

美通胀多高？美长债利率上行美股回调多少？后续如何看？

核心观点：

- 我们在“2020/12/15 年度策略“资产再定价 守正出新”和“2021/02/01 股市高估值与流动性担忧，短期波动 or 拐点？”资产配置策略报告中已经讨论过美通胀的看法和美长债利率抬升对股市的影响，本文将给出更加细化和量化的结论。
- 主要探讨核心三个主要问题：**
 - 一是对美短期通胀的估算和长期通胀的考量；
 - 二是美债利率以及收益率曲线的判断，并分析美联储目前为何无意收益率曲线控制(YCC)，后续对美债利率的影响因素分析；
 - 三是估算美长债利率抬升美股的估值回调幅度，并探讨对国内金融资产的影响；
- 美短期通胀的估算和长期通胀的考量：**我们通过考量 CPI 分项修复空间和汇率、原油作为解释变量进行估算，2021 年美通胀水平大致高点在 3 月，3%左右的水平，之后回落至 2.5%左右。长期通胀从全球产业结构、财富分配结构和产品供需结构来看，存不确定性。对于工业品价格的上涨，经济复苏逻辑推升上涨幅度有限，碳中和背景下供需新结构会推动结构性工业品上涨，但 PPI 向 CPI 传导未必顺畅。
- 收益率曲线继续陡峭。**预计 2021 年美债名义利率大致回到大幅宽松前的位置大概 1.8-2%，但美债实际利率仍将下行。美国财政部一般账户余额(TGA)缩减，后续四周约每周缩减 1550 亿美元规模，短端利率仍异常宽松。美联储不会轻易进入加息周期，联邦基金利率维持低位。
- 美联储无意 YCC 的背后：**后续来看，美长债利率的上行或将不可避免，但上行的势头或将有所放缓。由于没有到抑制经济的程度，因此美联储的收益率曲线控制或低于市场预期。利率的上行会一定程度降低宽松政策的副作用，政策当局乐意见得的。后续财政政策与国债结构性供需失衡或促使美联储 YCC。
- 货币宽松周期期限利差抬升有利于风险偏好，但美长债利率抬升影响股债性价比。**按 PE 趋势线延展的位置估算回调幅度以及按照股债性价比位置估算 PE 回调幅度：标普 500 基本回调到位，纳指仍有大概 10-20%的调整空间。经济复苏业绩支撑，估值回调，股指或继续上涨。维持我们在 2 月 1 日的观点不变，经济复苏主线将更有利于标普 500 指数和工业品表现。经济复苏逻辑前期滞涨板块有修复空间。
- 美长债利率抬升对于海外金融资产影响。**美长债利率的抬升，对全球债市的影响应该会比较小，但从风险偏好的角度，对股市的影响阶段性调整完毕后，影响将有限。
- 美长债利率抬升对于国内金融资产影响。**权益市场结构分化仍是主要特征，产业结构升级和受益海外经济复苏是投资主线，业绩和估值在个股选择考量权重提升。创业板与纳指相关性较高，会受到一定影响，但中国经济结构，创业板的高成长性和新经济的特征，长期仍是优质资产，关注创业板超跌的上车机会。美长债利率抬升不会对中国长债利率构成向上的压力，看好长债配置价值。

分析师

刘丹

座机：010-66568482

邮箱：liudan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130513050003

特此鸣谢：李卓睿，实习生王玥

相关研究

2021/02/25 从贵州茅台和比特币的表现看大类资产配置逻辑

2021/02/08 全球疫情拐点已现，海外经济复苏逻辑持续演绎

2021/02/01 股市高估值与流动性担忧，短期波动 or 拐点

2021/01/31 流动性与债市看法

2021/01/10 经济结构重塑，2021 年开局 A 股市场高分化持续

2021/01/03 2021 十四五开局，制造业迎高质量发展时代

2020/12/15 资产再定价，守正出新——2021 年大类资产配置策略

2020/11/15 信用风险发酵，信用生态重塑

2020/10/27 三个视角看央行货币政策与长债利率

2020/09/24 回归常态，重启震荡——FICC&固收 2020 年四季度资产配置策略

大类资产配置观点：2021 年货币宽松仍将延续，即使疫情后时代，全球央行的宽松力度边际放缓，但货币政策的退出是渐进的，全球范围的低利率水平仍将维持，发达经济体超高储蓄率仍有待转化，市场风险偏好不会受到太大影响，但经济复苏市场关注焦点转向基本面，大宗商品价格仍处于较优的上升通道。从股债性价比来看，近期经济复苏及通胀预期推升美债收益率快速抬升，超高估值的科技股有调整压力，但阶段性调整到位后，仍是长期优质资产。经济复苏主线将更有利于顺周期行业和受疫情影响前期滞涨的板块。

对于国内来说，权益市场结构分化仍是主要特征，产业结构升级和受益海外经济复苏是投资主线，业绩和估值在个股选择考量权重提升。创业板与纳指相关性较高，会受到一定影响，但中国经济结构，创业板的高成长性和新经济的特征，长期仍是优质资产，关注创业板超跌的上车机会。由于国内货币政策回归常态，债券投资性价比较好。美长债利率抬升不会对中国长债利率构成向上的压力。国内长债利率走势取决于国内经济基本面。我们维持我们年度策略看法不变，新经济结构，房住不炒等政策纠正资源错配，长债具有非常好的配置价值。

目 录

一、关于美长债利率抬升的核心三个问题.....	3
二、短期通胀估算和长期通胀考量.....	3
(一) 短期通胀: 2021 年美国通胀水平估算	3
(二) 长期来看通胀, 仍存不确定性	5
三、收益率曲线愈发陡峭, 美联储暂无意 YCC.....	7
(一) 收益率曲线继续增陡	8
(二) 美长债利率的其他影响因素	8
(三) 美联储暂无意收益率曲线控制	9
四、美长债利率抬升触发股市超高估值调整.....	10
(一) 货币宽松周期期限利差抬升有利于风险偏好	10
(二) 美长债利率快速抬升, 股市高估值有回调压力	11
(三) 美股估值回调幅度估算	12
(四) 美长债利率抬升对于国内金融资产影响	12
五、结论	13
插图目录	16

一、关于美长债利率抬升的核心三个问题

近期市场呈现出高波动，情绪偏弱的态势，主要因美国债利率大幅上行影响。一方面，市场担忧商品价格的上涨会带来通胀的大幅上行，进而影响宽松周期快速结束；另一方面，美长债利率的抬升使得高估值水平股市投资性价比降低，市场出现明显调整。

总的看法是：2020 年超规模量化宽松后，2021 年美国通胀水平阶段性抬升是确定性的，CPI 抬升，美债名义利率大致回到疫情前的位置大概 1.8-2%。但长期通胀不确定强，美联储货币政策“通胀平均 2% 目标”，美联储不会轻易进入加息周期，联邦基金利率将维持低位，期限利差增陡。

我们在“2020/12/15 年度策略“资产再定价 守正出新”和“2021/02/01 股市高估值与流动性担忧，短期波动 or 拐点？”资产配置策略报告中已经讨论过美通胀的看法和美长债利率抬升对股市的影响，本文将给出更加细化和量化的结论。

后续主要探讨核心三个主要问题：

一是对美短期通胀的估算和长期通胀的考量；

二是美债利率以及收益率曲线的判断，并分析美联储目前为何无意收益率曲线控制 (YCC)，后续对美债利率的影响因素分析；

三是估算美长债利率抬升美股的估值回调幅度，并探讨对国内金融资产的影响；

最后给出大类资产配置建议。

二、短期通胀估算和长期通胀考量

美联储延续扩表，拜登财政刺激计划有望推出，美经济在宽松货币和财政的支持下，经济复苏前景是比较确定的，经济复苏及通胀及通胀预期推升美长债利率继续走高，美债期限利差增陡。

那么通胀的走势依旧是投资者担忧的问题，通胀会不会明显走高？短期通胀的高点何时出现，大概会是多少？长期通胀前景如何？会否使美联储很快结束宽松周期，开启加息周期？

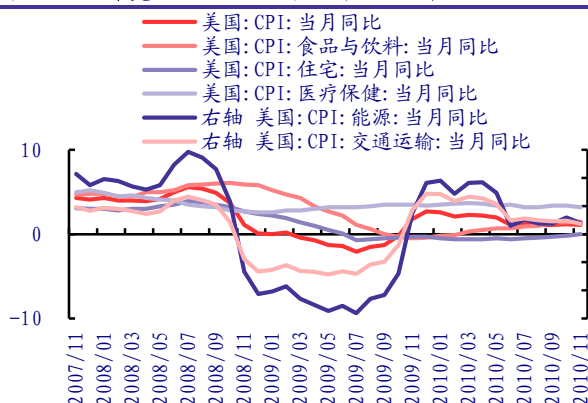
（一）短期通胀：2021 年美国通胀水平估算

1、从 CPI 分项修复空间估算 2021 年通胀水平：修复主要在能源和交运

与 2009 年表现类似，后续美国 CPI 分项来看，能源（6.7% 权重）和交运（16% 权重）修复空间大，但此次冲击不及上次，因此修复空间预计也有限；与 2009 年不同，CPI 住宅（42% 权重）此次受影响小，另外个人收入短暂增加，目前有所回落，不足以大幅推升房租价格，因此随着经济活动恢复正常整体的修复空间有限；与 2009 年表现正好相反，CPI 食品（14.8%）已快速回升且维持稳定，医疗保健（9%）大幅增加后，随着疫情控制后续支出或放缓。

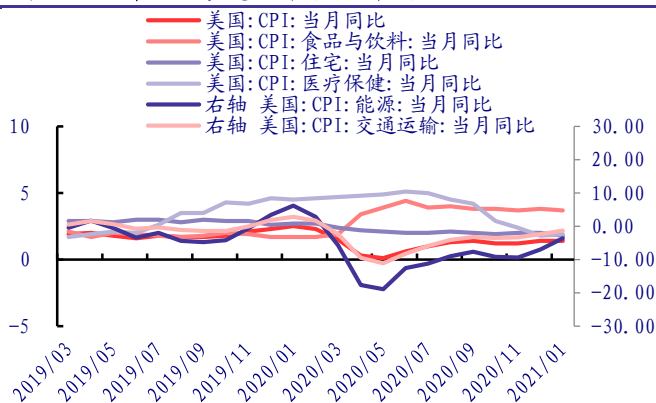
结合分项表现整体情况，能源、交运修复空间不及上次，另外住宅项受影响较小保持稳定的涨幅，因此综合来看，如果按各分项疫情前水平衡量修复空间估算，同时参考 2009 年-2010 年，CPI 变动 4.8%（2009 年 7 月低点 -2.1%，2010 年 3 月高点 2.3%），**2021 年整体通胀水平修复空间不及 2010 年，大致为 2-3%，基数影响，2020 年 5 月 CPI 低点 0.1%，2021 年 CPI 高点应该出现在 5 月份之前。**

图 1: 2009 年宽松后 CPI 上行主要是能源和交运



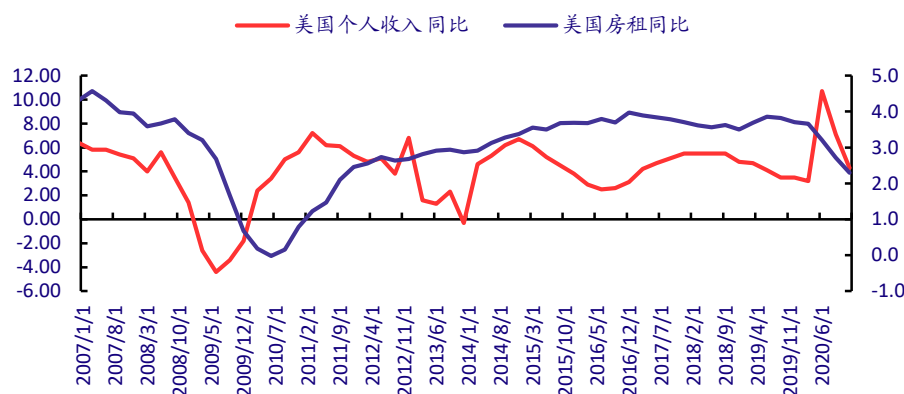
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2020 年 CPI 修复主要是能源和交运



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 个人收入短暂增加, 目前有所回落, 不足以大幅推升房租价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、美国的通胀水平估算：考量汇率指数和原油价格的广泛影响

与分项修复主要集中在交运和能源不矛盾，我们通过考量汇率指数和原油价格两个变量来对 CPI 进行估算。

汇率与 CPI: 美国在疫情影响下，更多的商品消费依赖进口，同时汇率对大宗商品价格等产生广泛的影响，汇率将是影响通胀的主要因素。

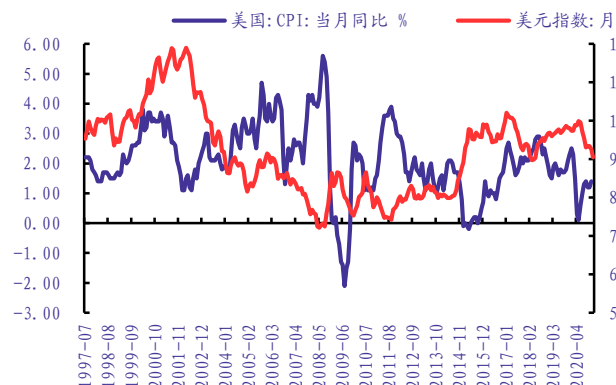
原油价格与 CPI: 后续原油价格上行幅度有限，市场预期 60-70 美元，参照 2020 年 5 月低点 18 美元，总变动大概 50 美元，从历史表现看，大概会带动 CPI 上行 2-3%。但由于基数较低，同样的 50 美元的波动幅度，对同比的影响效果会大于过往。

历史模拟估算: 以 3 月 5 日价格原油 67 美元，美元指数 91.6 来计算并预测未来 CPI 指数，大概率 3 月份冲到高点，而由于原油价格去年基数过低，会大幅推升通胀水平，（如果剔除能源影响的核心 CPI 表现会较稳健），但之后迅速回落。（我们认为当前原油的价格和美元指数水平在未来几个月或将维持。）

数据修正: 从前面的 CPI 分项来看，2020 年能源和交通的冲击实际上是小于 2009 年的。由于疫情的影响，金融市场原油虽然大幅下跌，但反映在实际疫情影响之下，供给也是短缺的，比如航班大部分停飞下的高价机票等。因为 CPI 能源项 2020 年的基数并没有那么低，因此通

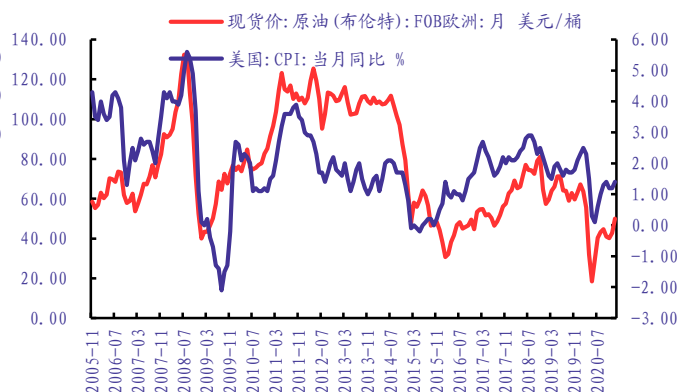
过原油价格进行的预测会夸大原油价格上行对通胀的影响，因此我们按 CPI 能源分项受冲击程度相对 2009 年差异对原油价格进行修正，2020 年 3 月低点由原来的 25 美元/桶修正为 44 美元每桶，从而来修正 CPI 预测值。3 月份大概现高点 3.2%，之后快速回落至 2.5%左右的位置。

图 4: 汇率贬值推升通胀水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 原油上涨带动通胀上行，但幅度有限



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

短期通胀的冲高会给市场带来大的波动，但经济的修复需要时间，我们认为短期通胀上行，不会影响美联储的决策，长债利率压力较大，但短端利率仍维持低位。

图 6: CPI 预测值（考量汇率和原油价格，后续维持 3 月 5 日价格不变。）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）长期来看通胀，仍存不确定性

1、发达经济体长期低通胀原因：

长期全球的低通胀，从需求端来看主要在于贫富差距等因素总需求不足。供给端来看，全球经济发展的不平衡，使得通过产业转移能够获得成本优势，从而控制终端产品价格，另外就是技术进步，劳动生产率的提高使得单位产出增加。

从既有的供需格局来看，主要与全球的产能相对于需求仍过剩有关。而这个情况并没有改

变，2020 年疫情冲击之下，中国对全球供应链的稳定起到了至关重要的作用，保障了全球的商品贸易需求的稳定，2021 年随着美、欧、日、印度等生产的恢复，出口份额的争夺或重新回归，全球商品供给似乎会重回过剩的局面，因此美国 CPI 主要体现在美汇率贬值和原油价格变动上而不是由于商品供给稀缺导致的价格上涨上。

2、经济复苏逻辑推升通胀空间有限：

美国商品消费强劲，经济修复空间集中在服务业和政府投资方面：

2020 年 12 月数据相较于 2019 年表现，商品消费基本没有受到影响，商品消费增速已达到 2008 年以后的高点，体现在贸易逆差大幅扩大，后续基本不存在修复空间。私人投资已大幅改善，服务消费差距最大，另外，政府消费和投资仍有一定差距。疫情后时代的修复主要集中在服务消费，政府投资方面。私人投资恢复已经较好，补库存需求仍有一定空间，但不宜高估。

图 7：2020 年四季度美国消费和私人投资基本恢复

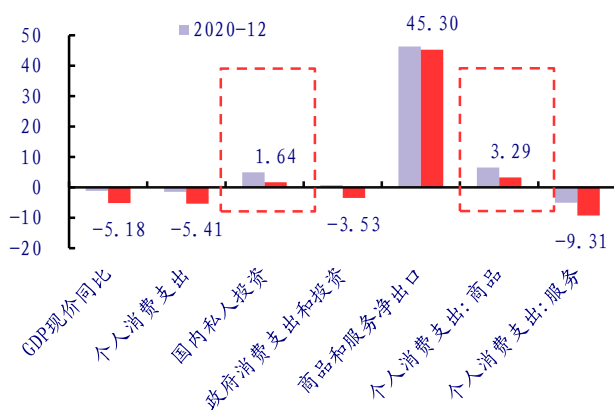
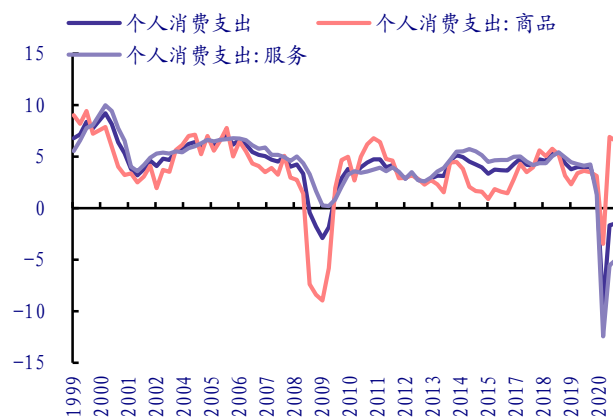


图 8：美国消费同比强劲，后续改善空间有限



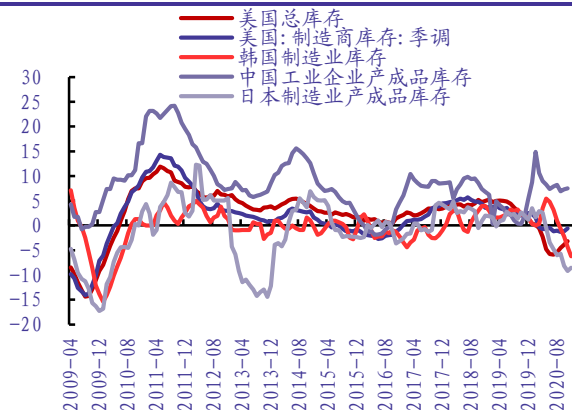
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

全球产能利用率较大程度已经恢复，补库存空间亦有限：

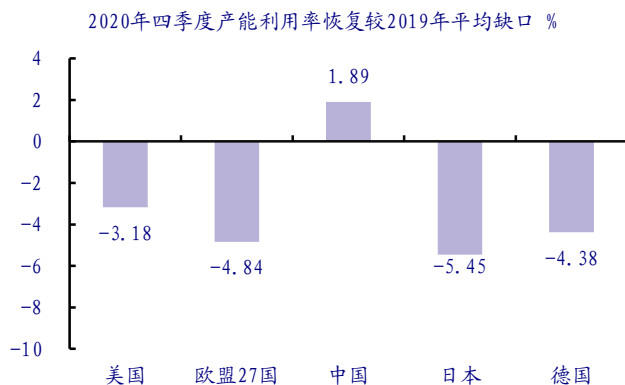
产能利用率后续恢复空间已经有限：2020 年中国生产全面恢复，产能利用率目前 78%，已经达到 2013 年以来的最高点。美、欧、日等基本恢复到 2019 年平均 95% 以上的水平。

图 9：中国先行补库存，制约后续补库存力度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：产能利用率中国全面恢复，欧、美恢复接近 95% 以上



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

补库存存在一定空间：中国 2020 年率先补库存，后续对工业品的需求边际放缓，仍会受益于发达经济体补库存，但由于商品消费整体提升空间有限，因此后续补库存力度或有限。供给端的扰动也将告一段落。

从经济疫情后复苏的角度：铜等工业品的上涨空间是有限的。碳中和成为全球铜需求增长核心引擎，铜有望开启新周期；

原油价格和产量博弈较强，难现过高的价格：受制于航空出行等，原油涨幅大大低于铜。原油存在改善空间，油价、限产力度和美库存的博弈，原油难现过高价格，预计在 60-70 美元水平。

3、工业品价格上涨的新供需逻辑——碳中和：

碳中和的需求端影响：碳中和将成为全球铜需求增长的核心引擎，全球在新能源等领域长期的增长空间使铜有望开启新周期；新能源领域的新增需求也将带动其他相关工业金属以及相关领域的上涨。

碳中和的供给端扰动：我国二氧化碳排放量主要集中于生产和供应的电力、蒸汽和热水、和黑色金属冶炼及压延加工业，两部门二氧化碳排放量占全国排放量比例分别约为 45%、18%。因此，未来若想达成碳中和的目标，主要需从压降钢铁等行业产能和发展可再生能源发电入手。碳中和的目标或加速部分行业供给侧改革的节奏和加强产能压降的程度，钢铁、煤炭等产品或迎来供需格局改变。国内煤炭、钢铁等工业品供给压缩，全球来看拜登当选的财政刺激计划，将使政府投资增加，基建等投资增加，叠加全球建筑、工业需求向上，使供需格局改变。

碳中和对于需求和供给的不同影响，或推动结构性的工业品上涨周期，铜和原油表现或出现长期的分化趋势。

图 11：新供需格局，铜和原油表现将延续分化

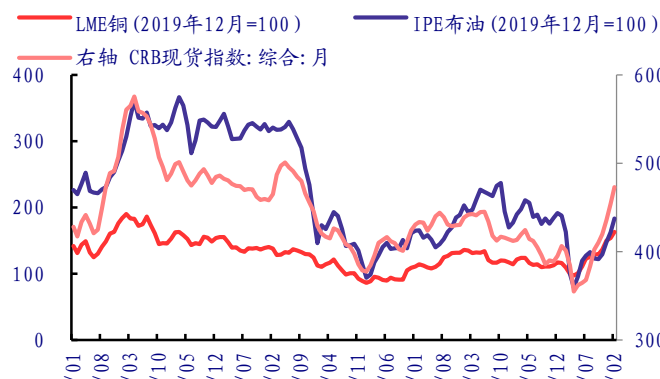
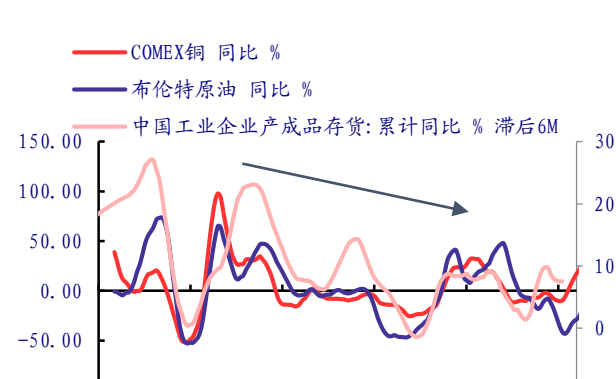


图 12：新的经济结构将使铜和原油表现分化



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_17656

