

策略周评 20230709

若美债见顶，对 A 股风格将产生什么影响？

2023 年 07 月 09 日

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

■ 为何我们把中美利差和美债作为接下来市场走势和风格切换的核心观察因素？

2022 年 4 月以前，中美利差（美国减中国 2 年期国债到期收益率）为负的阶段，利差和汇率的相关性不是特别明显，如 2019 年 5-10 月两轮贬值主导因素是中美贸易摩擦（经济预期因子），但利差负值反而拉大，2021 年 6 月份-2022 年 2 月，利差快速收窄，但汇率反而是升值趋势，主导因素是出口高增，依然是经济因子为主要因素。

而 2022 年 4 月以来，中美利差转正之后，利差的走势和汇率的走势几乎完全一致，市场将国内的经济因子对汇率的作用偏夸大理解，实际上汇率波动趋势由中美利差走势决定，波动的幅度受经济预期的影响。

从风格的角度来看，A 股历史上的大级别风格轮动，和中美利差相关性较为明显，表现为，当中美利差（美-中）明显扩大的时候，A 股往往偏价值风格，当中美利差（美-中）明显收窄的时候，A 股往往偏成长风格，2021 年 Q2 前后，以医药、新能源和白酒等为代表的典型成长风格的见顶，一大触发因素为中美利差见底上行，区别是，以上几个板块，成长性更强的新能源见顶更晚。

其原因也较为简单，即成长股的估值，对分母端的利率水平比较敏感，我们在跟市场交流中，发现市场一个认知误区是，有不少投资人认为 A 股成长股的估值分母端利率水平应该以中国的十年期国债为参考，但事实上，在过去的投资框架中，中国国债利率波动较大的阶段，可能有明显的指示价值，随着中国国债利率水平的下行和波动率的降低，展现出了对美债反应更加敏感特征。

其内在逻辑是，对应到经济逻辑上，即中国国债波动性降低，反映内需波动性降低，当美债波动加大，反映外需波动性提升。而中国货币政策效率跟外需相关性更加明显，因此，当外需波动加大的时候，若外需走弱，很容易造成我们的货币政策效率降低的现象。因此，在这样的环境下，成长股估值更加锚定美债和外需。

■ 为何看美债见顶和中美利差见顶？

最核心的因素是，我们经过详细测算，美国疫情三轮补贴带来的超过 2.6 万亿美元的超额储蓄，5 月底已经剩余不足 8000 亿美元，而考虑美国不同财富群体的边际消费倾向，以及目前每个月超过 1000 亿美元超额储蓄的消耗，目前已经到了消耗的临界点，接下来失业率、经济数据、通胀都会受到相应的影响。目前两年期美债近 5 个点的到期收益率，对下半年加息预期以及当前市场的惯性预期方向反应比较充分，若以超额储蓄作为消费最大支撑的角度来看，拐点可能已经非常临近。

■ 美债和中美利差见顶会产生什么影响？

2023 年以来，A 股演绎的为非典型成长风格的走势，表现为 TMT 涨幅领先，而大盘成长、小盘成长指数明显弱于大盘价值和小盘价值指数，非典型成长风格接近于主题投资风格，受益于产业趋势，而独立产业趋势受到短期宏观需求扰动更小。

如我们在第一部分的阐述和研究，A 股成长风格的锚为中美利差，2021 年 Q2 前后典型成长风格如医药、新能源、消费的见顶直接触发因素为美债的

相关研究

《二季度货币政策例会对于下半年 A 股市场释放了哪些信号？——流动性跟踪周报》

2023-07-04

《关注业绩改善、新能源细分和消费的预期差——A 股行业配置策略（2023 年 7 月）》

2023-07-03

上行。美债作为分母端因素见顶后，成长股的胜率会明显上升，而赔率因子不是当下考虑的核心要素，赔率因子决策需要考虑：美债收益率下行的幅度，全球需求、国内需求和政策强度如何演绎。

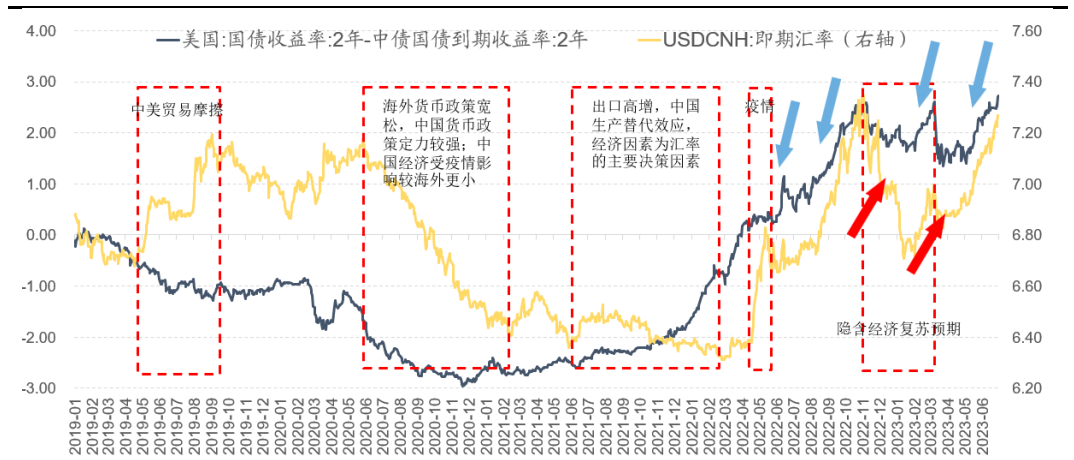
目前整体的思维为胜率思维，美债见顶，国内政策预期边际好转而无论幅度多大，都是胜率增加的核心因素。若美债和中美利差见顶，从胜率思维出发，我们建议继续关注我们前期提出的几大方向如新能源的独立逻辑的细分领域（如光伏 N 型电池渗透率加速提升、储能和电网 IT 的高景气、充电桩的独立逻辑和预期差、动力电池的新技术渗透），消费的预期差，以及生物医药板块（特别是创新药），以上板块将明显受益于分母端利率水平的变化。此外，独立产业趋势的方向如 AI 以及 AI 扩散（自动驾驶、机器人等）同样受益于分母端美债见顶，也可以继续关注。

■ 总结

我们认为，当前美债和中美利差已经到了较为极致的位置，随着美国居民补贴带来超额储蓄的消耗即将到临界阶段，接下来失业率、经济数据、通胀都会受到相应的影响。A 股成长风格的锚为中美利差，若美债见顶和中美利差下行，A 股成长风格将迎来胜率的明显增加，建议继续关注我们前期提出的几大方向如新能源的独立逻辑的细分领域（如光伏 N 型电池渗透率加速提升、储能和电网 IT 的高景气、充电桩的独立逻辑和预期差、动力电池的新技术渗透），消费的预期差，以及生物医药板块（特别是创新药），以上板块将明显受益于分母端利率水平的变化。此外，独立产业趋势的方向如 AI 以及 AI 扩散（自动驾驶、机器人等）同样受益于分母端美债见顶，也可以继续关注。

■ 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1: 近一年多以来, 利差因子对汇率波动方向具有强相关性



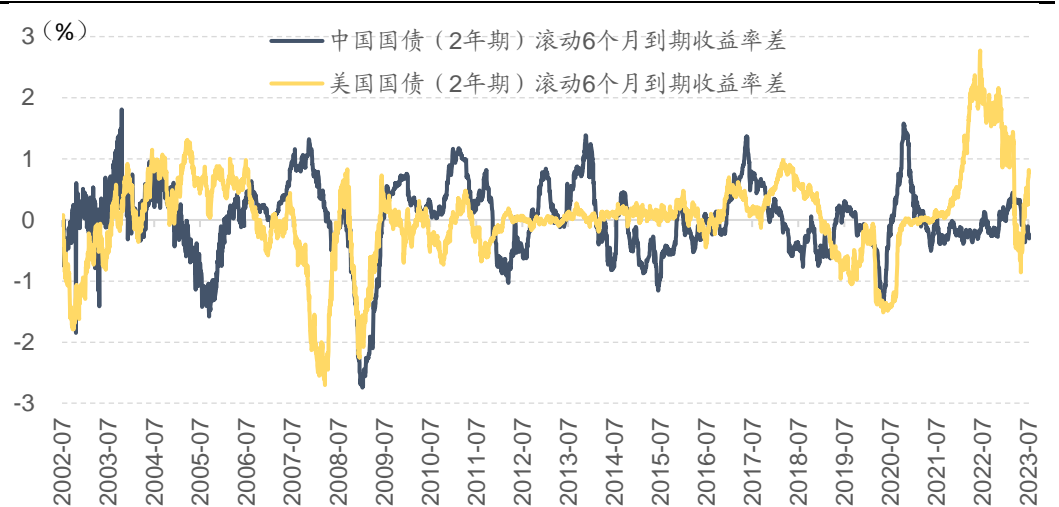
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 中美利差和 A 股风格走势的关系



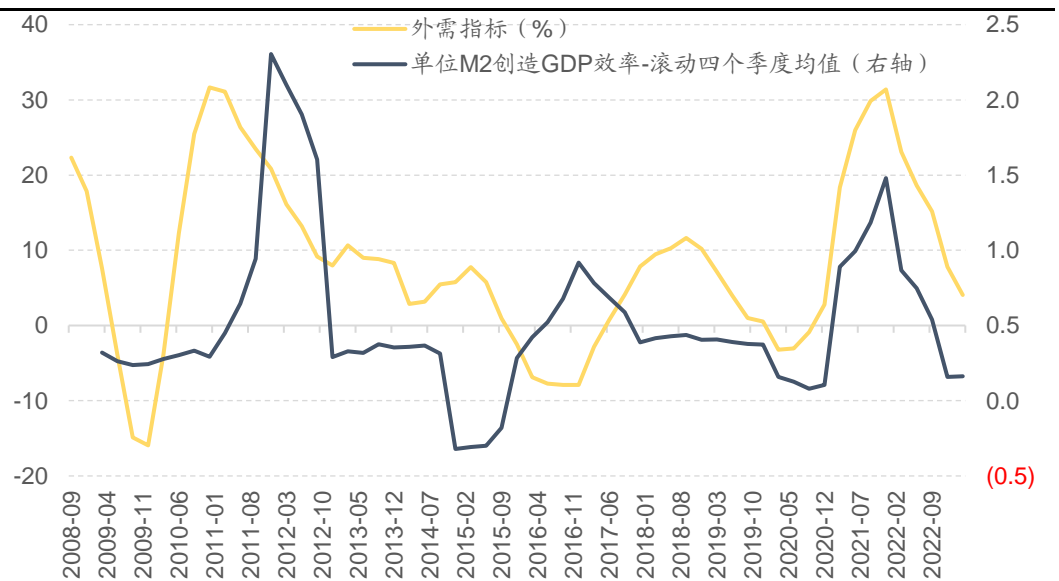
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 目前中国国债的收益率波动降低, 美债收益率波动性明显增加



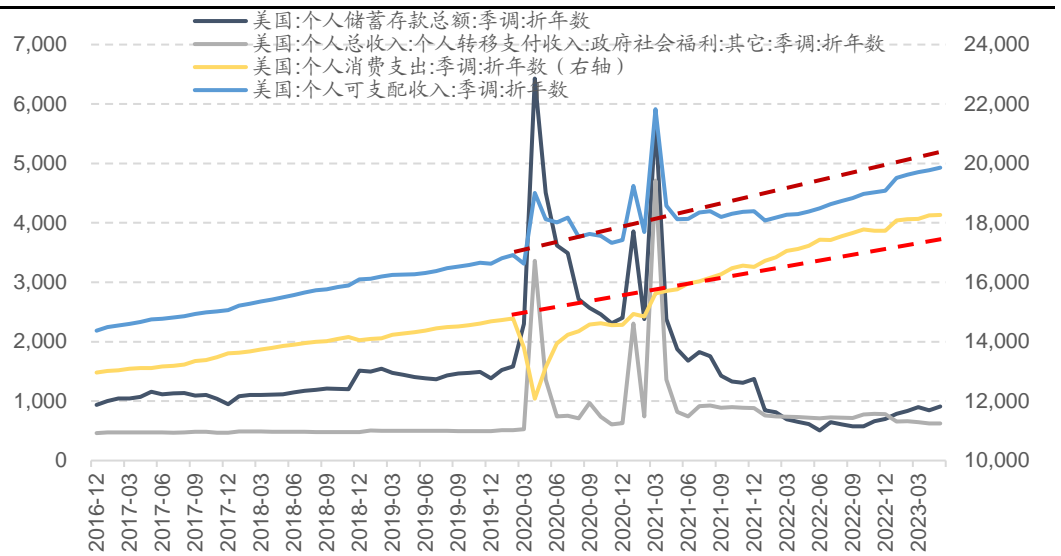
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 过去十多年, 我们的货币效率跟外需相关性较大



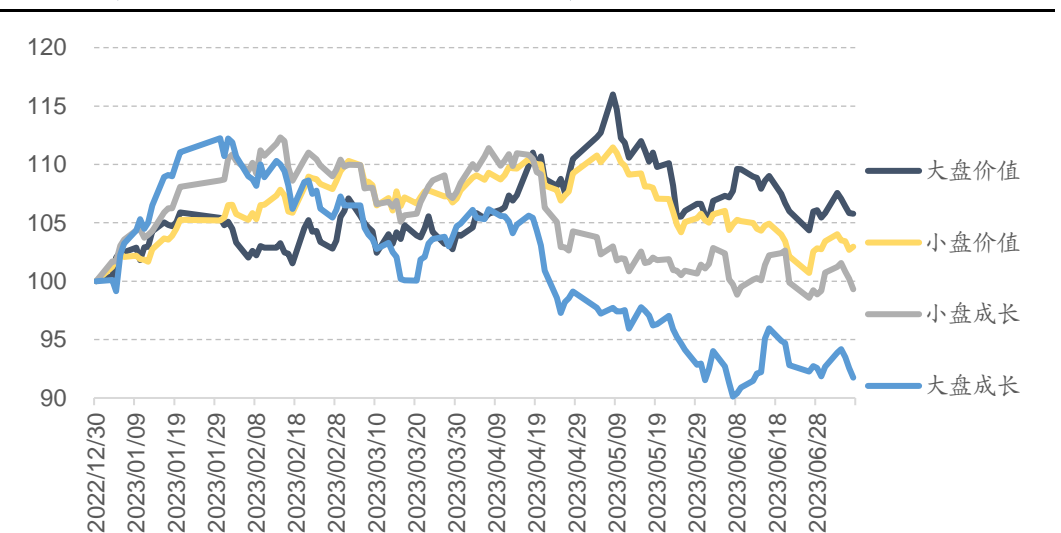
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 目前美国对居民补贴带来的超额储蓄已经大幅下降(单位: 十亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 今年以来价值指数走势强于成长指数(标准化后)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>