

## 历次美联储加息周期中内外盘比价走势及后市展望

### 报告摘要:

自 2022 年 3 月以来,由于市场对于美联储即将采取较为激进的措施以遏制目前居高不下的通货膨胀水平的预期持续走高,虽然 3 月美联储的加息幅度不及市场预期,但其鹰派态度却始终未变,故此也正是从那时起,美元开始逐渐呈现出偏强的态势。这使得有色金属以及贵金属板块整体承压,外盘价格也出现较为明显的回落。但内盘的价格,却由于人民币汇率在美元走强的背景下相应走弱,从而使得以人民币标价的国内期货品种呈现出相对抗跌的状态。内外盘比价也随之走高。

但由于决定品种内外盘比价的因素中,除去汇率之外,品种自身基本面的情况也是不容忽视的因素。因此,即便此后美联储的加息进程持续推进,美元仍维持相对偏强的态势,但内外盘比价如此前那般持续大幅走高的概率恐相对有限。除去黄金品种的内外盘比价可能会与人民币的贬值幅度相对接近之外(指绝对值),其余品种则需根据各自基本面情况综合进行判断。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 新能源&有色金属组

研究员

陈思捷

☎ 021-60827968

✉ chensijie@htfc.com

从业资格号: F3080232

投资咨询号: Z0016047

师橙

☎ 021-60828513

✉ shicheng@htfc.com

从业资格号: F3046665

投资咨询号: Z0014806

付志文

☎ 020-83901026

✉ fuzhiwen@htfc.com

从业资格号: F3013713

投资咨询号: Z0014433

联系人

穆浅若

☎ 021-60827969

✉ muqianruo@htfc.com

从业资格号: F03087416

## 背景

自 2022 年 3 月以来，由于市场对于美联储即将采取较为激进的措施以遏制目前居高不下的通货膨胀水平的预期持续走高，虽然 3 月美联储的加息幅度不及市场预期，但其鹰派态度却始终未变，故此也正是从那时起，美元开始逐渐呈现出偏强的态势。这使得有色金属以及贵金属板块整体承压，外盘价格也出现较为明显的回落。但内盘的价格，却由于人民币汇率在美元走强的背景下相应走弱，从而使得以人民币标价的国内期货品种呈现出相对抗跌的状态。

自 3 月美联储利率决议后，美元至今已累计上涨 6.03%，这也对贵金属以及有色品种的内盘比价产生了一定的影响。

可以发现，就黄金而言，内外盘比价与人民币贬值幅度相当，但白银以及铜铝品种，内盘涨幅却明显大于人民币汇率的贬值幅度。

表格 1：自 3 月美联储加息以来相关品种内外盘比价变化

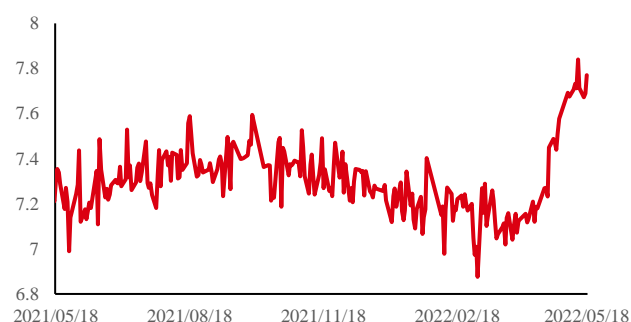
单位： %

品种	比价涨跌幅
美元指数	+6.03%
人民币中间价	-6.49%
黄金内外盘比价	+6.47%
白银内外盘比价	+10.24%
铜内外盘比价	+10.28%
铝内外盘比价	+9.83%

资料来源： Wind 华泰期货研究院

图 1：沪铜/伦铜

单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：沪铝/伦铝

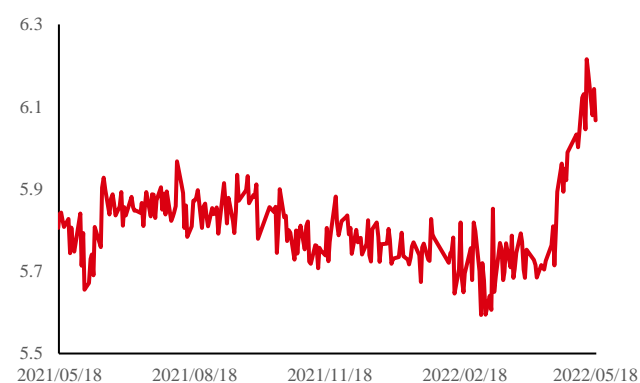
单位：倍



数据来源：中国资源综合利用协会 华泰期货研究院

图 3：沪金/Comex 黄金

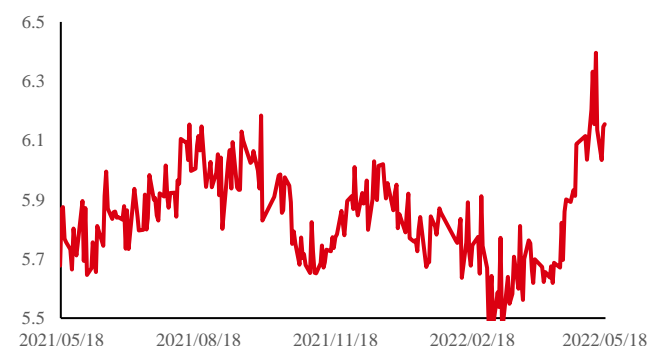
单位：倍



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：沪银/Comex 白银

单位：倍



数据来源：中国资源综合利用协会 华泰期货研究院

图 5：美元指数

单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：人民币中间价

单位：倍



数据来源：中国资源综合利用协会 华泰期货研究院

### 自 90 年代末起，美联储加息周期中相关品种内外盘比价变化

由于有色金属在国内期货品种中上市相对较早，如铜、铝品种于上世纪 90 年代中期便已上市。贵金属品种则是最初于 2000 年代中期在上海黄金交易所上市 T+D 品种，上期所黄金与白银的合约则分别于 2008 以及 2012 年上市。

在上述品种上市后，若自 90 年代末算起，一共经历了 3 次美联储加息周期（当下正处在第 4 次加息周期中）。

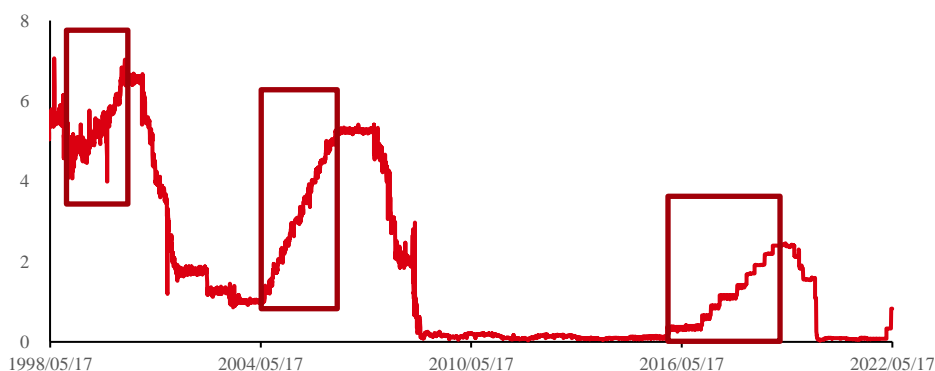
首先是在 90 年代末期，受当时东南亚金融危机叠加俄罗斯债务违约等因素的影响，使得国际金融市场受到较大冲击，故而美联储开始下调联邦基金利率。不过此后，在宽松货币政策的刺激下，美国经济呈现快速发展，尤其是互联网以及 IT 行业在当时发展火爆，而这也逐渐造成了美国通货膨胀水平的攀升，并超过了美联储 2% 的政策目标。故此，在 1999 年 6 月，美联储开始逐步收紧货币政策，并在此后的 11 个月内加息 6 次，累计幅度达 175 个基点。

此后，随着科技股泡沫的破裂，美国经济走势再度陷入衰退。美联储于 2001 至 2003 年期间，连续降息 13 次，而在利率持续走低的背景下，美国房价大幅上涨，通胀再度抬头。为了应对房地产泡沫和通胀风险，在 2004 年 6 月，美联储宣布加息。在此之后 24 个月的时间中，美联储共加息 17 次，累计加息 425 个基点。

然后在 2007 至 2008 年，美国次贷危机开始爆发，经济再度受到严重打压，美联储在此期间先后降息 11 次，将联邦基金利率调降至 0 附近的水平。同时采取了量化宽松政策。直至 2015 年年底，美联储再度开启加息周期，在随后的 37 个月内共加息 9 次，累计加息 225 个基点。

图 7： 美国联邦基金利率

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8: 美元指数

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

在上述美联储的 3 次加息过程中, 内外盘比价也因彼时国内的基本面以及货币政策的不同而呈现出不同的情况。

具体汇总情况如下图表所示:

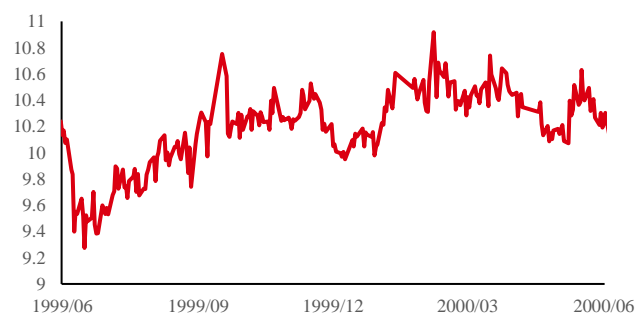
表格 2: 历次加息中各品种及比价涨跌情况

单位: %

品种	1999.6-2000.5 涨跌幅	2004.6-2006.6 涨跌幅	2015.12-2018.2 涨跌幅
美元指数	8.29%	-1.73%	-7.63%
人民币中间价	基本维稳	-3.30%	-1.65%
黄金内外盘比价	——	——	-4.23%
白银内外盘比价	——	——	-6.48%
铜内外盘比价	-2.51%	+1.59%	-4.52%
铝内外盘比价	+5.68%	-14.81%	-9.40%

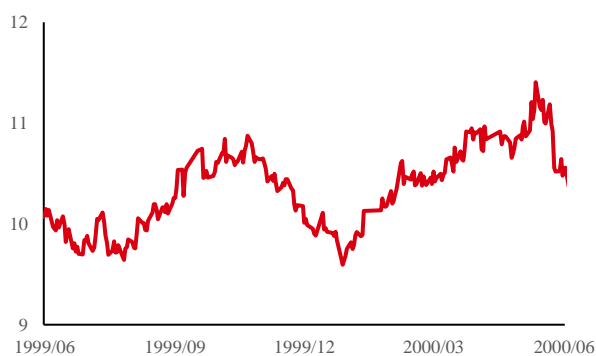
资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 1999.6-2000.5 铜内外盘比价 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 1999.6-2000.5 铝内外盘比价 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 2004.6-2006.6 铜内外盘比价 单位: 倍



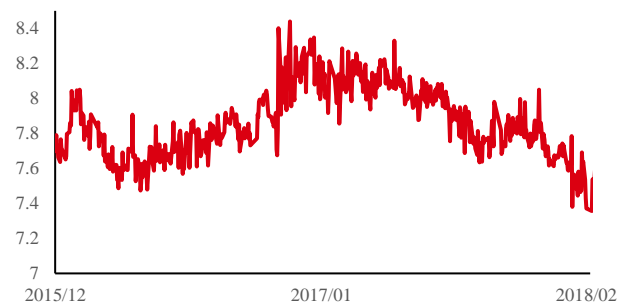
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 2004.6-2006.6 铝内外盘比价 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 2015.12-2018.2 铜内外盘比价 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 2015.12-2018.2 铝内外盘比价 单位: 倍



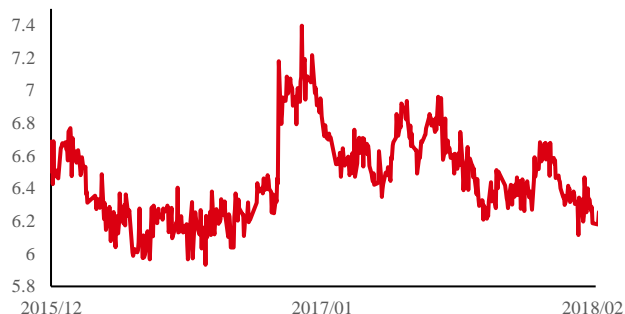
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 2015.12-2018.2 黄金内外盘比价 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 2015.12-2018.2 白银内外盘比价 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从以上美联储加息过程中美元指数、人民币汇率以及相关品种内外盘比价来看,通常而言,美元的走强在美联储开始进入加息周期前的 3 至 6 个月内便已经开始有所反应。而真正的加息周期开启后,美元的表现更多将会受到各方面经济状况反馈的影响,而不是简单地因为加息而呈现持续走高的情况。

当然不可否认的是,根据过往经验,在加息的前半段时间内,美元基本会维持相对偏强的格局。而内外盘比价也大多在加息过程的前半段呈现出走高的态势。在加息周期的后半段,随着加息影响被市场不断消化,使得美元的走强出现停滞,内外盘比价则相应出现回落。这是单纯从汇率的影响方面可以观察到的在美联储加息周期中,内外盘比价的变化情况。

### 此一时 彼一时

需要注意的是,决定内外盘比价的因素除了汇率变动之外,还受到国内金融市场与外汇管理制度的发展,以及品种自身基本面的变化均会对内外盘比价产生不同程度的影响。如在 90 年代末以及 2000 年初期,由于国内对于人民币汇率的控制并不像此后那样逐渐趋于市场化,叠加彼时国内期货市场也刚刚开始起步,故此可以发现,在 1999 年至 2000 年美联储的加息过程中,无论是人民币汇率还是有品种内外盘的比价变化,均没有太过明显的变动。

又如在 2008 年次贷危机之后,欧美国家经济受到的冲击相对严重,而中国方面则是在“4 万亿”投资的驱动下,国内有色金属的产能投资也开始增加,在 2015 年供给侧改革之前,产能逐渐趋于过剩,故此即便美元在 2011 年后因为市场已经基本对此前美联储连续降息以及 QE 政策的影响进行消化而逐渐形成企稳反弹的格局,所以人民币汇率承压,但内外盘铜

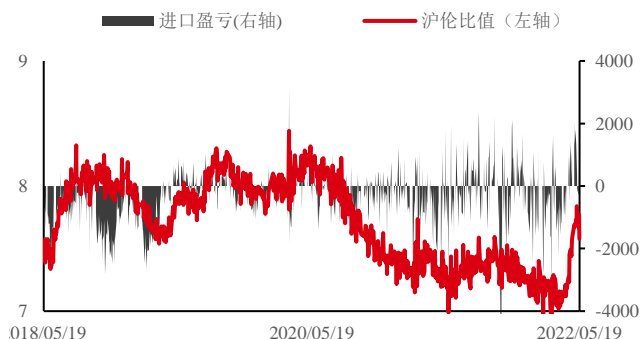
价却并未单纯因为汇率影响而呈现走高的情况，反倒是在此后的 3 年内逐渐呈现走低的态势，直到 2015 年起，国内开始逐步对各个行业采取不同程度的供给侧改革之后，内外盘比价才再度得以走高。

因此可以看出，虽然有色品种内外盘比价会在很大程度上受到汇率波动的影响，但也并不能简单地依据未来汇率变动趋势的判断而对内外盘比价进行预测。

就贵金属而言，尤其是黄金，汇率因素对于内外盘比价则是占到了绝对主导的位置。

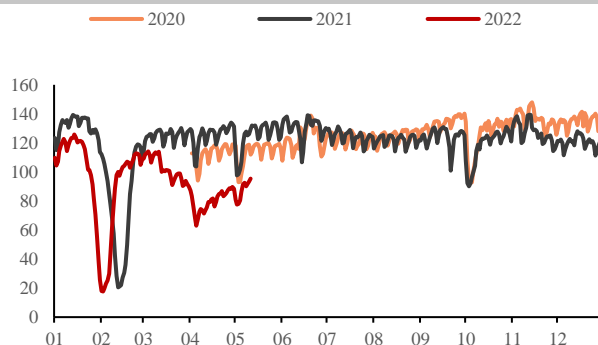
依据当下情况来看，此前国内受到各地陆续暴发的疫情影响，供需均受到不同程度的抑制。国内有色品种一度多呈现出供需两弱的格局。不过近两周随着上海地区疫情逐渐趋于乐观，并且物流以及厂家的生产也在逐渐恢复。就铜品种而言，可以看到市场升贴水报价呈现明显抬升趋势。同时，由于在 4 月间进口比价持续回升，致使进口盈利窗口打开，上海保税区库存于 4 月呈现逐步小幅走高的态势。不过由于当时上海地区物流仍因疫情影响而不甚通畅，直至现在，从国内物流吞吐指数来看，也只是逐渐呈现回升，但较往年正常水平仍有差距，故此即便有伺机参与进口套利的库存也并未能立刻流入国内市场。

图 17: 进口盈亏 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

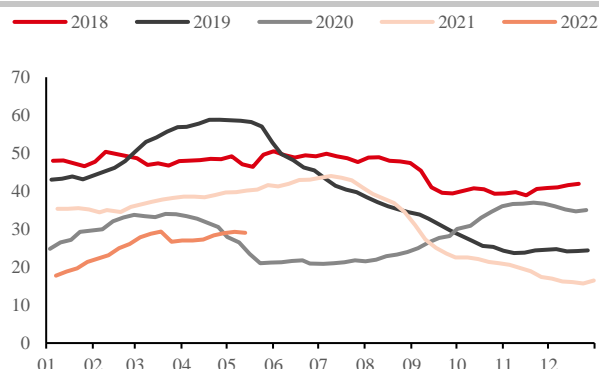
图 18: 国内物流吞吐指数 单位: 点



数据来源: SMM 华泰期货研究院

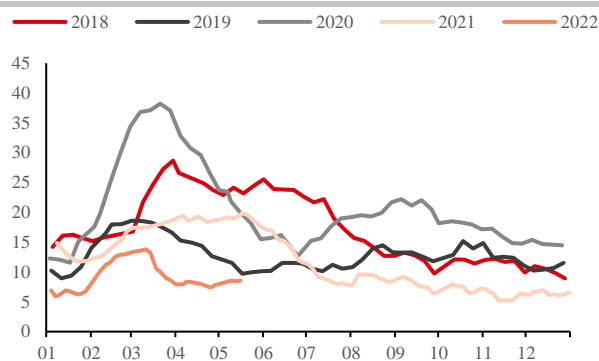


图 19: 上海保税区库存 单位: 倍



数据来源: SMM 华泰期货研究院

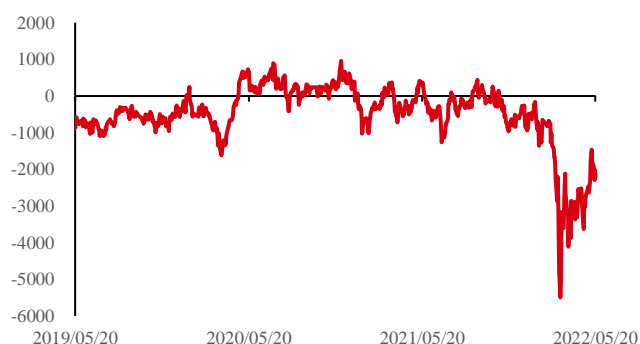
图 20: 国内铜社会库存 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

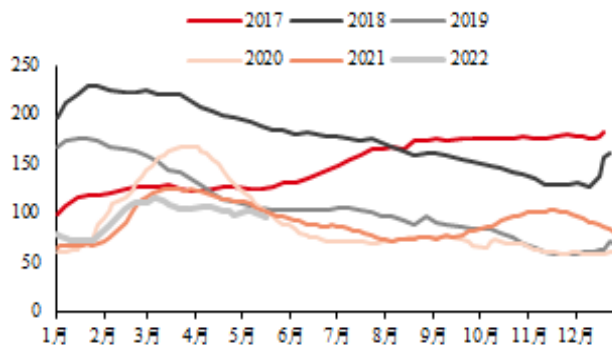
对于铝品种而言,虽然内外盘比价此前出现持续走高的情况,但是就进口盈利窗口而言,却并未像铜那样出现打开的情况。虽然近期有传闻存在部分俄铝可能会流入国内的情况,但是由于俄铝的定价以 LME 与国内现货价格各 50% 的权重进行敲定,因此进口盈利机会或许更小。因此与铜不同的是,当疫情得到控制并且物流恢复之后,铝品种境外库存流入的风险并不十分明显。

图 21: 铝进口盈利 单位: 元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 22: 国内铝社会库存 单位: 万吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

## 后市展望

目前就美联储货币政策展望而言,其鹰派的态度始终未改,5月 FOMC 所公布的点阵图上也可以明确看到美联储对于未来持续抬升利率水平的决心。

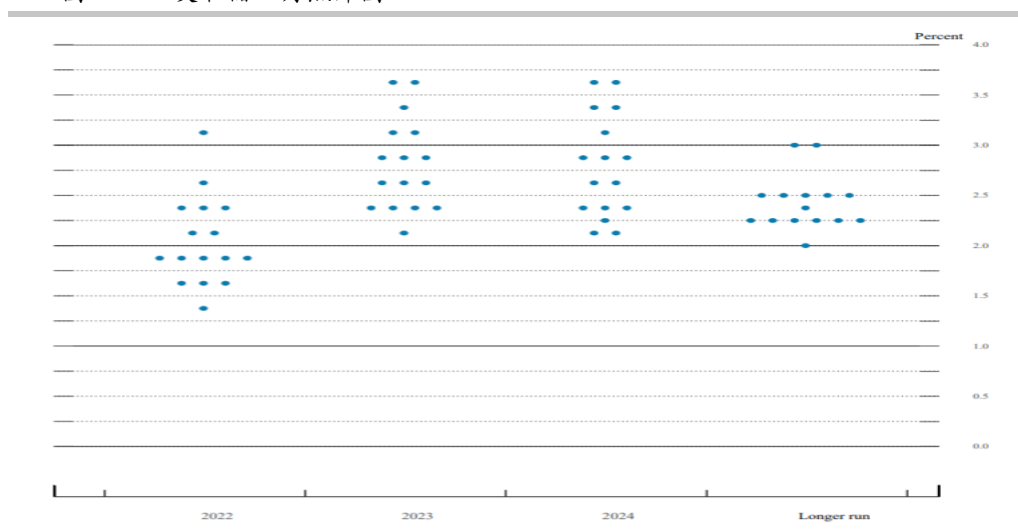
从 CME 的联邦基金利率期货的定价可以发现，目前市场对于 6 月加息 75 个基点的概率达到 78.6%，并且结合目前美联储官员所表露出的鹰派态度来看，美联储为应对当下居高不下的通胀水平，也有意愿承担持续加息后而可能给经济带来的冲击。

表格 3：美联储此后数次议息会议加息幅度概率汇总

日期	期货价格	1.00-1.25	1.25-1.50	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.25-2.50	2.50-2.75	2.75-3.00	3.00-3.25	3.25-3.50
2022/6/16	98.900	0.00%	21.4%	78.6%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/7/28	98.575	0.00%	0.00%	0.00%	19.3%	72.9%	7.7%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/9/22	98.010	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.7%	46.1%	40.3%	3.9%	0.00%	0.00%
2022/11/3	97.460	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.1%	40.3%	41.3%	9.7%	0.6%

资料来源：CME 华泰期货研究院

图 23： 美联储 5 月点阵图



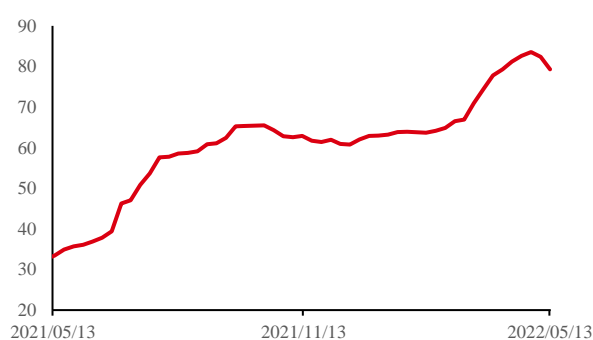
数据来源：FOMC 华泰期货研究院

但有色金属以及贵金属内外盘比价的未来变化趋势也不能因为海外货币政策持续收紧而简单地认为将会维持回升的态势。一方面是由于过去一个月内美元的走强或许已经美联储的鹰派态度进行了较为充分的消化。且在加息后，美国乃至全球经济是否将会受到较大的负面影响还犹未可知，也不排除加息进程在实际过程中出现反复的可能性。

此外，就有色品种的基本面而言，也存在一些不利于比价持续走高的因素。

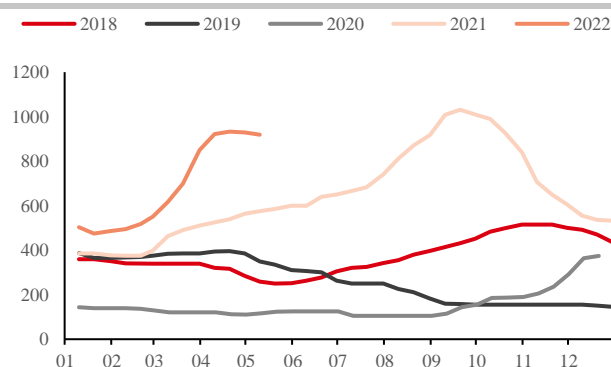
就铜品种而言，4、5月份的检修相对集中，而6月至7月间，炼厂检修计划则比较有限。但铜的冶炼利润则是在TC价格以及硫酸价格持续维持高位的情况下呈现出相对较高的状态，叠加6月以后，随着物流的逐渐恢复，此前未能顺利流入国内的进口库存或将逐步开始进入国内市场。而就需求层面来看，现实情况显然相对较差，并且需求在疫情后的恢复较供应而言，或许也并不会那般立竿见影。总体而言，铜品种在6、7月间，国内大概率将会呈现供应过剩的格局，而这对于内外盘比价的持续走高，显然较为不利。

图 24: TC 价格 单位: 美元/吨



数据来源: SMM 华泰期货研究院

图 25: 硫酸价格 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

就铝品种而言，虽然俄铝将会流入的传言目前无法得到明确证实，不过即便这样的传言在未来被证伪，但是由于国内铝产能总体充裕，仅2022年Q2便有近90万吨的新增产能投产计划。故此从供需角度上看，也并不支持铝品种内外盘比价，至少在未来两个月内，呈现持续走高的态势。

表格 4: 2022 年 Q2 国内新增铝产能投放

单位: 万吨

企业名称	2022 年 Q2 新增产能
云铝海鑫	15
云南其亚	10
云南宏泰	20
德保百矿	3

田林百矿	5
白音华	15
中瑞铝业	5
合计	88

资料来源：阿拉丁华泰期货研究院

在贵金属方面，黄金的内外盘比价将会是所有品种中与人民币的涨跌幅度（指绝对值）最为接近的品种。因为供需格局对于黄金价格的影响相对有限，故此汇率乃至海内外货币政策的不同，将会是决定黄金品种内外盘比价的关键因素。但就白银而言，因其相较于黄金具有更为偏强的工业属性，后市内外盘比价的变化情况将会更多地受到内外盘工业品整体相对强弱关系的影响。

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

经营地址：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com