

研究通讯

研究报告

本轮商品价格走到顶了吗？

广发期货发展研究中心

电话：020-88830760

E-Mail: zhaoliang@gf.com.cn

摘要：

复盘历史上的大宗商品下跌拐点，主要以下几点结论：

1. 主要触发的因素是货币政策转向（2011.04）或是美元的趋势性拐点（2008.7）。
2. **利率与商品大部分时候同向波动**，在经济向好不变的情况下，如果货币政策宽松，利率下行，商品走强，最终利率会向代表通胀上行的商品回归。
3. **在经济向好不变的情况下**，货币政策收紧取决于通胀上行的力度，在大通胀时期，当货币政策收紧，惯性影响下，利率和商品仍将保持上行，直到基本面走弱（类似于2008年金融危机前）。
4. 美元的本质是衡量美国经济与其他主要经济体的经济强弱水平，美联储货币政策不一定引发美元走强，但是美国经济走强带动美债上行，对货币政策和美元都有一定影响。

对本轮大宗商品后市的看法：

1. 当前国内外不存在大通胀可能，主要内容原因在于居民收入尚未完全恢复，中国城镇居民收入增速（3.5%）仅为疫情前的一半，美国密歇根消费者信心指数（76.8）和ABC News消费者信心指数（47.3）仅恢复至疫情前的70%。当前消费恢复速度虽然较快，但仍需政策持续扶持。
2. 央行瞄准的通胀指标更偏向于由居民消费回升带动的核心CPI或核心PCE，因此短期内央行加息概率很小。
3. 解决通胀结构性问题主要在于财政政策，预计后市美国将继续实施积极财政政策，仍可能有刺激政策（基建）出台，利好商品需求。此外，海外补库周期仍在，宏观需求向好，商品拐点尚未到来。
4. 美强欧弱的格局短期难以证伪，美债利率上行带动美元走强对商品有一定压制。
5. 警惕流动性退潮带来的价格回调。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292号

联系信息（黑色金属小组）



王凌翔

期货从业资格：F3033918

投资咨询资格：Z0014488

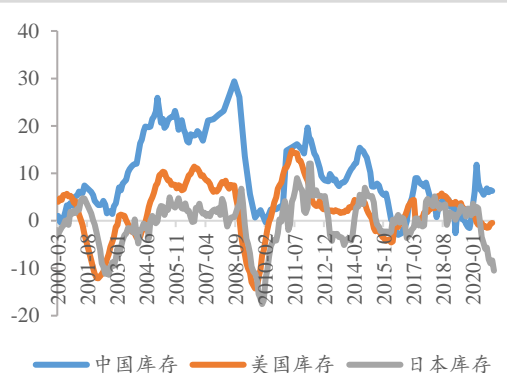
电话：020-88818003

邮箱：wanglingxiang@gf.com.cn

南华商品和CRB商品指数走势



海外产成品库存周期尚未触顶（%）



相关报告

目录

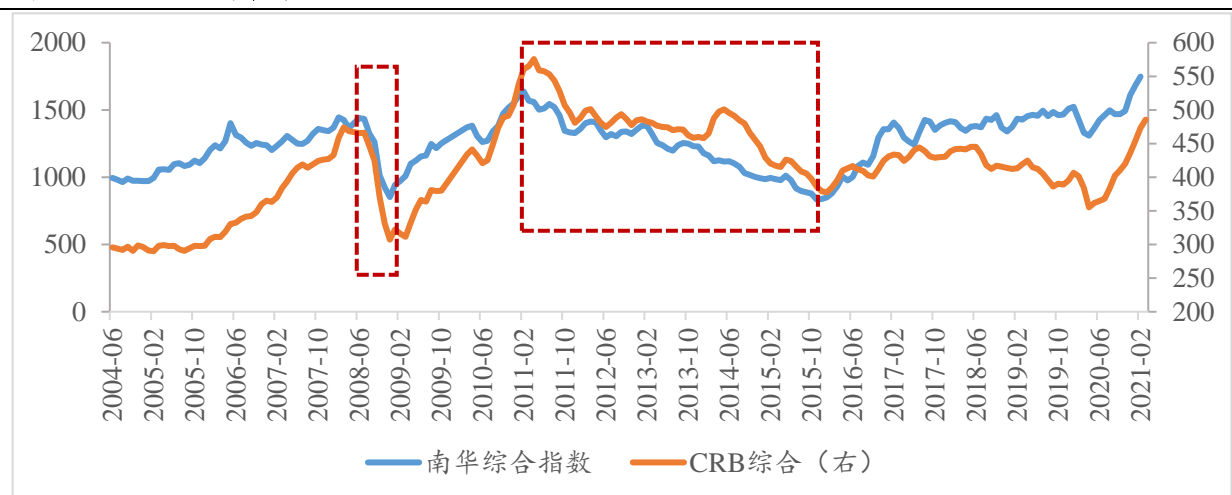
一、历史上的两次同步回落	1
二、历史上的两次差异性走势	3
三、利率、美元与商品的关系	4
四、后市大宗商品走势分析	5
免责声明	8

从历史的对比来看，CRB 现货和南华商品指数的走势高度一致，但是在趋势性拐点上，二者有一定的差异性。在 2008 年中和 2011 年初的拐点上，两个指数高度统一，但是在 2006 年年中，南华商品指数冲高回落，CRB 现货指数没有波动，在 2018 年 3 月 CRB 指数触顶回落的时候，南华商品指数仍在上行。引发商品价格趋势性回落的因素是多样的，基本面变化、货币政策转向、利率抬升、美元走强等等，而国内外商品指数走势的分化可能与中美周期错位、货币政策错位、商品特性等因素有关。

由于当前美债收益率大幅上行引发了市场的担忧，且中美货币政策与库存周期存在错位的情况，因此本文将复盘历史上大宗商品触顶回落的原因，以期给当前资产价格走势提供一点见解。

一、历史上的两次同步回落

图1：历史上两次南华商品指数和CRB指数触顶回落



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

第一次同步触顶下跌发生在 2008 年 7 月，引发商品价格下跌的因素是金融危机升级，避险情绪下美元大幅回升。2008 年 7 月到 2008 年 11 月，南华商品指数下跌了 580 点，跌幅达到 68%，同期 CRB 指数下跌了 159 点，跌幅达到了 51.6%。

2007 年 2 月美国抵押贷款风险浮出水面，到 2007 年三季度的时候，美国地产销售大跌，次级抵押贷款评级降低引发了金融市场的动荡，从 2007 年三季度开始，全球股市已经开始大幅下跌，而商品指数却一直上涨至 2008 年 7 月才见顶。商品在金融危机爆发初期一直保持持续上行的主要原因是流动性的宽松，从次贷危机显现到 2007 年 8 月，次贷危机全面发酵，美国、欧洲、日本等购买了次级贷款资产的主要商业银行因为债务违约、资产价格下降而普遍亏损、现金流枯竭，各国央行开始出手向银行系统注资，美国 10 年期国债收益率从 5.6% 下降至 3.5%，美元指数更是一路跌破 80，最低达到 72 的位置。但是危机愈演愈烈，贝尔斯登被收购，房地美和房利美被美国政府接管，市场恐慌情绪影响下，美元作为避险资

产收到追捧，2008年7月起，美元触底回升，大宗商品随之回落，这一点与2020年3月份十分相似。因此，2008年7月国内外大宗商品同步下跌，虽说是金融危机引起的，但是触发因素是危机升级引发了美元的上行。这也是为什么商品滞后了股市一年才开始下跌。

图2：2008年商品滞后与股市下跌

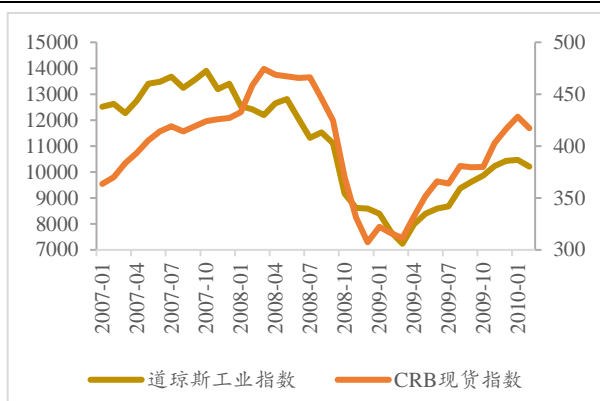
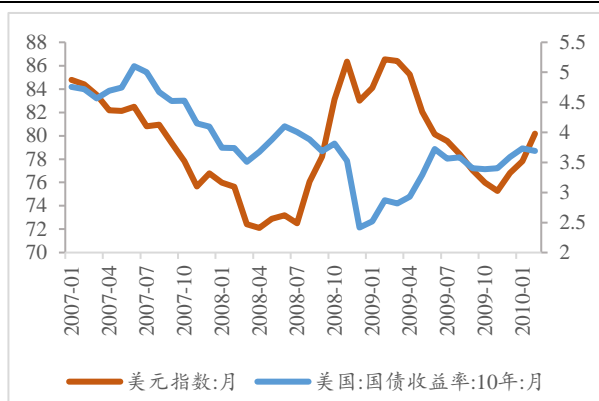


图3：避险情绪引发美元大幅上行



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

第二次同步下跌发生在2011年4月，下跌的原因是美联储退出QE促使美元价格上行。2011年4月，美国经济再次衰退，PMI出现显著下滑，此外欧债危机再次发酵，美国信用评级首次遭到标普下调，作为导火索，股市和商品都开始出现了回落的现象，但是对于股市而言只是一次较大幅度的回调，但是对于商品而言，从此开启了熊市的进程。虽然全球经济衰退是商品熊市维持的主要原因，但是其拐点的促发因素究其原因主要是货币政策变化以及美元的变动。

受益于美国第二轮QE的刺激，叠加原油在供给冲击下快速上行，美国通胀大幅走高，美国PCE从2010年底的1.16%快速上行至2.46%，核心PCE从0.9%反弹到了在2011年4月的1.35%，也就是在此时，美联储首次表达了对通胀的担忧，美联储偏鹰的表达让市场预期到了货币政策收紧的到来，大宗商品价格开始逐步回落，而部分商品虽说开始回落，但是直到2011年6月才开始大幅下行，最主要的原因就是伴随着通胀的持续上行，美联储退出了第二轮QE，美元指数趋势性上涨。

图4：2011年商品触顶回落

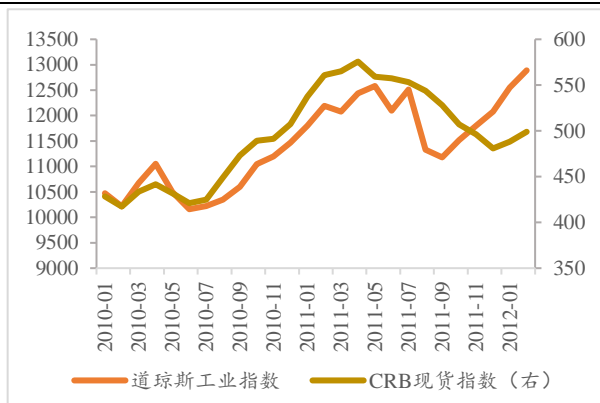
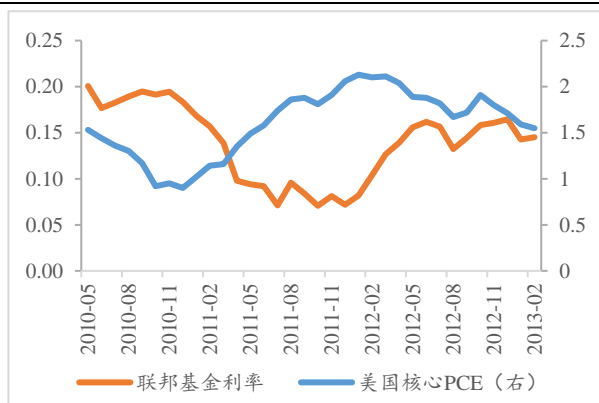
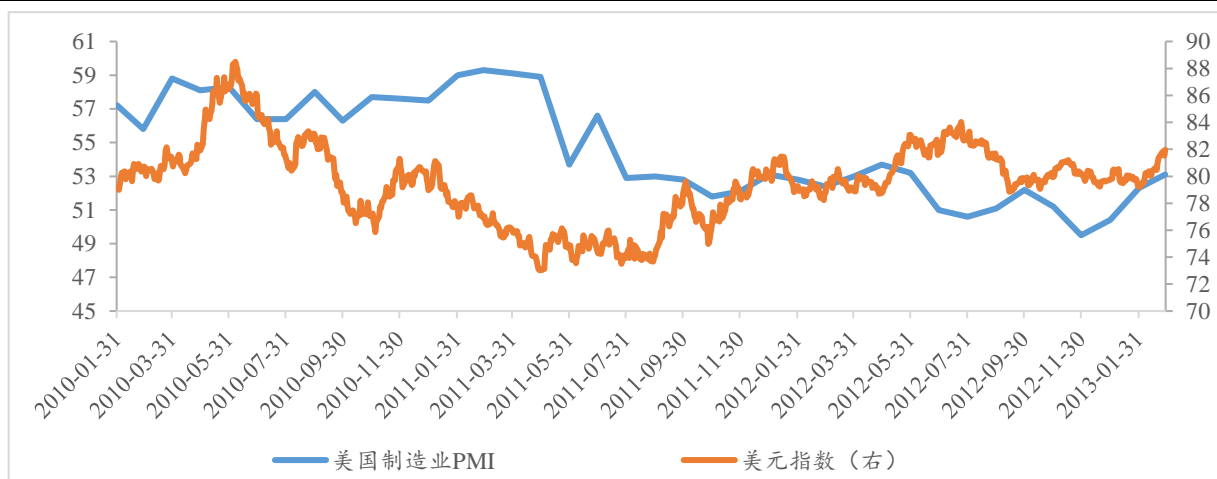


图5：通胀大幅上行，美联储退出第二轮QE



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

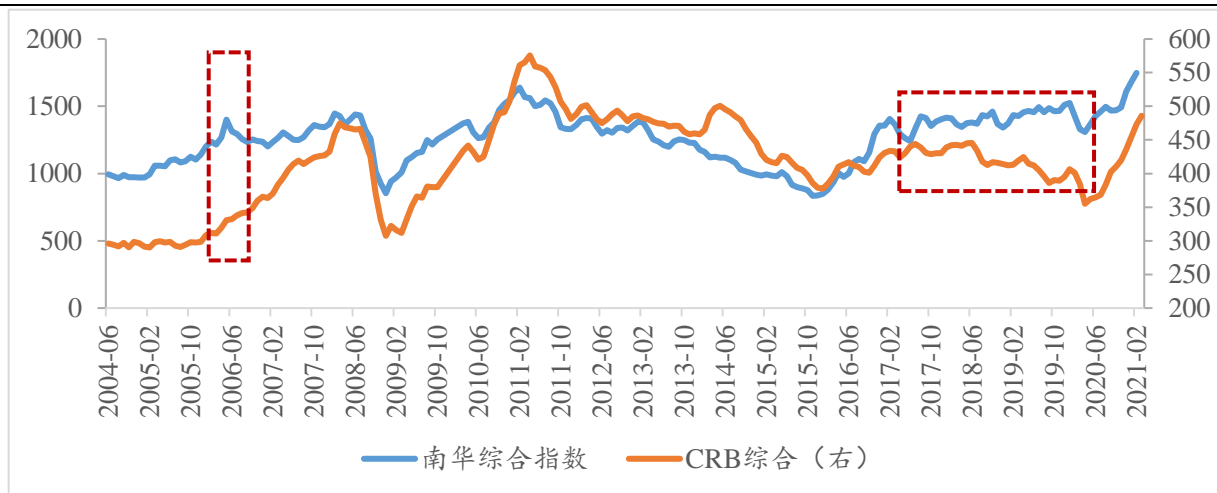
图6：美联储退出QE促使美元上行



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

二、历史上的两次差异性走势

图6：历史上两次南华商品指数和CRB指差异性走势



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

第一次差异性的走势发生在2006年4月，南华商品指数触顶回落，而CRB指数一路上行，这主要源自商品自身基本面的变化。南华商品指数和CRB现货指数走势的不同主要在于商品构成不同，当时的南华商品指数中，有色金属占比较大，特别是铜价的波动影响较大，而CRB指数已经包含了农产品在内的绝大部分商品。2006年，受到全球经济增长带动，交易所铜库存维持低位，石油价格震荡走强，资金快速进入金属市场推升铜价走高，在触及8800美元/吨的历史高点之后，铜价开始了技术性调整，6月份开始，美国楼市出现下滑，拖累美国消费和工业产出，直接影响了北美地区对精铜的需求量，之后随着LME库存的持续回升，铜价一路下跌。

当时美元指数虽然在上行，但是美元指数从2006年底就开始反弹，5月份之后又重新走弱，因此并非影响铜价的主要因素。此外，美联储自2004年起开始了加息的进程，到了2006年5月美联储开始停止加息，而我国存款准备金率是2006年6月才开始上调的，因此铜价下跌的时候刚

好发生美联储加息尾部和我国货币政策收紧之间，货币政策也并非主要因素。因此整体来看 2006 年铜价触顶回落主要和自身基本面有关，宏观需求走弱以及国内货币政策收紧进一步抑制了铜价的上行。

第二次是 2018 年 6 月，CRB 现货触顶回落，南华商品指数震荡上行，不同步的原因是南华商品指数受黑色金属影响而上行，其余商品以及 CRB 现货指数的回落原因是中美贸易摩擦升级。

2018 年 3 月，中美贸易摩擦持续推进，美国宣布对中国 1500 亿美元的商品进行加征关税，而中方也作出回应，随着中美贸易摩擦的持续推进，市场避险情绪升温。到了 6 月份中美贸易摩擦进一步升级，宏观因素影响下，大宗商品触顶回落。

与此前拐点不同的是，2018 年年中也是上一轮库存周期的结束的时候。当时国内通胀压力较小，CPI 在 2% 出头，PPI 从 2016 年三季度以来一路下跌，经济仍有一定下行压力，在此背景下 2018 年 3 月央行开始下调存款准备金率。而当时美国有一定的通胀压力，PCE 以及核心 PCE 双双破 2%，美联储同时也在加息进程中。货币政策的错位使得我国 10 年期国债利率在 2018 年初就开始回落，而美债利率直到年末才开始下降，资金面的宽松并没有助推商品价格的进一步上行，但是货币政策的错位可能是造就黑色系商品持续上行的因素之一。2018 年一季度开始，我国经济下行压力不断显现，通胀压力较小，为了维稳经济，且应对中美贸易摩擦影响，央行在 2018 年上半年进行了三次定向降准，房地产投资和制造业投资不断向好，特别是房地产新开工在 2018 年初开始加速上行。

海外方面，2018 年 4 月开始，美国经济不断复苏，相比之下德国，英国等欧洲经济体经济景气度大幅低于市场预期，同时美债收益率大幅上行，两方面因素共同促使美元开始加速上行，但是大宗商品价格当时并未跟随下降，直到 6 月份贸易摩擦升级才开始触顶回落。

图7：中美贸易摩擦美元走强

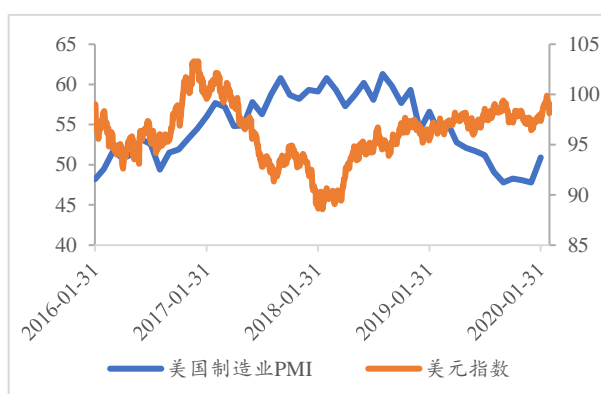
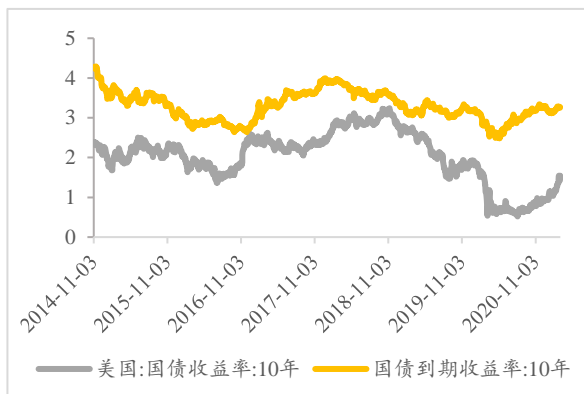


图8：中美利率走势



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

三、利率、美元与商品的关系

纵观历史上驱动商品价格走势的，主要有三个方面原因，一是自身基本面发生变化，二是货币政策对流动性的影响，三是美元走势。而复盘历史上几次大宗商品的触顶回落可以发现，货币政策以及美元走势至关重要，而利率作为基础变量，对货币政策和美元的影响也比较大。因此判断大宗

商品价格的走势拐点之前，首先需要厘清利率、美元和商品三者之间的关系。

利率和商品的关系。利率的本质是投资的回报率，其定价主要包含两个因素，一是预期的实际投资回报率，也就是经济增长带来的回报率，二是通货膨胀的补偿。因此当经济增长或是通货膨胀上行的时候，都会推动利率上行，而大宗商品价格的走势本质上来说就是经济增长（GDP）的高频数据，因此一般而言利率与商品价格的走势是同向变动的，在这一逻辑下，利率变动是商品价格变动的结果，也就是说商品价格上行代表了经济好转以及通胀的上行，利率的上行确认了这一结果，这是商品对利率的影响。另一方面，经济变化以及通胀的变动会引起央行的关注，从而影响到货币政策的走势，如果经济过热，通胀涨幅过快，央行就会收紧货币，最终使得经济降温，通胀下行，需求下行推动商品价格走弱。但往往在需求向好的阶段，即使央行收紧货币，惯性作用下，经济不会突然降温，利率仍保持上行，商品价格仍较为坚挺。而当利率提前感知到货币收紧会带来经济走弱的时候，利率会先行下行，商品的拐点则较为滞后。反过来，当商品价格上行，货币政策放松使得利率下降，流动性的充裕会进一步推升商品价格上行，此时的商品价格不仅包含了基本面的定价，也包含了流动性的溢价，当货币政策回归正常的时候，流动性溢价的回落会使得商品价格出现回调，类似于 2020 年四季度到今年初的情况。因此整体来看，利率不是决定商品价格拐点的绝对因素，但是需要关注利率与商品走势背离的情况，终究需要一方进行回归。

利率与美元的关系。首先，利率是上行会推动美元走强，利率和外汇的关系主要体现在资金的逐利性上，当美国利率上行，与他国利差扩大，美债投资性价比就会上升，资金从他国流出并流入美国，最终推升美元上行。其次，货币政策收紧一定程度也会利好美元走强，但是并不绝对，美元本质是衡量美国经济与其他主要经济体的经济强弱水平，如果按照美元的构成来看，欧元占比较大，因此美元很大比例上就是衡量美国和欧元区的经济相对水平。当美联储货币政策发生变化的时候，美国和欧洲经济的强弱不会发生突然反转，因为欧央行货币政策可能跟随美联储变化，使得美欧利差保持稳定，这也是为什么美联储加息和美元走势相关性不是很高的原因之一。第三，避险情绪加剧会加速美元上行。美债、黄金和美元是市场普遍认为的三类主要避险资产，但是历史上看，当市场极度恐慌的时候，黄金和美债均会被抛售，资金会涌入美元，比如 2008 年金融危机以及 2020 年 3 月的情况。因此避险情绪加剧会加速美元上行。而另一方面，当美元走强的时候，全球资金会回流美国，海外经济体为了防止资金外流会提高利率，最终使得利差保持在合理范围。

商品与美元的关系。美元是目前绝大多数商品的定价货币，因此美元与商品的关系往往都是单向影响的，即美元与商品价格呈现明显的负相关性。

四、后市大宗商品走势分析

这一轮商品的拐点或略有不同，新一轮的库存上行周期节奏被疫情打乱，随着疫情的好转和疫苗接种的推进，全球经济真正意义上进入了共振复苏阶段。随着美债利率的上行，通胀预期的上行引发了美债利率的大

幅上涨，对全球风险资产造成了扰动，也引发了市场对美联储会提前加息的担忧。由于疫情的影响，全球主要经济体进行大量的货币宽松政策，当前风险资产在流动性溢价的加持下，泡沫化特征愈发明显，如果美联储收紧货币，流动性溢价会迅速消失从而引发资产价格下跌。从这一点看，与2011年的行情有所类似。但是实际的情况与2011年有很大不同。

首先，国内外均不存在大通胀基础，货币政策转向概率较小。抛开资产价格走势来看，大通胀需要消费与货币共同发力，当前货币基础已经打牢，但是消费端尚未恢复，这主要与居民收入有关。目前中国城镇居民人均可支配收入的增速为3.5%，增速仅为疫情前的一半，美国密歇根消费者信心指数为76.8，ABC News 消费者信心指数为47.3，二者的恢复程度只相当于疫情前的70%。但是自后疫情时代以来，国内外消费恢复速度较快，似乎有消费大幅上行的趋势。但是实际上来看，消费的增长主要是高收入群体贡献，从房地产到高端汽车，再到奢侈品的销售都提现了这一点。但是核心通胀数据更多与基础消费有关，也就是和中低收入群体的消费有关，因此在居民整体收入恢复正常之前，大通胀难以实现，货币政策对资产价格上行带来的结构性通胀的忍耐性可能较高。

其次，海外补库周期仍在持续，宏观需求向好态势未变。由于疫情影响，国内外补库周期有所错位，自去年底以来，随着海外经济体的逐渐恢复，海外补库需求开始恢复，从产成品库存的角度来看，本轮周期的力度并不弱于2016年，因此即使按照2016年库存增速来看，当前海外产成品库存也尚未结束，经济复苏下，需求向好的态势仍在。此外，通胀的结构性问题难以通过货币政策的手段改善，因此财政政策仍将积极有效，预计美国仍将有类似基建建设的财政刺激政策出台

再次，美强欧弱格局仍在，美元上行对大宗商品价格有一定的压制。

当前美国经济恢复的预期下，美债利率大幅上升，美欧利差再次走阔，短期内美强欧弱的格局难以证伪，支撑美元震荡上行，对大宗商品价格有一定的压制作用。但是考虑到需求向好的态势未变，短期内大宗商品价格不会因美元走强而出现趋势性拐点。

最后，警惕流动性退潮带来的价格回调。当前大宗商品充分包含了流动性溢价，如果美联储货币政策按兵不动，在财政刺激落地前，大宗商品价格存在持续回调的风险，对于国内商品（黑色系）而言，两会已近明确了控制宏观杠杆率的大方向，房地产调控也在不断加码，短期内驱动力不足的情况下，价格也存在回调风险。

图9：我国居民收入增速仅为疫情的一半（%）

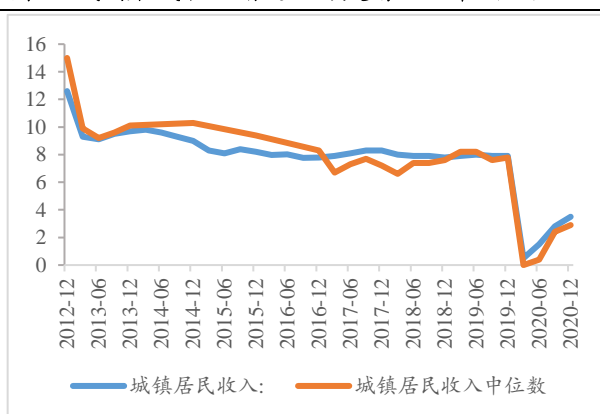
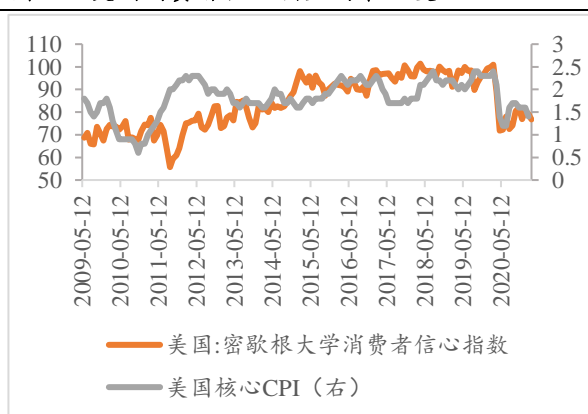


图10：美国消费者信心指数尚未恢复



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图9：海外产成品库存周期尚未触顶（%）

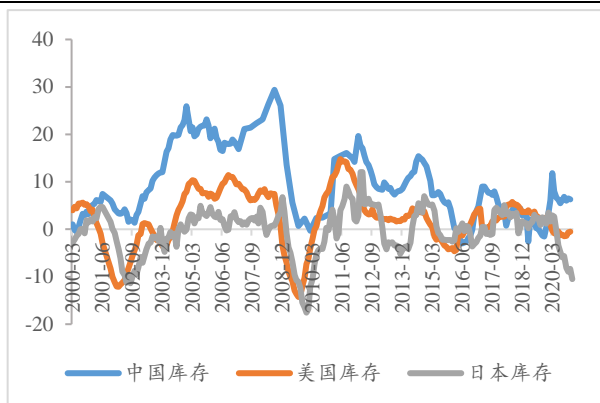
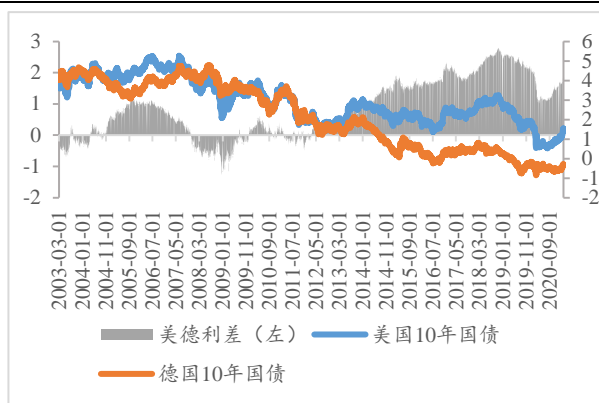


图10：美德利差再次走阔（%）



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620