



彭文生：美国股债的下一站



历史上高通胀（尤其是供给型通胀）或者类滞胀时期，石油领跑，而股债可能双杀，成长板块往往垫底。中东地缘风险加剧、航空用油需求向好，叠加美联储加速紧缩风险提高，将强化高通胀下的交易逻辑。美股四大风险——供给型通胀坚挺、增长放缓、流动性紧缩、估值过高，正在一一发酵，尤以通胀风险为最大挑战。我们预计美债利率上半年或将继续上行至 2.0-2.1%；下半年美债利率将同时面临下压因素：headline 通胀二季度后期可能降速、增长放缓、财政进一步紧缩、欧日低利率，和上推因素：缩表。因此下半年利率运行方向很大程度上取决于缩表的节奏、方式和力度。一季度，我们预计石油坚挺、纳指美债承压。但在调整过后，市场关注点开始切换，下半年仍然看好美国成长板块。

美国松货币叠加宽财政是推升通胀中枢持续上行的根本力量。当下与 1965 年-1982 年的“大通胀”时期，有三点相似。

首先，从需求层面来讲，货币财政较长期双宽松，并且疫情以来货币配合财政的力度也远强于二战后任何时期。其次，从供给端来看，当下按照供给冲击持续的时间由短及长，全球正在经历极端天气、疫情导致的供应链瓶颈和劳动力短缺、以及全球去碳化冲击。第三，从政策框架调整的角度来看，70 年代布雷顿森林体系瓦解使得货币进而通胀“脱锚”，2021 年 8 月实施的平均通胀目标制提高了美联储通胀容忍度，也加剧了通胀预期的不确定性。这些相似点均指向本轮通胀很有粘性，市场可能仍在低估其风险。从长周期的角度来看，通胀的确是一种货币现象，尤其当财政主

导创造广义货币时，正如疫情以来财政贡献了 M2 的大多数。根据物价的财政决定理论，当政府即期发行大量债券或者市场预期政府财政收支状况恶化时，社会面临较大价格上行压力。

2021 年压制美债利率的“五指山”今年将被移除。若干阻碍利率上行的因素中，美债的供需失衡，或者说美联储 QE 是关键因素。2021 年，美联储通过 QE 从二级市场上购买了 77% 的国债净供给，4 月以来更是高达 85%，而 2020 年（3 月到 12 月）该数字仅为 55%。伯南克指出，美债的供需关系一定程度上决定了美债利率的期限溢价，因此 QE 主要通过压低期限溢价人为压低了长端利率。

疫情以来，美联储通过 QE 扩表 4 万亿美元左右，占比 GDP20%，按照历史规律，人为下压十年期利率 160 基点。根据我们的利率模型测算，截至目前，QE4 压低了十年期利率 150 基点。Taper 计划于 2022 年 2 月结束，美联储 QE 购债占比国债净供给将由 2021 年的 77% 骤降至 6% 左右，压制期限溢价和利率的关键因素将很大程度解除，利率也更有可能向基本面所隐含的水平收敛。考虑到长期处于三四十年高位的通胀，叠加处于历史低位的期限溢价和通胀风险溢价，我们预计 10 年期利率 2022 年上半年仍有 20 基点左右的上行空间，即上行至 2.0%-2.1%。下半年利率将面临较大不确定性，既有下压因素：headline 通胀二季度后期可能降速、增长放缓、财政进一步紧缩、欧日低利率，又有上推因素：缩表。因此下半年利率运行方向很大程度上取决于缩表的节奏、方式和力度。

在高通胀的背景下，市场已经开始逐渐计入对美联储更快收紧的预期。目前利率衍生品市场已较充分预期三月加息。美联储过去两个月以来一直在对市场进行压力测试，并试探市场承压底线。如果三月加息，市场或将面临较大冲击。冲击并非主要源自加息本身，而是其中透露出的两点信息让市场更为担忧：

1.通胀可能上升的压力可能难以控制；2.事先来看，全年紧缩力度恐超预期。况且，90年代以来的加息周期中，首次加息后股市在1-3月内不同程度均有所反映，6个月后逐渐消化加息冲击。

美股面临进一步调整的风险。估值过高、全球增长放缓、流动性收紧，以及供给型通胀是美股的四座大山，这些风险均在发酵。长端实际利率代表了流动性和真实的货币政策松紧程度，因此过去几年很大程度影响了美股估值。根据上文分析，我们认为2022年实际利率将缓慢趋势上行，因此估值将承压。历史上，经济景气和流动性（影子利率来衡量）对美股收益率影响显著。最后，在供给型通胀风险下，相比于其他大类资产，股市债市往往明显承压。在美联储基准紧缩情形中，伴随金融条件逐渐收紧和

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_36481

