

宏观点评 20231025

美债利率对中国市场影响几何？

2023年10月25日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《9月财政：不露形色的背后是“惊喜”？》

2023-10-24

《新增专项债提前下达，意义何在？》

2023-10-22

■ 一边是十年期美债收益率在 5%徘徊，另一边是新兴市场资金加速流出。近期市场似乎对政策加力与基本面拐点“视而不见”，反而陷入海外资产所处的“逆风”——美债收益率与国内股指已长时间呈现负相关性，而往后看，十年期美债收益率似乎短期难言拐点，那么美债是否压制了国内市场的反转？

■ 近期美债收益率与国内股指的负相关本质上是中美经济周期的冲突。金融危机后中美经济周期同步性加强，从长期走势来看，反映经济基本面的美债与国内市场收益率同样趋近，而显著的几次负相关恰好发生在中美经济错位时期附近。

究其原因，经济周期错位后的贸易冲击及货币政策背离或占主导：我们复盘了历史上十年期美债收益率短期飙升时期的中美经济与货币背景以及国内资产表现，其中市场承压的背后均有出口逆风或是中美货币宽松分化，具体来看：

2007年年中，美国金融危机前兆逐一显现，房市泡沫破裂，信贷环境紧缩，推升资产避险情绪，十年期美债收益率在美联储降息前夕突破 5%。而国内经济增长偏快且通胀明显上行，央行年内六次加息，在内生压力不大的背景下 A 股维持走强态势。

2010 年末，走出金融危机后的国内经济有通胀上行风险，央行重回紧缩。而海外欧债危机发酵，美国经济复苏放缓背景下美联储启动 QE。国内经济热+货币紧给十年期国债带来上行压力，而 A 股调整。

2013 年，国内经济运行整体平稳，虽有表外信贷管控但货币政策整体中性。美国方面多项经济指标向好，时任任美联储主席伯南克在 2013 年 5 月的国会听证会上超预期谈及缩减购债，造成市场恐慌，十年期美债利率飙升，造成包括 A 股在内的多国股指承压。

2015 年至 2016 年，国内供给侧改革叠加地产下行的压力下，央行四次降准六次降息，力保经济“温和换挡”，而美联储正退出长期宽松已寻货币政策正常化。资产方面，十年期美债利率因选举大幅反弹，同期 A 股震荡下小幅上行。

2018 年，国内经济受投资降速与外贸摩擦冲击，央行表述“高度重视逆周期调节”，但同期正逢美联储年内加息 100bp 至 2.5%，央行本次宽松中仅是降准。资产方面，十年期美债利率快速涨至周期高点 3.11%，同期 A 股调整。

2021 年年初，疫情得到控制后国内经济稳健复苏，美国在强有力财政支持和从新冠疫情中加快复苏的背景下经济前景改善，通胀预期抬升导致十年期美债利率快速攀升，同期 A 股震荡小幅下行。

2022 年年初，国内疫情扰动下经济修复偏缓，央行多次降息降准进行逆周期调节，而美联储开启加息以遏制财政超规模刺激叠加供应链中断推升的通胀，两个月内十年期美债利率上涨 140bp，沪深 300 指数承压下调整超百点。

■ 那么以史为鉴，美债收益率与 A 股股指负相关背后的宏观逻辑是什么？

第一，进出口贸易往往在经济周期错位下承压，传导至资产价格。周期同步时两国贸易对基本面互为支撑，体现在中美 PMI 与 PPI 走势高度吻合。若美国经济相对进入衰退，理论上美国需求萎缩拖累中国出口，导致基本面下行压力增大，进一步对资本市场产生影响。而若国内相对海外经济放缓，则产业链的冲击则会推升通胀扰动美国市场。

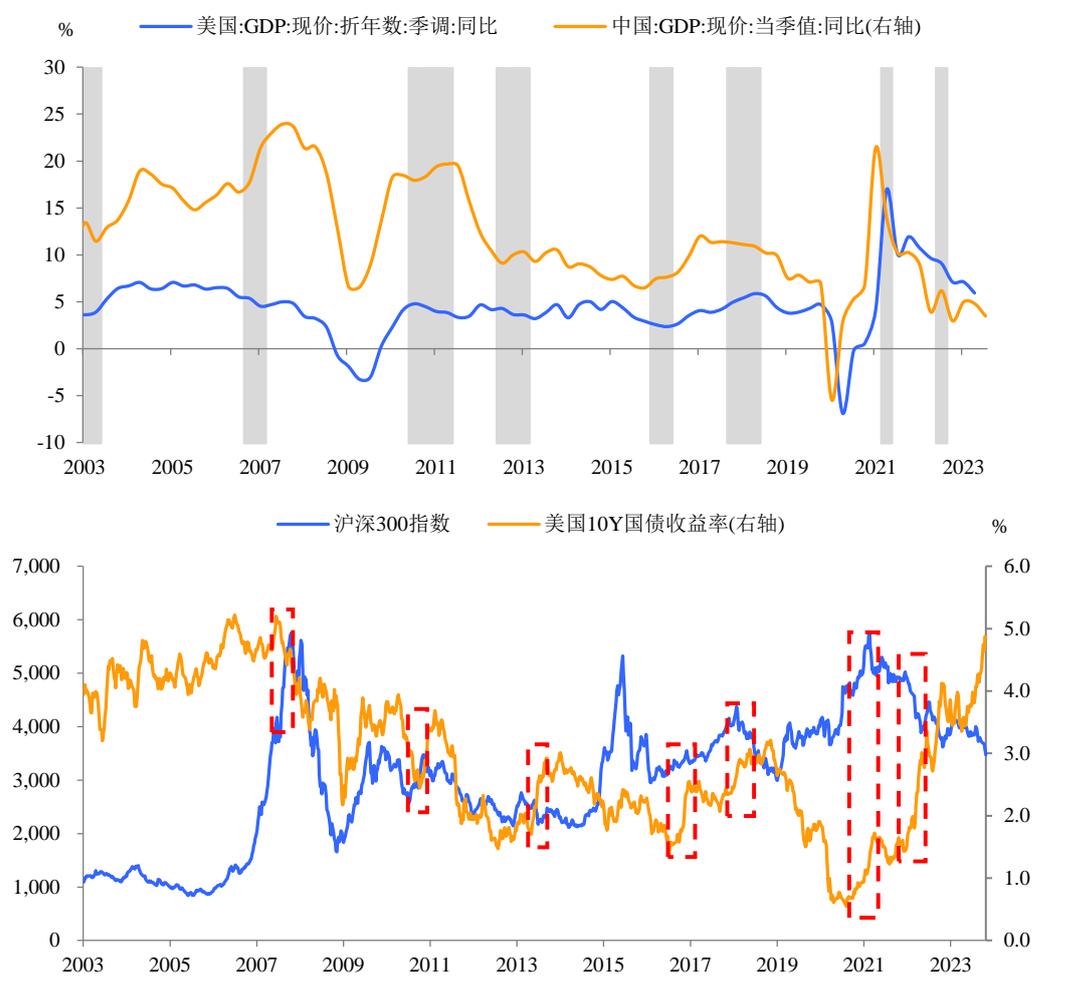
第二，央行货币政策可能受制于美联储的行动。长期以来央行的货币政策兼具内生稳增长与外部防风险的任务，而海外利率环境往往是对央行行动需考量的“掣肘”，复盘此前中美货币政策的 5 次背离来看，这一

现象在“美联储紧缩-国内宽松时期”最为显著：

对比 2014-2015 年时期来看，2018 年及 2022 年央行宽松政策在美联储紧缩加大的背景下确有收力（2018 年仅有降准，2022 年宽松略不及预期），而届时国内市场或也因经济缺少强宽松支撑而疲软。回到当下，美联储紧缩力度与速度都更进一步，十年期美债利率也因美国经济弹性而被额外推高，而国内低通胀环境下降息诉求较高，央行 8 月 LPR “缩步调降”。在经典的“不可能三角”理论下，货币政策的内外均衡存在“取舍”。

- 综合以上考虑，我们虽不能将近期市场的调整完全归咎于高企的美债利率，但至少从历史经验以及背后的贸易及货币逻辑来看，A 股确实承受海外的压力。而往后看，海外美国经济韧性短期或难证伪，美联储降息周期尚远，而国内四季度经济复苏的基础并不牢固，央行料将延续宽松，意味着中美货币政策背离格局还将在一段时间内持续，我们认为美债利率的上行周期或不是 A 股反弹的最佳环境。
- **风险提示：**经济企稳不可持续、出现超预期下滑，使得政策出台节奏加快、幅度加大；美债利率超预期波动。

图1: 美债与 A 股的负相关背后是中美经济周期的错位



注: 灰色阴影为中美经济周期错位时期, 虚线框为十年期美债利率飙升时期
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

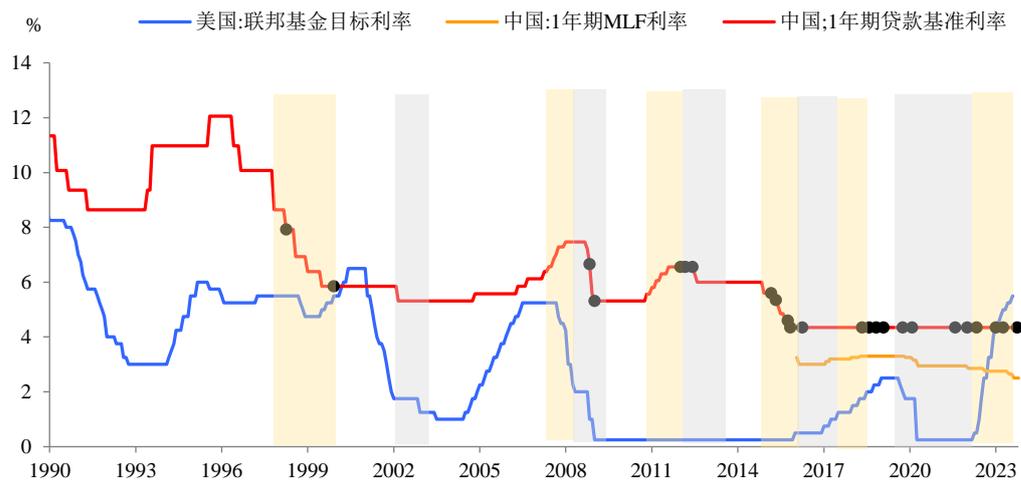
图2: 美债利率飙升的历史镜鉴

时期	基本面与货币政策背景	10Y美债上行月数	资产表现			汇率(%)
			10Y美债(bp)	10Y中债(bp)	沪深300(%)	
2007.5-2007.6	中国: 经济增长偏快且通胀明显上行, 央行年内六次加息 美国: 房市泡沫破裂、信贷紧缩, 美联储临近降息周期	1	53	76	11.2	
2010.10-2011.1	中国: 走出金融危机后的国内经济有过热风险, 央行重回紧缩 美国: 欧债危机发酵, 美联储启动QE, 继续金融危机后的宽松周期	3	91	39	-10.9	
2013.5-2013.7	中国: 2012年央行重回宽松后, 经济稳步复苏 美国: 政府债务上限问题引发市场对美联储停止QE的担忧	3	84	29	-10.6	
2016.7-2016.12	中国: 经济下行压力加大, 央行降息降准刺激需求 美国: 美联储长期宽松后回归货币政策正常化, 年末大选日美债收益率大幅反弹	5	123	43	4.3	-4.3
2018.1-2-18.2	中国: 中美贸易战背景下出口承压, 央行多次降准应对 美国: 加息周期期间美国经济韧性超预期, 政府财政支出飙升	1	40	-6	-5.8	2.5
2021.1-2021.3	中国: 疫情得到控制后国内经济稳健 美国: 在强有力财政支持和从新冠疫情中加快复苏的背景下, 美国的经济前景正在改善, 通胀预期抬升	3	80	3	-3.3	-1.7
2022.3-2022.5	中国: 疫情扰动下经济修复偏缓, 央行多次降息降准进行逆周期调节 美国: 美联储开启加息以遏制财政超规模刺激叠加供应链中断推升的通胀	2	140	2	-15.4	-5.6
2023.9至今	中国: 地产下行叠加疫后复苏偏缓, 央行加大逆周期调节力度 美国: 高利率环境下美国经济韧性超预期, 长端美债利率飙升	2	68	12	-8.4	-0.7

注: 2023.9 至今区间数据截至 2023.10.23

数据来源: Wind, 央行, 美联储, 东吴证券研究所

图3: 经济周期错位后中美货币政策往往背离



注: 黄色阴影为中美货币政策背离时期, 灰色阴影为中美货币政策背离时期, 黑点为中国央行降准时点

数据来源: Wind, 央行, 美联储, 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。

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>