

美债利率回落后的资产映射

投资要点:

多项经济数据不及预期，11月以来美债利率大幅回落：非农就业、通胀、PMI等多项数据不及预期，叠加美债供给约束的担忧边际减弱，11月以来美债利率大幅回落至4.5%以下，市场已经计入美联储明年5月开启降息、全年累计降息100BP的预期。

往后看，加息周期大概率已结束，美债利率顶部位置确认，下行空间打开：（1）从历史经验看，美债利率高点通常领先加息终点，后续大概率回落。美联储短期大概率维持高利率不变，但在经济降温背景下，再加息概率不高，美债顶部得到确认；（2）2024年美国经济增长大概率下台阶但不至于失速，对应实际利率有望下降，为美债利率下行打开空间；

（3）2024年美国通胀同样有望进一步回落，带动通胀预期下行，但通胀离美联储2%目标仍有一定距离；（4）按1.1%的自然利率和2.4%的通胀预期计算，中性情景下10年期美债利率中枢有望逐步回归至3.5%附近，短期或偏震荡，2024Q2开始经济下行压力加大+美联储可能释放偏鹰信号，其下行速率或加快。上行风险在于后续美国财政支出力度+居民消费超预期，经济下行幅度偏缓，以及大宗商品价格重新上涨。下行风险则在于高利率环境对需求的抑制超预期，以及类SVB的金融风险事件发生，使得金融环境超预期转松。

海内外积极因素共振下，中国资产配置价值提升：（1）历史经验看，美债利率趋势性回落，通常有助于国内权益资产估值提升。近期除海外流动性压力缓解外，中美经济预期差提升，叠加中美关系阶段性缓和，从无风险利率、盈利预期、风险偏好三个维度对国内权益市场带来提振；

对于外部因素的积极变化，或可从以下三方面进行配置：（1）博弈流动性敏感行业：估值与美债利率关联度较高的行业；（2）抓住外资仓位回补机会：8月以来受制于美债利率大幅上行，外资仓位明显降低，后续或增加对中国市场配置，前期持仓降幅较大板块或迎来回补机会；（3）中美阶段性缓和下，中美贸易可能的修复机会：年初以来美国自中国进口的商品份额明显下降，后续随着中美关系阶段性缓和，份额冲击较大行业或迎来阶段性利好。

风险提示：一是美国经济数据下行偏缓；二是美联储表态偏鹰；三是美债供需关系恶化、期限溢价再次大幅提升等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号：S0210523060003
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号：S0210523060002
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号：S0210523060006
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美国经济：是与否》—2023.11.03
- 2、《从历史视域看当下美国高利率》—2023.10.24
- 3、《欧美持续高利率影响展望》—2023.10.19

正文目录

1 非农和通胀数据不及预期，美债利率大幅回落.....	3
2 加息周期结束，美债利率下行空间打开.....	4
3 海内外积极因素共振下，中国资产配置价值提升.....	7
3.1 DDM 三因素共振，A 股后续处于有利区间.....	7
3.2 海外因素起变化下的配置思路.....	9
4 风险提示.....	11

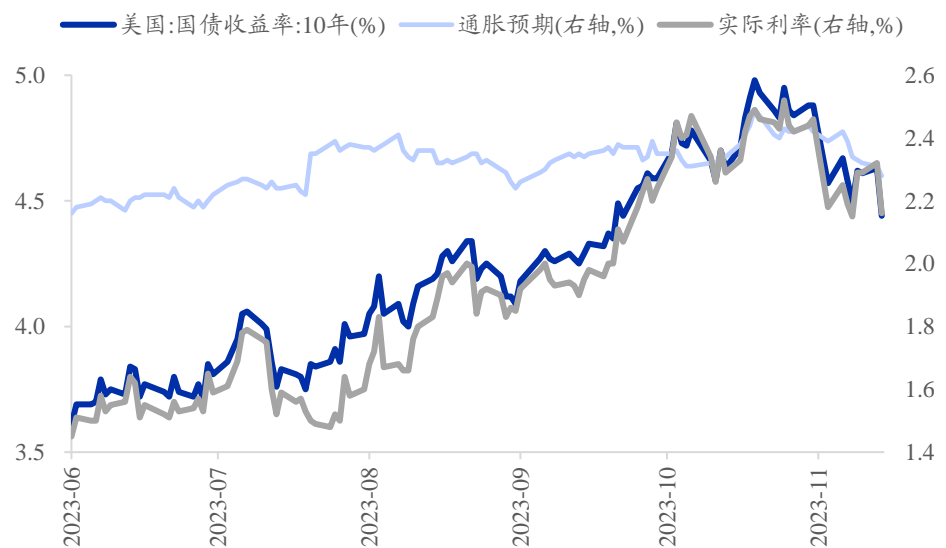
图表目录

图表 1：11 月以来美债利率大幅回落.....	3
图表 2：11 月以来多项美国数据均不及预期.....	4
图表 3：利率期货预期美联储最早或 2024 年 5 月降息，全年累计降息 100BP.....	4
图表 4：美债利率高点通常领先加息终点.....	5
图表 5：主流机构预计 2024 年美国经济增长速下台阶但不至于失速.....	5
图表 6：2024 年美国通胀有望继续回落.....	6
图表 7：截至 6 月，LW 模型下美国自然利率为 1.1%.....	7
图表 8：截至 11 月初，美国通胀预期稳定在 2.4%.....	7
图表 9：美债利率与 A 股估值具有一定负相关性.....	7
图表 10：美债利率与港股估值具备一定负相关性.....	7
图表 11：美债利率下行，外资净流入概率提升.....	8
图表 12：中美经济预期差提升，外资通常净流入.....	8
图表 13：6 月份以来，中美高层互访频率明显提升.....	8
图表 14：医药生物、有色金属、电力设备等行业估值与美债利率关联度高.....	9
图表 15：8 月以来美护、电新、机械、建材等板块外资持仓占比降幅较大.....	10
图表 16：1-9 月美国自中国进口主要商品中，电气设备、机械设备份额降幅较大.....	10

1 非农和通胀数据不及预期，美债利率大幅回落

非农及通胀数据均不及预期，叠加美债供给约束的担忧边际减弱，11月以来美债利率大幅回落至4.5%以下。三季度美国经济超预期+美债供给加速共振下，美债实际利率大幅提升，带动10年期美债从3.8%升至5.0%附近。但11月以来情况边际反转，截至15日10年期美债已经降至4.4%，累计下行超50BP。美债超预期下行主要源于近期多项数据不及预期，经济下行压力加大：**(1) 11月1日晚公布的“小非农”、制造业PMI和财政部下一季度发债计划均低于预期**：10月ADP就业人数新增11.3万，预期（15万）；10月制造业PMI降至46.7，大幅低于预期和前值（49）；美国财政部Q4发债计划低于预期，再融资发行规模达1120亿美元，较上一季度增加90亿美元，低于市场预期的1140亿美元；**(2) 11月3日公布的非农和非制造业PMI均低于预期，服务业降温明显**：10月新增非农就业15万，低于预期（18万），失业率3.9%，略超预期和前值（3.8%），薪资环比增速同样降温，由0.3%降至0.2%；10月非制造业PMI为51.8，低于预期（53）和前值（53.6）；**(3) 11月14日公布的通胀数据低于预期，缓解市场担忧**：10月CPI同比3.2%，低于预期（3.3%）和前值（3.7%），季调后环比增速由0.4%降至0%。尽管11月上旬多名美联储官员释放鹰派言论，予以纠正降息预期，但在不及预期的数据作用下，10年期美债总体下行幅度仍然较大。

图表 1：11 月以来美债利率大幅回落



来源：Wind、华福证券研究所

图表 2：11 月以来多项美国数据均不及预期

发布日期	数据	实际值	预期值
11.01	10 月 ADP 就业人数	11.3 万	15 万
11.01	10 月制造业 PMI	46.7	49
11.01	财政部新季度再融资计划	1120 亿美元	1140 亿美元
11.03	非农就业人数	15 万	18 万
11.03	10 月非制造业 PMI	51.8	53
11.14	10 月 CPI 同比	3.2%	3.3%

来源：Wind、华福证券研究所

市场已经计入美联储明年 5 月开启降息、全年累计降息 100BP 的预期。与 10 月下旬相比，截至 11 月 14 日，市场降息预期提前，由此前的 7 月开启降息提前至 5 月，且降息幅度提升至 4 次、累计 100BP。近期多项数据的催化下，市场普遍认为本轮加息已经终止，且 2024 年美国下行压力加大，高利率对需求的抑制效果逐步体现，对应美联储在 2024 年年中开启降息操作。

图表 3：利率期货预期美联储最早或 2024 年 5 月降息，全年累计降息 100BP

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.5%	5.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	90.8%	5.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	30.0%	65.2%	3.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.7%	47.7%	34.1%	1.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	10.0%	35.7%	39.2%	14.0%	0.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	6.8%	27.0%	38.0%	22.5%	5.2%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.2%	4.5%	20.1%	34.3%	27.8%	11.1%	1.9%	0.1%
2024/11/7	0.1%	2.5%	12.9%	27.7%	30.8%	18.9%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/12/18	1.7%	9.5%	22.9%	29.8%	22.7%	10.3%	2.6%	0.3%	0.0%

来源：CME FedWatch、华福证券研究所

2 加息周期结束，美债利率下行空间打开

加息周期大概率已结束，美债顶部位置确认，下行空间打开。从历史经验看，美债利率高点通常领先加息终点，后续大概率回落。90 年代以来的 5 次加息过程中，美债利率高点领先最后一次加息，且在第一次降息开始前就已经明显回落。对于美联储而言，自 7 月最后一次加息 25BP，已暂停加息近 4 个月。近期美国非农和通胀等经济数据低于预期，表明美国经济下行压力正逐步加大，因此美联储大概率不需要再次进行加息，而是维持高利率不变，等待国内数据的进一步冷却。加息周期结束仍然有待 12 月 FOMC 会议确认，但目前看概率较高，对应 10 年期美债 5.0% 的顶部位置确认，下行空间打开。

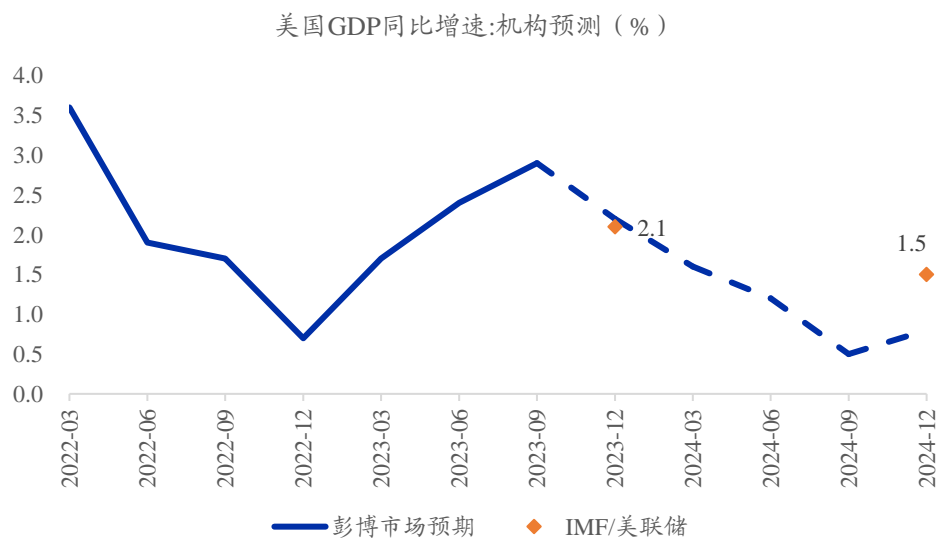
图表 4：美债利率高点通常领先加息终点



来源：Wind、华福证券研究所

往后看，2024 年美国经济增长大概率下台阶但不至于失速，对应实际利率有望下降，为美债利率下行打开空间。根据我们此前报告《美国经济：是与否》中所指出的，2024 年美国经济增长继续下行仍是大概率事件，但“软着陆”可能性持续提升，离衰退相对较远。居民消费的韧性+财政支出的脉冲共振下，2024 年上半年美国经济仍有支撑，但随着劳动力市场走弱、超额储蓄消耗完毕、财政支出力度减弱，经济总体仍面临逆风，2024H2 压力会明显加大。

图表 5：主流机构预计 2024 年美国经济增长下台阶但不至于失速

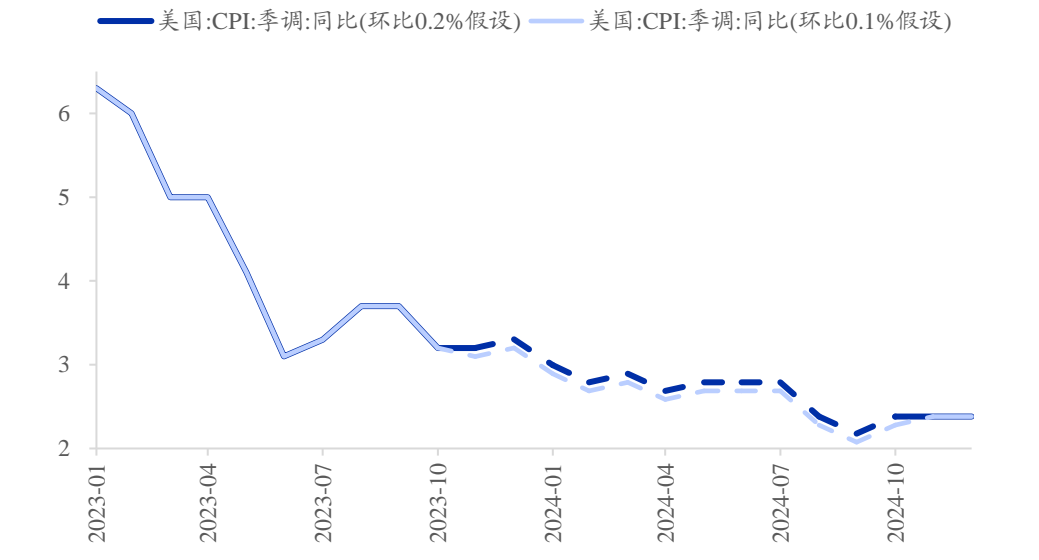


来源：Bloomberg、IMF、美联储、华福证券研究所

2024 年美国通胀有望进一步回落，通胀预期下行有助 10 年期美债利率向下，但通胀离美联储 2% 目标仍有一定距离。往后看，服务项继续降温+商品项不构成大的扰动假设下，按环比 0.2%、0.1% 线性推测，到 2024 年 6 月美国 CPI 同比（季调后）

分别为 2.8%、2.7%，较 2023 年 10 月的 3.2%继续下行，但降幅较 2023 年明显缓和。其上行风险在于供给侧影响下能源在内的大宗商品价格反弹，以及美国经济强于预期，下行风险在于高利率对经济抑制效果强于预期。但在美国经济降温的中性情境下，2024 年通胀大概率继续回落，对美债利率下行带来支撑。

图表 6：2024 年美国通胀有望继续回落



来源：Wind、华福证券研究所

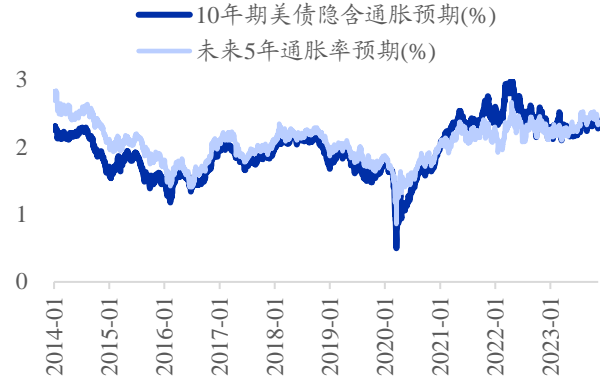
中性情景下，10 年期美债利率中枢有望逐步回归至 3.5%附近，短期或偏震荡，2024Q2 下行速率或加快。对 10 年期美债利率，可以按实际利率和通胀预期进行拆解，其中实际利率（R*）中长期与自然利率贴近，根据纽约联储的 LW 模型结果，截至 2023 年 6 月，R*已经降至 1.1%附近。而 10 年期美债和调查问卷隐含的通胀预期近期稳定在 2.4%附近，综合得出 10 年期美债利率的中枢在 3.5%附近。往后看，随着经济下行压力加大+通胀逐步走弱，10 年期美债有望逐步向 3.5%的中枢位置靠拢。但短期而言，美联储大概率仍然保持偏鹰表态，扭转市场乐观预期，至 2024 年 Q1 美债或整体偏震荡。2024Q2 开始，随着经济下行压力加大+美联储可能释放降息信号，美债下行幅度可能加快。而上述结论的上行风险在于后续美国财政支出力度+居民消费超预期，经济下行幅度偏缓，以及供给侧扰动下大宗商品价格重新上涨，对应通胀有反弹风险。下行风险则在于高利率环境对需求的抑制超预期，以及类似硅谷银行的金融风险事件发生，使得金融环境超预期转松。

图表 7: 截至 6 月, LW 模型下美国自然利率为 1.1%



来源: 纽约联储、华福证券研究所

图表 8: 截至 11 月初, 美国通胀预期稳定在 2.4%



来源: Wind、华福证券研究所

3 海内外积极因素共振下, 中国资产配置价值提升

3.1 DDM 三因素共振, A 股后续处于有利区间

作为全球资产定价之锚, 美债利率趋势性回落, 通常有助于国内权益资产的估值提升。从历史经验看, 美债利率趋势性回落, 若叠加美元同步回落, 反映美元流动性走弱, 对中国在内的新兴市场影响明显。其中, 港股市场由于参与主体为外资机构, 港股估值与美债利率负相关关系明显, A 股在 2016 年以来受外资影响明显提升, 美债利率下降阶段, 通常伴随 A 股估值提升, 从流动性层面为股市提供支撑。

图表 9: 美债利率与 A 股估值具有一定负相关性



来源: Wind、华福证券研究所

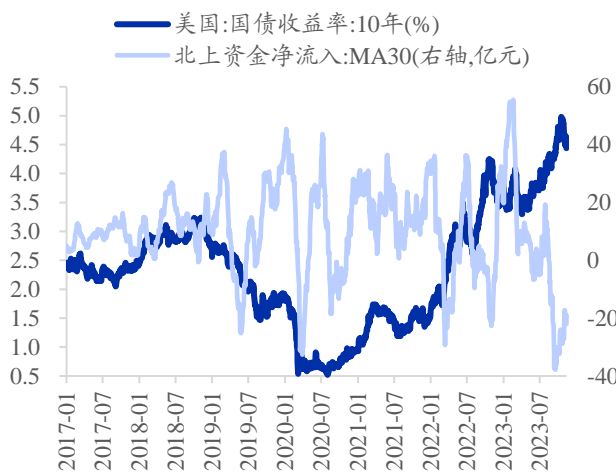
图表 10: 美债利率与港股估值具备一定负相关性



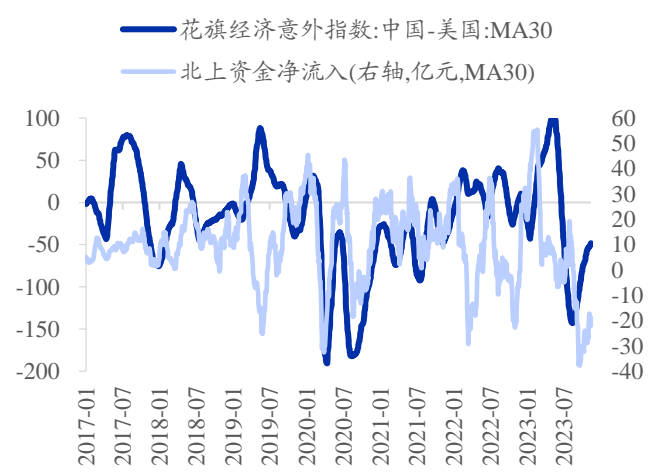
来源: Wind、华福证券研究所

美债利率下行, 中美经济预期差提升, 叠加中美关系阶段性缓和等海内外多重因素共振下, 国内权益资产配置价值将明显提升。根据 DDM 公式, 股价主要因素包括盈利预期、无风险利率和风险偏好。对于外资而言, 其对中国资产的绝对和相对配置

比重，也主要取决于上述三个因素，目前均已出现积极信号，A股市场配置价值将明显提升：**(1) 美债利率见顶回落，美元流动性压力有望边际缓解**：从历史经验看，美债利率趋势性回落阶段，北上资金净流入通常增加，从而为A股提供增量资金。目前看，美联储加息基本确认结束，后续随着经济下行压力加大，美债中枢大概率震荡下行，流动性压力有望持续缓解；**(2) 一系列稳增长政策带动下，市场对中国盈利预期边际提升，中美经济预期差8月以来大幅上行**：以中国和美国的花旗经济意外指数差作为中美经济预期差的代理指标，其与北上资金的关联度较高。2017年以来随着外资流入国内市场的规模扩大，中美经济预期差大幅提升阶段，也即中国经济增长的边际改善幅度强于美国阶段，通常伴随着北上资金的净流入提升；**(3) 中美关系阶段性缓和，有助于市场风险偏好提升**：6月份以来，中美高层互访频率明显提升，围绕气候变化、经贸合作、地缘政治等议题展开充分沟通。其中，11月14日国家主席习近平应邀赴美国举行中美元首会晤，同时出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。中美关系阶段性缓和，有助于提升国内权益市场的风险偏好。

图表 11：美债利率下行，外资净流入概率提升


来源：Wind、华福证券研究所

图表 12：中美经济预期差提升，外资通常净流入


来源：Wind、华福证券研究所

图表 13：6月份以来，中美高层互访频率明显提升

时间	事件
11.14	习近平主席应邀赴美国举行中美元首会晤，同时出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议
11.08	中共中央政治局委员、国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰访问美国
10.26	中共中央政治局委员、外交部长王毅访问美国
10.23	美国加州州长加文·纽森一行访华
10.7	美国国会参议院多数党领袖查克·舒默率领两党参议员代表团访华
9.22	中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”
8.27	美国商务部长雷蒙多访华
7.16	美国总统气候问题特使约翰·克里访华

7.06	美国财政部长耶伦访华
6.18	美国国务卿布林肯访华

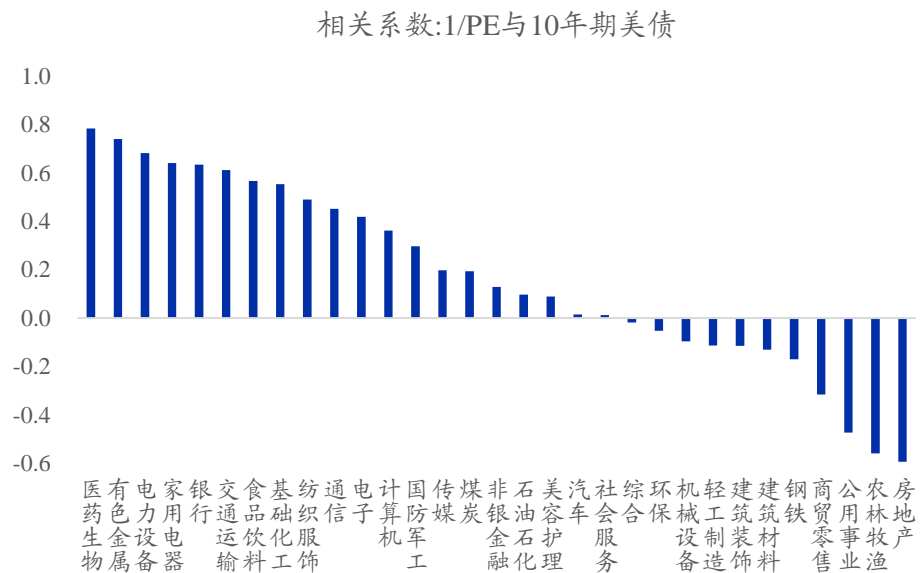
来源：新华网、澎湃新闻、华福证券研究所

3.2 海外因素起变化下的配置思路

美债利率下行反映的海外流动性压力边际缓解，叠加中国经济预期提升、中美关系改善。对于外部因素的积极变化，或可从以下三方面进行配置：(1) 博弈流动性敏感行业：估值与美债利率关联度较高的行业；(2) 抓住外资仓位回补机会：8月以来受制于美债利率大幅上行，外资仓位明显降低，后续或增加对中国市场配置，前期持仓降幅较大板块或迎来回补机会；(3) 中美阶段性缓和下，中美贸易可能的修复机会：年初以来美国自中国进口的商品份额明显下降，后续随着中美关系阶段性缓和，份额冲击较大行业或迎来阶段性利好。

流动性层面，A股市场中医药生物、有色金属、电力设备等行业估值与美债利率关联度高，美债利率下行阶段大概率受益。对A股31个申万一级行业的市盈率倒数与美债利率进行相关性检验，可以发现医药生物(0.78)、有色金属(0.74)、电力设备(0.68)、家用电器(0.64)等行业相关系数位居前列。在美债利率快速下行阶段，估值有望明显扩张。

图表 14：医药生物、有色金属、电力设备等行业估值与美债利率关联度高

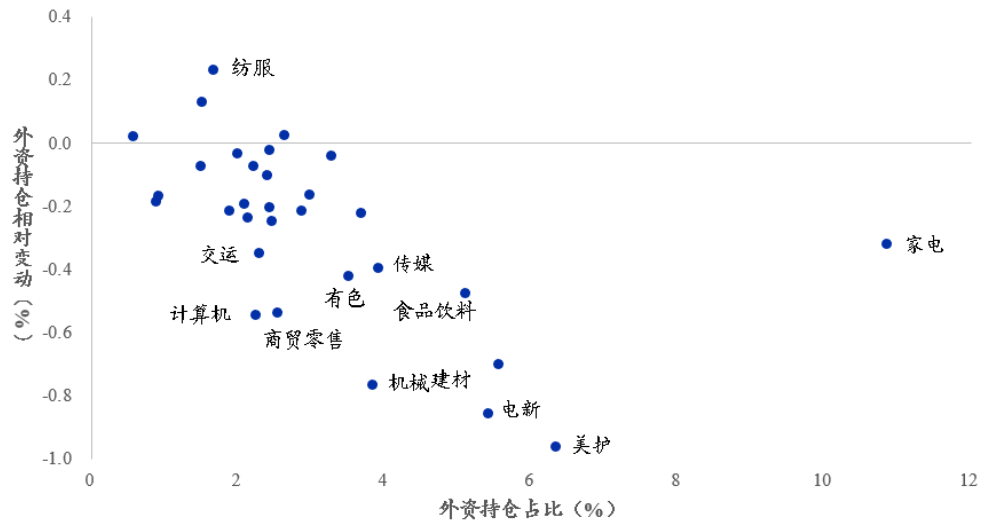


来源：Wind、华福证券研究所

外资持仓变动上，8月以来外资持仓占比较高行业中，家电、美护、电新、建材、机械、食品饮料等仓位下滑居前，后续有望回补。8月以来受制于海外流动性受尽压力31个申万一级行业中，8月以来，27个行业的外资持仓占比边际下滑，其中美护(-0.96%)、电新(-0.85%)、机械(-0.76%)、建材(-0.7%)、食品饮料(-

0.47%)等外资持仓较高行业降幅较大。后续随着海外流动性压力缓解+国内盈利预期提升,上述外资仓位降幅较大板块有望迎来回补。

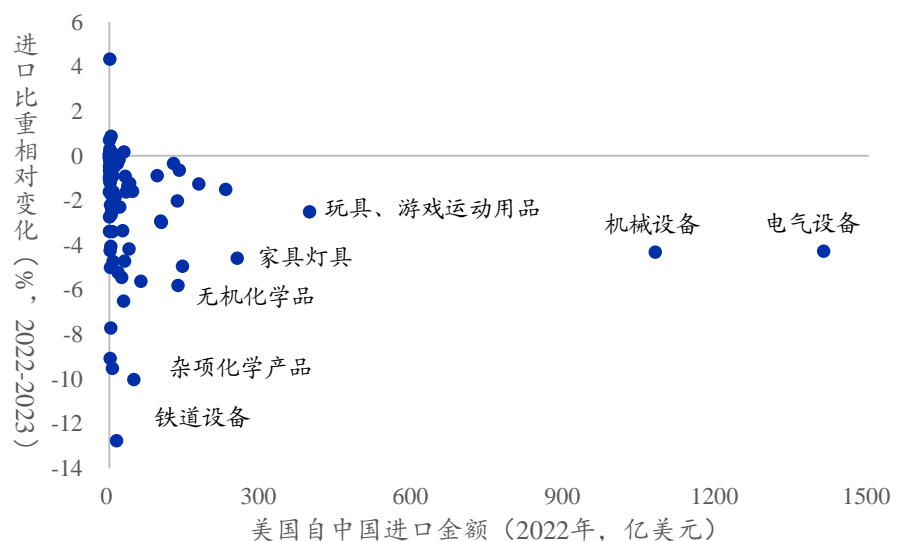
图表 15: 8月以来美护、电新、机械、建材等板块外资持仓占比降幅较大



来源: Wind、华福证券研究所

受益于中美关系阶段性缓和,年初以来中国对美出口降幅较大的电气设备、机械设备、玩具、家具灯具等部类,后续有望边际改善。根据美国人口普查局的贸易数据,2023年1-9月美国自中国进口的大部分品类,份额均有不同幅度下降。其中,电气设备、机械设备、化工、家具灯具、玩具游戏用品等主要进口品类,降幅均较为明显。往后看,随着中美关系阶段性回暖,上述行业对美出口或边际改善,但需结合美国市场需求情况综合判断。

图表 16: 1-9月美国自中国进口主要商品中,电气设备、机械设备份额降幅较大



来源: 美国人口普查局、华福证券研究所; 进口比重变化用2023年1-9月的份额减去2022年的份额。

4 风险提示

一是美国经济数据下行偏缓；二是美联储表态偏鹰；三是美债供需关系恶化、期限溢价再次大幅提升等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn