

大宗商品为何不惧历次美联储加息？

2022年02月02日

■ 美联储加息时表现最好的资产是什么？不是美元、也不是美股，而是大宗商品！是的，不用怀疑，在1990年以来的4轮加息周期中，大宗商品在加息后一年的收益率达到23.5%，期间各大类资产的收益率排序为：大宗商品>股票>美元>美债。这一结论看似与直觉相悖，因为在加息周期下市场的风险偏好难免会回落，然而，如果考虑到美联储加息是为了防范或对抗通胀风险，并且在加息初期往往落后于曲线，因此在这种环境下，大宗商品显然有更大的胜率跑赢其他大类资产。

证券分析师 陶川

■ 通过复盘前3轮加息周期，我们发现原油、铜等商品受加息、利率上扬的干扰较小，价格走势的主要逻辑还在于供需矛盾，其与市场隐含通胀率有较强相关性。美联储加息对需求端的影响很难在短期内实现，经济扩张周期下的商业需求能很好地支撑大宗商品价格。另一方面，加息初期美元指数往往上行空间有限，因此并不对大宗商品价格形成持续的打压。

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

■ 黄金在加息周期中表现坚挺，其价格走势与美债实际到期收益率有明显反向变动关系，但在政策变革导致基本供需发生变化时，金价与美联储加息的相关性将大大降低。另外，黄金能很好地抵御高通胀风险，而通胀与加息周期存在同步性，这也是黄金在加息周期中表现优异的原因之一。

证券分析师 李思琪

执业证号：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

■ 1999年6月—2000年5月：

原油：受OPEC减产和科索沃战争影响，供需缺口扩大导致油价上涨。自1999年年初，原油一直呈震荡上涨行情。在2000年2月第4次加息后，WTI原油较1999年6月初上涨近110%。因2000年3月互联网泡沫破裂，原油价格出现短期调整，但后于2000年6月重回30美元/桶上方，加息周期期间的年化收益率达76.2%。

铜：1999年亚洲经济复苏后，铜需求回升，供需缺口在2000年扩大，铜价大幅上涨，加息周期期间的年化收益率达14.4%。

黄金：金价与加息的相关性较弱，主要受政策变动所带来的市场供需影响。因英国财政部宣布抛售黄金储备，金价在1999年5月下跌，加息后第一个月价格下跌1.2%。此后黄金因《央行黄金协议》的签署于9月大幅拉升，加息后一年黄金收益率达11.3%。

■ 2004年6月—2006年7月：

原油：全球经济的快速增长带动原油需求上升，2004年原油需求增长近4%，此后两年也有近2%的增速，但部分产油国原油产量出现下滑，2004-2006年原油供需缺口扩大，WTI原油价格在首次加息一年后上涨58.4%，加息周期期间的年化收益率达44%。

铜：全球经济增长叠加美国房地产周期影响，铜需求持续上升拉动铜价快速上涨。加息周期期间的年化收益率达68.6%。

黄金：通胀压力、自然灾害与地缘政治危机促使金价持续上升。在2005年8月卡特里娜飓风的影响下，即使美联储于2004年以来11次加息也未能控制住通胀上行压力，PCE同比于2005年9月上升至近4%的历史高位。另外，2006年美伊局势因伊朗宣布成功生产低浓度浓缩铀而加剧，黄金价格继续走高。由于黄金具有良好的抗通胀属性和避险属性，加息周期期间的年化收益率达25.2%。

■ 2015年12月—2018年12月：

原油：由于OPEC增产等因素，2015年原油价格走弱，加息后首月跌幅达16.5%。然而，OPEC与其他国家达成减产协议，原油价格出现反弹，首次加息一年后原油价格上涨44.5%。2018年10月，美国制裁伊朗原油不及预期，部分国家提前增产，原油价格大幅下跌，加息周期期间的年化收益率降至7.1%。

铜：供需情况变化主导铜价走势。2016年各大矿山缩减投资，产能利用率回落。由于供需缺口扩大，2016-2017年上半年铜价持续上升。2017年下半年中国基建投资增速回落，需求下滑导致铜价回调，加息周期期间的年化收益率为9.2%。

黄金：2007年以来实际利率与黄金价格的反向变动关系有所加强，加息初期10年期TIPS到期收益率的下降带动金价走高。此后实际利率虽因加息、缩表等因素逐步走高，但在英国脱欧、中美贸易战等国际政治经济风险影响下，金价整体较为稳定，加息周期期间的年化收益率为6.0%。

■ 2022年大宗商品价格有望在新一轮美联储加息周期中继续跑赢其他资产。美联储加息本身即落后于通胀，这样的货币政策逻辑本身即有利于大宗商品。尤其是鉴于供应链受阻、原材料供给不足等问题难以缓解，大宗商品今年表现仍值得期待。分类别来看，在各国防疫政策逐渐松绑、跨国旅行需求快速恢复的带动下，原油需求大幅上升。俄罗斯与北约争端的加剧也有可能对原油供给造成影响，油价上升空间较大。其次，目前铜供需缺口加大，库存水平在历史低位。在中国加大对新基建、新能源汽车等投资的情况下，铜价或将保持强势。另外，虽然实际收益率的升高将对金价形成拖累，但当前通胀预期依然较高，在疫情冲击、地缘政治危机等不确定性加剧的情况下，金价料将获得支撑。

■ 风险提示：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

1、《宏观周报 20220129：美股跌不休，美联储的“心理防线”在哪？》2022-01-29

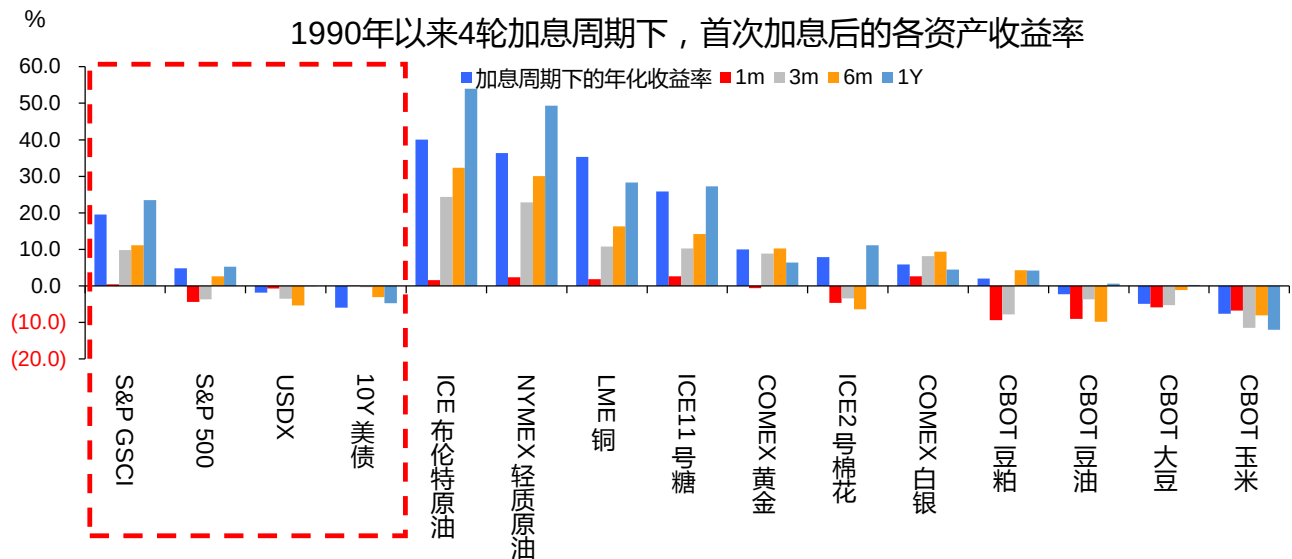
2、《宏观周报 20220128：以史为鉴，中美股市共振下行几时休？》2022-01-28

3、《宏观月报 20220126：加息4次+缩表，2022年市场的不可承受之重？》2022-01-26

4、《宏观周报 20220124：基建“明牌”，那基建股呢？》2022-01-24

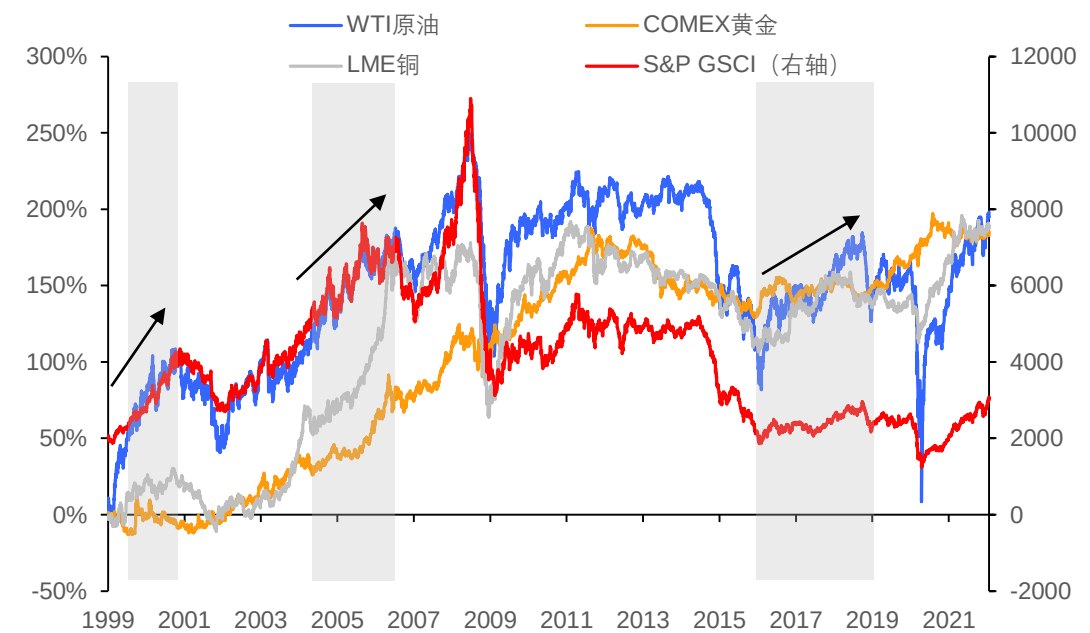
5、《宏观周报 20220123：动态追踪全球供应链压力——纽约联储新指标解析》2022-01-23

图 1：大宗商品在加息周期中表现优异



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：大宗商品区间涨跌幅（以 1999 年为基准）



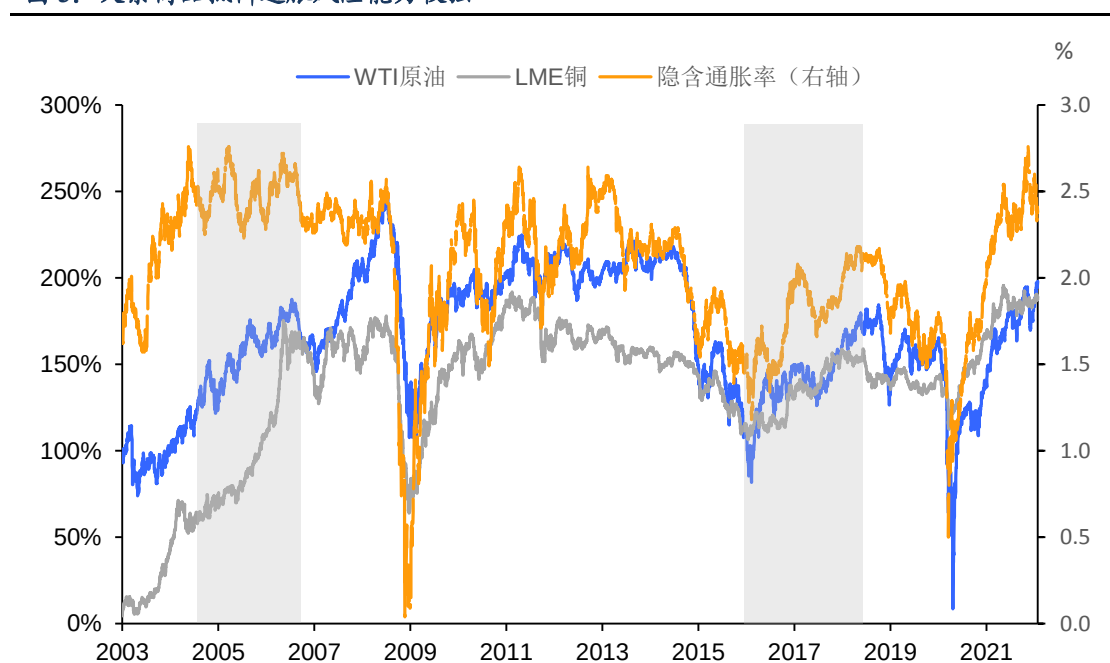
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1: 此前三轮美联储加息周期的基本情况回顾

加息周期	加息次数	加息规模	平均通胀水平	失业率	加息原因
1999年6月—2000年5月	6	1.75%	2.74%	4.30%	信息技术的快速发展推动美国经济繁荣，失业率降至1970年以来的低点，原油和其他大宗商品价格的上涨促使通胀风险再次浮出水面，致使美联储加息6次，联邦基金目标利率由4.75%上升至6.5%。
2004年6月—2006年7月	17	4.25%	3.43%	5.60%	自2003年下半年美国经济逐渐走出股市泡沫破裂影响，需求的快速回升带动通胀水平大幅上涨，因此美联储于2004年6月重启加息周期，17次加息使联邦基金目标利率由1%上行至5.25%
2015年12月—2018年12月	9	2.25%	1.91%	5%	美国经济逐步走出金融危机阴影，就业恢复情况良好但通胀仍未达到2%的预期目标。在通胀初步出现回升迹象后，美联储为防范经济过热重启加息周期，共计加息9次，联邦基金目标利率上限由0.25%上升至2.5%。

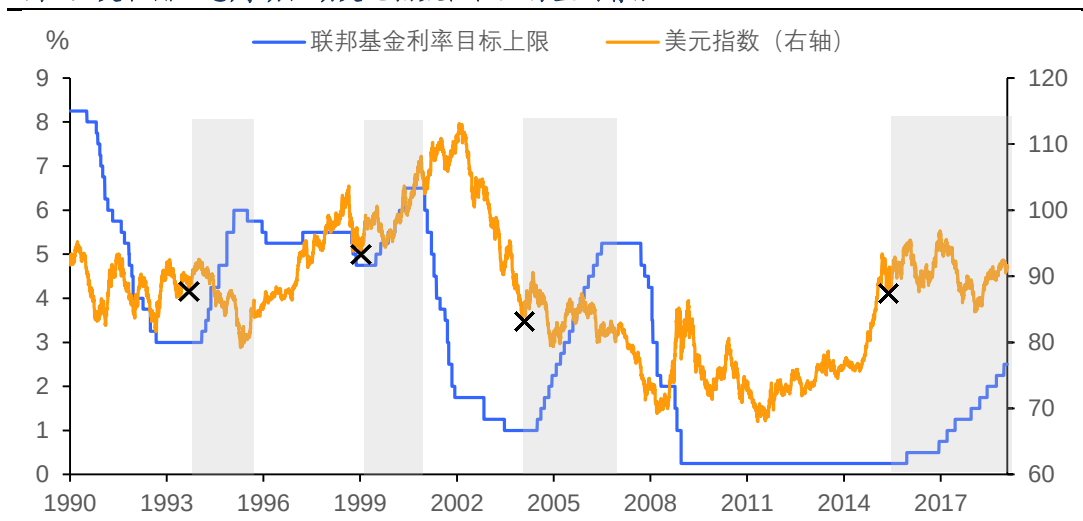
数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

图 3: 大宗商品抵御通胀风险能力较强



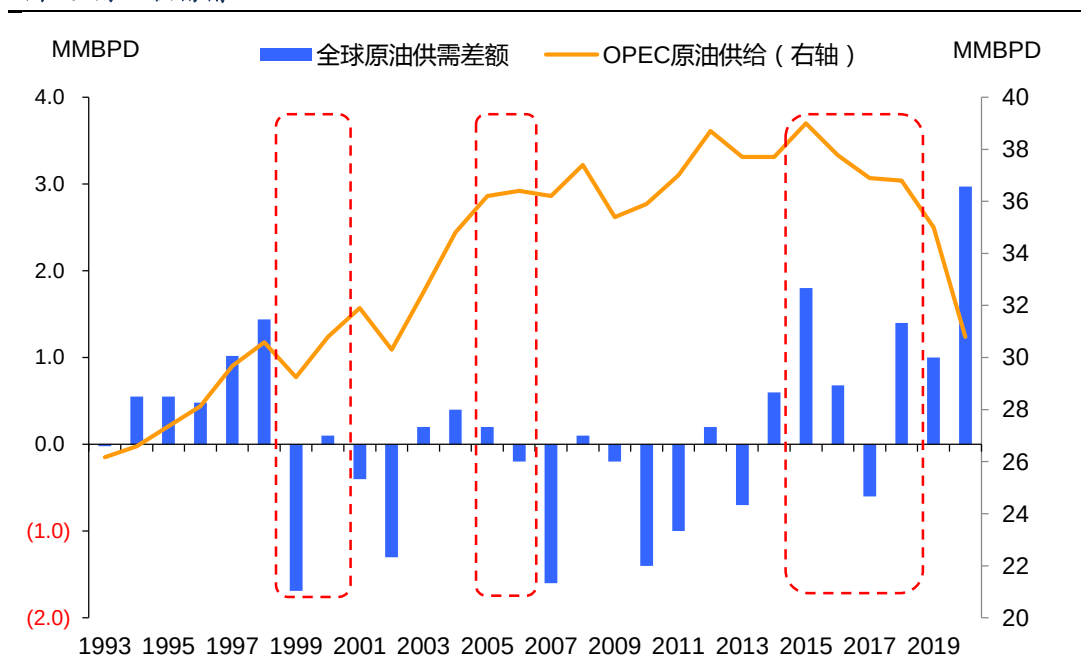
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 美联储加息周期初期美元指数往往上行空间有限



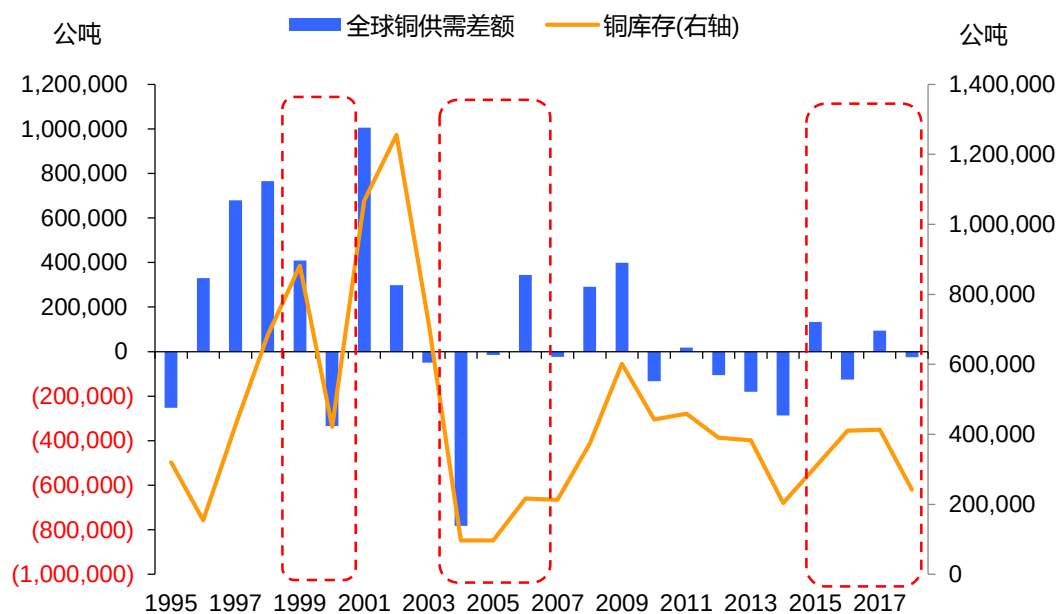
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 原油供需情况



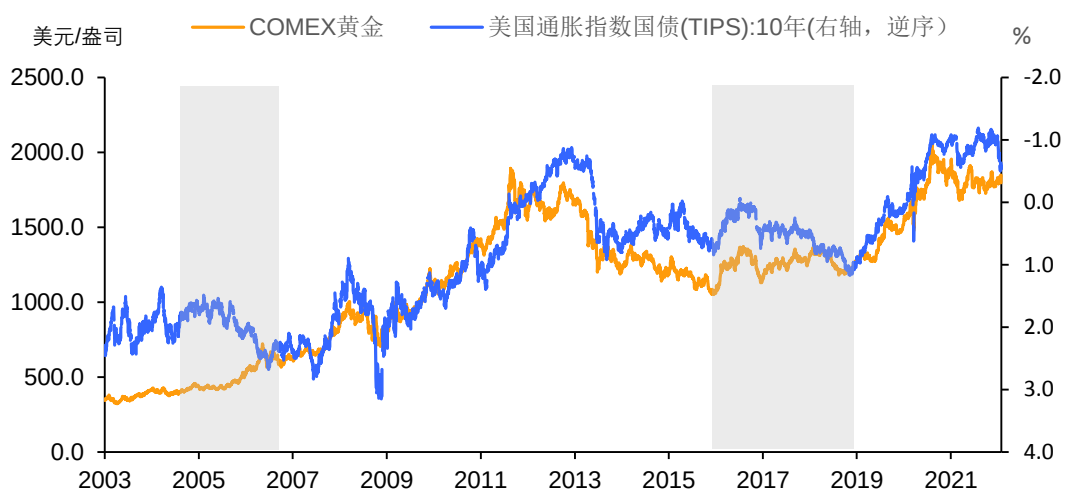
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 铜供需情况



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 2007 年以来实际利率与黄金价格的反向变动关系有所加强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>