

期货市场：宏观经济研判的应用

五矿期货研究中心 蒋文斌

自上世纪 90 年代初建立期货市场开始，我国期货交易经历了从无到有，从弱到强，从少品种到多品种等方面的重要转变。期货市场价格也成为众多实体行业管理经营风险，安排企业生产的重要参考。疫情后，随着全球宏观经济及政策的变动日益频繁，宏观形势的变化也日渐成为期货市场影响价格变动的主要因素之一。例如近年来全球各主要经济体的货币政策、通胀、就业及房地产市场的表现等方面成为市场关注的核心指标。因此越来越多的期货市场参与者将宏观分析作为判断未来价格走势的重要工具，目前常用的方式是通过高频数据或者使用领先指标来预判未来宏观经济走势。而实际上，我们不但可以用宏观数据来分析期货市场的行情，也可以反过来用期货的行情变化来预判宏观经济走势。期货行情走势是市场各投资者对未来价格的预判，其往往对基本面的走势具有一定的领先性。因此在一定程度上，期货市场行情也是基本面的领先指标。具体来看，期货行情可以在以下几个方面帮助我们预判宏观经济形势的变化：1、反映供需关系；2、预测通胀数据；3、政策预判；4、反应投资者的信心。值得注意的是，由于每个阶段影响行情变化的主要矛盾不一样，找到主要矛盾来做针对性分析会更有效果。

一、应用方面

1、反映供需关系

对于商品期货来说，供需关系的变化是影响市场价格变动的主要

因素之一，宏观经济的变化最终反映的也是对商品供需的影响。通常供需两面经常是相辅相成的，当市场需求增加或预期向好时，生产者会增加供给来满足市场的需求。但实际运行中，供需有时也会经常错配从而导致供需失衡的现象发生，其带来的价格变化则并不一定能反应实际经济的运行情况。以经济学中的“去库周期”为例，“主动去库”和“被动去库”背后反映的经济阶段是不一样的，“主动去库”反映的是企业意识到需求转弱，主动减少生产的阶段。而“被动去库”则是企业并没有意识到需求开始好转，因此没有做出增加供给的经营决策，从而带来库存的减少。一般来说，“被动去库”更容易带来价格的上涨，同样的现象还在“主动补库”阶段存在。因此只有需求的真正增加，才表明经济在向好发展。

以黑色系的螺纹为例，其需求主要受国内房地产和基建等行业的影响，是典型的国内基本面主导的品种。当行业供给变化不大时，螺纹钢价格上涨，则通常意味着我国的房地产或基建等下游行业的表现较好，反之则意味着行业不景气。而房地产和基建作为我国过去多年带动经济增长的重要产业，其往往能反应经济的景气度。而热卷作为汽车的上游材料，也能在一定程度上反映下游汽车行业的需求，从而作为判断汽车行业的景气度指标。而汽车行业作为制造业和工业的重要组成部分，对我们预测相关经济数据也具有重要的参考意义。

图 1：螺纹钢结算价和制造业 PMI 数据表现高度相关

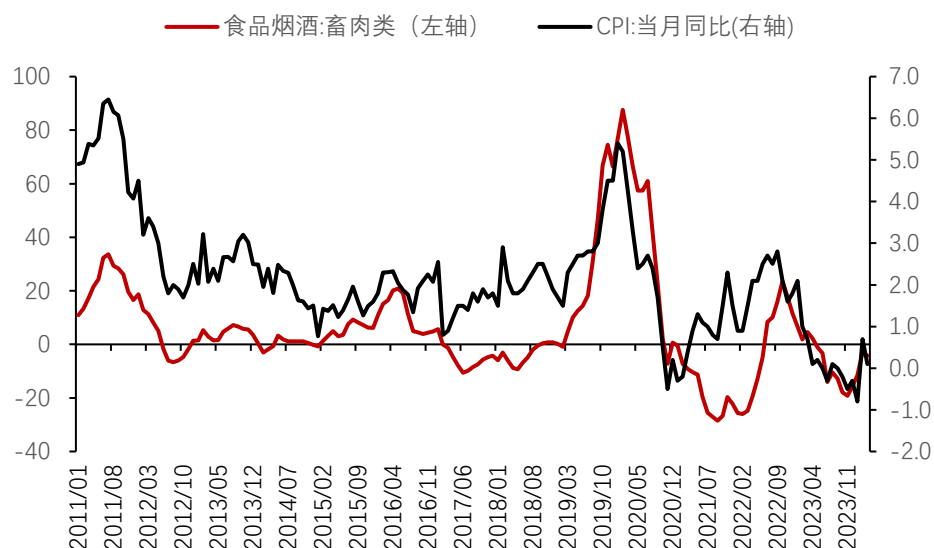


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2、预测通胀数据

一般来说，通胀数据主要包括两块，一个是反映居民生活消费的物价指数 CPI，另一个则是反映工业品价格走势的 PPI。由于我国的 CPI 数据中，食品行业的权重占比超过三成，主要包括粮食、肉类、蔬菜、水产品、水果、糖、油脂、鸡蛋等。而目前我国上市的农产品中，包括大豆、玉米、豆粕、菜粕、豆油、棕榈油、菜籽油、棉花、白糖、鸡蛋、淀粉、苹果、红枣、花生和生猪等，基本涵盖了多数的农产品品种。以对 CPI 影响较大的猪肉为例，生猪期货目前上市有 6 个合约（奇数月），基本涵盖了未来一年的交易期限，而对应不同月份的价格则反映了市场对未来生猪价格的预期，可以利用其价格变动来预测未来 CPI 的走势。

图 2：CPI 和肉类价格走势具有较高的相关性（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

而 PPI 走势则和原油、有色、黑色等工业品的价格走势高度相关。从相关品种的历史走势看，石油化工、有色和黑色等品种具有高度的相关性。但近年来随着国内外经济周期的错位，相关品种的价格走势也出现了分化。相对来说，石油化工及有色板块是偏全球定价的品种，而黑色系则是国内定价主导的品种，因此近期黑色系商品价格的走势和我国 PPI 的走势吻合度会更高。

图 3：阴极铜结算价（元）和我国 PPI（%）走势近期有所分化



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图 4：螺纹钢结算价（元）和我国 PPI（%）走势更吻合



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

3、政策预判

宏观政策方面，比较重要的有财政政策、货币政策及重要产业政策。一般来说，政策具有逆周期属性，当宏观经济走弱时，政策往往更积极，反之则更谨慎。所以往往商品期货价格持续走弱时，政策预

期会更为积极。实际上，在过去的几年中，弱市行情中，市场往往会在“中央政治局会议”和“中央经济工作会议”等重要会议召开前提前布局相关品种，这时商品价格经常会迎来阶段性的反弹。而重要政策的出台，同样也会对商品价格产生重大影响，产生政策“抢跑”效应，从而反映出市场对未来经济的判断。例如 2022 年 11 月份，我国防疫政策的调整及房地产“三支箭”政策的推出，便带来黑色系商品价格的反弹和国债期货的大跌，就是因为市场预期我国经济将在相关政策推出后开始复苏。具体看，过去和财政政策相关的品种主要有沥青、螺纹钢等品种，和货币政策相关的品种主要有短期国债期货，产业政策影响的品种则需看具体领域。以国债期货为例，短端利率主要和货币政策及流动性相关，当短端的 2 年期国债期货价格持续走高时，表明市场流动性较为宽松。当短端国债价格突然出现大幅走高时，则可能是降准降息等宽货币政策将发力。

图 5:2022 年 11 月份的政策抢跑行情



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

4、反映投资者信心

期货走势反映的是投资者对未来价格的判断，因此其表现也能反映投资者对未来的信心水平。而过去的经验表明市场的信心和经济数据并不完全同步，有时也会出现分化。以 2024 年来的行情表现为例，今年一季度公布的主要经济数据中，除房地产表现较弱外，其他主要经济数据表现并不差。但从期货市场的表现看，国债价格出现了持续大幅上涨的行情，这也意味着市场并没有交易经济复苏的逻辑，而是在宽货币的政策背景下，投资者对未来的经济复苏前景仍存有疑虑，反映在居民行为上则是预防式的储蓄存款增加。与之相反的则是 2022 年的政策抢跑行情，当时经济数据虽未见改善，但市场信心开始出现快速好转。

在商品行情中，基差反应的则是现货与期货的价差，基差的扩大或减小则反应了市场对未来行业的预期与现实的差异。除价格表现外，波动率、成交量及持仓量也能反应市场对未来的信心水平。如当重大危机发生时，往往市场的波动率开始大幅增加，表明投资者对未来的不确定性攀升。而成交量及持仓量的增长，也反应了投资者的信心增强，愿意参与交易或持有头寸。

二、总结

与现货或股票等品种相比，期货交易既有共性也有其特性。共性的方面是都有实时交易数据，其价格走势能及时反应市场的波动情况。不同的是期货交易的每个品种都有多个合约，不同期限的合约价差也能反应市场投资者对不同阶段的价格预期。而期货的杠杆化交易特点，

也让参与期货交易的投资者对价格的波动更为敏感，提前预判的时效性要求更高。

实际上任何的行情和经济表现，其影响因素都是多方面的，如果简单将某个品种的行情和宏观经济表现挂钩，则容易出现以偏概全的结论。因此在分析期货市场行情表现时，我们应该找到行情在当时的主要矛盾点，才能更好的反馈宏观经济的运行情况。我国在经历了过去多年的高速发展后，近几年逐渐步入经济转型换挡期，政策调节经济运行节奏的难度在增加，其对我们政策精准有效性的要求也更高。而期货市场为及时了解市场相关变化，判断宏观经济形势提供了很好的参考价值。