

2020 年 11 月 10 日

美国通胀或将归来

宏观研究团队

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

随着疫情影响逐渐可控，美国库存周期或逐步启动，经济修复加快，通胀魅影随之而现。受此影响，长端美债利率或进入上行通道，并加大全球主要资本市场波动。

● **美国经济早已具备复苏条件，但受疫情二次爆发拖累，前期经济修复节奏较慢**伴随实际利率及私人部门库存水平降至历史低位，美国经济早已具备复苏条件。回溯历史，历次美国经济走出衰退，与低利率环境支撑企业盈利改善紧密相关；同时，库存大幅下滑后，经济往往具备较大弹性。3 月疫情爆发后，随着美联储大幅放松货币、私人部门等去库存，美国实际利率、库存水平快速降至历史低位。受主要人口大州疫情出现二次爆发、拖累复工进程影响，美国经济前期改善节奏较慢。美国在疫情爆发后的政策刺激力度首屈一指，但经济修复节奏一直慢于德国、法国等。这背后，与疫情形势关联密切。不同于德、法，5 月至 7 月，因主要人口大州疫情出现二次爆发，美国复工进程受到较大干扰、经济修复随之放缓。

● **随着人口大州控制住疫情，以及疫苗研发进展顺利，美国疫情影响已逐渐可控**随着持续加强对潜在病毒感染者追踪、及实施强制佩戴口罩令等，美国主要人口大州已控制住疫情。疫情二次爆发后，佛州、加州等人口大州纷纷加强对潜在病毒感染者追踪，并强制要求居民佩戴口罩等。一系列措施下，人口大州疫情不断改善。9 月以来，虽然美国北部州疫情再度反弹，但主要人口大州疫情控制良好。疫苗的研发进展顺利、最快有望在 2020 年底入市等，使美国面临的疫情风险进一步下降。安全有效的疫苗一直是“终结”全球性流行病的最佳“武器”。目前，中、美、英的新冠疫苗研发均已到上市前的最后试验阶段，且效果良好。随着疫苗最快有望在 2020 年底或 2021 年初上市，美国面临的疫情风险将进一步下降。

● **疫情可控及库存周期启动下，美国通胀压力或将逐步显现，并加大市场波动**伴随经济活动恢复正常、以及库存周期逐步启动，美国经济修复节奏或将加快，通胀压力逐步显现。疫情影响可控下，受就业景气回升、支撑居民薪酬收入持续提升等带动，美国以私人消费为代表的内生需求的扩张或将加速。美国库存周期也有望开启，私人部门从去库存转向补库存，或将推动整体经济复苏节奏进一步加快。由于通胀滞后经济变化，经济修复加快下，美国通胀压力或将逐步显现。美国经济修复、通胀压力显现环境下，长端美债收益率或将进入到上行通道；受此影响，美股及全球其他主要资本市场的波动或趋加剧。结合历史经验来看，美联储的货币政策操作，并非长端美债走势的主导力量；美国经济改善及通胀压力显现环境下，长端美债收益率往往进入到上行通道。而作为全球资产定价的“锚”，长端美债收益率的上行，或将导致美股及全球其他主要资本市场的波动加剧。

● **风险提示：**疫苗研发进度不及预期等。

相关研究报告

《宏观经济专题-同业存单利率上行的原因》-2020.11.8

《宏观经济专题-美国大选最新全面跟踪》-2020.11.8

《宏观经济点评-出口链改善的行业特征》-2020.11.7

目 录

1、 美国经济早已具备复苏条件，但前期修复进程受疫情拖累.....	4
1.1、 伴随实际利率及库存水平降至历史低位，美国经济已具备复苏条件.....	4
1.2、 因人口大州疫情二次爆发、拖累复工进程，美国经济前期改善较慢.....	5
2、 人口大州控制住疫情及疫苗研发顺利下，美国疫情逐渐可控.....	7
2.1、 7月中旬以来，美国主要人口大州控制住疫情发展，开始有序复工.....	7
2.2、 疫苗研发进展顺利、即将上市，使美国面临的疫情风险进一步下降.....	9
3、 美国库存周期重启在即，通胀及利率上行压力或逐步显现.....	11
3.1、 疫情可控下，美国库存周期重启在即，通胀上行压力或不断显现.....	11
3.2、 伴随通胀压力显现，警惕长端美债收益率上行、加剧资产价格波动.....	14
4、 报告结论.....	17
5、 风险提示.....	18

图表目录

图 1： 历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关.....	4
图 2： 2001 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升.....	4
图 3： 2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升.....	4
图 4： 美联储宽松货币政策下，美国利率水平大幅回落.....	5
图 5： 美企盈利同步指标资本品新订单增速已止跌反弹.....	5
图 6： 2 季度，库存对美国 GDP 的拖累刷新历史记录.....	5
图 7： 2 季度，美国库存同比增速大幅下滑.....	5
图 8： 6 月至 7 月，美国餐厅堂食用餐人数增速由涨转跌.....	6
图 9： 5 月初至 7 月中旬前后，美国零售销售改善较慢.....	6
图 10： 疫情爆发后，美国财政刺激力度首屈一指.....	6
图 11： 5 月至 7 月，美国餐馆用餐人数的恢复慢于德国.....	6
图 12： 美国居民工作时长增加速度慢于法国、意大利.....	6
图 13： 美国居民外出时长修复速度慢于法国、意大利.....	6
图 14： 6 月至 7 月，美国疫情出现二次集中爆发.....	7
图 15： 美国多个人口大州疫情出现二次爆发.....	7
图 16： 4 月后，美国和日本疫情发展形势大相径庭.....	7
图 17： 美德经济复苏节奏差异，与疫情形势高度相关.....	7
图 18： 7 月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑.....	8
图 19： 7 月中旬以来，佛罗里达州等疫情开始改善.....	8
图 20： 严格遵守复工指引下，纽约州、新泽西州一直有效地控制住疫情发展.....	8
图 21： 9 月底以来，美国北部州疫情再度反弹.....	9
图 22： 印第安纳、肯塔基等美国北部州疫情大幅反弹.....	9
图 23： 虽然疫情反弹，但北部各州新增死亡病例低企.....	9
图 24： 8 月以来，美国总体新增死亡病例不断下滑.....	9
图 25： 2009 年，美国爆发甲型 H1N1 流感疫情后的“抗疫事迹”.....	10
图 26： 大规模疫苗接种后，美国甲流疫情快速得到控制.....	10
图 27： 足够的疫苗产能，是疫情得到控制的重要前提.....	10
图 28： 新冠疫苗包括灭活疫苗、重组蛋白疫苗等 4 种疫苗，临床试验分为 I、II、III、IV 等 4 个阶段.....	10

图 29: 7 月以来, 美国 WEI 指数和商业零售销售改善	12
图 30: 7 月以来, 制造业 PMI 新订单指数进一步抬升	12
图 31: 7 月以来, 美国设备类行业生产不断向好	12
图 32: 7 月以来, 餐饮酒店、交运、娱乐等消费持续向好	12
图 33: 美国私人消费主要跟随居民薪酬收入变化	12
图 34: 5 月以来, 美国非农就业增速止跌反弹	12
图 35: 8 月以来, 美国私人部门工作小时数进一步增加	13
图 36: 经历前期异常走势后, 美国周薪增速止跌反弹	13
图 37: 美国库存增速领先指标库存销售比已大幅下滑	13
图 38: 美国库存领先指标, 制造业新订单增速止跌反弹	13
图 39: 近几个月来, 多个制造业行业原材料库存反弹	13
图 40: 近几个月来, 多个行业的批发库存止跌反弹	13
图 41: 6 月以来, 美国 CPI、核心 CPI 同比开始反弹	14
图 42: 8 月以来, 美国制造业 PMI 物价指数加速抬升	14
图 43: 美国 CPI 同比走势, 一般滞后私人消费增速变化	14
图 44: 中期内, 美国油价与私人消费同比走势基本一致	14
图 45: QE1 至 QE3 期间, 长端美债收益率多次大幅上行	15
图 46: 美联储能影响, 但较难主导长端美债走势	15
图 47: 通胀压力显现时, 长端美债收益率往往上行	15
图 48: 经济预期改善时, 长端美债收益率往往上行	15
图 49: 新政策框架下, 美联储调整了就业和通胀目标	15
图 50: 5 月至 10 月, 美国就业岗位数已经恢复 55%	15
图 51: 5 月至 10 月, 美国多个行业的就业岗位数已经恢复了 50% 以上	16
图 52: 4 月以来, 长端美债与美国通胀预期走势分化	16
图 53: 4 月以来, 长端美债与美国制造业 PMI 走势分化	16
图 54: 4 月以来, 美股估值大幅提升带动指数大涨	17
图 55: 经历大幅提升后, 美股估值已刷新历史新高	17
 表 1: 中国、美国的多款新冠病毒疫苗, 已进入上市前的 III 期临床试验阶段	11

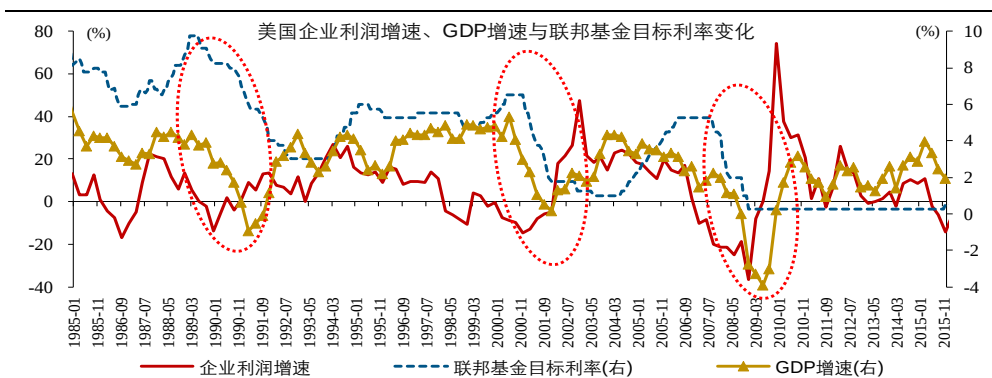
随着疫情影响逐渐可控，美国库存周期或逐步启动，经济修复加快，通胀魅影随之而现。受此影响，长端美债利率或进入上行通道，并加大全球主要资本市场波动。

1、美国经济早已具备复苏条件，但前期修复进程受疫情拖累

1.1、伴随实际利率及库存水平降至历史低位，美国经济已具备复苏条件

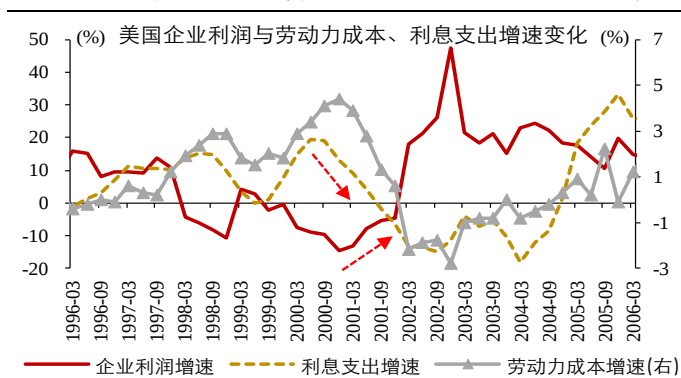
回溯历史，历次美国经济走出衰退、开始复苏，与低利率环境缓解企业偿债压力、支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化^①。美国企业盈利的走势，与企业的劳动力成本和融资成本等变化高度负相关。其中，美国企业的劳动力成本主要受就业环境影响，融资成本则与美联储货币政策有关。历史经验显示，历次美国经济走出衰退背后，是美联储率先放松货币带动企业融资成本大幅下滑，支撑企业盈利止跌反弹。

图1：历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关



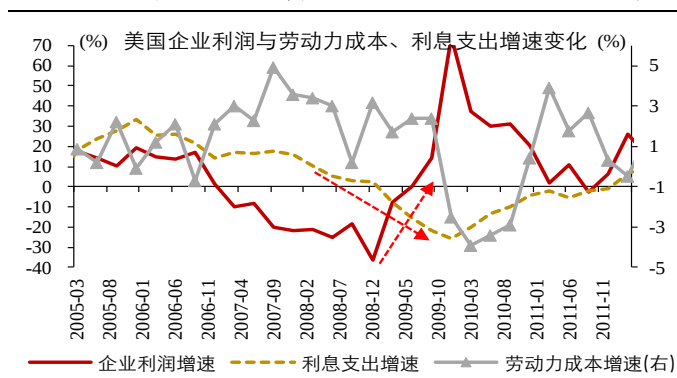
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2001年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2008年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升

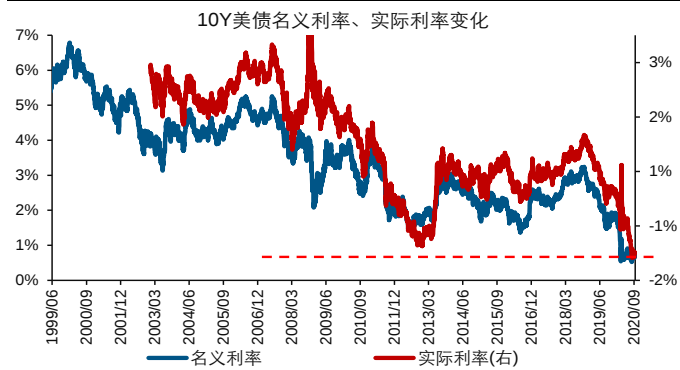


数据来源：Wind、开源证券研究所

^① 虽然美国 GDP 中私人消费占比接近 70%，但企业盈利才是驱动美国经济的最核心动力。从美国经济的运行逻辑来看，私人投资和私人消费共同主导 GDP 走势。其中，私人投资直接由企业盈利决定，私人消费主要受劳动力市场影响（通过收入影响消费），后者景气变化与企业盈利走势密切相关。回溯美国历史数据，企业盈利增速一般领先私人投资、消费及 GDP 增速变化。

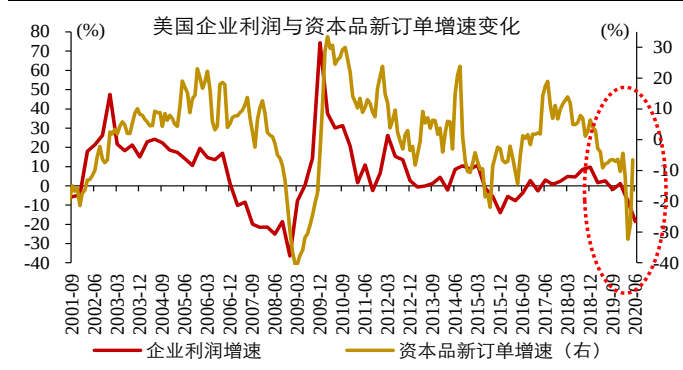
3月疫情爆发后，伴随美联储大幅降息、重启QE等，美国实际利率水平快速下滑，并刷新历史新低。疫情在美国本土爆发后，美联储在2周内紧急降息150bp，并重启QE；同时，美联储先后创立了多个一二级市场融资便利工具，直接为企业提供流动性。美联储一系列宽松政策操作下，美国实际利率水平快速回落，并刷新历史新低。美国企业融资成本随之显著下滑，对企业盈利的改善形成支撑。高频数据显示，美国企业盈利的同步指标资本品新订单增速已自5月起大幅反弹。

图4：美联储宽松货币政策下，美国利率水平大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

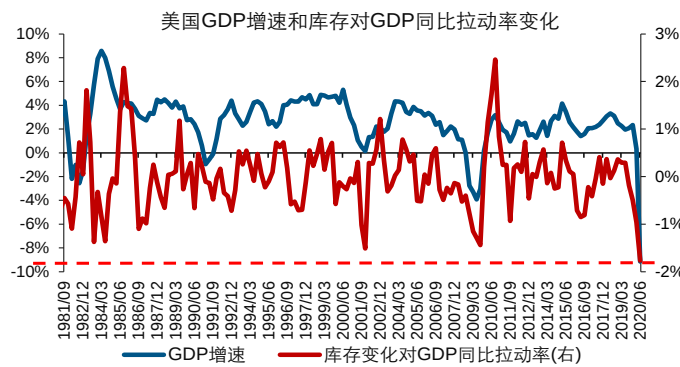
图5：美企盈利同步指标资本品新订单增速已止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

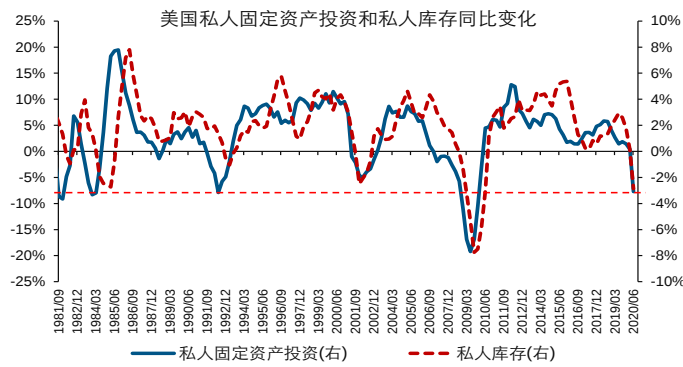
私人部门的库存水平也已降至历史极低位，美国库存周期的启动或“一触即发”。历史经验来看，库存降至历史低位后带来的潜在、巨大补库存需求，往往使美国在随后的复苏过程中，具有较大弹性。从美国目前的库存水平来看，无论是生产环节的制造业库存，还是流通环节的批发、零售库存，均已大幅下滑至历史低位。

图6：2季度，库存对美国GDP的拖累刷新历史记录



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2季度，美国库存同比增速大幅下滑

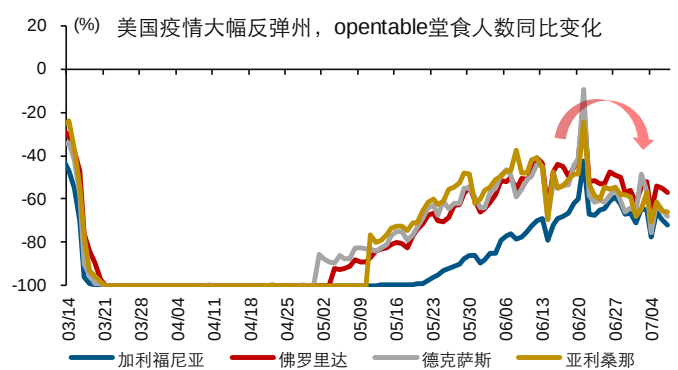


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、因人口大州疫情二次爆发、拖累复工进程，美国经济前期改善较慢

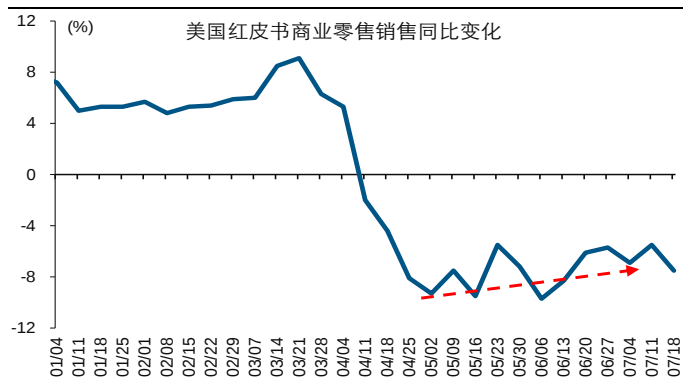
虽已具备复苏条件，但5月至7月，美国经济的实际表现不佳，复苏节奏较为缓慢。以高频的Opentable餐厅堂食用餐人数和红皮书商业零售销售数据为例。5月至6月，美国大多数州的Opentable餐厅堂食用餐人数同比增速，由-100%收窄至-60%以上；但6月中旬后，纷纷由升转跌，回落至-70%、甚至-80%以下。红皮书商业零售销售同比增速，在5月初至7月中旬前后，更是一直围绕-7%左右的低位波动。

图8：6月至7月，美国餐厅堂食用餐人数增速由涨转跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

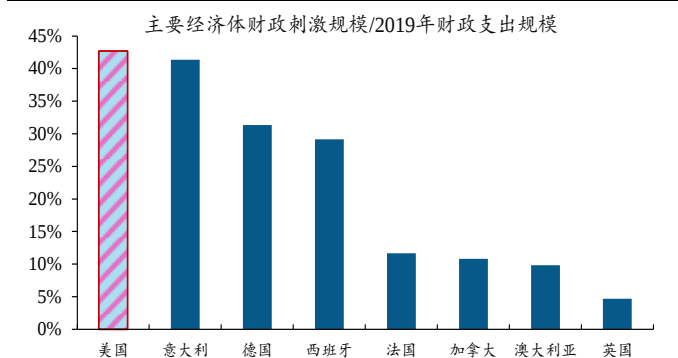
图9：5月初至7月中旬前后，美国零售销售改善较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

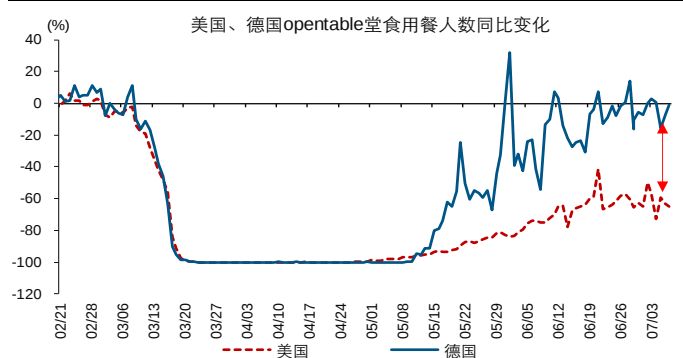
横向比较来看，虽然美国在疫情爆发后的政策刺激力度首屈一指，但经济修复节奏远慢于政策刺激力度相对更弱的德国、法国、意大利等。疫情在本土大范围蔓延后，包括美国在内的全球主要经济体纷纷实施了财政刺激。从财政刺激力度（财政刺激规模/2019年财政支出规模）来看，美国首屈一指，超过了意大利、德国、法国等一众发达经济体。但在经济复苏节奏上，美国不仅不及复工时间相近的德国，更是慢于复工时间更晚的意大利、法国等。

图10：疫情爆发后，美国财政刺激力度首屈一指



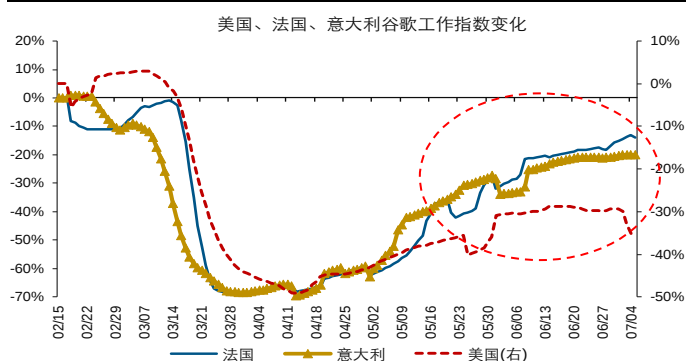
数据来源：各国政府官网、开源证券研究所

图11：5月至7月，美国餐馆用餐人数的恢复慢于德国



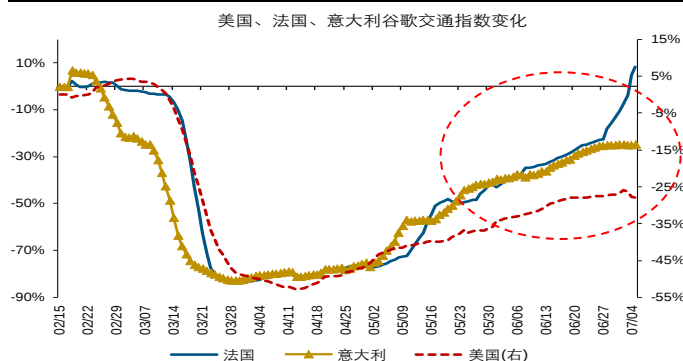
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国居民工作时长增加速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

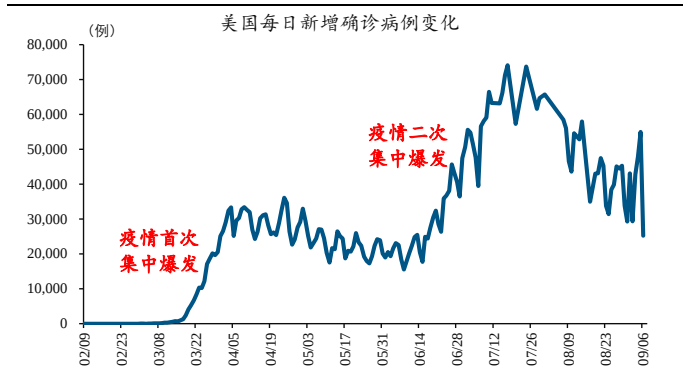
图13：美国居民外出时长修复速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

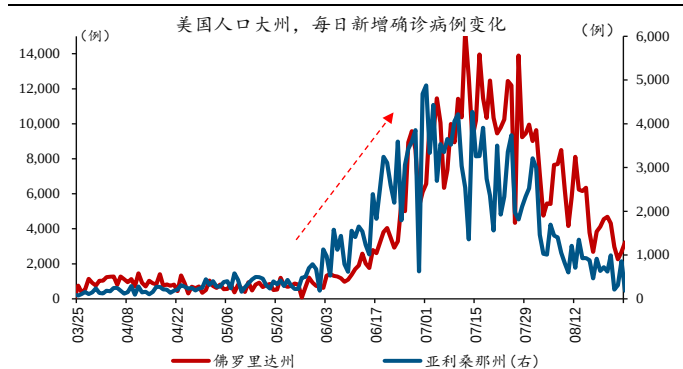
美国经济修复缓慢背后，与主要人口大州疫情出现二次爆发、拖累复工复产进程关联密切。5月开启复工后，美国佛罗里达州、德克萨斯州、亚利桑那州等多个人口大州，激进地放松、甚至取消了防控措施。这一背景下，上述人口大州每日新增确诊病例从1000例左右激增至7000例以上。随着疫情快速恶化，佛罗里达州、德克萨斯州均暂缓推进下一阶段的复工计划，亚利桑那州也宣布关闭酒吧、体育馆、电影院等一个月时间。人口大州复工的放缓，直接拖累了美国经济的修复节奏。从与德国的疫情及经济表现的对比来看，美德的经济复苏节奏的差异与新增确诊病例之差高度相关。

图14：6月至7月，美国疫情出现二次集中爆发



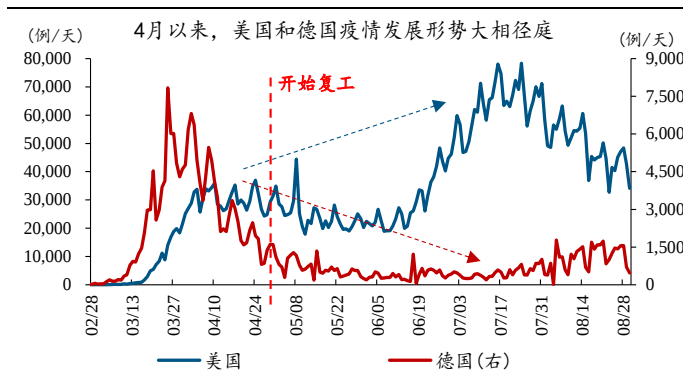
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国多个人口大州疫情出现二次爆发



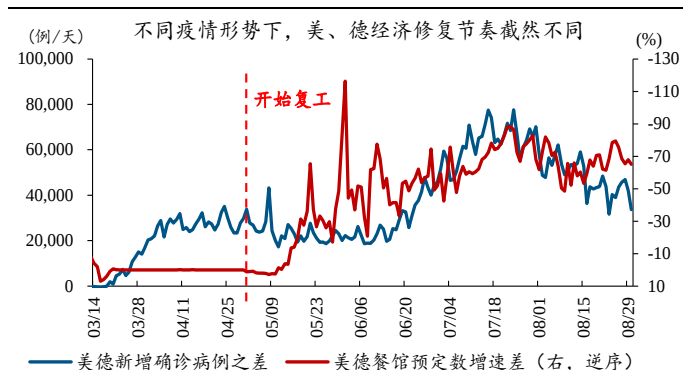
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：4月后，美国和德国疫情发展形势大相径庭



数据来源：各国政府官网、Bloomberg、开源证券研究所

图17：美德经济复苏节奏差异，与疫情形势高度相关



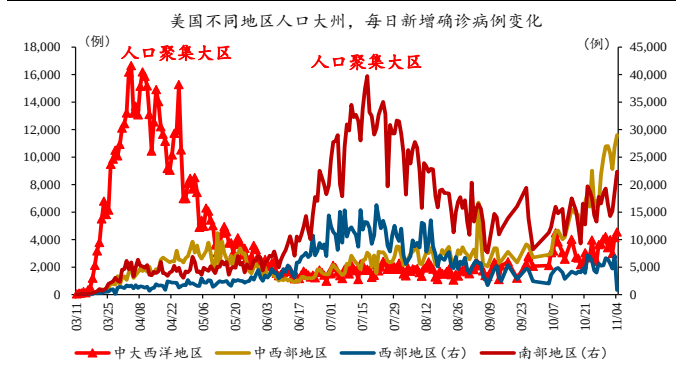
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、人口大州控制住疫情及疫苗研发顺利下，美国疫情逐渐可控

2.1、7月中旬以来，美国主要人口大州控制住疫情发展，开始有序复工

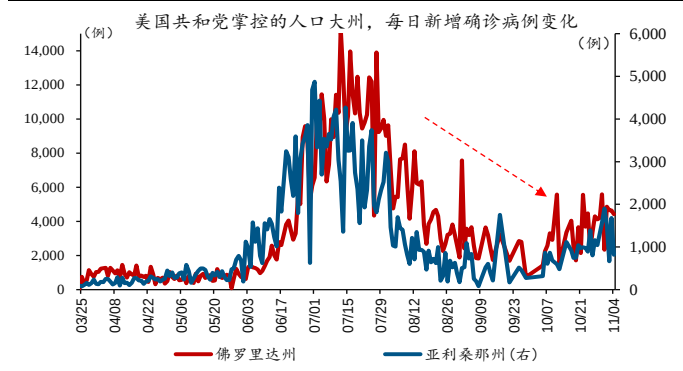
7月中旬以来，佛州等美国疫情出现二次爆发的人口大州，在加强对潜在病毒感染者追踪、并实施强制佩戴口罩令后，重新控制住疫情发展。疫情二次爆发后，佛州、亚利桑那州等快速加强对潜在病毒感染者的追踪，并强制要求州内居民佩戴口罩。随着一系列防疫措施的实施，佛罗里达州、亚利桑那州等疫情形势自7月中旬起，进入持续改善通道。

图18: 7月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑



数据来源: WHO、Wind、开源证券研究所

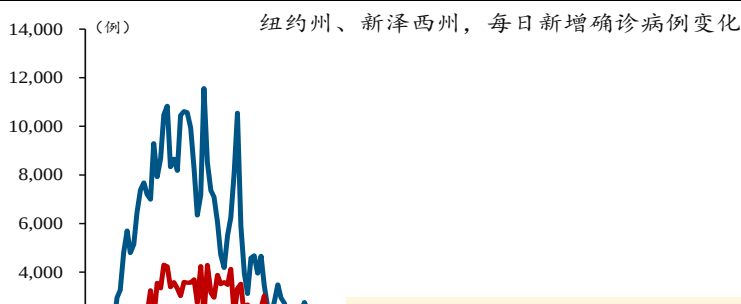
图19: 7月中旬以来，佛罗里达州等疫情开始改善



数据来源: WHO、Wind、开源证券研究所

纽约州、新泽西州等美国疫情首次集中爆发地区的人口大州，疫情形势自5月起持续可控。纽约州、新泽西州等人口大州，位于美国疫情首次集中爆发的中大西洋地区。5月开启复工后，纽约州、新泽西州等严格遵守复工指引、分阶段复工。其中，纽约州公布的复工指引比白宫的指引更加严格，对每一阶段的复工推进，都提出了住院人数、病床数、ICU数及检测人数等全方位的要求。严格分阶段复工下，纽约州、新泽西州疫情持续可控。（关于美国疫情的详细分析，请参考我们已发布报告《美国疫情，至暗时刻或已过》、《全球疫情“二次”大爆发，会不会发生？》。）

图20: 严格遵守复工指引下，纽约州、新泽西州一直有效地控制住疫情发展



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_1521

