

一切通胀仍是货币现象——致美国终将到来的通胀

报告摘要：

“一切通胀都是货币现象”，这是诺奖得主弗里德曼的经典论断。然而在上世纪 70 年代石油危机之后，美国通胀中枢不断下移，尤其是 2000 年之后，即使货币政策不断大水漫灌，仍未能推升通胀。很多人认为货币对通胀的传导作用已经消失。但我们认为传统理论并未失效，通胀的关键不在于“印钱”而在于“花钱”，理解了这一点就能理解之前通胀反常的原因，而且，这次不一样，未来通胀中枢有望真正抬升。

此前放水只管“印钱”，即极致的货币政策，但没人“花钱”，钱作为超额准备金滞留在了美联储账上或流入股市等虚拟经济。而这次不同，史无前例的财政刺激力度下，钱实实在在流入了实体，M2 飙升，能够有效推动通胀。

此前“钱没有花在国内，而花在了国外”，即全球化导致美国贸易逆差急剧扩张，货币带来的通胀压力被全球承载，且新兴市场的廉价商品压低了通胀。但本次不同，在去全球化的大趋势下，关税抬升、制造业回流，将推动长期通胀上行。

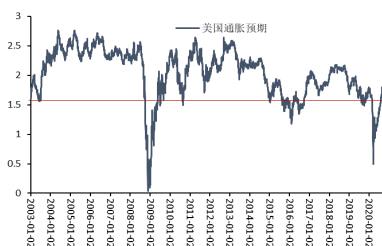
此前“没人花钱，都等着收钱”，即 2000 年以来的危机都是需求坍塌，供给充足，所以通缩。但本次不同，“很多人花钱，但没人收钱”，财政刺激导致需求旺盛，而供给端无论短期还是长期都承压，与战时有相似度，所以通胀压力很大。

总而言之，我们认为目前市场可能存在两个核心的预期差：一是市场可能低估了财政刺激对于需求的拉动作用；二是市场可能低估了疫情对经济生产端的冲击。这两个因素将成为未来通胀超预期上行的原因。我们认为美国通胀短期仍将修复，中期有一定下行压力，但长期中枢将明显抬升。在较长时间内，美联储不会因为通胀压力而提前收紧货币政策。美国通胀与美元指数呈明显的反向关系，过度的货币政策和通胀压力将导致美元进入贬值周期，而贵金属则具备长期上涨的动能。

风险提示：

1. 美国财政刺激未能顺利推出。
2. 美联储出于其它考量过早收紧货币政策。
3. 美国经济复苏不及预期导致需求大幅下行。

相关数据



相关报告

《美联储重申长期极度宽松政策——美联储 9 月会议点评》

20200918

《进口下降的“假象”——8 月贸易数据点评》

20200908

《美国失业率快速下行但永久性失业不断上升》

20200906

《黄金牛市未完待续》

20200602

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nescn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
13817489814 youcy@nescn

目 录

1. 美国通胀的宏观视角	5
1.1. 美国历史上高通胀时期的特点.....	5
1.1.1 两次世界大战时期.....	6
1.1.2. 大通胀时期.....	7
1.2. 通胀消失之谜.....	9
1.2.1. 有人印钱，但没人花钱.....	9
1.2.2. 钱没花到国内，而花在了国外.....	12
1.3. 这次有何不同.....	12
1.3.1. 有人负责印钱，更有人负责花钱.....	12
1.3.2. 钱花向国外变难了.....	16
1.3.3. 花钱的人多了，收钱的人少了.....	17
2. 美国通胀的微观视角	20
2.1. 美国 CPI 的结构变化	20
2.2. 信息类商品 CPI 的变化	21
2.3. 美国 CPI 的拆解及预测	22
2.3.1. 食品类 CPI.....	22
2.3.2. 能源类 CPI.....	23
2.3.3. 核心 CPI 商品类.....	24
2.3.4. 核心 CPI 服务类.....	24
2.3.5. 美国 CPI 预测.....	25
3. 通胀中枢抬升有何影响.....	26
3.1. 货币政策在较长时间内不会因通胀而收紧.....	26
3.2. 美元进入贬值周期.....	27
3.3. 贵金属具备长期上涨动力.....	27

图表目录

图 1: 美国历史上典型的高通胀和低通胀时期	5
图 2: 战争引发政府债务率高企进而通过财政赤字货币化增加货币供给	6
图 3: 油价上行推动 CPI 上涨	8
图 4: 石油危机期间美国经济陷入衰退	8
图 5: 两次石油危机前两年 M2 增速都出现了大幅增加	8
图 6: 大通胀时期后通胀中枢逐步下移	9
图 7: 美联储急剧扩表仍未能引发通胀	9
图 8: 美联储放水之后货币乘数骤降	9
图 9: 大量货币以准备金的形式存在了美联储账上	10
图 10: 本次放水后货币中准备金占比尚未变化	10
图 11: 本次疫情后大量货币以财政存款的形式存在美联储账上	10
图 12: 美国贫富差距达到最高水平	11
图 13: 国民收入中劳动力所得远低于资本所得	11
图 14: 美国房价大幅跑赢通胀	11
图 15: 美国股市占 GDP 比重达到历史高位	11
图 16: 上世纪 70 年代后美国贸易逆差迅速扩大	12
图 17: 中国入世后美国商品价格直线下滑	12
图 18: 2020 年美国财政赤字率仅低于两次世界大战时期的水平	13
图 19: 财政部“直升机撒钱”弥补了居民收入的下降	14
图 20: 本轮财政刺激后美国 M2 同比飙升	14
图 21: 民粹主义指数达到二战以来最高	16
图 22: 贸易开放指数出现扭转	17
图 23: 中美贸易战开始以来关税水平飙升	17
图 24: 美国经济重启状况	18
图 25: 美国呈现“生产弱、需求强”的特点	18
图 26: 中国呈现“生产强、需求弱”的特点	18
图 27: 美国通胀持续超预期上行	19
图 28: 中国通胀疲软	19
图 29: 2020 年美国 CPI 各类权重	20
图 30: 美国国内原油供给量大增	21
图 31: CPI 各项的拉动率	21
图 32: CPI 各项的贡献率	21
图 33: 信息类商品价格大幅下跌	22
图 34: 科技类商品全要素生产率年均变化率	22
图 35: CRB 食品指数为 CPI 的领先指标	23
图 36: 食品类 CPI 通胀偏离趋势线不多	23
图 37: 油价为能源类 CPI 的领先指标	23
图 38: 美国进口价格指数领先商品类 CPI	24
图 39: 疫情中美国进出口受到明显冲击	24
图 40: 美国 CPI 的模型拟合	25
图 41: 美国政策刺激传导至通胀会有时滞	27
图 42: 美国政府债务率与利率呈反向关系	27
图 43: 美元指数与美国通胀呈反向关系	27

图 44: 黄金与美国实际利率走势一致.....	28
图 45: 美国通胀预期仍处于很低的水平.....	28
表 1: 战时与战后经济结构差异很大.....	7
表 2: 美国财政刺激谈判博弈过程.....	15
表 3: 美国经济重启状况统计.....	18
表 4: 美国历史上 CPI 大类变化.....	20
表 5: 海外各机构和投行对油价的预测.....	24
表 6: 美国 CPI 预测.....	26

1. 美国通胀的宏观视角

新冠疫情在爆发以来，全球范围内的大封锁导致了二战之后最深度的经济衰退。为了对抗经济下行和通货紧缩的压力，各国纷纷采取了极致的货币政策和大规模的财政政策。资本市场也从3月份的低点迅速反弹，极度宽松的货币政策和触底回升的通胀预期使得各类资产都有较好表现。然而近期从各国央行的表态来看，以美联储为首的主要央行的货币政策继续加码的空间有限，**从而通胀水平的变化将成为未来影响各类资产价格的重要因素。**

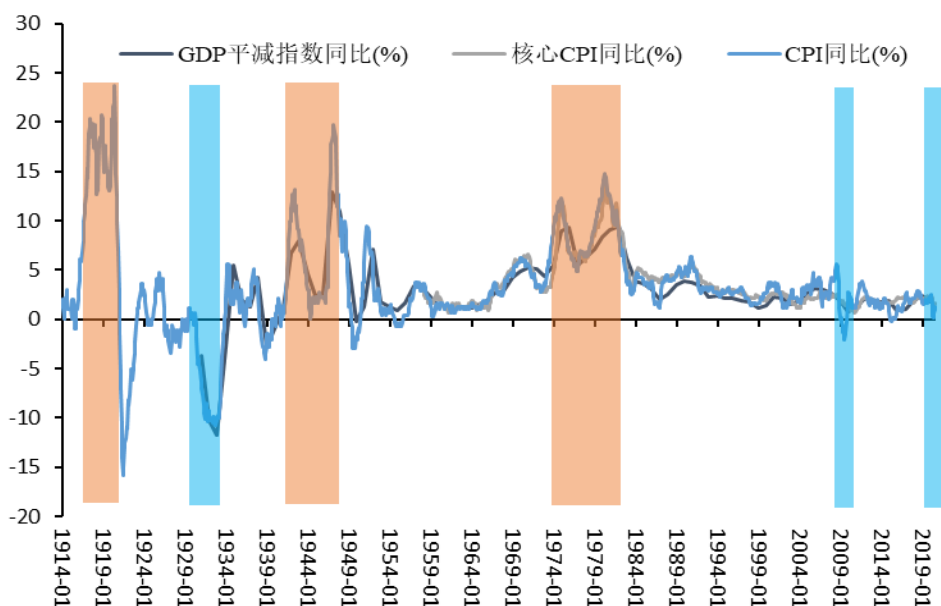
“一切通胀都是货币现象”，这是诺奖得主弗里德曼的经典论断。然而在上世纪70年代石油危机之后，美国通胀中枢不断下移，尤其是2000年之后，即使货币政策不断大水漫灌，仍未能推升通胀。“消失的通胀”成为了困扰市场的谜团。所以很多人认为“一切通胀都是货币现象”在现代经济学中已经失效，故而推断今年各国央行的极致的货币政策仍然难以引发通胀上行。

但我们认为通胀的本质仍是货币现象，此前货币向通胀传导作用的消失并非传统理论失效，而是没有正确理解货币和通胀的关系。我们认为与本世纪以来前两次经济衰退相比，今年新冠疫情导致的衰退路径和政策组合都有明显不同，未来通胀中枢有望明显抬升。

1.1. 美国历史上高通胀时期的特点

美国历史上典型的高通胀时期包括两次世界大战时期和上世纪70年代大通胀时期（石油危机时期）。而除去基数效应外的典型通缩时期则为1929-1933年大萧条时期和2008年金融危机后的时期。今年新冠疫情导致的全球经济衰退也一度引发了较为严重的通缩危机。我们首先以史为鉴，观察美国历史上高通胀时期的特点。

图 1: 美国历史上典型的高通胀和低通胀时期



数据来源：东北证券，Wind

请务必阅读正文后的声明及说明

5 / 30

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1.1.1. 两次世界大战时期

两次世界大战期间和结束后，美国都出现了相当高的通胀。一战之后 CPI 同比最高点达到 23.7%，二战之后 CPI 同比最高点达到 19.7%。战时高通胀的主要原因有以下几点：

首先，货币供给大幅增加是引发通胀的根本原因。战争中国家会面临大规模的军费支出，财政捉襟见肘。而大多数国家迫于政治压力不愿选择加税来增加财政收入，故而大量发行政府债券、进而直接或间接地采用财政赤字货币化，成为绝大多数情况下的选择。Scheiber, Vatter 和 Faulkner 在《美国经济史》中写道，“在第一次世界大战中，美国人民十分典型，不愿从增加税收中筹集全部战争努力。内战、第二次世界大战和越南战争中也是如此。第一次世界大战的资金来自货币供应量的通货膨胀增加。”

从 1790 年以来，南北战争、一战和二战几次大规模战争都引发了政府债务率的飙升，天量的政府债务通过财政赤字货币化转化成货币在市场中流通。比如二战时期，1942 年 2 月美联储实行收益率曲线控制政策（YCC），具体表现形式为盯住 0.375% 收益率的短期国债和设定 7-9 年期国债 2% 收益率上限和更长期国债的 2.5% 收益率上限。美联储大量购买政府债券以维持目标收益率，美联储持有的政府有价证券从 YCC 实行前的不到 30 亿美元在该政策实行的 5 年左右时间内扩大到超过 200 亿美元。

图 2：战争引发政府债务率高企进而通过财政赤字货币化增加货币供给



数据来源：东北证券，Samuel H. Williamson, 'What Was the U.S. GDP Then?' MeasuringWorth, 2020, US Government Printing Office and BEA

其次，战争会导致大规模的生产力、劳动力的重新分配，引发生产力下降、供给坍塌。战争时期由于大量生产集中在战争相关领域，民用领域的物资供给会出现不足，供需失衡引发通胀压力。战争过后一段时间内，经济结构将再度发生较大的改变，

由此会带来大规模的就业再分配。这一过程会导致较多的结构性失业，从而使生产力在较长时间内不能充分发展，供需仍然失衡。供给的短缺导致居民生活成本大幅增加，是战时及战后高通胀的重要原因。

表 1: 战时与战后经济结构差异很大

年份	季度	GDP (百万美元)	战争相关产出	非战争相关产出
1918 年	一季度	41.7	7.4	34.3
	二季度	42.3	9.3	33
	三季度	42.5	10.3	32.2
	四季度	40.5	11.6	28.9
1919 年	一季度	40.9	9	31.9
	二季度	40.2	6.7	33.5
	三季度	43	4.2	38.8
	四季度	42.3	1.8	40.5

数据来源：东北证券，Woytinsky W S. Postwar economic perspectives[J]. Soc. Sec. Bull., 1945, 8: 18.

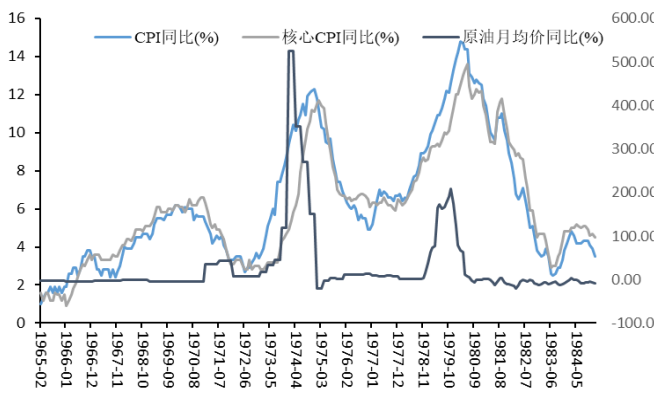
此外，战争时期不确定性较大，对主权货币的信用会产生冲击，民众更愿意持有贵金属等来替换手中的货币。货币信用受损会引发通胀预期的抬升，进而促使商家提高价格、预期自我实现。

1.1.2. 大通胀时期

从 1965 年开始，到 1982 左右结束的大通胀 (The Great Inflation)，在持续了将近二十年的时间里，第二次世界大战期间建立的全球货币体系被抛弃，出现了四次经济衰退，两次严重的能源短缺以及和平时时期前所未有的工资和价格控制措施。相比前两次通胀时期发生在第一次世界大战与第二次世界大战，大通胀大多被学者认为是“美国唯一一次在和平年代的通货膨胀”。

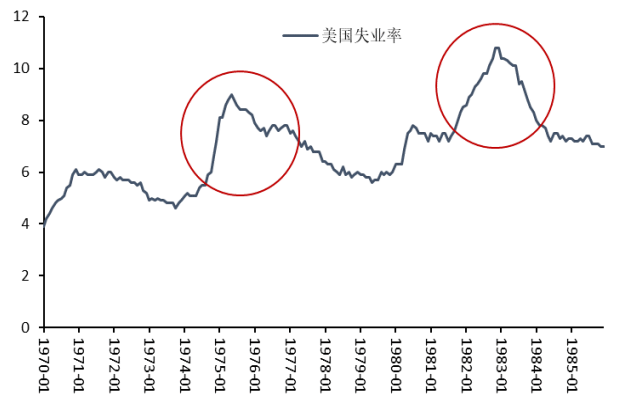
石油危机是引发该时期通胀高企的外部原因，石油短缺冲击了经济供给端，引起全球“滞胀”。大通胀期间经历了两次石油危机，第一次是阿拉伯石油禁运，始于 1973 年 10 月，持续了大约五个月。在此期间，原油价格翻了两番。1979 年伊朗革命引发第二次石油危机，油价再度大幅飙升。原油作为工业生产体系的根本性原材料，其生产价格快速上行导致其它商品生产成本增加，引起各类商品价格纷纷上涨，带动服务价格也跟随上涨，全社会整体通胀水平大幅抬升。同时，供给端的冲击也影响整体的经济产出水平，大通胀期间美国经济陷入衰退，失业率大幅上行。美国陷入严重的“滞胀”。

图 3: 油价上行推动 CPI 上涨



数据来源：东北证券，Wind

图 4: 石油危机期间美国经济陷入衰退

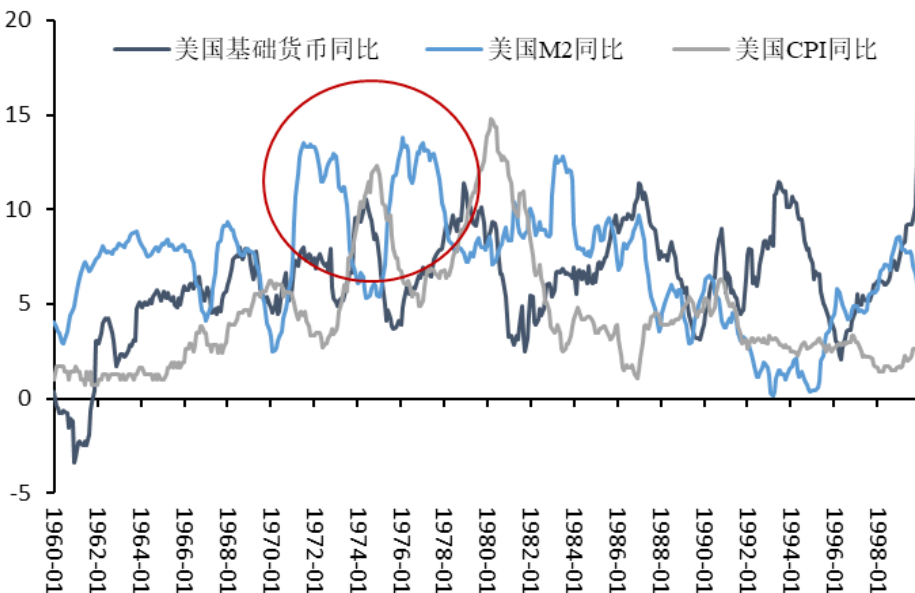


数据来源：东北证券，Wind

货币超发是大通胀产生的内在原因。虽然油价对通胀的作用显著而直接，但是导致该时期通胀很长时间居高不下的根本原因还是在于货币供给的增加。在大通胀时期，美联储的政策目标为“美国全国的失业率不大于 4%”，并未将通货膨胀作为重要的调节指标，所以在面对经济衰退之时，美联储首要任务是放水以保经济，而非治理通胀。

在两次石油危机发生前两年，美国都出现了货币供给的高增长，M2 同比接近 15%，是二战后除了今年以外 M2 增速最高的时期。相比之下，在金融危机之后美联储即使大幅扩表，M2 同比增速也不过 10% 左右。

图 5: 两次石油危机前两年 M2 增速都出现了大幅增加



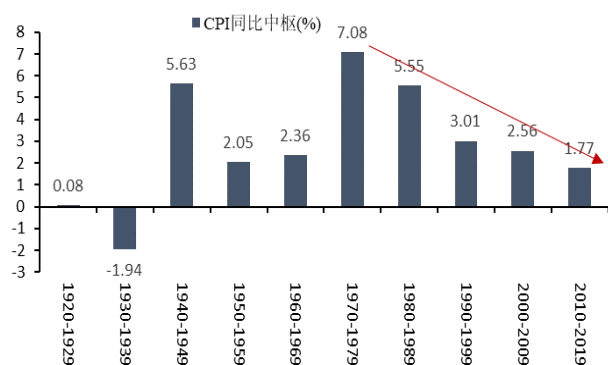
数据来源：东北证券，Wind

通过两次世界大战和大通胀时期的复盘，我们可以看出美国高通胀时期通常具备两个最重要的特点：一是通胀来临之前均存在货币供给的大幅增加，无论是战时还是石油危机，其高通胀的本质仍是货币现象。二是经济中供给端出现坍塌，供不应求的局面加之货币的泛滥导致价格不断上行，通胀压力加大。

1.2. 通胀消失之谜

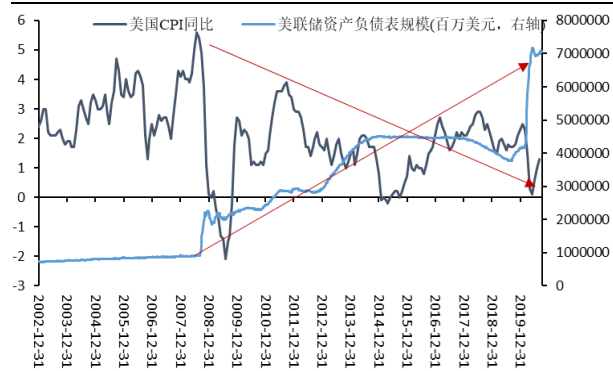
在大通胀时期过后，美国通胀中枢逐渐下移，以每十年为一个时间段，美国 CPI 同比中枢已从上世纪 70 年代 7% 以上的水平降低到了近 10 年的不足 1.77%。尤其是在 2000 年以来，美联储资产负债表不断扩张，却未能推升通胀。“印钱”越来越多而物价提升速度越来越慢，让大多数人对货币与通胀的关系产生了怀疑。我们认为通胀消失的核心矛盾在于“花钱多少”，而不在于“印钱多少”。从“花钱”的角度去理解货币与通胀的关系，一切矛盾就能迎刃而解。

图 6: 大通胀时期后通胀中枢逐步下移



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 美联储急剧扩表仍未能引发通胀



数据来源：东北证券，Wind

1.2.1. 有人印钱，但没人花钱

我们认为货币对通胀的传导失效的第一个原因在于“有人印钱，没人花钱”，即美联储印发了大量的货币，但货币未能如期在实体经济中流动。美联储几次开闸放水后，都伴随着货币乘数的大幅下降，即实体经济的信贷需求较弱，钱印出来了，但是花不出去。那么，美联储印发的大量货币去哪儿了呢？

图 8: 美联储放水之后货币乘数骤降

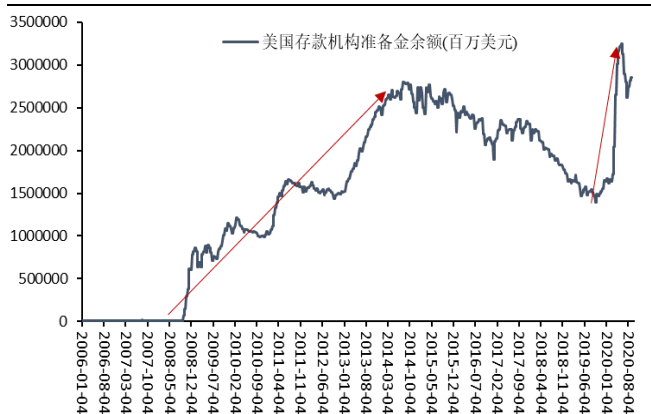


数据来源：东北证券，Wind

在 2008 年金融危机之后，美联储迅速扩表，但印出来的钱有很大一部分以银行存款准备金的形式存在了美联储账上。存款机构准备金余额与美联储资产负债表规模之比最高达到 64% 左右。这意味虽然美联储印制的货币大部分滞留在了银行体系之内，并未能流入实体经济，自然无法推升实体经济的通胀水平。

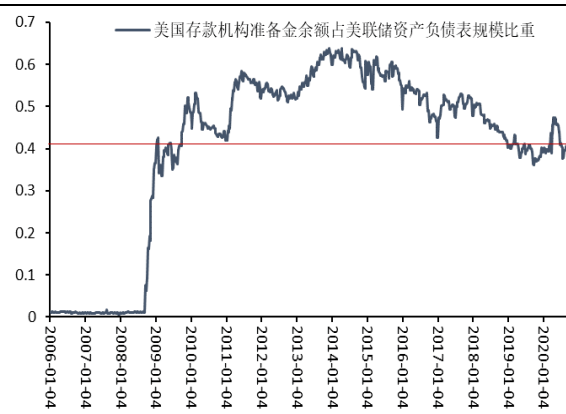
今年新冠疫情放水之后，存款机构准备金余额也出现了大幅提升，与金融危机后的放水状况类似。但是需要注意的是，相对于本次美联储扩表的规模，存款机构准备金的提升幅度并不算大，占美联储资产负债表的比重也处于 41% 左右，远低于峰值水平。

图 9：大量货币以准备金的形式存在了美联储账上



数据来源：东北证券，Wind

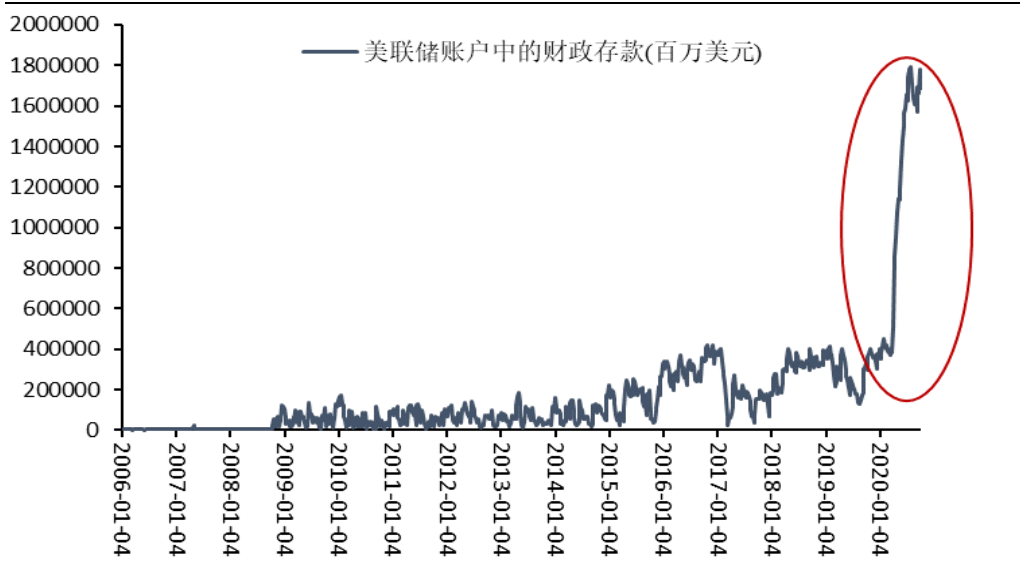
图 10：本次放水后货币中准备金占比尚未变化



数据来源：东北证券，Wind

除了以超额准备金形式存在美联储账上以外，货币另外一个“蓄水池”是在美联储账上的财政存款。这在本次疫情后十分明显。疫情后美国出台了大规模的财政刺激，财政部随之发行国债融资。财政部尚未花出去的钱就以财政存款的形式存在美联储账上，这部分钱也尚未在实体经济中流通。

图 11：本次疫情后大量货币以财政存款的形式存在美联储账上

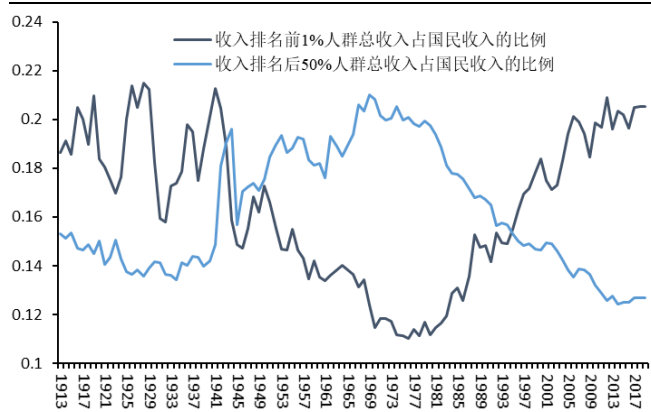


数据来源：东北证券，Wind

为什么美联储印制的钞票会滞留在金融体系中，而无法进入实体经济呢？我们认为主要有一下两个原因：

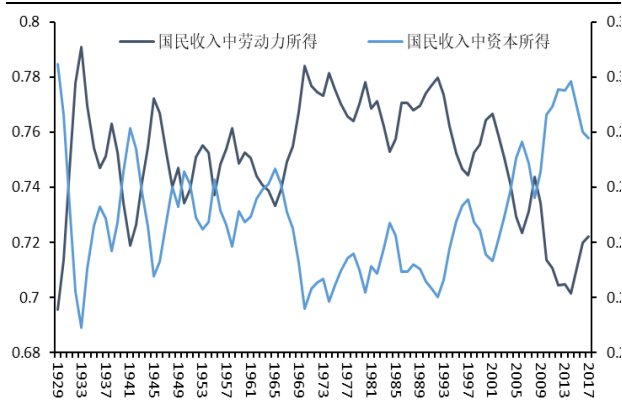
第一，美国国内贫富差距逐渐拉大，导致有效需求不足。自上世纪 70 年代以来，美国贫富差距逐渐扩大。收入排名前 1% 的富人占据了超过 20% 的国民收入，而收入排名后 50% 的群体收入占比不足 13%，这一比例和 1929 年大萧条之前贫富差距极高的情形类似。国民收入中资本所得也远远高于劳动力所得，亦与大萧条之前类似。由于穷人具有更高的边际消费倾向，而富人的边际消费倾向很低，故而贫富差距的扩大会导致有效需求的不足，因而无法拉动通胀水平。

图 12: 美国贫富差距达到最高水平



数据来源：东北证券，WID

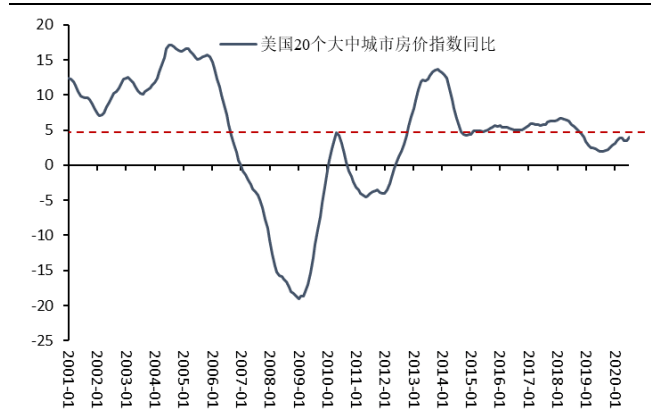
图 13: 国民收入中劳动力所得远低于资本所得



数据来源：东北证券，WID

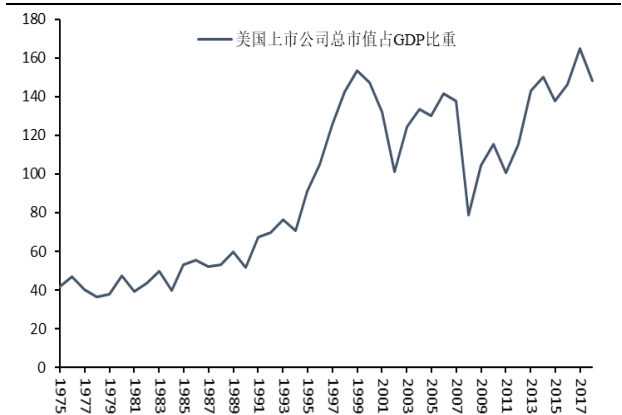
第二，大量居民财富流向了虚拟经济，没有进入实体经济，构成了“虚拟通胀”。在金融危机触底之后，美国房地产和股市都迎来了长牛的行情，承载了大量的货币。过去十年中，美国 20 大中城市房价指数年同比均值接近 5%，大幅跑赢通胀。美国股市更是经历了十年大牛市，上市公司总市值占 GDP 比重达到历史高点。繁荣的虚拟经济吸纳了大量的流动性，使得很多钱没有在实体经济中流通，故而未能推升通胀中枢。

图 14: 美国房价大幅跑赢通胀



数据来源：东北证券，Wind

图 15: 美国股市占 GDP 比重达到历史高位



数据来源：东北证券，Wind

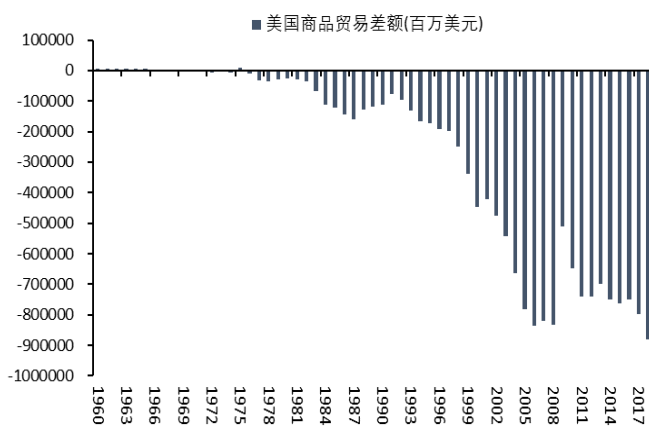
1.2.2. 钱没花到国内，而花在了国外

我们认为货币到通胀传导机制失效的第二个原因在于“钱没花到国内，而花在了国外”，即全球化贸易显著压低了美国通胀水平。

二战之后贸易全球化进程迅速发展。自上世纪 70 年代以来，美国贸易逆差急剧扩大，大量美元流向全世界。由于美元特有的储备货币及国际间主要支付手段的地位，超发的美元所产生的通胀在某种意义上是由全世界来承担的，从而降低了国内的通胀压力。

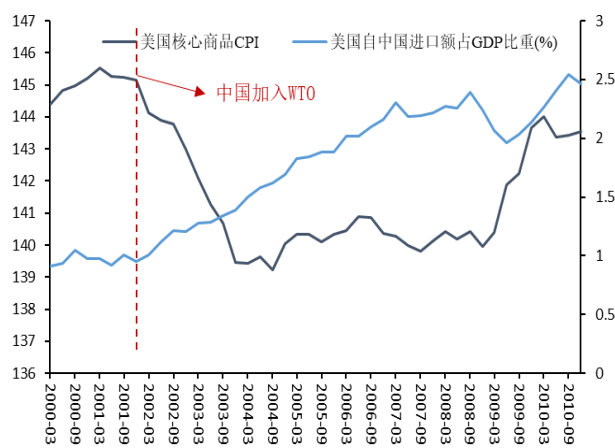
同时，由于贸易全球化的不断发展，新兴经济体凭借其低廉的劳动力成本，向美国出口了大量廉价商品。而美国本土的劳动力成本高昂，无法与之竞争，故而大量低端制造业被迫外流。留下来的本土企业也不得不压低价格以维持市场份额，所以全球化贸易显著压低了美国商品类通胀。这一点在中国加入 WTO 之后更加明显。2001 年 12 月中国正式加入 WTO，此后美国自中国进口额占其 GDP 比重快速上升，同时伴随的是美国商品类核心 CPI 迅速下跌，直到十年之后商品价格指数才恢复至 2001 年末的水平。由此可见贸易全球化也是低通胀的重要原因。

图 16: 上世纪 70 年代后美国贸易逆差迅速扩大



数据来源：东北证券，Wind

图 17: 中国入世后美国商品价格直线下滑



数据来源：东北证券，Wind

1.3. 这次有何不同

由于上文中的原因，过去几十年中美国通胀中枢逐步下移，而大多数人认为今年新冠危机之后美联储急速扩表的结局也将如前几次危机一样，不会引发通胀。但我们认为本次的宏观背景有明显不同，引发此前通胀消失的原因在当前都有所变化，未来美国通胀中枢有望显著抬升。

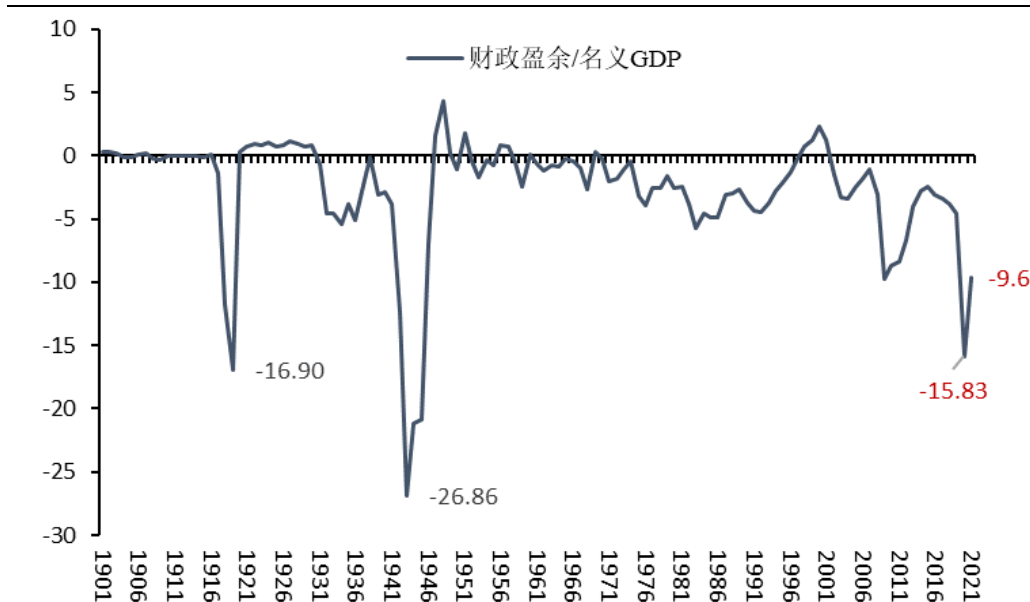
1.3.1. 有人负责印钱，更有人负责花钱

前文提到，美联储此前开闸放水未能引发通胀的原因之一在于“有人印钱，但没人花钱”，货币滞留在金融体系之中，未能流入实体经济之内。但本次危机后的放水有明显不同：有人印钱，更有人花钱。美联储负责“印钱”，而“花钱”的任务则由财政部来承担。

在互联网泡沫和 2008 年金融危机之后，美国的救助政策集中于货币领域，美联储大量印发货币以保障金融系统的稳定性。但与这两次危机后的救助方式有明显不同的是，新冠危机之后美国不仅采用了极致的货币政策，更配合了史无前例的财政政策。3 月 27 日美国推出了《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》，规模 2.2 万亿；4 月 25 日又追加了规模 4834 亿美元的《薪资保护计划和医疗保健增强法案》。相比之下，美国在 2008 年之后的主要财政刺激只有规模 7870 亿美元的《复苏与再投资法案》。

根据美国国会预算办公室的展望，今年联邦预算赤字将为 3.3 万亿美元，我们假定今年美国经济如美联储最新预测一样下降 3.7%，GDP 平减指数为 1%，则 2020 年美国名义 GDP 将为 20.85 万亿美元左右，这样美国今年财政赤字率将达到 15.83%，远超过金融危机之后的水平，仅低于两次世界大战时期的赤字率水平。根据国会预算办公室展望，明年美国财政赤字也将高达 9.6%。

图 18: 2020 年美国财政赤字率仅低于两次世界大战时期的水平

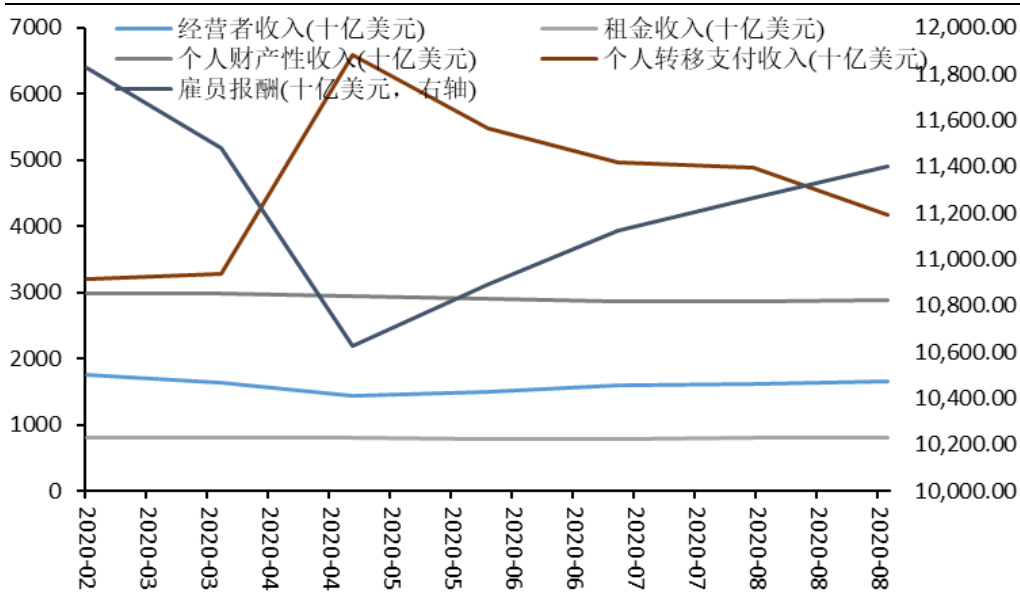


数据来源：东北证券，Wind

巨额的财政刺激解决了货币滞留在金融体系“花不出去”的问题，尤其是财政刺激计划中包含了大量的“直升机撒钱”的内容，给予居民和企业直接的现金救助。在疫情爆发后，美国居民总收入不降反增。虽然“雇员报酬”收入急剧下滑，但“个人转移支付”收入却大幅提高，弥补了收入的缺口，反映出美国财政刺激计划对居民收入的补贴效果非常明显。

根据芝加哥联邦储备银行 (Chicago Fed) 的调查，在收到经济刺激支票后的两周内，美国家庭将其中 48% 的钱花出去了。根据对 BAC 卡汇总数据的分析，银行同样发现，美国家庭增加的大部分支出发生在收到钱后的 5 天内。也就是说，财政救助计划中发出去的钱，大部分可以直接流入实体经济，这是过去仅通过货币政策以贷款的形式进行救助所难以达到的效果。

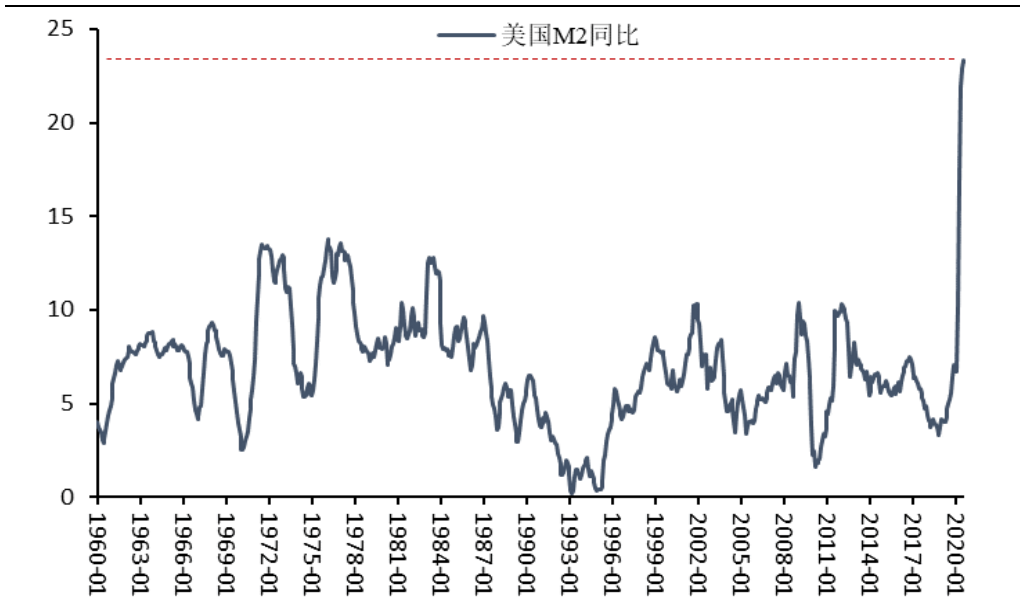
图 19: 财政部“直升机撒钱”弥补了居民收入的下降



数据来源: 东北证券, Wind

财政刺激对货币传导的效果也十分明显, 目前美国 M2 同比增速已经超过 23%, 远远超出上世纪 60 年代有该数据统计以来的最高水平。前文提到, 大通胀时期的 M2 同比最高接近 15%, 金融危机美联储开闸放水后 M2 同比最高不过 10% 左右。今年财政刺激对货币传导的效果显著, 这是推升未来通胀中枢的核心动力。

图 20: 本轮财政刺激后美国 M2 同比飙升



数据来源: 东北证券, Wind

目前美国新一轮财政刺激谈判陷入僵局, 成为近期制约通胀预期的主要因素。我们认为新一轮财政刺激可能迟到, 但不会缺席。回顾美国国会两党关于新一轮财政刺激的博弈, 分歧不在于是否需要财政刺激, 而在于具体的规模和内容。两党均认为新一轮财政刺激是必要的, 而且最终的规模区间在逐步提升。

此前特朗普一再希望降低财政刺激尤其是对居民失业补助的额度，是因为在过高的失业救助计划下，很多工人失业所得的救助较工作薪水更高，进而降低了找工作的意愿，白宫经济顾问库罗德表示自己收到大量的电话、咨询及抱怨，小商家、企业及餐馆现在招募不到人手。这无疑对美国就业数据和生产数据比例，进而影响到特朗普的政绩。特朗普拖延财政刺激以逼迫失业人口积极回归工作岗位，提高就业率，向好的经济数据将会成为特朗普在大选中可以炫耀的政绩。

表 2: 美国财政刺激谈判博弈过程

美国日期	谈判进程
9/10	共和党提出的精简版疫情纾困方案被否决。参议院民主党议员正式否决了共和党提出的精简版疫情纾困方案，该方案估计约为 5000 亿至 7000 亿美元，民主党认为与新冠疫情造成的经济破坏相比，该方案太过杯水车薪。
9/15	美国众议院温和派发布 1.52 万亿美元刺激方案。众议院两党发布了一份 1.52 万亿美元的抗疫刺激计划，尝试打破数月来在经济纾困方面的僵局。在对州和地方政府的援助方面，该方案支持约 5000 亿美元。
9/17	白宫幕僚长表示，特朗普愿意接受 1.5 万亿美元的疫情救助计划。美国白宫幕僚长梅多斯表示，特朗普愿意接受 1.5 万亿美元的新冠疫情救助计划。共和党人对此持怀疑态度，而民主党人则坚持要求更大规模的救助计划。
9/28	美国众议院议长佩洛西公布 2.2 万亿财政刺激新方案。美国众议院议长佩洛西公布更新后的卫生和经济复苏综合紧急解决方案法案（HEROES Act Bill），该 2.2 万亿的法案将包括“避免学校、小企业、餐厅、航空业人员及其他行业出现灾难性结果所需的新资金”。
9/30	美国财长努钦称仍未就刺激法案达成协议。美国众议院推迟了对经济刺激法案进行投票，以便给谈判更多时间。美国参议院多数党（共和党）领袖麦康奈尔称，共和党和民主党在疫情援助法案的问题上分歧很大。
10/2	美国众议院议长佩洛西称，特朗普的诊断结果改变了刺激法案谈判的动态。美国财长努钦与美国众议院议长佩洛西就刺激法案进行了 65 分钟的谈话。美国众议院议长佩洛西表示，尽管未与白宫讨论过政府的持续运作问题，特朗普的诊断结果改变了刺激法案谈判的动态，相信将为刺激法案找到解决方案。
10/6	美国总统特朗普称将停止刺激法案谈判直至美国大选结束。美国总统特朗普表示，他拒绝了民主党的刺激方案，并命令他的代表停止谈判，直到总统大选结束。特朗普称，已指示参议院多数党领袖麦康奈尔“全神贯注于批准我的杰出的最高法院大法官提名人巴雷特”。
10/7	特朗普称愿意签署只分发支票的刺激法案。特朗普在叫停刺激方案谈判几小时后，发文概述了一系列他愿意签署的刺激措施，前提是它们独立于更广泛的讨论并单独通过。其中包括：针对个人的 1200 美元现金发放；针对航空公司的 250 亿美元以支持就业岗位；1350 亿美元用于针对小企业的薪资保护计划。白宫幕僚长梅多斯则表示，特朗普已就刺激法案与国会领导人进行了通话。
10/8	佩洛西拒绝独立刺激法案。美国众议院议长佩洛西否决了特朗普针对航空公司实施独立刺激法案的想法，称该法案必须与包括民主党优先事项在内的更全面的经济刺激法案一起进行。佩洛西表示可以有独立刺激法案要求的内容，但前提是此内容只是作为经济刺激法案的一部分，而不是作为独立刺激法案的形式存在。
10/8	特朗普称新冠援助谈判已经重新开始。特朗普表示，就业数据和经济数据非常好，目前新冠援助谈判开始有成效。看起来有一个很好的机会就新冠援助达成协议，谈判已经重新开始。随后特朗普告诉美国众议院少数党（共和党）领袖麦卡锡，他希望与美国众议院议长佩洛西达成“一份大协议”。
10/9	特朗普已经批准相对广泛的经济刺激方案。白宫经济顾问库德洛表示，美国总统特朗普希望就刺激方案达成协议，已经批准了一项修订后的相对广泛的经济刺激方案。该方案将包括航空企业、小型企业的救济以及薪酬保护计划（PPP），但没有提到关于州和地方政府援助方面的援助。特朗普也在社交媒体上称，经济刺激谈判正在继续，将有一个“大”方案。
10/9	特朗普批准 1.8 万亿美元刺激计划，但努钦和佩洛西未达成协议。美国财长努钦和众议院议长佩洛西，就新刺激方案进行了半小时电话会谈，未有达成协议。佩洛西的助手称，佩洛西特别关注努钦提出的方案，无一项是关于击退病毒的策略计划。

数据来源：东北证券整理

如果财政刺激在大选前未能推出，则后续具体规模将取决于大选结果。若是民主党拿下总统及两院（民主党横扫），则刺激规模会更大，特朗普连任则会相对小一些。总之，我们认为美国财政刺激谈判最终会推出，进而促使通胀中枢进一步抬升。

此外，从长期来看，制约美国通胀抬升的贫富差距因素也正在发生变化。

贫富差距的问题越来越受到政策制定者的关注。达里奥编制的“民粹主义指数”显示当前民粹主义已经达到二战以来最高，民粹主义即“底层人民反抗精英统治”，其导火索就是贫富差距的不断扩大。随着各国民粹主义政权纷纷上台，贫富差距问题越来越引起政策制定者关注，近期美联储及其它机构官员的公开讲话中也可以看出，提及贫富差距问题的频率越来越高。我们认为未来针对贫富差距问题的政策会越来越多，虽然这一问题不是一朝一夕能解决的，但政策态度的扭转预示着贫富差距加速扩大的趋势在未来可能放缓甚至出现拐点。这一边际上的变化会减轻此前贫富差距对通胀的向下压力。

图 21：民粹主义指数达到二战以来最高



数据来源：东北证券，达里奥

1.3.2. 钱花向国外变难了

上文中提到，贸易全球化是压低发达国家商品类通胀的重要原因，“钱花到了国外，而没有花在国内”，而这一趋势目前也在发生扭转，即“钱花向国外变难了”。从英国脱欧到特朗普政府与各国纷纷展开贸易战，当前世界上“去全球化”的力量越来越强。自 2013 年起贸易开放指数开始下降可以看出二战后长达 70 多年的全球化进程已经逆转。

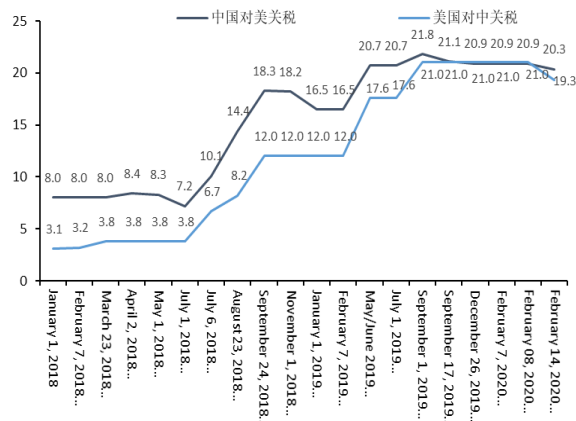
中美贸易战开始以来，美国对中国的平均进口关税由 3% 的水平提升至 20% 左右，即使在中美第一阶段协议达成之后，平均关税仍然维持在 20% 左右的水平，关税税率的提升使得拖累通胀的廉价进口商品变得不再廉价。随着去全球化趋势的愈演愈烈，贸易全球化对美国通胀的压制作用也将逐步减弱。

图 22: 贸易开放指数出现扭转



数据来源: 东北证券, Our World in Data

图 23: 中美贸易战开始以来关税水平飙升



数据来源: 东北证券, PIIE

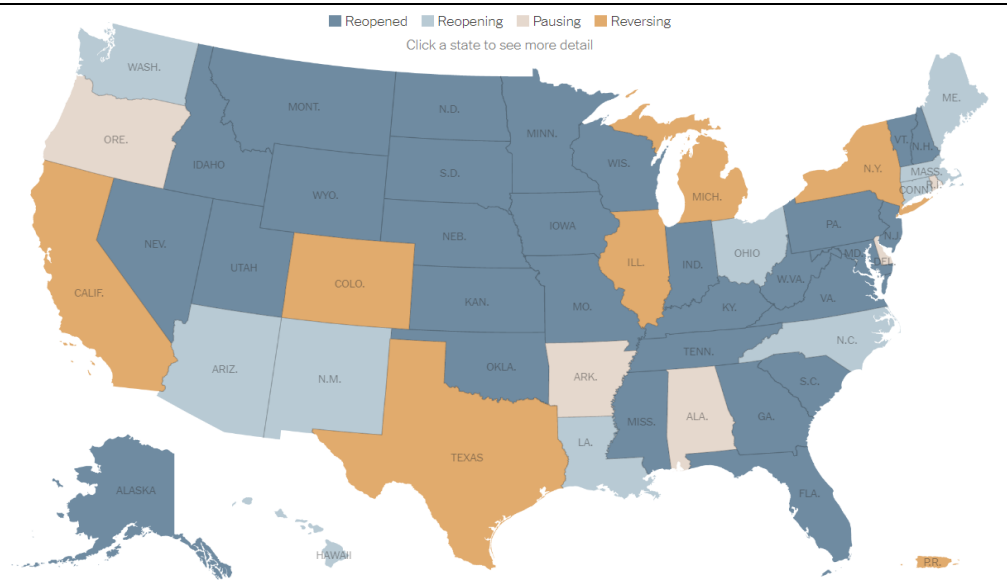
在疫情爆发之后, 很多发达国家意识到全球产业链对中国依赖度过高, 美国、日本等国纷纷提出“制造业回流”的计划。“制造业回流”如果发生, 将显著提高制成品的成本, 从而拉动价格上涨。虽然“制造业回流”的计划未必能够完全实现, 但代表了大多数发达国家的政治取向, 将加速“去全球化”的进程。

1.3.3. 花钱的人多了, 收钱的人少了

在互联网泡沫和金融危机之后, 美国经济核心矛盾表现为需求坍塌, 金融系统的崩溃导致全社会资产负债表收缩, 企业及居民消费和投资的意愿低迷, 而供给端未受直接冲击, 即“花钱的人很少, 而收钱的人很多”, 故而产生通缩压力。而新冠危机后则明显不同, 美国经济表现为“花钱的人多了, 但收钱的人少了”, 即供给端受到的冲击较需求端更大。

疫情后中国和西方国家复苏路径呈现出明显的差异。美欧等发达国家表现为“生产弱、需求强”。由于大规模的财政刺激托底需求, 居民消费等需求端迅速复苏, 但由于疫情控制不当、反复爆发, 生产端的恢复一直受阻。截至 10 月 12 日, 美国只有 29 个州完成重启, 其它 21 个州未能完全解封, 复工复产并不顺利。美国 8 月工业生产指数同比增速较 7 月更低, 可以看出生产端复苏困难。而中国情况则相反, 疫情控制得当、复工复产顺利, 生产端迅速复苏; 但并未推出强力的财政或货币刺激政策, 所以居民消费恢复较慢, 体现为“生产强、需求弱”的特点。

图 24: 美国经济重启状况



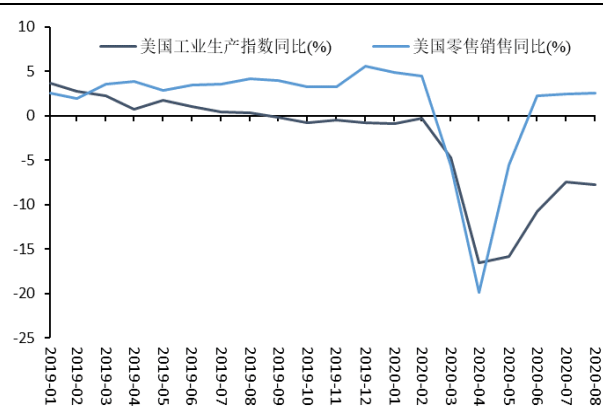
数据来源: 东北证券, NY Times

表 3: 美国经济重启状况统计

经济重启情况	州的个数
已完成重启	29
正在重启	10
暂停重启	6
回退至更早的封锁状态	9

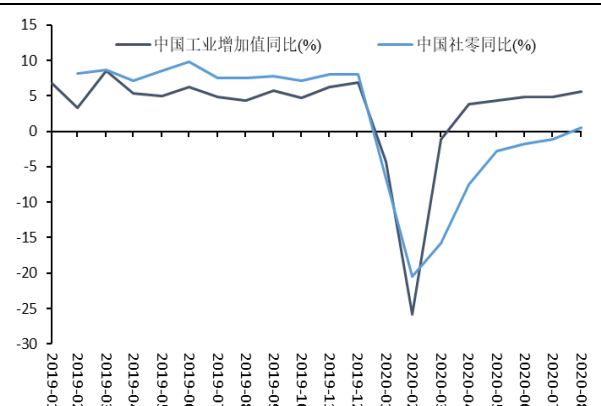
数据来源: 东北证券

图 25: 美国呈现“生产弱、需求强”的特点



数据来源: 东北证券, Wind

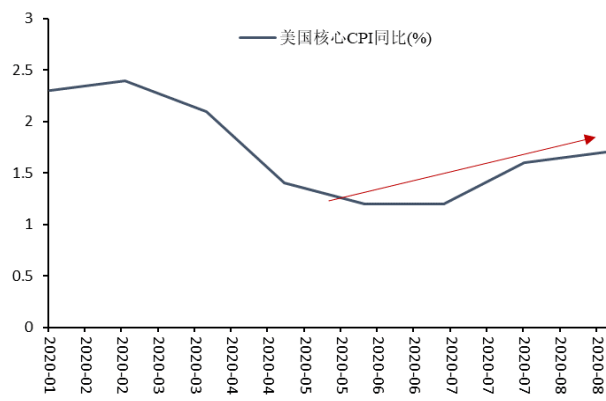
图 26: 中国呈现“生产强、需求弱”的特点



数据来源: 东北证券, Wind

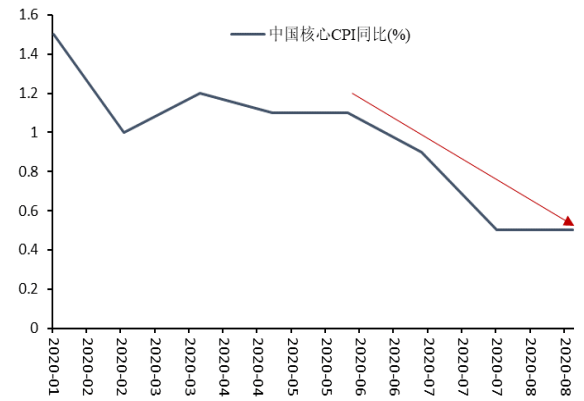
美国“生产弱、需求强”的格局导致通胀的压力,而中国相反,“生产强、需求弱”的格局导致通缩的趋势。从近期两国核心通胀的变化可以清晰地看出这一趋势,美国核心 CPI 持续超预期上行而中国核心 CPI 则较为低迷。

图 27: 美国通胀持续超预期上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 28: 中国通胀疲软



数据来源: 东北证券, Wind

疫情对生产端的冲击, 不仅表现为封锁带来的短期影响, 还存在长期的影响, 表现为疫情可能引发的劳动力再分配及大量科研项目停止。

美国近期对疫情的相关学术研究中, Barrero et al. (2020) 指出, 疫情会造成就业岗位的再分配。疫情使得居民生活和工作习惯发生变化。比如人们在学会如何不出门而在网上买所有需要的商品, 即使疫情过后, 很多人可能也会继续这一习惯。商务人员学会如何以更少的旅行来完成工作需要。国家之间的旅行限制达到空前的程度, 而在未来即使逐步解封, 在相当长的时间内也难以恢复疫情前的状态。这会导致社会经济结构发生一定变化因而造成结构性失业, 而在就业再分配过程中, 新工作岗位的再创造要滞后旧工作岗位的消失 1-2 年。这一过程中美国生产力将受到长期影响。

疫情导致全社会研发投入大幅降低, 也将在未来一段时间内影响社会生产力的提升。疫情爆发后, 美国大学、政府实验室及商业机构中与疫情无关的科研项目被大量关停。相关研究表明, 科研投资比实物投资对风险更加敏感, 其它一些无形资产投资比如工人培训等也在疫情中停止, 这些无形资产的投资减少, 将对未来全社会生产力的提升产生较为长期的影响。

生产端受到冲击是本次新冠危机与前两次危机显著不同的特点, 而供给坍塌往往会伴随较强的通胀压力。总体来说, 新冠疫情对经济的冲击, 不像互联网泡沫和金融危机的路径, 而是与战时更具备相似性, 给通胀带来上行压力。

综上所述, 从宏观视角来看, 本次新冠危机与前两次危机有明显不同, 财政政策与货币政策的配合促使货币流入实体经济, 同时生产端受到的短期及长期冲击也有助于推升通胀水平。我们认为当前市场可能存在两个核心的预期差: 一是市场可能低估了财政刺激对于需求的拉动作用; 二是市场可能低估了疫情对经济生产端的冲击。这两个因素将成为未来通胀超预期上行的原因。

不过从经验来看, 财政、货币到通胀的传导通常会有 2-3 年的时间滞后, 故而随着财政刺激的逐步退出及经济下行压力传导至通胀, 中期通胀水平会有一定下行压力。而后通胀会再度上行并高于过去 20 年的水平。

2. 美国通胀的微观视角

2.1. 美国 CPI 的结构变化

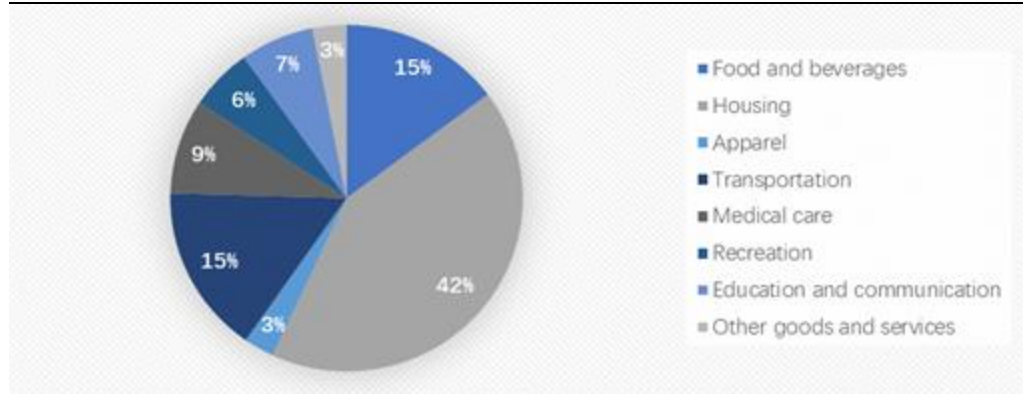
与中国相比，美国劳工统计局同样将 CPI 分为 8 大类别。美国历史上 CPI 大类别曾发生变化，体现各大类商品和服务在居民消费支出占比的变化。1968-1977 年美国 CPI 共有 8 个类，1978 年进行调整，把个人护理合并到其他商品与服务类别，8 大类变成 7 大类，1998 年再次调整，把教育与通信从其他商品与服务中抽出成为大类别，美国 CPI 再次含有 8 个商品类别，分类习惯一直持续到现在。反映出美国居民对个人护理类产品的消费力度缩减，教育与通信对美国居民消费的支撑力度日益增加。为了保证研究的可比性，我们将曾经作为大类的 9 项均列出进行统一分析比较。

表 4: 美国历史上 CPI 大类变化

时期	分类
1968-1977	食品，住宅，服装，交通运输，医疗保健，个人护理，阅读与娱乐，其他商品与服务
1978-1997	食品与饮料，住宅，服装，交通运输，医疗保健，娱乐，其他商品与服务
1998-2020	食品与饮料，住宅，服装，交通运输，医疗保健，娱乐，教育与通信，其他商品与服务

数据来源：东北证券

图 29: 2020 年美国 CPI 各类权重



数据来源：东北证券，BLS

我们以 1968 年以来每十年作为一个时间段来划分，可以看到 CPI 结构中各大类的贡献率变化有以下特点：

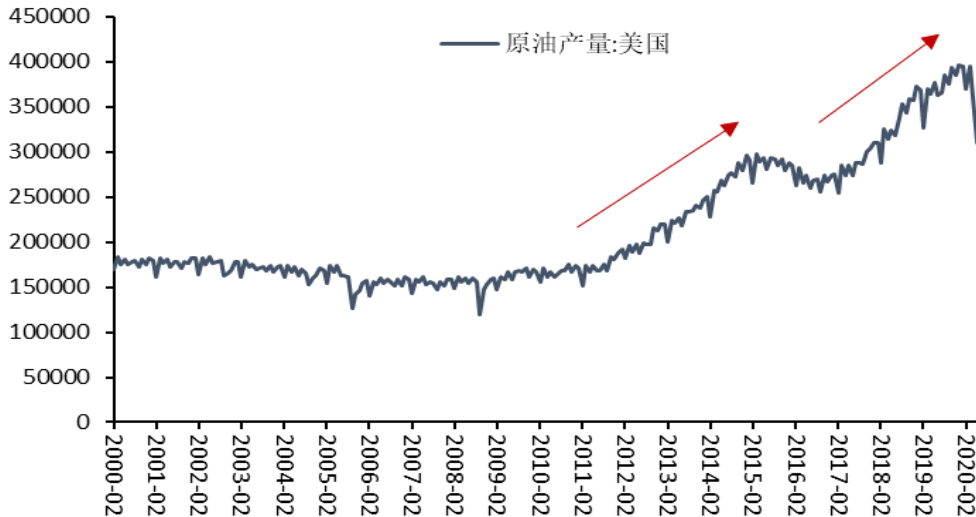
第一，住宅对 CPI 的贡献率在增加。这是由于美国近 20 年来货币宽松推动房价上涨，进而影响相关生活成本。

第二，服装类对于 CPI 的贡献减小甚至是负贡献。这体现了全球化对美国商品类 CPI 的影响，中国等发展中国家向美国出口大量的劳动密集型产品，压低了相关商品的价格。

第三，交通运输类贡献减小。这是由于近十年来油价始终较为低迷，尤其是美国页岩

页岩革命以来，石油产量在近些年来的快速上升，截至 2019 年 12 月，美国二叠纪盆地、巴肯、鹰滩等七大产区页岩油产量已突破 900 万桶/天，在原油总产量中比重达到 70%，充足的供给拉低了油价，也压低了交通运输类 CPI。

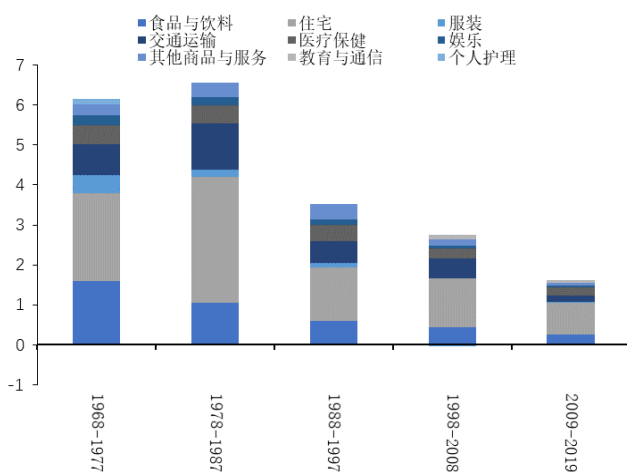
图 30: 美国国内原油供给量大增



数据来源：东北证券，Wind

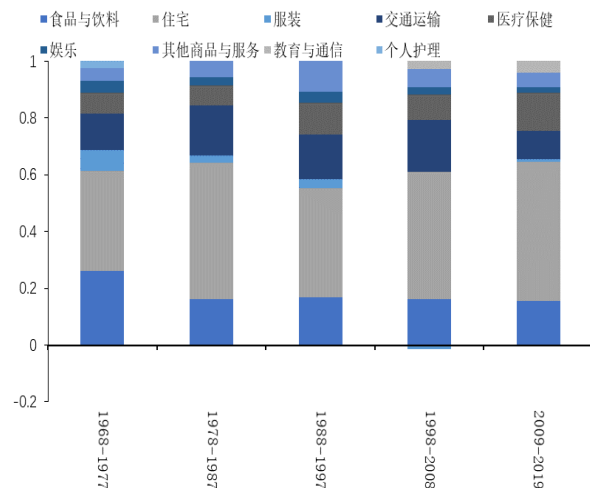
第四，医疗保健等服务类 CPI 贡献增加。这是因为服务部门大多数不可贸易部门，受到全球化的冲击较小，仍较为符合菲利普斯曲线。

图 31: CPI 各项的拉动率



数据来源：东北证券，Wind

图 32: CPI 各项的贡献率



数据来源：东北证券，Wind

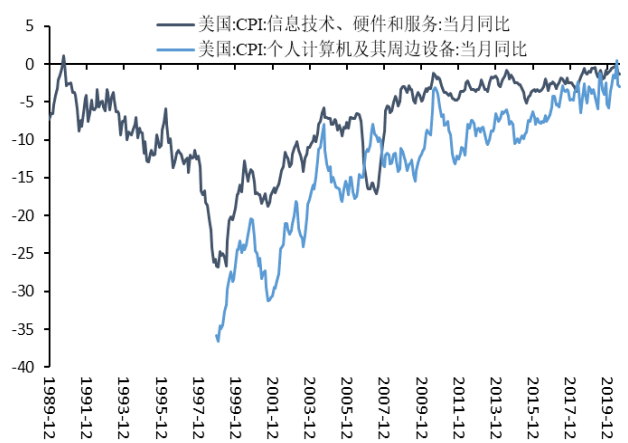
2.2. 信息类商品 CPI 的变化

在信息技术革命后，美国劳工统计局将信息类商品纳入 CPI 构建中。虽然信息类商品权重不高，但早期价格下跌十分迅速，也引人关注。尤其是互联网泡沫时期，价格每年大幅下跌，而后逐步企稳。

信息类商品价格变化幅度主要受技术进步速度影响，摩尔定律之下，高科技产品早期更新迭代十分迅速，导致产品价格迅速下降。1987年至2000年，美国信息技术和计算机相关行业全要素生产率（TFP）年增长率逐期增加，科技迅速发展，生产效率持续提高，综合生产成本大幅下降，带动信息技术和计算机产品价格同比负增长，且降幅逐年扩大。尤其在1995年至2000年期间，电脑及周边设备、半导体和电子元器件行业全要素生产率的年增长率达到峰值，科技进步飞快，科技产品定价下降幅度达到历史最高点。但自2000年开始，全要素生产率年平均变化率转增为跌，在2007年到2018年区间，除影音设备外，高科技相关产业全要素生产率年平均增长率全部低于1%，技术进步放缓，生产效率改善不及前期，成本下降幅度收窄，支撑信息技术和计算机产品价格。

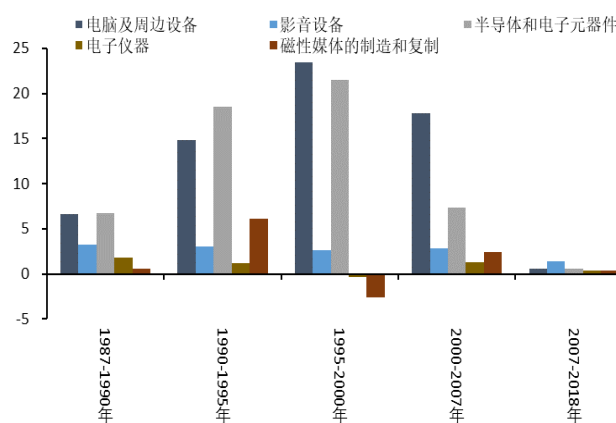
我们预计，随着科技进步速度放缓及知识产权保护机制的完善，美国信息技术和计算机相关产品CPI同比降幅将继续缩窄，或将出现同比正增长。

图 33: 信息类商品价格大幅下跌



数据来源：东北证券，Wind

图 34: 科技类商品全要素生产率年均变化率



数据来源：东北证券，BLS

2.3. 美国 CPI 的拆解及预测

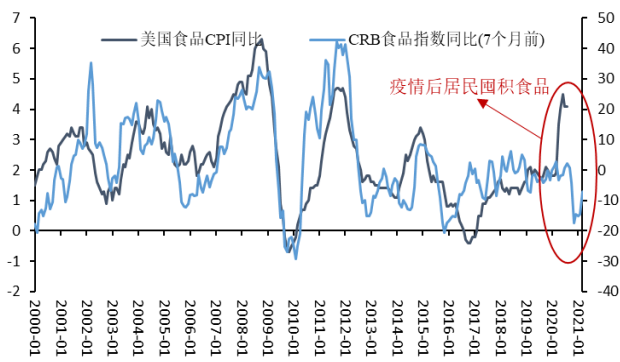
我们将CPI拆分为非核心CPI及核心CPI，非核心CPI分为食品类和能源类，核心CPI分为商品类核心CPI和服务类核心CPI。

2.3.1. 食品类CPI

美国CPI中食品项权重为13.771%。CRB食品指数领先食品CPI约7个月，从走势来看，疫情后食品应该下跌而非上涨，但疫情导致的大封锁引发居民恐慌性囤积食品，加之物流受阻等原因，疫情后食品CPI不降反升，同比高达4%以上。

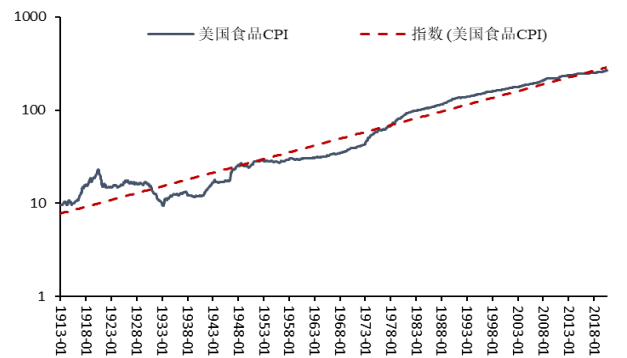
我们认为短期内由于美国疫情不断反复、很多州仍未能完全开放，在几个月内食品价格会有所回落但仍会处于偏高位置。中期来看，食品价格通常偏离趋势线不多，预计随着疫情常态化和经济解除封锁，中期内食品价格应回落至正常水平。长期来看随着整体通胀中枢的上升，食品价格中枢也有望抬升，比如大通胀时期食品价格也出现了明显上涨。

图 35: CRB 食品指数为 CPI 的领先指标



数据来源：东北证券，Wind

图 36: 食品类 CPI 通胀偏离趋势线不多

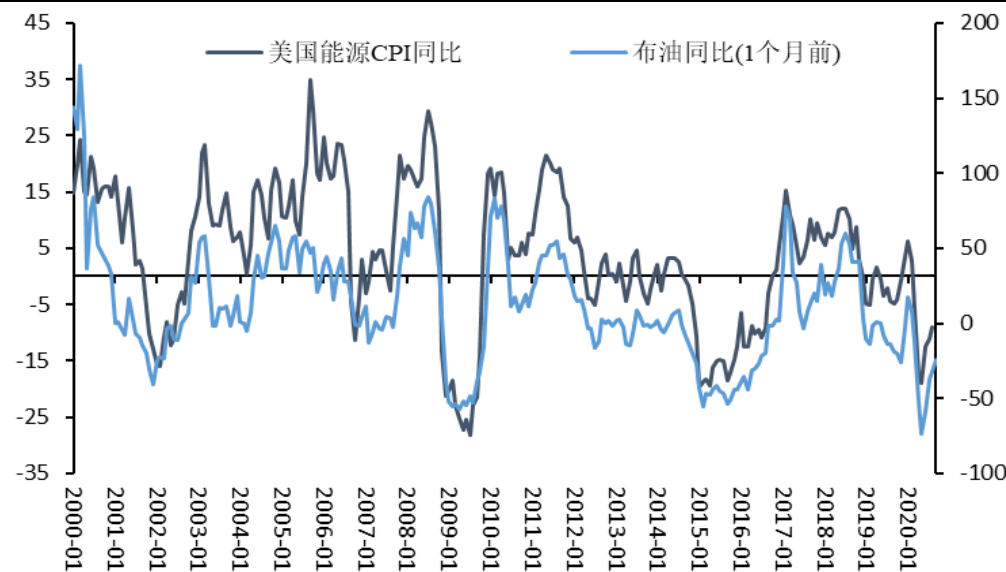


数据来源：东北证券，Wind

2.3.2. 能源类 CPI

美国 CPI 中能源权重为 6.706%，虽然占比不高，但波动极高，对 CPI 影响显著。布油同比领先能源 CPI 一个月左右。疫情后油价大跌，4 月份原油期货一度跌至负值，布油现货价格跌至接近 10 美元/桶，进而引起能源 CPI 大幅下行。

图 37: 油价为能源类 CPI 的领先指标



数据来源：东北证券，Wind

我们认为油价在较长时间内难有大涨。本次危机与 2008 年金融危机后的全球经济的背景不同：2008 年发达经济体陷入危机，但以中国为代表的新兴经济体复苏强劲，拉动全球需求回暖，油价在 2011 年出现了大幅上涨。但本次危机对全球各国都造成了巨大打击，且疫情后中国未推出强力刺激政策，目前多数新兴经济体仍深陷疫情危机之中，全球经济引擎弱化，难以支撑油价大涨。

从海外各机构及投行的相关预测来看，市场对于明年布伦特原油价格的预期大约在 40-60 美元/桶的水平。明年上半年尤其是 4、5 月份，由于基数原因油价同比将有明显上涨，对整体 CPI 起到拉动作用，但随后的拉动作用会趋弱。

表 5: 海外各机构和投行对油价的预测

机构	2020	2021	预测时间
EIA	41.9	49.07	2020/9/11
IMF	36.9	39.45	2020/9/11
OECD	40.17	40.5	2020/9/16
高盛	-	58	2020/9/12
普氏能源资讯	45	-	2020/9/15
盛宝银行	-	50+	2020/9/12
花旗银行	48	55	2020/9/15
世界银行	35	42	2020/9/16
美国银行	43	50	2020/8/18
欧盟委员会	57.4	56.1	2020/9/16

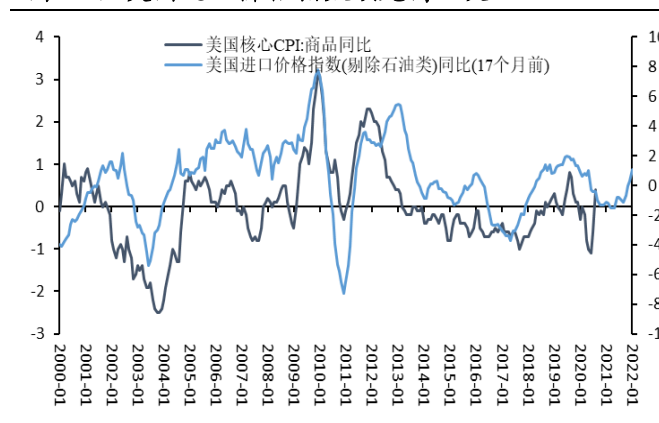
数据来源: 东北证券整理

2.3.3. 核心 CPI 商品类

核心 CPI 中商品项的权重为 20.137%。进口商品对美国国内商品价格影响较大。进口价格指数（剔除石油类）领先商品 CPI 大约 17 个月左右。

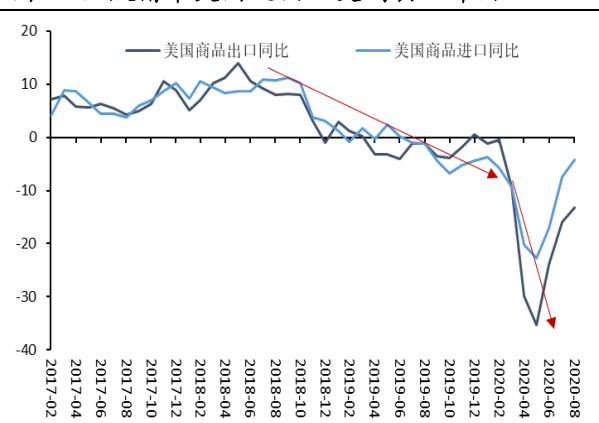
我们认为短期内由于国际贸易受阻、且美国居民消费逐步恢复，商品价格处于较快提升阶段。虽然疫情后美国进出口也在逐步恢复，但到目前为止同比仍负增长较多，供给受限。中期随着财政刺激逐步退出及国际贸易的恢复，居民消费能力会受到一定影响，供给侧进口将提升，商品类 CPI 有下行压力。长期来看随着货币对通胀的传导作用逐渐显现及去全球化趋势的延续，商品类 CPI 同比中枢有望提升。

图 38: 美国进口价格指数领先商品类 CPI



数据来源: 东北证券, Wind

图 39: 疫情中美国进出口受到明显冲击



数据来源: 东北证券, Wind

2.3.4. 核心 CPI 服务类

服务 CPI 权重为 59.387%，与商品不同，服务业大多为不可贸易部门，受全球化贸易的影响相对较小，仍然较符合菲利普斯曲线。背后的逻辑是居民收入决定了劳工成本和消费需求，进而影响服务类价格。美国人均可支配收入同比领先服务类 CPI 同比大约 13 个月。

短期在财政刺激的支持下，很多工人失业金高于工资，就业意愿偏低，服务业劳动力供给相对短缺，服务类 CPI 可能继续回升。

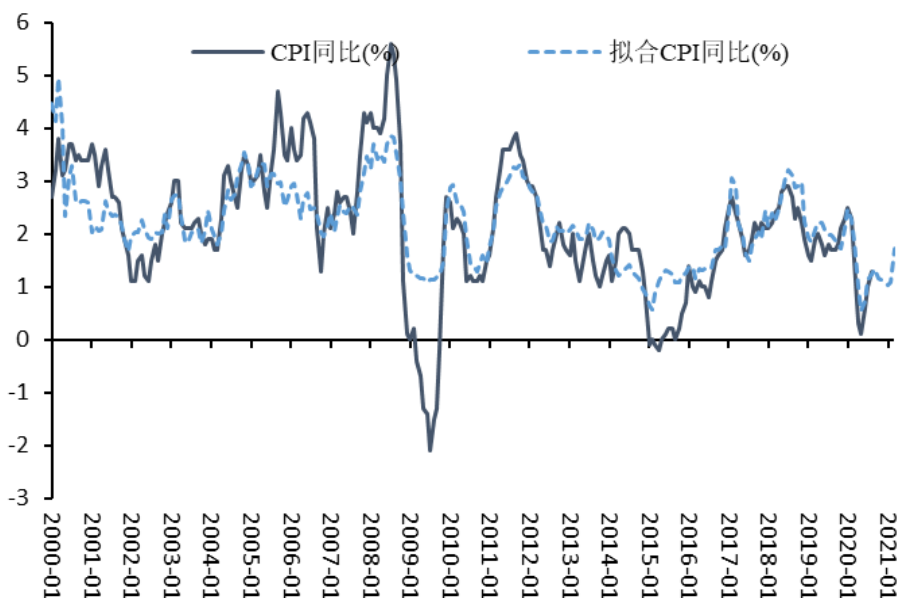
中期来看，就业市场的情况是决定服务类 CPI 价格的核心因素，如果就业市场持续向好、劳动力需求强劲，则服务类 CPI 有望继续上行；如果就业市场恢复不佳，劳动力需求较弱，则服务类 CPI 则下行压力。虽然近几个月来美国失业率迅速下降，但主要是疫情封锁期间被裁员的临时工快速回归的结果，美国永久性失业人数仍在增加，且近期有加速增长的趋势。历史经验来看，永久性失业人数与失业率是相当同步的指标，但在本次疫情后出现明显分化，反映出美国经济衰退对就业市场产生的压力仍在持续，就业市场尚未出现真正的拐点，未来失业率下降速度会出现明显放缓，难以较快回落至疫情前的低位。由于就业市场对服务类 CPI 的领先性，我们认为中期服务类 CPI 会出现向下的压力。

长期来看，随着就业市场的恢复和整体通胀中枢的抬升，服务 CPI 将再度上行。

2.3.5. 美国 CPI 预测

我们利用上述各前瞻性指标对美国 CPI 做出拟合，对历史数据的拟合度较好。以此推测，CPI 在中期压力不大，明年会 3、4 月份会因为基数效应出现一定抬升。但需要注意的是，由于疫情的特殊性，在当前宏观背景下大多数前瞻性指标都将失效，所以模型拟合结果只能做参考，误差可能很大。

图 40: 美国 CPI 的模型拟合



数据来源：东北证券，Wind

我们综合考虑疫情及财政、货币政策对通胀的短期、中期和长期的冲击，预计短期内核心 CPI 仍将修复；中期有再度下行压力，但幅度不大；长期 CPI 核心 CPI 高点将超过金融危机之后高点，总体 CPI 可能超过 3%但存在较大不确定性，主要看油价的恢复程度。美联储新框架下，长期中枢也有望明显高于过去十年的水平。

表 6: 美国 CPI 预测

类别	权重	短期中枢(%)	中期中枢(%)	长期高点(%)
食品	13.77%	4	1.4	4
能源	6.71%	-7	5.5	6
核心 CPI 商品	20.14%	0.5	0	3.5
核心 CPI 服务	59.39%	2.2	1.5	3
核心 CPI	79.52%	1.77	1.12	3.13
CPI	100%	1.49	1.45	3.44

数据来源：东北证券测算

3. 通胀中枢抬升有何影响

通过上文的分析，我们认为美国长期通胀中枢有望明显抬升，这也将对货币政策和各类资产价格产生明显影响。

3.1. 货币政策在较长时间内不会因通胀而收紧

如果通胀中枢抬升的逻辑成立，市场首先担忧的问题就是美联储是否会因此提前收紧货币政策。我们认为在较长时间内无需担忧货币政策过快收紧，主要有以下原因：

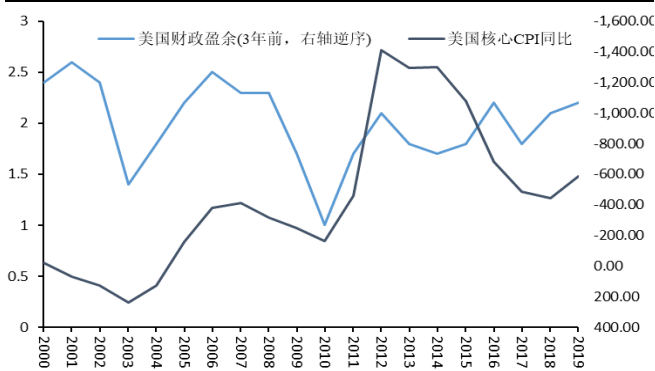
第一，美联储新框架以平均通胀为目标，即一段时间内的平均通胀达到 2% 的目标。所以如果通胀短期内超过 2% 不会引发美联储过快采取行动。而且美联储锚定的通胀指标是核心 PCE，经验上来讲核心 PCE 会稍低于核心 CPI，这也有助于降低美联储对通胀的敏感度。

第二，从货币、财政政策传导到通胀通常有 2~3 年的时间滞后。经验上来看，超发的货币在实体经济中的逐渐流通再到通胀抬升都有一个较慢的过程，在这期间美国通胀不会有明显的压力，所以美联储也无需过早担忧通胀问题，从而继续维持宽松的货币政策。

第三，历史经验上来看，美国政府债务率与利率水平呈现明显反向的关系。即美国政府债务率过高之时，美联储很难收紧货币政策。从去年开始市场发现当前美联储独立性变弱了，同样在二战时期美联储独立性也较弱，而宏观背景同样是美国政府债务率高企。我们认为美联储独立性的削弱并非因为鲍威尔屈从于特朗普的政治压力，而是在美国政府债务率过高的情况下，美联储不得不采取极度宽松的货币政策以避免政府出现债务危机。相比之下，沃尔克时期是美联储独立性最强的时期，而当时也正是美国政府债务率最低的时期，宏观的环境给予了沃尔克极大的货币政策操作空间，所以可以铁腕加息治理通胀。但目前美联储并不具备这一条件，收紧货币政策对于美联储而言是一个很难的决定。

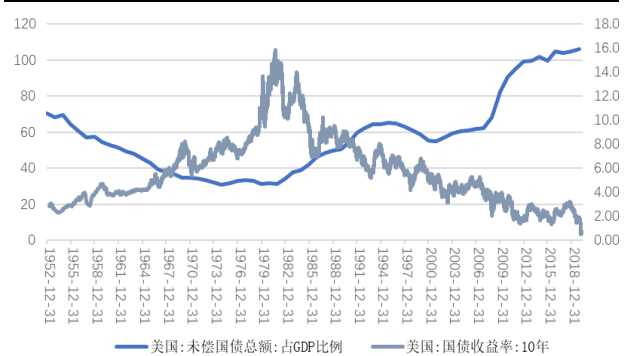
因为以上几个理由，我们认为美联储在较长时间内仍将维持非常宽松的货币政策。当然如果出现极端情况，比如通胀到来的比我们预计的更快、更高，也不排除美联储会被迫提前采取收紧行动。

图 41: 美国政策刺激传导至通胀会有时滞



数据来源：东北证券，Wind

图 42: 美国政府债务率与利率呈反向关系

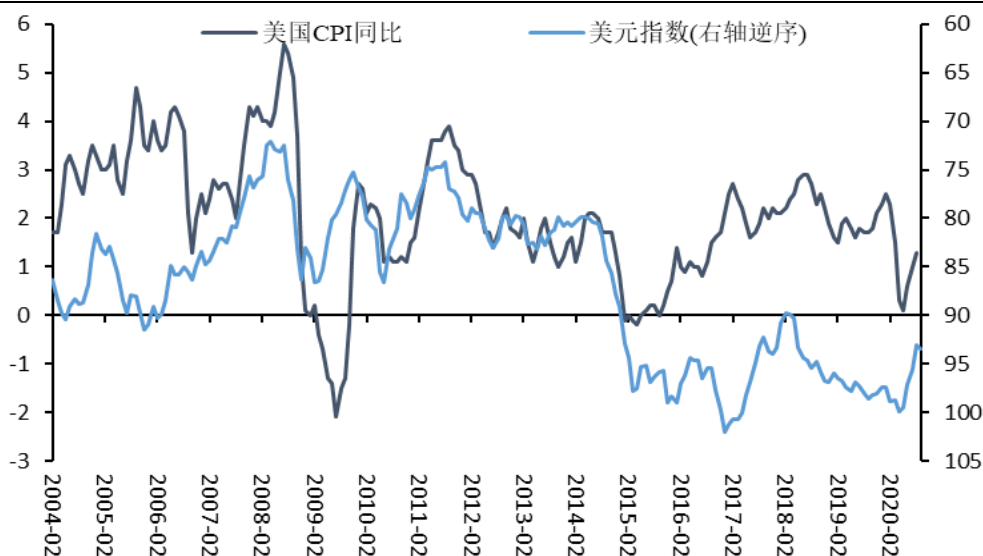


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 美元进入贬值周期

美元指数与美国通胀水平呈现明显反向关系。美国通胀中枢的抬升会削弱美元的购买力进而削弱美元信用，从而导致美元贬值。即使在 2000 年以来市场普遍认为美国通胀“已经消失”是时段里，美元指数和美国通胀的反向关系仍然非常明显，在绝大多数情况下拐点都是一致的。

图 43: 美元指数与美国通胀呈反向关系



数据来源：东北证券，Wind

当然在短期之内，由于英国脱欧、欧洲疫情二次爆发和美国财政刺激谈判僵持等原因，欧元和英镑大幅贬值，美元获得明显支撑。但随着这些风险因素逐步消退，美元将延续此前的贬值趋势，过量的货币投放和长期通胀中枢的抬升都将促使美元指数下行。

3.3. 贵金属具备长期上涨动力

我们在 6 月初的报告《黄金牛市未完待续》中曾经预判了贵金属的上涨，此后 7 月

下旬开始贵金属出现了一轮暴涨，这一轮上涨的核心驱动力是实际利率的下行。

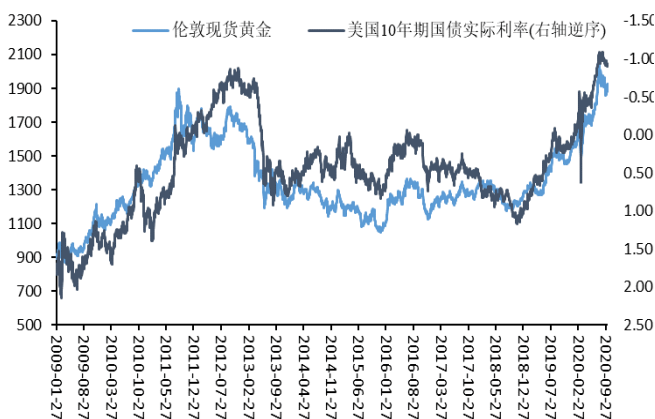
随后由于美联储没有加码货币政策，名义利率下行受阻，同时美国财政刺激谈判陷入僵局，通胀预期上行受阻，所以实际利率出现了震荡和反复，贵金属也随之进入震荡调整区间。

9月以来由于英国脱欧谈判出现新的风险、欧洲疫情二次爆发，美元指数止跌回升，导致贵金属大幅下跌。这一时期美元指数是贵金属行情的核心驱动力。

短期内较多的不确定性导致贵金属出现宽幅震荡，但长期来看我们认为贵金属仍具备上涨的动力。贵金属的长期行情主要取决于实际利率的变化。名义利率方面，上文已经分析过，美国10年期国债利率未来即使上行，空间也将极其有限。而从通胀的角度来看，美国通胀预期上行的空间则很大。

目前市场的资产定价所隐含的通胀预期处于历史较低水平，即市场普遍认为本次美联储及财政部史无前例的刺激政策过后，美国通胀仍将处于极低的水平。这里就很有可能会出现预期差，一旦市场意识到本次危机后的背景与此前不同，则通胀预期可以上升空间很大。美国实际利率与贵金属的关系并非线性，而是凸性，即当实际利率处于极低的水平之时，实际利率的下行会导致贵金属更大的涨幅。我们认为随着未来通胀预期的逐步抬升，贵金属仍将获得上涨的动能。

图 44: 黄金与美国实际利率走势一致



数据来源：东北证券，Wind

图 45: 美国通胀预期仍处于很低的水平



数据来源：东北证券，Wind

风险提示:

1. 美国财政刺激未能顺利推出。
2. 美联储出于其它考量过早收紧货币政策。
3. 美国经济复苏不及预期导致需求大幅下行。

分析师简介:

沈新风:东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野:美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰:上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究助理。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn