

美债收益率走低，大宗上涨能走多远？

摘要

- **经济增长预期叠加基建计划刺激大宗商品需求。**2020年疫情期间，大宗商品需求受到冲击，与此同时供给也受到较大影响，但目前主要经济体复苏较稳定，且基建、制造业投资，消费和贸易的复苏仍在继续。从目前全球采购经理人指数看，全球制造业 PMI 位于较高位置且在继续走高，预计将继续带动大宗商品需求上涨。从美国看，经济复苏较稳定从需求端拉动商品价格，而产业链尚未完全恢复在供给端推动价格上涨，基建计划也将刺激需求进一步扩大，增加对建筑设备等商品和公路规划等服务的需求。从商品种类看，需求最大的有铁矿石，煤炭，钢铁，铜；有四种金属尤为重要：铬，钴，锰和铂。
- **通胀上行或利好大宗商品，美债收益率仍需观察。**疫情后美国经济加速复苏，庞大的财政刺激措施，加上美联储极为宽松的货币政策使得对于美国通胀预期上行的担忧升温。美联储将在未来一段时间内保持宽松的政策基调，允许通胀阶段性的超调。同时，目前美国景气度行至高位，通胀预期可能将继续走高。通胀压力的上行将继续支持大宗商品价格。此外，10年期美债收益率可能在一定程度上解释大宗商品价格变化。2021年来，美债收益率快速走高，但近期10年美债收益率有所下行，主要原因包括：首先，主要受疫情反弹和地缘政治影响，避险情绪回升；第二，美国金融机构大举发债且再通胀交易整体降温；第三，美联储可能维持宽松基调，且拜登继续为其2.25万亿美元基础设施和税收计划争取支持；第四，海外的需求增加。但长期来看，美债收益率的走势还有很多不确定性，作为与10年美债收益率相互作用的大宗商品价格也需要保持时时关注。
- **美元的长期走势也将支撑大宗市场价格。**美元走势同大宗商品价格有着显著负相关关系。近期美元波动，但长期贬值逻辑尚未改变。2021年一季度，美元在持续弱势后有所反弹，主要原因在于疫情的影响再加上美股波动使得投资者目光转向有避险属性的美元。但美国疫情尚未稳定，美国相对于其他主要国家的经济复苏强弱还有待时间验证，且美联储在短期内改变宽松货币政策的概率较低，美元长期贬值的逻辑还没有彻底改变。
- **大宗商品价格对国内价格的传导路径及影响。**中国的需求也成为拉动大宗商品价格上涨的原因之一。2021年一季度，我国进口未锻造的铜及铜材增加，铜价已从2020年3月的最低点翻了一番。大宗商品涨价传导到国内需注意，但压力不会构成主要风险。全球大宗商品价格波动对国内价格的影响机制主要分为两种，一是通过国际资本流动进行传导，二是通过国际贸易渠道进行传导。目前我国价格运行平稳，生产领域价格结构性上涨。相关商品价格上涨对 PPI 影响更直接，对 CPI 的影响较小，传导影响总体上是有限的、可控的。要更加注重相关行业中小企业的受影响程度，关注薄弱环节。
- **风险提示：**疫情控制较差、美联储提前紧缩等。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 谁的后劲更足？——一季度经济数据点评 (2021-04-16)
2. 美国：“拐点”与“短缺”共舞 (2021-04-16)
3. 平静数据下的“风险”——3月贸易数据点评 (2021-04-13)
4. 社融增速如期回落，企业融资需求不减 (2021-04-13)
5. 美国推进“脱碳”经济转型，这些行业有机会 (2021-04-09)
6. 全球大宗上涨带来的后果——3月通胀数据点评 (2021-04-09)
7. 货币政策：乱云飞渡仍从容 (2021-04-02)
8. 中小企业扬眉吐气，非制造业回升明显——2021年3月PMI数据点评 (2021-03-31)
9. 鲍威尔不鸽了，全球闸门或收紧？ (2021-03-26)
10. 美联储的“蓄水池”在哪里？ (2021-03-25)

目 录

1 经济增长预期叠加基建计划刺激大宗商品需求.....	1
2 通胀上行带动大宗上涨，美债收益率仍需观察.....	2
3 美元的长期走势也将支撑大宗市场价格.....	4
4 大宗商品价格对国内价格的传导路径及影响	5

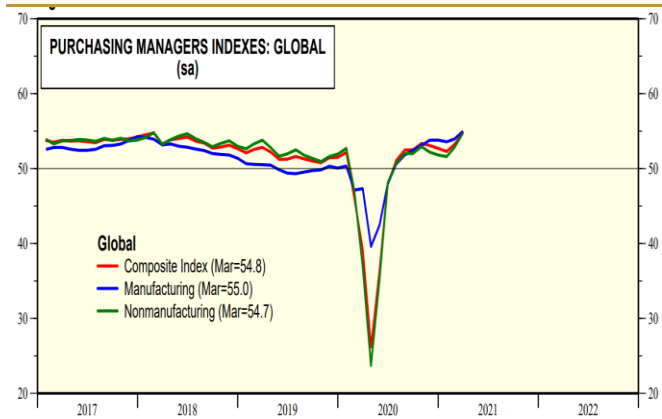
继3月上旬拜登推出1.9万亿针对疫情的财政纾困政策（详见《1.9万亿会带来“脱缰”的通胀吗？》）后，当地时间3月31日，美国总统拜登在匹兹堡宣布了2.25万亿美元的基建和经济复苏计划（美国就业计划）。4月，拜登向部分两党立法者表示，愿意就2万亿美元的基建法案妥协，预计官方将在7月出炉。在本篇专题中，我们分析了美国经济复苏叠加可能要出台的基建计划、通胀预期以及美债收益率、美元走势对大宗商品价格产生的影响，探讨本轮大宗商品价格变化逻辑，并分析对于国内价格的传导。

1 经济增长预期叠加基建计划刺激大宗商品需求

经济增长是推动大宗商品价格上涨的长期基础因素。2000年初大宗商品价格上涨较快，部分原因在于中国经济增长较快，推动了黑色及有色金融的需求，而随着经济增速的下降，大宗商品供应过剩，在2012至2016年期间经历熊市。2016年后，供应过剩的情况逐渐缓解，商品价格有所恢复。这一情况在全球PMI指数上也可以得到验证。2016年，全球制造业PMI跌倒低点，随后加速回升，2016至2019年的大部分时间都维持在荣枯线以上。2020年疫情期间，商品的需求受到冲击，与此同时供给也受到较大影响，但目前主要经济体复苏较稳定，且基建、制造业投资，消费和贸易的复苏仍在继续。从目前全球采购经理人指数看，全球制造业PMI达到55%，非制造业为54.7%，位于较高位置且在继续走高，预计将继续带动大宗商品需求上涨。从美国看，经济复苏较稳定从需求端拉动商品价格，而产业链尚未完全恢复，这在供给端推动商品价格上涨。4月美联储发布的最新经济状况褐皮书显示，美国经济活动增长步伐有所加快，消费者支出改善，人们对休闲活动和旅行的需求回升。12个辖区均报告经济增长，其中9个为温和增长，1个为强劲增长，制造业活动进一步扩张，一半的联邦储备辖区认为经济增长强劲，3月，美国工业生产总值同比增长4.5%，为2010年8月以来新高，工业产能利用率回升2个百分点至73.8%，零售销售环比增长9.8%，为10个月来最大增幅，大幅高于预期值的5.8%；就业方面，被疫情重创的劳动力市场有所改善，制造业、建筑业以及休闲和酒店业的招聘速度最快，同时这些行业的工资增长略有加速、工资压力较大。美国劳工部公布的就业数据表现强劲，截至4月10日当周，初请失业金人数经季节调整后为57.6万人，前一周为76.4万人。而且，美联储有37次提到“短缺”，是去年同期新冠疫情爆发初期时水平的12倍多。除了劳动力约束外，投入成本的上升也对价格构成了上行压力，特别是对于金属、木材、食品和燃料等原材料。

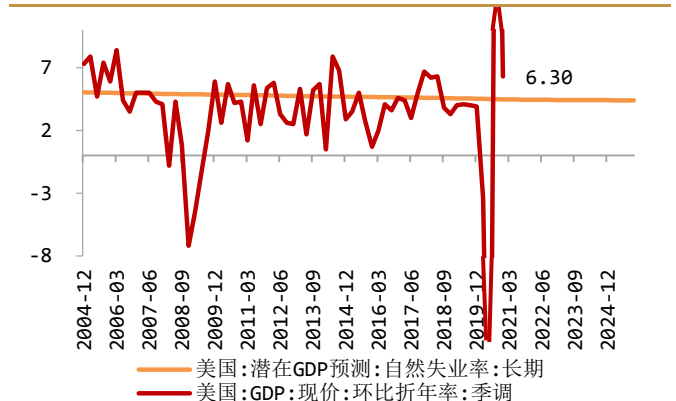
大宗商品，尤其是金属制品存在供需缺口，基建计划将刺激需求进一步扩大。4月，世界钢铁协会(WSA)表示，随着各国经济从新冠疫情中复苏，全球钢铁需求今年将增加5.8%，但如果刺激支出效应减退，需求或将随之减弱。据Roskill估计，到2035年受人口和GDP增长、城市化和电力需求的推动，铜的总消费量将超过4300万吨，而2020年全球铜矿山总产量仅为2000万吨。除经济的正常复苏外，美国可能将要推出的基建计划也将进一步快速拉动对相关商品，尤其是金属的需求，从而刺激经济增长。具体来说，基础设施支出将增加对建筑设备等商品和公路规划等服务的需求，从行业来看，建筑业、耐用品制造业和相关行业等将受到提振。从商品种类看，需求最大的有铁矿石，煤炭，钢铁，铜；同时，因为美国自身获取资源的渠道问题，以及对于低碳经济的更加重视，有四种金属尤为重要，分别是铬，钴，锰和铂。

图 1：全球采购经理人指数逐渐走高



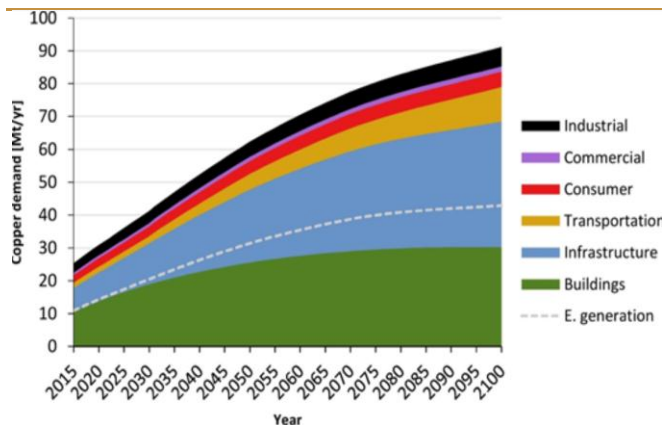
数据来源：Yardeni，西南证券整理

图 2：美国 GDP 和潜在 GDP 的走势



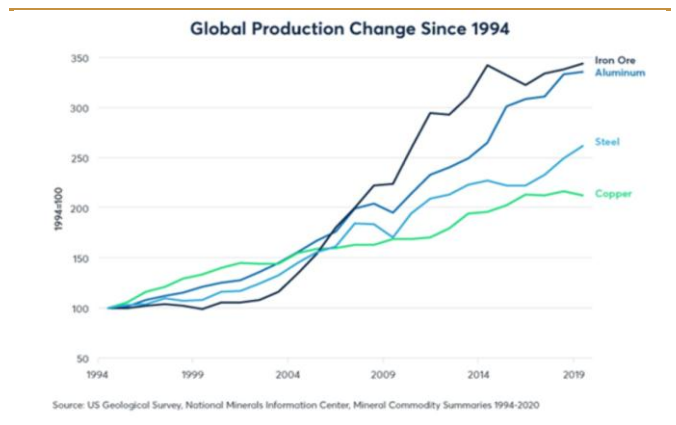
数据来源：Wind、西南证券整理

图 3：预计铜的需求将大幅提高



数据来源：Science Direct、西南证券整理

图 4：主要金属供应增长速度不一



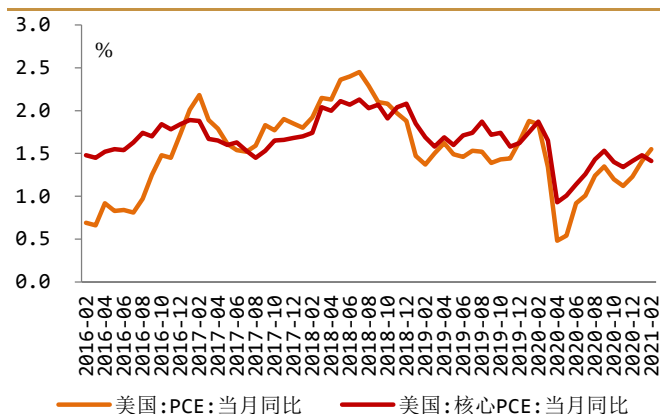
数据来源：US Geological Survey、西南证券整理

2 通胀上行带动大宗上涨，美债收益率仍需观察

目前美国通胀预期上行，是形成带动大宗商品价格的又一因素。一方面，大宗商品在某些情况下是通货膨胀的领先指标，部分大宗商品对于经济冲击的反应更快，随后传导至整体价格。同时，通货膨胀也会反作用于大宗商品价格。一般情况，如果通胀压力或预期上行，债券收益率将随之升高来补偿通胀风险，而此时大宗商品在长期利率上行的情况下作为避风港，价格将得到支撑。疫情后美国经济加速复苏，庞大的财政刺激措施，加上美联储极为宽松的货币政策使得对于美国通胀预期升高的担忧上行。当地时间 4 月 14 日，美联储副主席克拉里达对美联储货币政策新框架和价格稳定作出解释，提出五点说明：首先，联邦公开市场委员会希望推迟启动基准利率有效下限(ELB)，直到 PCE 上升到 2%，且其他相一致的补充条件也要得到满足；第二，通胀持续低于 2%，美联储将致力于在一段时间内实现适度高于 2% 的通胀率，以使长期通胀预期在 2% 的长期目标上；第三，预计在满足开始政策正常化的条件后，货币政策仍将在一段时间内保持宽松；第四，一旦政策正常化的条件得到满足，政策会逐步将通胀率恢复到长期目标，即保持在 2% 但不得低于 2%；第五，长期平均 2% 的通胀率代表了 FOMC 事前的愿景，但不是一个事后承诺。所以，美联储将在未来一段时间内容保持宽松的政策基调，允许通胀阶段性的超调。当地时间 4 月 20 日，鲍威尔给佛罗里达

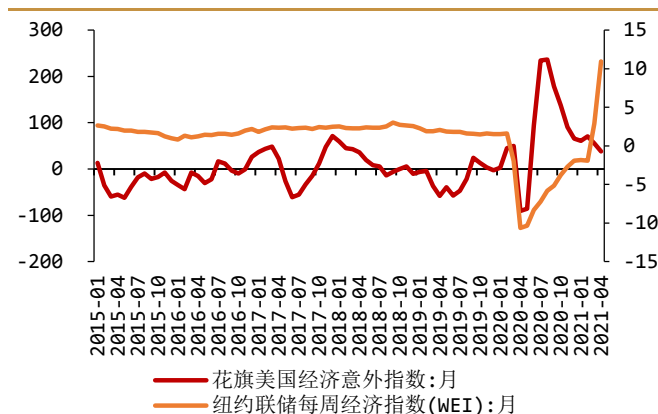
州共和党参议员 Rick Scott 的回信中表示, 由于经济强势复苏, 外加供应限制推高了部分行业的价格, 美国今年可能会出现“略高”的通胀。3 月, 美国 CPI 同比增长 2.6%, 为 2018 年 8 月以来新高, 超市市场预期, 受低基数和能源价格上涨推动, 核心 CPI 也上行至 1.6%; 近期美国 TIPS 隐含通胀预期在 2.3% 附近。同时, 目前景气度行至高位, 通胀预期可能将继续走高。4 月 10 日当周, 受去年同期基数影响, 纽约联储每周经济 WEI 指数继续上升至 11.74%, 而 13 周平均为 1.52%, 美国 3 月中小企业乐观指数继续上升至 98.2%, 4 月 ISM 服务业 PMI 指数更是上升至 63.7%, 为 04 年 4 月以来新高。在逐渐放弃控制财政赤字, 目标转而充分就业和社会保障后, 美国持续的宽松货币政策, 以及通胀压力的上行将继续支撑大宗商品价格。

图 5: 美国通胀升高明显



数据来源: Wind、西南证券整理

图 6: 美国经济景气度上升



数据来源: Wind、西南证券整理

美债收益率为大宗商品价格背书, 但近期美债市场有所波动。利率会影响大宗商品, 这其中, 长期利率与大宗商品价格之间的相关性比短期利率更高, 这主要由于大宗商品相关的开矿建厂可能会花费数年时间, 甚至可能要过 10 年才能投放市场。并且, 全球大多数大宗商品以美元计价, 综合以上两个因素, 10 年期美债收益率可能在一定程度上解释大宗商品价格变化。一般来说, 收益率也代表投资者对未来经济的预期, 收益率上升通常反映经济和信心增强, 企业可能会随之增加库存以应对未来更大的需求, 而这反过来又推高了原材料的价格。2021 年来, 美债收益率快速走高, 10 年期美债收益率由年初 0.93% 升至 3 月 19 日的 1.74%, 到 4 月初维持在 1.7% 左右波动, 但近期 10 年美债收益率有所下行, 4 月 20 日为 1.58%, 较高点回落约 160 个基点。

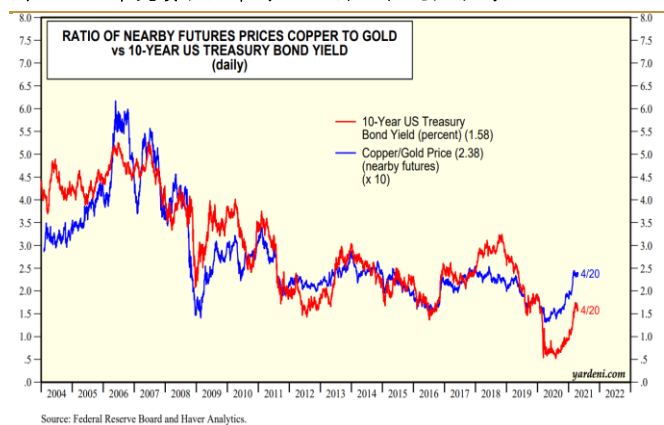
近期美债收益率下行可能有以下几点原因: **首先, 全球避险情绪回升。**疫情方面, 一方面多国新冠单日确诊病例创新高, 印度、土耳其、伊朗等发展中国家疫情快速恶化, 另一方面在美欧等发达国家疫苗接种率不断提升的情况下, 新增确诊下降速度不及预期; 地缘政治方面, 俄罗斯与乌克兰的摩擦也令市场担忧冲突升级, 美国对俄实施大规模制裁并驱逐 10 名俄外交人员, 而俄罗斯也采取多项措施回应美国对俄制裁, 加速市场避险情绪。**第二, 交易层面上, 美国金融机构大举发债且再通胀交易整体降温。**截至 4 月 16 日, 金融行业高评级美国债券发行规模超过 2220 亿美元。这一数字比去年同期高出 10%。截至 4 月 16 日的当周, 美国大行上周总计发行了 420 亿美元的债券, 给利率带来了压力; 同时, 再通胀交易整体降温也迎合了美债收益率的下跌。**第三, 美联储可能在未来一段时间内维持宽松基调。**一方面, 美联储主席鲍威尔表示, 目前美国通胀率在 1.6% 左右, 远低于美联储 2% 的目标, 希望通胀在一段时间内适度高于 2%, 当达到这个目标时, 美联储就会提高利率, 但实现这个

目标还需要一段时间；另一方面，拜登继续为其 2.25 万亿美元基础设施和税收计划争取支持。鉴于美元的世界货币属性，信用扩张后的美元有部分回流至美债市场，压力美债利率。

第四，海外需求增加。4 月日本进入新财年，开始重返海外债券市场。日本财务省公布的数据显示，4 月份第一周，日本基金抢购了约 1.7 万亿日元（156 亿美元）的海外固定收益资产，创下五个月来的新高，日本从之前卖出美债转为买入，拉低了美债利率。

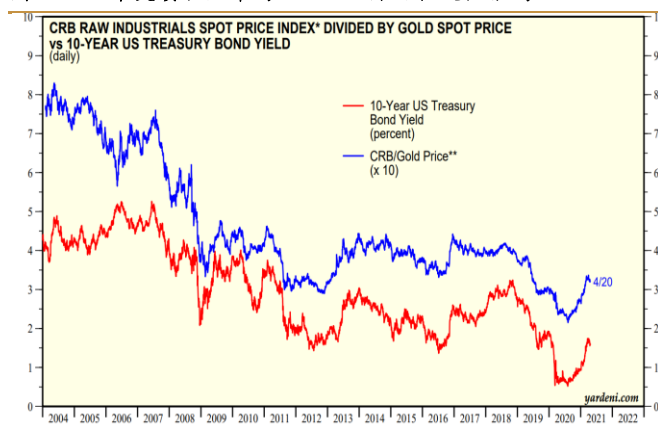
但长期来看，美债收益率的走势还有很多不确定性。首先，美国经济目前复苏预期向好，但疫情近期有所反复，经济复苏的速度快慢尚不能确定，如果美国经济复苏较快，避险情绪缓解，美债收益率曲线可能将再次走抖；其次，目前构成美债收益率下跌的因素多是短期因素，如海外购买增多、金融企业发债增多等，不能形成美债收益率长期下行的佐证；第三，美联储虽然表示近期维持宽松，但不排除经济恢复向好后货币政策正常化的可能，在加息之前先将减少购债规模，这将在美债市场上得到快速反映。基于以上因素，美债收益率还有待观察，作为与 10 年美债收益率相互作用的大宗商品价格也需要保持时时关注。

图 7：10 年美债收益率与铜/金价的相关性很高



数据来源：Yardeni、西南证券整理

图 8：10 年美债收益率与 CRB/金价的相关性很高



数据来源：美联储、西南证券整理

3 美元的长期走势也将支撑大宗市场价格

大宗商品以美元计价，美元的强势与否与大宗商品之间存在很强的相关性。2012 年至 2016 年期间，美元持续走高，相对应大宗商品价格暴跌经历熊市。美元走势同大宗商品价格有着显著负相关关系，美元汇率变动对大宗商品价格的波动有重要引导作用。有三个层面的因素使得美元走势与大宗商品价格有关：在货币层面，布雷顿森林体系形成以后，美元成为国际货币体系内的储备货币，行使世界货币职能。在大宗商品在国际之间交易时，需要使用美元购买商品，当美元坚挺时，其购买商品的能力就会下降，即同样多的美元能购买更多的商品；在全球资产配置方面，大宗商品与美债是全球资产配置中两个重要的资产类别。当市场处于高风险状态时，资金的避险属性导致大宗商品等风险资产的价格出现下降，资金流入流动性高且风险较低的美国国债，从而使得美元升值，呈现出美元走势同大宗商品价格之间的负相关关系；在大宗商品供需方面，美元贬值提升了以本币计价的公司人员工资和能源成本。商品原产国出售商品取得美元，而用其他货币从别的国家购买商品和服务，在出售大宗商品取得美元后，由于美元的贬值导致大宗商品本币价格降低，进而导致工资、福利、税收和其他各种费用的相对变高，使得大宗商品生产成本上升。成本的上涨使得大众商品价格上涨。

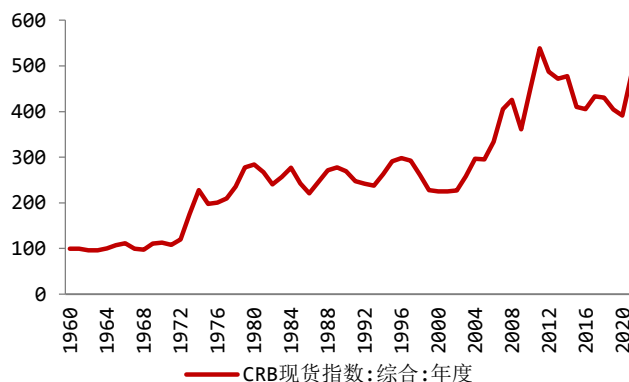
近期美元波动，但长期贬值逻辑尚未改变。在《作为前浪，美元还会掀起波澜吗？》中，我们分析了影响美元的因素，得出美元处于贬值周期的结论。2021 年一季度，美元在持续弱势后有所反弹，主要原因在于疫情的影响再加上美股波动使得投资者目光转向有避险效果的美元，对于美联储可能会收紧货币政策的预期也在一定程度上推升了美元。但如今看，美国疫情尚未完全稳定，虽然美国疫苗的推广以及经济复苏逐渐稳定、新一轮财政刺激出台进一步提升了对于美国经济复苏的预期，但美国相对于其他主要国家的经济复苏强弱还有待时间验证，且美联储在短期内改变宽松货币政策的概率较低，美元长期贬值的逻辑还没有彻底改变。在这种背景下，大宗商品价格受到美元上涨压力的阻力较小。

图 9：美元指数走势



数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：CRB 现货指数走高



数据来源：Wind、西南证券整理

4 大宗商品价格对国内价格的传导路径及影响

中国的需求也成为拉动大宗商品价格上涨的原因之一。我国是各初级品的消费大国，根据 IMF 的统计，2010 年我国不可再生资源消费量约占全球的 20%，其中主要农作物消费占比 23%、基础金属占比 40%。21 世纪以来，随着中国经济的快速增长、对外开放程度、工业化和城市化的逐渐提高，我国对于大宗商品的需求量也随之快速增加。疫情后，我国对主要金属的进口也有所增加，这与我国经济复苏较其他主要经济体更快，也与我国制造业及基建投资持续恢复有关。2021 年一季度，我国进口未锻造的铜及铜材 143.6 万吨，2020 年全年进口量达到 667.97 万吨，进口金额同比增长 48.6%，较 2020 年增速加快 15.7 个百分点（2020 年全年进口金额同比增速 32.9%）。一定程度上得益于中国的购买，铜价已从 2020

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18934

