

美债收益率攀升引发美股价格重估

宝城期货金融研究所 程小勇

伴随美债收益率持续攀升，美国股市出现了较大幅度的调整，其中代表科技股或成长股的纳斯达克指数跌幅最大，而反映周期性股票的道琼斯工业指数表现坚挺。从当前情况来看，美联储并没有对美债收益率攀升产生担忧，短期并不会干预，这意味着美股结构性分化还将持续，科技股调整风险尚未消除。另外，基于经济复苏的预期，代表小盘股的罗素 2000 指数同样表现坚挺。

未来一段时间，美股可能还面临调整的风险，但风格会分化，逻辑在于以下几点：

一是美债收益率攀升带来资产价格重估。美债收益率攀升带来的资产价格冲高一方面来源于资产价格的估值，美债收益率会引发美元实际利率攀升，而美元实际利率是风险资产的机会成本；另一方面来源于美元流动性的变化，一旦美元利率攀升伴随美元汇率攀升，美元流动性会回流美国，非美经济体尤其是新兴市场会出现资金外流，从而导致投资下降，经济复苏中断。对于高估值板块而言，经济的加速恢复削弱了其分子端盈利的前景，利率的上升又提升了其分母端的参数，美债收益率攀升带来估值下修，例如美国股市科技板块。

二是美债收益率攀升还会持续，美联储短期并没有意愿进行干预。非农数据公布后，美国 10 年期国债收益率一度升至 1.62%，创下 2020 年 2 月以来最高。除了非农数据强于预期之外，美联储主席鲍威尔似乎目前也不担心长期借贷成本飙升。美国芝加哥联储主席埃文斯认为，美联储无需调整所购买美国国债的久期，美债收益率近期上涨是健康的，预计美国通胀将暂时升穿 2%。同日，费城联储主席哈克则安抚市场，称美债收益率曲线控制可能也是美联储的政策工具之一。

三是美国潜在的通胀压力很大。从历史上看，通胀回升初期，股市调整压力并不大，但是在通胀加速攀升期，股市一般表现不佳。原因在于，在通胀上升初期，主要是经济复苏驱动，居民消费支出增加，投资额回升。而通胀加速攀升期，经济可能已经出现过热，央行货币政策可能不得不缩减。

从美股板块来看，芝商所高级经济学家兼执行董事 Erik Norland 研究发现，自 2010 年以来，在通胀预期上升期间，小盘股表现优于大盘股，反之亦然。2021 年 3 月，罗素 2000 指数表现一度强于代表大盘股的标普 500 指数，说明这种规律具有一定的合理性。



图为大盘股和小盘股比值与通胀预期走势对比

笔者认为，美国经济甚至全球经济可能面临“滞胀”风险，当前处于滞胀早期，美联储等各国央行对通胀的容忍度或者采取的应对措施往往是滞后的。通胀的风险表现在美联储维

持超宽松的货币政策时间可能比市场预期的要长的多。从美联储最新表态来看，失业率如果没有下降到合意水平，那么美联储对通胀的容忍度会很高，货币紧缩可能会慢于市场预期。另外，庞大的公共债市和企业部门债市，意味着美联储并不敢轻易加息。

从债务持续性角度来看，自 2020 年 3 月以来，美国实施数轮财政刺激和经济救助法案，总额达到 3.8 万亿美元。美国联邦财政赤字从 2016 年的 5850 亿美元连年攀升至 2019 年的 9840 亿美元。美国财政部数据显示，2020 财政年度联邦政府支出增加 47.3%，至 6.55 万亿美元，财政赤字激增逾两倍，总额超过 3.1 万亿美元，赤字占 GDP 之比跃升至 15.2%，已是连续第五年增加，为 1945 年以来的最高水平。随着赤字累积，美国联邦债务总额已突破 28 万亿美元，其与 GDP 比率达到 134%。

尽管当前美国通胀回升力度温和，1 月份核心 CPI 同比增速仅仅只有 1.4%，远低于疫情前的 2% 以上的水平。然而，我们发现美债收益率攀升一方面代表经济复苏的预期，另一方面代表市场担忧通胀攀升下的风险补偿的意愿。

从全球供应来看，疫情对需求的冲击基本上过去了，但是对供给的影响还很深远，部分中小企业被迫退出了市场（破产倒逼），再加上 2011 年至 2017 年全球产能出清，这意味着 2021 年全球大宗商品价格超预期上涨很大可能是由供应收缩引发的。

回顾上个世纪 70 年代滞胀，我们发现当前情况有很多类似。回顾上个世纪 70 年代，盲目的财政扩张是美国陷入“滞胀”的主要原因之一。我们发现 2020 年美国财政扩张是通过财政货币化来实施的，在践行 MMT 理论。当前美国财政赤字占 GDP 的比重飙升至创纪录的 15.5%。一般来讲扩张性财政政策是创造需求的，2009 年美国持续 QE 都没能带动通胀攀升主要是货币宽松并没有创造需求。

因此，笔者认为除非美联储实施收益率曲线控制，不然美债收益率攀升会继续触发美股高估值板块继续调整，例如特拉斯为代表的科技股，而周期股表现抗跌。更何况，美联储实施收益率曲线控制，那么代表对通胀攀升的政策反映会相对滞后，滞胀风险进一步增加，为未来股市泡沫破灭埋下隐患。因此投资者可以运用微型 E-迷指数期货对冲潜在的调整风险。