

国信期货宏观专题报告

商品策略

美联储加息落地在即，商品有什么机会？

2022年3月1日

● 主要结论

美联储货币政策当前面临政策调整，3月大概率将进行2019年以来的首次加息。在我们直觉逻辑中，美联储加息将带来整体流动性收缩，美元指数走高，大宗商品和权益资产将承压。但在复盘了过去50年美联储政策利率上升阶段各类商品和资产的表现后，我们发现事实上，加息阶段商品表现偏正面，能源和金属涨价尤其突出，锌、原油、煤上涨表现最佳，铜、铝、镍上涨概率亦较大，同时他们的阶段性顶部也在加息阶段出现，这可能与他们与经济周期的强关联度有关。贵金属表现上，加息周期黄金表现略强于白银。而农产品受到自身供给影响较大，在加息阶段并未表现出较强的规律性。

美联储加息阶段商品价格却向好，究其背后逻辑，可能与美国经济周期所处阶段有关。加息阶段，往往美国实际经济增长维持强劲开始向上追赶潜在经济增长，就业市场向好，商品市场需求旺盛。这也从美股股指结构上得到反映，加息阶段美股股指市盈率下降确定性强，但企业盈利往往改善。此外，短期内货币政策落地的预期利空出尽也为商品加息后的往往走强提供了解释。

但本轮美联储加息与过往相比，存在3点不同，可能对商品表现产生影响。本次疫情伴随着供应链受损带来的商品供需矛盾，可能随着疫情影响褪去得到缓和。中美经济周期出现错位，商品需求节奏有所分化。另外美债期限结构显示加息空间可能受限。

分析师助理：周古玥
从业资格号：F3075597
电话：021-55007766-6636
邮箱：15527@guosen.com.cn

分析师：顾冯达
从业资格号：F0262502
投资咨询号：Z0002252
电话：021-55007766-6618
邮箱：15068@guosen.com.cn

独立性申明：

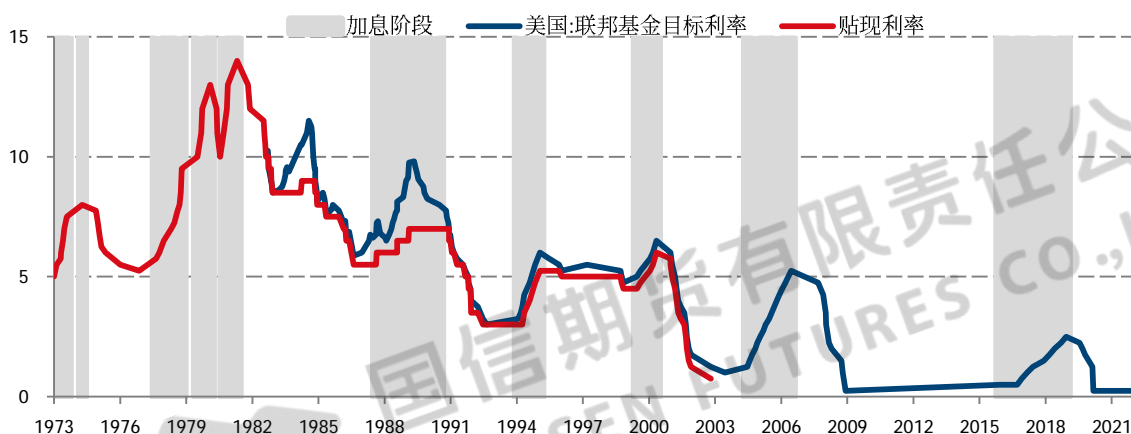
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、 美联储历次加息阶段的市场表现：商品表现偏正面

美联储货币政策当前面临政策调整，3月大概率将进行2019年以来的首次加息。政策利率上行周期对商品的影响是什么？

首先，我们复盘过去50年美联储加息阶段的历史背景，发现大部分美联储加息的背景通胀上行和经济的持续复苏，加息结束的原因往往在于经济出现衰退或陷入危机。过去最快的加息发生在1980年9月-1981年11月，和1977-1980年5月，这两个时期加息背景均为石油危机下的高通胀问题。而本次加息的背景也较为相似，以原油和天然气为代表的各类能源价格出现大幅上升。与过往加息背景最为不同的是2015年12月-2019年7月的最近一次美联储加息，它更多出于预防性目的，并没有出现较高的通胀水平。

表：过去50年美联储政策利率及加息阶段标示



数据来源：WIND 国信期货

表：过去50年美联储历次加息背景复盘

加息开始时间	加息结束时间	加息后首次降息时间	加息阶段时长年	加息开始利率%	加息结束利率%	加息幅度bp	平均加息速度bp/年	加息原因	加息结束原因
2015-12	2018-12	2019-07	3.58	0.25	2.50	225.0	62.8	背景为美国经济复苏平稳，出于预防性，避免超低利率环境长期持续	止于通胀持续低迷
2004-06	2006-06	2007-09	3.25	1.00	5.25	425.0	130.8	背景为房地产出现泡沫，经济复苏后通胀抬头	止于次贷危机
1999-06	2000-05	2001-02	1.58	4.75	6.50	175.0	110.5	背景为美联储前期降息后互联网投资热潮，经济过热	止于互联网泡沫破裂后经济陷入衰退
1994-02	1995-01	1995-07	1.42	3.00	6.00	300.0	211.8	背景为克林顿经济计划后经济增长强劲和通胀压力	止于1995年经济出现放缓
1987-09	1990-07	1990-10	3.08	5.50	7.00	150.0	48.6	背景为通胀再度上扬，油价翻倍	止于经济陷入衰退，通胀压力缓解
1980-09	1981-05	1981-11	1.17	10.00	14.00	400.0	342.9	背景为第二次石油危机下的高通胀延续	止于经济陷入衰退
1977-08	1980-02	1980-05	2.75	5.25	13.00	775.0	281.8	背景为第一次石油危机后的经济复苏+通胀上升，M1增速超过美联储制定的6.5%政策上限	止于经济陷入衰退
1973-01	1974-04	1974-12	1.92	4.50	8.00	350.0	182.6	背景为粮食涨价+第一次石油危机爆发	止于经济陷入衰退

备注1：表中利率为政策利率，考虑到美联储政策框架变化在1990年后以美联储联邦基金利率为准，在1990年前以美联储贴现利率为准。
 备注2：加息阶段定义为美联储首次提升政策利率至美联储首次降低政策利率的前一天。
 备注3：平均加息速度=加息幅度/加息阶段年数

数据来源：WIND 国信期货

复盘过去 50 年美联储加息阶段各类商品和资产的表现，我们发现加息阶段商品表现偏正面，权益资产估值偏负面，美债收益率曲线走平，具体来看：

- (1) 商品方面：美联储加息阶段，能源和金属涨价概率较大，从具体品种上来看，锌、原油、煤上涨表现最佳，铜、铝、镍上涨概率亦较大，但同时他们的阶段性顶部也在加息阶段出现，这可能与他们与经济周期的强关联度有关。贵金属表现上，加息周期黄金表现略强于白银。而农产品受到自身供给影响较大，在加息阶段并未表现出较强的规律性。
- (2) 利率汇率方面：美联储加息阶段，收益率曲线走平确定性高，3 月、2 年期的美债利率抬升幅度高于 10 年等中长期美债利率。美元指数与美联储加息并不存在必然联系，加息并不意味着美元指数将会走强。出乎意料的是，在过去 50 年的 7 次加息中，美元指数以下降居多。
- (3) 权益方面：美国股指市盈率下降确定性强，但加息期企业盈利往往改善，对指数影响反而中性偏强。

表：过去 50 年美联储历次加息大类资产表现，商品表现偏正面

历次加息阶段主要商品涨跌幅	2015-12 2019-07	2004-06 2007-09	1999-06 2001-02	1994-02 1995-07	1987-09 1990-10	1980-09 1981-11	1977-08 1980-05	1973-01 1974-12
美元指数	-1%	-11%	9%	-15%	-14%	22%	-16%	-10%
CRB 现货指数：综合	7%	42%	-1%	17%	3%	-13%	31%	53%
CRB 现货指数：食品	0%	17%	-2%	7%	2%	-18%	23%	107%
CRB 现货指数：金属	38%	195%	-5%	29%	10%	-13%	34%	63%
CRB 现货指数：工业原料	12%	62%	0%	25%	4%	-11%	35%	27%
RJ/CRB 商品价格指数	2%	21%	46%	13%				
世界银行：原油均价	68%	116%	66%	17%	89%	9%	193%	395%
美国道琼斯工业平均指数	54%	31%	1%	20%	-4%	-9%	-5%	-42%
美国纳斯达克综合指数	63%	32%	-3%	24%	-24%	5%	45%	-56%
上证综合指数	-17%	266%	33%	-13%				
标普 500 指数	46%	34%	-10%	20%	-6%	1%	15%	-41%
标普 500 企业 EPS	55%	42%	5%	57%	34%	8%	48%	42%
标普 500 市盈率	-6%	-6%	-14%	-24%	-29%	-7%	-22%	-58%

历次加息阶段主要商品涨跌幅	2015-12 2019-07	2004-06 2007-09	1999-06 2001-02	1994-02 1995-07	1987-09 1990-10	1980-09 1981-11	1977-08 1980-05	1973-01 1974-12
加息幅度 bp	200.0	400.0	150.0	275.0	100.0	300.0	725.0	300.0
加息阶段时长 年	3.6	3.3	1.6	1.4	3.1	1.2	2.8	1.9
加息速度 bp/年	66.7	208.7	180.0	300.0	70.6	514.3	300.0	240.0
黄金	31%	82%	0%	1%	-17%	-39%	254%	182%
白银	12%	119%	-9%	-2%	-42%	-57%	184%	117%
铜	28%	185%	24%	65%	51%	-20%	76%	15%
铝	20%	43%	22%	46%	11%	-35%	50%	59%
锌	60%	182%	2%	6%	79%	10%	33%	99%
镍	56%	118%	26%	48%	71%	-23%	13%	21%
原油	68%	116%	66%	17%	89%	9%	193%	395%
天然气	-2%	22%	140%	-28%	9%	17%	111%	101%
铁矿石	197%	292%	9%	7%	28%	0%	22%	30%
煤	38%	15%	23%	32%	50%	27%	40%	47%
棕榈油	-10%	81%	-39%	69%	-13%	-2%	18%	225%
大豆	0%	44%	3%	-4%	15%	-23%	13%	35%
玉米	16%	29%	-2%	3%	36%	-21%	43%	84%
棉花	8%	6%	3%	8%	-3%	-25%	30%	22%
橡胶	31%	58%	0%	56%	-15%	-32%	66%	27%

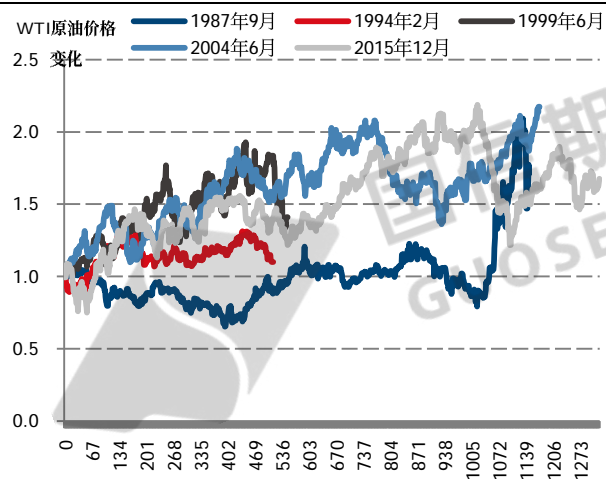
数据来源：WIND 世界银行 国信期货

表：美联储历次加息后一年，有色和原油表现偏强

加息周期开始后一年主要商品涨跌幅	2015-12	2004-06	1999-06	1994-02	1987-09	1980-09	1977-08	1973-01
	2016-12	2005-06	2000-06	1995-02	1988-09	1981-09	1978-08	1974-01
黄金	8%	10%	9%	-1%	-10%	-34%	42%	98%
白银	16%	25%	-1%	-10%	-16%	-49%	24%	80%
铜	22%	31%	23%	54%	34%	-17%	23%	82%
铝	15%	3%	15%	51%	37%	-29%	12%	11%
锌	74%	25%	12%	7%	76%	18%	19%	244%
镍	26%	19%	62%	46%	123%	-16%	-14%	6%
原油	44%	52%	81%	26%	-28%	4%	1%	525%
天然气	39%	21%	85%	-26%	-4%	15%	18%	101%
铁矿石	98%	72%	4%	7%	-4%	0%	-7%	30%
煤	69%	-14%	-2%	21%	37%	27%	5%	47%
棕榈油	34%	-4%	-20%	71%	28%	0%	19%	173%
大豆	13%	4%	9%	-13%	57%	-21%	14%	22%
玉米	-7%	-21%	-10%	-13%	65%	-18%	20%	42%
棉花	13%	-16%	2%	25%	-32%	-23%	5%	124%
橡胶	76%	7%	12%	108%	12%	-27%	29%	145%
美元指数	4%	-1%	5%	-9%	1%	26%	-13%	-3%

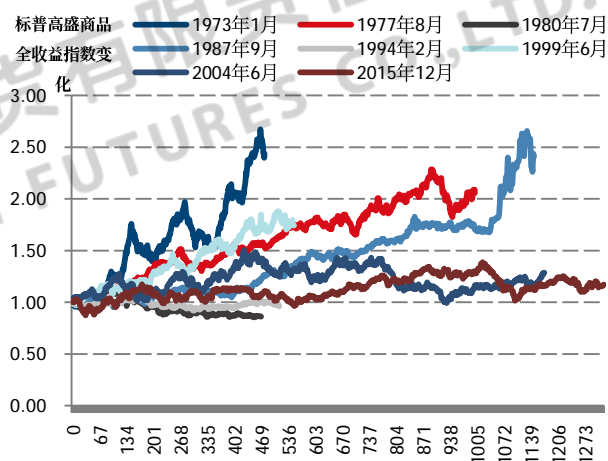
数据来源：WIND 世界银行 国信期货

图：WTI 原油价格在加息落地后以上涨为主



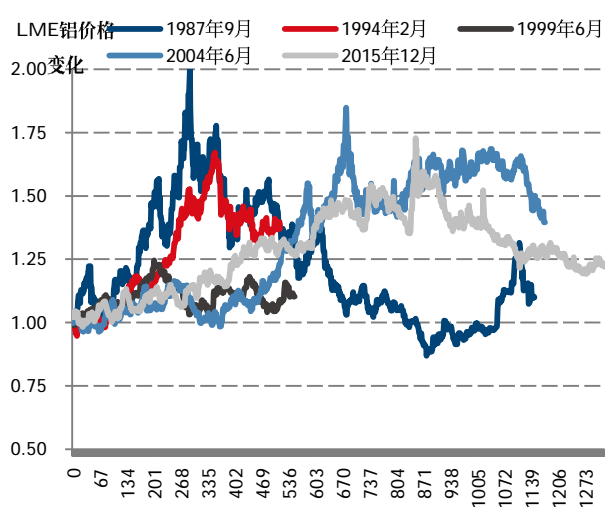
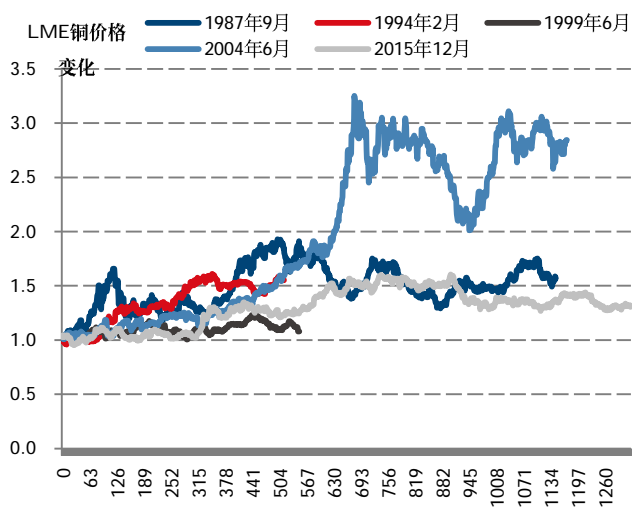
数据来源：WIND 国信期货

图：加息期间商品大概率有正收益



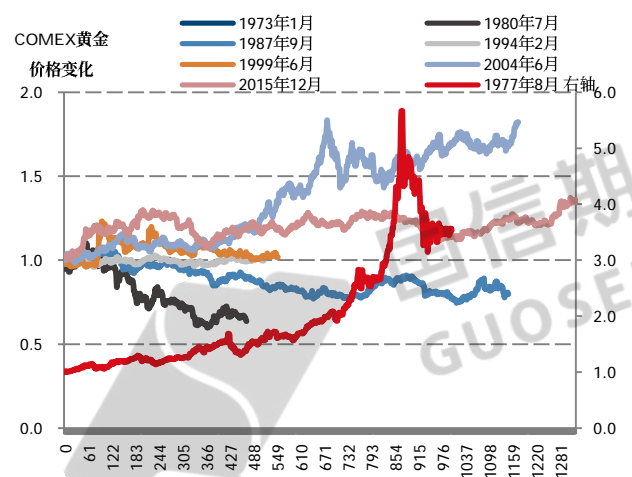
数据来源：WIND 国信期货

图：有色金属在加息期间走强确定性高



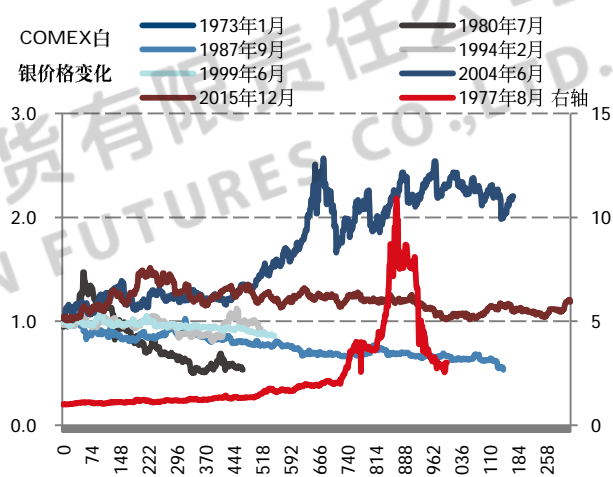
数据来源：WIND 国信期货

图：黄金在加息期间并未显著承压



数据来源：WIND 国信期货

图：白银相对黄金偏弱



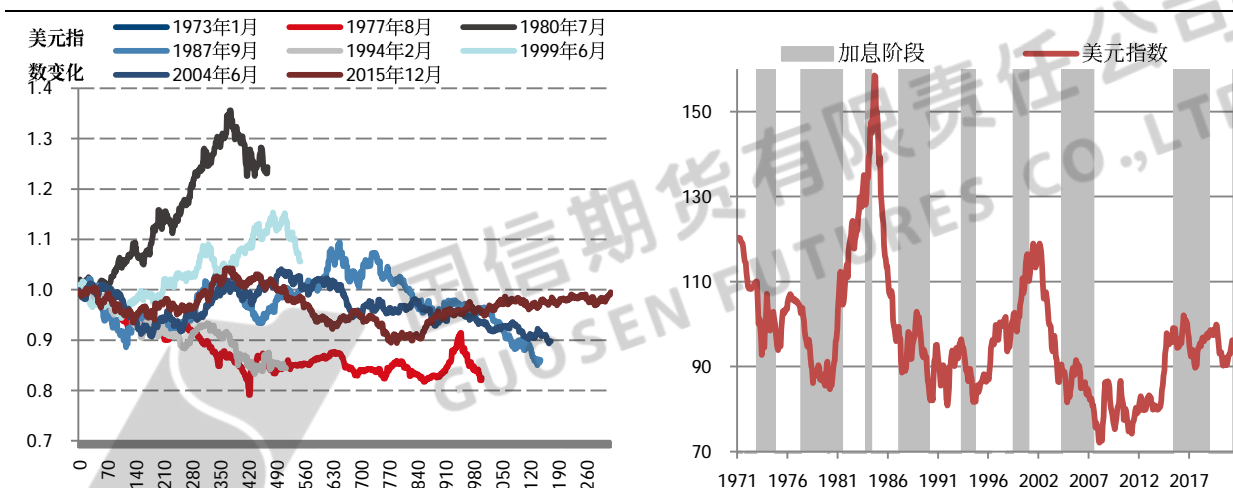
数据来源：WIND 国信期货

表：历次加息汇率利率和权益表现

历次加息阶段利率汇率权益变动	2015-12 2019-07	2004-06 2007-09	1999-06 2001-02	1994-02 1995-07	1987-09 1990-10	1980-09 1981-11	1977-08 1980-05	1973-01 1974-12
美国：国债收益率：3个月 %	1.9	2.8	1.1	2.4	0.8	-	-	-
美国：国债收益率：2年 %	0.9	1.4	-0.7	1.4	-0.4	5.2	2.5	-
美国：国债收益率：10年 %	-0.2	-0.1	-0.9	0.3	-0.6	4.1	2.8	1.0
2年-3个月利差 %	-1.0	-1.4	-1.8	-1.0	-1.2	-	-	-
10年-2年利差 %	-1.1	-1.5	-0.2	-1.1	-0.2	-1.1	0.4	-
美元指数	-0.5	-9.1	5.8	-15.1	-13.3	20.3	-18.1	-11.3
标普500指数 %	46%	34%	-10%	20%	-6%	1%	15%	-41%
标普500企业EPS %	55%	42%	5%	57%	34%	8%	48%	42%
标普500市盈率 %	-6%	-6%	-14%	-24%	-29%	-7%	-22%	-58%

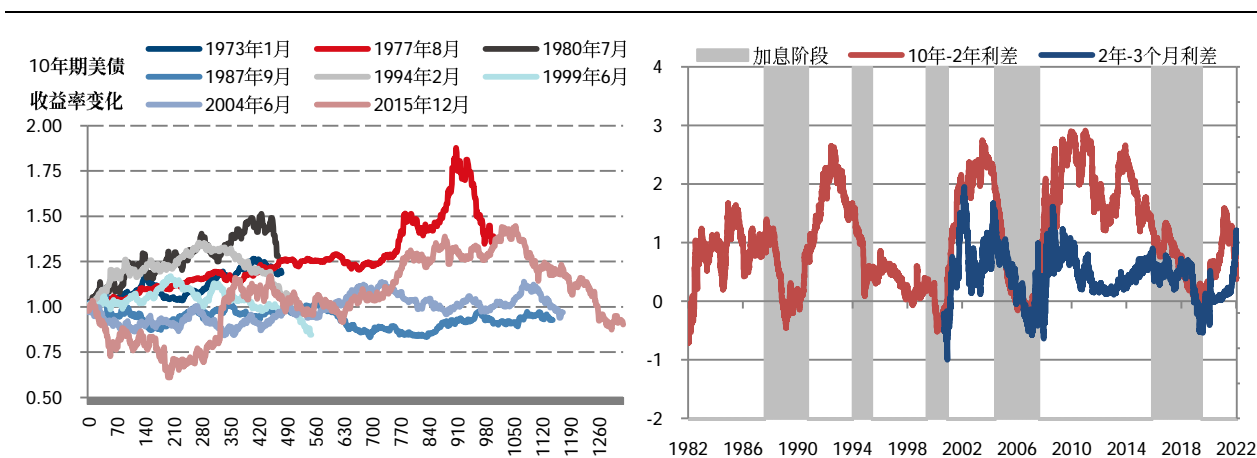
数据来源：WIND 国信期货

图：加息阶段美元指数大多数时候并未走强



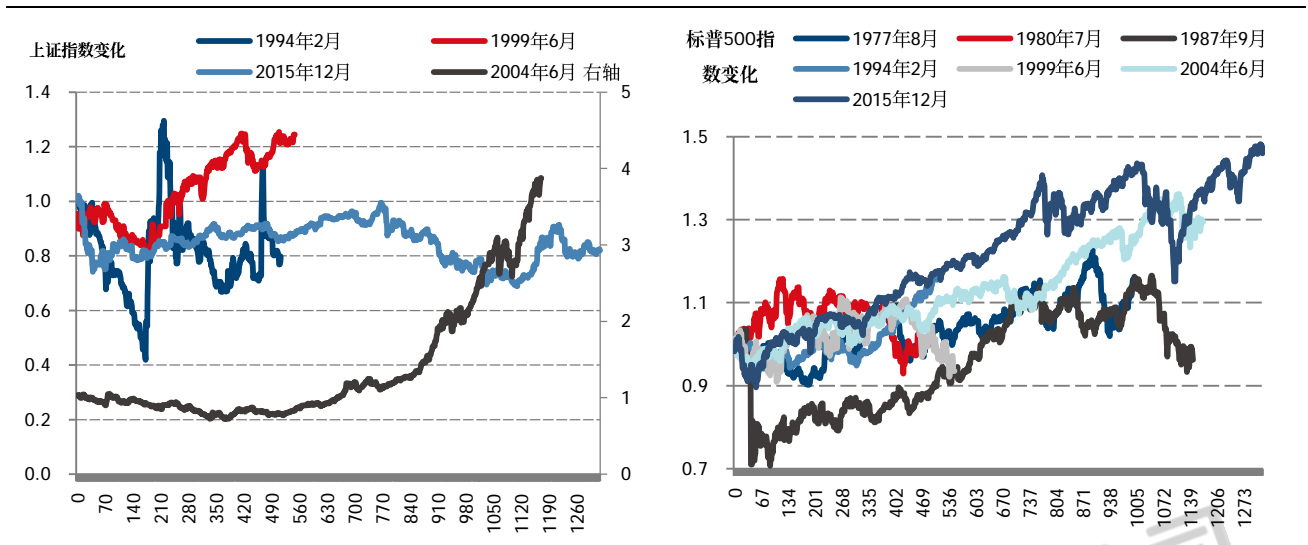
数据来源：WIND 国信期货

图：加息阶段收益率曲线走平确定性强



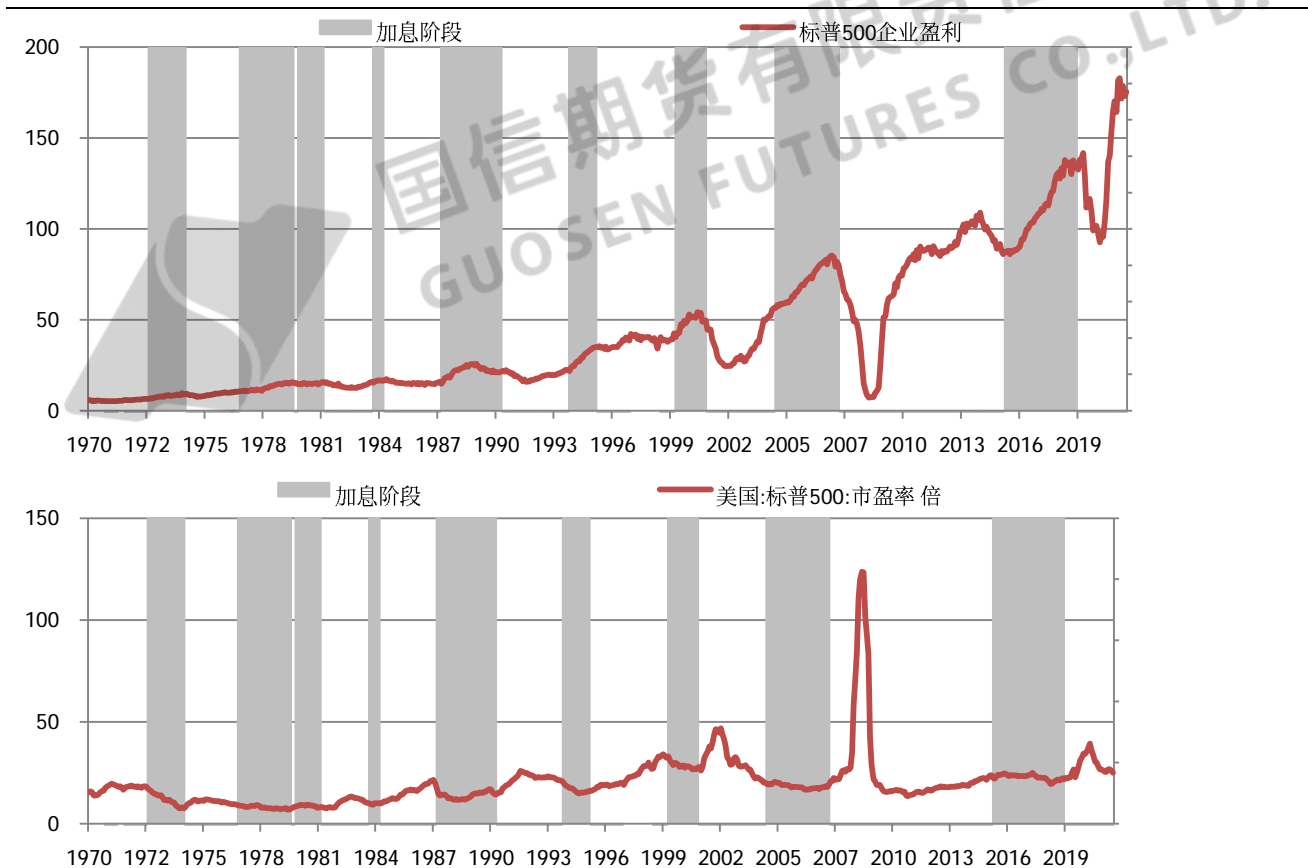
数据来源：WIND 国信期货

图：股指指数规律并不明朗



数据来源：WIND 国信期货

图：加息阶段权益杀估值，但企业盈利往往改善



数据来源：WIND 国信期货

二、商品积极表现可能与美国经济过热有关

在我们直觉逻辑中，美联储加息将带来整体流动性收缩，美元指数将走高，大宗商品将有下跌风险。然而行情复盘后结论却与之相悖，加息阶段金属和矿物表现优越，逻辑何在？因此，我们进一步复盘过去 50 年美联储加息阶段的宏观经济特征，发现加息阶段开始时，往往是美国实际经济增长维持强劲，潜在 GDP 虽然仍高于实际 GDP，但差距逐渐缩小，此外通胀较高，就业市场仍向好。具体来看：

(1) 经济增长：加息阶段起点均处在美国 GDP 缺口向下阶段，起点缺口数值均为正，即意味着实际 GDP 低于潜在水平，但差距逐渐缩小，70 年代和 1999 年加息除外。GDP 缺口=潜在 GDP-实际 GDP。而 GDP 缺口见底，在实际 GDP 已经高于潜在 GDP 且差额难以进一步扩大的情况下，往往意味着加息阶段的结束。增速方面，加息阶段往往处在实际增速从高于潜在增速的水平向下闭合的阶段，1973 年加息除外。

(2) 景气度：加息往往始于美国制造业 PMI 顶点附近阶段，上一轮 2015 年的预防性加息除外。制造业 PMI 在加息阶段回落，在回落至荣枯线以下后加息阶段接近结束，1980 年沃尔克加息应对 70 年代除外。

(3) 通胀：过去美联储加息阶段的背景往往始于 CPI 的上扬，但 CPI 同比顶点往往出现于加息中后期，加息对于通胀的抑制作用的体现需要时间。

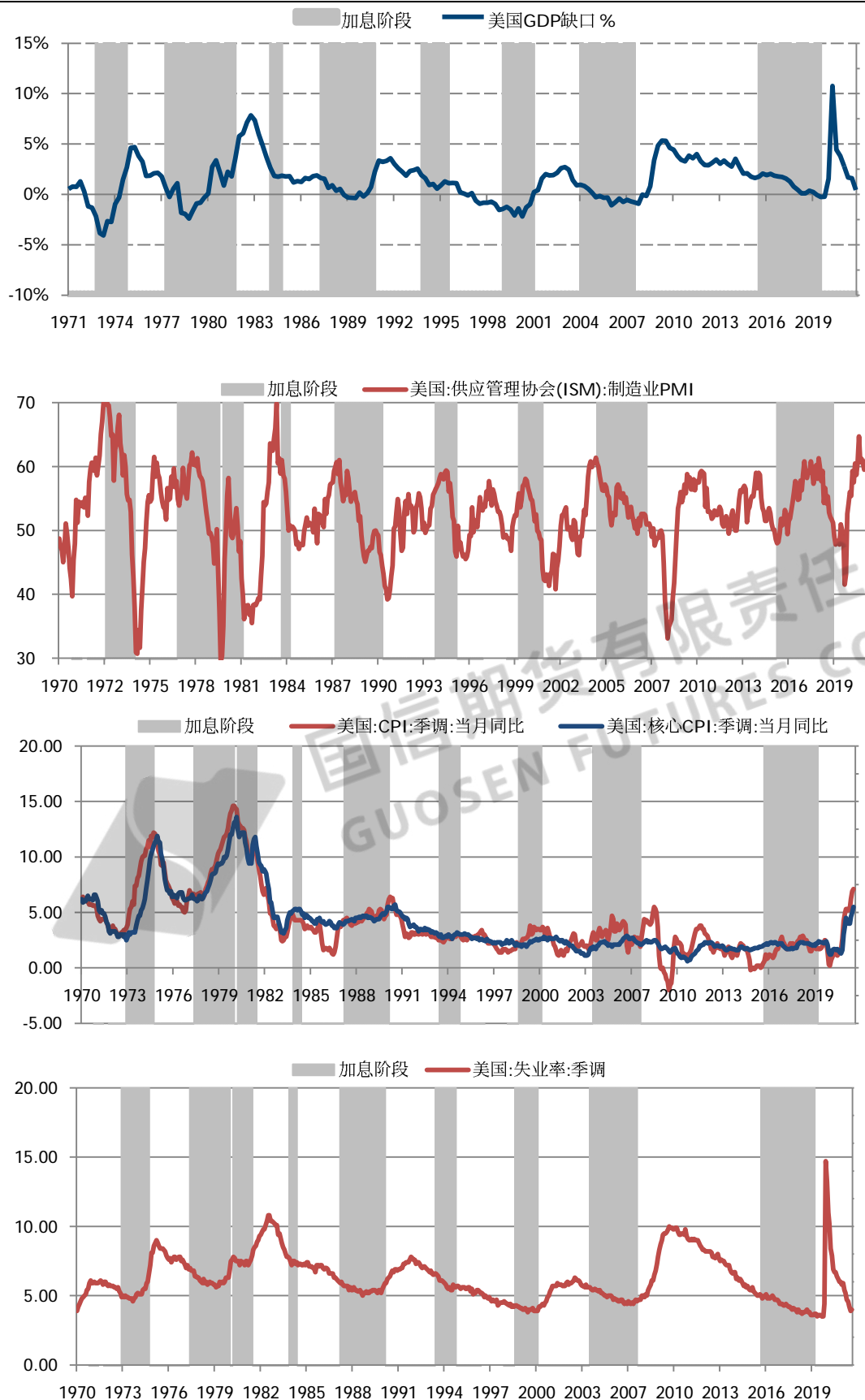
(4) 就业：加息阶段失业率往往处在下降阶段，而失业率触底反弹往往意味着加息阶段接近尾声。

事实上，美联储的政策周期是经济所处周期的伴生，加息往往开始于经济过热，商品价格在过热的需求中倾向于水涨船高。在加息阶段经济增速逐渐放缓，逐渐进入衰退期，进而进入下一轮降息周期。

具体而言，当经济处于过热状态时，经济维持高增长，失业率下降，企业一方面需要提高工资来找到合适的员工，一方面将倾向于扩大生产，这将从需求端抬升原材料价格。然而原材料价格的上涨将会反过来损害企业的利润，若出现企业贷款减少、开始裁员、使用更廉价的原材料以应对成本上行风险时，经济增速逐步放缓，同时前期持续上涨的商品、工资利率也将因企业承受能力不足而逐步回落，经济周期也将从过热走向放缓。

此外，短期内加息预期落地的利空出尽也为商品在加息后的走强提供了解释。

表：历次加息美国 GDP 缺口高位回落，通胀进一步走高，就业向好



数据来源：WIND 国信期货

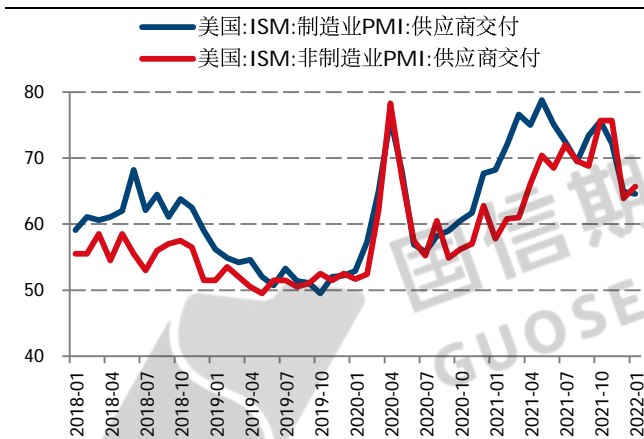
三、 本次加息环境的相同与不同

本轮美联储加息与过往的大多数场景相比,相同的是都始于通胀高企和经济过热,但也存在3点不同,可能对商品表现产生影响。本次疫情伴随着供应链受损带来的商品供需矛盾,可能随着疫情影响褪去得到缓和。中美经济周期出现错位,商品需求节奏有所分化不一致。另外美债期限结构显示加息空间可能受限。

(一) 疫情下的供给冲击, 大宗商品已在降息阶段经历大幅上涨

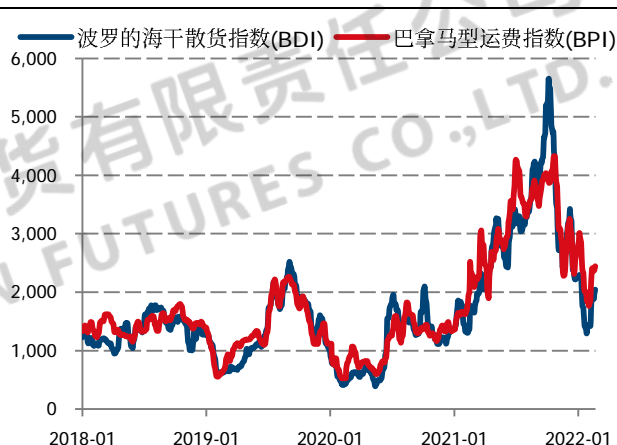
事实上,和加息阶段商品趋强类似的,在降息阶段商品往往震荡偏弱。然而在本轮新冠疫情冲击下,美联储降息后大宗商品已经经历了大幅上涨。疫情带来供给冲击,以新兴市场为主的资源产地受疫情扰动更大,疫情防控措施限制下航运价格大幅上涨,都成为了大宗商品在本次降息中逆势上涨的重要原因。在供给扰动下供需矛盾已经上演了一波剧烈冲突,大宗商品普遍上涨后,加息落地后商品涨价效应可能被削弱。从供应链紧张情况来看,疫情带来的冲击仍然存在,但冲击最大的时候已经过去,美国 PMI 中衡量供应商交付时间项已脱离疫情来的高点有改善迹象,而衡量船运价格的指数也高位回落。

图：美国供应商交付时间有改善迹象



数据来源：WIND 国信期货

图： 海运价格回落显示供应链冲击最大的时候已经过去

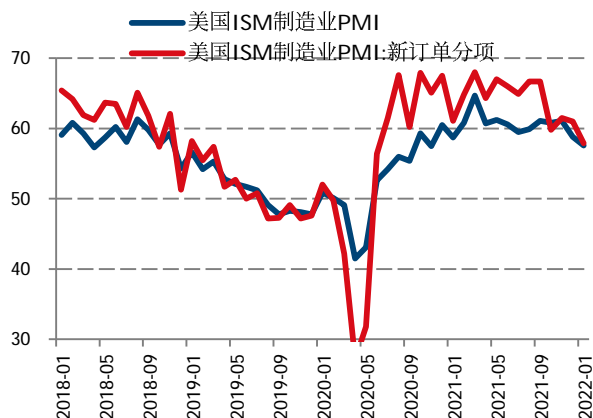


数据来源：WIND 国信期货

(二) 中美经济周期出现错位, 需求节奏分化

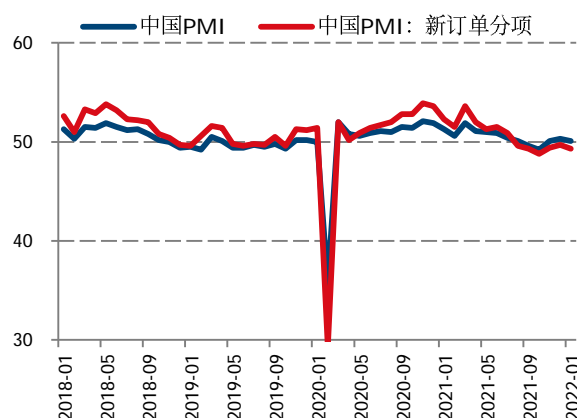
国内经济运行存在需求收缩,供给冲击和预期转弱的三重压力。中国 PMI 仍在荣枯线附近运行,新订单指数仍处收缩区间反映需求仍然承压。美国经济处扩张阶段,制造业 PMI 及新订单指数高位回落但仍远高于荣枯线水平。疫情下的防控政策差异和复苏节奏不同带来了本轮中美经济周期的错位,需求节奏的分化内弱外强,商品或难呈现出需求共振下的趋势性。

图：美国新订单指数仍维持高位



数据来源：WIND 国信期货

图：中国新订单指数接近荣枯线

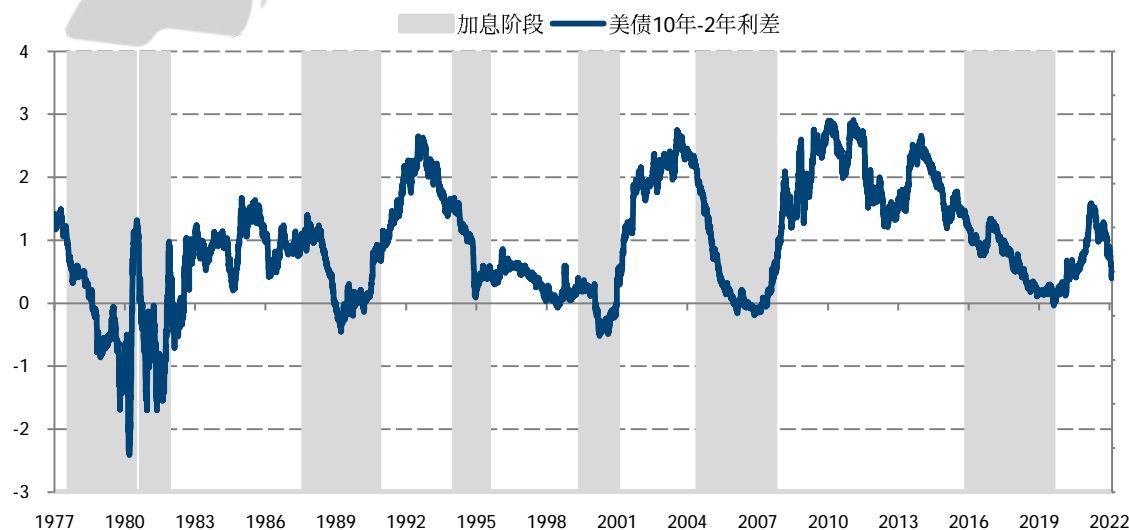


数据来源：WIND 国信期货

（三）美债期限结构显示加息空间可能受限

美债长短端期限利差一方面反映市场对货币政策的紧缩预期，一方面反映市场对未来经济增长的预期，当利差降至0以下往往意味着加息将告一段落，这在过去20年中尤为明显。自去年11月美联储显著转鹰对通胀暂时性重估后，市场美联储加息预期持续加强，美债期限结构显著走平，在1月通胀数据公布后加速走平。本次美国疫情后，在财政支持下居民消费强势，经济快速复苏，随着财政影响褪去是否会带来快速进入衰退，进而限制加息的空间，仍有待观察。但2月下旬，10年-2年期利差已降至0.4-0.5%附近，与此前的八轮加息周期起点相比，是除1999年和1980年加息外的最低水平。当美债期限结构出现倒挂时，往往意味着市场担忧经济面临衰退风险。2019年8月，美债10年-2年期利差转负倒挂后，美联储于9月、10月进一步降息。因此当前处于低位的期限利差可能意味着未来美联储加息空间受限，本轮加息阶段的时长可能不会太长。

图：美债期限结构显示加息空间可能受限



数据来源：WIND 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。