

股债的相关性是否正在变盘？——美国篇

2021年06月15日

观点

- **2021 年以来美股和美债利率一度出现了较为明显的负相关性**，为金融危机以来的首次（图 1）。虽然近期随着美债利率的回落，两者的相关系数又重新回到正区间，但依然在零附近徘徊。我们认为这一信号值得关注，**如果美股和美债利率不再具有显著的正相关性，即美债失去了对冲美股下跌的功能，那么股债 60/40 组合的平衡投资策略也将失效。**
- **美股和美债利率的相关性是否正出现系统性的变盘？**我们不妨从历史中找寻线索，图 2 表明，半个世纪以来，美股和美债利率的相关性一共只出现过两次系统性的变盘，且均伴随着美国通胀的结构性变化：
- **第一次是 1966 年。**我们此前的报告专门研究了这段时间的情况，在 1966 年之前，美国核心通胀一直低位运行在 1%-2% 的区间，美股和美债利率也保持着正相关性。然而，从 1966 年开始，美国核心通胀持续攀升，通胀预期随之失控（图 3），其背后的一个重要原因是通胀挂钩工资合同盛行后工资-物价螺旋式的上涨（图 4）。从那之后的 30 年内，美股和美债利率一直呈现出负相关性。
- **第二次是 1997 年。**美国核心通胀自 1966 年来首次回到 2% 以下，并在此之后大部分的时间内运行在这一水平之下，**美国和美债利率的相关性也由负转正，除了个别时期（如互联网泡沫破灭和次贷危机）。**我们发现这一结构性转变的背后是亚洲金融危机爆发后亚洲货币的大幅贬值（图 5）。鉴于这些亚洲国家是美国进口的主要来源国，其货币的贬值对美国无疑是输入性通缩，而这种输入性通缩向美国国内的传导，则是 CPI 中核心商品（商品中去除食品和能源）通胀的持续回落（图 6）。
- **以史为鉴，不难看出美国核心通胀是否持续站上 2%，是美股和美债相关性出现系统性变盘的一个关键信号。**事实上，今年以来美股和美债利率相关性的由正转负，也正是伴随着美国核心通胀重回 2% 以上，似乎有上述 20 世纪 60 年代的影子。因此，当前的核心问题，是判断当前美国核心通胀的回升是否具有持续性？
- 我们认为这种持续性主要取决于如下 3 个因素：
- **一是通胀预期是否持续回升。**我们在此前的报告曾指出，今年以来美联储所青睐的通胀预期指标虽然明显回升，但并未出现失控的状态。从最新的公布的密歇根大学的调查来看，美国家庭的短期通胀预期已经飙升，但长期通胀预期相对稳定，值得关注的是，这两个指标在 6 月均较 5 月有所回落（图 7）。
- **二是美元是否会持续贬值，尤其是对亚洲国家的货币。**从今年以来的情况来看，美元指数虽然有所贬值，但整体上依然是区间震荡，并未形成持续的贬值趋势。而从美元对亚洲货币的汇率来看，我们发现主要亚洲国家对美元的汇率与人民币汇率存在明显的正相关性（图 8），因此，如果人民币存在升值前景，则未来美国存在着一定的输入性通胀压力。
- **三是房租是否持续上涨。**当前美联储之所以视通胀的飙升为暂时性的，主要是因为 4 月以来诸如二手车价格等上涨并不具有持续性。然而，作为核心通胀中占据最主要权重的房租，其在走势上往往滞后于房价的回升约 6 个月（图 9），由于这轮美国房价正处于持续回升中，因此未来房租的回升无疑是确定性的。
- 综上所述，正如我们此前的报告所言，未来美国核心通胀虽然不太可能重现 20 世纪 60 年代的情景，但其中枢很可能持续站上 2%，因此**近期美股和美债利率相关性的转负并非偶然，我们预计未来一年，美股和美债利率的正相关性将明显削弱，传统的股债配置策略也将受到挑战。**
- **风险提示：**美联储过快收紧货币政策，美国财政刺激效应过早消退

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoh@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210517：结构的分化：上游涨价对中下游的影响正在显现》2021-05-17
- 2、《宏观点评 20210514：今年二季度基建投资反弹力度有多大？》2021-05-15
- 3、《宏观点评 20210513：美国通胀飙升，20 世纪 60 年代末大通胀重现的可能性有多大？》2021-05-13
- 4、《宏观点评 20210512：总量的“降温”难掩结构的“火热”》2021-05-12
- 5、《宏观点评 20210511：PPI 破 6，“输入型通胀”还有多大空间？》2021-05-11

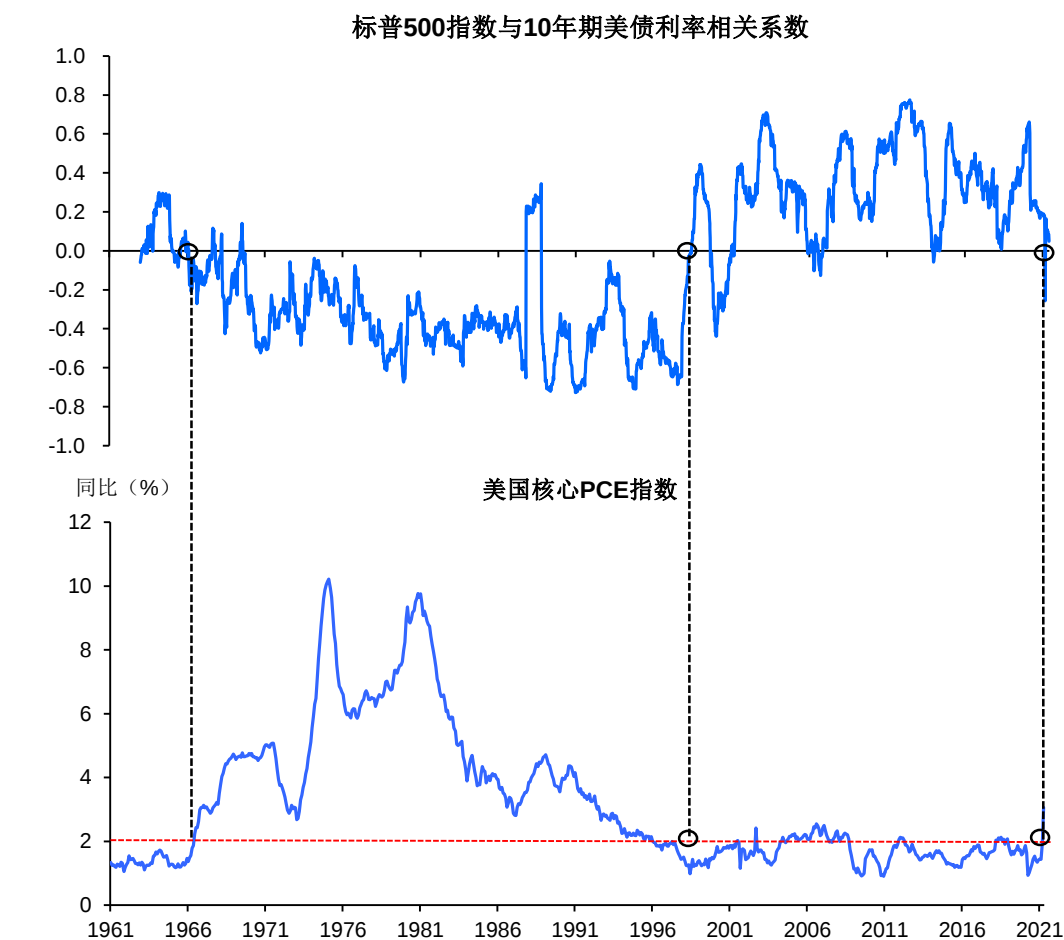
图 1：今年以来美股和美债利率一度显著负相关，为金融危机后的首次



备注：计算相关系数时均为周变化，且采用 52 周移动平均

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

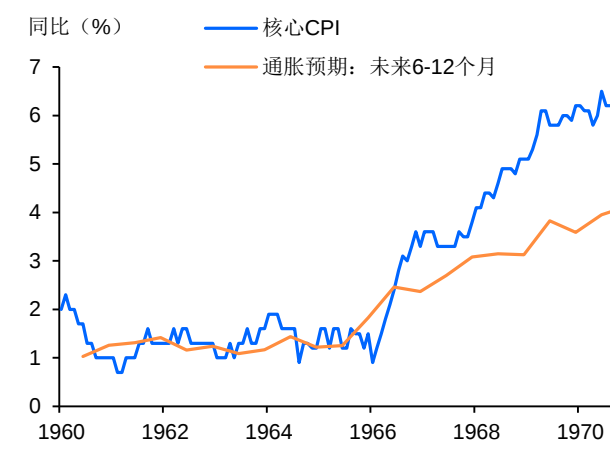
图 2：历史上美股和美债相关性出现大的变盘，均伴随着美国通胀的结构性变化



备注：计算相关系数时均为周变化，且采用 52 周移动平均

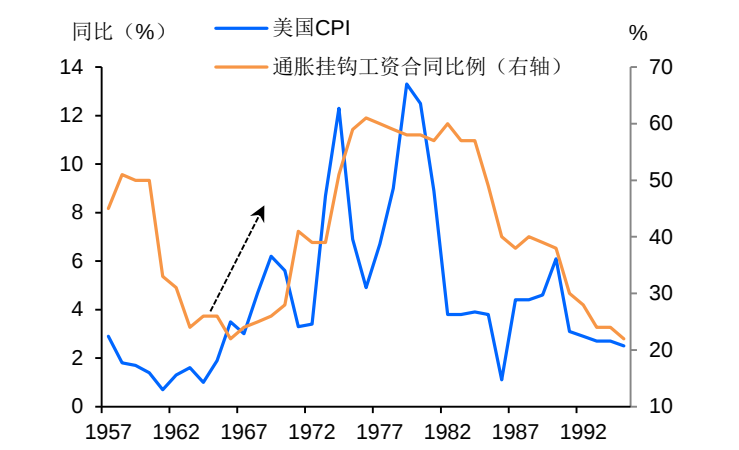
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3: 1966 年开始美国通胀预期与通胀同步回升



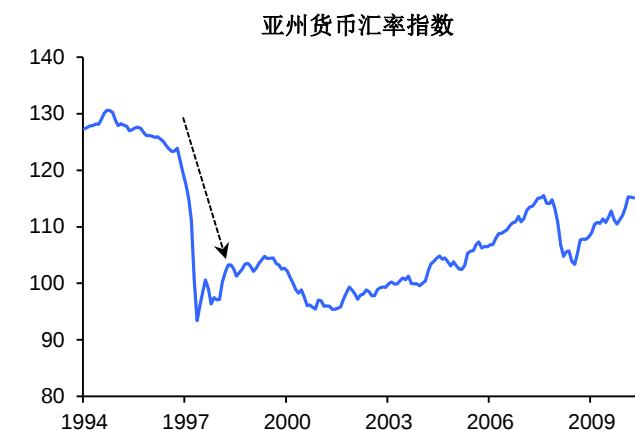
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 20 世纪 60 年代后期通胀挂钩工资合同开始盛行



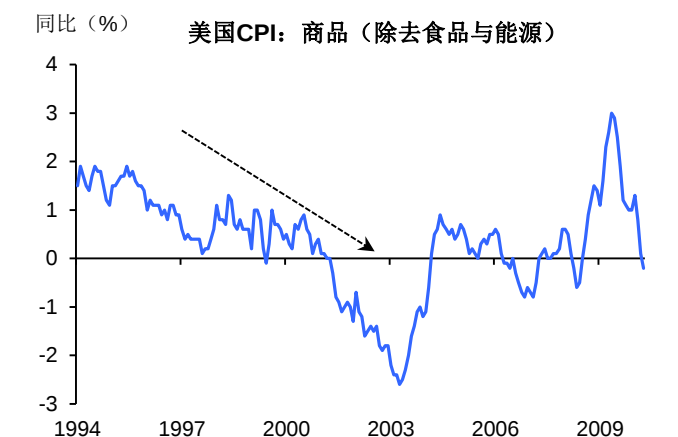
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 20 世纪 90 年代中期后亚洲货币大幅贬值



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 亚洲货币的大幅贬值向美国 CPI 输入通缩



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7：基于家庭调查的短期通胀预期已经飙升，但长期通胀预期依然稳定

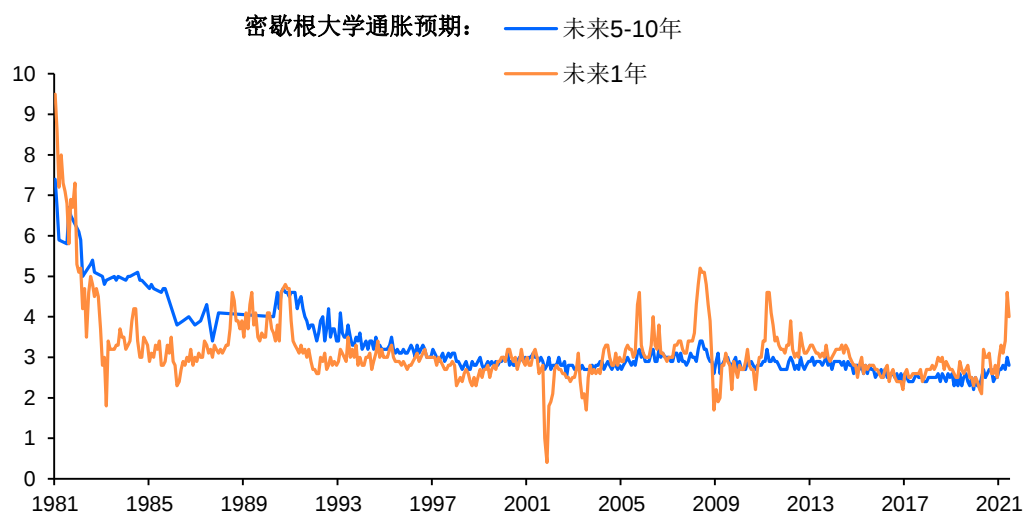


图 8：亚洲货币汇率与人民币兑美元汇率存在明显的正相关性

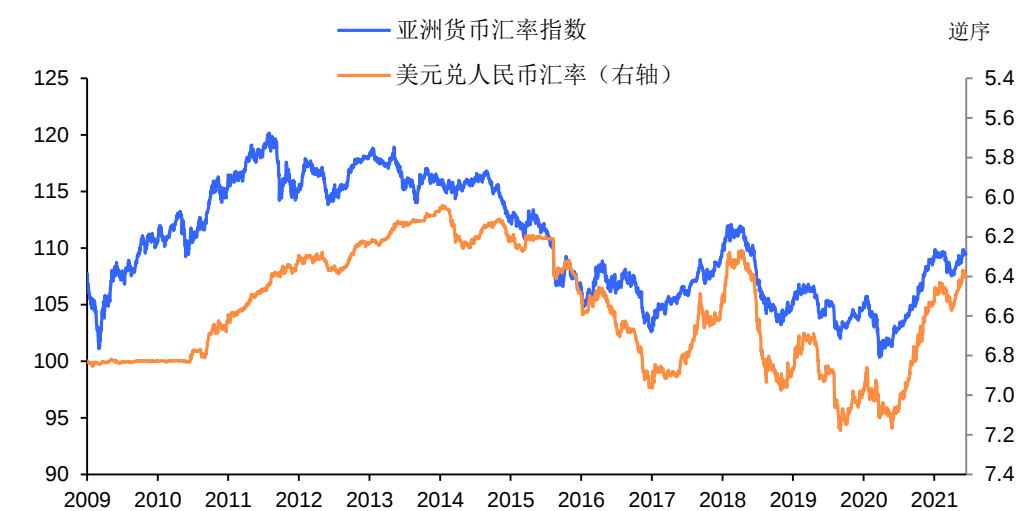
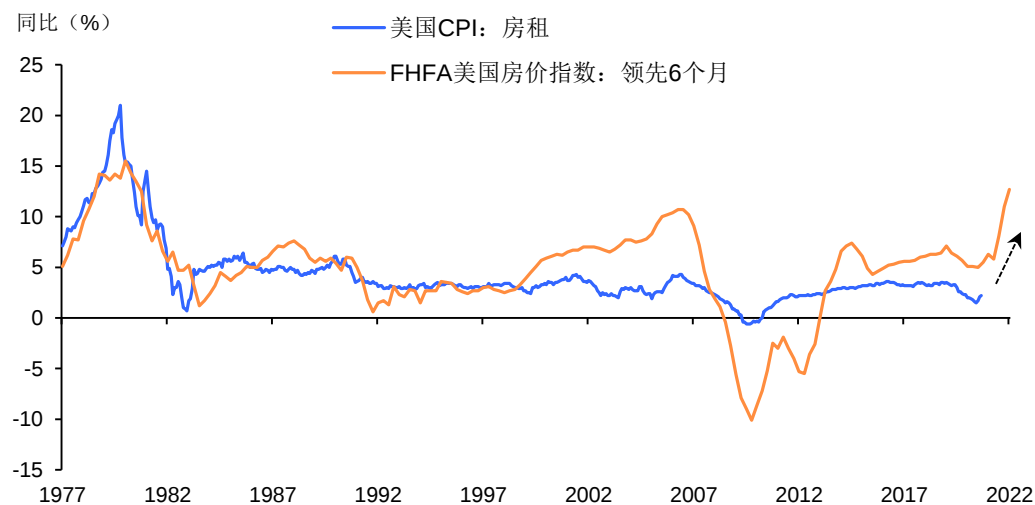


图 9：历史上美国房价的回升领先房租的回升约 6 个月



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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_20087

