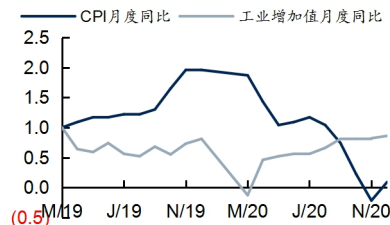


宏观经济

海外市场一周概览

2021年03月02日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	18.10
M2	9.40

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 剖析美国居民的资产构成》——2021-02-03
 《宏观经济周报: 1月国内融资需求强劲, 价格上涨势头猛烈》——2021-02-22
 《宏观经济周报: 本周宏观扩散指数再次上升》——2021-02-08
 《海外市场一周概览: 美国经济复苏的三条主线》——2021-02-24
 《宏观经济周报: 1、2月冬季疫情影响下, 国内制造业仍持续处于景气扩张区间》——2021-03-01

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001
联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

实际利率对资本市场影响几何?

● 美国实际利率与股指、商品价格与美元指数关系

什么因素决定美债实际利率? 我们把影响10年期美债实际收益率的因素简要的归为三类, 分别是: 经济因素、美联储货币政策和市场交易因素。经济因素占主导, 历史数据中实际利率与GDP增速的变动方向相同, 幅度不一, 拐点位置基本能对应。

实际利率和美股股指有什么关系? 2010年之前美国“股债跷跷板”效应比较明显, 实际收益率与股指变动方向比较一致。在两者反向变动时, 多以股债双牛的形式出现, 股债齐跌比较罕见, 且持续时间短。2018年以来, 美国10年期国债实际利率与股指反向趋势愈发明显, 18年至今两者相关系数为-0.81。我们认为美债实际利率上行不是美股下跌的根本原因。或许美债实际利率迅速上行会在短期内对市场情绪构成打击, 但这不会演化为股市变动的长期逻辑。

实际利率和大宗商品价格有什么关系? 从实际数据来看, 商品的金融属性越强, 则其与美债实际利率的负相关性越强。美债实际利率与油、铜价格弱负相关(相关系数分别为-0.27、-0.36), 与金、银价格负相关性高(相关系数分别为-0.89、-0.69)。

实际利率和美元指数有什么关系? 理论上利率上行驱动资金回流, 引导汇率上行, 但驱动两者变动的因素有所不同。历史数据中, 美元指数和美国10年期国债实际收益率在大多数时期变化方向相同, 幅度不一。美债利率上行时期美元指数上行概率较大, 且在美国疫苗接种领先欧洲, 经济复苏抢先一步的情况下, 我们认为后期美元指数进一步走低的概率较小, 上行动力较足。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

近一周来, 美、德两国每日新增病例数均没有进一步下降。英国、日本新增病例数稳定下降, 法国、意大利每日新增病例数有再次抬头的倾向。疫苗方面, 美英两国接种进度持续领先, 上周六美国FDA批准强生疫苗上市, 该疫苗只需接种一次, 储存、运输方面优势显著, 美国疫苗供应充裕。后期来看, 风险主要来自于病毒变异使得现有疫苗失效、欧美国家居民疫苗接种意愿低、防控不力导致疫情再次失控。

● 上周主要资产走势概览

美股: 上周先跌后涨, 在2月23日至3月1日期间, 标普上涨0.65%, 截至1日收盘报3901.82点; 道指上涨0.04%, 截至3月1日收盘报31535.51点; 纳指上涨0.41%, 截至1日收盘报13282.95点。

美债: 美国经济复苏预期再度强化, 10年期美债收益率一度涨破1.6%, 后回落。截至2日报1.418%, 一周共上升4.9bp。2年期美债利率上周最高报0.203%, 截至3月2日报0.125%。

伦敦金价持续下跌, 3月2日报1714.52美元/盎司。

美元指数上行明显, 3月2日报91.25, 为2月5日以来的高点。

布油: 3月2日报62.93美元/桶。

伦铜: 3月2日报8962.5美元/吨。

内容目录

美国实际利率与股指、商品价格与美元指数的关系.....	4
什么因素决定美债实际利率?	4
实际利率和美股股指有什么关系?	7
实际利率和大宗商品价格有什么关系?	9
实际利率和美元指数有什么关系?	11
总结.....	12
海外疫情与疫苗接种进度追踪.....	13
上周主要资产走势概览.....	14
美股.....	14
美债.....	15
伦敦金和美元指数.....	16
布伦特原油和伦敦铜.....	16
国信证券投资评级.....	18
分析师承诺.....	18
风险提示.....	18
证券投资咨询业务的说明.....	18

图表目录

图 1: 美国基准利率、10 年期国债名义利率及实际利率 (%)	4
图 2: 美国 GDP 同比增速与十年期国债实际利率 (%)	5
图 3: 美联储长期债券持有量 (百万美元) 与美国国债实际收益率 (%)	6
图 4: 美联储 2010-2014 年持有美国国债情况 (百万美元)	6
图 5: 2 月 25 日美国十年期国债收益率 (%)	7
图 6: 美国国债外国持有者持债规模占比 (%)	7
图 7: 美国国债持有者持有规模情况 (十亿美元)	7
图 8: 2003 年-2010 年标普 500 指数与美国 10 年期国债利率 (%)	8
图 9: 2011 年-2021 年标普 500 指数与美国 10 年期国债利率 (%)	8
图 10: 美国工业总体产出指数与 10 年期国债实际收益率 (%)	9
图 11: 美联储联邦基金目标利率点阵图 (每个点代表一位 FOMC 成员的预期)	9
图 12: 全球商品价格指数与美债实际利率 (%)	10
图 13: 布油价格 (美元/桶) 与美债实际利率 (%)	10
图 14: 伦敦铜价 (美元/吨) 与美债实际利率 (%)	10
图 15: 伦敦金价 (美元/盎司) 与美债实际利率 (%)	10
图 16: 2003 年-2010 年美元指数与 10 年期美债实际利率 (%)	11
图 17: 2011 年-2021 年美元指数与 10 年期美债实际利率 (%)	12
图 18: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均, 单位: 例)	13
图 19: 美日德英法意六国群体免疫建立进度 (粗略估计)	14
图 20: 2 月 18 日-3 月 1 日标普 500 指数	15
图 21: 2 月 18 日-3 月 1 日道琼斯工业指数	15
图 22: 2 月 18 日-3 月 1 日纳斯达克指数	15
图 23: 2 月 22 日-3 月 2 日美国 10 年期国债利率 (%)	16
图 24: 2 月 22 日-3 月 2 日美国 2 年期国债利率 (%)	16
图 25: 2 月 23 日-3 月 2 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)	16
图 26: 2 月 22 日-3 月 2 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	17
图 27: 2 月 19 日-3 月 2 日伦铜价格走势 (美元/吨)	17
表 1: 美国经济走势与实际利率变动情况总结	5
表 2: 商品价格与美债实际利率的相关系数	10
表 3: 实际利率上行时期油、铜、金、银价格变化	11
表 4: 实际利率上行时期美元指数变化情况	12
表 5: 美债利率与美国 GDP、股指、商品及美元的关系总结	13
表 6: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况	14

美国实际利率与股指、商品价格与美元指数关系

什么因素决定美债实际利率？

通常，市场将美国 10 年期国债利率分解为通货膨胀和实际利率两个部分。理论上，决定实际利率的主要是美国经济的运行状况。但实际上，美债的供需、国际政治局势等一系列非经济基本面因素都能对美债实际利率造成较大的影响。

图 1：美国基准利率、10 年期国债名义利率及实际利率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们把影响 10 年期美债实际收益率的因素简要的归为三类, 分别是: **经济因素、美联储货币政策和市场交易因素**。经济因素主要是指当前社会的融资需求与社会资金供给意愿的平衡点。货币政策因素主要指美联储加息和 QE 等一系列常规或非正规操作对美债利率造成的影响。而市场交易因素主要是指美国货币财政官方以外的美债市场参与者对美债利率产生的影响。

经济因素:

传统理论认为, 经济因素是决定实际利率的最关键因素, 而实际 GDP 是对于经济因素最直接的反应指标。不乏有研究者认为, 一个国家长期利率的均值应等于其实际 GDP 增速的均值。

实际来看, 美国 2003-2020 年的实际 GDP 平均值为 1.77%, 而在此期间实际利率的平均值为 0.94%, 并不相符。方向上来看, 次贷危机之后, 实际利率的几个拐点都能与 GDP 的拐点相对应。但是, 此种关系在次贷危机前并不明显。

图 2：美国 GDP 同比增速与十年期国债实际利率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

如上图所示，在 2005-2007 年次贷危机前，利率被美联储连续加息推高，虽然此时美国经济增长有所放缓，实际利率与经济增速的变动方向并不一致。

表 1：美国经济走势与实际利率变动情况总结

时期	经济走势	期初实际 10Y 利率 (%)	期末实际 10Y 利率 (%)	实际利率变动
2003Q1-2003Q4	上行	2.19	2.00	-19 bp
2004Q1-2007Q3	下行	2.00	2.27	+27bp （美联储加息）
2007Q4-2009Q4	迅速下行	2.27	1.48	-79bp
2010Q1-2010Q3	上行	1.48	0.75	-73bp
2010Q4-2011Q3	下行	0.75	0.17	-58bp
2011Q4-2015Q3	上行	0.17	0.65	+48bp
2015Q4-2016Q2	下行	0.65	0.09	-56bp
2016Q3-2018Q2	上行	0.09	0.74	+65bp
2018Q3-2021Q1	下行	0.74	-0.17	-91bp
2021Q2-2021Q1	迅速下行	-0.17	-0.6	-43bp

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总的来看，美债实际利率与其实 GDP 同比值的变动方向基本相同，幅度不一，拐点位置大致能对应。

货币政策因素：

其次，美联储货币政策对美债实际利率有较大影响。在次贷危机和本次经济衰退中，美联储推出的几轮 QE（下图标灰部分）均有效推动了美债实际利率下行。

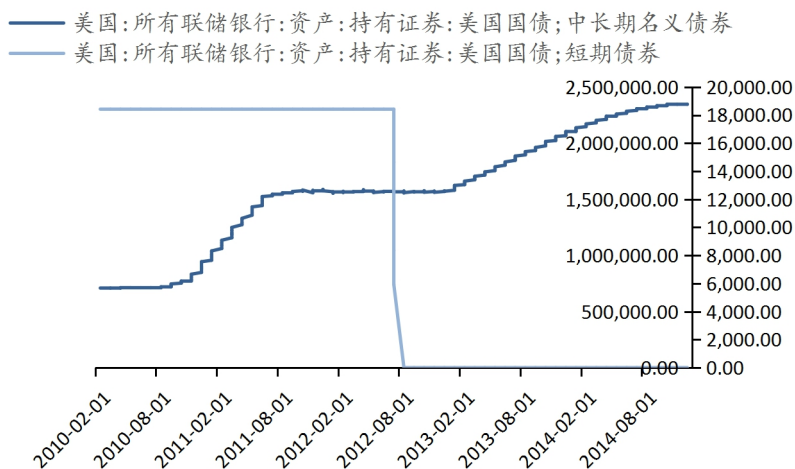
图 3：美联储长期债券持有量（百万美元）与美国国债实际收益率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

值得注意的是，欧债危机后期，美联储在 QE2 和 QE3 中进行了扭曲操作（Operation Twist），即卖出短期债券并买入长期债券从而进一步影响长期利率。美联储近期的议息会议中曾提及过，在目前的 QE 购债计划中主要选择购买期限更长的债券。若本次美债实际利率上行过快，美联储可能会再次使用扭曲操作来限制长期利率上行。

图 4：美联储 2010-2014 年持有美国国债情况（百万美元）

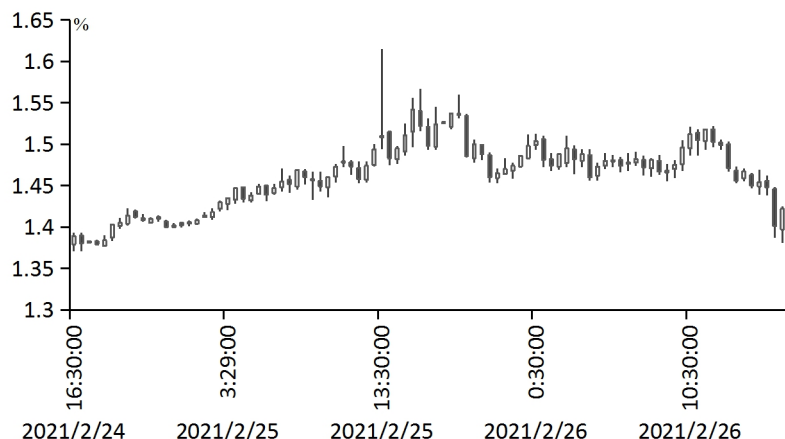


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

市场交易因素：

市场交易因素对美债实际利率的影响通常是短期且一次性的。比如，美债利率在某些关键点位时，可能触发部分机构债券或相关衍生品程序化交易中的自动交易机制，从而在当天内造成利率的飙升。在当日无基本面方面的重大消息影响市场的情况下，这可能是 2 月 25 日美债利率飙升的原因。

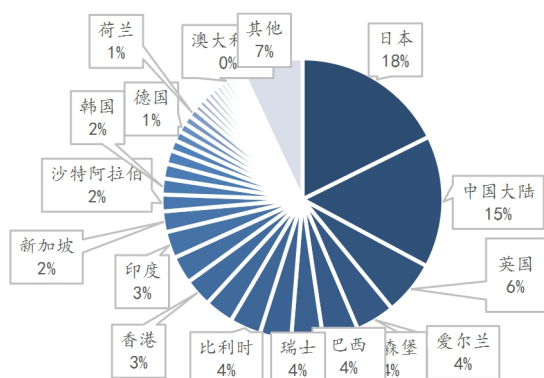
图 5：2 月 25 日美国十年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

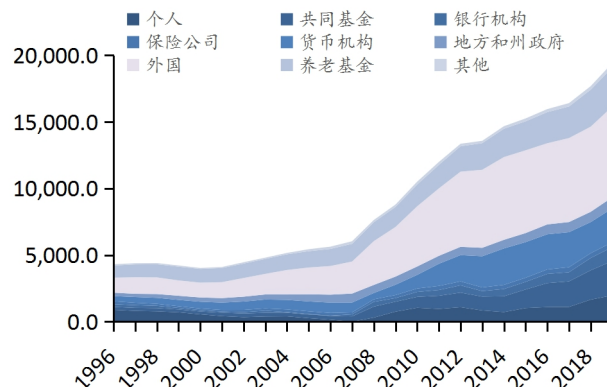
除此之外，美国国债是全球最重要的安全资产之一，所以美国国内各类机构（养老基金、保险、银行等）以及世界其他国家（持有量占美国国债存量 40% 左右）的配置需求可能会对美债的供需平衡造成影响，从而影响美债利率。

图 6：美国国债外国持有者持债规模占比 (%)



资料来源: SIFMA、国信证券经济研究所整理

图 7：美国国债持有者持有规模情况 (十亿美元)

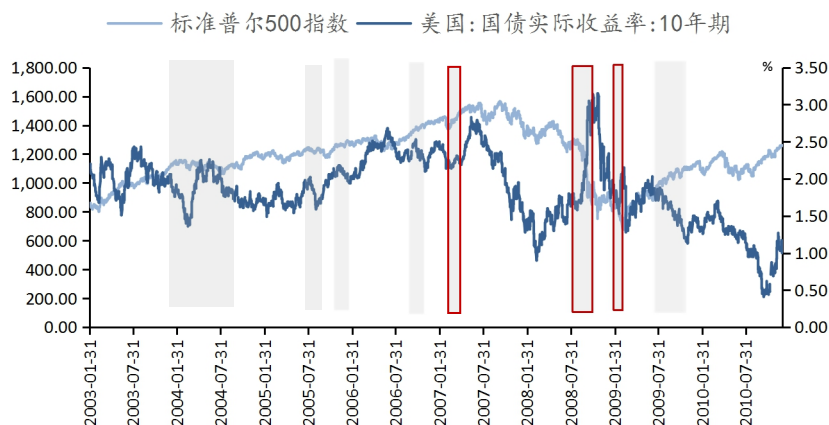


资料来源: SIFMA、国信证券经济研究所整理

实际利率和美股股指有什么关系？

从历史数据来看，2010 年之前美国“股债跷跷板”效应比较明显，实际收益率与股指的变动方向比较一致。两者反向变动（下图标灰部分）多以股债双牛的形式出现，股债齐跌（红框）比较罕见，且持续时间都不长。

图 8：2003 年-2010 年标普 500 指数与美国 10 年期国债利率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2018 年以来，美国 10 年期国债的实际利率与股指反向（下图标灰部分）趋势更加明显，18 年至今两者相关系数为-0.81。

图 9：2011 年-2021 年标普 500 指数与美国 10 年期国债利率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们认为美债实际利率上行不是美股下跌的根本原因。或许美债实际利率迅速上行会在短期内对市场情绪构成打击，但这不会演化为股市变动的长期逻辑。美国股市的走向经常脱离经济基本面，更多的去反应市场情绪和预期因素。最

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17776

