总量研究中心

大类资产周观察 宏观经济报告

美股回调的基本面信号是什么？

本报告的主要看点：

1. 对上周的大类资产价格变化进行回顾。
2. 分析短期影响大类资产的主要因子，并对下周重要观察因素进行展望。
3. 判断资产价格短期变化是否对中期大类资产价格运行形成影响（拐点判断）。

- **复盘上周大类资产的走势，有几点值得关注。**上周前半周，美股三大股指创出历史新高，伴随着美债收益率的小幅上行和美国垃圾债信用利差的下行，美元指数创出阶段性低点后回升。随后，上周四，美元指数继续回升，美股在科技股的带动下大幅下行，美债收益率小幅回落，信用利差小幅走阔。上周五，美股科技股盘中继续大幅回调，虽然尾盘有所回升，但依然收跌；不过，美债收益率小幅回升，美元指数并未下行。同时，国内市场的走势也受到部分影响：一是 A 股科技股也出现一定程度回调，二是人民币兑美元汇率的升值趋势短期有所修整，三是中国国债收益率进一步上升。上周大类资产的这种分化的走势背后的基本面信号是什么？是否预示着部分资产价格趋势拐点的到来？

- **美股科技股回调的基本面诱因是无风险利率对估值的支撑转向。**前期，美股大幅上涨主要驱动因子是美联储货币宽松带来的无风险利率下行对估值的推升。从数据上看，上周三美股道指、纳指和标普 500 指数的 PE（TTM）分别升 33.8、68.1、35.3 的高点；同时，美国 10 年期国债收益率在二次探底之后回升近 20bp 至 0.72%附近；持续回升的无风险利率对估值的贡献由正转负，这可能是美股回调的基本面诱因。从回调幅度最大的是估值最高的科技股，也能得到部分佐证。

- **美股的高点出现了吗？**尚不能得出这样的结论，但是进一步印证我们在上周大类资产观察中提出的观点：美股的风险收益比正在向着不利的方向发展。展望后面一段时间美股的走势（1-2 个季度），美联储退出的速度应该会晚于经济恢复的速度，也就意味着企业盈利的贡献仍将超过无风险利率的拖累，美股仍有望上行，但应对的策略或许应该是逐步减仓。

- **美债收益率和美元指数的短期低点进一步确认。**首先，短端利率不再下行，通胀预期和风险偏好将会带动美债收益率逐步上行。随着全球经济从疫情中的恢复，商品和服务的需求也将不断回升，从而带动物价逐步回升，推升通胀预期；同时，风险偏好也会随着基本面的回升而有所改善。美债收益率拐头向上的概率越来越高。第二，随着美国疫情逐渐得到控制、美国总统大选带来的不确定性的消除，美欧利差、美欧经济增速之差有望再次拉大（美国经济恢复速度快于欧元区），这将带动短期美元指数的回升。

- **国内市场也受到部分影响，但更多体现的是自身基本面和政策预期的变化。**从 A 股走势来看，仍在箱体区间震荡的概率较高，因市场对货币的分歧依然较大，企业盈利的定价也较为充分，赚钱效应带动的结构性资金流入有所放缓。从中债收益率走势来看，仍存在一定的上行压力，因通胀预期的定价依然不够充分。从人民币汇率的走势来看，虽然短期升值有所停顿，但中长期升值压力依然存在。

- **展望后市，我们认为，短期来看（1-2 周的时间框架），美股转向震荡，A 股仍维持震荡格局，中债收益率可能在风险偏好回落的带动下小幅下行，美元指数见底概率较高，人民币汇率相对稳定，工业品价格震荡上升。**

风险提示：中美之间出现更大的冲突对抗导致全球需求再度出现回落；货币和财政政策的宽松力度不及预期；疫情再度出现超预期的加重。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH