2020 年 11 月 10 日

美国通胀或将归来

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@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，美国和德国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

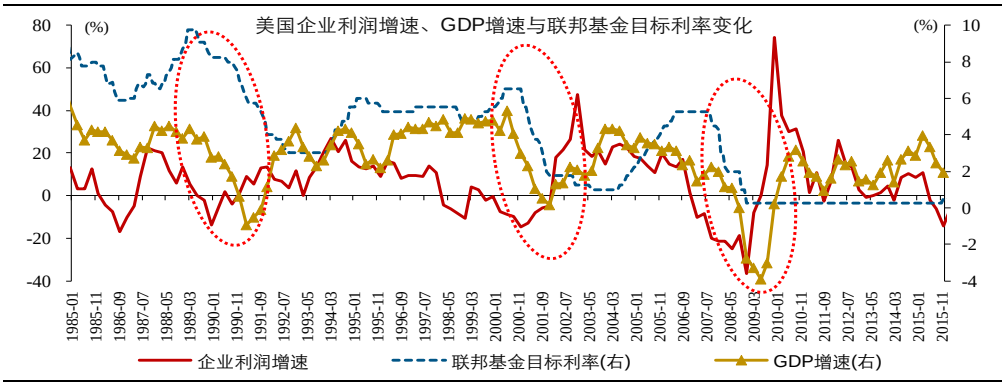
随着疫情影响逐渐可控，美国库存周期或逐步启动，经济修复加快，通胀魅影随之而现。受此影响，长端美债利率或进入上行通道，并加大全球主要资本市场波动。

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

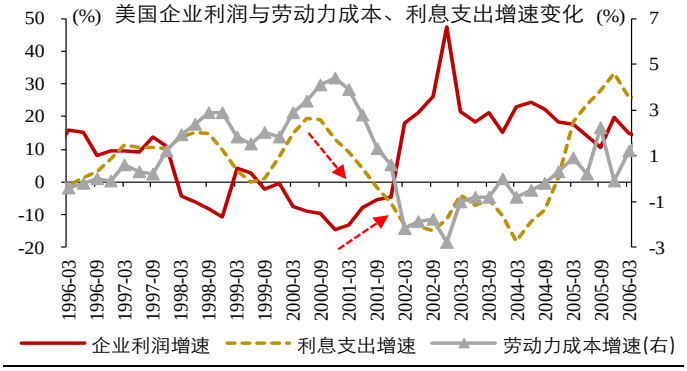
回溯历史，历次美国经济走出衰退、开始复苏，与低利率环境缓解企业偿债压力、支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化[①]。美国企业盈利的走势，与企业的劳动力成本和融资成本等变化高度负相关。其中，美国企业的劳动力成本主要受就业环境影响，融资成本则与美联储货币政策有关。历史经验显示，历次美国经济走出衰退背后，是美联储率先放松货币带动企业融资成本大幅下滑，支撑企业盈利止跌反弹。

图1：历次美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关



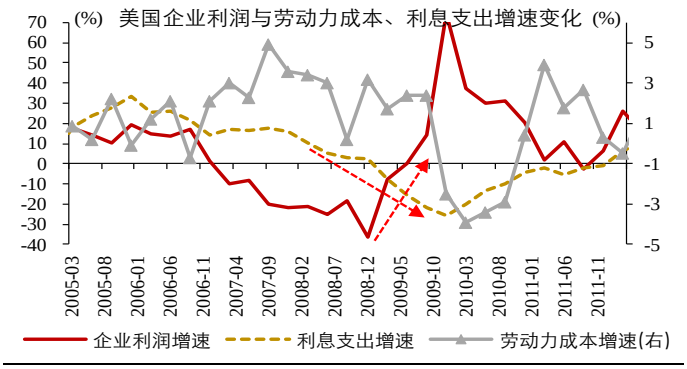
数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

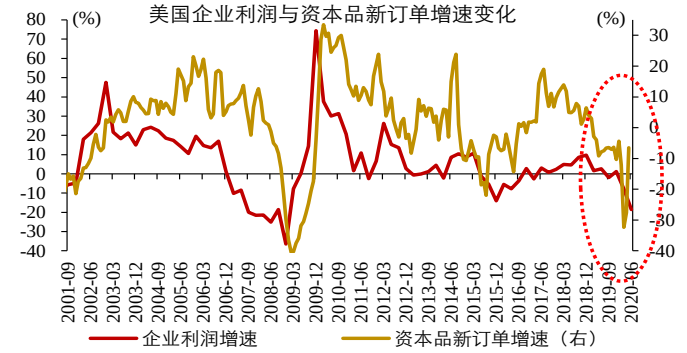
3 月疫情爆发后，伴随美联储大幅降息、重启 QE 等，美国实际利率水平快速下滑，并刷新历史新低。疫情在美国本土爆发后，美联储在 2 周内紧急降息 150bp，并重启 QE；同时，美联储先后创立了多个一二级市场融资便利工具，直接为企业提供流动性。美联储一系列宽松政策操作下，美国实际利率水平快速回落，并刷新历史新低。美国企业融资成本随之显著下滑，对企业盈利的改善形成支撑。高频数据显示，美国企业盈利的同步指标资本品新订单增速已自 5 月起大幅反弹。

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

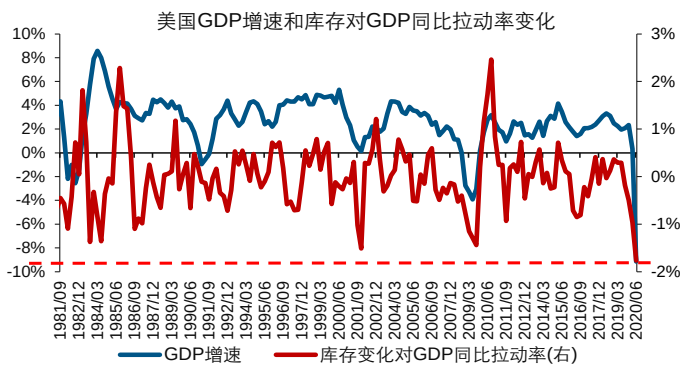
图5：美企盈利同步指标资本品新订单增速已止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

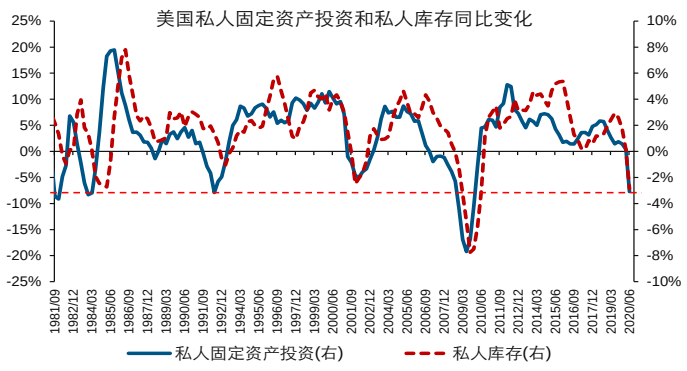
私人部门的库存水平也已降至历史极低位，美国库存周期的启动或“一触即发”。历史经验来看，库存降至历史低位后带来的潜在、巨大补库存需求，往往使美国经济在随后的复苏过程中，具有较大弹性。从美国目前的库存水平来看，无论是生产环节的制造业库存，还是流通环节的批发、零售库存，均已大幅下滑至历史低位。

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

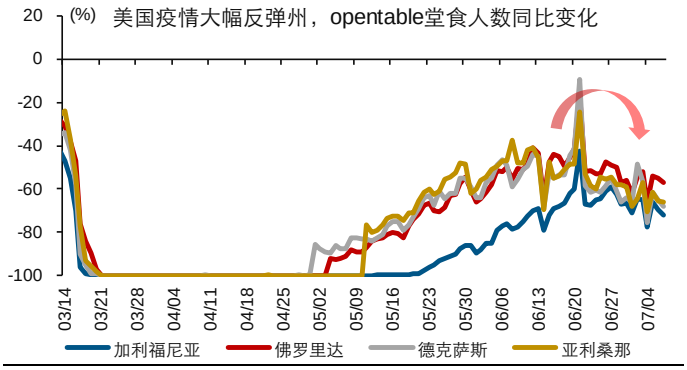


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

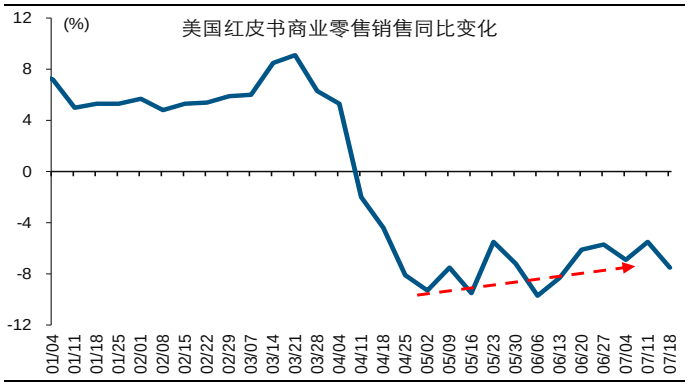
虽已具备复苏条件，但 5 月至 7 月，美国经济的实际表现不佳，复苏节奏较为缓慢。以高频的 Opentable 餐厅堂食用餐人数和红皮书商业零售销售数据为例。5 月至 6 月，美国大多数州的 Opentable 餐厅堂食用餐人数同比增速，由-100%收窄至-60%以上；但 6 月中旬后，纷纷由升转跌，回落至-70%、甚至-80%以下。红皮书商业零售销售同比增速，在 5 月初至 7 月中旬前后，更是一直围绕-7%左右的低位波动。

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

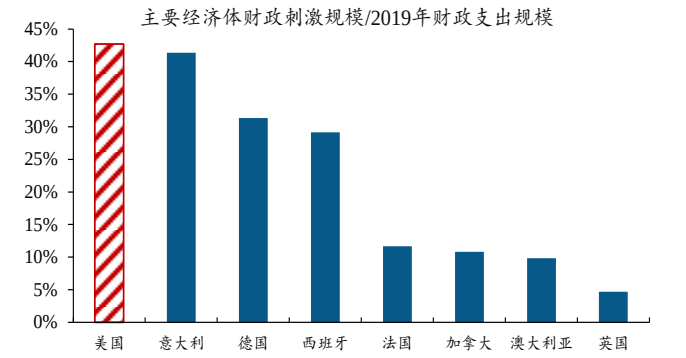
图9：5月初至7月中旬前后，美国零售销售改善较慢



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



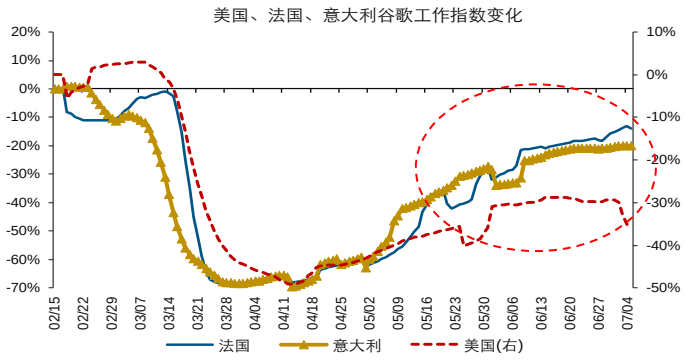
数据来源：各国政府官网、开源证券研究所

图11：5月至7月，美国餐馆用餐人数的恢复慢于德国



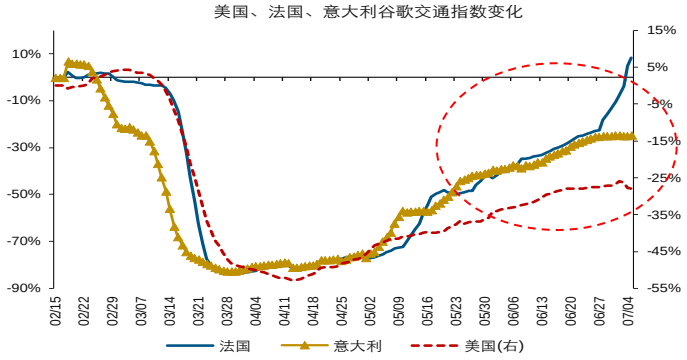
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

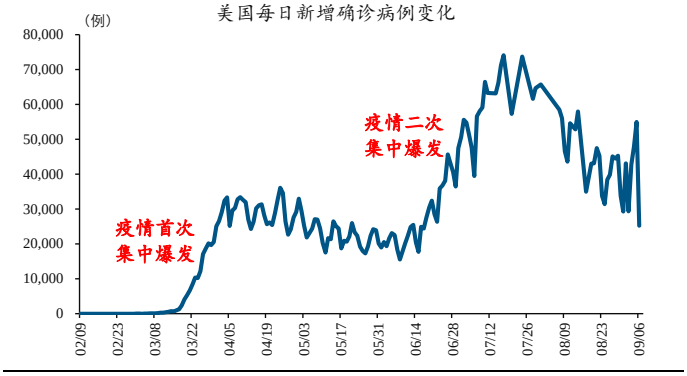
图13：美国居民外出时长修复速度慢于法国、意大利



数据来源：Google、开源证券研究所

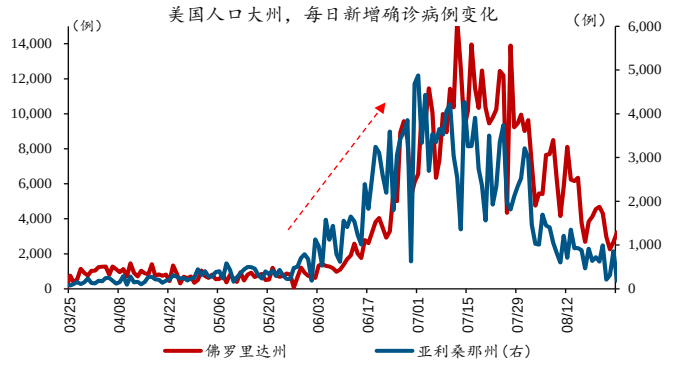
美国经济修复缓慢背后，与主要人口大州疫情出现二次爆发、拖累复工复产进程关联密切。5 月开启复工后，美国佛州、德克萨斯州、亚利桑那州等多个人口大州，激进地放松、甚至取消了防控措施。这一背景下，上述人口大州每日新增确诊病例从 1000 例左右激增至 7000 例以上。随着疫情快速恶化，佛州、德克萨斯州均暂缓推进下一阶段的复工计划，亚利桑那州也宣布关闭酒吧、体育馆、电影院等一个月时间。人口大州复工的放缓，直接拖累了美国经济的修复节奏。从与德国的疫情及经济表现的对比来看，美德的经济复苏节奏的差异与新增确诊病例之差高度相关。

图14：6 月至 7 月，美国疫情出现二次集中爆发



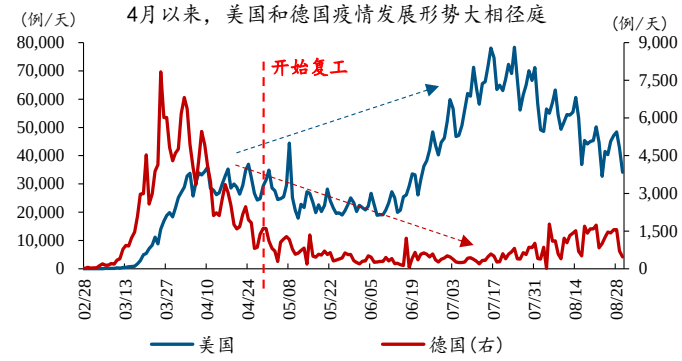
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国多个人口大州疫情出现二次爆发



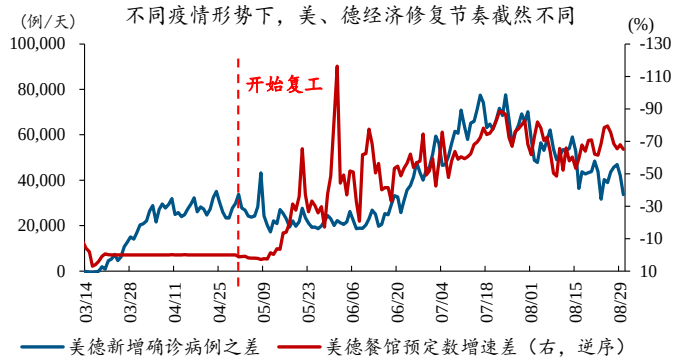
数据来源：Wind、开源证券研究所

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



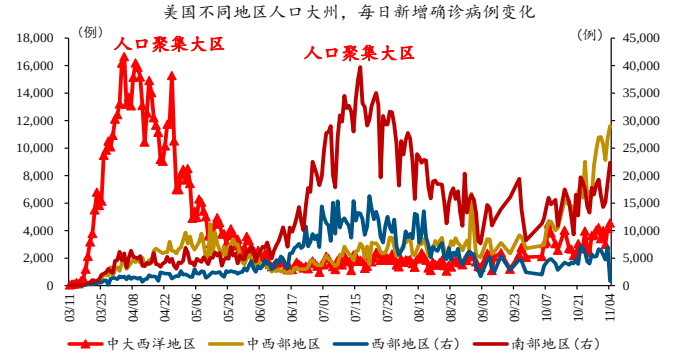
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

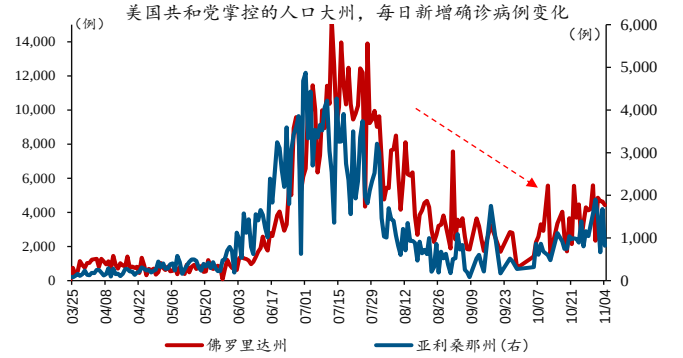
7 月中旬以来，佛州等美国疫情出现二次爆发的人口大州，在加强对潜在病毒感染者追踪、并实施强制佩戴口罩令后，重新控制住疫情发展。疫情二次爆发后，佛州、亚利桑那州等快速加强对潜在病毒感染者的追踪，并强制要求州内居民佩戴口罩。随着一系列防疫措施的实施，佛罗里达州、亚利桑那州等疫情形势自 7 月中旬起，进入持续改善通道。

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

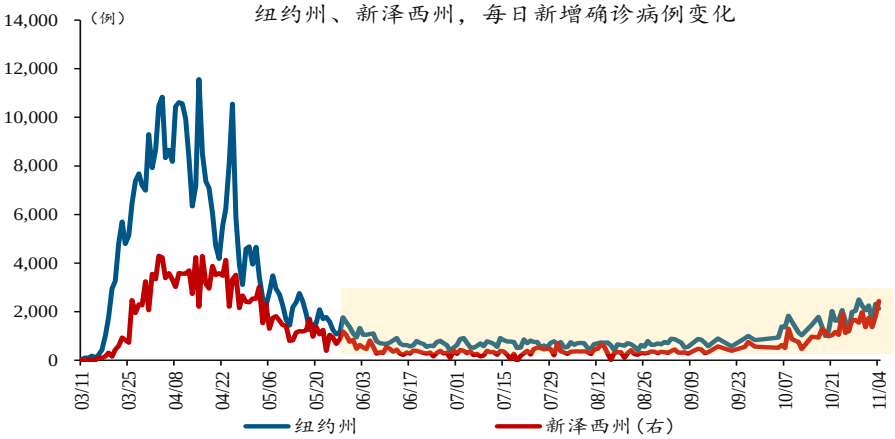
图19：7 月中旬以来，佛罗里达州等疫情开始改善



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？》。）**

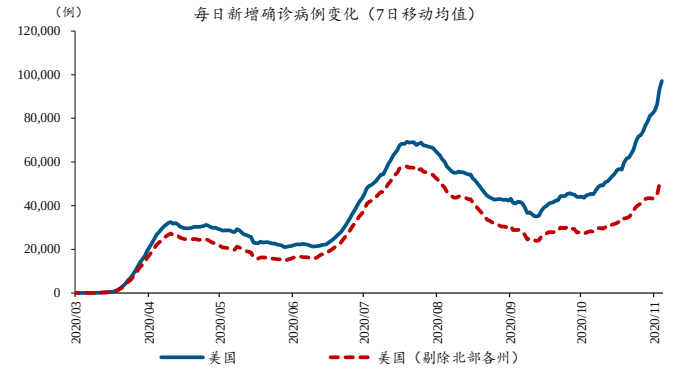
图20：严格遵守复工指引下，纽约州、新泽西州一直有效地控制住疫情发展



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

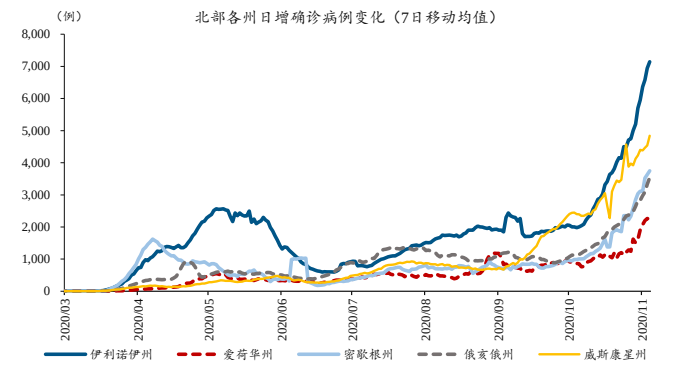
9 月底以来，受学生大规模返校及天气快速转凉等影响，美国前期防控松散的北部各州确诊病例大幅增加，疫情再度出现反弹。或因地处内陆、前期疫情不严重等，美国北部各州疫情防控一直较为松散。9 月底以来，随着州内高校迎来开学季、大量学生返校，以及气温骤降等，俄亥俄州、威斯康星州等美国北部州新增病例激增。受此影响，美国整体新增确诊病例由 4 万例/天左右，反弹至 7 万例/天以上。

图21：9 月底以来，美国北部州疫情再度反弹



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

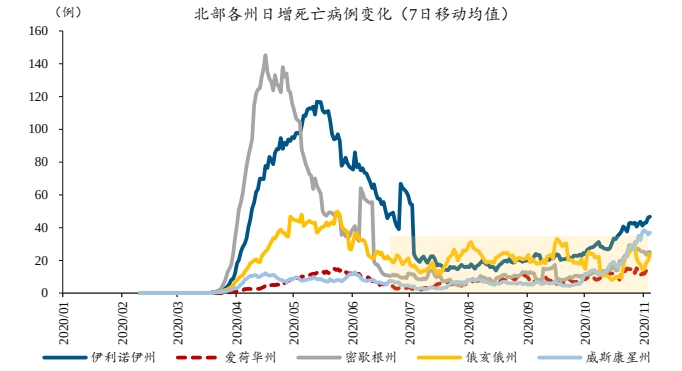
图22：印第安纳、肯塔基等美国北部州疫情大幅反弹



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

但因主要人口大州控制住疫情，以及北部各州人口规模、密度较小，美国新增死亡病例持续低企，疫情影响已逐渐可控。9 月以来，美国主要人口大州疫情控制良好，新增死亡病例持续下滑，复工进程有序推进。同时，美国北部各州的人口规模、密度，均远低于其他地区；并且，在吸取前期抗疫经验后，对州内养老院采取了严格的保护措施，避免老年人群体出现群聚性感染。结果来看，虽然疫情有所反弹，但美国北部各州及全国整体新增死亡病例依然保持低位，主要州纷纷继续推进复工，疫情影响已逐渐可控。

图23：虽然疫情反弹，但北部各州新增死亡病例低企



数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图24：8 月以来，美国总体新增死亡病例不断下滑

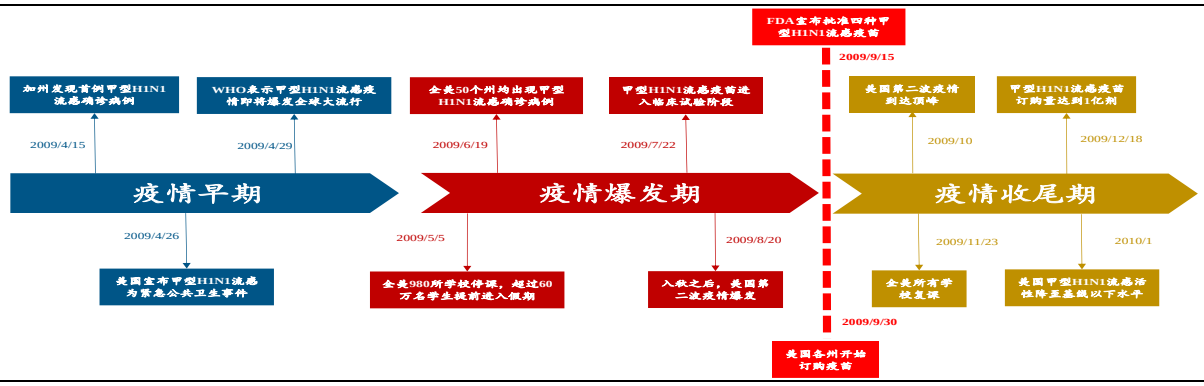


数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

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

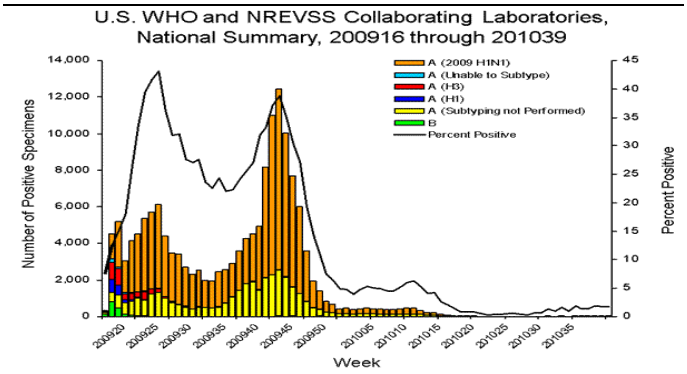
美国疫情影响逐渐可控的同时，疫苗的研发值得重点关注，它将是影响疫情最终演绎方向的核心因素。回溯历史，安全有效的疫苗是对抗全球性流行病的终极“武器”，其研发进度及上市后的生产情况往往决定疫情的最终演绎方向。以 2009 年的美国甲流疫情为例，疫苗上市前，甲流疫情虽然在美国政府加强防控后有过阶段性改善，但在同年秋季伴随天气转凉，出现二次爆发。直至 2009 年 10 月后，随着疫苗入市及完成大规模接种，甲流疫情最终被快速控制，且未再次出现集中爆发。

图25：2009 年，美国爆发甲型 H1N1 流感疫情后的“抗疫事迹”



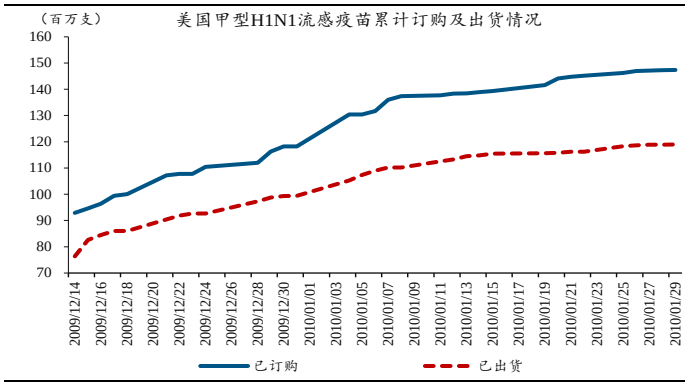
资料来源：US CDC、开源证券研究所

图26：大规模疫苗接种后，美国甲流疫情快速得到控制



资料来源：US CDC

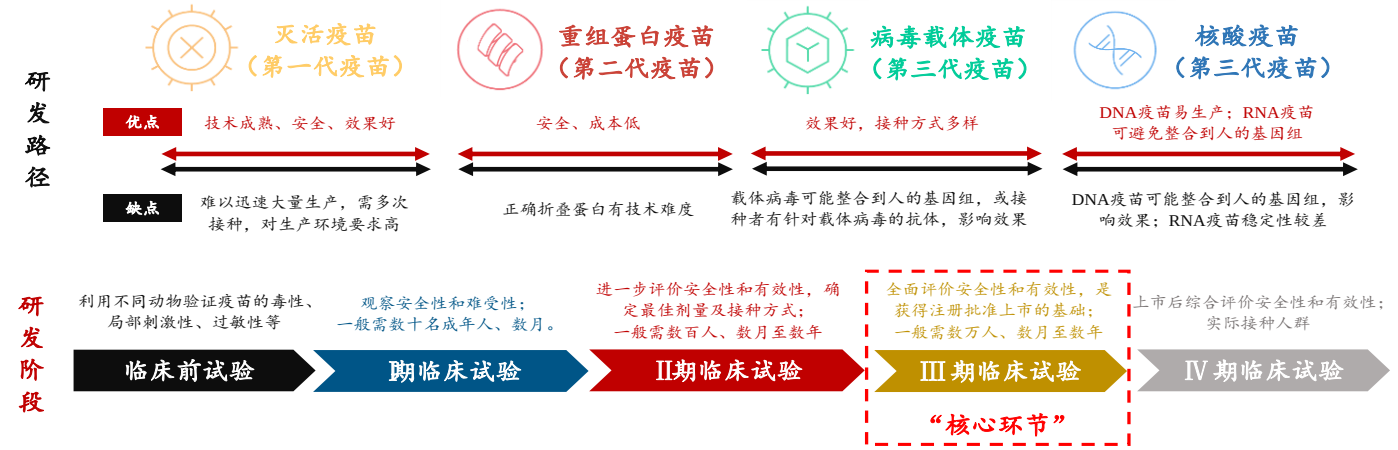
图27：足够的疫苗产能，是疫情得到控制的重要前提



数据来源：US CDC、开源证券研究所

新冠病毒疫苗的研发，有灭活疫苗、重组蛋白疫苗等 4 种研发路径，临床试验包括Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ、Ⅳ这 4 个阶段；目前，中国、美国、英国的疫苗研发均已到入市前的 III 期临床试验阶段。从研发情况来看，新冠疫苗包括了灭活病毒疫苗、重组蛋白疫苗、病毒载体疫苗、核酸疫苗等 4 种疫苗，其中后两者属于最新的第三代疫苗。为了尽可能确保安全性和有效性，每一种新冠疫苗在上市前均将先后经历Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ期临床试验，满足标准后才可获批上市、进入到最终的Ⅳ期临床试验（即全民接种）。目前，中国、美国、英国的多种疫苗研发已推进到Ⅲ期临床试验阶段。

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



资料来源：WHO、US CDC、Datamuse、开源证券研究所

随着疫苗最快可能在 2020 年底或 2021 年初上市，美国面临的疫情风险趋于进一步下降。11 月 9 日，美国辉瑞公司宣布，与德国生物科技公司 BioNTech 共同开发的新冠 mRNA 疫苗能有效阻止 90%的感染，远高于美国食品药品监督管理局（FDA）所要求的 50%。辉瑞表示，预计 2020 年底前能生产 5000 万剂新冠 mRNA 疫苗、2021 年扩大至 13 亿剂。同时，包括美国莫德纳、强生、诺瓦克斯，以及中国国药集团、军事医学科学院等在内的多家机构的疫苗，均已进入Ⅲ期临床试验阶段。随着疫苗越来越接近落地，美国面临的疫情风险趋于进一步下降。

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

国家	公司/机构	疫苗类型	临床进度	产能预期
中国	武汉生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	使用阶段	2 亿剂/年
	科兴生物	灭活病毒疫苗	Ⅲ期人体试验 早期/限制使用阶段	3 亿剂/年
	北京生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	使用阶段	2 亿剂/年(在建)
	康希诺&中国军事医学科学院	重组病毒载体疫苗	Ⅲ期人体试验 使用阶段	1-2 亿剂/年
美国&德国&中国	美国辉瑞公司 PfizerInc&德国 BioNTech SE&中国复星医药	核酸疫苗(mRNA)	Ⅱ期至Ⅲ期人体试验，取得重大进展	年底前达 5000 万剂/年，2021 年底前达 13 亿剂/年
美国	莫德纳公司（Moderna Inc.）	核酸疫苗(mRNA)	Ⅲ期人体试验	2021 年底前达 5-10 亿剂/年
	强生（Johnson & Johnson）	重组病毒载体疫苗	Ⅲ期人体试验	2021 年产 10 亿剂
	诺瓦克斯（Novavax）	蛋白质疫苗	Ⅲ期人体试验	2021 年第 1 季度 1 亿剂，年产 20 亿剂
英国	阿斯利康、康希诺与牛津大学	重组病毒载体疫苗	Ⅱ期/Ⅲ期人体试验暂停	2021 年底前提供 20 亿剂
	帝国理工学院	核酸疫苗(mRNA)	Ⅱ期人体试验	--

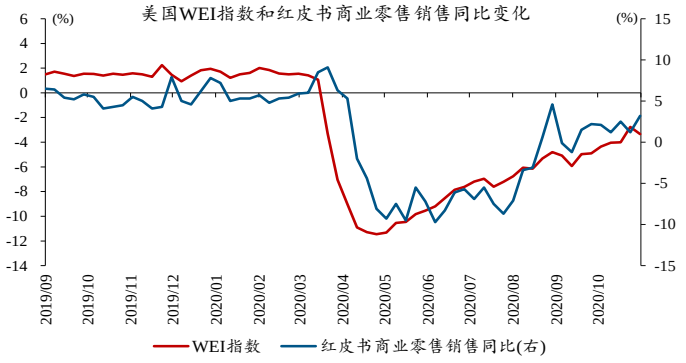
资料来源：WHO、新华社、CNN、开源证券研究所

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

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

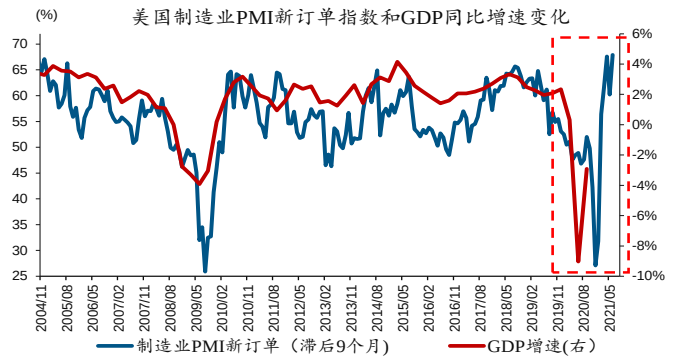
7 月以来，随着主要人口大州疫情影响逐渐可控、持续推进复工，美国各类经济活动的修复不断加快。数据来看，7 月以来，美国经济的高频领先指标 WEI 指数和制造业 PMI 新订单指数等，持续抬升。生产端方面，7 月至今，美国设备类行业生产同比增速由-18%修复至-11.7%，纺织品、基本金属、化工、家具等非设备类行业生产同比增速，也分别由-16.1%、 -24.6%、-5%、-12.6%修复至-7.3%、-18.1%、-3.2%、-11.1%。需求端方面，7 月以来，美国机动车、服装、杂货店等商品消费，以及餐饮酒店、交通运输、娱乐等服务消费，纷纷加快改善。

图29：7月以来，美国 WEI 指数和商业零售销售改善



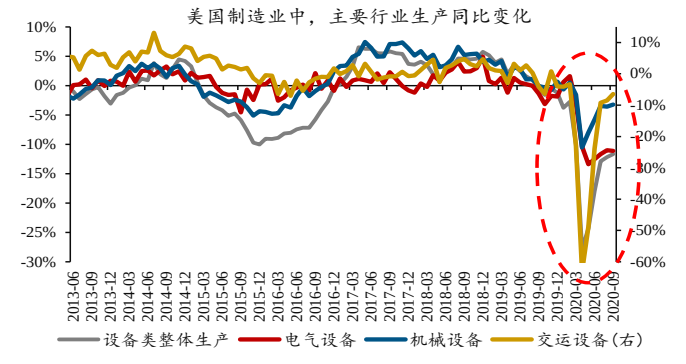
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：7月以来，制造业 PMI 新订单指数进一步抬升



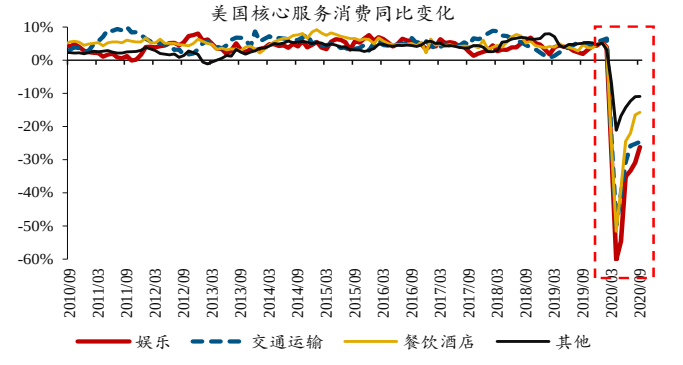
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：7月以来，美国设备类行业生产不断向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

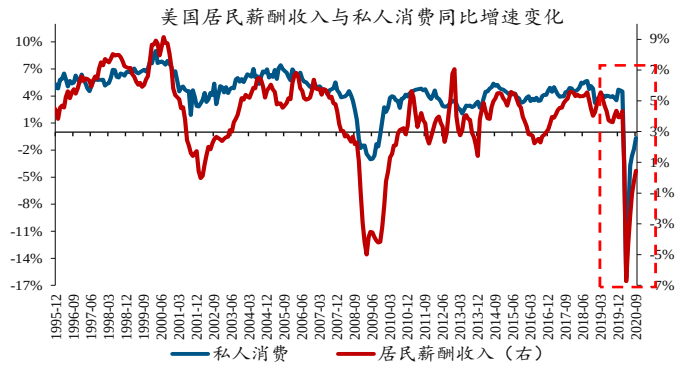
图32：7月以来，餐饮酒店、交运、娱乐等消费持续向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

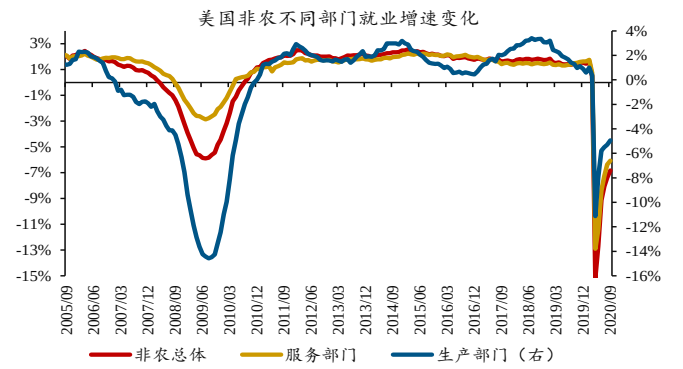
未来一段时间，随着疫情可控下就业加速修复、支撑居民薪酬收入改善，美国私人消费修复前景持续向好。美国私人消费主要跟随居民薪酬收入变化，后者与就业市场景气走势密切相关。5月以来，美国就业市场景气已有所改善，非农就业增速止跌反弹，每周加班工时不断增长；这一背景下，居民薪酬收入增速逐步抬升。未来一段时间，随着疫情可控下就业增速、每周工时等进一步改善，美国居民薪酬收入有望加速增长。受此带动，美国服务消费及私人消费整体修复前景持续向好。

图33：美国私人消费主要跟随居民薪酬收入变化



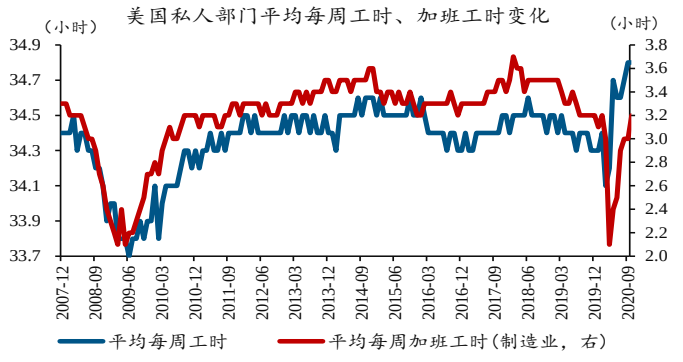
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：5月以来，美国非农就业增速止跌反弹



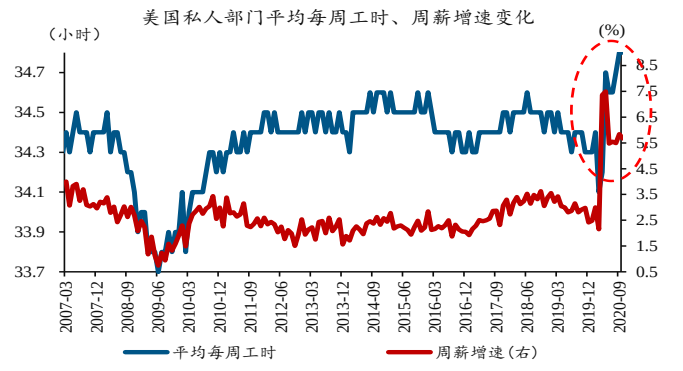
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：8月以来，美国私人部门工作小时数进一步增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：经历前期异常走势后，美国周薪增速止跌反弹[②]

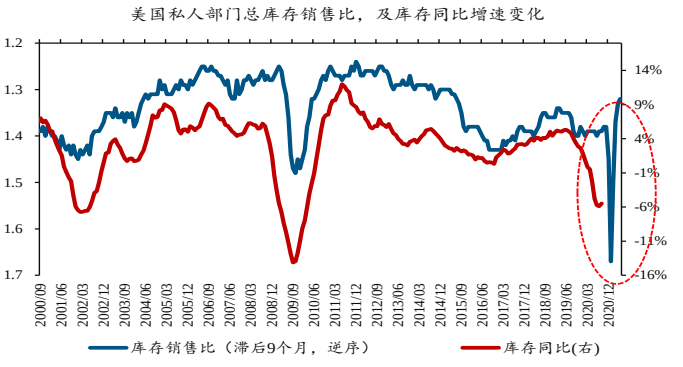


数据来源：Wind、开源证券研究所

需求修复背景下，美国库存周期或将重启，推动整体经济复苏节奏进一步加快。

如前文所分析，美国私人部门库存水平已降至历史低位。随着以私人消费为代表的内生需求持续修复，美国私人部门有望开始补库。最新数据显示，美国库存增速的领先指标，制造业新订单增速已止跌反弹；同时，美国制造业中，基本金属、服装及电气设备等多个行业的原材料库存增速已止跌反弹。对于美国经济而言，私人部门从去库存转向补库存，或将推动经济复苏节奏进一步加快。

图37：美国库存增速领先指标库存销售比已大幅下滑



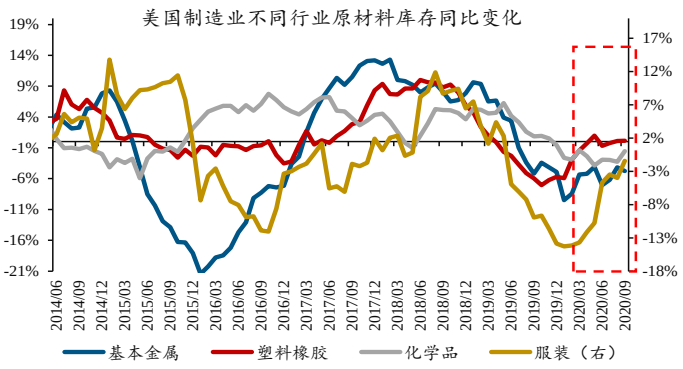
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：美国库存领先指标，制造业新订单增速止跌反弹



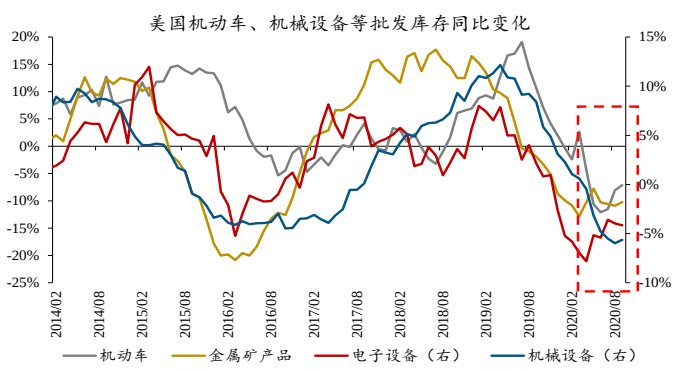
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：近几个月来，多个制造业行业原材料库存反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：近几个月来，多个行业的批发库存止跌反弹

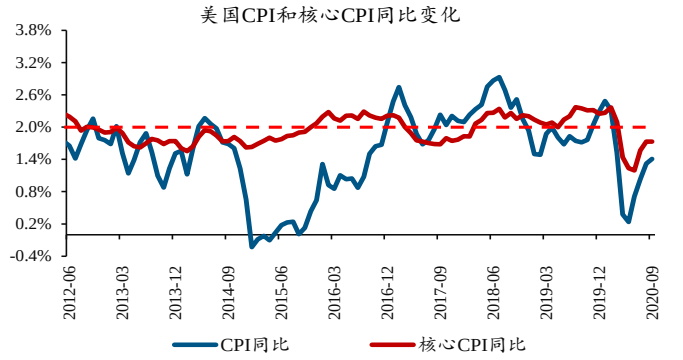


数据来源：Wind、开源证券研究所

[②] 疫情爆发后，美国时薪及周薪增速不跌反升，主因“幸存者效应”。

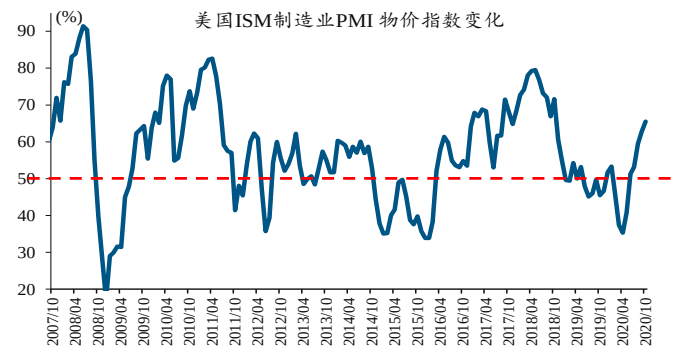
伴随库存周期重启、经济复苏节奏加快，美国通胀压力或将逐步显现。虽然疫情一度拖累了美国通胀表现，但开启复工以来，美国 CPI、核心 CPI 同比，已自 6 月起分别由 0.2%、1.2%反弹至 1.4%、1.7%。考虑到美国通胀水平滞后经济、尤其是私人消费变化，未来一段时间，美国通胀压力或将逐步显现。值得注意的是，虽然美国通胀水平容易受油价变化扰动，但作为全球最大原油消费国，美国经济景气的变化，基本主导了油价的中期走势。回溯历史数据，美国经济加速增长阶段，油价往往易涨难跌。

图41：6 月以来，美国 CPI、核心 CPI 同比开始反弹



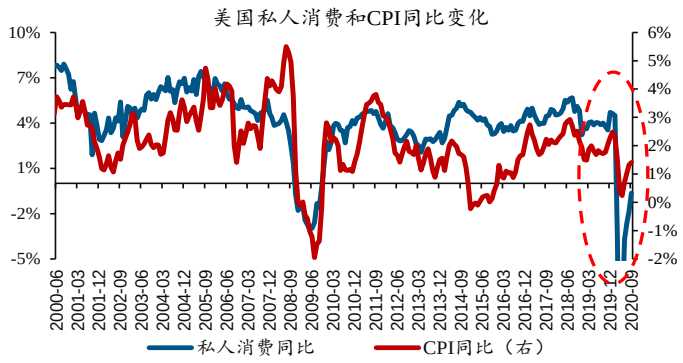
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：8 月以来，美国制造业 PMI 物价指数加速抬升



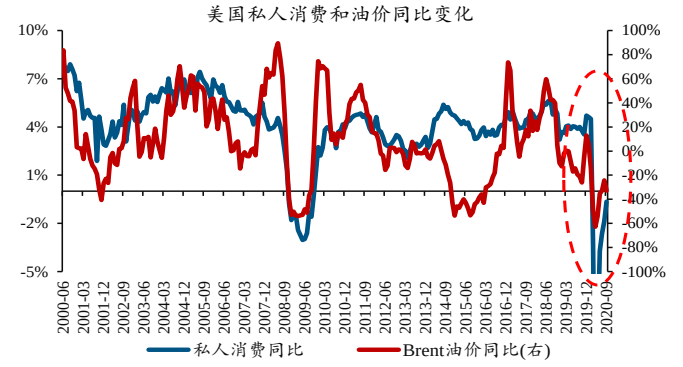
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：美国 CPI 同比走势，一般滞后私人消费增速变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：中期内，美国油价与私人消费同比走势基本一致

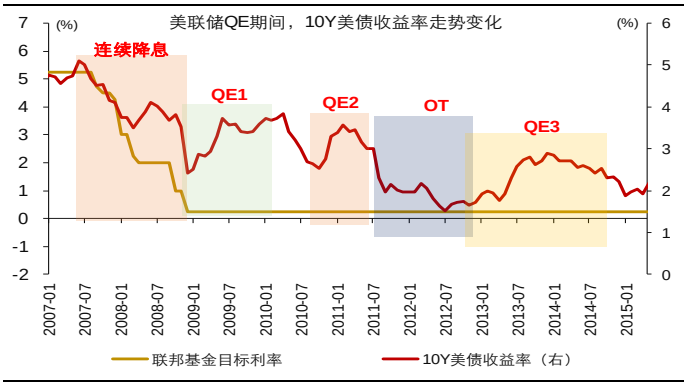


数据来源：Wind、开源证券研究所

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

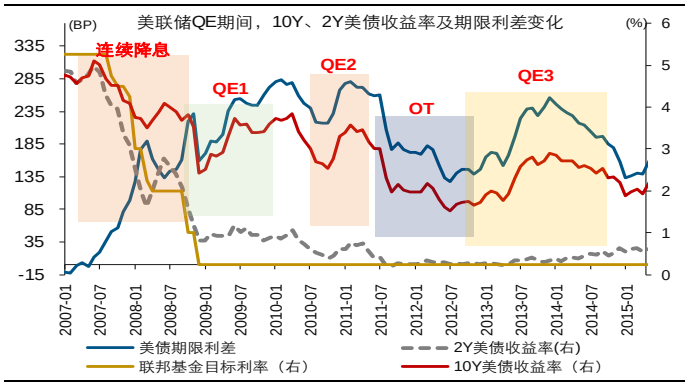
美联储能影响，但较难主导长端美债走势；美国通胀压力显现、经济持续改善阶段，长端美债收益率往往“易上难下”。由于在美债的持有者结构中占比不到 15%，美联储可以影响、但较难主导长端美债的走势。以 2008 年至 2014 年为例，在美联储实施 QE1、QE2 及 QE3 期间，长端美债收益率均出现过大幅上行。事实上，长端美债收益率可拆分为短端美债收益率和美债期限利差，前者主要受货币环境影响，后者与宏观经济形势相关。回溯历史，在美国通胀预期抬升、经济持续改善阶段，美债期限利差往往大幅走扩，带动长端美债收益率持续上行。

图45：QE1 至 QE3 期间，长端美债收益率多次大幅上行



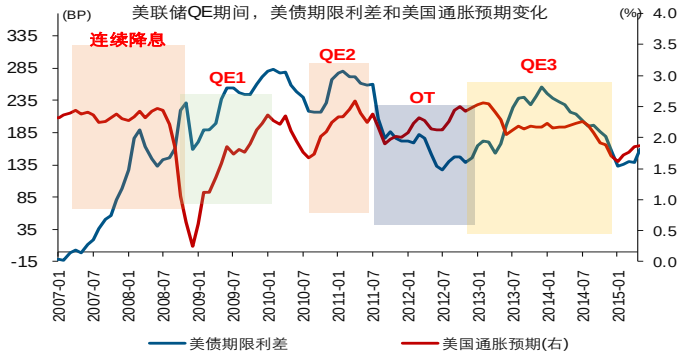
数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：美联储能影响、但较难主导长端美债走势



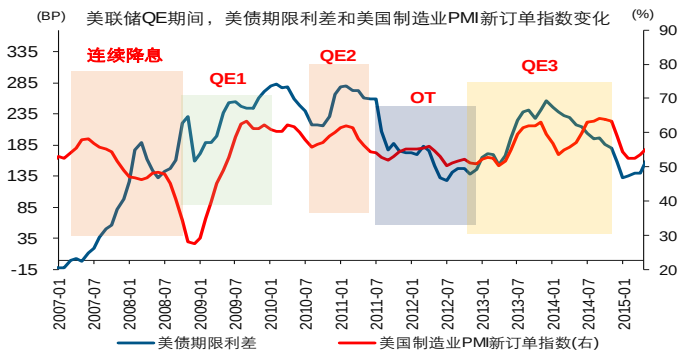
数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：通胀压力显现时，长端美债收益率往往上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

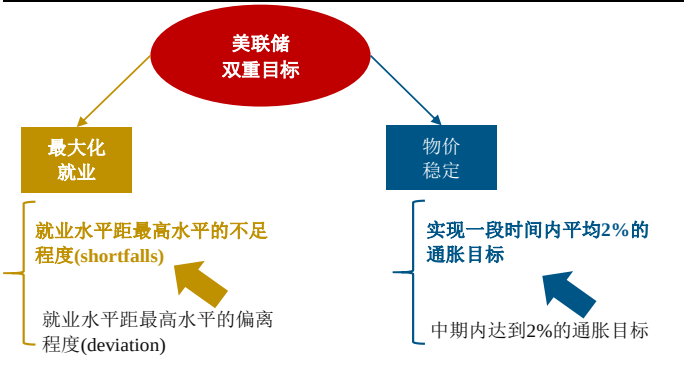
图48：经济预期改善时，长端美债收益率往往上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

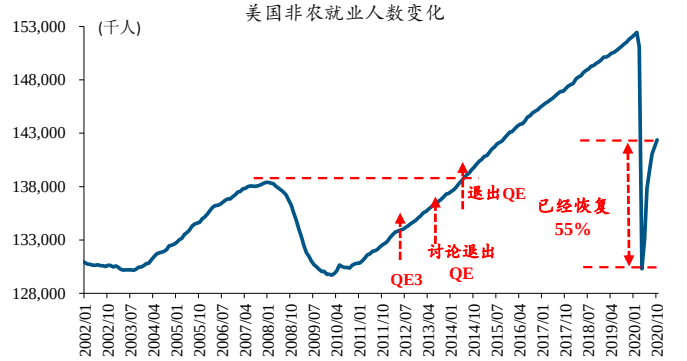
美联储虽然调整了政策框架、提升了对通胀的容忍度，但不代表只会在很久之后才退出宽松货币政策。8 月底，美联储公布了最新政策框架，提升了对通胀的容忍度，同时重点强调“就业比通胀更重要”。部分市场观点基于此，并结合 2008 年后的政策经验，认为“美联储距离收紧货币政策至少还有 5 年时间”。但 2013 年前，美联储一直未能退出宽松货币政策，主因就业修复缓慢。与过去不同的是，5 月至 8 月，美国此前因疫情消失的就业岗位，已经恢复了 55%。随着疫情影响趋于消退，美国就业的修复有望进一步加快。这一背景下，美联储的政策调整时点可能明显提前。

图49：新政策框架下，美联储调整了就业和通胀目标



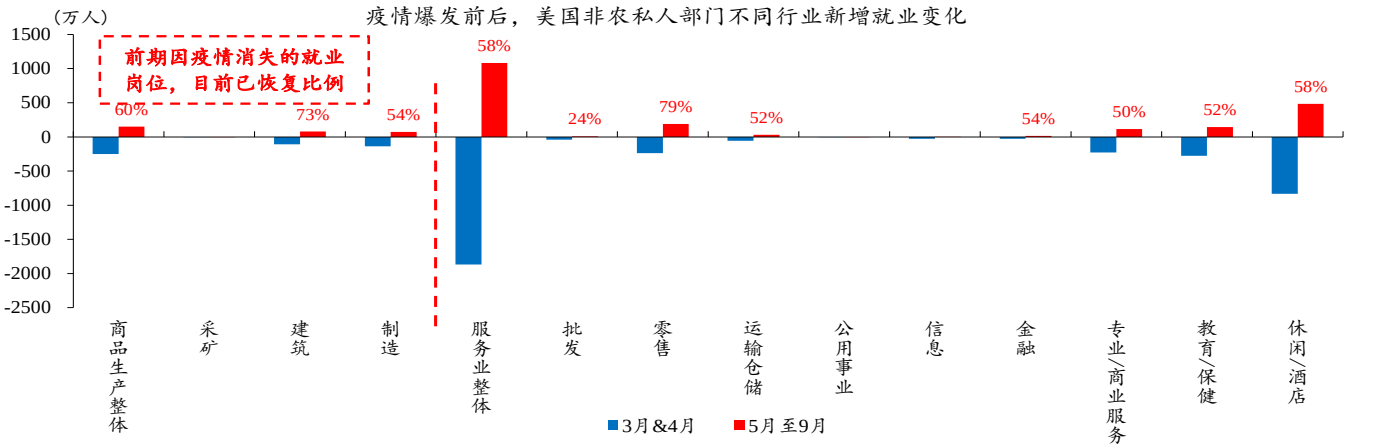
资料来源：Wind、开源证券研究所

图50：5 月至 10 月，美国就业岗位数已经恢复 55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

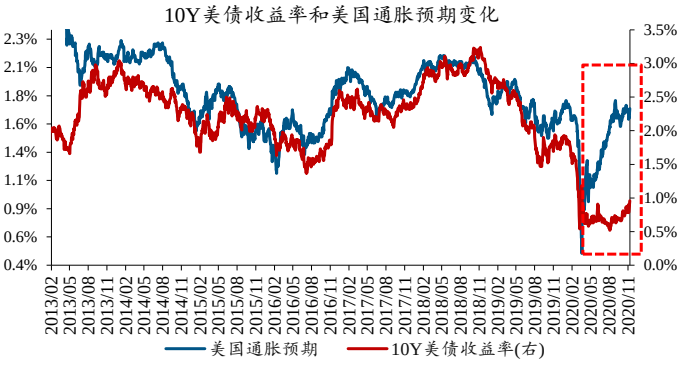
图51：5 月至 10 月，美国多个行业的就业岗位数已经恢复了 50%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

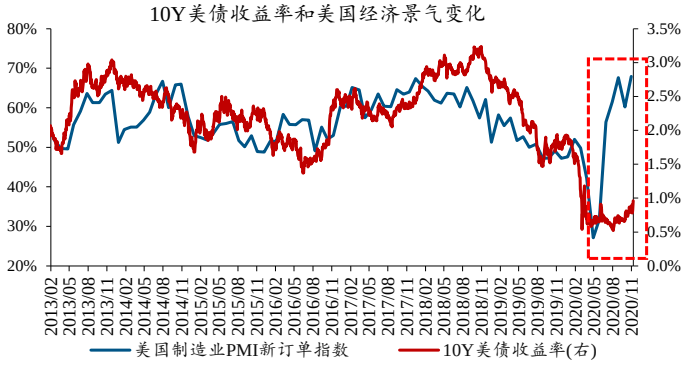
随着美国经济修复节奏加快、通胀压力不断显现，长端美债收益率或将进入上行通道。4 月以来，长端美债收益率与美国通胀预期、制造业 PMI 新订单指数等走势出现分化。长端美债收益率持续“异常”低企，或与美国疫情反复下，经济复苏预期遭受打压，以及美联储将继续加码宽松、甚至实施利率曲线控制政策等预期不断强化有关。但展望未来，随着疫情影响可控，以及就业修复下市场可能重新认知美联储政策路径，长端美债收益率或将跟随美国通胀及经济预期的抬升，进入上行通道。

图52：4 月以来，长端美债与美国通胀预期走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

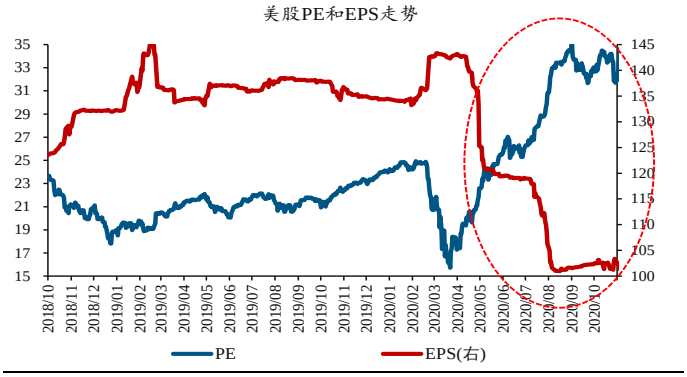
图53：4 月以来，长端美债与美国制造业 PMI 走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

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。4 月以来，虽然美国经济修复较慢，但在美联储一系列宽松货币政策的支持下，以美股为首的风险资产的估值持续提升，带动资产价格大幅上涨。最新数据来看，美股等风险资产的估值已刷新历史新高。未来一段时间，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压；受此影响，上述风险资产价格的波动或明显加大。

图54：4月以来，美股估值大幅提升带动指数大涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：经历大幅提升后，美股估值已刷新历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、报告结论

1）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，经济早已具备复苏条件。

2）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。

3）疫情二次爆发后，美国佛州、加州等主要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。

4）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。

5）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。

6）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。

5、风险提示

疫苗研发进度不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6¯12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn