

股票是通胀保值资产

- 名义利率的变动可被拆分为真实利率和通胀预期两个部分。股票应该被类比为通胀保值债券，而不是普通债券。通胀上行往往伴随着股价上升，而真实利率上升则倾向于压制股票价格。
- 2021 年 2 月下旬到 3 月初美股调整的主要原因在于美国真实利率的上升。要预判美股下一步的走向，更需关注美国国债真实利率的走势。
- 不能因为美国国债名义利率的走高就认为美股上行趋势到了尾声。通胀预期带来的名义利率上升有利于股价上扬。而真实利率带来的名义利率上升则很可能引发美联储的进一步宽松政策。
- 近一年的全球股市有较高同步性。在全球股市近期走势的对比中，A 股明显偏弱。考虑到中国经济复苏前景仍然看好，相信 A 股有追上其他国家股指，弥合近期负超额收益的可能。

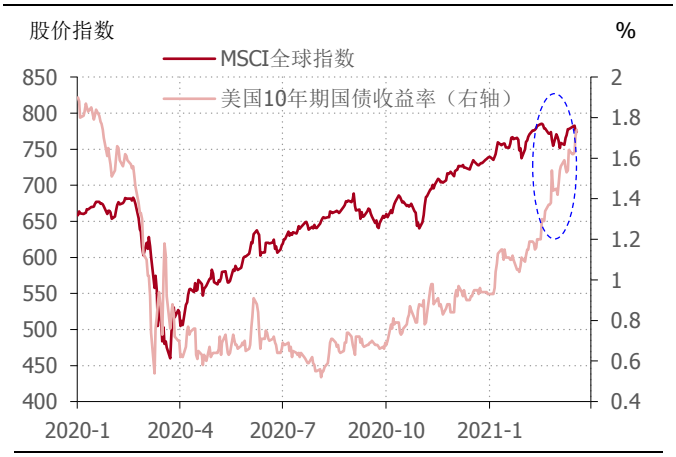
中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2021 年 2 月下旬到 3 月初，全球股市有一波比较明显的调整。有不少投资者认为，同期美国国债收益率的明显攀升引发了这波股市调整。（图表 1）

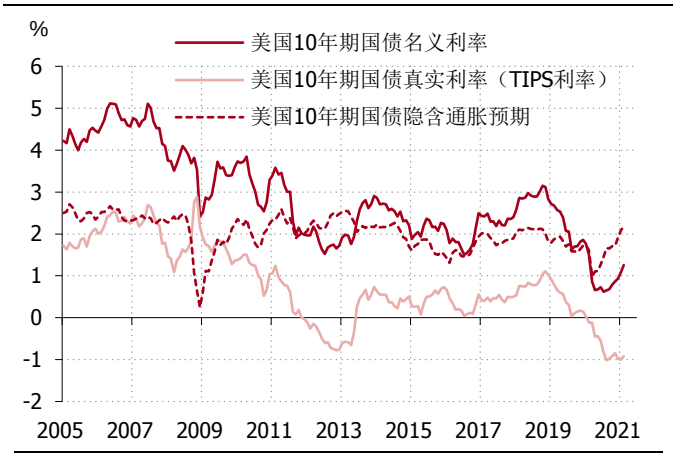
图表 1. 2021 年 2 月下旬到 3 月初，美国国债收益率的上升伴随着全球股市的调整



资料来源：万得，中银证券

市场普遍关注的是美国国债名义利率。从 2020 年底到现在，美国 10 年期国债利率已经从 0.9%上升到了 1.7%，完全逆转了始于 2019 年的下行趋势。**名义利率的变动可被拆分为真实利率和通胀预期两个部分**。美国 10 年期通胀保值国债（TIPS）的利率可被视为真实利率的表征（以下将 10 年期通胀保值国债利率称为美国 10 年期国债真实利率）。相应地，美国 10 年期国债名义率与真实利率之差就是市场对通胀的预期。目前，美国 10 年期国债真实利率仍处在负利率区间，远低于新冠疫情爆发之前；而通胀预期则已经回到了疫情之前水平。（图表 2）

图表 2. 美国国债名义利率的上升可被拆解为真实利率和通胀预期两部分

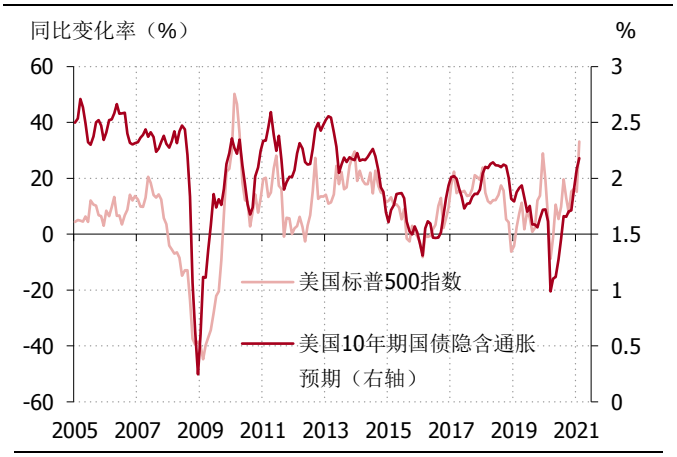


资料来源：万得，中银证券

分析名义利率对股票价格的影响时，必须要注意到**股票应该被类比为通胀保值债券，而不是普通债券**。这是因为作为股票长期回报的上市公司盈利，会跟随通胀的变化而变化——通胀越高，企业用货币计价的盈利越多。这跟名义回报被固定下来，不随通胀而变化的普通债券有根本不同。所以，尽管通胀预期上升和真实利率上升都会导致名义利率上升，但二者对股票市场的影响有很大差别。

当名义利率因为通胀预期上升而上升时，估算股票价格的贴现率固然会上升，但预期的盈利也同时走高。估值下降和盈利预期上升两种作用相互抵消，使得股票价格所受的影响较小。事实上，通胀一般顺周期运动，通胀上升时经济形势往往向好。此时，扣除了价格因素之后的真实盈利也倾向于上升。因此，当名义利率因通胀预期而上行时，企业名义盈利会受到通胀和真实盈利的双重推升，对股价的抬升作用往往大于名义利率上升带来的估值下降作用。所以，**通胀预期上行往往伴令股价走高**。这一点在美国数据中可以得到印证——**美国国债隐含通胀预期与美股标普 500 指数涨幅明显正相关**。（图表 3）

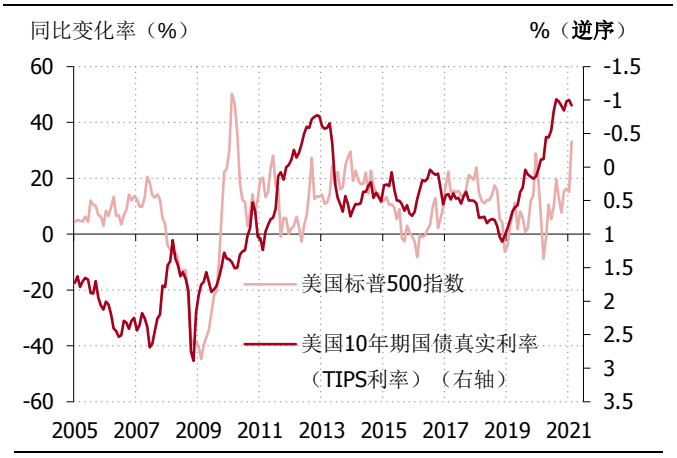
图表 3. 美国通胀预期上升利好美国股市



资料来源：万得，中银证券

但当名义利率因真实利率上升而上升时，股票就只能感受到贴现率上升对估值带来的压力，因而会让股价走低。这意味着**真实利率上升倾向于压制股票价格**。过去十几年，**美国国债真实利率与美股标普 500 涨幅明显负相关**。（图表 4）

图表 4. 美国真实利率的上升通常利空美国股市



资料来源：万得，中银证券

有了以上的准备，我们应该知道不能笼统地说美国国债名义利率上升会让美国股市涨或跌，而需要区分国债利率上升的动因。在 2021 年 2 月下旬到 3 月初，美国国债真实利率显著上升，同期国债隐含通胀预期反而有所回落。从不同指标的走势对比来看，美股这波调整的主要原因在于美国真实利率的上升。因此，**要预判美股下一步的走向，更需关注美国国债真实利率的走势**。（图表 5）

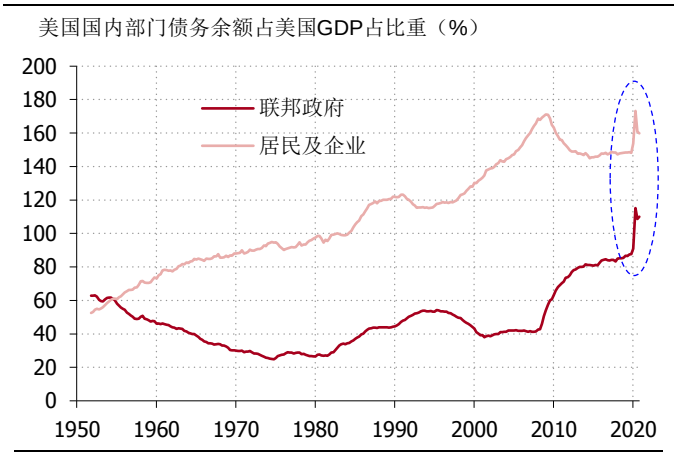
图表 5. 2021 年 2 月下旬到 3 月初美股调整时，美国真实利率上升，但通胀预期有所下降



资料来源：万得，中银证券

2020 年新冠疫情爆发之后，美国采取了极其宽松的财政和货币政策来对冲疫情的影响。其结果是美国联邦政府债务大规模膨胀。2020 年末，美国联邦政府债务存量占美国 GDP 比重接近 110%，创下第二次世界大战结束之后的新纪录。很显然，**国债可持续性是当前美国政府必须要重点考虑的问题**。（图表 1 图表 6）

图表 6. 2020 年，美国联邦政府债务余额占美国 GDP 比重处在第二次世界大战之后的最高水平



资料来源：万得，中银证券

从维护债务稳定性的角度来看，通胀预期上升引发的名义利率上升并不可怕，反倒有利于通过通胀来稀释存量债务。但**真实利率上升则会增加美国政府的真实偿债压力，很难为债台高筑的美国政府所接受**。所以，**如果美国国债真实利率进一步明显走高，美联储很可能会出台进一步货币宽松举措来抑制利率的上升**。“扭转操作”（Operation Twist，美联储买入长期国债、卖出短期国债）和“收益率曲线控制”（Yield Curve Control，美联储通过债券回购来将特定期限的债券利率控制在目标水平）目前市场讨论得比较多，很可能是美联储下一步的选择。

不能因为美国国债名义利率的走高就认为美股上行趋势到了尾声。通胀预期带来的名义利率上升有利于股价上扬。而真实利率带来的名义利率上升则很可能引发美联储的进一步宽松政策。这种“美联储宽松期权”的存在也会支撑美股。美股要真正拐头向下，应该要等到美国通胀上升至高位，尤其是消费者所感受到的物价水平过快上涨，从而引发美联储货币政策全面转向紧缩之时。要等到那一幕的发生，应该还有很长的时间。

2020 年年初以来，全球共同受到了新冠疫情的冲击，各国也同步推行了极其宽松的宏观政策。这使得**近一年的全球股市有较高同步性**。因为美国是全球总需求的主要创造者，美联储是全球各国央行的参照对象，所以美股也成为全球各国股市的引领者。2021 年 2、3 月间，当美股因美国国债真实利率上升而调整时，全球各国股市也随之调整。不过，美股已经从此轮调整的低点回升，带动全球各国股指回暖。在全球各国股市中，A 股是一个明显的例外，当前股价指数仍明显低于 2 月中旬。**在全球股市近期走势的对比中，A 股明显偏弱**。考虑到今年 1、2 月份中国经济环比增速仍然强劲，经济复苏前景看好，相信 **A 股有追上其他国家股指，弥合近期负超额收益的可能**。（图表 7）

图表 7. 近一个月来，A 股明显弱于全球股市；从全球股市比价的角度来看，A 股有反弹的可能



资料来源：万得，中银证券

（完）

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371