

期货研究报告

专题研究报告

分析师

✉:李晨阳

☎:86-755-88674634

✉:LICHENYANG490@pingan.com.cn

📄:期货从业资格: F3084153

📄:投资咨询资格: Z0016332

复盘近期的商品牛市

市场涨跌回顾:

从三月份到四月份,商品市场走出了V型走势,3月份文华商品指数下跌4.26%,4月份文华商品指数上涨5.76%。截至到5月12日,文华商品指数再度上涨6.76%,已经突破200,超过了四月份文华商品指数的涨幅。

平安观点:

从二月份至三月份,远期通胀预期上升,十年期美债收益率快速上涨,一度突破1.7%。美元指数也明显反弹,从90附近上涨至93.4。此时市场对于流动性收紧的关注超过了对于经济复苏的关注,引发市场对于美国经济复苏,货币提前收紧的担忧。商品市场在三月份出现了明显的回落。

进入四月份后,市场对于美国经济的相对走强已经有了较强的预期。此时全球经济的持续复苏,叠加美元的下跌及美债收益率回落主导了四月份市场的反弹。在经济复苏的背景下,流动性阶段的宽松预期给市场营造了一个有利的环境,在各品种基本面之外,提供了一个较强的上行动力。

四月份,美联储偏鸽的表态消除了市场对于流动性收紧的担忧。鲍威尔明确指出通胀的临时上扬不保证美联储将加息,现在也不是美联储针对减码QE向市场进行沟通的时机。几乎否定了短期内减少购债的任何可能性。

展望后市,全球经济复苏延续,美国就业恢复仍需要时间,流动性依然宽松,市场的乐观情绪有望得到延续,基本面有支撑的低估值品种仍然可以关注。

一、流动性收紧的担忧导致三月份市场出现明显回落

从三月份到四月份，商品市场走出了 V 型走势，3 月份文华商品指数下跌 4.26%，4 月份文华商品指数上涨 5.76%，最高达到 187.82，已经接近前期的高点 189.07。拜登上台后推出 1.9 万亿美元的刺激计划，推升了市场对于美国经济复苏的预期。美国复苏的前景相比其他国家变得更乐观。

从二月份至三月份，远期通胀预期上升，十年期美债收益率快速上涨，一度突破 1.7%。美元指数也明显反弹，从 90 附近上涨至 93.4。此时市场对于流动性收紧的关注超过了对于经济复苏的关注，引发市场对于美国经济复苏，货币提前收紧的担忧。商品市场在三月份出现了明显的回落。

图表1 美国十年期国债利率 (%)

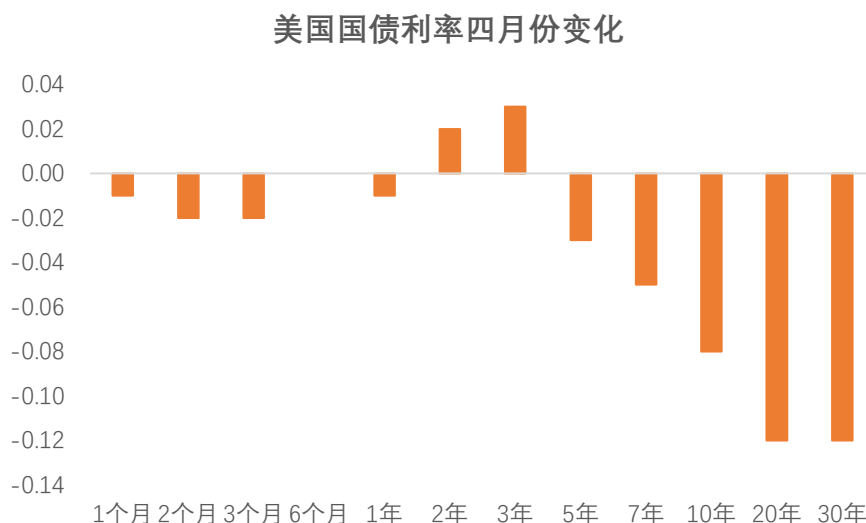


资料来源: wind 平安期货研究所

二、美元贬值，美债收益率回落驱动了四月商品的上涨

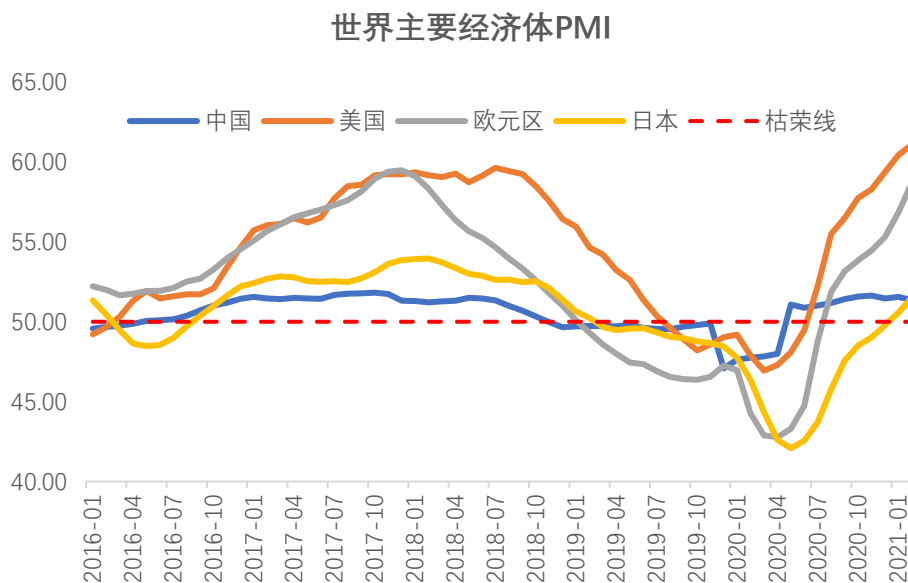
进入四月份后，市场对于美国经济的相对走强已经有了较强的预期。此时全球经济的持续复苏，叠加美元的下跌及美债收益率回落主导了四月份市场的反弹。4 月份美元指数下跌了 4.7%，人民币升值了 1.48%。在经济仍然处于复苏的背景下，流动性阶段的宽松预期给市场营造了一个有利的环境，在各品种基本面之外，提供了一个较强的上行动力。美元的贬值，人民币的升值是主导四月份商品、股市上涨的关键驱动力之一。四月份海内外的股市、商品表现都非常好，纳指和标普均创出新高，A 股企稳反弹，CRB 指数也创出疫情之后的新高。

图表2 美国国债利率变化



资料来源: wind 平安期货研究所

图表3 世界主要经济体 PMI

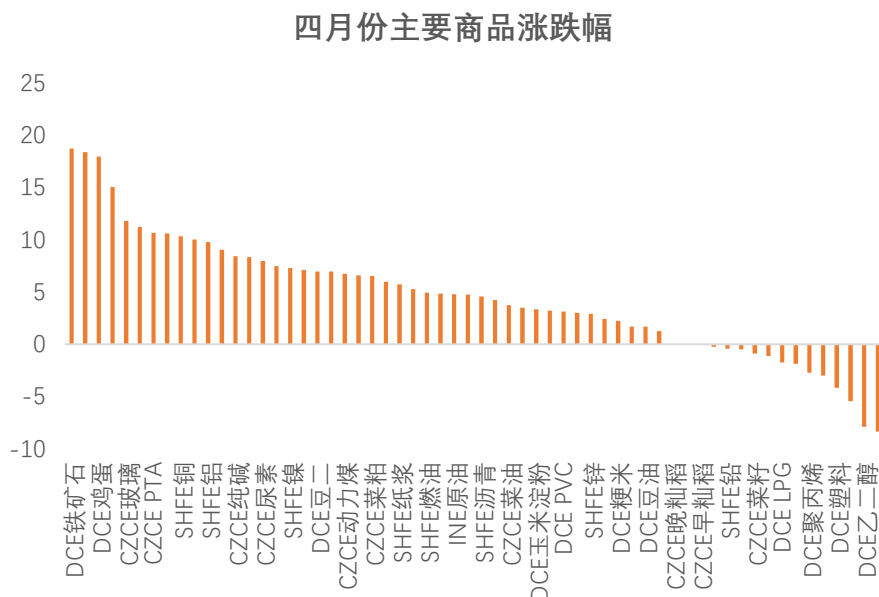


资料来源: wind 平安期货研究所

三、商品中黑色、有色板块是四月商品上涨的主力

分品种来看，四月份黑色和有色表现最强，农产品次之，化工品相对偏弱。截止到4月29日，铁矿石上涨了18.7%，焦炭上涨了18.4%，螺纹上涨了10%；有色中铜上涨了10.3%，铝上涨了9.8%；农产品中棉花上涨7.1%，白糖上涨4.7%；化工品相对偏弱，主要商品中跌幅最大的两个品种均是化工品，乙二醇下跌7.9%，塑料下跌4.2%。**四月份螺纹钢、铁矿石、动力煤均创出上市以来新高，伦铜再次站上10000美元大关，主要商品表现亮眼。**

图表4 四月份主要商品涨跌幅



资料来源: wind 平安期货研究所

四、美元指数回落至前低附近有望遇到阶段支撑

四月份美元指数下行趋势明显，目前已经接近 90，到了本轮下跌周期的一个底部区间。美元指数在 1 月份和 2 月份都曾短暂跌破 90，之后震荡反弹，现在再次来到这个关键位置，目前看在这个位置会有较强的支撑。

美联储已经把联邦基金目标利率降到了 0，推出了无限量量化宽松。拜登上台后推出了大规模财政刺激计划，美国经济复苏的态势愈加明朗。从基本面看缺乏新的利空因素能让美国再度超预期宽松，美元指数跌破前期低点的概率也相对较小。大概率在此位置进入震荡或小幅反弹。

一旦美元反弹、美债收益率再度上涨，那么宏观层面向上的驱动力就会弱化，对商品股市带来不利影响。前期涨幅较大的品种，基本面如果出现边际转向，会进入回调或者震荡。

对于关键的数据，一方面要观察其变动的方向，另一方面要观察其所处的位置。关键的数据只有到某个特定的区间后其变化对市场的影响才会凸显。在此之前市场对其变化是不敏感的，但这并不代表这些关键数据与资产价格之间没有对应关系。其对应的关系更像是分段函数。**目前美元指数所处的位置还较低，近期徘徊在 90 附近，后期需要我们关注美元指数接下来的变化及对商品的影响。**另外我们还需要关注美国十年期国债收益率的是否与美元形成共振上行。

图表5 美元指数变化



资料来源: wind 平安期货研究所

五、美联储偏鸽的表态消除了市场对于流动性收紧的担忧

美东时间 4 月 28 日周三下午，美联储公布最新利率决议，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。与市场预期一致，美联储在 4 月 FOMC 会议上保持政策稳定，即维持接近零的基准利率目标不变，每月 1200 亿美元的债券购买规模也不变。

FOMC 会后声明重申需要看到经济取得更多实质性进展，承认美国经济增速加快，美国会迎来更高的通胀，但为暂时现象，而且前景仍然面临诸多风险。**鲍威尔明确指出通胀的临时上扬不保证美联储将加息，现在也不是美联储针对减码 QE 向市场进行沟通的时机。**在实现目标前，接近零的利率政策是适宜的。

这说明鲍威尔几乎否定了短期内减少购债的任何可能性，彻底关上了马上缩表的大门。鲍威尔讲话期间，美元指数掉头下行，跌至两个月低谷，10 年期美债收益率曾短线回升，后持续下行。离岸人民币盘中升破 6.47 创近三年新高。总体看美联储增加了对通胀的容忍度，收缩的节奏比预期慢，对市场会带来正向驱动。

六、后期市场展望

整个四月份美元指数、美债收益率明显回落，市场对于美联储提前缩减购债的担忧下降。在全球疫苗接种加快，经济持续复苏的过程中，市场的乐观情绪表现的较为突出。美国股市不断创出新高，国内商品指数接近二月份的高点，部分商品创出上市以来新高。美联储四月份议息会议偏鸽派，鲍威尔的讲话更是将这种阶段的乐观情绪推到了一个新的高度。

目前看美联储难有进一步的宽松，但是在流动性收紧的预期和节奏方面还能给市场带来一些惊喜。当鲍威尔偏鸽派的讲话落地，将这种乐观情绪推到一个阶段高点之后，月初最新发布的四月份非农就业数据又在这种乐观情绪上面加了一把火。

美国 4 月非农就业人口增加 26.6 万人，远低于预期的增加近百万人，也不及前一月增加的 91.6 万人。美国 4 月失业率意外由上月的 6% 上升至 6.1%，高于预期的 5.8%。这表明美国就业市场的复苏远没有那么强劲，美国维持超宽松货币政策的思路会得到延续。全球主要国家经济持续复苏，流动性维持超宽松，叠加国内一些产业政策的配合，商品市场供不应求的局面越发突出。截至到 5 月 12 日，文华商品指数已经突破 200，5 月份至今上涨 6.76%，已经超过了四月份文华商品指数的涨幅。

展望后市，全球经济复苏延续，美国就业恢复仍需要时间，流动性依然宽松，市场的乐观情绪有望得到延续。后期需要我们重点观察商品的上涨，对通胀数据的影响，是否会改变美国及中国央行对于流动性调整的节奏，市场对于流动性变化的预期反应。当乐观情绪集中释放之后，还有什么因素能够驱动美元指数和十年期美债收益率再次下跌，或者持续维持在低位。

目前美元指数徘徊在 90 附近，这是一个敏感的位置，因为前期美元曾经两次到这个位置附近，之后开始反弹。这个位置附近需要我们留意美元接下来的变化，同时注意观察国内外股市，尤其是创业板、纳斯达克等对流动性更加敏感的指标，还有比特币等的变化。

市场对于流动性预期的变化，往往从这些资产上面得到较好体现。如果这些资产止步不前，或者出现明显调整，那么大概率也会对商品带来负向反馈，四月份之后这种商品的流畅上行可能将告一段落。整体来看，五月份市场整体仍较乐观，基本面有支撑的低估品种仍然可以关注。

公司声明及风险提示：

期货交易采取保证金交易方式，具有杠杆性风险，可能产生巨大亏损。您在入市交易前，应全面了解期货交易法律法规、期货交易所及期货公司业务规则，全面评估自身的经济实力、产品认知能力、风险控制能力、生理及心理承受能力等，审慎决定是否参与期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本资讯的信息均来源于公开资料，平安期货有限公司对信息的准确性和完整性不作任何保证。

本资讯所载意见及推测仅反映分析员于发出此资讯时的判断，公司可随时发出其他与本资讯不一致及有不同结论的其他报告。

资讯中的内容和意见仅做供投资者参考，投资者不应将本资讯作为投资决策的依据，投资者应自行作出投资决策并独立承担投资风险。

本资讯旨在发给公司特定客户及其他专业人士，未经公司事先书面批准，不得更改或以任何方式传送他人。平安期货版权所有，保留一切权利。

平安期货有限公司 PINGAN FUTURES CO.,LTD.

公司地址：广东省深圳市福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 15 楼

公司官网：<http://futures.pingan.com/>