

股票是通胀保值资产

- 名义利率的变动可被拆分为真实利率和通胀预期两个部分。股票应该被类比为通胀保值债券，而不是普通债券。通胀上行往往伴随着股价上升，而真实利率上升则倾向于压制股票价格。
- 2021 年 2 月下旬到 3 月初美股调整的主要原因在于美国真实利率的上升。要预判美股下一步的走向，更需关注美国国债真实利率的走势。
- 不能因为美国国债名义利率的走高就认为美股上行趋势到了尾声。通胀预期带来的名义利率上升有利于股价上扬。而真实利率带来的名义利率上升则很可能引发美联储的进一步宽松政策。
- 近一年的全球股市有较高同步性。在全球股市近期走势的对比中，A 股明显偏弱。考虑到中国经济复苏前景仍然看好，相信 A 股有追上其他国家股指，弥补近期负超额收益的可能。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

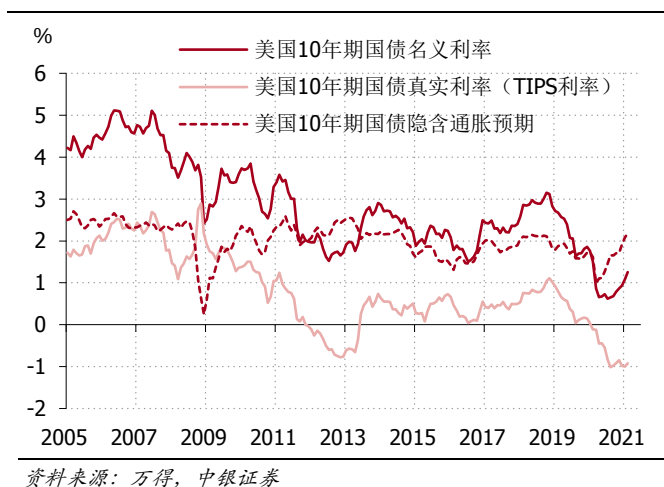
2021年2月下旬到3月初，全球股市有一波比较明显的调整。有不少投资者认为，同期美国国债收益率的明显攀升引发了这波股市调整。（图表1）

图表1. 2021年2月下旬到3月初，美国国债收益率的上升伴随着全球股市的调整



市场普遍关注的是美国国债名义利率。从2020年底到现在，美国10年期国债利率已经从0.9%上升到了1.7%，完全逆转了始于2019年的下行趋势。**名义利率的变动可被拆分为真实利率和通胀预期两个部分**。美国10年期通胀保值国债（TIPS）的利率可被视为真实利率的表征（以下将10年期通胀保值国债利率称为美国10年期国债真实利率）。相应地，美国10年期国债名义利率与真实利率之差就是市场对通胀的预期。目前，美国10年期国债真实利率仍处在负利率区间，远低于新冠疫情爆发之前；而通胀预期则已经回到了疫情之前水平。（图表2）

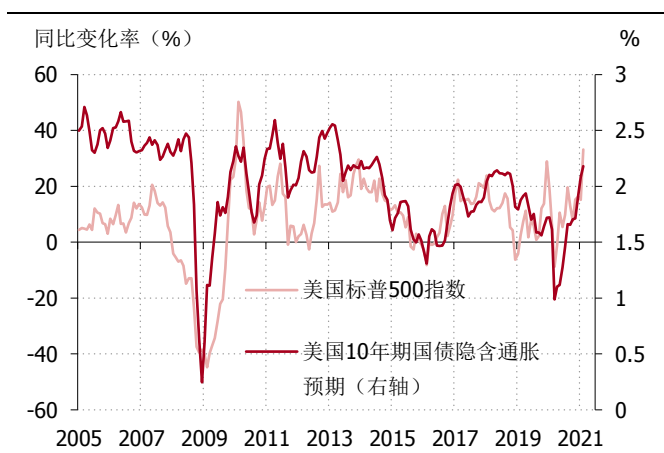
图表2. 美国国债名义利率的上升可被拆解为真实利率和通胀预期两部分



分析名义利率对股票价格的影响时，必须要注意到**股票应该被类比为通胀保值债券，而不是普通债券**。这是因为作为股票长期回报的上市公司盈利，会跟随通胀的变化而变化——通胀越高，企业用货币计价的盈利越多。这跟名义回报被固定下来，不随通胀而变化的普通债券有根本不同。所以，尽管通胀预期上升和真实利率上升都会导致名义利率上升，但二者对股票市场的影响有很大差别。

当名义利率因为通胀预期上升而上升时，估算股票价格的贴现率固然会上升，但预期的盈利也同时走高。估值下降和盈利预期上升两种作用相互抵消，使得股票价格所受的影响较小。事实上，通胀一般顺周期运动，通胀上升时经济形势往往向好。此时，扣除了价格因素之后的真实盈利也倾向于上升。因此，当名义利率因通胀预期而上行时，企业名义盈利会受到通胀和真实盈利的双重推升，对股价的抬升作用往往大于名义利率上升带来的估值下降作用。所以，**通胀预期上行往往伴令股价走高**。这一点在美国数据中可以得到印证——**美国国债隐含通胀预期与美股标普 500 指数涨幅明显正相关**。（图表 3）

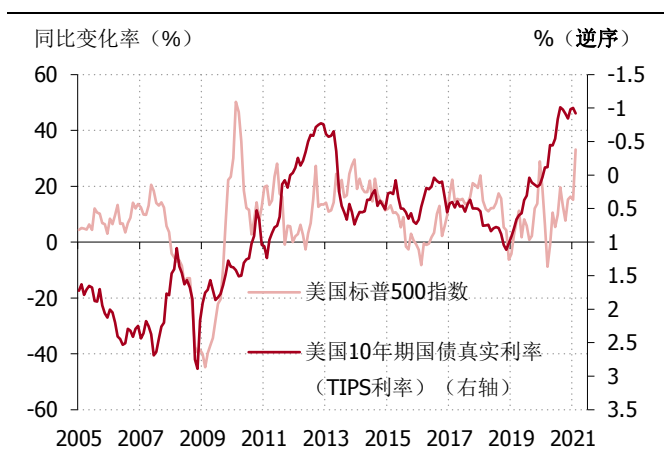
图表 3. 美国通胀预期上升利好美国股市



资料来源：万得，中银证券

但当名义利率因真实利率上升而上升时，股票就只能感受到贴现率上升对估值带来的压力，因而会让股价走低。这意味着**真实利率上升倾向于压制股票价格**。过去十几年，美国国债真实利率与美股标普 500 涨幅明显负相关。（图表 4）

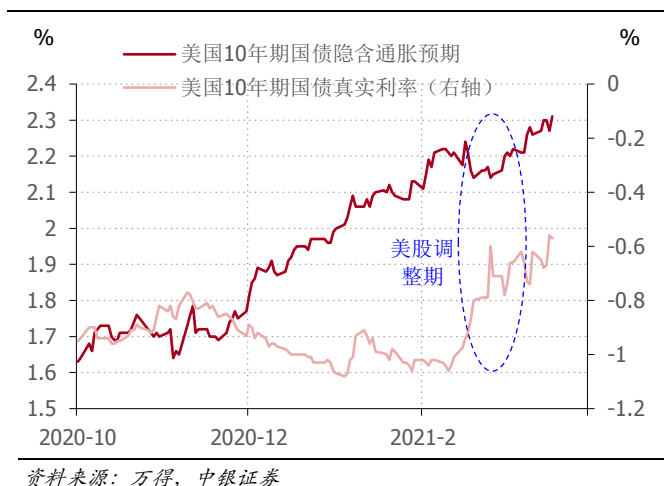
图表 4. 美国真实利率的上升通常利空美国股市



资料来源：万得，中银证券

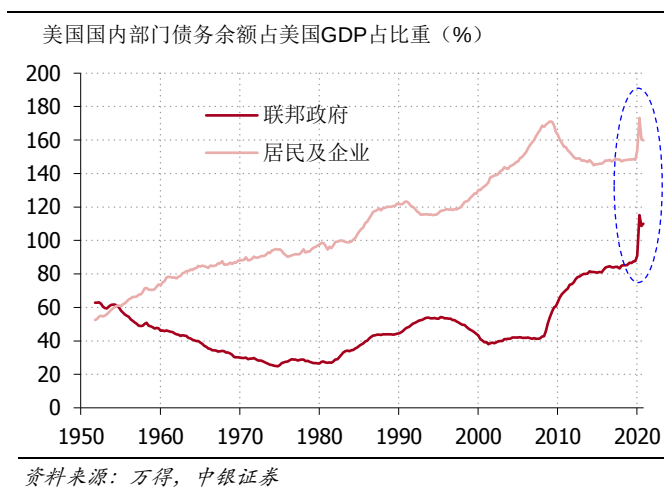
有了以上的准备，我们应该知道不能笼统地说美国国债名义利率上升会让美国股市涨或跌，而需要区分国债利率上升的动因。在 2021 年 2 月下旬到 3 月初，美国国债真实利率显著上升，同期国债隐含通胀预期反而有所回落。从不同指标的走势对比来看，美股这波调整的主要原因在于美国真实利率的上升。因此，要预判美股下一步的走向，更需关注美国国债真实利率的走势。（图表 5）

图表 5. 2021 年 2 月下旬到 3 月初美股调整时，美国真实利率上升，但通胀预期有所下降



2020 年新冠疫情爆发之后，美国采取了极其宽松的财政和货币政策来对冲疫情的影响。其结果是美国联邦政府债务大规模膨胀。2020 年末，美国联邦政府债务存量占美国 GDP 比重接近 110%，创下第二次世界大战结束之后的新纪录。很显然，国债可持续性是当前美国政府必须要重点考虑的问题。（图表 1 图表 6）

图表 6. 2020 年，美国联邦政府债务余额占美国 GDP 比重处在第二次世界大战之后的最高水平



从维护债务稳定性的角度来看，通胀预期上升引发的名义利率上升并不可怕，反倒有利于通过通胀来稀释存量债务。但真实利率上升则会增加美国政府的真实偿债压力，很难为债台高筑的美国政府所接受。所以，如果美国国债真实利率进一步明显走高，美联储很可能会出台进一步货币宽松举措来抑制利率的上升。“扭转操作”（Operation Twist，美联储买入长期国债、卖出短期国债）和“收益率曲线控制”（Yield Curve Control，美联储通过债券回购来将特定期限的债券利率控制在目标水平）目前市场讨论得比较多，很可能是美联储下一步的选择。

不能因为美国国债名义利率的走高就认为美股上行趋势到了尾声。通胀预期带来的名义利率上升有利于股价上扬。而真实利率带来的名义利率上升则很可能引发美联储的进一步宽松政策。这种“美联储宽松期权”的存在也会支撑美股。美股要真正拐头向下，应该要等到美国通胀上升至高位，尤其是消费者所感受到的物价水平过快上涨，从而引发美联储货币政策全面转向紧缩之时。要等到那一幕的发生，应该还有很长的时间。

2020年年初以来，全球共同受到了新冠疫情的冲击，各国也同步推行了极其宽松的宏观政策。这使得近一年的全球股市有较高同步性。因为美国是全球总需求的主要创造者，美联储是全球各国央行的参照对象，所以美股也成为全球各国股市的引领者。2021年2、3月间，当美股因美国国债真实利率上升而调整时，全球各国股市也随之调整。不过，美股已经从此轮调整的低点回升，带动全球各国股指回暖。在全球各国股市中，A股是一个明显的例外，当前股价指数仍明显低于2月中旬。在全球股市近期走势的对比中，A股明显偏弱。考虑到今年1、2月份中国经济环比增速仍然强劲，经济复苏前景看好，相信A股有追上其他国家股指，弥补近期负超额收益的可能。（图表7）

图表7. 近一个月来，A股明显弱于全球股市；从全球股市比价的角度来看，A股有反弹的可能

股价指数（2020年1月1日=100）



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_18829

