

# 通胀末路

## 摘要

新冠疫情冲击之下，供需缺口、天量货币及供应链阻滞造成全球的通胀格局，全球宏观进入“复苏+去杠杆”的异步结构。市场经历了交易通胀预期、交易通胀、交易滞胀预期，如今站在了交易复苏预期与交易衰退预期双选的混沌路口。通胀驱动着宏观前行，美国1月CPI涨7.5%，40年来最大增幅，美国先财政补贴实际购买力，阻断国内通胀可能引发的需供螺旋下跌，向全球输出通胀，全球共治通胀局面下，非美资产贬值，次中选优支撑美元资产；后以雷霆万钧加息预期治理通胀，引发“利率冲击”，权益杀估值，利差接力支撑美元。中国以“保价稳供”阻断通胀，1月CPI涨0.9%，中美“价差”支撑人民币，形成人民币美元双雄的格局。

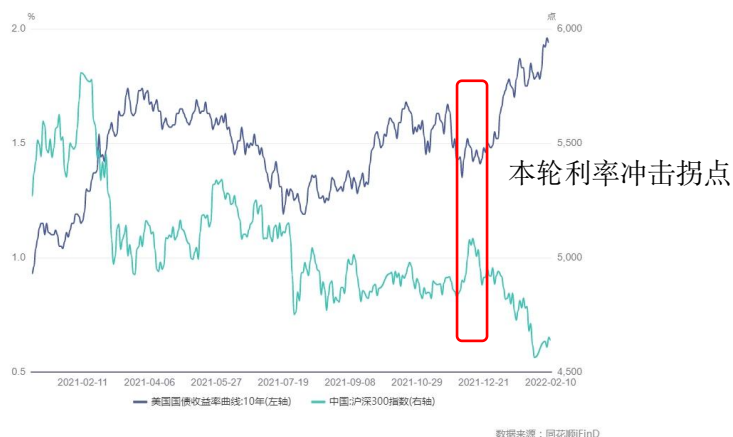
美国充分就业疏导供应链阻滞、加息遏制货币，通胀治理一旦成效，中美“价差”下行，人民币或进入贬值区间，届时汇率冲击、利率冲击及利率倒挂预期增强，全球权益和大宗将处于硬核的去杠杆去金融化进程。目前处于利率冲击向汇率冲击过渡的间隙，一季度若流动性与政策发力的情况下，权益市场可期许小反弹，但进入二季度会有各种利空因素的集结。从经济政策来看，短期“超前基建”及中长期“双碳政策”综合之下，黑色上游有偏空机会；黑色下游等待调整后有低多机会；新能源+低库存支撑有色。

## 一、利率之刃

### （一）利率冲击：杀估值

图 1：美国 10 年国债利率与中国沪深 300 指数走势对比

---



数据来源：同花顺、长江期货

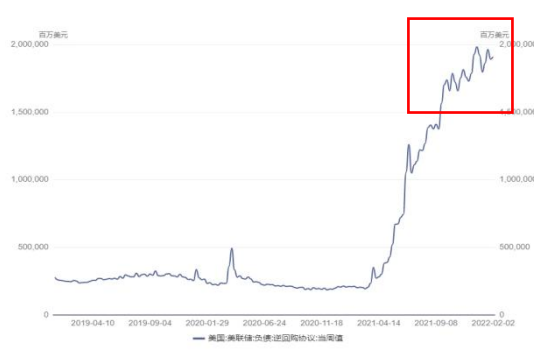
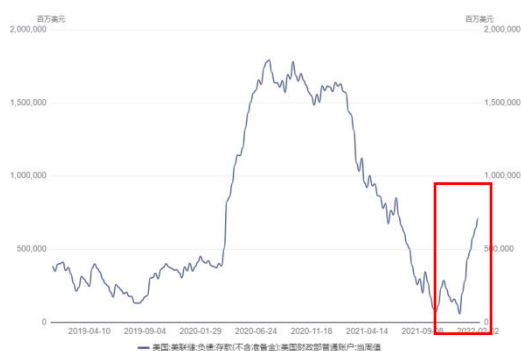
图 1 所示，美国 10 年国债收益率（蓝色）和中国沪深 300 指数走势（绿色）绝大部分时间是呈现反向关系，尤其在近期时间窗口。根据股票定价理论（公式 1），权益估值与贴现因子（ $=1+\text{利率}$ ）呈反比。因而权益市场的变化聚焦于利率的变化，关注利率拐点和斜率的趋势性窗口显得尤为重要。

$$\text{权益估值（理论定价）} \downarrow = \frac{\text{未来现金流}}{\text{贴现因子} \uparrow}$$

公式 1：股票定价理论

图 2：美国财政部普通账户：当周值

图 3：美国逆回购协议：当周值



数据来源：同花顺、长江期货

在锁定利率冲击逻辑后，主要关注 TGA 账户和逆回购变动。图 2、图 3 所示，（1）TGA 账户近期发债“蓄水”；（2）近 2 万亿美元的天量逆回购持续维持高位。两者的实质影响远大于 Taper 执行量，实际流动性收缩强于流动性预期管理。叠加通胀数据刺激，利率持续攀升，对权益持续性杀估值。两者的影响远大于 Taper 执行量，当天量逆回购持续或 TGA 高能“蓄水”时，利率会维持上行趋势。后市

除非美国逆回购见峰下行、TGA 账户向外放水或通胀数据拐点出现，市场的流动性才会慢慢缓和。

## （二）利率倒挂预期：杀风偏

图 4：美国国债收益率 10 年 vs 2 年

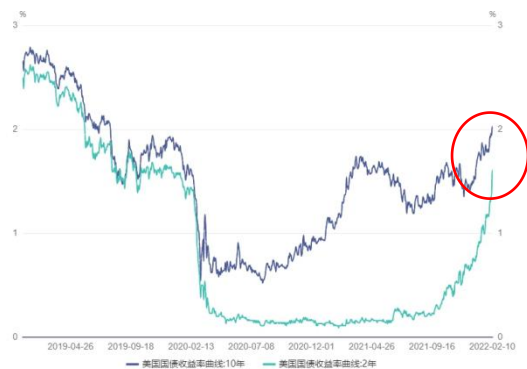


图 5：美国国债收益率 10 年-2 年的差值



数据来源：同花顺、长江期货

图 4 所示，短端利率美国 2 年国债收益率曲线（绿线）快速拉升，不断逼近长端利率美国 10 年国债收益率曲线（蓝线）。图 5 为长端利率和短端利率的差值，当差值为负值，即利率倒挂。加息预期及后期的加息动作都会促使其差值变小，利率倒挂预期增强，导致长端投资风险偏好下降，对未来经济预期不佳。利率倒挂预期促使估值模型分子缩水，利率冲击导致估值的分母变大，形成“双杀”，后期需要特别关注。

## 二、治胀之道

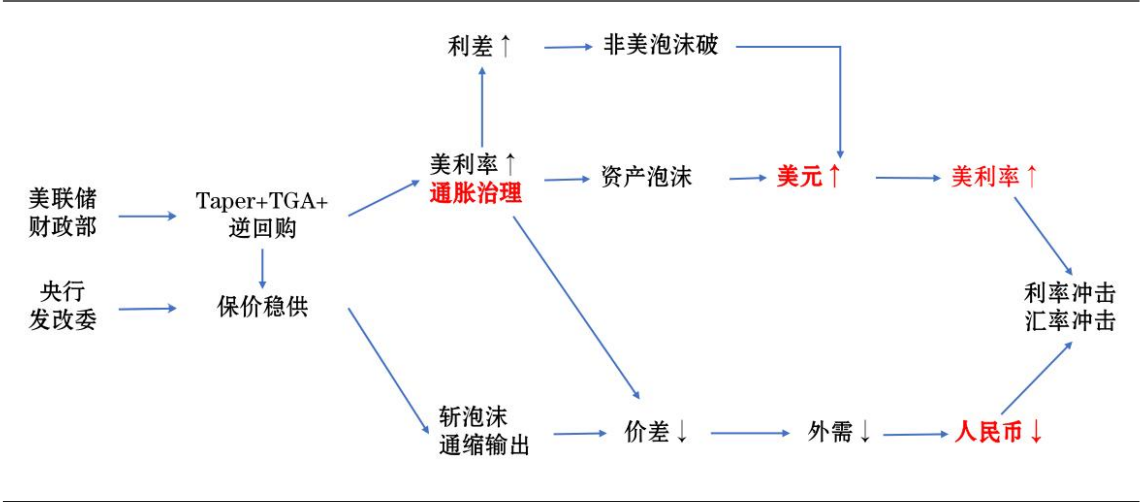
### （一）通胀治理下的新均衡

中美治理通胀的第一阶段，美国以通胀短暂轮及通胀忍耐度并没有对价格水平进行控制，而是发放财政补贴名义收入维持居民的实际购买力，抑制需求萎缩向供给传染，稳定供给来吸收就业；中国采用保供稳价的措施来阻断 PPI 向 CPI 的价格传导，稳定下游产出。此治胀均衡之下，非美货币提前对价格水平进行管控，非美货币资产去金融化，提升了美元及美元资产的需求，从而维持了美元强势。另一方面，美通胀的持续输出与中国“类通缩”之间形成价差，支撑人民币升值，形成目前人民币、美元双雄格局。

第二阶段，美联储开始加息渲染，无法忽视非短期且持续新高的通胀数据，鹰派言论不断升级，叠加 Taper、TGA 以及逆回购的实际行动，流动性收紧，利

率上行，利差继续维持美元强势。此阶段，治胀均衡进入新均衡，治理通胀最终会导致美国 PPI/CPI 剪刀差逐步恢复，价差下行，人民币进入贬值阶段。另一方面，当美国通胀治理好转出现，从贸易经济角度，中美贸易摩擦会加大，也会压低人民币预期，从而进入汇率、利率双冲击的窗口。

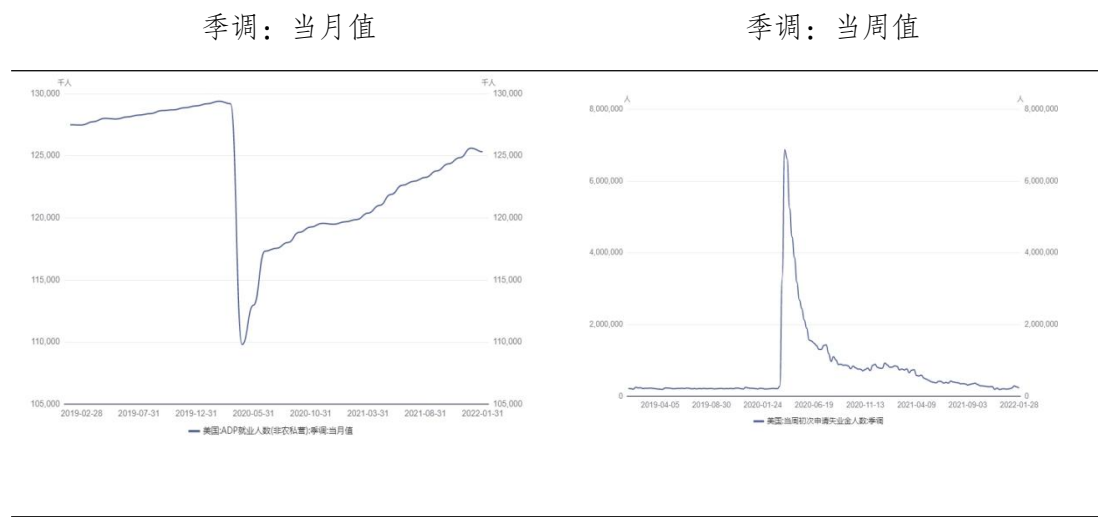
图 6：通胀末路逻辑推演



(二) 通胀拐点

图 7：美国 ADP 就业人数（非农私营）

图 8：美国初次申请失业金人数



数据来源：同花顺、长江期货

美国通胀问题的修复从两点分析：货币政策及供应链修复。货币政策目前逐步进入鹰派加息，货币总量被控制；供应链修复的前提是充分就业，美国最新的就业数据以及 12 月修订数据显示（图 7、图 8 所示），就业情况已回到之前较好

的状态，非农就业人数存在的缺口主要由财政补贴造成，而从失业率上可以看到已经进入比较充分的就业状态。在大致三月底疫情好转下，供应链疏导会更快。从通胀预期上看，通胀博弈将逐步过渡到通胀末路的逻辑框架里。美元强势、利差增大，价差减小的情况下，资金流向美国市场，根据平价理论，人民币会相对贬值，进而中国就会进入汇率冲击的窗口中。

### 三、 汇率之忧

#### （一）汇率冲击：杀币值

图 9：人民币即期汇率与沪深 300 指数走势对比



数据来源：同花顺、长江期货

图 9 所示，人民币即期离岸汇率（蓝色）与沪深 300 指数（绿色）大部分时间下呈反向关系，但最近时间窗口却呈现了同向关系。其原因是实际时间窗口里，汇率只是单独支撑中国市场，而利率冲击更大且形成对中美双市场共振，从而造成国内权益市场依旧下行的过程。另一方面，通胀治理及疫情尾声，中美会回到贸易摩擦 2.0 格局。价差下行及贸易摩擦可能加剧，人民币贬值预期开始萌发并逐步强化。

图 10：利率冲击转变为汇率冲击的逻辑推演

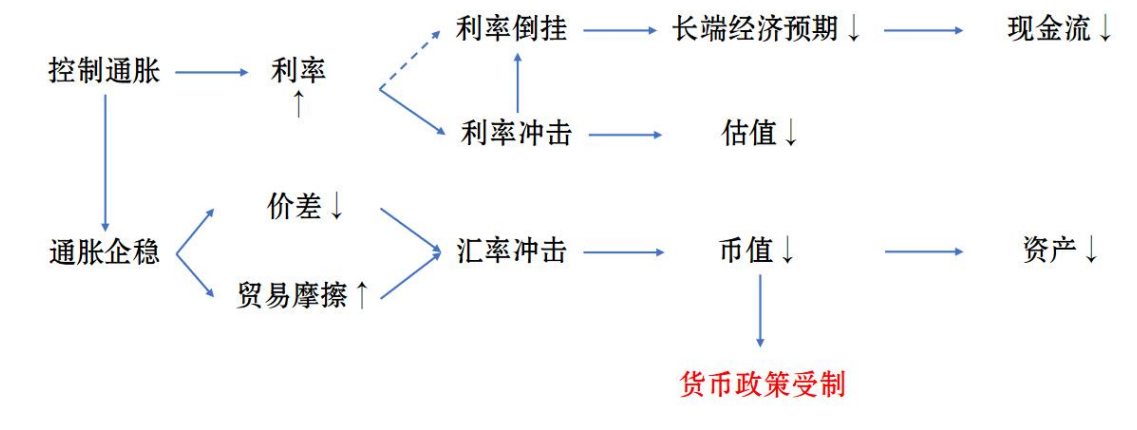


图 10 所示，美通胀企稳过程伴随着利率上行及利率倒挂预期，会造成权益估值下降。通胀企稳后，价差及可能的贸易摩擦会触发汇率冲击，人民币币值下行预期逐步增大。与此同时，在汇率贬值的情况下货币政策会受到限制，即放水会加速贬值预期，资产缩水，从这个角度看，国内用来释放流动性的时间窗口便相对限制在今年一季度。基于这个逻辑，后市会从利率冲击向汇率冲击过渡，会面临估值、币值双损的局面，中期的风险较大。

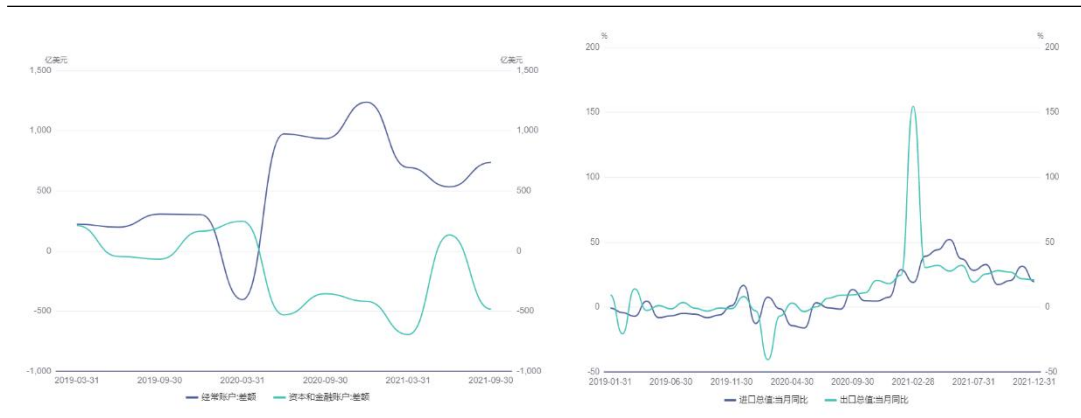
## （二）汇率拐点

图 11：中国经常账户：差额

图 12：中国进口总值：当月同比

资本和金融账户：差额

中国出口总值：当月同比



数据来源：同花顺、长江期货

美国的供应链数据变化，从另一个角度，也可以从我国经常项目账户和进出口订单数据上分析我国价差优势是否减弱。图 11、12 所示，可以看到进出口数据拐点其实已经出现，而预期也在逐渐发生变化。

## 五、结论

整体上，从利率冲击逐步过渡到汇率冲击、从通胀博弈转向通胀末路、从人民币强势的逻辑链逐步瓦解转向新的逻辑链，包括从利率结构来看，都是不利于接下来的国内市场。而在利率、汇率冲击间隙，一季度预期会有流动性释放最优窗口，需要超前的基建去托住整个经济下行的预期，反弹时间窗口较短，需要流动性与政策双支撑，而二季度就基本进入汇率冲击的预期窗口。

短期来看，一季度若流动性与政策发力的情况下，权益市场可期许小反弹，但进入二季度会有各种利空因素的集结。从经济政策来看，短期“超前基建”及中长期“双碳政策”综合之下，黑色上游有偏空机会；黑色下游等待调整后有低多机会。新能源与低库存支撑有色。中长期来看，全球权益和大宗仍处于去杠杆去金融化的进程中。

# 宏观金融团队介绍

---

李鸣

期货投资咨询证号：Z0017029

期货从业资格证号：F3058939

研究员

电话：

(027) 65261355

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

中级黄金分析师。

邮箱：

liming7@cjsc.com.cn

澳大利亚国立大学金融工程硕士。主要从事股指期货期权研究，商品 CTA 策略研究。侧重于模型量化分析并形成波动率交易策略、投机交易策略、CTA 中短线策略；同时负责国债、黄金的研究工作。在文华财经等处发表研究观点，且有多次全国路演及投教培训丰富经验。

---