

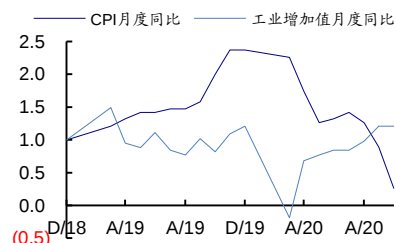
证券研究报告—深度报告

宏观经济

大类资产配置专题

2020 年 12 月 18 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.70

相关研究报告:

《2020 年宏观经济展望暨固收策略报告: 新旧动能切换的曙光!》——2019-12-06
 《宏观经济深度报告: 海外投行怎么看? —美国大选对于资本市场的影响》——2020-11-01
 《利率市场专题报告: 长期利率趋势何在?》——2020-11-20
 《2019 年三季度就业数据: 就业压力虽增加, 但企业薪酬仍加速上升》——2019-10-25
 《2021 年度宏观经济与大类资产走势展望: 步入“中高速增长平台”》——2020-11-20

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110001

面对大宗商品的上涨, 未来债券利率会如何演变

大宗商品价格大涨对债市有何影响

● 前言

近期, 大宗商品价格大涨吸引市场投资者注意, 其中有一个现象值得关注, 即大宗商品价格凌厉上涨, 但债券利率似乎有所钝化, 并未显著上扬。举例来说, 在 11.02-12.17 期间, 南华工业品指数上涨 20%, 而 10 年期国债利率仅上行 10BP 左右。那么, 为什么近期债市对大宗商品的上涨反应不大, 后续债券利率又会如何演变呢? 本文对此简单阐述。

● 为什么近期债市对大宗商品的上涨反应不大

我们认为原因主要在于:

(1) 整体来看, 债券利率的上行趋势与大宗商品价格的上涨趋势基本相当。根据图 1, 可以发现从 4 月以来, 10 年国债利率上行的相对幅度与南华工业品价格上涨的相对幅度较为一致, 近期南华工业品价格明显上涨而债券利率并未明显上行的一个原因可能是: 南华工业品指数在 9-10 月下跌时, 债券利率并未下行, 而此时面对大宗商品价格的上涨, 债券利率暂时也不需要以更大幅度的上行来配合应对。

(2) 而为什么会出现 (1) 中描述的情况呢, 在于债市和大宗商品在该阶段的主要影响因素有所不同: 在 9-10 月期间, 因欧美疫情二次爆发, 美国大选前夕导致避险情绪升温等因素影响, 大宗商品出现明显调整。而债券利率却依然在上行, 主要原因在于经济金融数据依然较好、债券供给压力较大、同业存单利率上行明显。很明显, 大宗商品价格的下跌并不是此阶段影响债市的主要因素之一。因此, 可以看到大宗商品与债市走势略有分化。

而 11 月以来, 在美国大选情况明朗、新冠疫苗进展较好、国内经济复苏势头依然向好的情况下, 大宗商品价格大幅上涨。而债市因为央行投放资金力度加大、同业存单利率下行明显等原因而表现坚挺。

综合来看, 从 2020 年 4 月以来, 大宗商品价格与 10 年国债利率的趋势表现较为吻合, 只不过大宗商品价格波动较大, 上涨趋势中出现过明显回撤; 而债券利率的趋势性则更为明显, 几乎一路上行。

● 面对大宗商品的上涨, 未来债券利率会如何演变

因此, 我们认为未来债券市场的主要关注点在于 PPI, 即工业品通胀, 而工业品通胀的另一个表现则是大宗商品价格的上涨。因此, 未来大宗商品价格与债券利率的表现将继续呈现明显相关性, 目前, 以南华工业品指数为代表的大宗商品价格已经修复了 9-10 月的下跌, 仅从资产价格间的表现来看, 若后续大宗商品价格继续上涨, 债券利率很可能会跟随出现明显上行。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

大宗商品价格大涨对债市有何影响.....	4
为什么近期债市对大宗商品的上涨反应不大	4
面对大宗商品的上涨，未来债券利率会如何演变	5
国信证券投资评级.....	9
分析师承诺	9
风险提示	9
证券投资咨询业务的说明	9

图表目录

图 1: 南华工业品指数与 10 年国债利率走势图	4
图 2: 市场利率与政策利率	5
图 3: 8 月以来, 长期利率上行突破了利差顶的限制	5
图 4: 周期指数/上证综指	6
图 5: 住宅、PPI 和 CPI 价格同比	6
图 6: 工业增加值和综合价格指数在 2009-2010 年的表现	7
图 7: 季度社融增量占全年 GDP 名义值比重	7
图 8: PPI 环比和同比增速	8
图 9: M1 回升幅度与 PPI 环比的关系	8

大宗商品价格大涨对债市有何影响

近期，大宗商品价格大涨吸引市场投资者注意，其中有一个现象值得关注，即大宗商品价格凌厉上涨，但债券利率似乎有所钝化，并未显著上扬。举例来说，在 11.02-12.17 期间，南华工业品指数上涨 20%，而 10 年期国债利率仅上行 10BP 左右。那么，为什么近期债市对大宗商品的上涨反应不大，后续债券利率又会如何演变呢？本文对此简单阐述。

为什么近期债市对大宗商品的上涨反应不大

首先，在大宗商品和债券利率的表现方面，从图 1 可以看到，在今年 4 月-8 月期间，南华工业品指数持续反弹，10 年期债券利率也明显上行，两者的变化趋势十分吻合。而为什么近期债市对大宗商品的上涨反应不大，我们认为原因主要在于：

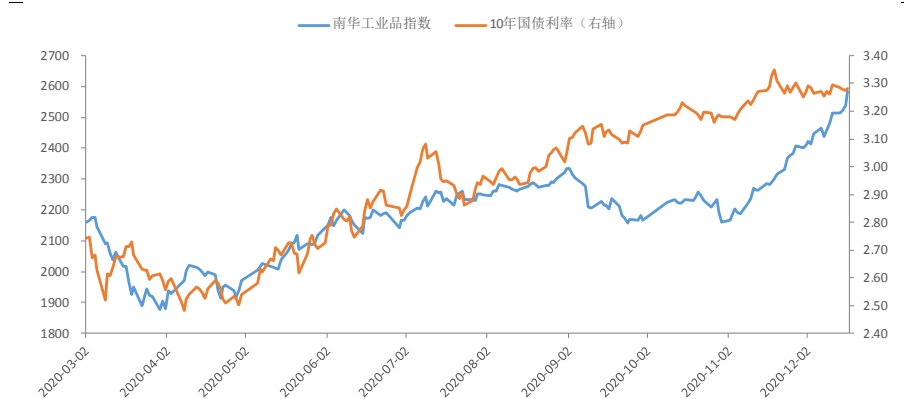
（1）整体来看，债券利率的上行趋势与大宗商品价格的上涨趋势基本相当。根据图 1，可以发现从 4 月以来，10 年国债利率上行的相对幅度与南华工业品价格上涨的相对幅度较为一致，近期南华工业品价格明显上涨而债券利率并未明显上行的一个原因可能是：南华工业品指数在 9-10 月下跌时，债券利率并未下行，而此时面对大宗商品价格的上涨，债券利率暂时也不需要以更大幅度的上行来配合应对。

（2）而为什么会出现（1）中描述的情况呢，在于债市和大宗商品在该阶段的主要影响因素有所不同：在 9-10 月期间，因欧美疫情二次爆发，美国大选前夕导致避险情绪升温等因素影响，大宗商品出现明显调整。而债券利率却依然在上行，主要原因在于经济金融数据依然较好、债券供给压力较大、同业存单利率上行明显。很明显，大宗商品价格的下跌并不是此阶段影响债市的主要因素之一。因此，可以看到大宗商品与债市走势略有分化。

而 11 月以来，在美国大选情况明朗、新冠疫苗进展较好、国内经济复苏势头依然向好的情况下，大宗商品价格大幅上涨。而债市因为央行投放资金力度加大、同业存单利率下行明显等原因而表现坚挺。

综合来看，从 2020 年 4 月以来，大宗商品价格与 10 年国债利率的趋势表现较为吻合，只不过大宗商品价格波动较大，上涨趋势中出现过明显回撤；而债券利率的趋势性则更为明显，几乎一路上行。

图 1：南华工业品指数与 10 年国债利率走势图



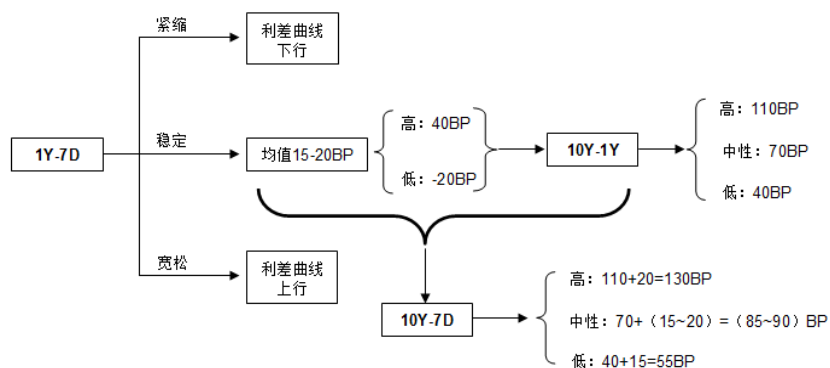
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

面对大宗商品的上涨，未来债券利率会如何演变

其次，面对大宗商品的上涨，未来债券利率会如何演变呢？我们认为：如果大宗商品价格继续上涨，将很可能通过资产间价格的传导对债券市场形成压力。

我们认为短期宏观经济的驱动将从增长因素向通胀因素转化，7、8月份以来，债券市场脱离了单纯经济复苏主导的利差范围，出现了利率攀升的局面；股票方面，周期股指数超越大势，明显领先上证综指。股票和债券市场的表现意味着资产价格从经济复苏的主导开始让位于通货膨胀预期的主导。

图 2：市场利率与政策利率



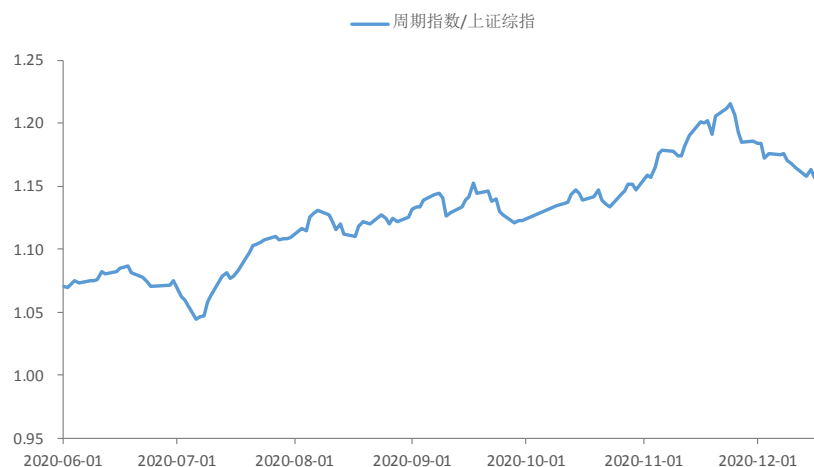
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 3：8月以来，长期利率上行突破了利差顶的限制



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

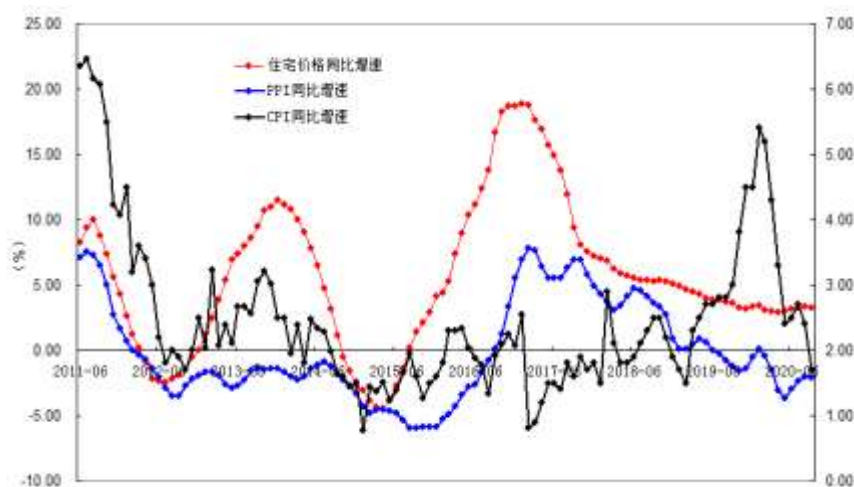
图 4: 周期指数/上证综指



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

那么, 如何衡量当前的通货膨胀预期呢。我们认为一般衡量通货膨胀的指标依次为“房价或股价(资本品)—PPI(工业品)—CPI(消费品)”。目前来看, 在 CPI 依然处于寻底的过程中, 工业品通胀(PPI)预期将是今年四季度到明年上半年的关注焦点。PPI 环比增速的变化则是传递通胀预期的核心指标。

图 5: 住宅、PPI 和 CPI 价格同比



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

在当前 PPI 同比增速依然为负的基础上, 我们为什么认为工业品有通胀预期呢, 主要在于其货币条件已经具备。

首先从货币政策刺激力度来看, 2020-2021 年的货币政策刺激情况可以对标 2009-2010 年。两者的相似之处在于: (1) 同样都有经济严重失速后的弹性恢复; (2) 同样都有强烈的货币刺激。两者的不同之处在于: (1) 本轮货币刺激的时间短于 2009 年; (2) 2010 年意外的经历了欧洲危机, 这一危机推动了 2010 年的“滞”因素。

图 6: 工业增加值和综合价格指数在 2009-2010 年的表现



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 季度社融增量占全年 GDP 名义值比重



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

其次 从需求端（即广义流动性角度）衡量 有两大经验规律：（1）当 M1 底

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_748

