海外机构对通胀下股市走势的分析

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

——————他山之石·海外精译第 257 期

❖ **背景： 流动性释放之后通胀预期不断上升。**

随着去年以来大量货币的投放，现阶段通胀趋势越加明显。为了了解海外机构对于抗通胀资产的看法，我们编译整理了 Alliancebernstein 的 Walt Czaicki、David Wong 与 Schroders 的 Cean Markowicz（分别发表于 2021 年 3 月 25 日、2021 年 3 月 24 日）的观点，供市场参考和交流。

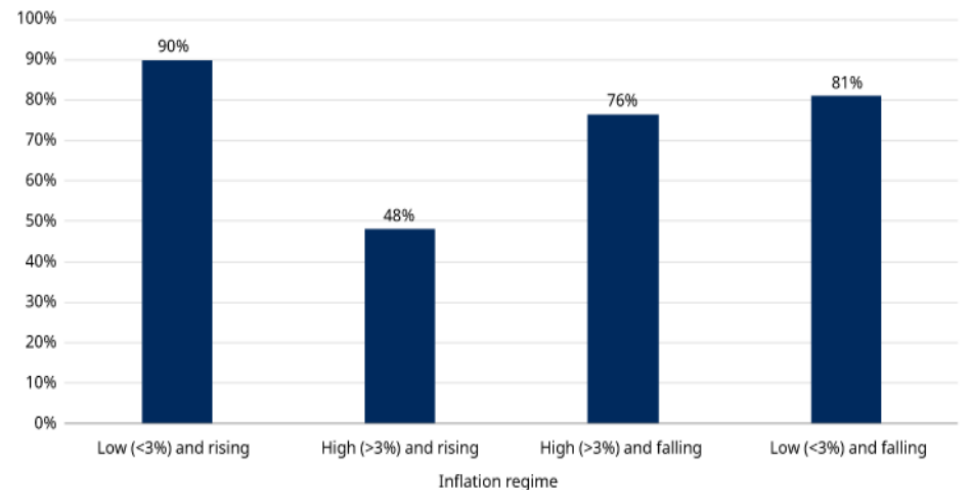
❖ **预期通胀的不断上升**

Schroders 的 Cean Markowicz 指出美国新一轮财政刺激措施可能引发更高的通胀。Alliancebernstein 的 Walt Czaicki、David Wong 也指出受美国正在进行的 1.9 万亿美元的大规模刺激计划以及正在规划的至少 3 万亿美元基础设施重建计划的影响，通胀存在进一步上升的空间。

❖ **股票的抗通胀能力**

Schroders 的 Cean Markowicz 指出适度的通胀通常对股市有利，因为积极的经济增长会带来企业利润增长，推动股价上涨。但是如果经济过热导致通胀不断走高，股票收益率可能也会出现一些波动。研究发现当通货膨胀率从低位开始上升的时候（平均低于 3%），90%的概率下股票市场的收益率要优于通货膨胀率。但是，当通货膨胀率居高不下时（平均超过 3%），股票市场的表现经常不尽如人意。 Alliancebernstein 的 Walt Czaicki、David Wong 也指出自 1948 年以来，当通货膨胀率处于 2%-4%的水平时，美股的平均季度收益率为 2.7%。当通货膨胀率超过 4%时，股票平均收益率下降至 1.0%。

图 1： 不同通货膨胀率水平下的股票市场的表现



资料来源：Schroders，川财证券研究所

Schroders 的 Cean Markowicz 认为只要成本的增长速度低于收入的增长速度，企业的名义利润率会不断上升。通货膨胀水平越高，市场要求的折现率越大，

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2021/04/02

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

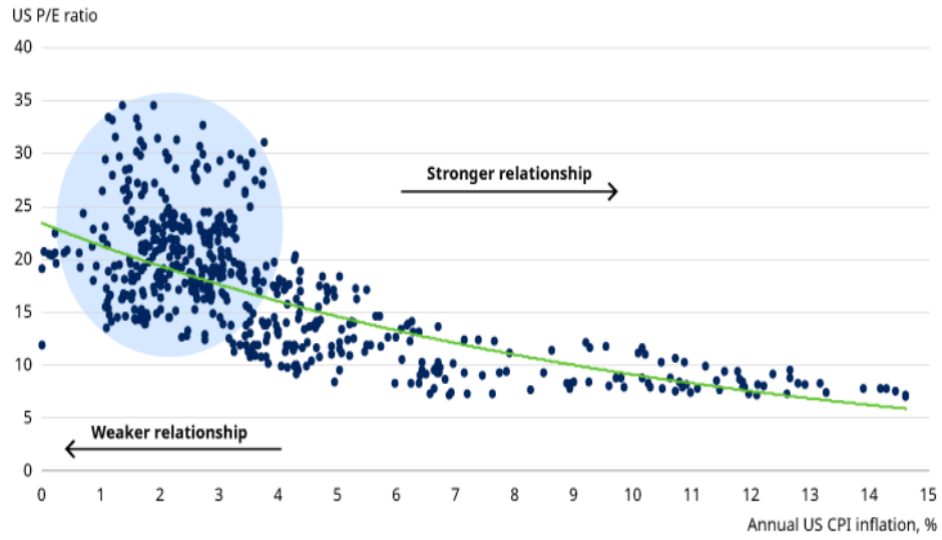
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

股票市场 PE 越低。但是这种关系在低通胀水平（例如低于 3%）下更为模糊，其他因素可能是推动估值上升的主要原因。

图 2： 美国股票 PE 与通货膨胀率的相关关系

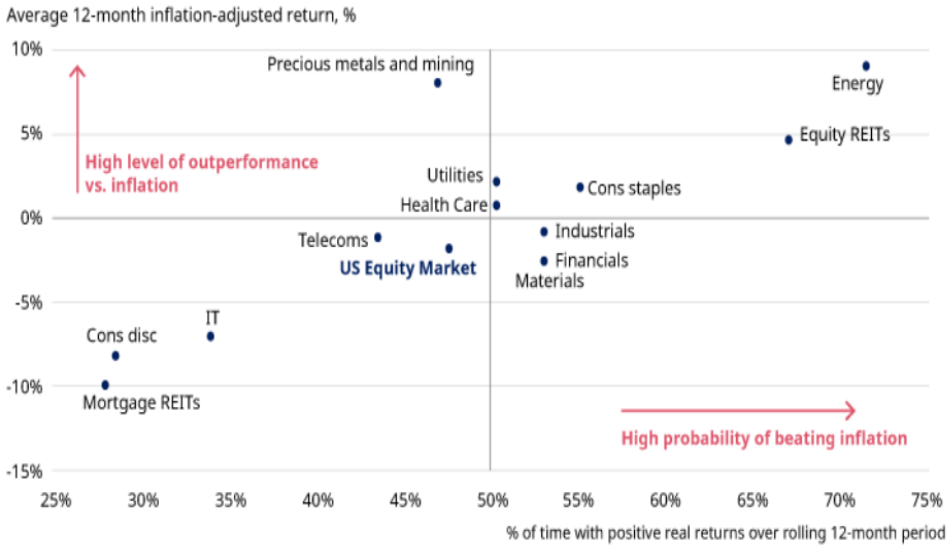


资料来源：Schroders，川财证券研究所

❖ **通胀背景下，股票市场潜在的投资机会**

Schroders 的 Cean Markowic 指出包括石油和天然气公司在内的能源行业能够有效的抗击通胀。能源行业 71%的表现优于通货膨胀，平均每年的实际回报率为 9.0%。能源企业的收入与能源价格挂钩，而能源价格是通胀指数的重要组成部分，因此当通货膨胀上升时能源企业表现优异。股权 REITs 也可以有效抗击通胀，股权 REITs 在 67%时间里的收益率高于通货膨胀率，平均实际回报率为 4.7%，而债权 REITs 表现较差，因为需要通过降低票面价格弥补通货膨胀。

图 3： 高通胀率情况下美国股市不同行业表现



资料来源：Schroders，川财证券研究所

Schroders 的 Cean Markowic 还指出现金流短期内增长快的企业更具有优势，如金融行业，而高科技企业现金流的长期增长要多于短期增长，导致现金流现值下降。Alliancebernstein 的 Walt Czaicki、David Wong 也指出通货膨胀率上升会侵蚀实际投资回报的价值，并导致利率上升进而提高了股票的折现率，这往往会降低成长性股票的估值。不同行业的股票对通货膨胀的反应不同，投资者应该更关注利率上升时表现更好的股票。

风险提示

美联储政策超预期；经济增长不及预期；全球地缘政治风险的上升；全球范围黑天鹅事件。

本期报告编译自 Alliancebernstein 的 Walt Czaicki、David Wong 与 Schroders 的 Cean Markowicz 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399