

专题报告

有色市场的宏观逻辑

2020年8月18日

有色板块专题报告

□ 专题摘要:

本专题将围绕有色板块的宏观逻辑——美元指数、经济基本面、流动性三块进行阐述。在美元指数走弱、经济复苏的大背景下，有色板块走强的大趋势可能延续到2022年，而短期流动性不抽离也会支持有色板块的上涨。

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

刘光智

86-755-23946534

liuguangzhi@cmschina.com.cn

Z0014969

微信公众号：招商期货研究所



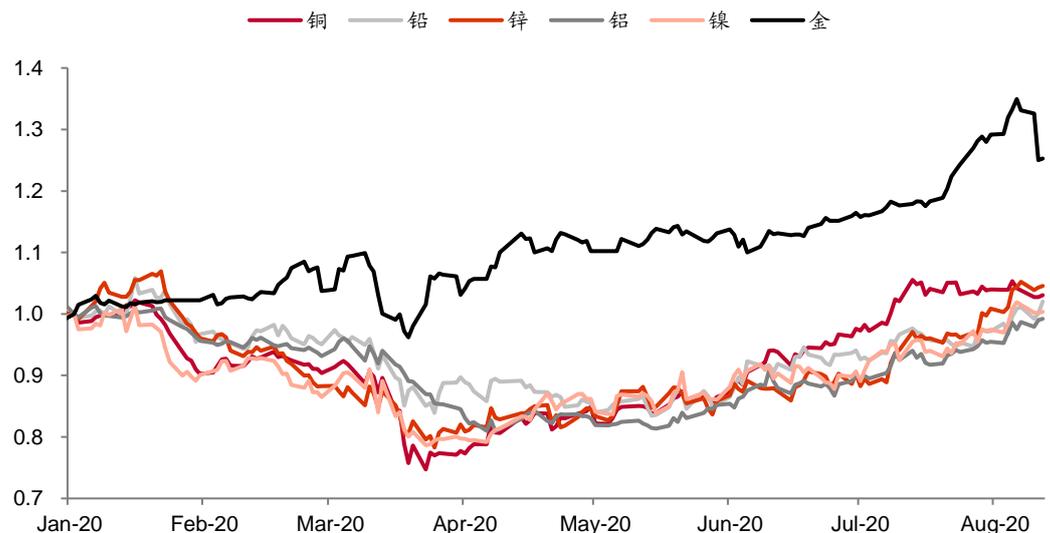
一、有色板块的宏观逻辑

2020年注定是载入史册的一年。甲子年灾难不断、疫情肆虐全球、黑天鹅四起。单月美股四次熔断、原油跌到负价格、美联储“毫无底线”地救市、中美关系螺旋式下降、欧元区史无前例地在财政议题上精诚团结……

对于大宗商品来说，价格受到宏观、自身基本面、资金情绪等多方面的影响。而在今年疫情整体主导的大背景下，许多商品从微观层面构建起来的供需逻辑并不显著，更多的是宏观自上而下的传导。

对于有色板块来说，年后经历了以下几个阶段：疫情对于需求面快速及巨大的打击造成价格迅速崩塌——疫情矿端/供给端出现扰动，有色价格拉升——以中国为首的亚洲地区率先复工复产/赶工需求使得价格进一步恢复——西方国家逐渐复工复产——流动性充沛/美元走弱进一步推升价格……

图1：2020年有色板块价格指数对比（2020/1/1为基数）

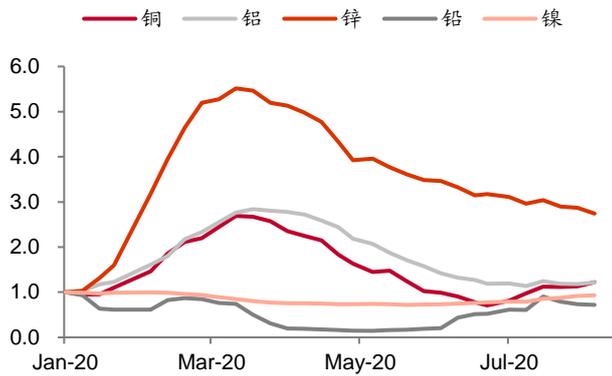


资料来源：WIND，招商期货研究所

各金属具备自己的“品性”。黄金相对于基本金属来说，其工业属性最弱，金融属性或者说相对美元的作价属性最强，所谓的“避险”其实也是相对于美元来说的。作为工业金属之王，铜具有较强的保值功能，可以进行融资，基金对于铜的投资占比也较高，因此其拥有在工业金属中最强的金融属性。铝金融属性次之，而锌、铅、镍的金融属性更弱。有一点值得指出，镍的金融属性体现在其流动性较好，投机度较高，主要反映在日内涨跌幅度较大，但是从日线的角度来考虑，与其它金属表现差异并不大。

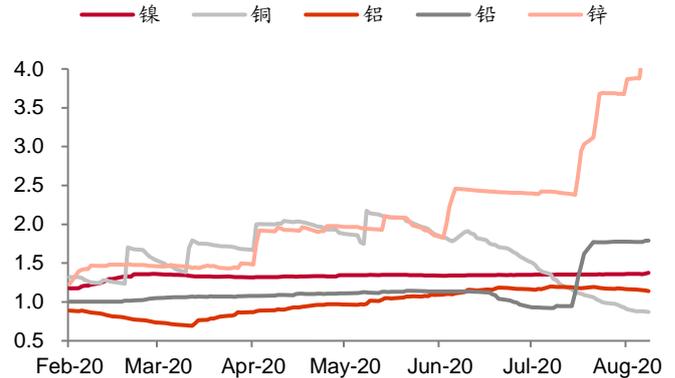
有色金属多为国际品种，价格=工业属性定价（供需面）+金融属性定价（美元指数、资金情绪/流动性）。在流动性被抽离时，铜往往跌得最深，因为其在工业金属中金融属性最强；而在流动性恢复时，铜涨势会更高。除此之外，商品自身基本面也存在一定差异，这可以从库存角度来观察。

图2: 上期所有色金属库存变化 (2020/1/1为基期)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

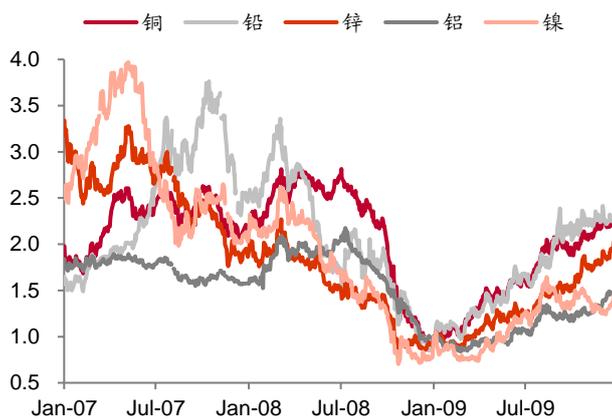
图3: LME有色金属库存变化 (2020/1/1为基期)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

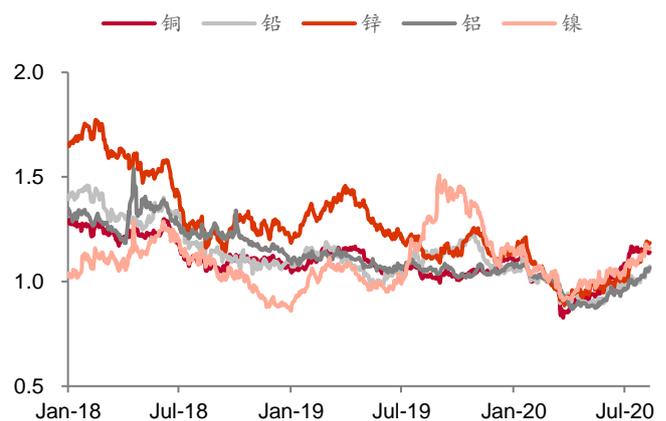
国内铜、铝、锌的库存在2-3月出现较大累库后缓慢去库;而LME铜累库到6月后快速去库,锌则持续累库,其它金属反应较小。事实上,基本金属受到的供给面扰动在程度和时间上是存在一定差异的,需求面面对的冲击则相对集中,同时在复工复产和政策覆盖导致的恢复也是比较类似的。

图4: 2007-2009年有色板块价格走势 (2019/1/1为基期)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图5: 2018-2020年有色板块价格走势 (2020/3/1为基期)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

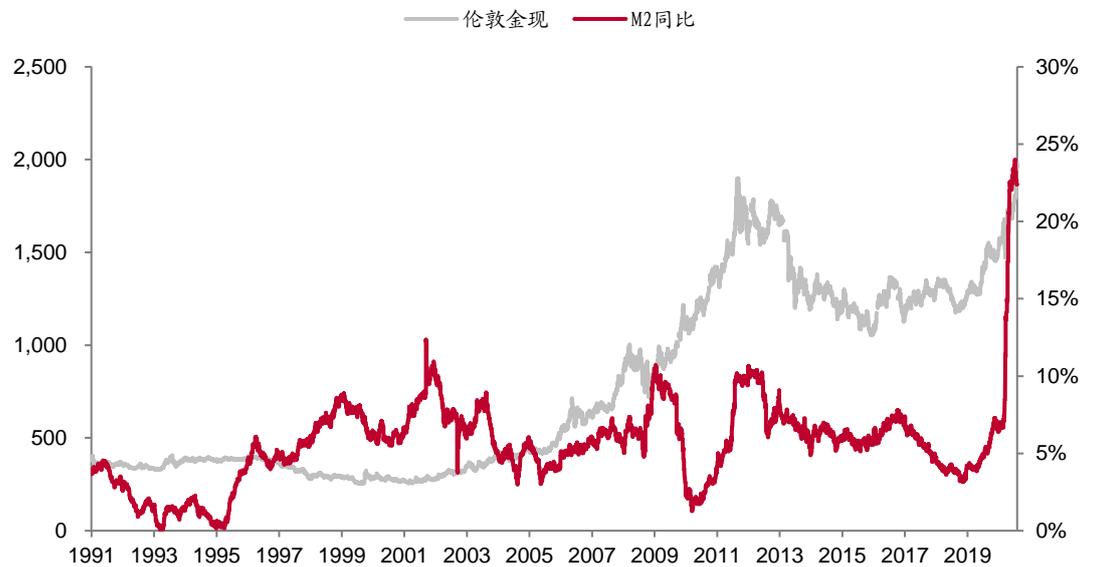
对比08年金融危机和今年疫情导致的经济衰退,发现在有色板块上存在很大程度的不同。为了方便和直观地观察危机爆发时和经济复苏时有色板块价格的变化,两次危机都选取商品价格触底反弹的时间点作为基期往前后推移来进行考量。可以看到2020年有色板块各金属价格在暴跌和恢复时都相对比较同步,且差异较小;而2008年下半年有色板块价格大跌时,各金属下跌的幅度有较大差异,同时恢复过程中各金属价格也存在较大差异。反映出今年有色金属板块自身逻辑被宏观给大幅弱化。

围绕价格,宏观逻辑体现为美元指数、实际供需情况与流动性。三者经常同时起作用。例如目前有色板块价格上涨,是经济基本面复苏、美元指数走弱、流动性增加三者共同作用的结果。

以黄金为例,长期来看,黄金的走势与诸多因素有关,如美元强弱、通胀指数、流动性、政治风险等,单单拎出一个因素来考察其与黄金的长期关系,都会发现分歧。例如黄金价格在历史上大部分时间与美元走势反向,但是在近两年出现了美元和黄金的同时走强;而

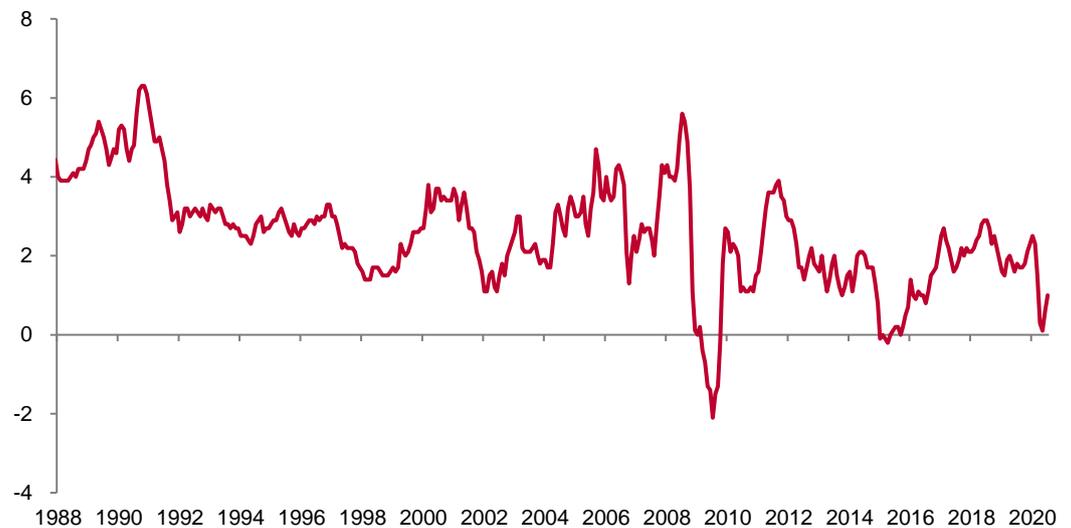
流动性方面，也并不是“流动性越好，黄金价格越高”的简单逻辑。

图6: 黄金价格与M2同比增速 (单位: 美元/盎司)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图7: 美国CPI当月同比增速 (单位: %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

观察上图，可以发现 M2 同比增速和黄金价格在 2010 年之后呈现出高度相关的状态。如果不考虑 08 年金融危机中流动性被大量抽走这一极端情况，从 06 年开始 M2 同比增速与黄金价格就显示出了较高的正向关系。而巧的是，06 年 1 月 31 日刚好是伯南克接替格林斯潘来担任美联储主席。格林斯潘是位华尔街而非学院派出身的美联储主席，因此经常反教科书操作，讲究相机抉择，迫使企业家减少短期投机行为，其在任期间推行的低利率政策吹出的资产泡沫让华尔街赚得盆满钵满，同时也酝酿出 08 年的金融危机。而伯南克作为普林斯顿大学的教授，展示了典型的教科书式操作，尽管被外界认为是货币宽松政策的奉行着，他主张设定一个明确的通胀目标并且通过货币政策使通胀率在这个目标范围内。

而2014年2月耶伦接替伯南克担任美联储主席后，更加关注系统性金融风险问题，因此致力于缩表，这也带来了流动性和金价的回调。

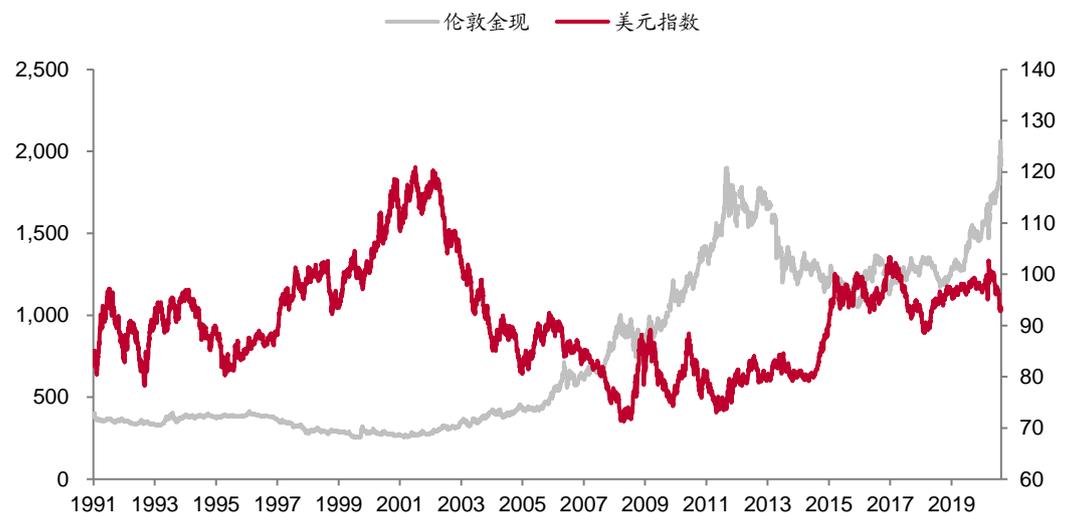
本文不打算花大篇幅去探讨黄金与流动性的具体逻辑，但不可否认的是，今年的金价及工业金属的大涨的确与流动性有很强关系。下面我们将把视线聚焦到宏观的三大逻辑——美元指数、经济基本面、流动性，继而观察三者如何共同决定有色板块的偏强走势。

二、美元指数

我们将用较大篇幅来阐述有色板块宏观的第一个逻辑——美元指数。

（一）综述

图8：美元指数与伦敦金价



资料来源：WIND，招商期货研究所

金价与美元指数显示出更明显的反向关系，尤其是2000年后。事实上，1995年到2000年间，美元指数与金价也呈现了很强的反向关系，只是由于比例尺的缘故不能清楚展现。而2000年后金价的大幅上行一方面是美元指数的走弱所致，另一方面，美联储给予的流动性也整体提升了黄金作为资产的平均水位。

值得注意的是，1995-2005年间货币大幅增发也没有引起美元大幅贬值，主要是由于1991年苏联解体，日本也由于广场协议以及国内经济改革失败等一系列原因被打趴在地，美国作为唯一超级大国地位被持续巩固，而这一情况一直在伊拉克战争和金融危机中才发生转折。美国经济处于强势地位，也一定程度上佐证了格林斯潘所说的怎么印钱通胀也起不来的论断（当然这也跟产业转移有很大关系，在后文中我们会深入探讨）。

对应美元计价的商品来说，美元指数是非常重要的测量。

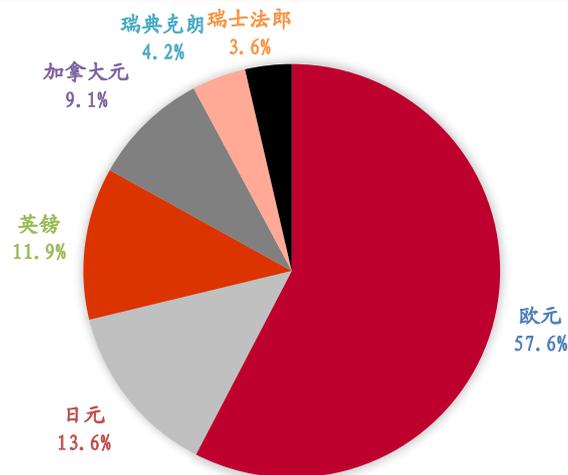
图9: LME有色商品价格与美元指数关系 (2017/1/1为基期, 美元指数为右轴)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

有色金属价格和美元指数呈现出非常强的负相关关系, 如前文所述, 商品价格由商品属性 (自身基本面) 和金融属性 (储值、投机等) 共同决定。从金融属性的角度来看, 铜>铝>其它金属, 而在与美元指数的关系上也体现出明显的铜与美元相关性>铝与美元相关性>其它金属与美元的相关性。将视线从长期放回到短期, 今年7月份, 也就是最近一次的有色价格大涨与美元指数走弱息息相关。

图10: 美元指数构成



资料来源: WIND, 招商期货研究所

美元指数中 57.6%是通过欧元衡量, 此外, 英镑占 11.9%, 瑞典克朗占 4.2%, 瑞士法郎占 3.6%, 也就是说接近 3/4 是通过欧洲国家的货币来进行衡量。我们接下来继续探究美元指数与什么因素有关。

(二) 美元指数相关因素

图11: 美元指数与中美占全球GDP比重



资料来源: WIND, 招商期货研究所

从大方向来说, 美元指数与美国 GDP 占全球比重有非常强的正向关系。而这两者又与产业转移之间存在很深的联系。产业转移初期资本输入国由于低廉的人力成本, 压制了通胀, 同时为处于产业链顶端具有最高附加值的美国输送更大利益, 这二者也决定了美元指数的走强; 而产业转移后期, 资本输入国的劳动力等各项成本提升, 通胀水平拉升, 且自身分配到的利益更多, 相对应之下美国通过资本所获取的利益减少, 这二者共同决定了美元指数的走弱。70 年代末 80 年代初对应的是制造业向亚洲四小龙进行转移, 而 80 年代中后期是亚洲四小龙的崛起; 90 年代中后期对应的是制造业向中国转移, 而 21 世纪, 尤其是加入世贸后, 中国加速崛起; 而金融危机前后制造业向印度以及东南亚等转移, 对应了美元的再次走强。

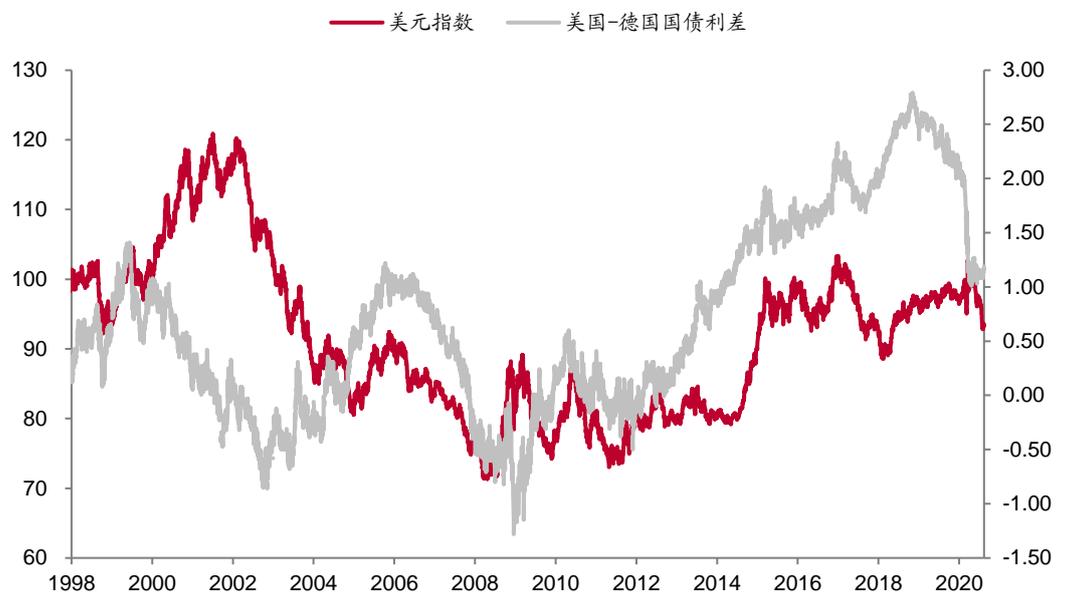
按照此逻辑, 在 16-20 年间美元指数应该会出现拐点 (事实上 17 年算是), 继而逐渐走弱, 因为东南亚和印度等加速崛起对应产业转移的后半段, 也就是美元走弱。事实上, 美元指数在 17 年达到高峰后再没越过该值, 但 18-20 年有所反复, 原因在于特朗普的上台打乱了过去几十年产业转移的市场规律。一方面, 他要求制造业回流美国; 另一方面, 中美贸易战使得制造业继续从中国向东南亚等地转移。总之, 他人为地制造了产业转移的前半段, 所以也维持了美元的强势。

此外, 美国 GDP 占比和美元指数的波峰处于下降轨道, 前者的降低主要是中国等其它新兴国家占比提升所导致的。但是中国因素对于美元指数与美国 GDP 占比其实在一个周期 (大约 15-20 年) 这样的维度来观察是中性的: 因为中国同时与欧洲和美国在做贸易, 且两边体量相近, 而美元指数的衡量大多是通过与欧元的对比得到。但是长期来看, 中国的崛起对美元结算比例 (无论是有意减少使用美元还是人民币自然而然地扩大使用) 是有较大冲击的。

伯南克关于美国的“双赤字”问题提出的观点也与我们以上关于产业转移的分析相契合。

他认为，美国外债膨胀的一个主要原因是“发展中国家和新兴市场国家经常项目的实质性转变”，这种转变将这些国家从国际资本市场上的借款者变成净放款者。穷国的钱对美国经常项目赤字起到推波助澜的作用。这也对应了产业转移后期资本输入国的资本体量增大。

图12: 美元指数与美德10年国债收益率价差

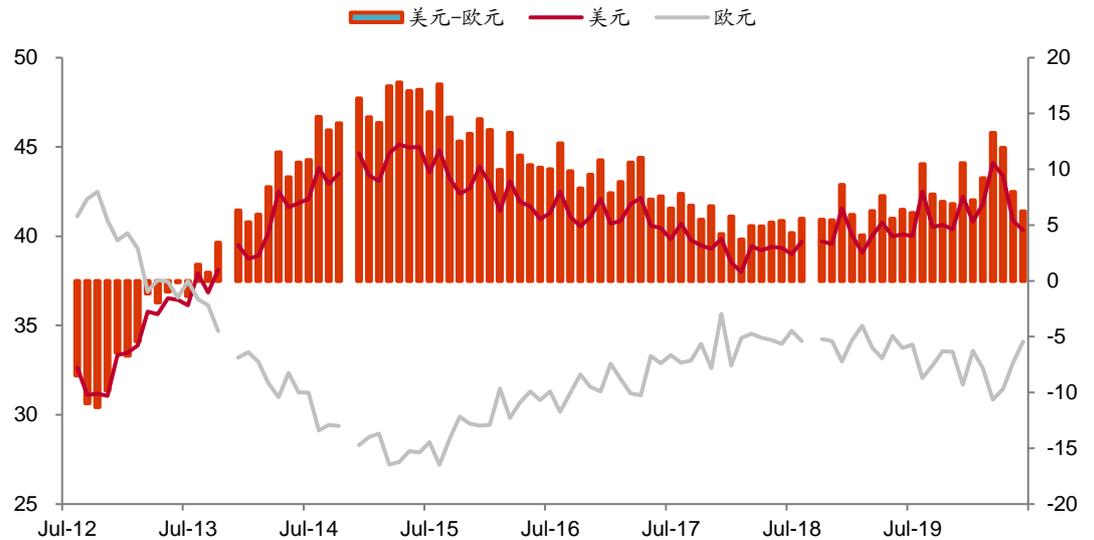


资料来源: WIND, 招商期货研究所

接下来我们观察美元指数的另一影响因素——美国-德国国债利差。德国是欧洲最大的经济体以及欧元区的支柱。可以看到，美元指数与美国-德国 10 年期国债利差高度正相关，仅仅在 1998-2001 年及 2008-2010 年间呈现不明朗关系。1998-2001 年间，美德之间利差缩小，但是美元指数仍然走强，这与北约攻打南联盟有关，1999 年 1 月 1 日欧元推出威胁美元地位，科索沃战争引发的难民问题等担忧使得欧元相对美元贬值 30%。而 2008 年-2010 年间的差异主要在于美国遭遇金融危机和欧洲遭遇主权债务危机以及各自推出救市计划时间上的差异。

目前可以看到，美国-德国利差又大幅缩小，对应美元指数下降。

图13: 国际支付货币结算比例 (单位: %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

根据 SWIFT 提供的数据,美元与欧元的结算比例差值与美元指数存在较强的正相关关系。美元的使用比例越高,说明美元的影响力越大。笔者认为,美元结算比例下降+流动性提升=美元指数的走弱。目前结算比例正在下降,也对应了美元指数的下滑。

图14: 美元指数及空头持仓情况



资料来源: WIND, 招商期货研究所

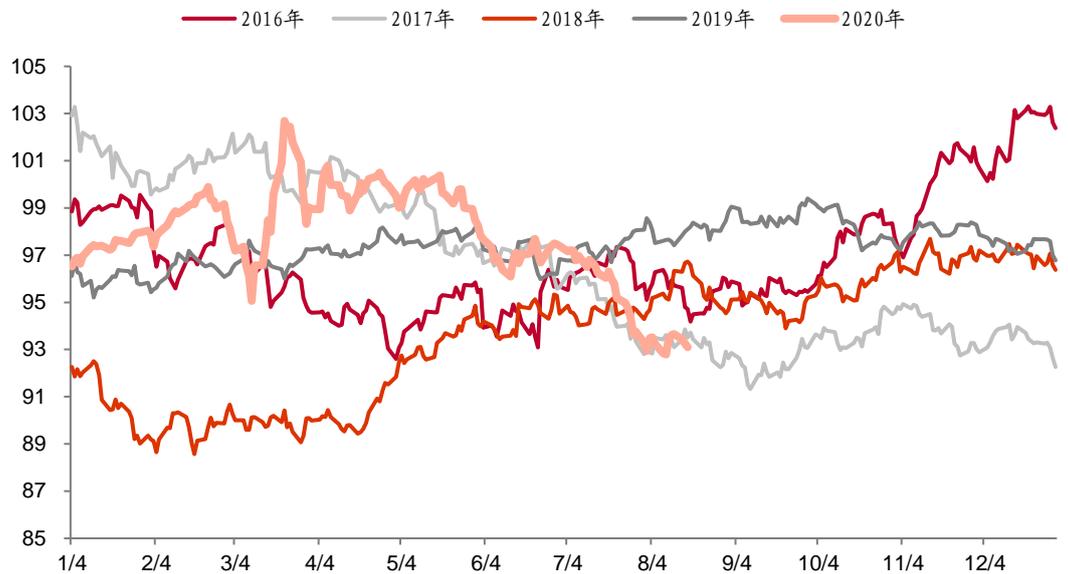
从商业行为来看,目前美元指数非商业净空头持仓比例大增,看空美元指数的资金大增。

综上所述,我们认为美元指数在未来几年可能会继续走弱,这一因素支撑了有色金属价格继续走强。

(三) 相似的 2017 年?

通过以上关于美元指数相关因素的分析，我们可以进行下一个问题的探讨：

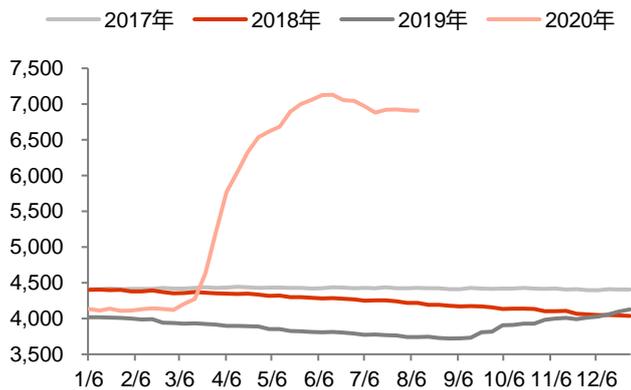
图15: 近五年美元指数走势



资料来源：WIND，招商期货研究所

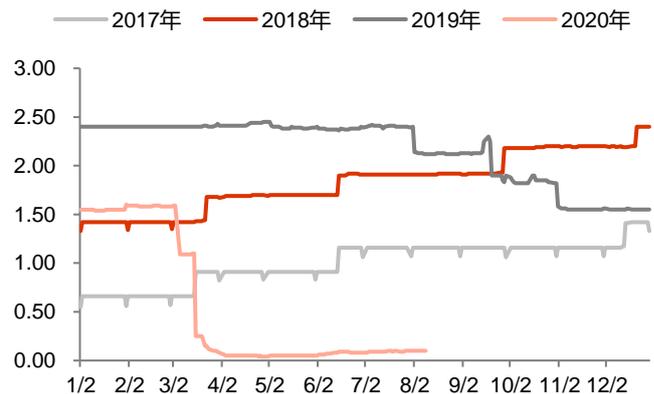
通过比对 2017 年和今年，我们发现 2017 年也是在美元持续走弱的背景下，有色金属的价格在下半年获得拉升，与今年大宗商品价格下降后回升有异曲同工之妙。但事实上，两次美元走弱的大背景存在很大差异。

图16: 美联储负债规模 (单位: 十亿美元)



资料来源：WIND，招商期货研究所

图17: 联邦基金利率 (单位: %)

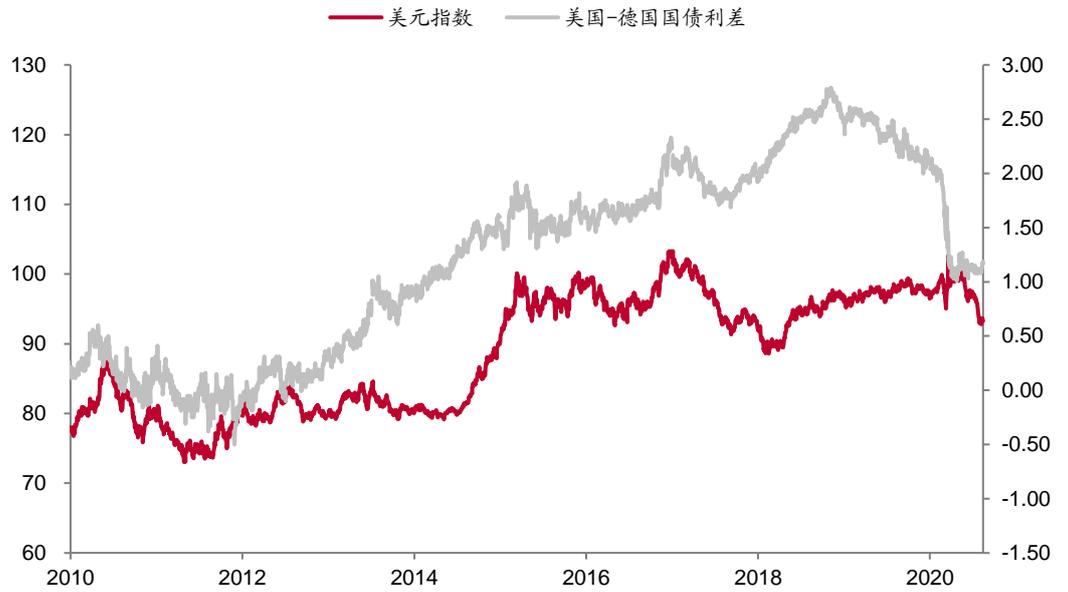


资料来源：WIND，招商期货研究所

2017 年美联储处于加息通道，但并没有出现美元走强；此外 2020 年美联储负债规模爆炸式增长，美元的流动性上也存在很大差异。那么如何解释 17 年美元走弱这一现象呢？

我们依旧需要回到美元指数与美德利差间的关系。

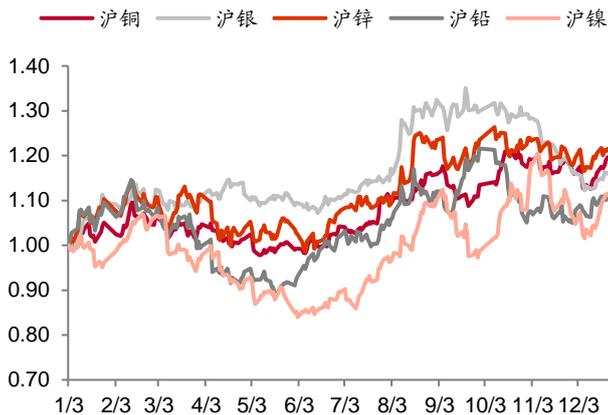
图18: 美元指数与美德10年国债收益率价差



资料来源: WIND, 招商期货研究所

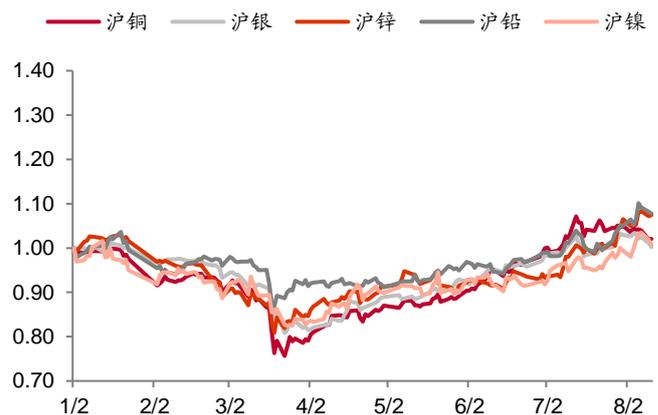
2017年尽管美元处于升息通道,但是美德利差在缩窄。事实上,2017年的美欧之间存在一定的相似性。2017年由于欧洲各国选举“闯关”成功,极右派没有上台,与此同时美国特朗普的政策推行乏力;今年欧洲7500亿财政刺激(3900亿无偿+3600亿低息)构筑市场对欧洲信心,同时疫情相对控制,而美国第四轮经济纾困方案分歧较大,且疫情严重。相较之下,都体现了欧元区相对美国的强势。不同点是,今年美国大选,因此经济、政治乃至军事的不确定性更高。我们接下来看2017年的有色金属市场发生了什么。

图19: 2017年有色板块价格走势(2017/1/1为基期)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

图20: 2020年有色板块价格走势(2020/1/1为基期)



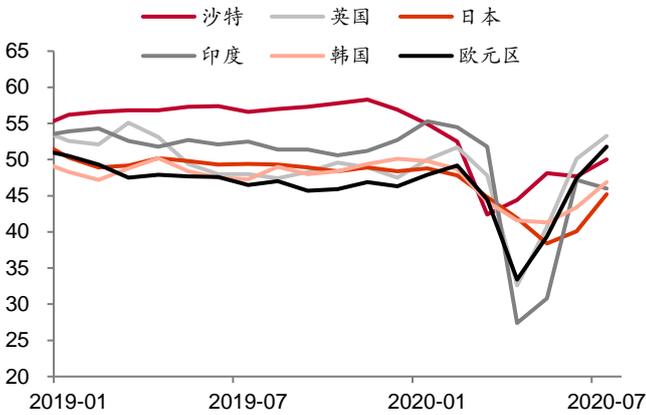
资料来源: WIND, 招商期货研究所

对比两年情况(调成了相同的比例尺),可以看到先降后增的大趋势,但也存在不少差异:2017年有色板块上半年不温不火,下半年涨幅惊人,反弹力度更高;2020年有色板块急跌然后缓慢上涨,超过年初。另外2017年有色板块分化较大,自身基本面逻辑作用大;2020年增长分歧较小,自身基本面逻辑作用小。

三、经济基本面

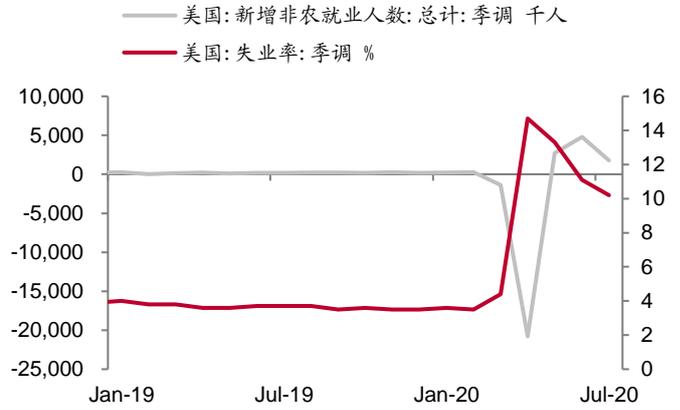
我们接下来看宏观的第二个逻辑——经济基本面。

图21: 各地区制造业PMI情况



资料来源: WIND, 招商期货研究所

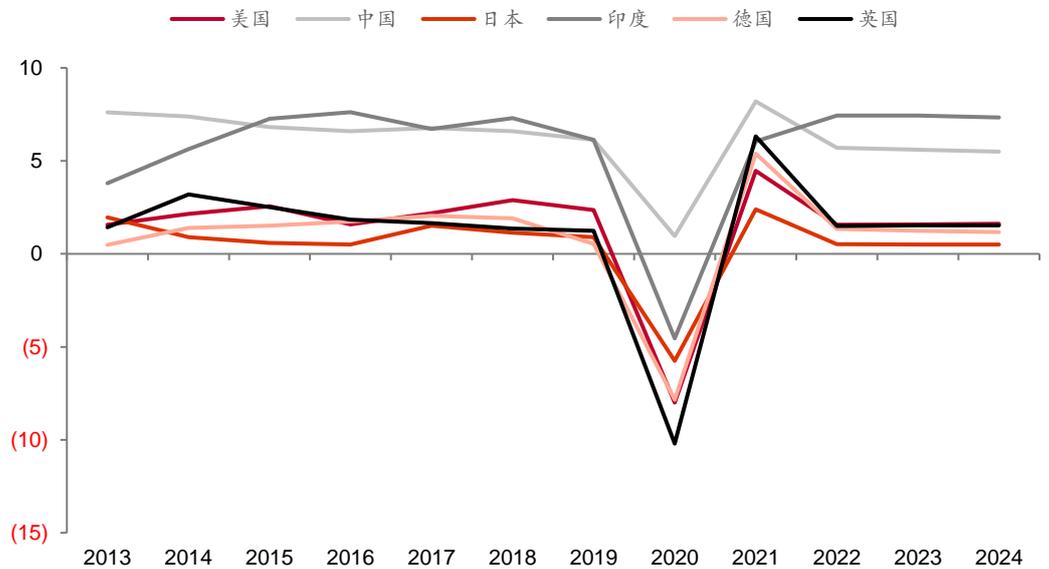
图22: 美国新增非农就业人数和失业率情况



资料来源: WIND, 招商期货研究所

从月度数据可以看出各地经济均在快速恢复。

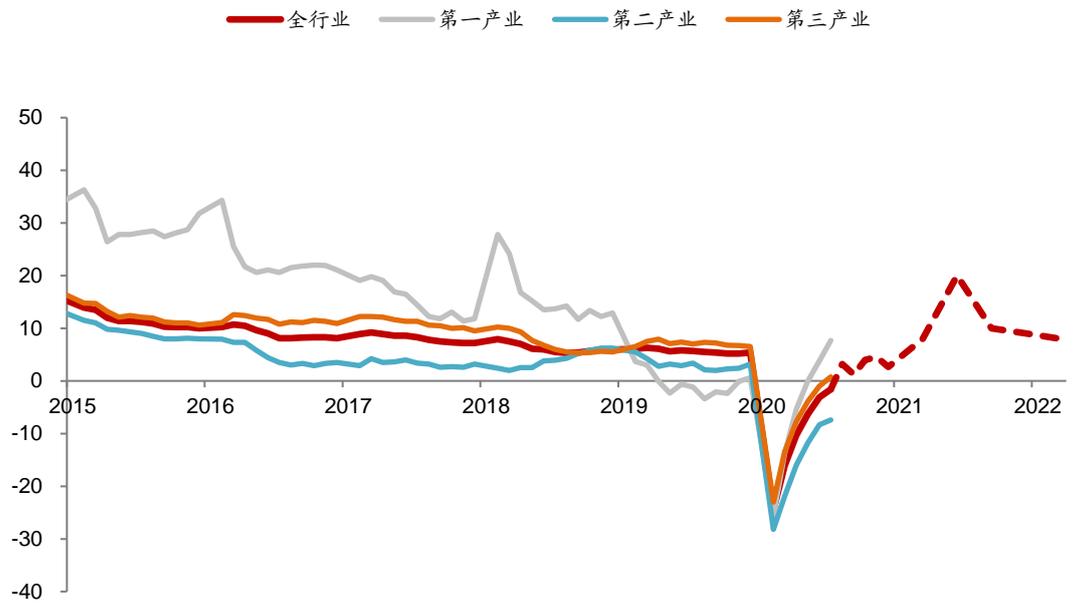
图23: IMF预测: GDP实际增长率 (单位: %)



资料来源: WIND, 招商期货研究所

2020年遭受疫情的重大打击后, 2021年会有报复性反弹, 在2022年后各地区会维持疫情前的经济增速。

图24：中国固定资产投资完成额：累计同比（单位：%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

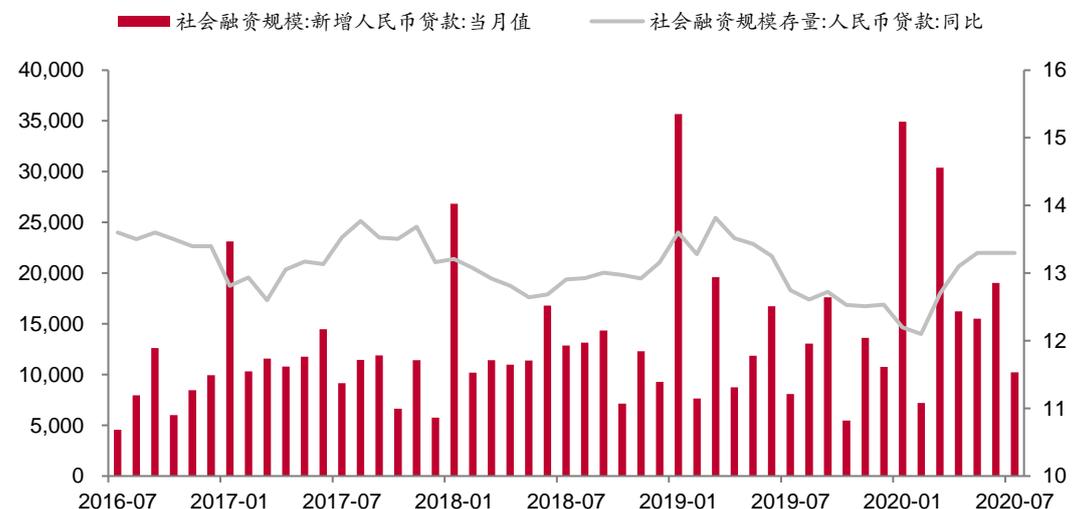
从全行业固定资产投资完成额的角度来看，1-7月累计同比降幅已经缩窄到1.5%，预计8月即可转正，全年的固定资产投资增速可能为2.5%的增长，去年为5.4%，而2021年后会有报复性反弹。

从宏观经济基本面来看，只要疫情得到一定控制，经济复苏的逻辑可以从今年下半年延续到2022年，也支撑了有色继续走强。

四、流动性

下面我们再来探讨宏观的第三个逻辑——流动性。

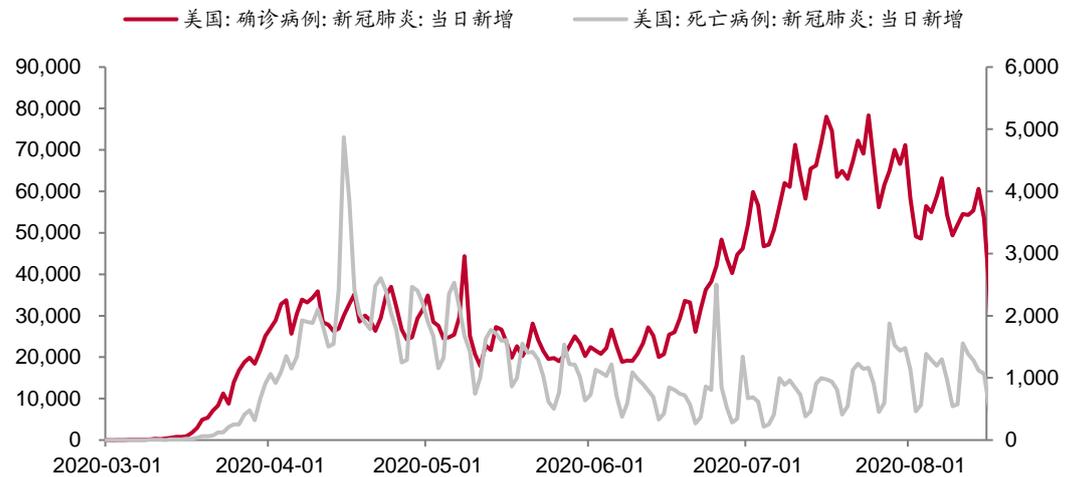
图25：新增人民币贷款及存量同比（单位：万亿，%）



资料来源：WIND，招商期货研究所

社融数据不及预期，以及疫苗可能研制成功的消息引发了对于流动性的担忧，但事实上中国和美国均不大具备收缩流动性的前提。

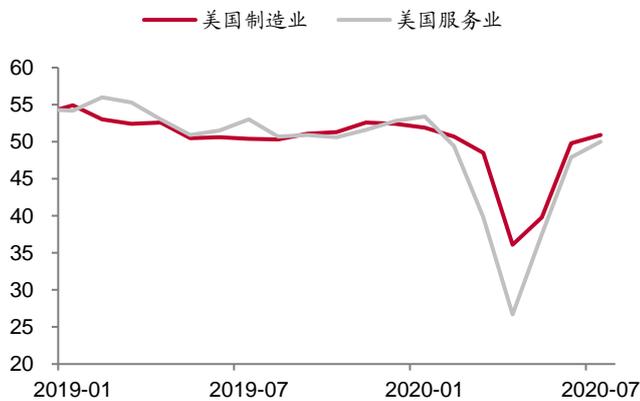
图26：美国确诊人数和死亡病例（单位：人）



资料来源：WIND，招商期货研究所

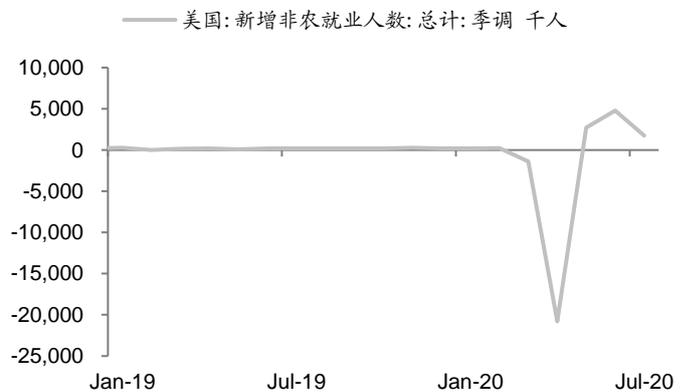
美国方面，新冠疫情仍在延烧。

图27：Markit美国PMI季调数据



资料来源：WIND，招商期货研究所

图28：美国新增非农就业人数（单位：千人）



资料来源：WIND，招商期货研究所

且经济恢复速度有一定放缓。

而中国方面核心CPI较低，面临一定程度的通缩压力。

图29：中国近三月CPI情况

近三个月 CPI 分项同比增速 (%)															
近三个月 同比 (%)	大类				交通和通信							教育和娱乐			
	CPI	食品	非食品	核心 CPI	↓ 交通 工具	交通工具 用燃料	交通工具 使用维修	通信 工具	通信 服务	邮递 服务	↓ 教育 服务	教育 服务	旅游		
2020-07	2.7	13.2	0.0	0.5	-4.4	-2.7	-15.5	1.5	-1.8	-0.3	-0.4	0.3	2.2	-4.3	
2020-06	2.5	11.1	0.3	0.9	-4.6	-2.3	-19.1	1.8	-2.1	-0.4	-0.7	1.9	2.3	4.5	
2020-05	2.4	10.6	0.4	1.1	-5.1	-1.9	-22.0	1.7	-2.2	-0.4	-0.6	2.2	2.3	6.9	
近三个月 同比 (%)	食品烟酒														
	↓ 粮食	食用油	鲜菜	畜肉类	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	水产品	蛋类	奶类	鲜果	烟草	酒类	
2020-07	10.2	1.6	6.4	7.9	61.1	85.7	17.9	11.1	0.0	4.7	-14.5	0.9	-27.7	0.8	1.8
2020-06	8.8	1.6	5.7	4.2	57.4	81.6	18.5	10.9	0.0	4.8	-13.6	1.1	-29.0	0.8	2.2
2020-05	8.5	1.5	5.3	-8.5	57.4	81.7	19.4	10.8	0.0	3.7	-12.3	1.0	-19.3	0.8	2.6
近三个月 同比 (%)	衣着			居住			生活用品及服务			医疗保健			其他用品 和服务		
	↓ 服装	加工 服务	鞋类	↓ 房租	水电 燃料	↓ 家用器具	家庭 服务	↓ 中药	西药	医疗 服务					
2020-07	-0.5	-0.4	2.1	-1.3	-0.7	-1.0	-1.0	-0.1	-2.1	2.6	1.6	2.4	0.0	2.2	5.1
2020-06	-0.4	-0.3	2.1	-1.1	-0.6	-0.7	-1.1	0.0	-2.0	2.9	1.9	2.8	0.2	2.5	5.1
2020-05	-0.4	-0.2	2.3	-1.0	-0.5	-0.3	-1.3	0.1	-2.0	3.1	2.1	3.0	0.6	2.8	5.3

资料来源：招商证券，招商期货研究所

政治局定调“精准滴灌”、“回归常态”，但核心CPI不支持货币收紧，继续维持货币中性的看法。之前担忧铁矿等原料带来的输入性通胀，事实上在工业领域反映不足；而南方洪涝造成农产品紧缺确实推升了也将继续推升农产品价格，但政府目前在努力使用行政手段（如号召节约）来降低供需矛盾。此外，房地产方面，政府可能也会通过更多行政命令的方式来加以限制，而不是一刀切地去限制流动性。

中美两国会用相对积极的财政手段来度过危机，但是目前阶段货币上也不会过分紧缩。

综上，在美元指数走弱、经济复苏的大背景下，有色板块走强的大趋势可能延续到2022年，而短期流动性不抽离也会支持有色板块的上涨。

研究员简介

赵嘉瑜: 招商期货研究所有色金属研究员, 具有期货从业资格(证书编号: F3065666), 纽约大学国际政治与国际经济硕士, 上海交大经济学与法语双学士。熟悉宏观政治经济环境, 善于数据分析。

刘光智: 有色研究主管, 拥有投资咨询资格(证书编号: Z0014969)。三年间曾驱车 10 多万公里走访有色金属产业链企业, 对有色产业链较为熟悉。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施, 本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件, 请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征, 根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息, 但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议, 招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素, 亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外, 招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有, 未经招商期货事先书面许可, 任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。