



# 宏观交易主题“滞胀”切换为“衰退”，美债收益率或已见顶，继续做多中国成长股

- 全球宏观交易主题已经从“滞胀”切换为“衰退”，美国经济很可能已进入技术性衰退：GDPNow 是亚特兰大联储基于高频数据对于美国季度 GDP 进行高频预测，在众多高频数据出炉后，GDPNow 对于美国二季度 GDP 预测已不断下滑，在 6 月下旬起大幅下降至-2%以下，表明经历一二季度 GDP 连续负增长的美国经济很可能已进入技术性衰退。因此，全球的宏观交易主题已经从“滞胀”切换为“衰退”，这是驱动商品下行、美债收益率下行的重要市场推力。
- 美债收益率与经济基本面背离，或已见顶：1) 美债的回撤幅度已创纪录达到历史性的-15%。2) 美债收益率与铜金比下行背离。3) 美债收益率与全球和美国制造业 PMI 下行背离。
- 10 年期美债收益率见顶通常早于加息结束：通过观察历次加息周期，我们发现，10 年期美债收益率通常在历次加息阶段的 40%到 80%之间见顶。这表明，即使加息周期尚未结束，10 年期美债收益率仍可能见顶下行。
- 操作策略：美债收益率的下行，有助于舒缓全球成长股压力。而中国成长股既可以享受全球成长股反弹的 Beta，还可以享受额外的 Alpha。

蔡瑞, CFA

策略分析师

carl\_cai@spdbi.com

(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com

(852) 2808 6438

2022 年 7 月 6 日

## 相关报告：

[2022 年中期策略展望：波动中上行 \(2022-6-6\)](#)

[美股何时见底？基于资金流等三个维度的时间测算 \(2022-5-30\)](#)

[美股资金流回落至一级见底支撑位，短期反弹可期，但下行空间仍存 \(2022-05-13\)](#)

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

[信贷脉冲见底，市场底部相距不远 \(2021-12-24\)](#)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

全球宏观交易主题已从“滞胀”切换为“衰退”，美国经济或已进入技术性衰退.....	3
美债收益率与经济基本面背离，或已见顶.....	4
美债的回撤幅度创下历史极值.....	4
历史来看，10年期美债收益率见顶通常早于加息结束.....	5
铜金比走弱预示美债收益率下行.....	6
PMI 走弱预示 10 年期美债收益率下行.....	7
美债收益率见顶后的影响.....	8
全球成长股受制于利率飙升的压力有望得到舒缓.....	8
中国成长股既可以享受全球成长股反弹的 Beta，还可以享受额外的 Alpha.....	9
总结.....	10

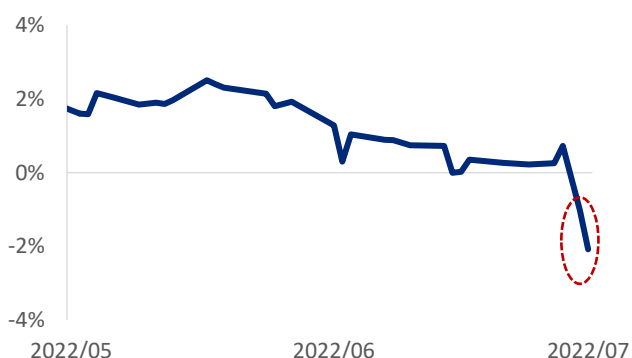
# 宏观交易主题“滞胀”切换为“衰退”，美债收益率或已见顶，继续做多中国成长股

## 全球宏观交易主题已从“滞胀”切换为“衰退”，美国经济或已进入技术性衰退

GDPNow 是亚特兰大联储基于高频数据对于美国季度 GDP 进行高频预测，可以视为 GDP 的动态高频指标。GDPNow 指标显示，伴随着众多高频数据出炉，GDPNow 对于美国二季度 GDP 预测已经不断下滑，在 6 月下旬起大幅下降至-2%以下，表明美国经济很可能一二季度连续环比负增长，已经进入技术性衰退（美国一季度实际 GDP 年化季环比终值-1.6%），只不过有待官方数据正式出炉予以确认。我们看到，该预测与实际值误差很低，距离 GDP 公布时间越近，误差越小，尤其在 GDP 公布前一个月，其误差仅略高于 1%。

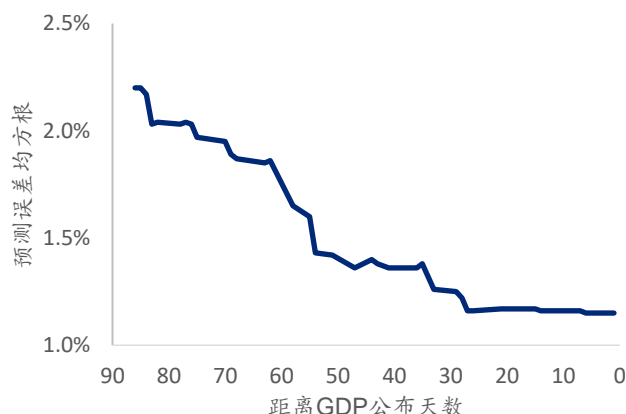
在此情况下，全球的宏观交易主题已经从“滞胀”切换为“衰退”，这是驱动商品下行、美债收益率下行的一个重要市场推力。

图表 1: 亚特兰大联储 GDPNow 对二季度美国实际 GDP 环比的预测已跌至负值区间，表明美国经济陷入技术性衰退仅仅一步之遥



资料来源：亚特兰大联储，浦银国际

图表 2: 亚特兰大联储 GDPNow 对二季度美国实际 GDP 环比的预测与真实值的误差较低



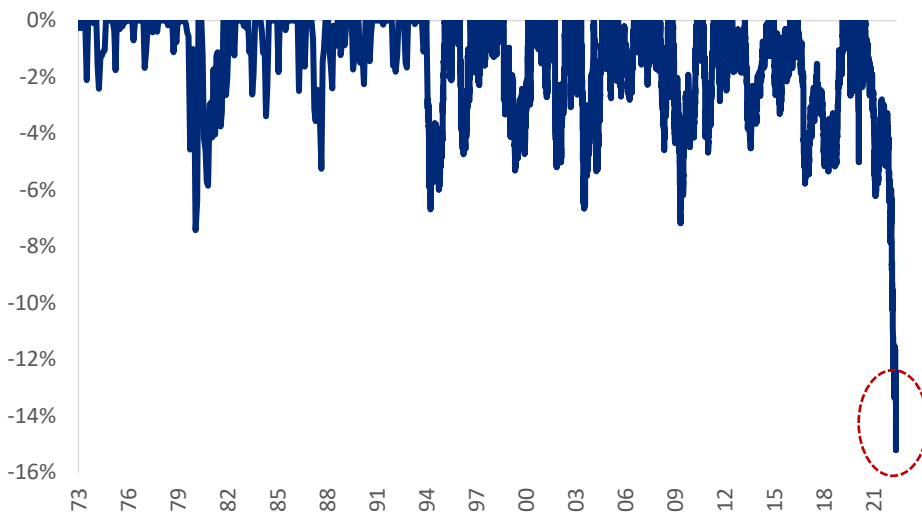
资料来源：亚特兰大联储，浦银国际

# 美债收益率与经济基本面背离，或已见顶

- 美债的回撤幅度创下历史极值

目前，彭博美债指数的回撤幅度已达到历史性的-15%，远高于过去历次回撤幅度，创下历史极值水平。伴随着通胀见顶，经济回落，美债进一步大幅走低的空间或已然有限。美债收益率有望见顶回落。

图表 3: 美债的回撤幅度创历史极值

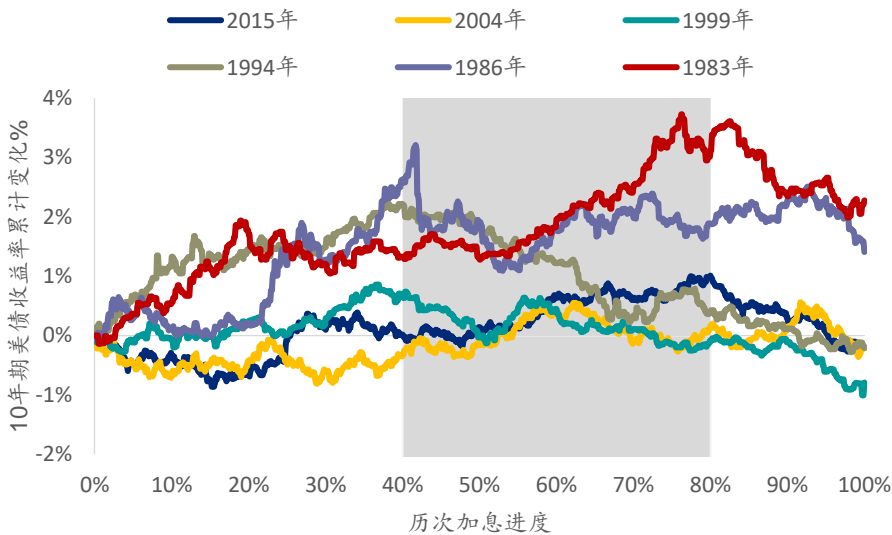


资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## ● 历史来看，10年期美债收益率见顶通常早于加息结束

大家可能会担心，加息如果没有结束，10年期美债收益率是否能见顶？——我们观察历次加息周期，发现美债10年期收益率见顶时间早于加息结束。我们以首次加息和首次降息之间的时间段作为加息阶段，我们发现，10年期美债收益率通常在历次加息阶段的40%到80%之间见顶。这表明，即使加息周期尚未结束，10年期美债收益率仍将可能见顶回落。

图表 4: 历次加息周期中，10年期美债收益率在加息周期结束之前提前见顶



注：灰色部分表示10年期美债见顶时间范围；加息进度%为历次加息周期中首次加息至首次降息间的时间进度百分比。

资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## ● 铜金比走弱预示美债收益率下行

铜是工业中最广泛使用的金属之一，铜价与经济周期紧密关联。我们用铜金比来表征周期的位置。我们看到，历史上铜金比和10年期美债收益率呈正相关，铜金比回落预示周期回落，对应美债收益率走低。

而目前，铜金比和美债收益率已经持续约一个季度左右的明显背离。历史来看，这种背离是不可持续的，铜金比的走低，预示着美债收益率应该下行。

图表 5: 10年期美债收益率(%)和铜金比背离



注：铜金比为  $\times 10^5$ ；

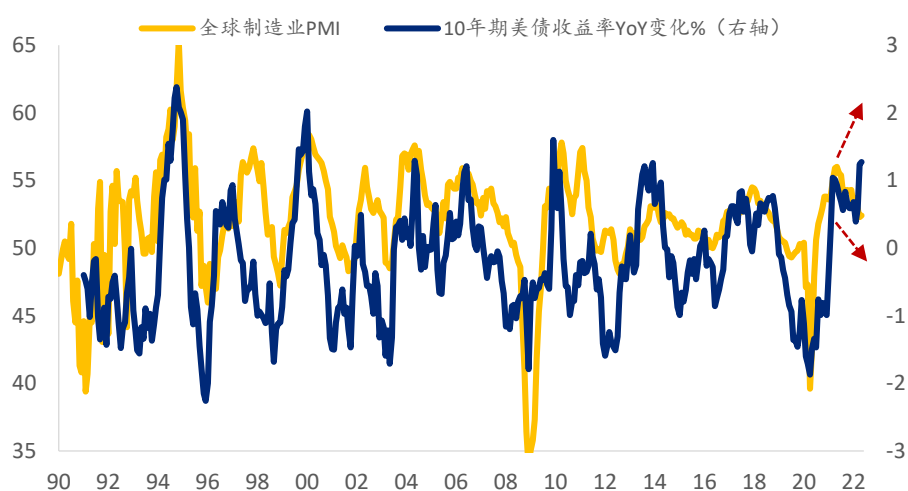
资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## ● PMI 走弱预示 10 年期美债收益率下行

历史上，美债收益率的同比变化与全球 PMI 呈高度正相关。与铜金比的逻辑类似，当 PMI 指标走低，显示周期回落，对应美债收益率下行。

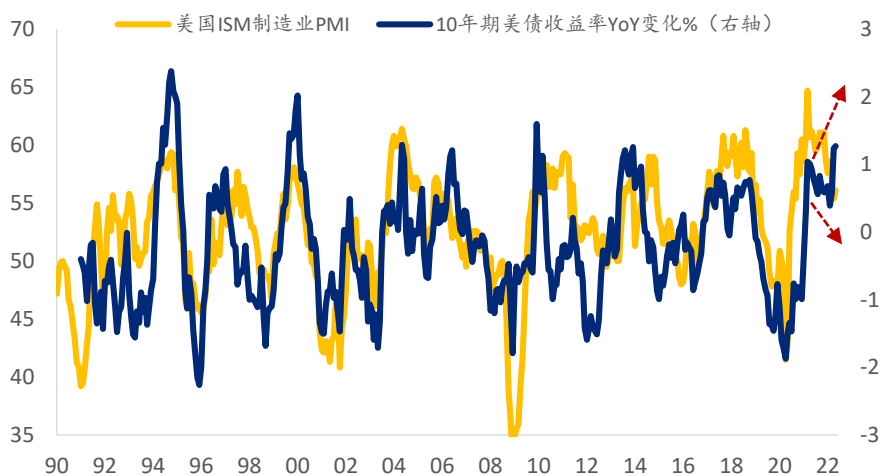
而当前，全球 PMI 已连续数月回落，但美债 10 年期收益率同比变化仍在上行，与 PMI 背离。这一背离也预示着美债 10 年期收益率应该下行。

图表 6: 10 年期美债收益率同比变化与全球制造业 PMI 背离



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 7: 10 年期美债收益率同比变化与美国制造业 PMI 背离



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

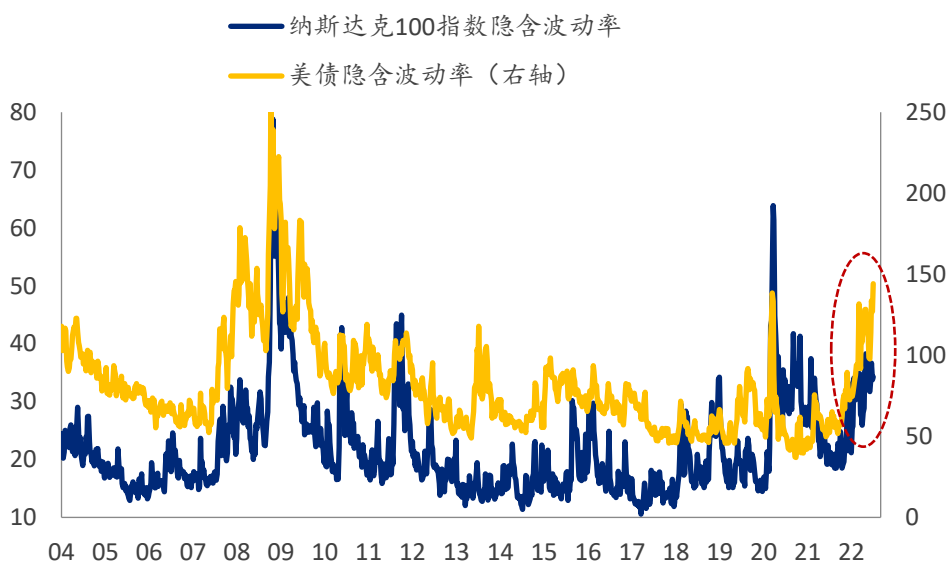
## 美债收益率见顶后的影响

美债收益率的下行，有助于舒缓全球成长股压力。而中国成长股既可以享受全球成长股反弹的 Beta，还可以享受额外的 Alpha。

### ● 全球成长股受制于利率飙升的压力有望得到舒缓

伴随着美债隐含波动率飙升至 2009 年以来的高位，纳指的隐含波动率也蹿升至 2012 年以来的次高水平。美债收益率水平先前的蹿升，无疑对于全球成长股都是压制。伴随着美债收益率见顶，美债隐含波动率可能也会见顶，这有助于舒缓以纳指为代表的全球成长股压力。

图表 8: 纳斯达克 100 指数隐含波动率和美债隐含波动率同时到达历史高点。



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际



- 中国成长股既可以享受全球成长股反弹的 Beta，还可以享受额外的 Alpha

伴随着利率飙升，全球成长股相比价值股大幅跑输，且其跑输的程度已经创下 2001 年以来的最大水平。再看中国成长股，2021 年中国周期见顶提前回落叠加监管政策收紧，令 MSCI 中国成长股指数大幅跑输 MSCI AC 全球成长股指数，且跑输程度在 2022 年年初创下了 2000 年以来的极值水平。目前仍然是跑输状态。

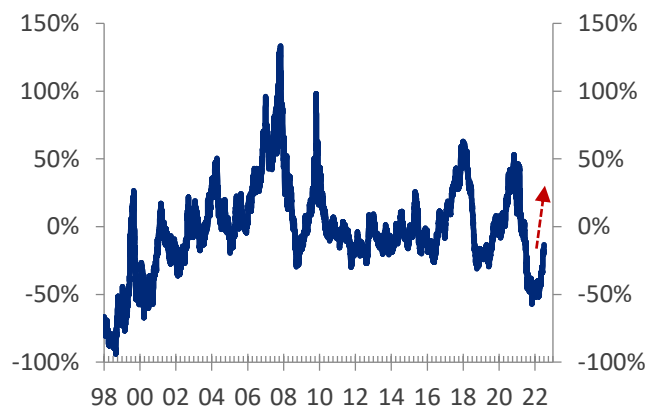
伴随着中国周期见底，再叠加对于互联网平台经济的整顿阶段性收官，中国成长股尤其值得重点关注。因为中国成长股不但可以享受全球成长股反弹的 Beta，还可以受益于监管风险溢价回落所带来的估值修复，进而产生的 Alpha。详情请参见我们对于下半年策略展望报告 [《2022 年中期策略展望：波动中上行》](#) 中，板块部分（基建+地产+互联网）中对于互联网的分析。

图表 9: MSCI AC 全球指数成长股相比价值股的超额收益 (同比)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: MSCI 中国成长股相比 MSCI AC 全球成长股的超额收益 (同比)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 总结

全球宏观交易主题已经从“滞胀”切换为“衰退”，美国经济很可能已进入技术性衰退。GDPNow 是亚特兰大联储基于高频数据对于美国季度 GDP 进行高频预测，在众多高频数据出炉后，GDPNow 对于美国二季度 GDP 预测已经不断下滑，在 6 月下旬起大幅下降至-2%以下，表明美国经济已经进入技术性衰退。因此，全球的宏观交易主题已经从“滞胀”切换为“衰退”，这是驱动商品下行、美债收益率下行的市场推力。

在此背景下，美债收益率与经济基本面背离，或已见顶：

- **美债的回撤幅度创下历史极值：**目前，彭博美债指数的回撤幅度已达到历史性的-15%，远高于过去历次回撤幅度，创下历史极值水平，进一步走低的空间有限。
- **历史来看，10 年期美债收益率见顶通常早于加息结束。**从历史数据分析，10 年期美债收益率通常在历次加息阶段的 40%到 80%之间见顶。因此，即使加息周期尚未结束，10 年期美债收益率仍将可能见顶回落。
- **铜金比走弱预示美债收益率应该下行。**铜金比下行，预示周期回落。而目前，铜金比和美债收益率已经持续约一个季度左右的明显背离。历史来看，这种背离是不可持续的，铜金比的走低预示着美债收益率应该下行。
- **PMI 走弱预示 10 年期美债收益率应该下行。**目前全球 PMI 已连续数月回落，但美债 10 年期收益率 YoY 仍在上行，与 PMI 背离。这一背离也预示着美债 10 年期收益率应该下行。

美债收益率见顶将带来如下影响：

- **全球成长股受制于利率飙升的压力有望得到舒缓。**伴随着美债收益率见顶，美债隐含波动率可能也会见顶，这有助于舒缓以纳指为代表的全球成长股压力。
- **中国成长股既可以享受全球成长股反弹的 Beta，还可以享受额外的 Alpha。**伴随着中国周期见底，再叠加对于互联网平台经济的整顿阶段性收官，中国成长股尤其值得重点关注。

## 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人士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人士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

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

