

宏观环境对商品期货影响的分析与探讨

● 何 慧

摘 要: 当今世界正经历百年未有之大变局,海内外宏观环境发生深刻变化,资金在大类资产上的配置也悄然生变,商品不再仅仅是商品,而是成为宏观大类资产配置的目标。商品期货作为服务实体经济的重要载体,为企业经营管理和风险管理提供了衍生品对冲工具,为提升产业链和供应链韧性及安全水平贡献力量,以期现结合的新经营模式助力相关产业链高质量发展。宏观环境的研判可以从国内外经济、政策、事件三个方面客观描述,同时结合预期、边际、传导三个方法客观分析。在分析的过程中,美债收益率、美元指数、石油价格是链接宏观和商品研究的重要锚变量。

关键词: 宏观环境 商品期货 资产配置 服务实体

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1004-4914(2024)05-039-02

引言

近 20 年以来,商品的每一轮涨跌都离不开宏观的影子。2001 年我国加入世界贸易组织之后带来的经济高速增长,2008 年的全球金融危机、2009 年的国内 4 万亿政策刺激、2012 年的欧债危机、2013—2015 年的产能过剩与地产调控政策、2016 年的供给侧改革与地产政策放松,均是商品趋势的主要动力来源。尤其是全球经济进入中低速增长之后,宏观事件明显增加,2018 年中美贸易战、2020 年新冠疫情和全球货币宽松、2021 年能耗双控、限电限产、欧洲天然气危机、2021 年 10 月发改委对动力煤的调控、2022 年 2 月俄乌冲突造成的石油危机和海外高通胀、2022 年 3 月美联储开启的激进加息周期以及国内受新冠疫情和地产拖累的弱经济基本面,2022 年 11 月国内防疫优化政策和地产三支箭政策的重磅推出,均成为商品趋势起点和拐点的重要触发事件以及背后的交易逻辑。

宏观大趋势基本决定了商品尤其

是工业品的走势格局,每一轮商品真正的大行情都是宏观与基本面共振造成的,如果仅仅是局部的、个别的商品供需极端矛盾引起的行情,难以引起整个商品指数如此大的波动。通常情况下,当进入宏观预期看涨阶段时,凡是与产业基本面自身没有矛盾的期货品种 90% 都会跟随宏观出现不同程度的上涨;当进入宏观预期看跌阶段时,凡是与产业基本面存在矛盾的品种 90% 都会跟跌,甚至连现实端很强,仅仅依靠悲观预期,也可以走出一波流畅的下跌行情,比如,2023 年 4 月下旬至 5 月底的玻璃和纯碱期货行情就是由弱预期驱动。

一、宏观在大类资产配置中的重要性

宏观是进行资产配置必须要考虑的因素,美林时钟作为经典的宏观资产配置模型,用经济增长率和通货膨胀率两个宏观指标的高和低,将经济周期分成了衰退期、复苏期、过热期、滞胀期四个阶段。在每一个阶段,都有一个最优的配置资产。

资金是聪明的,也是逐利的。2023 年上半年,在国内经济基本面偏弱、货币政策与资金流动性宽松、市场风险偏好偏低、房住不炒、存款利率下调的环境下,股市、地产、货币均不是较好的配置资产。相比而言,债券、黄金、以及商品成为资金追捧的对象。根据中国期货业协会数据显示,2019 年期货公司平均客户权益是 4580.27 亿元、2022 年为 14002.84 亿元,2023 年上半年为 15121.18 亿元,期货市场保证金的快速增长,不仅是由于期货新品种的上市扩容,也意味着资金在大类资产的配置发生变化,商品不再仅仅是商品,而是成为宏观大类资产配置的目标。

作为宏观经济最关键的变量之一,房地产不仅会对宏观经济需求的“三驾马车”——消费、投资、出口产生影响,还会影响到物价通胀水平,甚至还会影响国家货币政策以及资金流动性。具体

来看,房地产销售影响家电、家具、建材等相关消费,还会影响个人按揭贷款;房地产投资是三大投资之一,对基建和制造业投资也有间接影响,也会影响铁矿石和有色金属等主要商品的一般贸易进口;房地产价格影响 CPI 中的居住价格,继而影响劳动力成本和其他消费品和服务价格;房地产企业是非标资产的主要融资方之一,房地产土地出让金影响财政存款,房地产景气度影响国际资本流动,继而影响外汇占款。因此,房地产对于经济的重要性是不言而喻的。

二、宏观成为商品期货定价的源头

房地产作为典型的周期性行业,对玻璃等上游建材需求亦存在周期波动。以玻璃行业为例,通常情况下,玻璃现货价格主要受到宏观经济、地产政策以及行业基本面的影响。2001—2008 年,国内城镇化、经济高速发展带动房地产、汽车产业高速发展,玻璃产业快速发展,呈现供需两旺。2008 年,金融危机袭来,地产销售、竣工下行以及出口下滑导致玻璃行业量价承压。2009—2011 年,金融危机导致玻璃盈利下行、产能收缩,而受益政策积极救市、楼市复苏走强,供需改善下玻璃价格走高;随着产能大幅扩张,需求预期转弱下玻璃价格回落,叠加成本上涨,企业普遍面临业绩下滑。2012—2015 年,盈利压力致产能供给收缩,而需求端随着货币、地产政策松动而有所改善,玻璃价格逐步回升;随着 2014 年楼市下行压力大、产能过剩问题日益严重,玻璃价格回落。2016—2018 年,供给侧改革开启,政策限制新增产能且沙河等地环保限产,玻璃产能供给收缩,需求端地产支持政策密集出台,楼市逐步升温,带动玻璃价格走高;但因竣工节奏放缓,2018 年需求不及预期,玻璃价格小幅回落。2019—2021 年,供给端继续限制新增产能、冷修高峰逐步来临,同时竣工高峰来临,需求旺盛下 2020 年下半年开始,玻璃价格大幅攀升,屡创历史新高;随着 2021 年下半年房企资金压力加大、甚至频

繁违约,竣工节奏放缓,玻璃价格回落。

由于玻璃生产具有连续、不间断特点,供给具有很强的刚性,因此,需求预期是影响期货盘面定价的最重要因素。玻璃的终端需求结构涵盖房地产、汽车、光伏、电子、家具家电等多个细分行业,其中房地产行业对玻璃需求的占比超过 80%,因此地产行业的兴衰是玻璃产需的风向标。通常情况下,房地产从开工到竣工的建设周期大约是 3 年,逻辑上看,地产采购玻璃会早于安装,最后的竣工手续上报又会晚于玻璃安装,因此玻璃的实际需求大致早于竣工半年左右、晚于新开工两年半的时间。所以,我们倒推两年半前的地产新开工同比数据可以对玻璃的需求进行定性的判断。

2023 年以来,玻璃期货与现货价格走势出现两次明显的背离。4 月下旬至 5 月份,玻璃现货基本面很强,但是期货盘面走势却很弱,主要是受到海外银行业危机和美债上限违约风险、国内经济复苏不及预期等悲观情绪的影响;7 月中上旬,玻璃由于北方高温与南方梅雨的淡季影响,现货基本面很弱,但是期货盘面却在国内经济边际好转、以及对年中政治局会议政策的期待下开始走强。造成这种期货与现货背离的原因主要有两个:其一,由于期货本身的定义,期货作为一个标准化的远期合约,与现货有一个时间差;其二,一个很重要的原因是盘面已经把宏观作为商品定价的源头。所以,不仅需要定期对期货品种的基本面有清晰的了解,还需要对宏观政策的现实和预期有一定的把握。

三、宏观分析的三个角度和方法

应该如何进行宏观分析,笔者认为,可以从三个角度对当下的宏观环境进行判断。首先,对国内经济数据和政策进行全面客观的描述,对消费、投资、进出口、工业生产、通胀、信贷社融、PMI 等经济数据与前值和预期进行比较,客观描述央行的货币政策是处于降准降息的宽松阶段还是加息的流动性收紧阶段;其次,对海外的经济现状和政策进行客观的描述,尤其是美国的通胀水平、就业与失业情况以及美联储的货币政策周期;最后,看目前有没有大的风险事件,进一步判断当下的市场情绪,比如金融危机、中美贸易战、新冠疫情、俄乌冲突、石油危机、硅谷银行破产等事件都对短期市场情绪造成一定冲击。

在对国内外经济、政策以及事件分析的过程中,需要掌握三个方法:首先,关注预期。不仅要的现状进行客观描述,更要关注市场的预期。其次,关注边

际。不仅要关注趋势的变化,也要关注边际的变化。最后,关注传导。通常情况下,政策的发布到经济目标的实现需要一个传导的时间过程。

关于预期和现实,它的交易逻辑在于,如果是强现实且超预期的情形,那么是趋势多头行情,如果是弱现实且不及预期,那么就是趋势空头行情。其他两种情形,更多的是震荡行情。

关于边际,以 2023 年 7 月宏观情绪边际好转为例,7 月初公布的 6 月 PMI 数据为 49,虽然依旧在 50 分水岭以下,但是相较于 4、5 月份的回落趋势以及不及预期的一致性悲观情绪而言,出现了边际上的好转。

关于传导,通常央行政策性降息之后,会带动货币利率、债券利率、贷款利率、以及存款利率不同程度的回落,目的是激发居民、企业、以及政府的融资行为,进而促进消费、投资、出口的回暖。而政策利率能不能有效传导至实体经济,其中关键的一个环节是三大主体有没有融资加杠杆的意愿和能力,也就是社会融资规模有没有趋势性好转。

四、宏观与商品链接的两个锚

关于锚的概念,可以理解为基准点。关于宏观和商品链接的第一个锚,我们选择美债收益率或美元指数,它们是全球资产定价的基准和核心,与不同的资产相互影响,涉及到多个层面。

一是,它们与美联储货币政策的相关性非常高。通常情况下,美国开启加息周期,美债利率会对应走高,与其他国家的利差驱动走扩会促使大量资本流入美国,引发美元需求增加,促使美元升值,美元指数走强。反之,若美国降息,美债利率走低,若利率低于其他国家,则会形成资本外逃,外汇交易市场抛售美元,从而美元贬值,美元指数走弱。二是,国际市场上的商品多以美元计价,商品价格往往与美元指数呈现负相关。当通胀较高时,投资者普遍预期物价会持续上涨,资金更青睐于黄金或者商品来实现保值,从而会抛售美元买入商品,以避免财富缩水。三是,黄金价格与美元指数在大部分时间内也呈负相关。一方面,美元和黄金同为最重要的储备资产;另一方面,世界黄金一般以美元标价,因此,美元指数走弱往往对应黄金价格走强。四是,由于美元指数是一篮子货币汇率的加权,最终还是反映到美国与其主要贸易货币的自由兑换货币强弱上。由于欧元在篮子里权重最高,因此,欧元走势也成为美元指数的重要影响。五是,美国是原油消费大国,美国经济状况直接影响全球原油

市场,而且原油又多以美元计价。因此,美元指数与国际油价走势取决于美元相对于其他货币的强弱。

作为“商品之王”的原油无疑是可以作为宏观商品参考的第二个锚点。原油价格本身就与宏观的波动密切相关,原油价格的波动大概率会影响到整个商品价格,也会影响到能源、化工类的平衡表。

以原油价格上涨为例,首先,原油价格的上涨将直接导致能源类价格的上涨,煤炭、天然气价格会普遍跟涨,进而会带动煤化工下游的成本上升,如果成本向下游传导不顺畅,将会影响煤化工类产品的供应,进而影响供需平衡表,与此同时,原油价格走高也会影响石油化工产业链的成本,成本变化又会影响到下游产品的供应和需求;其次,原油价格上涨,交易需求增多,带动运费跟涨,而运费的走高又将会影响绝大部分商品的成本;最后,原油价格将会影响替代能源,比如生物柴油,而与生物柴油密切相关的是棕榈油,因此,原油价格大幅上涨,作为生物柴油来源的棕榈油需求会快速走高,从而导致棕榈油的供需平衡表发生改变,而棕榈油供需平衡表改变又将影响豆油、菜油等替代品需求,进而影响整个油脂油料板块的价格。

结语

总之,在做商品期货研究时,不仅要产业链上下游情况有深入的了解,更要从宏观视角来看待商品所处的周期和位置,还要从投资者行为和资金博弈角度来看待市场的非理性行为,建立自上而下的系统性和全局性思维,培养自下而上的敏感性与见微知著的能力,在宏观商品研究的广度和深度上协同推进,同时注重把握金融市场上各类资产的规律性和联动性,做到融会贯通,知行合一。

参考文献:

- [1] 徐远.徐远的投资课:投资原则与实战方法[M].北京:中信出版集团,2020.
- [2] 洪灏.预测:经济、周期与市场泡沫[M].北京:中信出版集团,2020.
- [3] 周金涛.涛动周期录:周期波动尽平生[M].北京:机械工业出版社,2020.
- [4] 朱一.投行实战:大宗商品期货和期权投资策略与案例[M].北京:电子工业出版社,2022.

(作者单位:中辉期货有限公司 上海 201206)

[作者简介:何慧(1986—),女,汉族,山西省运城市人,硕士,中级经济师,研究方向:金融期货。] (责编:赵毅)