其中，2Y美债收益率与美国联邦基金目标利率走势基本一致，主要受美国货币环境影响；同时，美债期限利差（10Y-2Y）与美国宏观经济形势密切相关。2008年前，伴随美国经济景气改善及通胀水平抬升，美债期限利差开始走扩，推动10Y美债利率上行。但随后受美联储快速开启加息周期影响，2Y美债收益率大幅上行，替代了美债期限利差、成为10Y美债收益率持续上行的“驱动力”。

图10：2008年前，10Y美债持续调整的驱动力，主要来自美联储快速加息下、短端美债收益率大幅上行



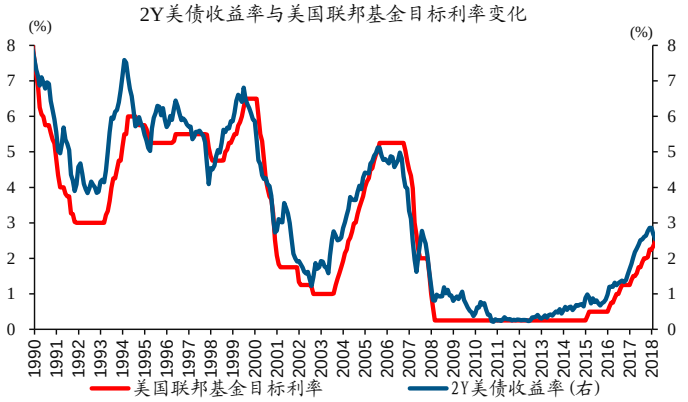
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

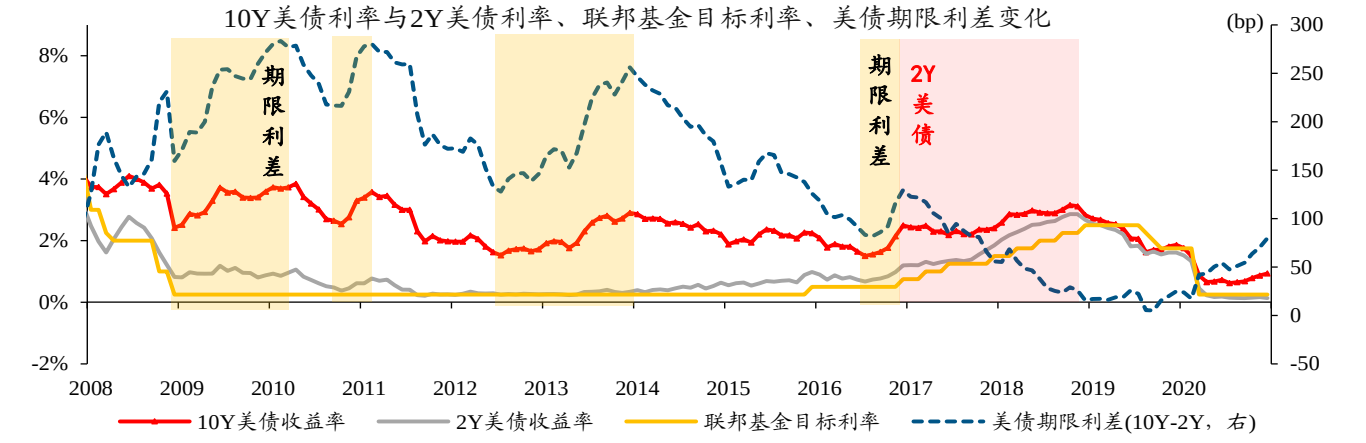
图12：2Y 美债利率走势主要受美国货币环境影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

2008 年后，10Y 美债持续调整，与美债期限利差持续、大幅走扩关联密切。与 2008 年前不同，2008 年后，因为引入了非常规的政策工具 QE(或缩表)，美联储使用加息(或降息)工具的频率大幅下降。而这，直接改变了 10Y 美债利率走势的“驱动力”。以 2009 年至 2015 年为例，由于美联储维持基准利率不变，2Y 美债利率的走势显著“钝化”。伴随着美国经济景气改善及通胀水平抬升，美债期限利差持续、大幅走扩，推动 10Y 美债利率持续上行。当然，2017 年美联储开始加快加息节奏后，10Y 美债调整的驱动力，又回到了短端美债利率的大幅上行。

图13：2008 年后，10Y 美债持续调整的驱动力，更多来自美债期限利差的大幅走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

总体来看，历轮美债熊市中，10Y 美债利率的上行幅度在 118~279bp 之间；2008 年后 QE 的实施，未影响到 10Y 美债利率的走势方向。1990 年至 2006 年，10Y 美债经历了 4 次比较大的调整，调整幅度在 124bp~279bp 之间。2008 年至 2018 年，10Y 美债同样经历了 4 次大调整，调整幅度在 118bp~182bp 之间。在美联储未调整基准利率的 3 轮美债熊市中，2008/11-2010/02、2010/10-2011/04、2012/08-2013/11，10Y 美债利率上行主要受美债期限利差走扩推动，后者走扩幅度在 81bp~138bp 之间。

表3：1990 年以来，10Y 美债历次大调整幅度整理

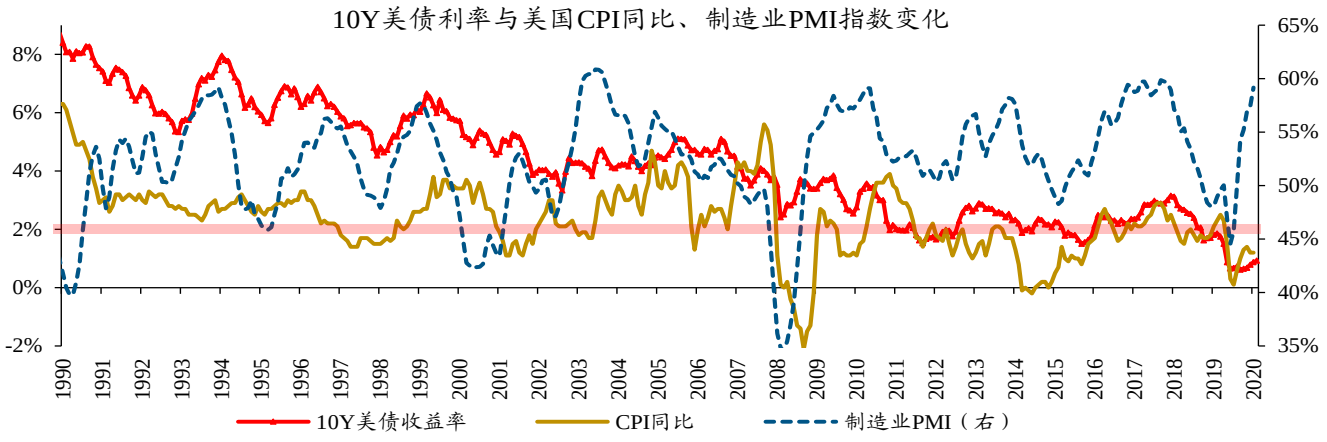
期间	10Y 美债收益率变动（bp）	2Y 美债收益率变动（bp）	加息/降息周期	期限利差变化
1993/11 — 1994/10	279	328	加息	收窄 49bp
1995/12 — 1997/05	124	115	加息	走扩 9bp
1998/10 — 1999/12	257	242	加息	走扩 15bp
2003/06 — 2006/05	203	411	加息	收窄 208bp
2008/11 — 2010/02	176	38	—	走扩 138bp
2010/10 — 2011/04	118	37	—	走扩 81bp
2012/08 — 2013/11	157	20	—	走扩 137bp
2016/09 — 2018/07	182	234	加息	收窄 52bp

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 三问：以史为鉴，本轮 10Y 美债利率走势方向

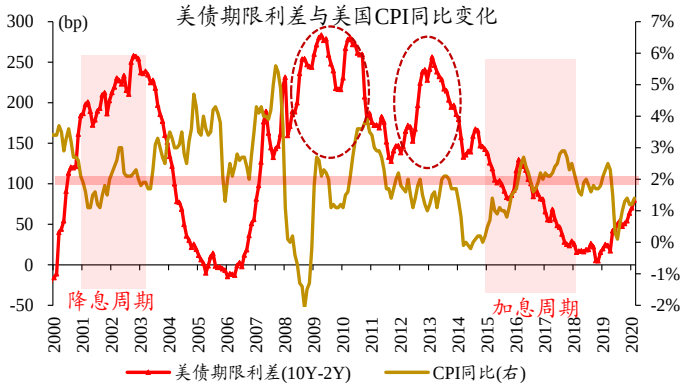
以史为鉴，历次美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%的阶段，10Y 美债利率均大幅上行至 2%以上。2008 年前，美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%(美联储通胀目标)阶段，10Y 美债利率均上行至 2%、甚至 4%以上。2008 年后，虽然利率中枢有所下移，但在经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率依然上行至 2%以上。其中，2008 年至 2011 年及 2012 年至 2013 年，尽管美联储持续实施 QE，但美债期限利差均走扩至 200bp 以上，带动 10Y 美债利率破 2%。

图14：美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上



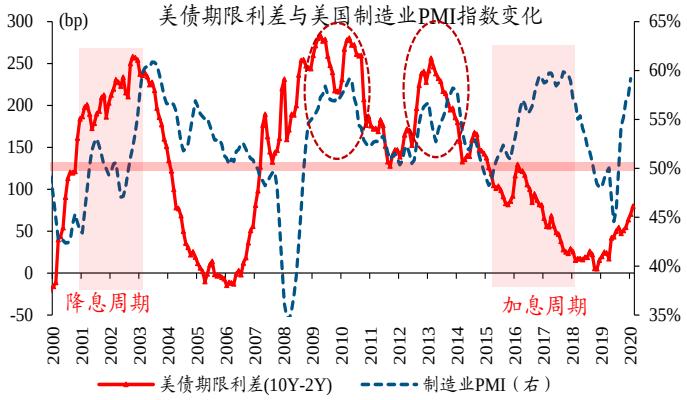
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2008 年后，通胀上行推动美债期限利差走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

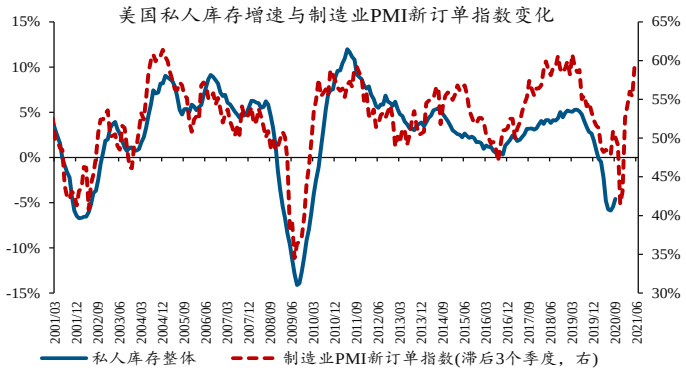
图16：2008 年后，经济景气改善推动美债期限利差走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

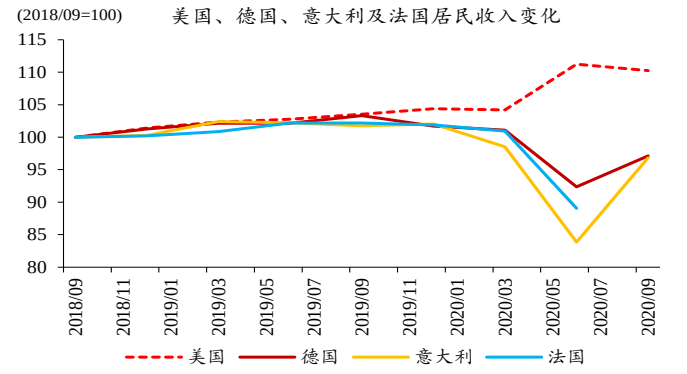
对于本轮美国经济而言，库存回补、财政刺激政策及疫苗的大规模推广等，将推动经济修复进一步加快。自 2020 年 8 月起，美国库存增速止跌反弹，私人部门开始补库。同时，在拜登的财政刺激计划仍待审批的情况下，美国国会已在 2020 年 12 月通过了第五轮财政刺激法案，为家庭及企业部门提供进一步的财政援助，总规模达 9000 亿美元。疫苗的大规模推广，也让美国经济具备了更快释放增长动能的能力。最新数据显示，美国日均疫苗接种规模已从 2020 年底的 30 万剂攀升至 70 万剂以上。

图17：美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升



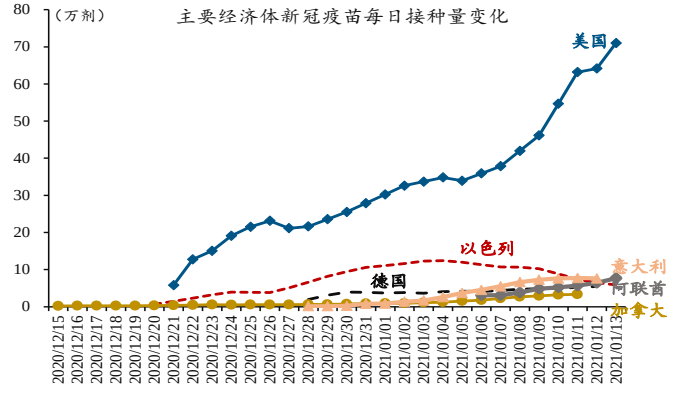
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：财政刺激支持下，美国居民状况非常好



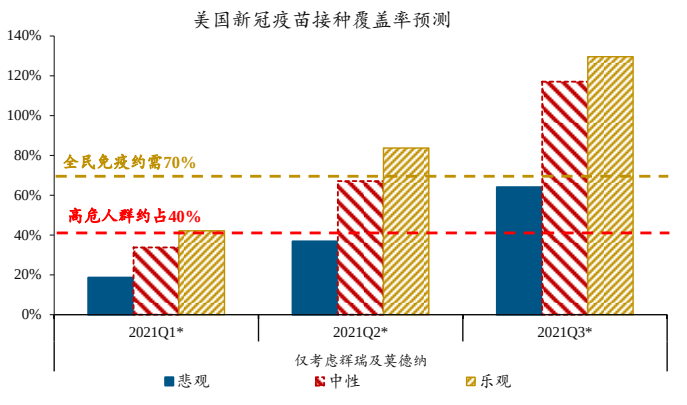
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：年初以来，美国疫苗接种速度开始加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

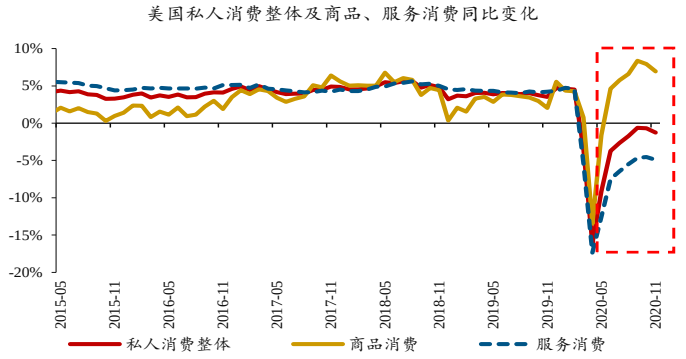
图20：美国有望在年中前后接近全民免疫目标



数据来源：Wind、开源证券研究所

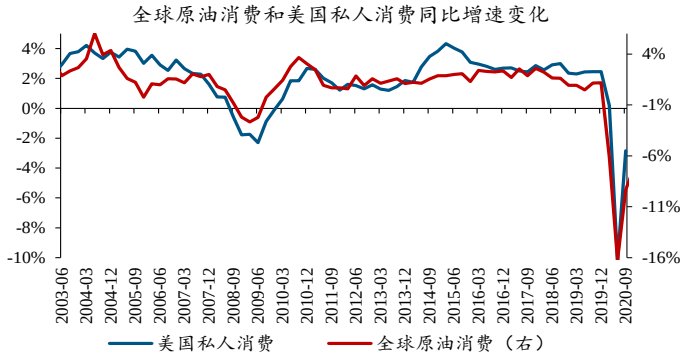
美国经济修复加快及油价等的上涨，可能使美国 CPI 同比在 2 季度前后升至 2%、悲观情景下甚至 4%以上。一方面，美国经济修复加快，将带动美国核心 CPI 同比抬升。同时，由于美国是全球最大原油消费国、基本主导了油价走势的趋势方向，叠加 OPEC+控制增产节奏，油价或将进入快速上涨通道。核心 CPI 同比的抬升，以及油价上涨、低基数的支持，可能使美国 CPI 同比在 2 季度前后升至 2%、悲观情景下甚至 4%以上。

图21：美国与原油消费相关的服务消费，前期修复较慢



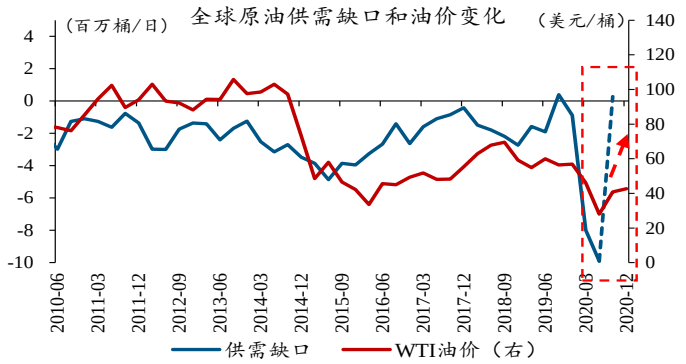
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美国消费景气基本主导了全球原油消费的变化



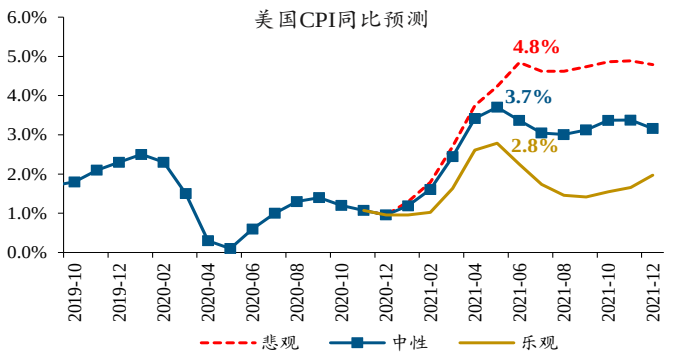
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：美国服务消费修复加快，将带动油价上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

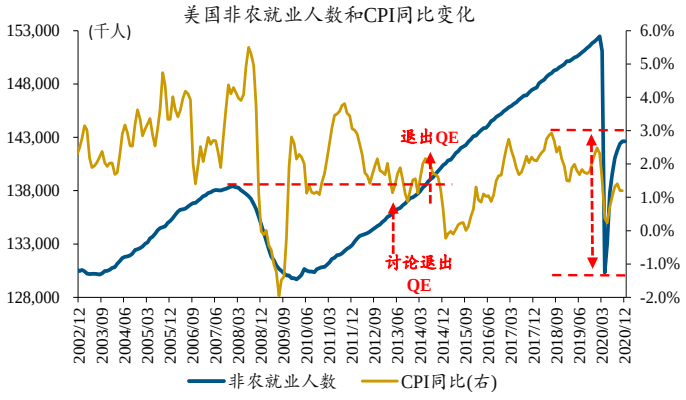
图24：油价上涨及低基数，易推升美国 CPI 同比升破 2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

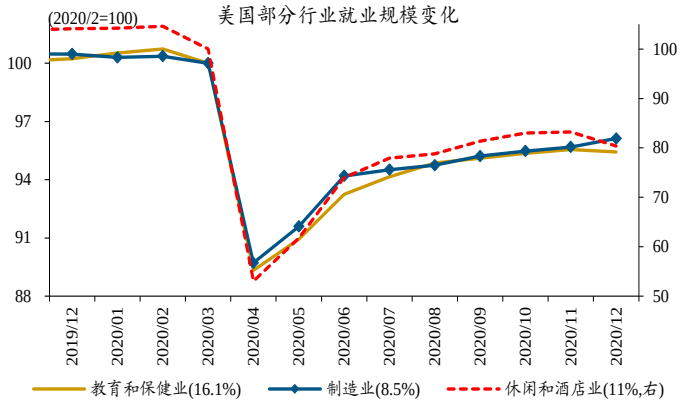
综合历史经验及美国经济、通胀变化来看，10Y 美债利率未来破 2%的概率较大；美联储收紧货币政策的时点越早，10Y 美债利率破 2%的速度可能越快。伴随美国经济修复加快，以及 CPI 同比升至 2%以上，10Y 美债利率大概率将“升破”2%。考虑到市场目前依然认为美联储年内收紧货币政策的可能性较低，一旦就业加速修复及通胀压力抬升等、推动美联储更早转向，10Y 美债利率破 2%的速度可能更快。回溯历史，2013 年 5 月至 7 月，受时任美联储主席伯南克提及“美联储可能将缩减资产购买规模”、大超市场预期影响，10Y 美债利率由 1.7%快速上行 100bp 至 2.7%。

图25：就业恢复程度，将影响美联储调整政策时点



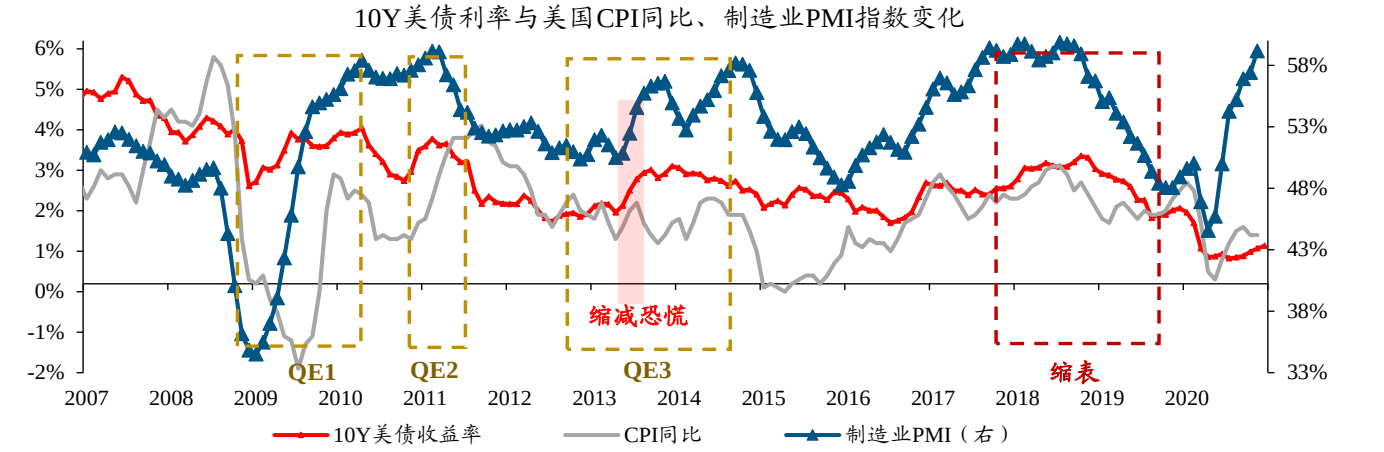
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：美国与线下经济活动相关性高的行业就业恢复慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2013 年，因美联储提及的收紧政策的时点早于市场预期，10Y 美债利率 3 个月内上行了 100bp



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1） 刷新 2020 年 3 月以来新高。伴随 10Y 美债收益率快速上行，美德利差（10Y 美债-德债利率）大幅走扩 20bp 至 170bp；与此同时，美元指数也止住跌势、重回 90 以上。

（2）10Y 美债利率破 1%的触发因素是美联储鹰派表态，背后本质是美国经济前景向好。1 月以来，美联储公布的 FOMC 会议纪要及多位官员讲话，频频提及“缩减 QE 规模”，引发市场对美联储政策转向的担忧。美联储鹰派表态背后，是疫苗推广及民主党统一国会后、拜登有望加码财政刺激等，使美国经济前景进一步向好。

（3）历轮美债熊市开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升。1990 年至今，美债已历经多轮熊市。历史经验显示，虽然熊市中不同期限的美债走势不尽相同，但长端美债一般领先或同步于短端美债调整。结合历轮美债熊市所处的宏观环境来看，长端美债的“率先”调整，与美国经济景气改善及通胀水平抬升紧密相关。

（4）10Y 美债持续调整的“驱动力”，2008 年前主要来自美联储加息，2008 年后与美债期限利差走扩关联密切。08 年前，面对经济改善及通胀抬升，美联储往往快速加息；受此影响，短端美债利率大幅上行、带动 10Y 美债上行。08 年后，因美联储较少使用加息工具，10Y 美债上行与经济向好、推动美债期限利差走扩有关。

（5）以往熊市中，10Y 美债调整幅度约 118~279bp。2008 年前，美债熊市中，10Y 美债利率均上行至 2%、甚至 4%以上。2008 年后，虽然利率中枢有所下移，但在美国 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率依然破 2%。其中，2008-2011 年及 2012-2013 年，美联储实施 QE 未改变 10Y 美债走势方向；伴随美国 CPI 同比超 2%，美债期限利差均大幅走扩至 200bp 以上。

（6）从美国经济、通胀及政策的演绎路径视角来看，本轮 10Y 美债利率破 2%概率较大。一方面，库存回补、财政刺激及疫苗的大规模推广等，将推动美国经济修复加快。同时，美国经济复苏过程中，油价等的上涨可能使美国 CPI 同比在 2 季度前后升至 2%、悲观情景下甚至 4%以上。经济改善及通胀超 2%，或将推动 10Y 美债破 2%。参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10Y 美债利率破 2%速度可能越快。

2、 下周重点数据：美国 12 月营建许可、新屋开工总数

表4：海外重点数据发布日期情况

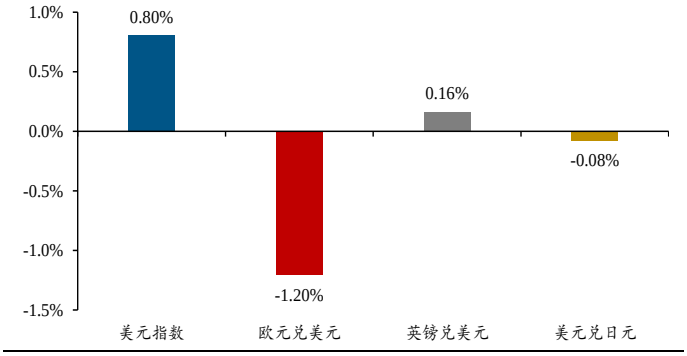
地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	01/20	NAHB 房产市场指数	1 月	86%	86%
	01/21	营建许可总数(万户)	12 月	160	163.5
		新屋开工年化总数 (万户)	12 月	156.4	154.7
		当周初请失业金人数(万人)	1 月 16 日	--	96.5
	01/22	Markit 制造业 PMI 初值	1 月	56.5%	57.1%
		Markit 服务业 PMI 初值	1 月	45.5%	49.4%
		成屋销售总数年化(万户)	12 月	655	669
欧元区	01/19	季调后经常帐(亿欧元)	11 月	--	266
		ZEW 经济景气指数	1 月	--	54.4%
	01/20	CPI 月率	12 月	0.3%	0.3%
	01/22	制造业 PMI 初值	1 月	54.9	55.2
德国	01/19	CPI 月率终值	12 月	0.5%	0.5%
	01/22	制造业 PMI 初值	1 月	58%	58.3%
法国	01/22	制造业 PMI 初值	1 月	--	51.1%

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、 大类资产回溯：美元大涨，主要股指多数下跌

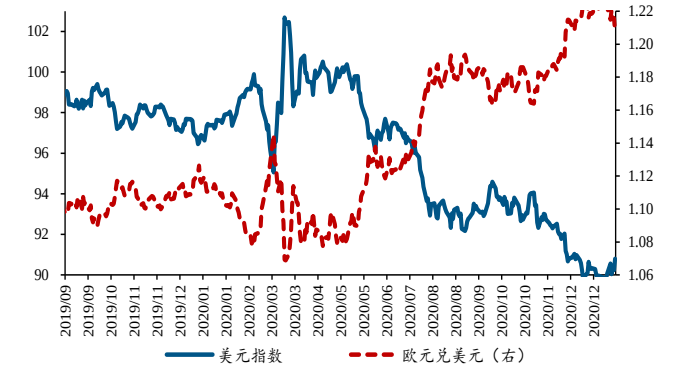
当周（1 月 11 日-1 月 15 日），美元、英镑上涨，欧元下跌。美元指数上涨 0.8%至 90.79。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别下跌 1.2%、上涨 0.16%至 1.21、1.36；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.08%至 103.87。

图28：当周，美元上涨，欧元下跌，英镑上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

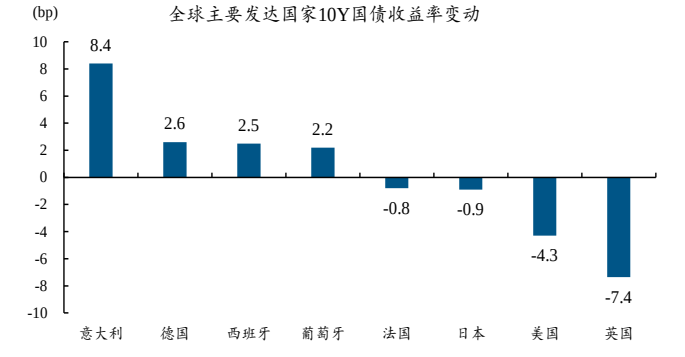
图29：当周，美元走势强于欧元



数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（01 月 11 日-01 月 15 日），长端国债收益率分化。10Y 美债收益率下行 4.3bp 至 1.087%。其他债市方面，10Y 德、法、英债收益率分别上行 2.6bp、下行 0.8bp、下行 7.4bp 至-0.54%、-0.32%、0.29%。

图30：当周，主要国家 10Y 国债收益率分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

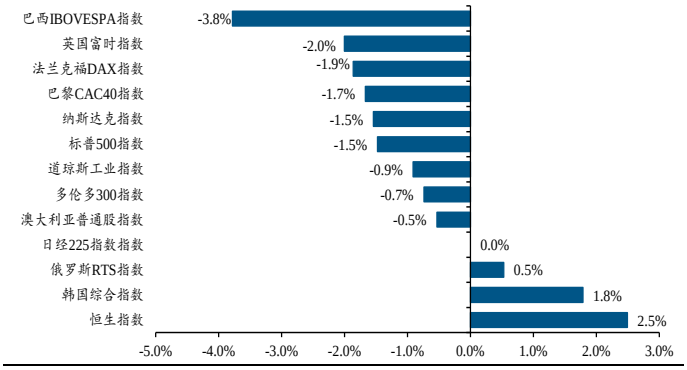
图31：当周，10Y 美债收益率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

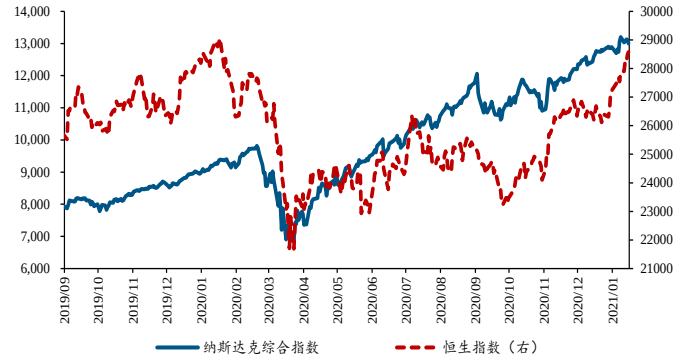
当周（01 月 11 日-01 月 15 日），全球主要股指多数下跌。美股方面，标普 500、纳斯达克、道琼斯分别下跌 1.5%、1.5%、0.9%。亚洲股指方面，恒指、韩国综指上涨 2.5%、1.8%。欧洲股指方面，英国富时、德国 DAX 下跌 2%、1.9%。

图32：当周，全球主要发达股指多数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

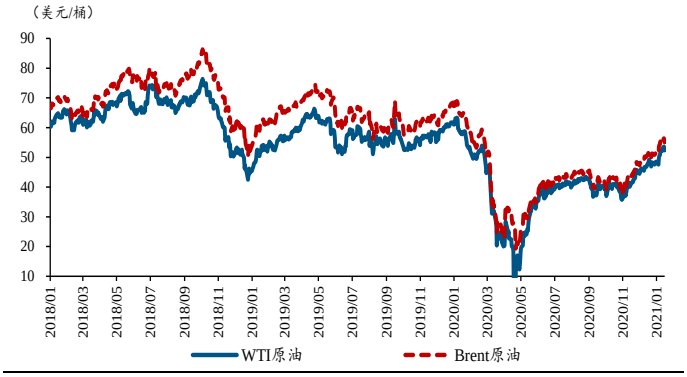
图33：当周，纳斯达克下跌，恒指上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

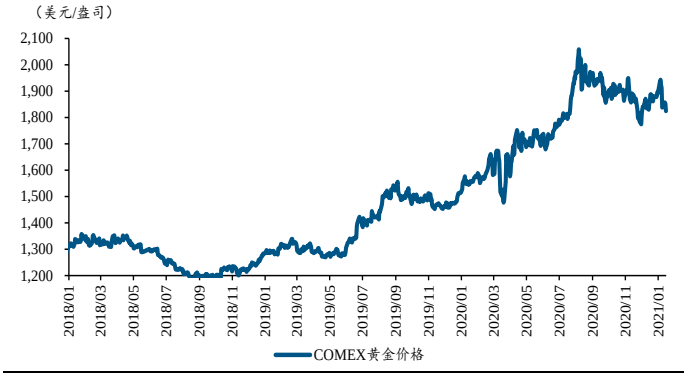
当周（01 月 11 日-01 月 15 日），原油、黄金双双下跌。原油方面，WTI 原油下跌 0.34%至 52.06 美元/桶，Brent 原油下跌 1.77%至 55 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金下跌 0.57%至 1827.7 美元/盎司。

图34：当周，WTI、Brent 原油价格双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：当周，COMEX 黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

疫苗效果不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn