

美国降息后的资产观察（二）

当10年美债利率回升至4%

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

2024年10月7日，10年美债利率于升破4%大关，为7月31日以来首次；10月11日收于4.08%，自美联储9月18日降息以来累计上涨了43BP。

平安观点：

- **美债利率为何大幅上行？**一是，9月下旬以来，市场降息预期上修，受美联储主动引导和经济数据客观走强的共同作用。二是，美债隐含通胀预期上行，先后受到罢工、工资上涨、油价反弹和最新CPI数据强于预期的拉动。三是，美国债务规模在10月1日新财年后再上台阶，美债供给阶段增加并抬升美债利率。四是，美联储准备金规模较快下降，即银行体系流动性偏紧，也可能助推美债利率上行。**展望后市，我们预计10年美债利率可能在未来1-2个月保持4%左右偏高水平运行。**经济基本面方面，美国经济和就业有望保持一定韧性，叠加四季度通胀上行风险有所上升，目前市场预期的降息路径在修正后相对合理，即预计美联储年内再进行2次25BP的降息，稳步推进利率“校准”。流动性方面，预计在美联储暂停缩表以前，美国银行体系流动性环境保持偏紧，并对美债利率形成一定支撑。
- **对中国资产的影响。**在近期中国资产估值快速上升的背景下，美债利率反弹可能加剧中国相关股票价格波动，但不改全球资金“再配置”于中国资产的大方向。一方面，近期中国相关股票的估值压力上升，美债利率反弹可能增大这一压力。以港股为例，9月17日至10月10日，恒生指数的风险溢价（相对于美债）水平由8.1%下降至5.6%，已跌至“危险水平”之下。但另一方面，今年以来中国相关股票与10年美债利率的相关性弱化，中国资产表现更取决于“内因”而非“外因”。在“内因”驱动下，全球资金“再配置”于中国资产拉开序幕，未来仍有空间。
- **对大类资产的影响。**1、**美科技股会否再次成为“避风港”？**近期美债利率的反弹对美股大盘而言“弊大于利”，科技股可能相对周期股更加“抗跌”，但难以像今年1-4月那样强势上涨。2、**黄金会否受到美债利率上行的压制？**美债利率（尤其实际利率）的上行，或多或少将对金价形成压力。今年以来，黄金现价与10年美债实际利率的30交易日滚动相关系数，在79%的交易日里为负。3、**欧元、日元和人民币抵御利差走阔的能力如何？**我们认为，当前日元最易受到美债利率反弹的冲击，欧元次之，人民币抵御利差走阔的能力最强。截至10月10日，日元、欧元以及人民币兑美元汇率，与10年本国和美国国债利差的30交易日滚动相关系数，分别为0.93、0.59和-0.22。中国方面，偏高的美债利率可能加大人民币进一步升值的难度和空间，但得益于有力的经济政策加码，国际资金对人民币资产重拾信心，有望令人民币继续保持相对独立的走势。
- **风险提示：**美国就业和经济超预期下行，美联储降息节奏不确定，全球地缘风险超预期上升等。

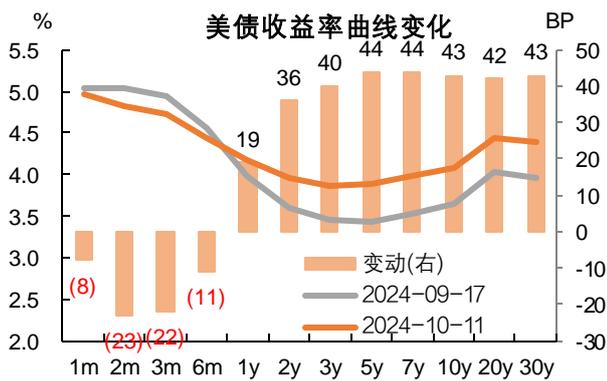
2024年10月7日，10年美债利率于升破4%大关，为7月31日以来首次；10月11日收于4.08%，自美联储9月18日降息以来累计上涨了43BP。美债利率大幅反弹，一方面反映市场预期利率路径上修，背景有美联储引导、经济数据走强、通胀担忧上升等因素驱动；另一方面也有新财年美债发行增加、美联储准备金水平下降等因素助推。

展望未来一段时间，我们判断：1) 偏高的美债利率可能增加中国相关股票的价格波动，但不改资金回流中国资产的大方向；2) 美股科技股未必像今年14月那般完美抵御美债利率上行的冲击；3) 金价多少会受到压力，美元体系之外的因素也不完全利好黄金；4) 日元汇率可能较易受到冲击，而人民币汇率抵御利差走阔的能力可能较强。

一、美债利率为何大幅上行？

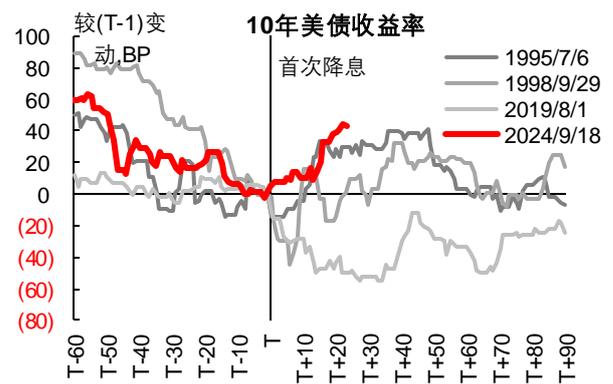
10年美债利率于10月7日升破4%大关，10月11日收于4.08%，刷新今年7月31日以来新高。美联储2024年9月18日首次降息后，截至10月11日，中长端美债利率集体上行，3年期及以上美债利率均至少上行40BP。其中，10年美债利率累计上行43BP至4.08%，实际利率和通胀预期分别贡献22BP和21BP。我们在报告《美联储历次开启降息：经济与资产》指出，10年美债利率通常在首次降息前明显下行，所谓“预期先行”；但在几次“软着陆”情形下，美债利率在首次降息后的1-2个月里可能出现阶段反弹。对比历次降息周期，本轮首次降息后，10年美债利率反弹的节奏和幅度属于历次最强，与1995年（一次典型的“软着陆”）走势最为相似。

图表1 9月18日以后，中长端美债利率集体上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 历次“软着陆”情形下的10年美债利率

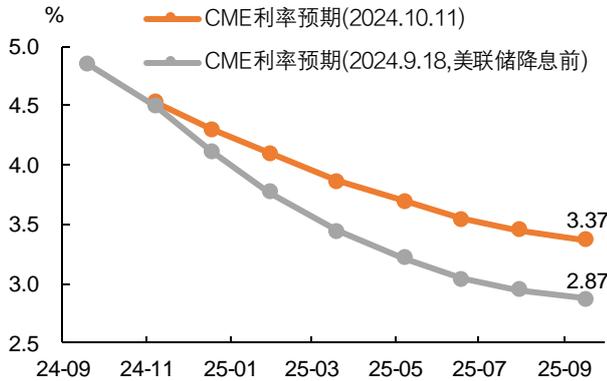


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美联储首次降息以来，10年美债收益率为何大幅反弹？

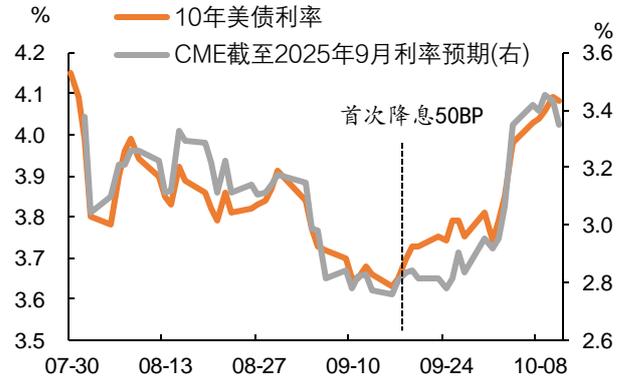
一是，美债利率上行直接反映了市场对未来政策利率预期路径的上修。在美联储罕见首次降息50BP后，市场一度预计美联储可能保持较快降息节奏，这也影响了市场对未来1-2年的利率路径判断。据CME数据，观察到2025年9月利率预期的变化，在9月6日至27日期间（即美联储降息前后1-2周里），市场预计未来一年美联储将累计降息240-250BP；但10月4日以后，这一预期降息幅度缩窄至200BP以内。10年美债利率与未来一年的利率预期高度同步，伴随市场对预期利率路径的上修，10年美债利率显著反弹。

图表3 9月18日以来市场预期的政策利率路径上修



资料来源: CME, 平安证券研究所

图表4 10年美债利率与未来一年利率预期高度同步



资料来源: Wind, CME, 平安证券研究所

9月下旬以来,市场降息预期的上修,受美联储主动引导和经济数据客观走强的共同作用。9月30日,鲍威尔讲话时再次强调参考最新点阵图,基准情形是年内两次会议累计再降息50BP,初步遏制了单次降息50BP的押注。10月4日公布的非农就业数据超预期走强,成为市场利率预期修正的关键转折。就业数据的韧性也反映了经济增长的韧性,打消了市场对美国就业和经济意外降温的担忧。截至10月8日,GDPNow模型预测三季度美国GDP环比折年率上升至3.2%。我们在报告《降息50BP的情理之中与意料之外》指出,假设美国三季度经济环比折年增长3%左右,即使四季度环比增长为0,2024全年经济增速将接近4%,远超美联储最新预测的2.0%。

图表5 近期就业数据是利率预期的关键影响因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 10年美债利率与经济增长预期有所关联

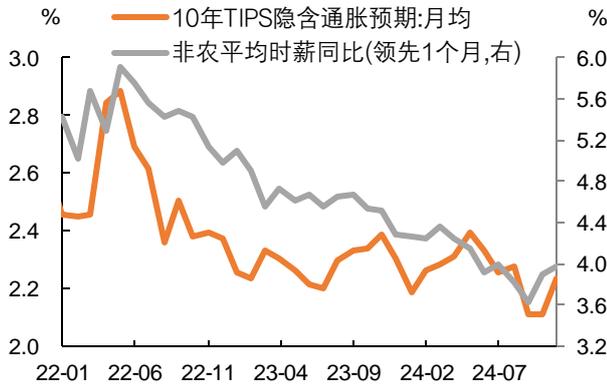


资料来源: Wind, 亚特兰大联储, 平安证券研究所

二是,美债隐含通胀预期上行,先后受到罢工、工资上涨、油价反弹和最新CPI数据强于预期的拉动。首先,10月1-3日,代表4.5万美国国际码头工人协会罢工三天,美国36个港口运作受影响,劳资双方暂时达成未来6年涨薪62%的临时协议,罢工运动暂停至10月15日¹。其次,10月4日公布数据显示,美国9月非农时薪同比增速连续第二个月回升。无论是供应链的短期扰动,还是涨薪的中期影响,都触发市场对通胀前景的担忧。再次,近期中东地缘冲突升级,国际油价自9月26日以来触底反弹,在10月3日美国可能打击伊朗石油设施的消息后加快上涨,WTI油价截至10月7日收于77.1美元/桶、累计上涨14%。期间,10年美债隐含通胀预期上行11BP。最后,10月10日公布的美国9月CPI和核心CPI均强于市场预期,当日10年美债隐含通胀预期再升4BP至2.33%,创今年6月以来最高。

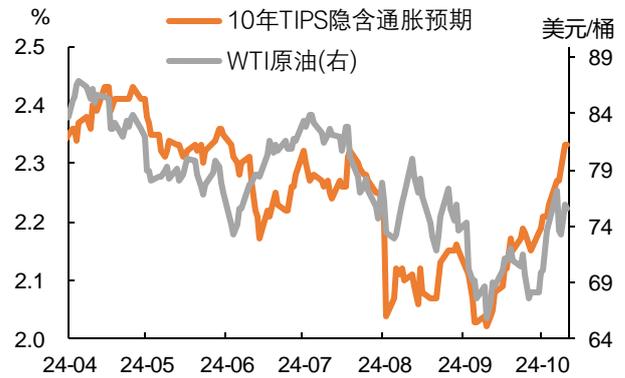
¹ Dockworkers' union suspends strike until Jan. 15 to allow time to negotiate new contract. AP News. October 5, 2024.

图表7 美债通胀预期上行部分归因于薪资增速反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

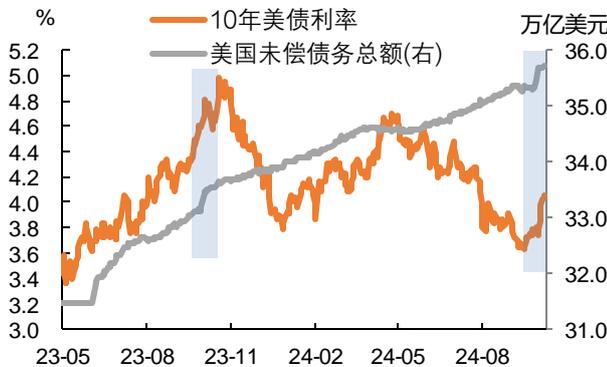
图表8 美债通胀预期上行部分归因于油价反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

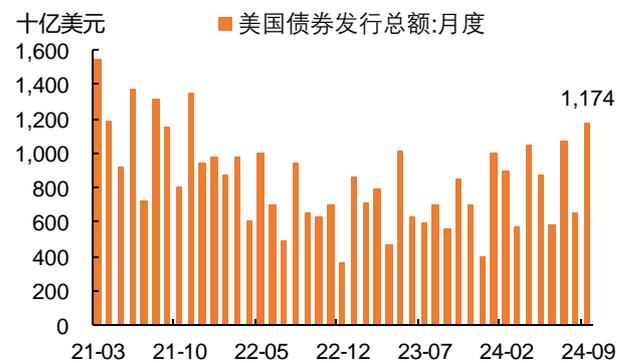
三是，美国债务规模在10月1日新财年后再上台阶，美债供给阶段增加并抬升美债利率。由于美国国会未能在10月1日开始的2025财年之前达成预算共识，美国参议院在9月25日通过一项临时支出法案，允许财政部短期拨款至12月20日，以避免政府停摆。据美国财政部数据，10月1-8日，美国未偿债务总额累计上升了2530亿美元，期间10年美债利率上行25BP。类似地，在2024财年，美国两院于2023年9月30日通过临时支出法案，美国债务总额也在当年10月1日以后跃升，10年美债利率在当年9-10月较快上行。此外，美国财政部10月4日公布数据显示，今年9月美国债券发行额高达1.17万亿美元，同比增长108%，创2021年11月以来新高。

图表9 美债利率通常随美国债务总额上升而上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

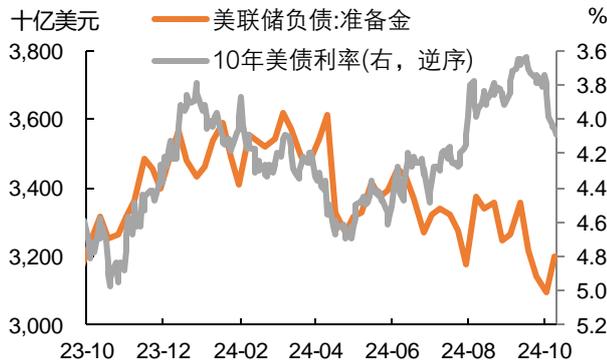
图表10 今年9月美债发行额创2021年11月以来新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

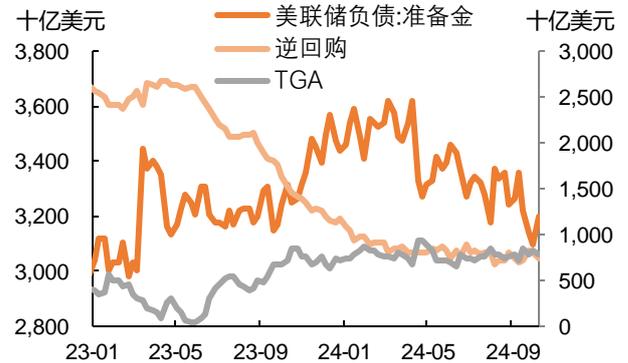
四是，美联储准备金规模较快下降，即银行体系流动性偏紧，也可能助推美债利率上行。美联储数据显示，截至10月2日当周，美联储准备金规模已连续三周下降并低于3.1万亿美元，创2023年3月（美国地区银行危机爆发前）以来最低水平；截至10月9日当周有所回升至3.2万亿美元。本轮“充足”准备金水平预计约3万亿美元左右，参考区间是GDP的10-12%。当前准备金水平已经较为接近3万亿这一关键水平，意味着美国银行体系的流动性水平偏紧。考虑到目前逆回购和财政部一般账户（TGA）水平保持相对稳定，美联储持续缩表下，准备金更可能出现下降。（参考报告《美联储缩表：前世、今生与未来风险》。）近一年，10年美债利率走势与准备金走势的相关性较强，近期的流动性环境很可能进一步助推了美债利率的上行。

图表11 近一年美债利率与美联储准备金水平负相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 逆回购和 TGA 水平稳定, 准备金下行风险较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

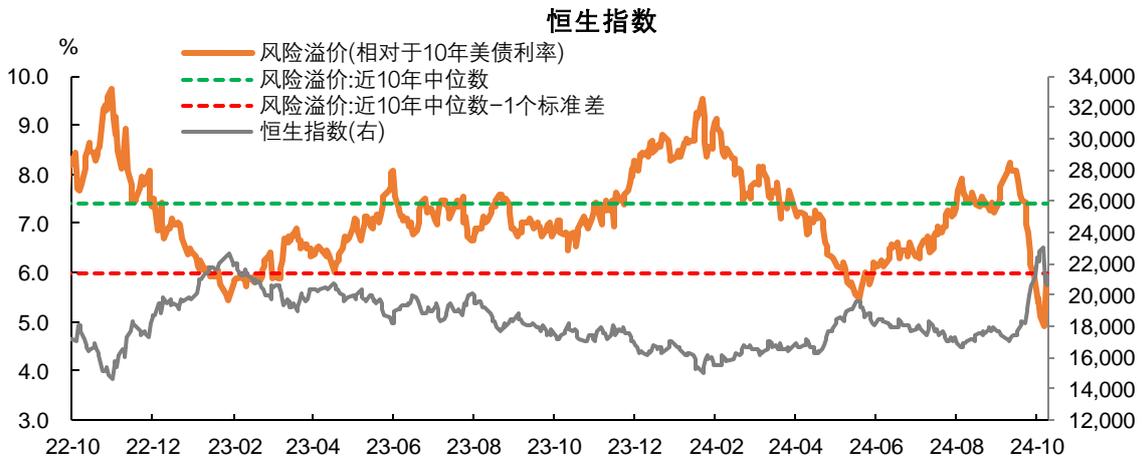
展望后市, 我们预计 10 年美债利率可能在未来 1-2 个月保持 4%左右偏高水平运行。我们认为, 新财年开始之际的美债供给扰动是暂时的, 后续美债利率和市场利率预期, 将进一步取决于经济基本面和流动性环境。**基本面方面**, 美国经济和就业有望保持一定韧性, 叠加四季度通胀上行风险有所上升, 目前市场的降息路径在修正后相对合理, 即预计美联储年内再进行 2 次 25BP 的降息, 稳步推进利率“校准”。**流动性方面**, 当前美国银行体系准备金水平可能意味着美联储需要考虑暂停缩表, 但逆回购规模的稳定、大选后财政走向的未知, 美联储或也不必操之过急。预计在美国联储暂停缩表以前, 美国银行体系流动性环境保持偏紧, 并对美债利率形成一定支撑。

二、美债利率上行对中国资产的影响

我们认为, 在近期“中国资产”估值快速上升的背景下, 美债利率反弹可能加剧中国相关股票价格的波动, 但可能不会改变全球资金“再配置”于中国资产的大方向。

一方面, 近期中国相关股票的估值压力上升, 美债利率反弹可能增大这一压力。以港股为例, 恒生指数自 2014 年以来的市盈率 (TTM) 中位数为 9.9 倍, 相对于 10 年美债利率的风险溢价水平 (市盈率倒数与 10 年美债利率之差) 中位数为 7.4%, “危险水平” (中位数与一个标准差之差) 为 6.0%。9 月 16 日至 10 月 11 日, 得益于美联储降息和中国经济政策发力, 恒生指数累计上涨 22%, 市盈率由 8.6 倍上升至 10.3 倍, 10 年美债利率上行 0.46 个百分点至 4.09%, 恒生指数的风险溢价水平由 8.1% 下降至 5.6%。换言之, 美债利率的上行助推了恒生指数风险溢价跌至“危险水平”之下。观察到, 2023 年 1 月、2024 年 5 月, 当风险溢价跌破“危险水平”后, 恒生指数均在 2 周内见顶。

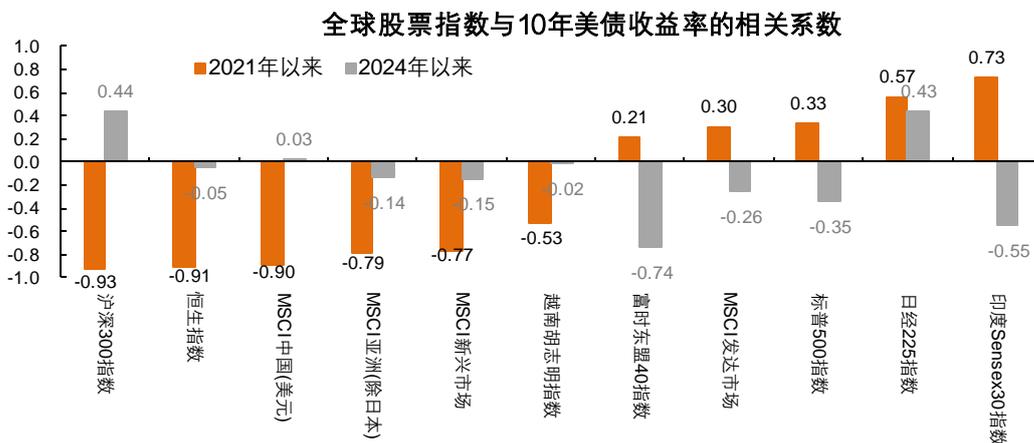
图表13 近期恒生指数相对于10年美债利率的风险溢价水平快速下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 数据截至 2024 年 10 月 9 日。

但另一方面, 今年以来中国相关股票与 10 年美债利率的相关性弱化, 当前中国资产表现更取决于“内因”而非“外因”。经验上, 10 年美债利率的方向, 较大程度上影响全球资金对新兴市场的配置需求。例如, 2021 年以来(截至 2024 年 10 月 11 日), 沪深 300 指数、恒生指数以及 MSCI 新兴市场指数等与 10 年美债利率呈现明显的负相关性。不过 2024 年以来, 美债利率与“中国相关股票”的负相关性明显弱化, 取而代之的是, 与东盟、印度等股票指数的负相关性更加凸显, 体现出国际资金在亚洲新兴市场的配置需求阶段转变。

图表14 A 股和港股自 2021 年以来与美债利率保持较强负相关性, 但 2024 年以来这一相关性减弱

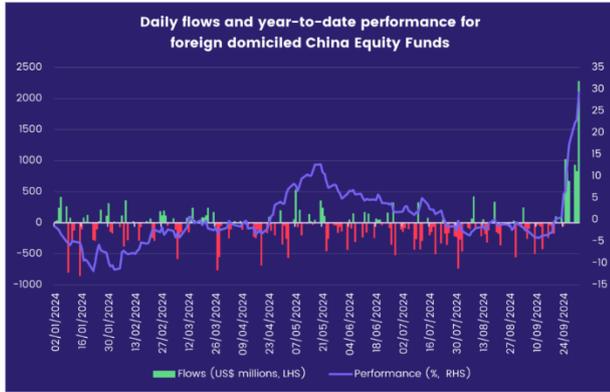


资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 数据截至 2024 年 10 月 11 日。

在“内因”驱动下, 全球资金“再配置”于中国资产拉开序幕, 未来仍有空间。9 月 24 日以来, 中国相关股票在积极的稳增长政策出台后领涨全球, 而日韩、东盟、印度等地区股市表现落后, 驱动全球资金“再配置”于中国相关股票。据 EPFR 数据, 截至 10 月 2 日当周, 流入中国股票基金的资金约 130 亿美元, 同期流入印度股票基金的资金不足中国股票基金的

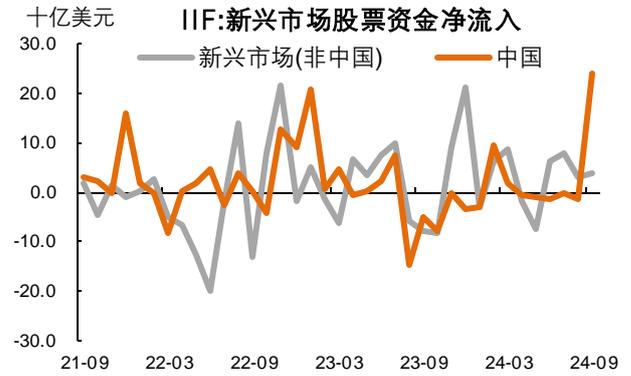
1%²。据 IIF 数据，今年 1-8 月，外资净流入新兴市场的股票资金累计为 240 亿美元，同比减少 40%；其中中国股票仅占 37 亿美元，同比减少 83%（或减少 177 亿美元）；不包含中国股票的其他新兴市场净流入 203 亿美元，同比增长 8%。9 月，流入中国股票的资金达 241 亿美元，1-9 月累计达 278 亿美元、同比增长 69%。考虑到本轮美联储降息空间较大（尽管节奏存不确定性），外资配置新兴市场和中国股票的空间仍有望进一步拓宽。

图表 15 近两周国际资金大幅流入中国股票基金



资料来源：EPFR, 平安证券研究所

图表 16 2024 年 9 月中国股市资金净流入低位反弹



资料来源：Wind, IIF, 平安证券研究所

三、美债利率上行对大类资产的影响

在美债利率反弹后，“美联储降息利好美股和黄金、利空美元”的传统逻辑更需辩证看待。具体讨论以下三个问题：

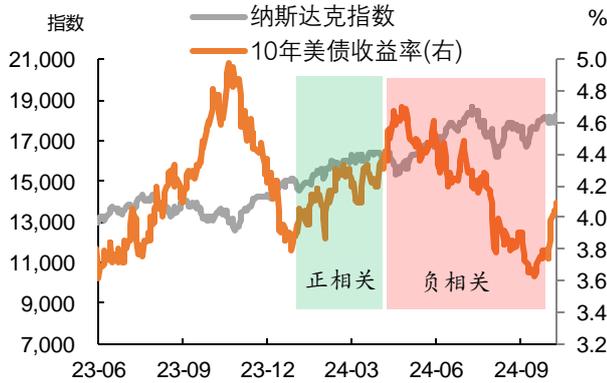
1、美科技股会否再次成为“避风港”？

我们认为，近期美债利率的反弹对美股大盘而言“弊大于利”，科技股可能相对周期股更加“抗跌”，但难以像今年 1-4 月那样强势上涨。2021-2022 年，美股科技股对利率水平较为敏感，纳斯达克指数与 10 年美债利率的相关系数为-0.86；2023 年以来，AI 驱动的科技股牛市，抵御了美债利率上行的压力，尤其今年 1-4 月，在 10 年美债利率由 3.8% 附近反弹至 4.3% 以上时，纳斯达克保持上涨趋势。然而，今年 5 月以后，科技股与美债利率的负相关性重新显现。此外，当前科技股估值也较今年 1-4 月更高，截至 10 月 11 日，纳斯达克指数公司市盈率为 44.2，高于今年 1-4 月均值的 41.5，这相当于需要 10 年美债利率额外下降 15BP 才能维持同等的风险溢价水平。

展望未来 1-2 个季度，美联储降息空间充足，美债利率仍有下行空间。若美债利率企稳或者重启下行，科技股的估值压力缓解后，可能具备较高的上升弹性。如我们在报告《美联储历次开启降息：经济与资产》指出，历次降息周期的经验是，如果不是类似 2001 年互联网危机时的行情，那么科技成长股跑赢周期价值股的概率较大。

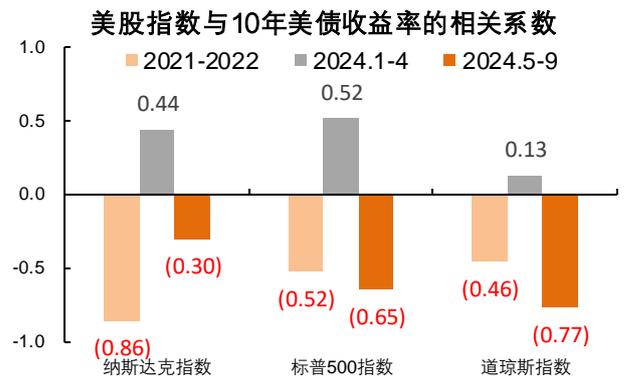
² A rotation with Chinese characteristics. EPFR. 10.07.2024.

图表17 今年以来科技股与美债利率从正相关到负相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 今年5-9月科技股对美债利率重新敏感

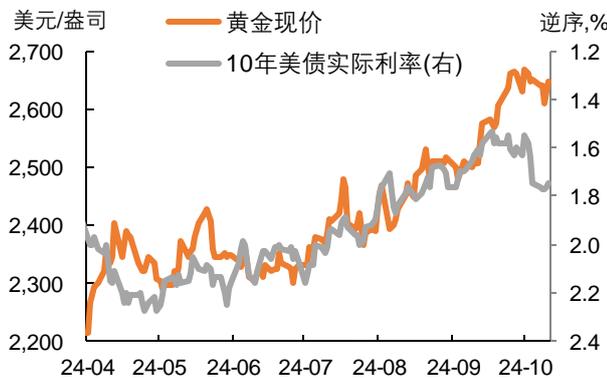


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、黄金会否受到美债利率上行的压制?

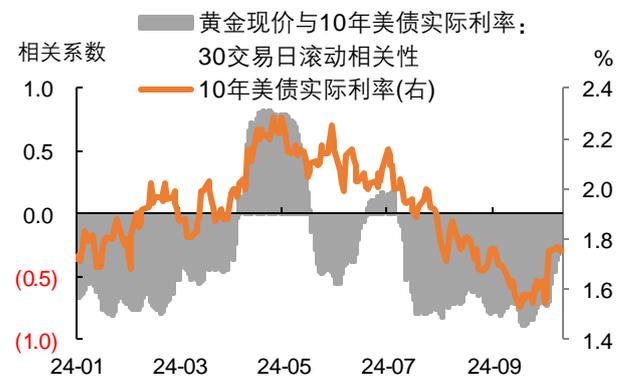
我们认为,美债利率(尤其实际利率)的上行,或多或少将对金价形成压力。10月2-9日,伴随10年美债利率反弹22BP,黄金现价已经回调了2.1%。尽管金价与美债(实际)利率的相关性不如从前,但并未消失。我们测算,今年以来(截至10月10日),黄金现价与10年美债实际利率的30交易日滚动相关系数,在79%的交易日里为负,且近期已连续69个交易日保持负相关性。此外,考虑美元体系外的因素,黄金短期调整风险也不能排除:一方面中东地缘风险、美国大选风险等提振了避险需求,但另一方面,看多黄金的期货仓位十分拥挤,叠加中国资产可能吸引此前配置黄金的资金回流,可能令金价承受额外压力(参考报告《美国降息后的资产观察(一):黄金为何阶段走强?》)。

图表19 近期美债实际利率走高、金价有所回调



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 今年黄金与美债实际利率在多数时期里负相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

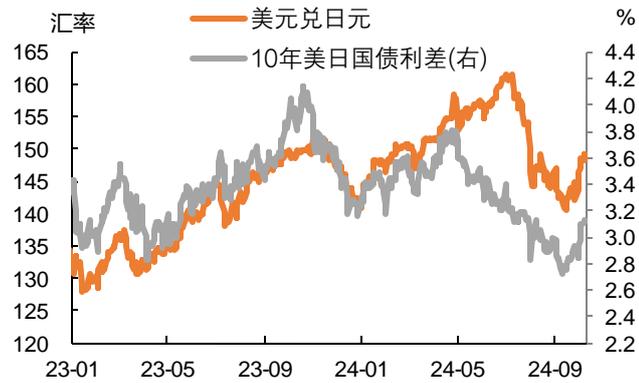
3、欧元、日元和人民币抵御利差走阔的能力如何?

我们认为,当前日元最易受到美债利率反弹的冲击,欧元次之,人民币抵御利差走阔的能力最强。美债利率变化均可能影响他国汇率,但影响程度是动态变化的。我们测算,今年以来(截至10月10日),日元、欧元以及人民币兑美元汇率,与10年本国和美国国债利差的相关系数分别为0.48、0.79和0.30,但最新的30个交易日滚动相关系数则分别为0.93、0.59和-0.22,即近期日元与美债利率的相关性较强,欧元的相关性有所弱化,人民币则基本走出独立行情。

- 日本方面,日本新首相石破茂近期表态支持货币宽松,日元短期缺乏加息的支撑,更可能跟随美债利率和美元流动性的变化“随风波动”;

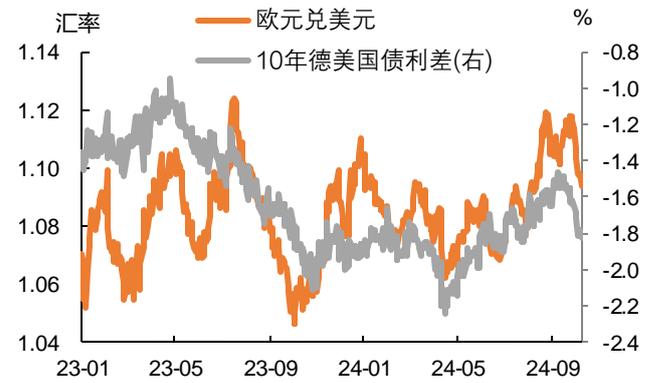
- 欧元区方面，欧央行本轮降息步伐相对稳健，且欧元区债券利率与美债利率走势相对同步，可以平抑利差波动，赋予欧元一定韧性；
- 中国方面，偏高的美债利率可能加大人民币进一步升值的难度和空间，但得益于有力的经济政策加码，国际资金对人民币资产重拾信心，有望令人民币继续保持相对独立的走势。

图表21 2023年以来日元汇率和日美利差的走势



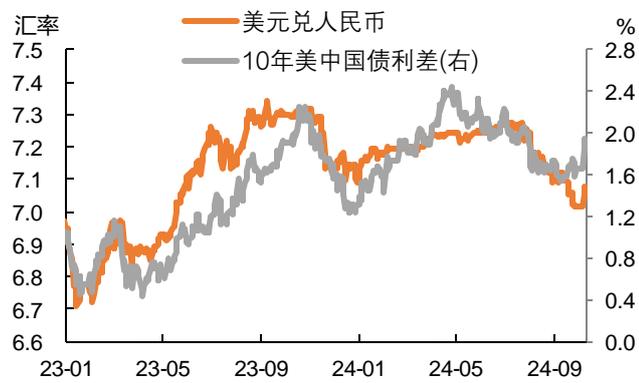
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 2023年以来欧元汇率和德美利差的走势



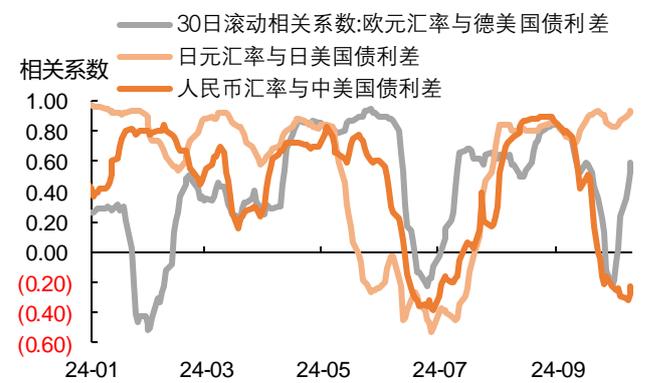
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 2023年以来人民币汇率和中美利差的走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 欧元、日元和人民币与利差的滚动相关性比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美国就业和经济超预期下行，美联储降息节奏不确定，全球地缘风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100033