



美联储停止加息后

大宗商品的走势展望

联系人 李婷、徐舟、吴晨曦、刘亚威
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

从过去数十年的视角看，一旦美联储停止加息，甚至开启降息，而同时直接从总需求看，央行短期扩表无望的情况之下，对于工业金属来说，也许已经见到了顶部，未来的价格方向将是不断的寻底之路。

不同大宗商品价格对利率反映不同：

- 1、以铜锌为代表的典型的工业金属，价格走势与美联储目标利率正相关
- 2、钢价与美联储目标利率大体保持正相关
- 3、原油价格与美联储目标利率无关，却同样面临大幅下跌的关口
- 4、贵金属价格走势独立于美联储利率，目前金价有上涨的基础

今年年初以来，多个新兴经济体国家进行了降息，包括印度、埃及、马来西亚和菲律宾等。上个月发达经济体也加入降息大军，继新西兰联储降息25基点后，澳洲联储也如期降息25个基点。近期随着美国经济数据的走弱，市场对美联储今年内降息的预期增强。美联储在6月FOMC会后声明表示经济不确定性增加，将正确行动。市场对美联储在7月会议降息的预期大幅增加。近期欧洲央行行长德拉吉也明确表示降息是欧央行的一项工具。这意味着全球货币政策已经转向，全球央行再度进入了降息周期。至今，全球已有14个国家宣布加息，接下来，可能看到越来越多的国家步入降息的浪潮。

美联储对降息持开放态度，提振了市场风险偏好，引发了包括大宗商品在内的全球风险资产价格回升。那么，在当前全球货币政策转向宽松的背景下，大宗商品的走势到底会如何呢？我们统计分析了近35年美联储的货币政策对大宗商品的影响，以期更好地预期未来大宗商品的走势。

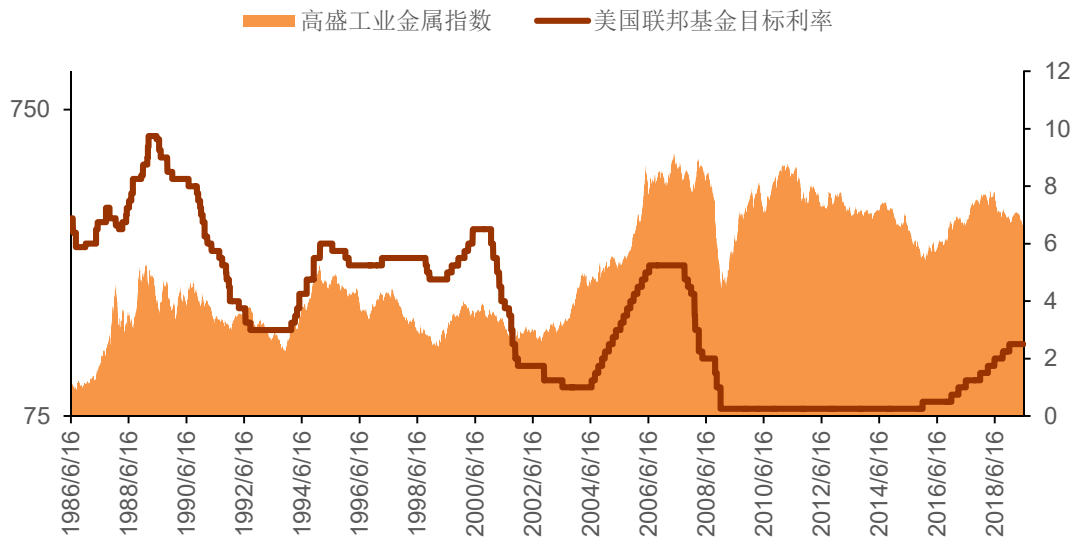
一、降息周期，大宗商品价格回落为主

但是对于大宗商品来说，降息是否意味着价格回升，恐怕事情并不像想象的那么简单。过去近40年时间，美联储一共经历了4轮的加息周期以及4轮的降息周期。在这4轮加息和降息周期时间里，我们对比了美联储目标利率和高盛工业品金属现货指数的走势，可以直观的看出高盛工业品金属现货指数和美联储目标利率呈现一个正相关的关系，这就意味着在美联储的降息周期里，工业品特别是金属的价格是以回落为主。

市场普遍认为降息会提振大宗商品的价格，在这背后的逻辑是降息会降低市场的资金成本，促进生产，有利于社会的总需求回暖，从而提振大宗商品价格。但是这往往忽略了降息周期之下的经济大背景。在降息周期，全社会的经济往往处在下行周期，因此央行才会采用降息的逆周期操作来调节。因此，无论是央行降息还是大宗商品价格的回落，都是社会经济处于下行回落这个因素所致，而并非降息会提振大宗商品价格。

宏观经济学的开篇之作《就业，利息和货币通论》的书名中，把利息放在了就业和货币之间，恰到其分的暗示了利息是连接就业和货币的桥梁。更进一步思考，利息是连接实物资产和虚拟资产的桥梁。如果利率极低，那么市场必然大量的拆借杠杆而推高股市等虚拟资产；而利率高企时，股市的泡沫难以维系，资本又不得不转入实体，进而推高工业金属价格。

图表 1 工业金属指数与联邦基金目标利率



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

这个简单的观察角度竟适用于过去四十年的几乎所有情况（除了金融危机后工业金属的大幅反弹）

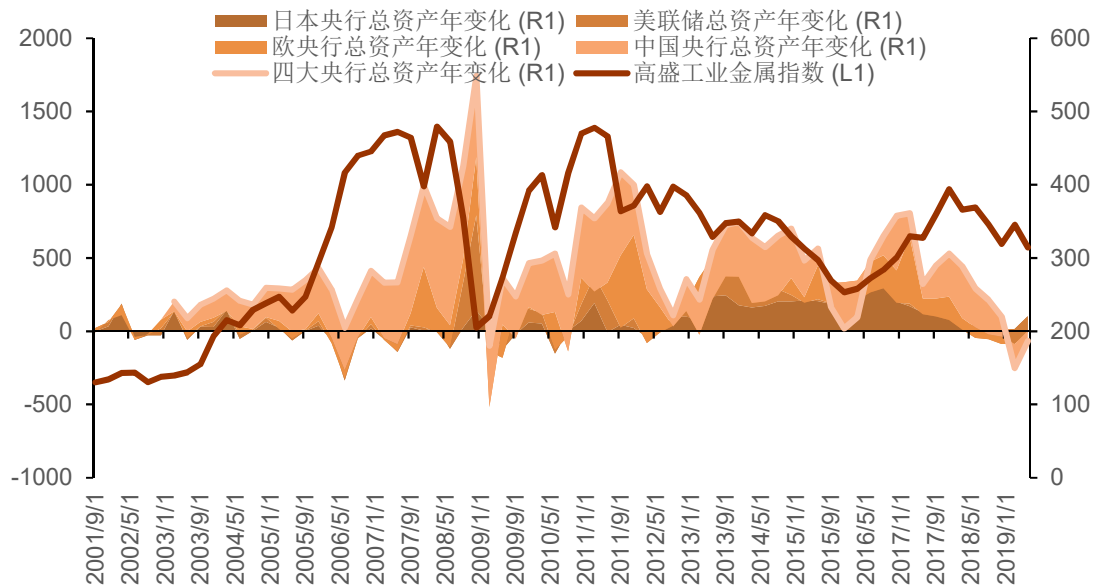
著名经济学家费雪曾在《利息理论》中提出，“收益超过成本的比率是一种利率，这种比率能够用来计算所有成本和收益的现值，并使收益和成本的现值相等”。他进一步指出，任何方向所进行的投资，取决于收益超过成本的比率和利率的比较。

简单点说，这个思路把商品价格看作一种“实物利率”。这种“实物利率”和资金的利率天然的具有套利的关系。或者换个角度，市场对实物和资金的需求是同比例的，对实物资产的需求减少时，也意味着实体经济的利润降低，从而对融资需求也同样的减少（低利率和低商品价格），反之亦然。

唯一的反常出现在 2009 年，却不是例外。因为可以用同样的理论框架解释。美联储量化宽松的路径是大量的购买债券，此举大量增加了市场的总需求，自然而然的带来商品的大幅反弹。

利率是反映总需求的重要指标，所以利率和商品价格在过去四十年同起同落。而量化宽松之时利率不再直接反映总需求，我们更应该直接查看央行资产负债表，以了解总需求。

图表 2 央行总资产年变化与工业金属指数



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

从四大央行资产负债表反映出的总需求来看，不仅能够清晰的解释 2009 年金属价格的反弹，2012 年的下行，2015 年的触底和 2016 年的复苏，还能看到 2018 年的再次下跌。如今，金属价格和总需求到了一个分歧的关口。

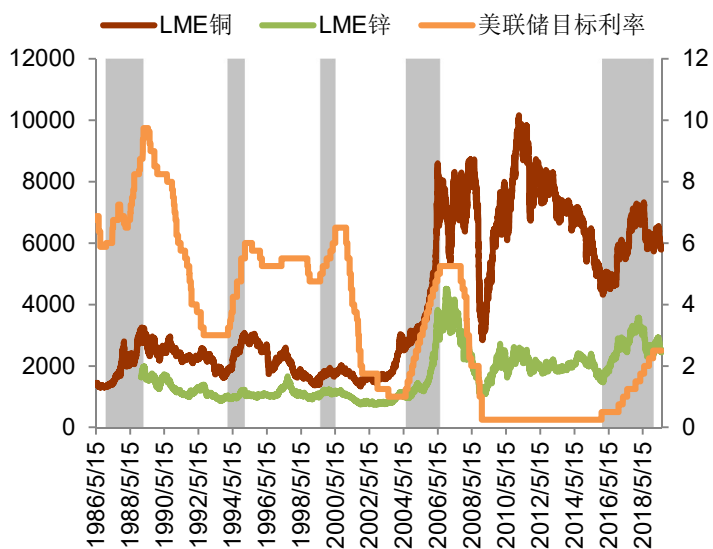
二、不同大宗商品价格对利率反映不同

上文我们已经对比了高盛工业品金属现货指数和美联储目标利率的走势，得出了这二者之间存在正相关关系。但为了验证这是否也适用于其他大宗商品，我们又对比了包括贵金属在内的不同类别的大宗商品价格走势，发现不同类别的大宗商品价格走势对于利率政策变化的反映各不相同。

1、以铜锌为代表的典型的工业金属，价格走势与美联储目标利率正相关

工业品金属方面，LME 铜价和锌价的走势和美联储目标利率都呈现正相关关系，在过去 4 轮加息周期里，LME 铜价涨幅在 23%-180%之间，LME 锌价涨幅在 24%-182%之间；在过去 4 轮降息周期里，LME 铜价基本以下跌为主，跌幅在 35%-51%之间，LME 锌价跌幅则在 18%-57%之间。

图表3 铜、锌走势与美联储目标利率



图表4 周期对应铜锌价格涨跌幅统计

		铜	锌
加息	1987.1-1989.5	119.00%	
不加息	1989.5-1994.2	-35.00%	-20%
加息	1994.2-1995.2	53%	24%
不加息	1995.2-1999.6	-51%	-18%
加息	1999.6-2000.5	23%	29%
不加息	2000.5-2004.6	59%	-7%
加息	2004.6-2006.6	180%	182%
不加息	2006.6-2015.12	-40%	-57%
加息	2015.12-2018.12	34%	64%
不加息	2018.12至今	-7%	-5%

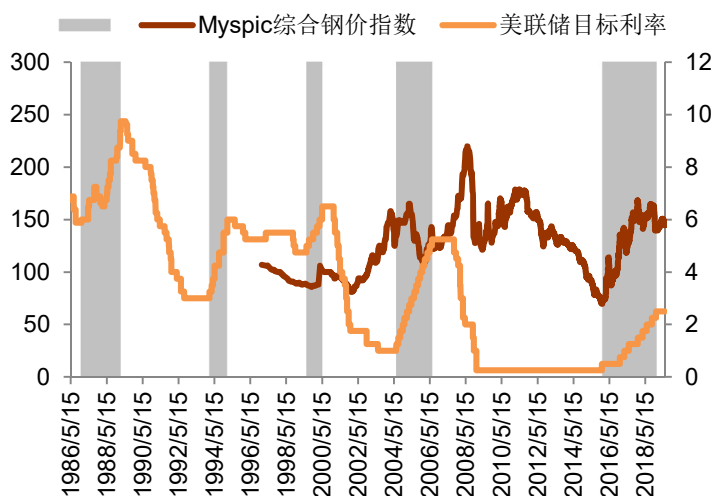
数据来源：铜冠金源期货

唯一的例外发生在2000年5月到2004年6月的降息周期。在这轮降息周期，LME铜价不跌反涨，涨幅达59%；LME锌价虽然下跌，但跌幅仅有7%，远低于其余几轮降息周期的跌幅。但是如果我们将这轮降息周期的铜和锌价走势展开研究，可以发现从2000年5月16日第一次降息到2003年6月25日最后一次降息的这段时间内，LME铜价跌幅为9.3%，LME锌价跌幅为33%；而在2003年6月25日最后一次降息到2004年6月29日第一次加息的这段时间内，LME铜涨幅为54%，LME锌价涨幅为22%。由此可见，LME铜和锌价的走势在降息周期里的大部分走势和美联储利率依然呈正相关，但是在最后一次降息之后，市场对于加息的预期上升，叠加中国经济大力发展，对工业品金属需求突飞猛进，因此在加息前夕，LME铜和锌价格提前出现了一波较大涨幅。

2、钢价与美联储目标利率大体保持正相关

钢材方面，由于其与铜这样的大金属在下游需求大致重合，从地产、基建，到机械、汽车、家电等制造业都需要用到钢材。因此，美联储加息周期同样也可能对钢材价格构成显著影响。

图表 5 钢价与美联储目标利率



图表 6 周期对应钢价涨跌幅统计

		钢
不加息	1995. 2-1999. 6	-18%
加息	1999. 6-2000. 5	17%
不加息	2000. 5-2004. 6	31%
加息	2004. 6-2006. 6	0. 7%
不加息	2006. 6-2015. 12	-49%
加息	2015. 12-2018. 12	104%
不加息	2018. 12 至今	2%

数据来源：铜冠金源期货

通过统计发现，在美联储最近三轮的加息周期中，钢材价格的涨跌幅分别为 17%、0. 7%、104%，在最近三轮的降息周期中，涨跌幅分别为-18%、31%、-49%。

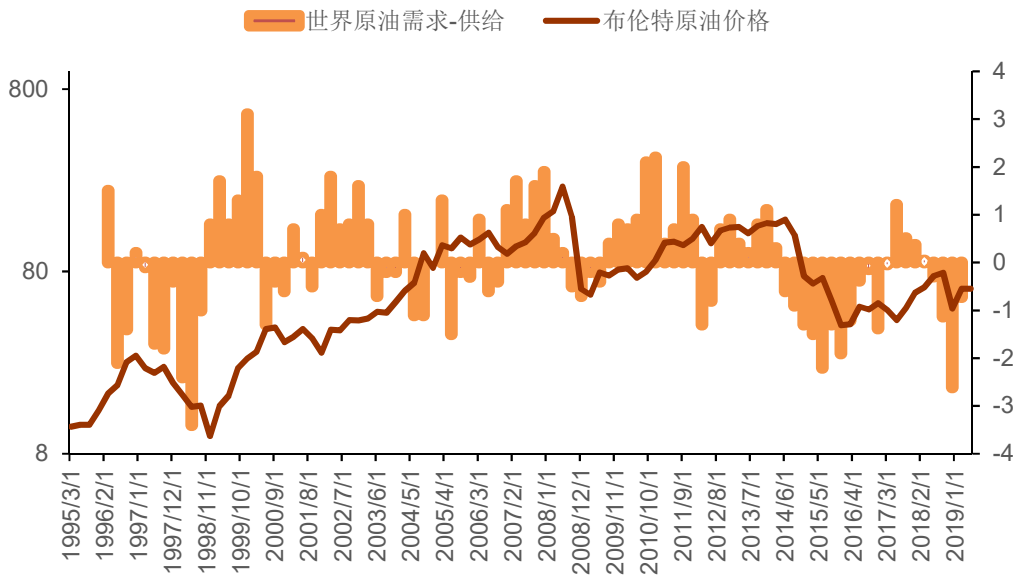
从数据中我们可以看出，仅有的一次负相关出现在 2000 年 5 月-2004 年 6 月这轮降息周期中，在这段时间内钢价走势先跌后涨，钢价在 2002 年触底后 V 型反转，在之后的近三分之二时间大幅攀升。究其原因，在此之前国内经济进入收缩阶段，叠加亚洲金融危机爆发导致外部需求不佳，钢价小幅走弱，但随着国内积极财政政策的累积效应，固定资产投资、房地产开发投资双双触底回升，外贸方面，加入 WTO 后钢材出口也出现大幅改观，另外对于世界经济形势好转预期也出现升温，多方面因素促使钢材消费量出现快速增长，从而使得钢价领先于美联储加息周期到来，率先强势反转。

另一个异常值出现在 2004 年 6 月-2006 年 6 月这轮加息周期中，横向比较我们发现虽然钢价在这轮周期中录得上涨，但涨幅却仅有区区的 0. 7%，大幅落后于铜和锌的表现，同期两者涨幅均达到了 180%左右。这主要是因为 2002 年-2004 年在利润的驱使下我国出现了大规模的钢铁投资，截止 2004 年 2 月我国黑色金属冶炼及压延加工业投资完成额累计同比攀升至历史高位，增速高达 172%，因此项目后期的集中投放使得钢铁行业产能迅速过剩，在供过于求的压力下钢价迅速展开调整，然而彼时全球新兴经济体经过高速发展后，虽通胀预期有所升温但总需求依旧稳定，从而钢价在剧烈回落后仍收复失地。因此在本段加息周期中钢价涨幅相对落后于其他工业金属。

综上，剔除以上两点特殊情况，我们认为钢价基本与美联储目标利率保持正向相关关系。

3、原油价格与美联储目标利率无关，却同样面临大幅下跌的关口

图表 7 原油供需情况与油价



资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

历史上看，原油的价格变动和美联储的货币周期几乎无关。货币周期往往影响只需求端。对于那些供给端相对稳定的商品而言，就呈现了货币周期和商品价格的强相关性。

而原油的供给端是不稳定的。由于出产地和运输条件的制约，国际形势的风水草动都能够极大的影响供给。同时，原油开采技术的飞跃，同样大幅度改变供给端。这些都是独立于美联储货币周期的。

与其舍本逐末通过美联储的利率决策隔山打牛的观察原油的需求，不如直接看边际供需和油价。虽然理论上，油价必然领先于供需数据，但在实际中，往往发生滞后或同步于供需数据的情况。

原油对供需的边际变化非常敏感。长的历史周期中，原油价格大幅度（超过50%）的涨跌几乎都伴随着供需的看似微弱的变化。如1997-1998年原油下跌幅度同样达三分之二，供需的边际变化不过5%；1999-2000同样时5%的边际变化，伴随着原油暴涨400%；2007年超过150%的上涨中，原油供需边际变化也不过3%；2008年原油的下跌更多是由于金融危机诱发；但2010年原油超过100%的反弹中，原油供需的边际变化依然不过2%；2013到2015年仅仅3%的边际变化，又让油价下跌了三分之二；而现在原油的价格其实又是供应略微超过需求达到2.5%，伴随着去年原油价格几乎腰斩。

经济学泰斗萨缪尔森早就揭示了这一道理，“边际需求决定价格”。而价格为何有时会滞后于边际需求，还需要索罗斯给出回答。这位投机大师认为，价格的单方向变化会诱发其自我强化，或者说“反身性”。价格在单方面的连续变化，会让人们笃信某一理由，加强某一偏见。著名的“京沪永远涨”就是例子之一。一旦主流偏见形成，人们会因为上涨而买入，而买入又导致了上涨。反之亦然。反身性导致市场不再有效，导致价格滞后于边际需求。同

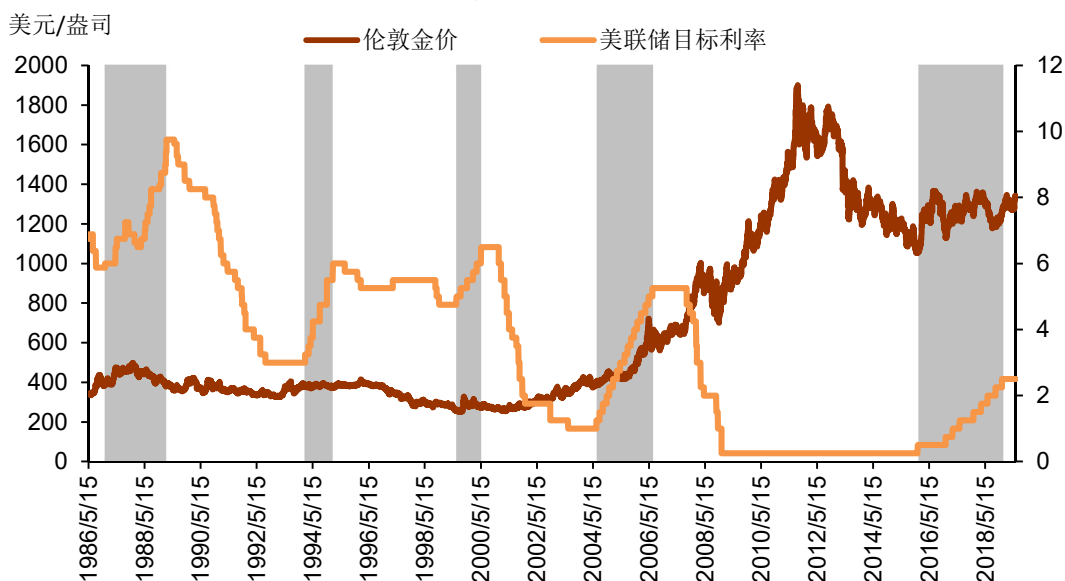
时也给投资者以机会——通过边际需求交易价格。

如今的原油价格正呈现出这一机会。边际供需和价格出现了历史难得一见的错配。一方面，在过去的四个季度里，边际供需变化幅度达到过去20年的第二强。同时在未来，经济周期的往下，需求的减少几乎是不增的事实。而美原油产出的迅速提升，大幅拉高了供给。边际供需的变化幅度很难逆转。另一方面，油价仅仅从去年最高点至今下跌了25%。对比相似情况下70%的跌幅，还有足够大的空间。

4、贵金属价格走势独立于美联储利率，目前金价有上涨的基础

统计分析从1986年12月以来的加息五次周期，第一轮加息期间金价出现下跌，停止加息后止跌反弹，而后震荡上行；第二轮周期金价呈震荡走势，停止加息后金价震荡下行，而第三轮加息周期中金价呈震荡走势，在停止加息后金价震荡上行；第四轮加息周期及停止加息之后，金价都呈强劲上涨之势，最近一轮加息周期金价则维持区间震荡。可见，金价走势独立于美联储货币政策，与货币周期并没有相关性。可见，通常所认为的加息美元指数走强金价走弱是经验性误区，实际情况甚至和大众所认识的方向出现违背。

图表8 伦敦金价走势与美联储目标利率变化



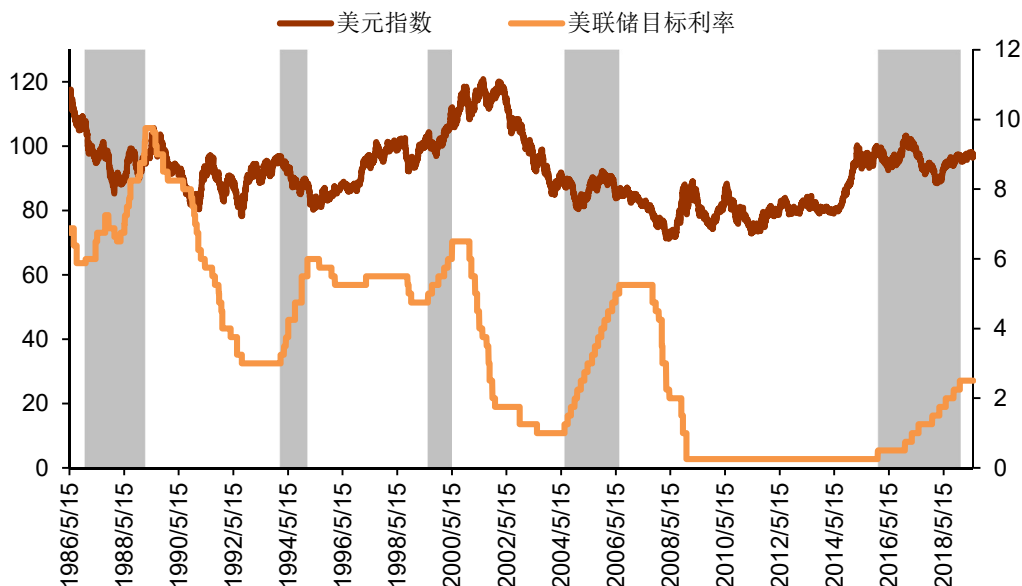
资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

黄金价格作为兼具商品属性、金融属性及货币属性的特殊商品，黄金本质为美元信用体系对冲，美元指数作为美元信用体系外在表征与金价的存在明显的负相关。

加息并不等同于美元指数必然走强，因为加息只是影响美元指数的关键因素之一，还需比较加息期间美国经济的相对强弱，特别是与欧元区的相对强度，美元指数权重中欧元占比最高。一般说来美国经济和货币相对较强时美元指数也较强，而金价表现较弱，反之亦然。比如1994-1995年加息期间，欧元区经济平稳增长而美国经济明显下滑，美元指数走弱。而

2004-2006, 2015至今两轮加息周期中, 美国经济相对欧洲皆先走弱后走强, 相应的美元指数也呈现先降后升态势。在1999-2000加息周期中, 由于美国经济相对欧洲明显走弱, 美元指数持续下跌。由此我们推测黄金价格或决定于美国经济及货币的相对强弱。另外, 一些特别的政治事件也影响美元走势。比如: 1985年美、德、法、英、日5国财长签署了“广场协议”, 两年间美元指数贬值超过30%, 所以在1986-1988年加息期间, 美元指数大幅走弱。

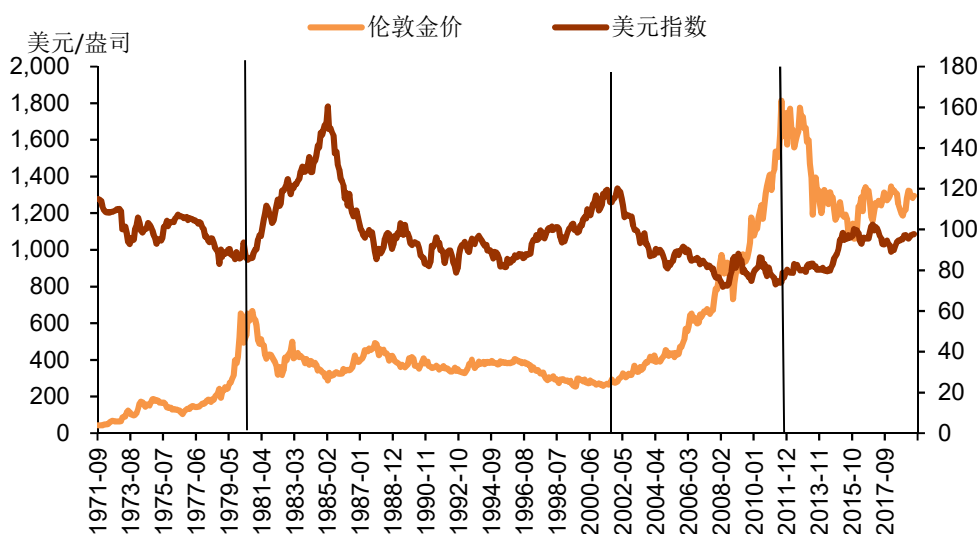
图表 9 美元指数与美联储利率走势变化



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

长周期来看, 黄金的价格运行有其独特的规律。通过对1970年以来近50年的金价复盘, 可以发现, 金价存在约10年的上行周期(1970-1980, 2000-2011)及20年下行周期(1980-2000), 当前正处于第二轮20年下行周期的中段(2011年开始), 第三轮10年上行周期或将在2030年以后出现。中短期来看, 受美联储降息预期加强的影响, 美元指数出高位回落将提振金价的走势。

图表 10 伦敦金价与美元指数走势变化



资料来源: Bloomberg, Wind, 铜冠金源期货

三、当下大宗商品走势预判

如今美国利率期货隐含的美联储加息概率为零——市场甚至认为美联储在七月份降息的概率为 100%。上文我们已经分析了，从过去数十年的视角看，一旦美联储停止加息，甚至开启降息，而同时直接从总需求看，央行短期扩表无望的情况之下，对于工业金属来说，也许已经见到了顶部，未来的价格方向将是不断的寻底之路。

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。