

美债利率快速上升，股市会持续下跌吗？

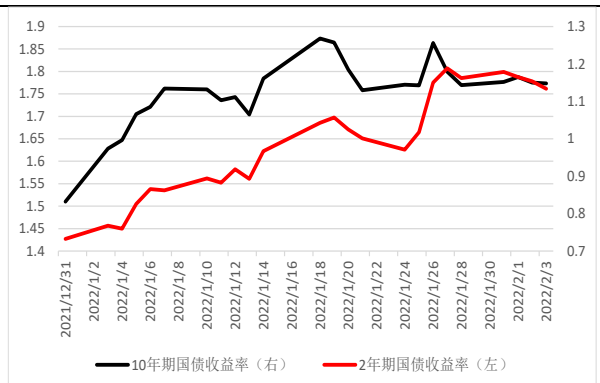
——海外宏观每月观察（2022 年 2 月）

1 月美债利率快速上行（图 1），10 年期美债利率从去年底的 1.51% 上升到 1 月 18 日的 1.87%，后来因为乌克兰紧张局势，催生避险情绪，一度回落到 1.75% 的水平，但后来因为 1 月美联储议息会议市场解读较为鹰派，再次冲上 1.86% 的水平，但不久回落到近期的 1.76%。久期更短的 2 年期美债利率则更直接的反映加息预期，开年以来从去年底的 0.73% 一路上行，1 月美联储议席会议后更是飙升到 1 月 27 日的 1.18% 的水平，1 个月大幅上升了 45 个基点，反映市场 4 到 5 次加息预期。

利率大幅飙升的背景下，美股出现大幅回调，而中国股市也受到影响而下跌。然而更诡异的是，在中国央行含有的宽松言论支持下，中国股市的调整幅度依然较大。美债利率上行，股市会持续下跌吗？

北京冬奥会临近，然而国际环境的不稳定因素在增加。乌克兰局势紧张，美国撤离大使馆人员，并给乌克兰提供武器支援。回想 2008 年北京奥运会期间，格鲁吉亚依仗西方国家的支持，突袭境内的亲俄势力，但俄罗斯闪电战将格鲁吉亚政府军击退，之后再撤回。这次乌克兰局势将如何发展受到国际关注。

图 1: 今年以来 2 年期和 10 年期国债收益率对比



数据来源：东方证券（香港），彭博

张楠 (SFC CE: BFE323)

+852 3519 1242
 nathan.zhang@dfzq.com.hk

一、美联储将会加息和缩表，但一步步来。

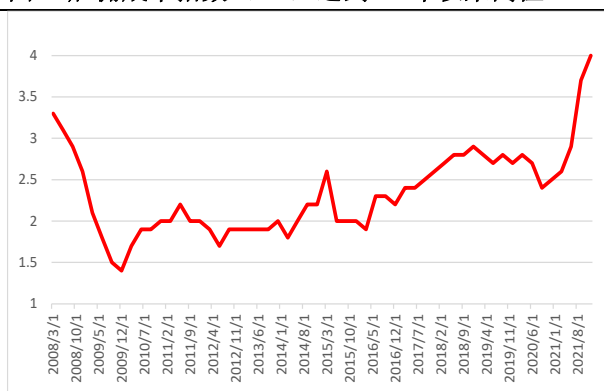
1月25日美联储议息会议后媒体和分析师均出现比较“鹰派”的解读，甚至还有“每次开会都加息”“今年加息7次”的看法。我认为这些有点过度解读了，现在海外分析师的主流预期是今年加息4到5次。鲍威尔确实在会议上表示现在通胀比2015年上一轮加息周期时“稍微严重”，而上一轮加息周期是每个季度加息一次，因此市场预期可能比上一轮加息要更快一些。而发布会的问答环节，有记者问鲍威尔会否“每次开会都加息”或者“在前几次会议更快的加息”，**鲍威尔表达会“灵活应对”和“不否认”，并不是确认每次开会都要加息。**

经济的韧性是美联储加息最重要的基础。因此美联储接下来会否加速加息，还需要观察近期美国经济数据的变化。1月7日公布的12月非农就业数据增加19.9万（预期45万），失业率3.9%（预期4.1%），而历史最低失业率也就3.5%，说明劳动力市场改善空间已经比较有限。更重要的是，AHE时薪指数环比上涨0.6%，超过预期的0.4%。工资上涨的压力是美国通胀最重要的推升力量，一项针对企业主的调查也反应很多企业计划上涨商品价格，以应对持续上涨的工资压力。上世纪70年代的螺旋形通胀的形成，就有点类似现在的逻辑，商品价格上涨才能应付员工工资上涨的需求，结果造成更严重的通胀，工资上涨但商品更贵，生活水平反而下降。

此轮Omicron变种病毒虽然导致美国感染人数再创新高，但对民众飞行出行，以及餐饮活动影响并不明显，经济活动数据不认为会因此轮疫情而明显回落。相反的，疫情担忧继续影响劳动者找工作的动力，预计工资指数还维持高位，预计通胀还会维持在较高水平。

此外，1月5日公布的12月FOMC议息会议的会议纪要显示，美联储还超预期讨论提前缩表（QT）的问题。上一轮结束QE，缩表卖债是直到加息开始后再过了一年多才开始，而这次美联储认为通胀的压力更大，劳动力市场也比较紧，因此想尽快采取更强硬的态度，避免通胀失控。但需要强调的是，虽然美联储对于加息和缩表的计划虽然比预期快，但预计美联储还是会一步步跟市场沟通，带出一个由经济数据变化来推动的加息理论框架，而不是过于突兀的利率变化。

图2: 雇佣成本指数（ECI）达到08年以来高位



数据来源：东方证券（香港），彭博

二、乌克兰局势紧张，俄罗斯会出兵吗？

1月21日，传出美国国务院下令驻乌克兰大使馆人员家属撤离，第一批安全物资和弹药于1月22日清晨运抵乌克兰。市场避险情绪快速上升，美股下跌，美债利率下行。乌克兰不断强调俄罗斯入侵风险，欧洲多国表达对乌克兰支持，北约军队戒备。俄罗斯此前提出要求已经加入北约的几个东欧国家退出，并要求北约停止东扩，此要求明显不会得到西方国家同意，俄罗斯如此强硬会导致局势进一步失控？

首先，俄罗斯现在有强硬的“资本”。俄罗斯对比2014年占领克里米亚时经济实力已经更强，当时因为克里米亚问题，俄罗斯受到西方严厉的制裁，但经过这些年似乎没有对俄罗斯造成严重冲击。而去年开始持续上涨的国际油价，以及欧洲在冬天极为依赖俄罗斯的能源供应，都给了俄罗斯在这个冬天有更多的谈判筹码。

然而，全面侵占乌克兰不符合俄罗斯的利益，控制克里米亚半岛已经达到俄罗斯取得黑海战略资源的重要目的。克里米亚与俄罗斯有跨海大桥连接，也不需要经过乌克兰。而俄罗斯也长期在克里米亚有经营亲俄势力，当年趁着乌克兰内乱，欧洲忙于处理债务危机的时机，俄罗斯再进一步控制克里米亚时遇到的阻力有限。但要控制整个乌克兰就困难得多，乌克兰政府控制的区域对俄罗斯较为敌视，俄罗斯已经有足够多的能源资源，再增加乌克兰的能源对其帮助有限，但代价极大。如果全面控制乌克兰则会直接和北约国家接壤，欧洲国家的反弹情绪将会比占领克里米亚严重很多。

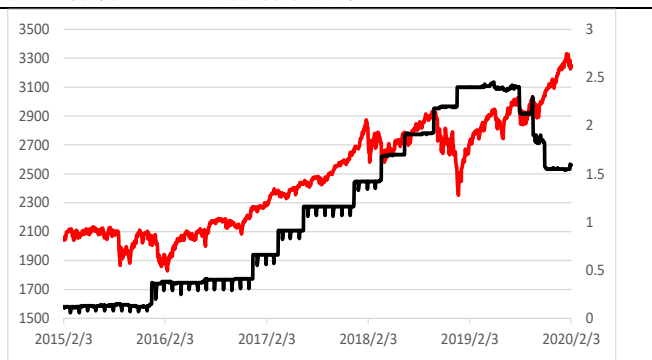
美国“引发”该次危机，可能是拜登希望吸引世界关注，在本身无力大规模动员解决问题时，营造俄罗斯侵略威胁，目的反而是避免战争发生。但不确定性可能是来自乌克兰内部，乌克兰政府军和境内亲俄势力会否发生冲突这是比较难控制的。正如2008年的格鲁吉亚，西方国家和俄罗斯也不希望卷入更大规模的军事冲突，但俄罗斯也不能坐视格鲁吉亚境内亲俄势力被压制，造成了当年的短暂冲突。近期乌克兰政府似乎也有降低紧张态势的表示，希望各方克制避免冲突进一步升级，尤其在北京冬奥会的期间。

三、总结

利率上行股市一定下跌吗？中长期来说答案是否定的。从图 3 可以看到，2015 年开始到 2019 年的加息周期，期间标普 500 总体是上涨的。加息的重要前提是经济增长保持韧性，如果加息节奏得当，控制通胀在合理水平的前提下其实是有利于经济增长，因此股票上涨也是有支持的。鲍威尔此前也有谈话说到保持价格（通胀）的稳定性，有利于劳动力市场的恢复。

股票的良好表现是需要流动性的支持的。比起利率的上行，流动性的收缩节奏更难准确观察。今年 1 月股市的回调，其实从 1 月初，美联储还没开 1 月的议息会议就开始下跌了。因为月初公布 12 月议息会议的具体纪要才知道美联储已经提前讨论缩表的问题，缩表将会卖出债券，对流动性有直接的减少作用。上一轮的缩表是 2017 年年底开始，而标普 500 大概 2018 年一季度出现一波回调，但 2018 年底再创新高，到 2019 年才出现最明显的一波下跌。美国市场的流动性不只来自美联储，商业银行体系，还有一些非银机构也会提供流动性，而这些盈利性机构的流动性操作方向不一定和美联储一致。因此，除了关注加息的节奏，缩表的节奏也是需要密切关注的，尤其我们这次是经历完历史最大规模的扩表后的一次缩表，市场流动性如何变化是一个相对复杂的问题。

图 3: 标普 500 vs 联邦有效利率



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_37110

