

作为领先指标的美债收益率预示 2022 年上半年周期下行

背景

经济基本面和股市紧密相关，但滞后公布的宏观经济数据往往滞后于经济基本面的实际情况，无法为投资者带来先行指导。我们在本篇报告中将呈现美国国债收益率领先于全球经济尤其是美国经济基本面走势，投资者能够从当前美债收益率得到未来经济走势的指引，进而帮助投资者预测股市。

美债收益率变化领先美国制造业 PMI 约 12 个月

采购经理人指数（PMI）是反映经济热度的较好指标。图表 1 和图表 2 给出了自 2000 年以来美债收益率 r_t 同比和未来 i 个月的 ISM 制造业 PMI_{t+i} 同比的相关性。其中图表 1 显示了 2 年期美债收益率同比与平移后的制造业 PMI 同比的相关性，图表 2 显示了 10 年期美债收益率同比与平移后的制造业 PMI 同比的相关性，其横轴代表计算相关性时收益率与 PMI 的时间差。我们发现：

- 美债收益率同比变化和未来 PMI 同比变化呈现负相关性。当美债收益率降低，企业融资成本低，促进未来生产，进而令未来的制造业 PMI 升高；当美债收益率升高，增加企业融资成本，影响未来企业生产，令未来的制造业 PMI 下降，故观察到收益率同比变化与未来 PMI 同比变化呈现负相关。
- 美债收益率同比变化和未来 12 个月后的 PMI 同比呈现最显著的负相关性。从图表 1 和图表 2 可以看出，美债收益率同比变化领先美国制造业 PMI 约 12 个月，因为在时间差为 12 个月时，两者负相关性最为显著

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师

yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 12 月 31 日

相关报告：

[《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#)（2021-12-03）

[《2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎》](#)（2021-12-03）

[《全球大宗商品：CAPEX 结构之变》](#)（2021-10-19）

[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》](#)（2021-10-19）

[《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》](#)（2021-09-20）

[《缩减 QE 日益临近，对风险资产继续保持谨慎——见微知著》](#)（2021-08-26）

[《大幅下挫后的互联网板块是否已到抄底的时候？——见微知著》](#)（2021-07-22）

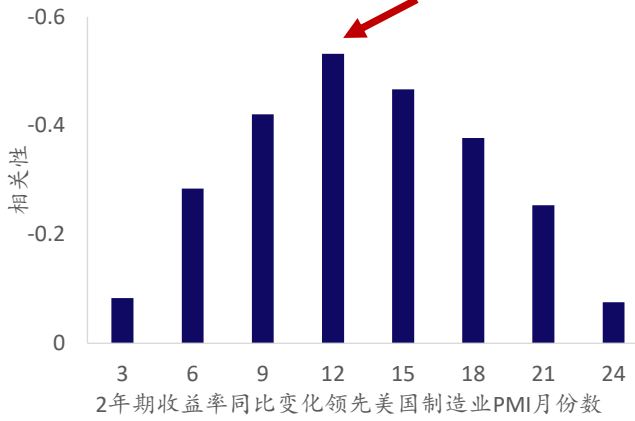
[《2021 年中期策略：高处不胜寒，审慎中前行》](#)（2021-06-04）

[《板块四分法——市场预期的一致与分歧？》](#)（2021-05-31）



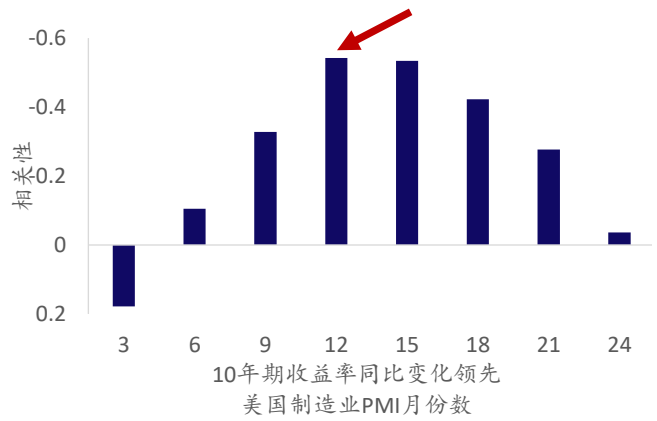
扫码关注浦银国际研究

图表 1: 2 年期美国国债收益率同比变化与不同时间的美国制造业 PMI 相关性



注：计算自 1991 年 1 月以来
资料来源：Macrobond, FactSet, 浦银国际

图表 2: 10 年期美国国债收益率同比变化与不同时间的美国制造业 PMI 相关性



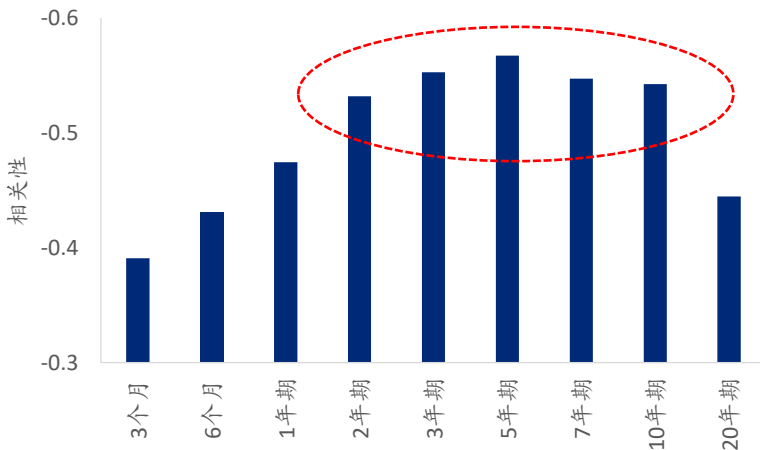
注：计算自 1991 年 1 月以来
资料来源：Macrobond, FactSet, 浦银国际

美债 2 至 10 年期收益率对未来 PMI 预测能力最强

我们进一步计算了不同期限的美债在领先 12 个月的维度上，对于美国 PMI 的相关性。

我们发现，自 1991 年以来美债 2 至 10 年期收益率与未来 12 个月 PMI 同比的相关性最为显著，表明美债 2 至 10 年期收益率对未来 PMI 的预测能力最强（图表 3）。

图表 3: 1991 年以来各美国国债收益率同比和 12 个月后美国制造业 PMI 同比的相关性



资料来源：Macrobond, FactSet, 浦银国际

基于以上的计算，我们可以发现美债 2 年期至 10 年期都可以对于未来的 PMI 变化有较好的预测能力。为了消除单个期限由于结构性因素而导致的预测偏离，在此我们取美债 2 至 10 年期收益率同比变化的平均值（包含 2、3、5、7、10 年期），2 至 10 年期美债收益率的平均同比变化预示着 **2022 年美国制造业 PMI 同比大概率将回落，美国经济走势将边际走弱**。这与我们在《[2022 年中国股市策略展望：先下后上，上半年需谨慎](#)》中的观点一致，即 2022 年全球经济尤其是海外经济体面临经济基本面的周期下行。在此我们再次建议投资人对于风险资产，尤其是海外风险资产保持谨慎。

图表 4：1991 年以来美国国债 2 至 10 年收益率平均同比和 12 个月后美国制造业 PMI 同比



资料来源：Macrobond, FactSet, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

