



# 美债收益率还能走多远？ ——从通胀预期测算大宗商品牛市高点

中州期货研究所 金国强

二〇二一年二月二十五日



# 目 录

---

## CONTENTS

---

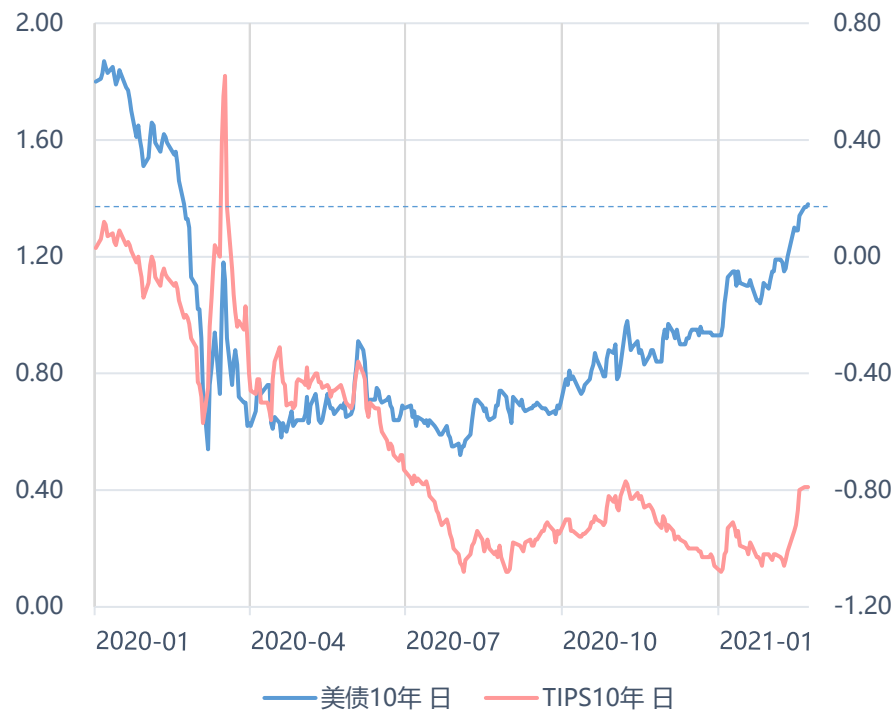
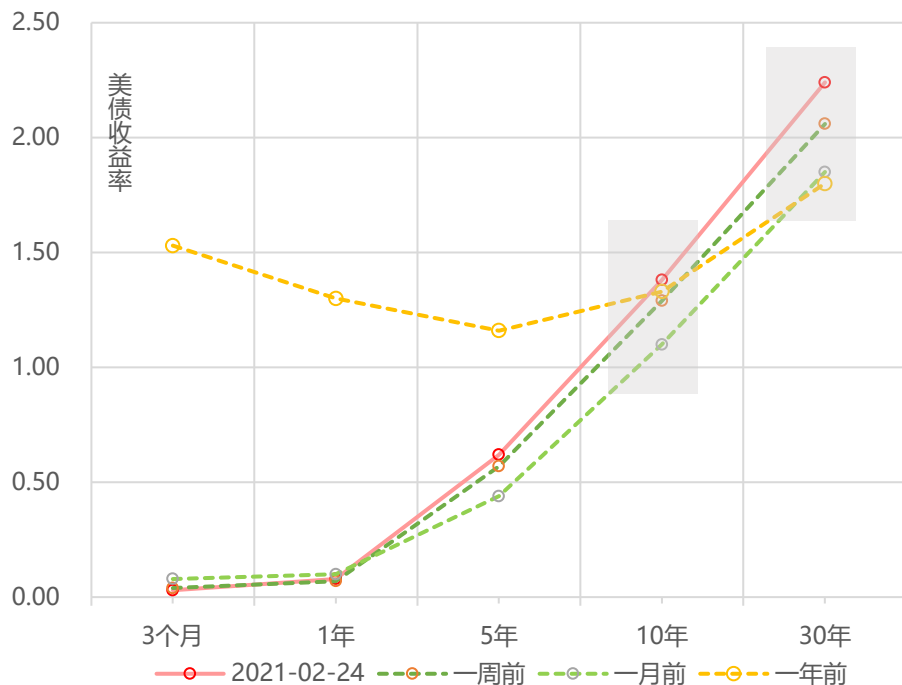
- 1** 美债收益率取决于通胀预期
- 2** 通胀预期的上限在2.5%-3%
- 3** 大宗商品牛市高点受制于通胀预期上限

# PART 01

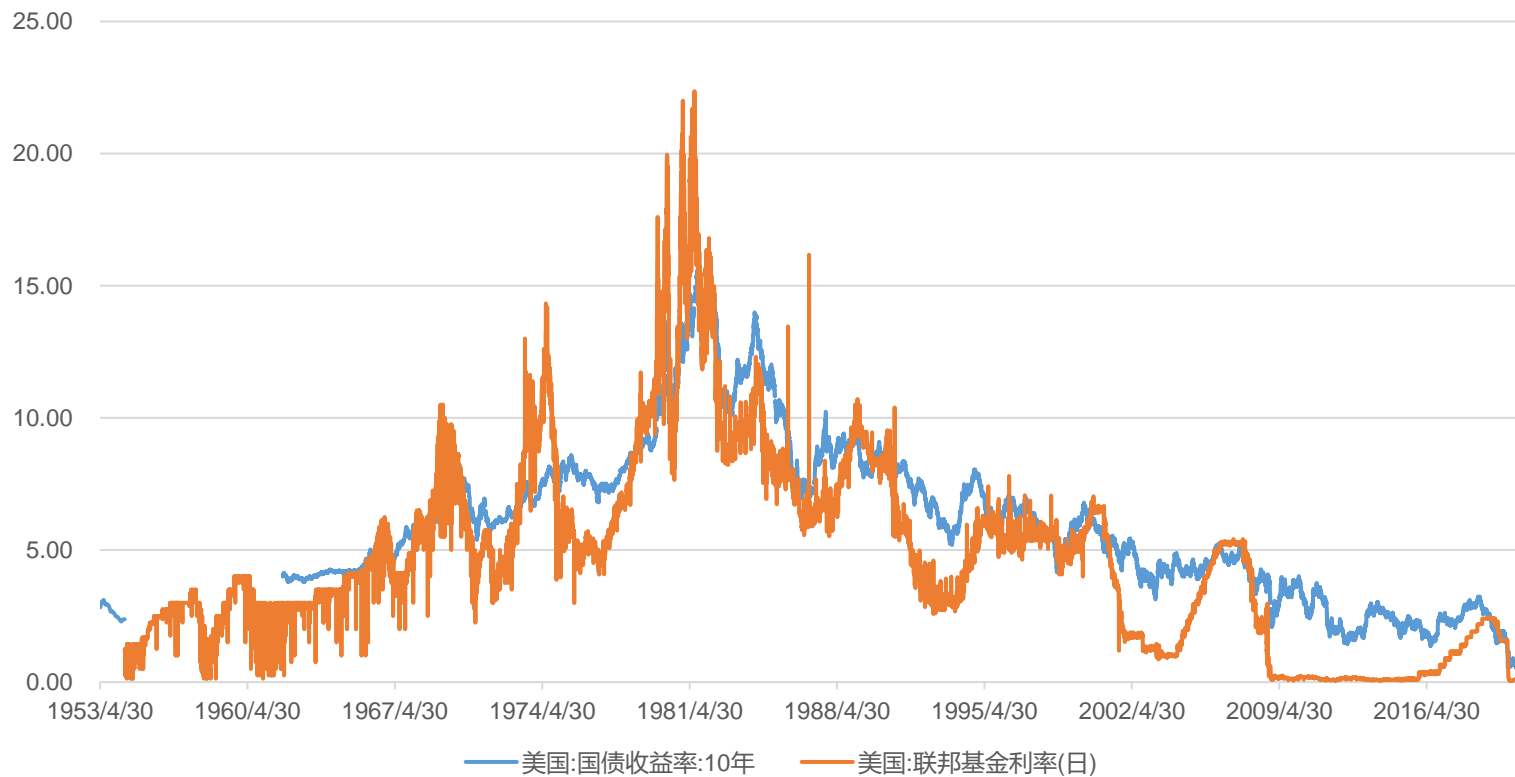


## 美债收益率还能走多远？

# 美债收益率已经超过疫情前水平

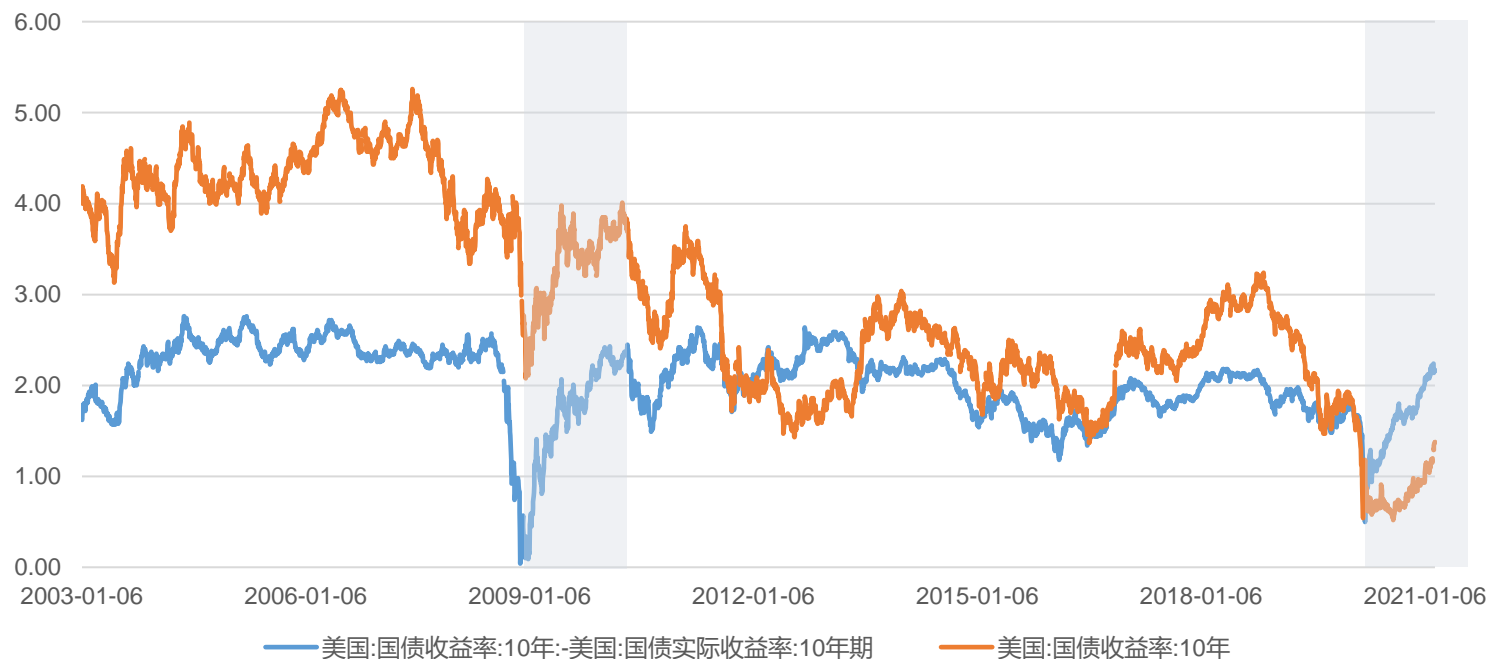


美债收益率曲线日益陡峭，长端利率已经超过疫情前水平；10年期达到1.38%，与疫情前持平30年期达到2.24%，高出疫情前20个基点。



美债收益率的周期和基准水平取决于美联储利率周期和利率水平；在利率下行周期，美债收益率上行主要体现为下降周期中的反弹；在零利率基准水平，收益率上行空间受制于降息前高点。

## 而本轮美债收益率的回升主要由通胀预期所致

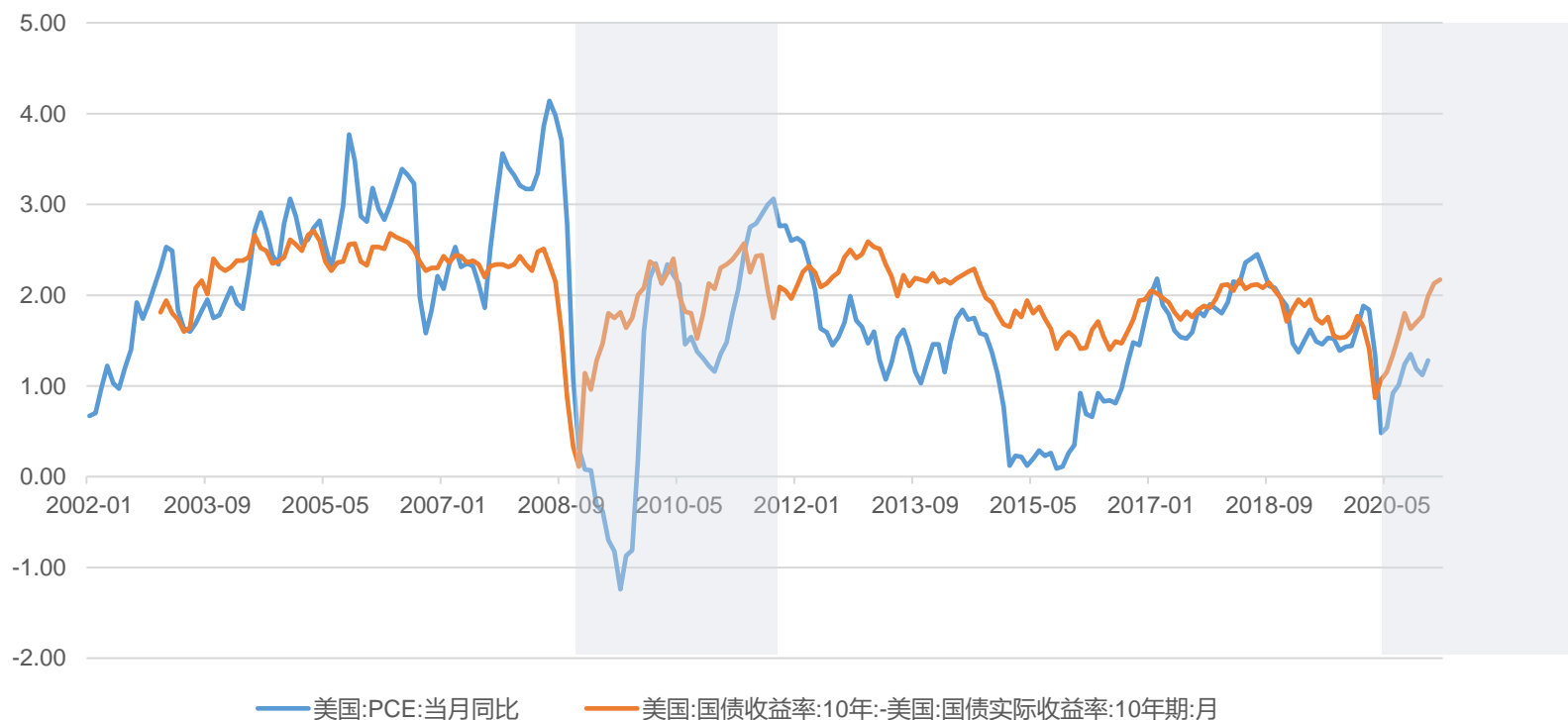


与2008年金融危机类似，本轮美债收益率回升主要由通胀预期所致。根据测算，通胀预期贡献率大约在67%左右。

## PART 02



### 通胀预期的上限在哪里？



而通胀预期受制于美联储通胀目标。当通胀水平达到2%目标以上，通胀预期也基本到顶，2008年金融危机以来二者偏差基本在50个基点以内。

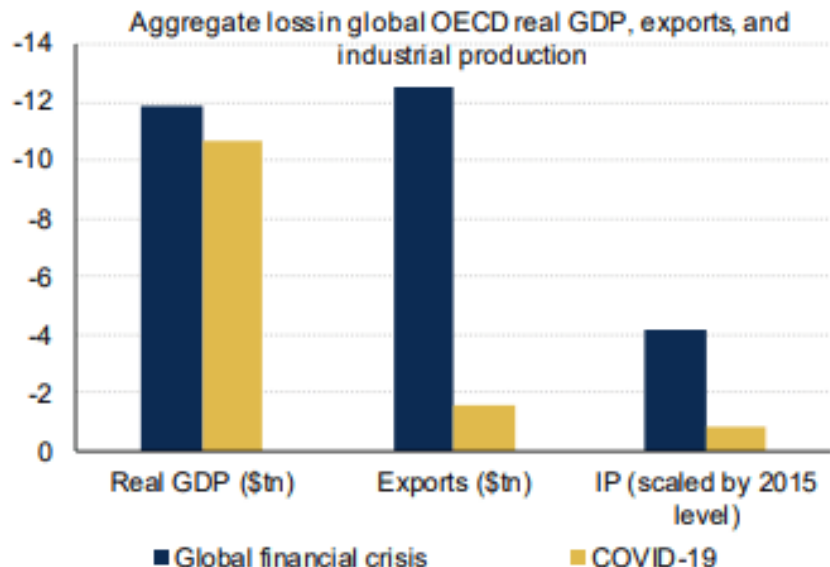
## 本次美联储通胀容忍度较高，上限有可能突破2.5%



为了应对疫情冲击，本次美联储2%通胀目标从极值调整为均值，容许短期超调。按历史峰值2.5%水平，本轮通胀预期上限有可能上移到2.5%-3%区间。

## 缘于疫情损失不及2008年，但刺激规模却远超产出缺口

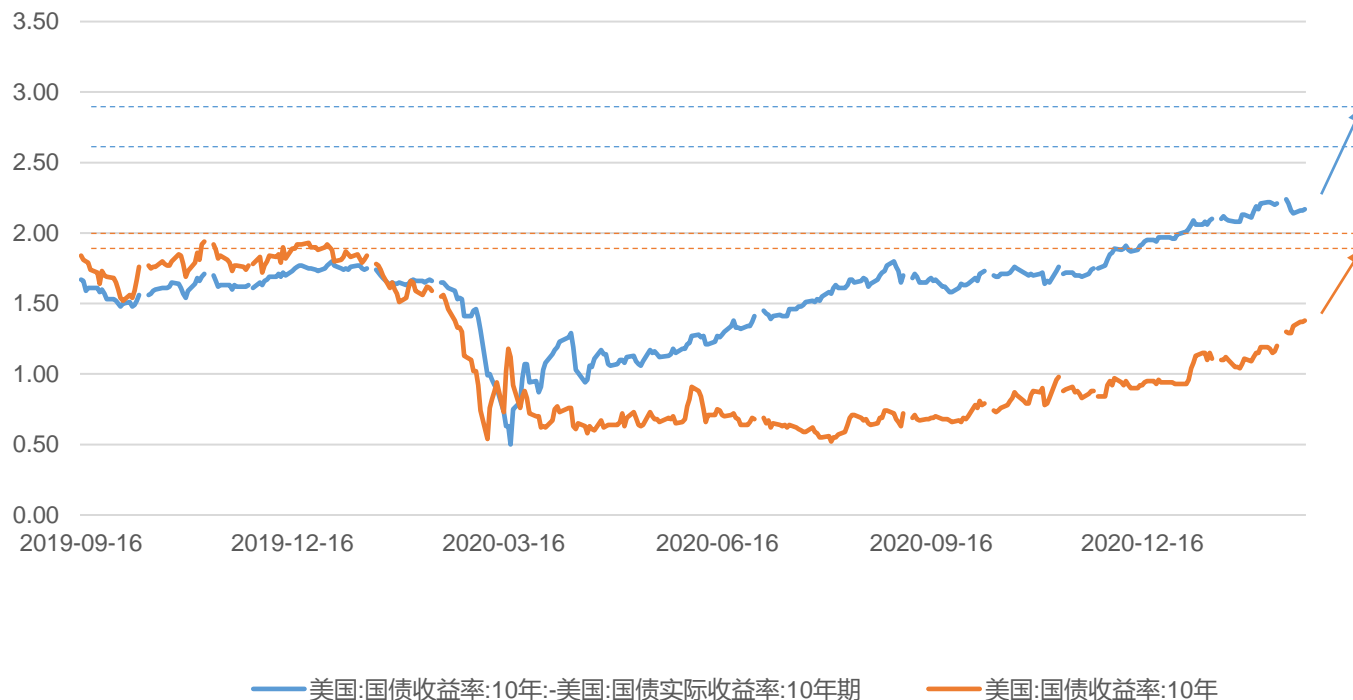
Chart 3: The aggregate loss in global economic activity is lower compared to the Great Recession and accompanying recovery...



资料来源：OECD, IMF, 平安证券研究所

而相较于2008年金融危机，疫情造成的经济损失相对较小；但刺激规模却不遑多让，并远超产出缺口。由此造成的通胀回升尚有较大空间。

按照2.5-3%上限测算，美债长端收益率还有20-50个基点上行空间



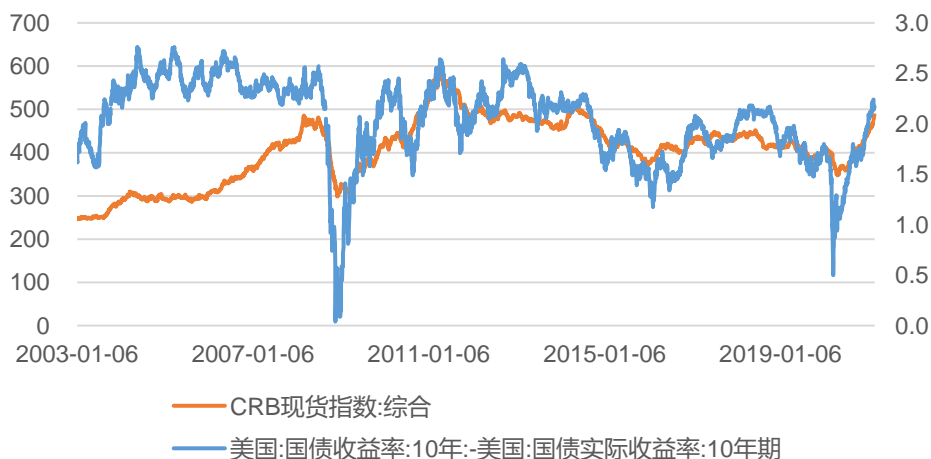
按照通胀预期上限2.5%-3%测算，距当前水平还有30-80个基点；按60-70%折算到美债收益率，上行空间大约有20-50个基点。10年期美债收益率极值大约在1.7-1.9%。

## PART 03

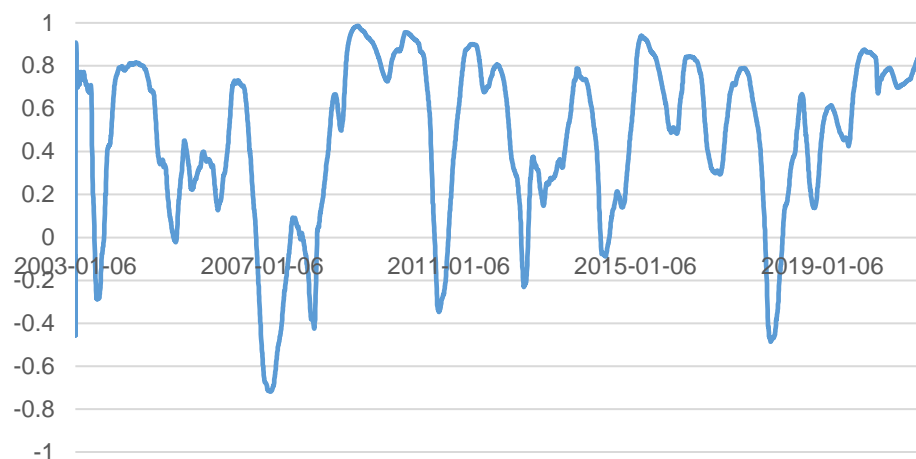


# 大宗商品还有多大涨幅？

## 美国通胀预期与CRB商品指数

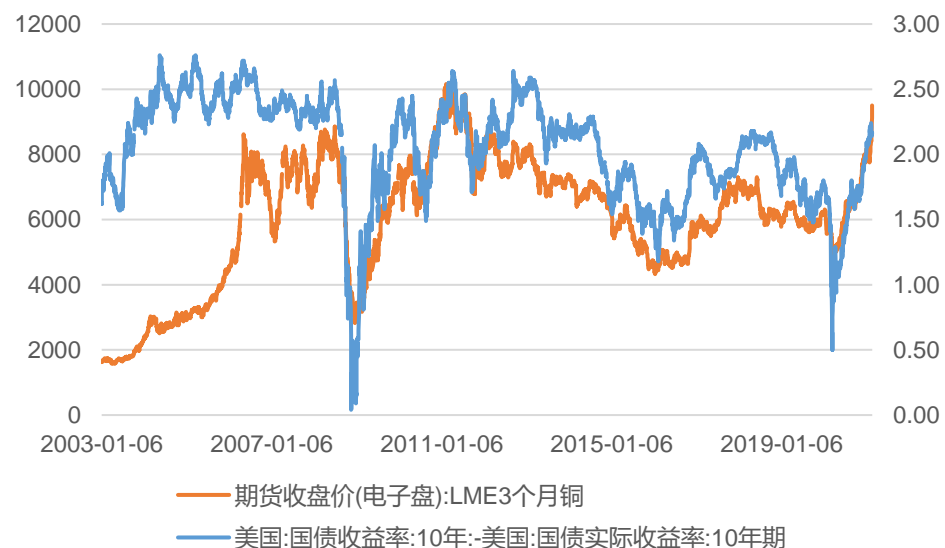


## 美国通胀预期与CRB商品指数相关性



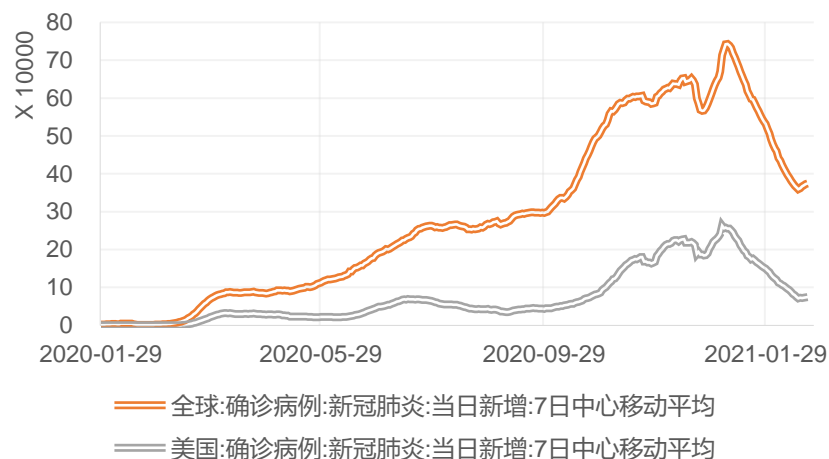
大宗商品与美债收益率总体关联不大，但与美国通胀预期高度正相关；通胀预期的峰值往往对应着大宗商品的高点。因此，我们可以从通胀预期上限反推大宗商品上行空间。

## 大宗商品中，原油和铜与通胀预期相关性最强

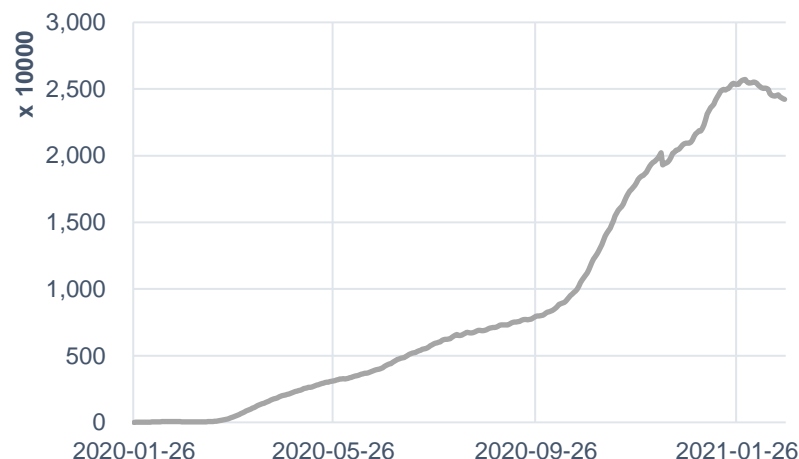


在大宗商品板块中，原油与美国通胀预期相关性最强，其次是铜；但由于本次疫情的特殊性，在本轮通胀回升过程中，铜价上涨的时间和幅度均领先于原油。后期随着经济重启加快，这种格局有可能逆转。

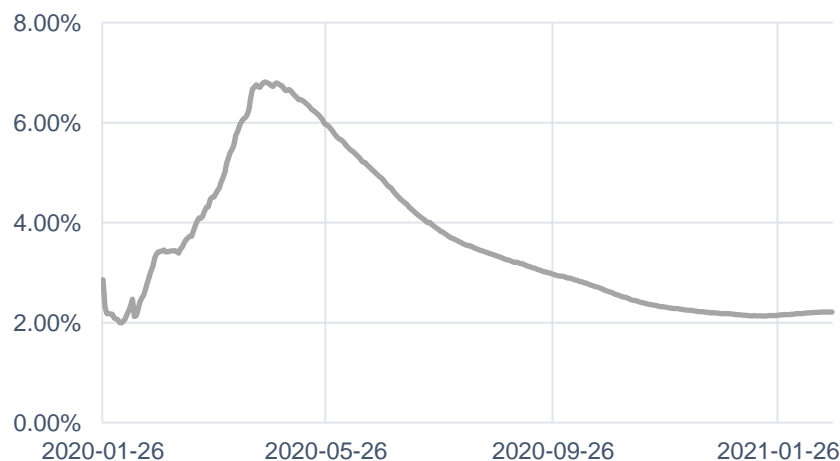
## 当日新增已明确拐头向下



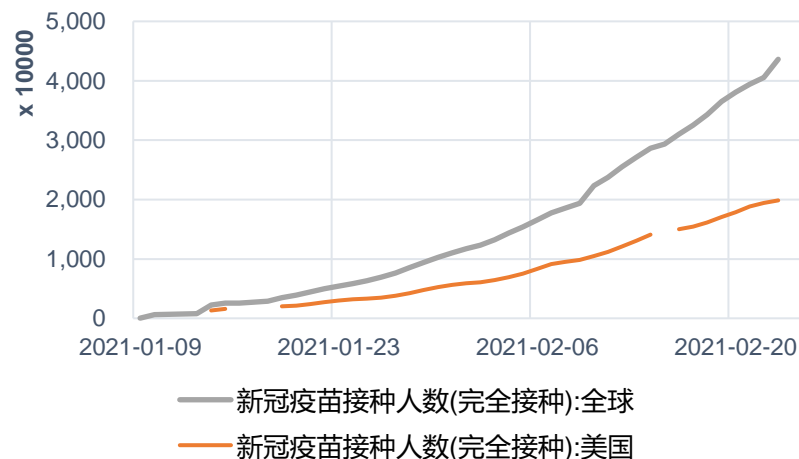
## 全球现有确诊也出现拐点



## 全球新冠肺炎死亡率已降至2%

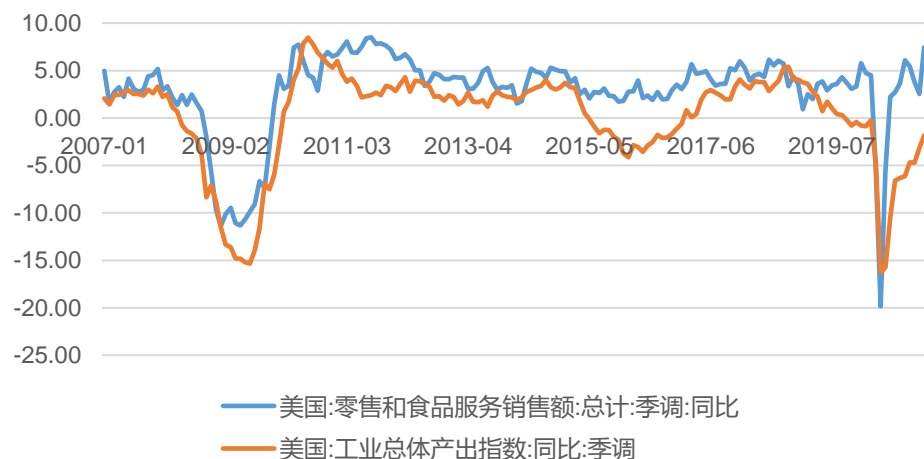


## 美国疫苗接种率有望在5月底达到20%

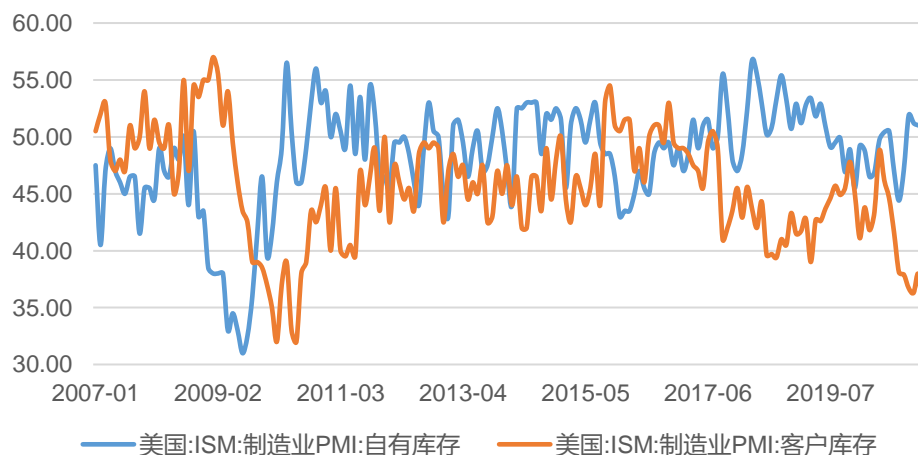


大宗商品牛市的主要驱动来自于货币宽松、财政刺激和需求复苏。其中，最关键的还是疫情何时得到控制。目前，疫情拐点已经出现，按照1月份以来的疫苗接种速度，美国大约在5月底基本达成。

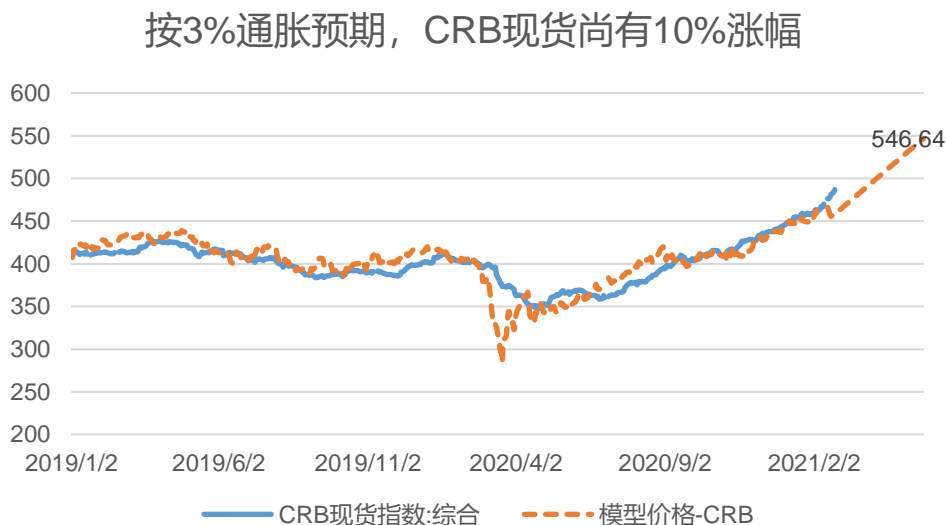
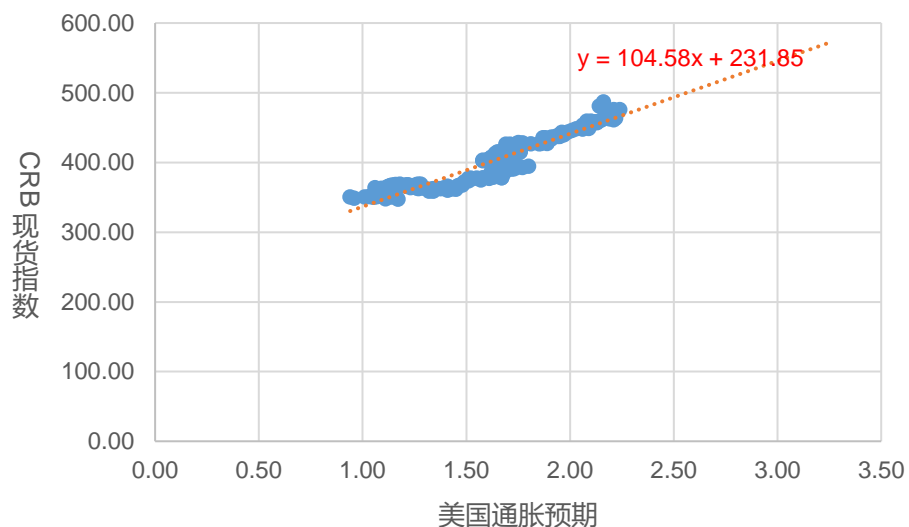
## 美国生产与消费存在较大缺口



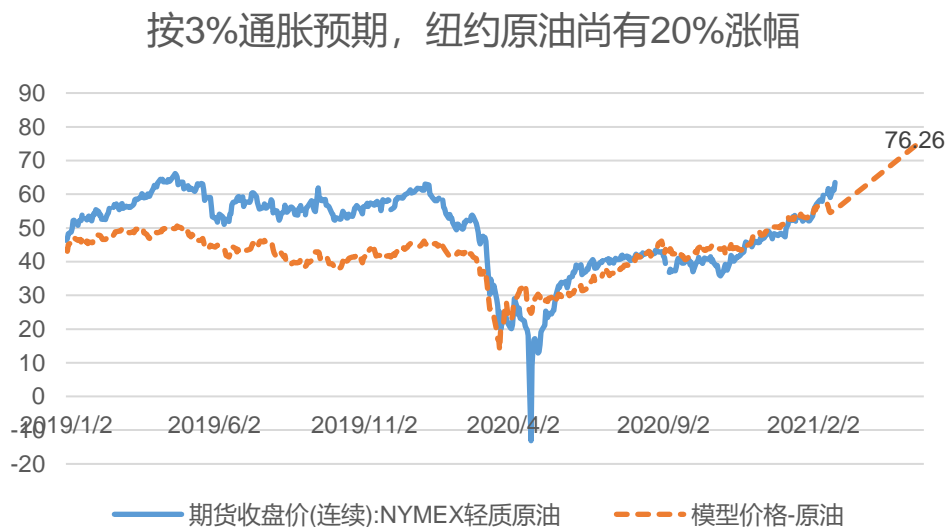
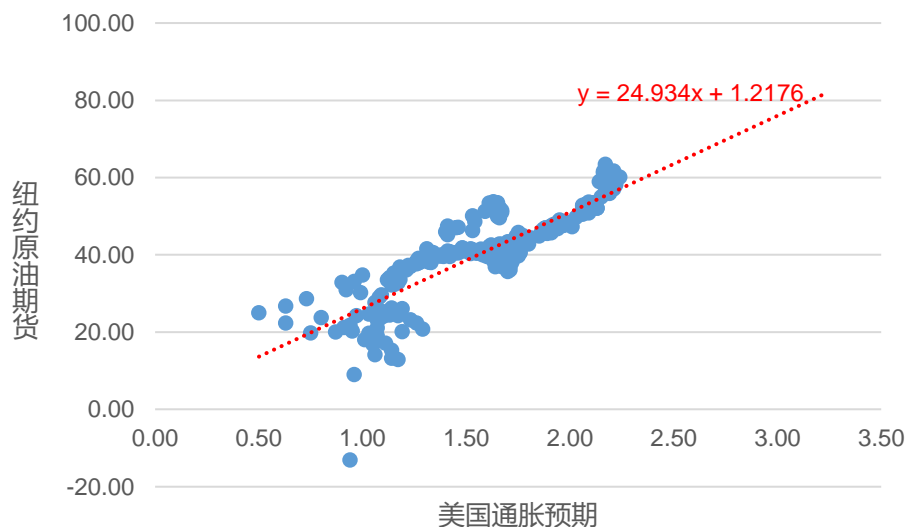
## 美国制造业补库远为不足



在疫情得到根本控制前，需求复苏已经启程。但美国生产与消费存在的缺口仍然较大，同时美国制造业库存仍处于较低水平，按照环比增速，补库周期至少要坚持到今年第二季度。

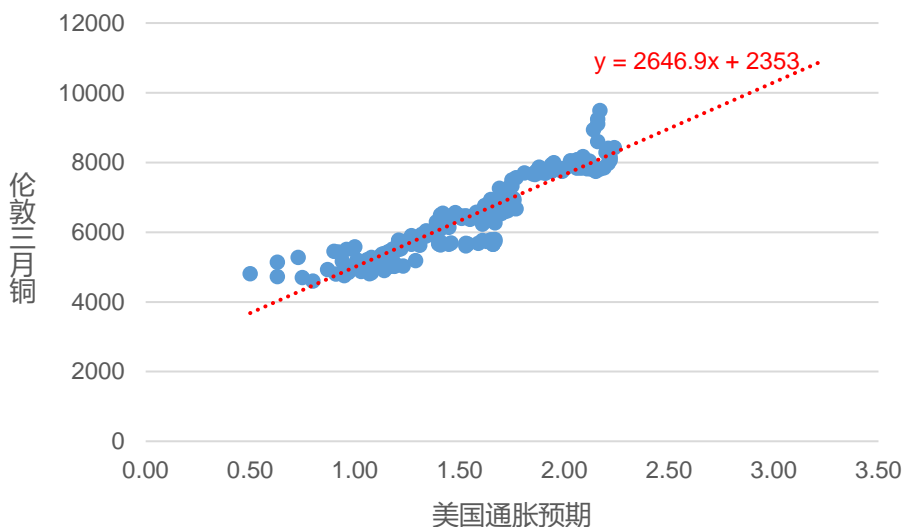


因此，大宗商品牛市驱动仍旧强劲，同时通胀预期上限尚未触及。按照3%通胀预期峰值测算，大宗商品整体还有10%以上涨幅。



其中原油潜在涨幅相对较大，按照同样方法，纽约原油目标峰值大约在75-80美元/桶。


# 大宗商品牛市将持续，按3%通胀预期测算，LME铜尚有8%左右涨幅



伦敦铜涨幅较大，按照与通胀预期线性模型，当前价格已经达到2.5%通胀水平；后期涨幅相对受限，但仍有8%以上空间，意味着伦敦铜将创历史新高，目标位在10300-10800一带。



## 敬请指正



**声明：**本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。