



大公国际：明年中美通胀分化 我国十年期国债收益率或将下行





摘要

今年以来，全球通胀水平持续高企，各国开年以来一直对通胀超调采取了宽容态度，随着经济刺激政策的持续以及疫后经济的修复，市场普遍认为全球各主要经济体美林时钟开始转入“滞胀”或“类滞胀”阶段，货币宽松退潮预期升温。作为全球两大引擎的中国和美国经济形势的变化对全球经济恢复起到关键作用，尽管目前中美均面临一定通胀风险，但通胀逻辑并不相同，美国今年以来的持续通胀已具备较明显的滞胀特点，而中国虽面临一定通胀压力且呈现结构性特征，但尚不具备滞胀条件。美联储已于11月正式开始缩减购债规模，美联储对通胀的态度从宽容转向担忧，通胀预期持续升温，但目前美联储仍将就业数据作为主要调控目标，预计美联储在就业目标实现之前不会提前开启加息。我国货币政策仍将“稳”

字当头，但会根据外部流动性的变化和国内宏观调控需要适时调整公开市场操作规模，预计今年年底至明年初外部流动性将逐步收紧，我国 10 年期国债收益率或将面临一定的上行压力，明年我国宏观经济总体仍面临较大挑战，但成本推动型通胀压力将逐步缓解，预计明年货币政策总体易松难紧，长端国债收益率仍有下行空间。

正文

美联储于 11 月议息会议上正式提出每月缩减 150 亿美元的购债规模，由此引发了市场关于美联储加息节点以及经济“滞胀”的相关讨论，从经济学意义上讲，滞胀是指经济增长乏力同时伴随高通胀与高失业并存，从历史经验来看，滞胀产生的原因主要包括经济遭受到严重的供给冲击或不恰当的经济政策所致，前者引发滞胀的路径在于外部冲击带来供给突然中断，造成供需严重失衡导致通胀迅速攀升且无法实现供给恢复，或由于劳动力供给短缺，工资成本上升引发“工资-通胀”螺旋上升走势，而后者则主要是政策过度施行带来物价上涨，同时由于预期的超前性，政策过度导致的通胀催高了全社会通胀预期带来物价加速上涨进而导致长期通胀。

自去年新冠疫情突然爆发，全球经济一度陷入停滞，在疫后修复过程中由于上游能源国与中游、下游的生产和消费国疫情形势和疫后修复进度的不同，全球能源产品供给修复速度不及中下游需求修复速度，从而导致 2021 年以来全球大宗商品价格普遍上涨，这是疫后引发全球性通胀的主要原因之一。在此基础上，面对相同的供给约束和不同的疫情发展形势，疫

后修复中的国别政策差异导致各国通胀形势和通胀性质出现分化，也决定了各国疫后修复过程中是否会出现以及何时出现滞胀的节点。从目前中、美宏观经济表现来看，我们认为美国已表现出明显的滞胀特征，通胀的刚性较强，预计其通胀仍将持续一段时间，而中国正处于成本推动型的结构性通胀压力之下，但尚不具备滞胀条件，随着供给约束的减弱以及宏观审慎调节政策效果的显现，后续结构性通胀情况将逐步好转。

供给约束叠加政策过度，美国滞胀特征明显，美长端国债收益率在前三季度呈宽幅波动。

今年以来，美国通胀水平呈现“急速上涨-震荡下行-缓步回升”的走势，经济修复速度在年中出现拐点，受美国经济基本面和通胀走势影响，美国 10 年期国债收益率今年以来呈现宽幅震荡格局。年初拜登政府上台后迅速开启了疫苗接种计划并推出大规模财政刺激方案，对美国疫情防控和修复信心形成较大提振，现价 GDP 环比折年率从 2020 年末的 6.6% 回升至今年一季度的 10.9%，大宗商品市场做多情绪上涨带动通胀快速上行，PPI 和 PCE 分别从 1 月的 1.7% 和 1.41% 升至 3 月的 4.2% 和 2.45%，美国 10 年期国债实际收益率也从年初 -1.0% 附近快速回升至 -0.6% 左右，两方面因素共同拉动下，美国 10 年期国债收益率在一季度快速上行，从年初不到 1.0% 一度升至 1.73% 的高位。进入二季度后，通胀继续抬升，通胀预期持续高涨，就业市场持续低迷，经济修复速度受高通胀、高失业影响逐步放缓，长端国债收益率在通胀抬升拉动下在二季度总体维持高位震荡，

但经济修复拐点在季度末得到确认，10年期美债收益率开始逐步下行。具体来看，二季度美国通胀主要来自大宗商品价格攀升和美联储放水量持续扩大。一方面原油价格震荡上行且上游主要能源国疫情修复缓慢，供给约束矛盾凸显，带动全球主要大宗商品价格保持高位。另一方面，拜登政府为刺激经济再次推出超大规模财政预算计划和基建刺激计划并延续了对家庭部门的财政补贴，美联储放水量持续扩大拉动美国商品消费需求快速回升，但高额补贴以及疫情的反复也导致美国失业率上升，劳动参与率不足，从而生产恢复缓慢，国内港口调运失灵，物流接近瘫痪等加重了美国市场的供需矛盾并导致上游价格上涨向下游传导，消费品价格随上游成本上升同步上行，CPI和PCE在二季度逐月上涨，连创历史新高，核心CPI和核心PCE在6月已分别达到4.5%和3.59%的高点。

尽管美联储多次公开表达“通胀暂时性”观点，但市场对于持续高涨的物价水平表示担忧并与美联储观点形成分歧，“10年期美债收益率-10年期通胀指数国债”所代表的通胀预期持续抬升，叠加货币收紧预期提前，两方面因素共同支撑10年期国债收益率保持高位震荡。但在高通胀的同时美国经济修复速度放缓，二季度美国不变价GDP环比折年率较一季度仅上涨0.4个百分点并在季度末确认增速拐点，10年期国债实际收益率再次退回-1.0%附近，此时美国经济滞胀特点已初步显现。三季度以来，美国经济修复速度持续放缓，受德尔塔病毒反复的影响，就业数据始终低迷，服务业需求回升不及预期，且部分州开始停止发放补贴以刺激就业，对商品需求的持续性形成一定抑制，三季度美国不变价GDP环比折年率降至2%，

制造业 PMI 也不及预期，美联储及多家国际金融机构下调美国全年经济增速预期，而同时 PPI 和 PCE 涨势并未停止，且此时美联储放水量相较 2020 年初已上涨一倍，但由于三季度通胀上涨分项主要集中在能源和交通领域，具有一定的短期性，因此通胀预期和政策提前转向预期有所缓和，10 年期国债收益率在经济增速放缓、通胀预期回落和过剩的流动性三重因素叠加影响下震荡下行。9 月份美联储议息会议释放出鹰派信号并对通胀的态度有所转变后，美国 10 年期国债收益率再次由预期主导，在通胀预期回升和加息提前的预期拉动下，美国 10 年期国债收益率在 10 月重回上行并一度再次逼近 1.7% 的高位，与此同时美国就业市场出现不平衡局面，非农就业数据在七、八月短暂缓解后在九月再次爆冷，10 月超预期增长，但同时岗位离职率也在 9 月创下新高，劳动参与率仍无明显改善，美国非农企业平均时薪水平也升至 2006 年 4 月以来最高，显示出美国就业市场已出现被迫通过高薪吸引就业的趋势，工资开始成为推动物价上涨因素。11 月美联储正式开启缩债计划，但市场对于未来经济滞胀风险担忧较大，避险情绪上升，交易因素驱动对 10 年期通胀指数国债需求上涨，因此带动美债收益率不升反降，10 年期美债收益率出现下行波动。

中国成本推动型通胀特征明显，滞胀条件不充分，结构性通胀导致内需修复缓慢，长端国债收益率整体呈现震荡下行走势。

中国自疫情以来，通胀呈现出明显的结构性特征，上游通胀下游通缩。PPI 自去年 5 月以来从 -3.7% 上涨至今年 10 月的 13.5%，连续 17 个月上

行，今年以来特别是下半年上涨速度加快。但从分项来看，PPI 中生产资料价格涨幅较大，截至今年 10 月累计同比上涨 9.8% 超过 PPI 累计同比增速，而 PPI 生活资料和 CPI 涨幅非常微弱，累计同比分别上涨 0.2% 和 0.7%，由此可见我国今年通胀成因中成本推动效应十分明显。在上游成本推动因素中，一方面受到全球大宗商品价格推涨影响，另一方面也受到国内煤炭供需矛盾，能耗双控政策调控等因素影响。从 PPI 产业构成分项看，主要分项产业涨幅表现出“采掘业价格涨幅 > 原材料工业价格涨幅 > 加工工业价格涨幅”的走势，而在上游采掘业原材料价格中，今年以来累计增速同比最高的是煤炭、油气、黑色金属和有色金属，其中油气、黑色、有色商品进口依存度较大，其价格上行受国际大宗商品价格普涨拉动，而我国煤炭由于其产量和销量占全球产销总量半数以上，煤炭价格变动主要受国内产销影响，受到能耗双控政策的约束，今年上半年我国煤炭产量缩减，特别是动力煤产能收缩，煤炭供给不足带来上游能源价格涨幅扩大，年中时这一成本上升因素传导至电力领域，且由于今年新能源供电补给不充分进一步加剧了上游煤炭的供需缺口，叠加全国多地政府集中突击完成能耗双控目标纷纷采取拉闸限电措施，促使我国 PPI 在三季度后仍在高位持续上

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_29637

