

证券研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
电话
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
电话
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席经济评论

再通胀交易之我见

平安观点:

- **全球再通胀交易的缘起。**再通胀交易始自去年 11 月美国大选期间，彼时至今，美国小盘股的表现比大盘股的表现要好，周期股的表现比成长股的表现要好，都是非常鲜明的再通胀交易的逻辑。再通胀交易加剧的因素是这轮美国 1.9 万亿美元的财政刺激计划的通过，现在是“疫情好转+大规模的财政刺激+货币政策持续宽松”的组合。
- **超级商品周期来了么？**商品周期已经启动，但是不是超级商品周期就来了，我们持一个相对谨慎的观点。供给端有弹性的调整、需求端“超级发动机”的匮乏、货币政策上的边际收敛（或预期），是我们做出这一判断的主要理由。当前，商品市场的分化和波动其实是在加大的，“追高”的风险可能会超过“踏空”的风险。
- **美债利率的上升幅度。**把近期 10 年期美债收益率的上行做一个分解，目前通胀预期基本上已经稳定，而实际利率开始出现上升迹象。因此，只要认可美国经济往上的大方向，实际利率就会继续往上，而 10 年期美债收益率也会继续往上。我们认为，真实的因果关系可能是，美国经济修复，导致美债收益率上行，同时导致美国企业盈利增长更强。从 Excess CAPE 来看，目前依然处于美股占优于美债的状态，还没到看空股市、看多债市的拐点。
- **对中国货币政策调控的启示。**美国二季度通胀处于高点，中国二季度 PPI 也是高点，两国通胀共振走高。但两国的货币政策应对应该不同。有句话说得好，“东方不亮西方亮”。我们现在可以“东方不试西方试”，也就是让美联储先试，观察美联储政策在全球金融市场上会带来多大的震动，然后中国再根据通胀、经济的变化来灵活调整自己的货币政策。

当前，美债收益率过快攀升成为左右全球资本市场的最关键风向标。3月3日，美国5年期TIPS盈亏平衡率（通胀预期）突破2.5%的心理关口，为2008年次贷危机以来最高。这一举造成美股纳斯达克指数收跌2.7%，而美股周期板块能源和金融却逆市上涨，充分显示了再通胀交易仍在继续发酵。

与此同时，据路透社报道，因担忧新冠疫情持续，油市和全球经济复苏脆弱，OPEC+正考虑维持4月原油产量不变，放弃可能的增产计划。这一消息3月3日再次提振了油价，也再次体现出近期油价波动仍是供给主导的逻辑。

可见，再通胀交易的高度和节奏仍是未来一段时间资本市场的关注主线，也是本文的分析重点。

一、全球再通胀交易的缘起

春节以来，海外围绕着新冠疫情好转、大规模的财政刺激和持续宽松的货币政策，再通胀交易其实已经如火如荼，超级商品周期的说法也已被提出来。全球再通胀交易的背景如下：

首先，欧美新冠疫苗接种加速。截至2月25日，美国百人疫苗接种针数就已经达到20%左右，欧盟达到6.7%，全球单日新增确诊病例（7日移动平均值）36.8万人，比1月时的高点下降了50%，可见全球的新冠疫情出现了显著好转。尤其值得关注的是，美国疫苗接种速度基本上处在世界前列。

其次，拜登政府1.9万亿美元的财政刺激，已经通过美国众议院的投票。目前，美国为对抗新冠疫情推出的财政刺激已经达到5.4万亿美元，占到美国2019年GDP的25%，并且远远超过OECD测算的2020年美国6%的产出缺口。所以，市场担心新一轮的财政刺激以及后面更大规模的刺激，会不会造成美国经济过热、通胀失控。

最后，美联储继续强调将在长时间维持宽松的货币政策。美联储主席鲍威尔最近在听证会上说，美联储债券购买计划将维持当前速度，直到实际数据显示美国经济接近通胀、就业目标，而这个过程可能需要3年或者更久。

可见，现在是一个“疫情好转+大规模的财政刺激+货币政策持续宽松”的组合。美债收益率一度超过1.5%，布伦特原油超过60美元/桶，铜价大涨到2011年以来的高位，铁矿石和铝等国际金属的价格也在进一步上涨。2月份的CRB商品指数涨幅达到9.3%，创下2019年以来的新高。

总结一下，再通胀交易始自去年11月美国大选期间。当时，随着大选落幕，拜登交易开始兴起。从股票市场的反映看就会更加明显：从去年11月开始截至现在，美国的小盘股的表现比大盘股的表现要好，周期股的表现比成长股的表现要好，这是非常鲜明的再通胀交易逻辑。但是，最近再通胀交易加剧的因素却是，这轮美国1.9万亿美元的财政刺激计划的通过。

二、超级商品周期来了么？

在分析商品周期时，需要区分一下商品品种，新能源金属和传统能源。

首先，铜和铝在这段时间内的表现是异常出色的。尤其是铜，被称为铜博士，它对宏观经济是异常敏感的。铜和铝的价格快速攀升主要是需求主导的逻辑。碳达峰和碳中和，势必在未来的一段时间里系统利好一些有色金属品种。现在有分歧的地方在于，这一绿色需求的系统抬升会在多长时间内释放？是一个短期的、极速的释放，还是一个缓慢的、有序的释放？这会带来不同的结果。

其次，分析大宗商品的时候市场最关注的仍是原油。原油价格近期之所以急速攀升（市场去年的预测普遍在45-60美元/桶的区间，但现在春节刚过早就超过这样一个区间），我们认为主要是供给主

导的逻辑。从供求关系来看，如果需求可能恢复得比较快，但供给可能恢复得没那么快，就会出现一个巨大的需求缺口，这种扎实的经济基本面因素，导致了近期原油价格出现急升。

从供给角度来看，有几个因素需要考虑：第一个因素，有没有闲置的产能来平抑这个需求缺口。首先，美国页岩油革命后，页岩油的盈亏平衡点达到 40 美元/每桶左右，而持续的高油价会刺激页岩油增产。页岩油产能释放的周期差不多是半年，而传统的原油产能释放周期是 8 年。因此，供给调整的速度算是非常快的。其次，全球依然有充足的闲置产能。OPEC+成员国目前加起来的闲置产能是 800 万桶/日。近期很多市场机构对可能的原油需求缺口峰值的计算，其实比这个多不了多少。最后，不得不关注地缘政治因素。俄罗斯担心持续高企的油价，会侵蚀它固有的市场份额。因此，从供给端来看，调整可能会比大家预想的要快。

第二个因素，有没有一个巨大的需求来源。首先，上一轮原油价格达到 100 美元/桶以上时，中国房地产是一个超级发动机，但这个超级发动机现在是不在的。有人认为印度是一个新的超级发动机，但现在印度还达不到可与当时的中国匹配的量级。其次，即便按照 IMF 最近的预测（这一次预测已较上一次预测上修），今年全球经济依然恢复不到疫情前的水平。全球经济增速是一个 V 型反弹，但全球经济水平达不到疫情之前。

第三个因素，近期美股、比特币和大宗商品的价格攀升，某种程度上也是货币泛滥下“水涨船高”的结果，也就是所有的资产都会受益。但是，货币政策已经出现边际收紧的迹象，持续的货币泛滥还会不会延续，这是需要去关注的。

最后，最近市场频频提及“绿色新政”，尤其是拜登在新一轮的刺激计划里可能包含大量的绿色投资。绿色新政会不会孕育下一轮的“绿色泡沫”呢？如果会，那也是绿色泡沫可能挤压传统泡沫，因此它对原油需求起到的实际上是替代作用。

总结一下，原油供给和需求两端，以及比较宽松的货币条件，都可能面临着变化。综上分析，我们的结论是：现在商品市场的分化和波动在加大，在目前形势下，“追高”的风险可能会超过“踏空”的风险。因此，商品周期已经启动，但是不是超级商品周期就来了，我们持一个相对谨慎的观点。

三、美债利率的上升幅度

10 年期美债收益率目前一度超过 1.5%。美债收益率可以分解为两个部分，一是通胀预期，一是实际利率。进一步分析发现，在美债收益率上行到 1.5% 左右的时候，其实更多反映的是美国通胀预期的快速上行；而在超过 1.5% 的位置之后，则更多反映的是美国实际利率的上行。

最近一周，若把 10 年期美债收益率做个分解的话可以发现，美国通胀预期基本上已经稳定了，而实际利率开始出现上升的迹象。急速上涨的通胀预期已经反映得比较充分，那么市场关注的焦点就会转移到美国的实际利率会上行多快，以及上行到什么幅度？

那么，什么决定了美国的实际利率？可从两个角度来说：**第一个角度，美国经济增长本身决定美国实际利率的方向。**美国经济是不是正在上升呢？当前，美国新冠疫苗接种处于世界前列，制造业投资也在修复之中，房地产市场热度不减，美国疫情救助政策更多侧重的是消费而不是生产，令美国居民的收入增速保持高增长的状态。因此，从大方向上，美国经济的修复是成立的，因此美国实际利率会上行，这样即便通胀预期没有亦步亦趋的跟随上行，10 年期美债收益率也依然会上行。当然，美国经济毕竟只是一个相对平稳的修复过程，而不是如市场一度想象得那么一片阳光灿烂，甚至在一段时间里可能会有一些调整。

第二个角度，美联储的应对决定美国实际利率变化的节奏。美联储会不会做出更加调适的货币政策反应呢？我们认为，**美联储倾向于选择“按兵不动”。**有两个原因：

第一个原因，如果美联储认为美国利率的上行是美国经济向好的一个表现，那么像市场预期的那样，美联储继续增加资产购买，或者实行扭转操作（卖短期债券、买长期债券），以避免长期债券利率过快上行的话，这种操作从本质上来说依然是顺周期的调控。当美国经济势头向上的时候，还采取更加宽松的货币政策，这是一个非常糟糕的宏观举措。

第二个原因，即便美联储做逆周期调控，也要考虑金融市场的反映：金融市场波动太大，会不会带来金融风险；资产价格上涨太快，会不会形成泡沫？首先，美联储最近已经做了非常明确的表示：是不是资产价格泡沫值得研究，美联储货币政策在其中发挥了多少作用也值得观察。其次，美联储官员也多次表示，面对潜在的金融风险，在政策工具箱里还有宏观审慎可用，可以避免金融体系风险的过度累积，未必就只能货币政策这“一条腿”走路。最后，去年3月份美国金融市场剧烈波动后，市场和监管层认识到，美国银行体系和金融体系的韧性，要比次贷危机爆发时更好，当然这与次贷危机后的一系列加强金融监管的举措密不可分。

美联储的调整是市场高度关注的问题，因为这关系到股债的跷跷板效应会不会有变化。传统的看法是，美债收益率上行过快会杀估值，尤其是美国成长股板块，本来就估值过高，这个时候受到的冲击就会比较大。但真实的因果关系可能是这样的，**由 A 同时导致 B 和 C，这里的 A 是美国经济修复，导致 B 美债收益率上行，同时导致 C 就美国企业盈利增长更强。**在这种情况下，**美债收益率上行会带来美股估值调整，但因为美股企业盈利更好，所以美股会获得更坚实的支撑。**美联储近期一再表态，没有看到资产价格泡沫的扎实证据，可能就与这一因果关系有关，因为美联储看到美国企业的盈利增长是比较扎实的。

有国外机构投资者做过统计，如果10年期美债收益率在3%以下（尽管现在距离3%还有很大的距离），且在利率上行阶段，那么在绝大多数情况下，美股的表现会比美债的表现更好。背后的逻辑很简单，因为经济上行，企业盈利增长不错；如果10年美债收益率处于3%以上，且在利率下行的阶段，那么在绝大多数时候，美股的表现也会比美债的表现更好。背后的逻辑也很简单，即货币宽松，当货币出现拐点的时候，股票比债券市场的反应可能更快。目前，10年期美债收益率离3%还有不少距离，且还处于一个上行过程之中。因此，从历史统计来看，绝大部分情况下，美股还是强于美债。一个值得关注的指标是 Excess CAPE Yield（即经过通胀调整的 CAPE 取倒数，减去经通胀调整的10年期美债收益率），从该指标来看，目前美股相对美债还有3%左右的超额收益，依然处于股占优于债的状态。

总结一下，**从美股美债的跷跷板效应，以及 Excess CAPE Yield 来看，目前还没到看空股市、看多债市的拐点。**

四、对中国宏观政策的启示

我们做过测算，美国二季度通胀处于高点，中国二季度 PPI（工业品价格指数）也是一个高点，两者通胀共振走高。届时，中美货币政策应该怎么出牌？我们认为，两国的货币政策应对是不一样的。原因在于：

第一，中国央行已经率先启动了货币政策正常化，而美国的货币政策可以形象地称为是一个“从 0 到 1”的惊心动魄的过程。因此，二季度美联储反而可能会选择按兵不动，而中国会一如既往地推行货币政策正常化。这对中国央行来说只是政策延续，而美国实施货币政策正常化则是从 0 到 1 的“惊险一跃”，需要更加扎实的条件和论证。

第二，美国二季度通胀会上行，经济整体上也是向上的。中国二季度通胀蹿高，但经济环比上可能是向下的。因此，中国货币正常化大方向是一定的，但在节奏方面应该非常审慎，在“转弯”与“不急”之间合理权衡。

第三，美联储现在其实非常被动，如果美国物价上涨过快，美联储到底动还是不动呢？如果“按兵不动”，美债收益率继续快速上行，金融市场波动会非常大；如果美联储选择出手干预，可能就违背了美国平均通胀目标制的本意。平均通胀目标制的题中应有之义就是，美联储可以在一段时间内容忍通胀超调。而且，若美联储不那么淡定地出手干预，可能也会损害美联储的信誉。可以说，美联储此刻正面临着一个压力测试。相比之下，中国其实有更多货币政策正常化的空间。

中国有句谚语，“东方不亮西方亮”。我们建议在货币政策调控上，可以“东方不试西方试”。可以让美联储先行先试，观察在全球金融市场上会带来多大的震动，然后再根据中国通胀、经济的变化来灵活调整自己的货币政策。在这方面，中国央行是占有先机的，不要轻易挥霍掉这样的先机。考虑到今年中国财政政策是退坡的，中国货币政策也应该调适一点。历史上，同时紧货币和紧财政，对中国经济的冲击还是比较大的。此外，和美联储一样，中国也有宏观审慎工具。如果担心金融风险过度累积的话，那么也可以更多地使用宏观审慎工具，而不必一味地通过收紧货币政策。盛松成老师最近撰文，“各种情况显示，目前中国货币政策不宜收紧”，我们非常赞同这一观点。

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_17754

