



从宏观视角看大宗商品走向

当下,大宗商品的绝对价格处于历史高位,拐头回落之后振荡整理。随着支撑本轮大宗商品价格上涨的因素日益瓦解,价格筑顶后下行压力积聚。然而,当前的宏观逻辑充满了矛盾与分化,表现为全球地缘政治秩序动荡、全球经济格局重塑、全球经济增长与通胀背离、主要经济体政策路径错位,等等。在资产的表现上则演绎出高波动与多极值的特征,市场避险情绪浓厚,许多资产的绝对收益,诸如各类大宗商品的绝对价格创出历史新高,甚至有一些跨资产品种的价差频频打破多年的波动区间,令不少基于历史统计价差的策略出现大幅亏损。目前,越来越多的信号令大宗商品价格承压,对冲与避险将会成为更优策略。不过,面对即将到来的“十一”长假,投资者还需谨慎对待,做好风险管理。

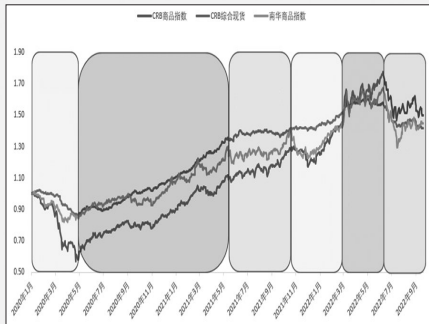
深度分析

高位筑顶后下行压力积聚

■ 冠通期货 王静

本轮大宗商品上涨的特征

一是行情波动幅度大;二是价格绝对位置高;三是持续时间超预期;四是形成原因很复杂;五是造成影响范围广;六是衍生危机灾害多;七是期货波动要更大;八是国内波动相对小。



图为本轮大宗商品行情

本轮大宗商品上涨的成因

大宗商品价格趋势由供需决定,行情波动大小则往往取决于其所处的宏观背景。本轮大宗商品行情上涨则是由供需、宏观等多个层面共振而成。

供给层面:一是2020年年初疫情暴发,各国不同程度的防疫措施对全球产业链造成冲击和破坏,特别是在生产端和运输上限制了许多大宗商品的供给;二是2021年“双碳”政策的推行遭遇极端天气,水电、核电等新能源供给受到限制,点燃了原油、煤炭、天然气等传统能源的行情,继而拉动全球大宗商品再次走高;三是2022年俄乌发生冲突,同时高温干旱等极端天气再次扰动大宗商品,如能源、有色、粮食、化肥等。

需求层面:一方面,为应对疫情,全球主要经济体采取了宽松的货币政策,特别是以美国为首的发达经济体,果断推出各项积极的财政政策,很大程度上保证了消费国对商品的刚需;另一方面,疫情期间,由于出行受限和政策限制,消费者的偏好更加侧重于商品(压抑了服务消费的需求)。另外,极端天气也在特定时间、区域内阶段性地刺激市场对能源的需求。

投资层面:在充裕的流动性环境下,加之实体经济表现不佳,激发了投资者对金融资产的投资需求,金融资产的剧烈波动又提高机构进行避险的风险管理需要,这都不断吸引大量资金进入资本市场。

影响本轮大宗商品的因素

根据市场情况分析,影响本轮大宗商品价格的主要因素在于疫情、金融条件、能源、地缘冲突。时至今日,上述因子很大程度上决定着大宗商品未来的行情走向。

首先,从疫情方面来看,自2020年年初疫情暴发,至今已有两年半的时间。从全球来看,疫情的影响日益表现为长尾效

应,越来越多的国家尝试与疫情共存,开放边境正常经济生活,特别是那些采取自然免疫的西方国家。2022年以来,疫情导致全球经济活动放缓,并令全球供应链出现新的瓶颈,拖累经济复苏,加剧全球通胀难题。在交易层面,虽然全球范围内疫情对交易的影响日益淡化,但需要注意的是,疫情仍对全球经济修复和投资者情绪产生扰动。

其次,从金融条件来看,发达国家为应对通胀,相继开启加息缩表,并在不断强化过程中。源于对通胀的担忧,以美联储为首的发达经济体的货币政策转向,开始收缩流动性,加息进程日渐从预期走向现实。全球货币环境收紧,不少新兴经济体面临着巨大的外资出逃压力。土耳其货币大幅贬值、哈萨克斯坦政局动荡,甚至是俄乌冲突等问题,都是在通胀压力大增、全球趋紧的货币环境下产生的,并且未来有进一步加剧的可能。

俄乌冲突发生后,新兴市场和发展中经济体的资本流出大幅增加,导致脆弱借款国和大宗商品净进口国的融资环境收紧,并对风险敞口最大国家的货币造成贬值压力。

2022年以来,美联储连续大幅加息成为主导大宗商品价格走势的重要因素。同时,美国CPI数据的“预期差”和美联储加息预期不断扰动着市场节奏。根据CME的FedWatch(美联储观察)工具来看,市场隐含的加息进程将会持续到2023年7月,联邦基准目标利率上限有望从当前的2.5%上升到4.5%左右。在这种加息预期下,叠加美联储抑制通胀的决心,将给高位的大宗商品价格形成巨大压制。

值得一提的是,发达国家加息紧缩要解决的问题在于通胀,重点追踪关注的指标是CPI。而CPI包含商品和服务两大类成分,大宗商品是构成商品消费的重要组成部分,但当前导致美国CPI持续坚挺的主要原因是服务消费的价格强劲,特别是租金等方面。疫情初期,民众出行受阻,美国政府发钱支撑商品的消费刚需,而服务消费受到抑制。当前,随着疫情好转,消费偏好从商品切换回服务,减少了对商品的需求。同时,服务价格支撑CPI坚挺,强化美联储加息预期,这也是压制大宗商品价格的重要原因。

再次,从地缘冲突方面来看,地缘冲突拖累全球经济,造成能源与粮食危机,加剧全球通胀,但对交易的影响已经淡化。2022年2月,俄罗斯在顿巴斯地区发起特别军事行动,乌克兰全境进入战时状态,俄乌局势急剧恶化,引发全球金融市场振荡。俄罗斯是欧洲最大的天然气、原油和煤炭供应国,乌克兰则号称欧洲的粮仓,在铜、镍、植物油、小麦、玉米等全球贸易上扮演着重要的出口角色。俄乌问题,一方面,会引发投资者的避险情绪,抛售股票等风险资产;另一方面,投资者担忧两国的冲突,继而引发西方大国的制裁,导致部分大宗商品(石油、农产品)短期供给受限,增加全球通胀阶段性上行的风险。全球通胀加速上行,很可能改变发达经济体的加息进程,让各国央行陷入是为了压制通胀而加息,还是为了刺激经济增长而持续宽松的两难境地。当前,俄乌问题对交易的影响已经淡化,但仍需关注其其对全球能源供需格局和政治秩序的影响。

最后,从能源方面来看,能源加大了大宗商品价格的波动,对市场的影响持续存在,我们更应该用长期的视角去看待能源问题。大宗商品价格由供需决定,但重要商品的两端供需往往失效,特别是原

油、粮食等重要资源品种,因为它们关乎着资源国的政治利益,并关系着国计民生和国家安全。这一点,在能源商品上尤为明显。

近几年,极端天气频发,“双碳”全球贸易秩序重构等问题更是增加了能源问题的复杂性。如瑞士信贷知名分析师Zoltan Polzar在其最新的分析文章中所言,当下,支撑我们多年来经历的所谓低通胀、高增长世界的基石——全球化供应链体系的三大支柱正在瓦解:大量的廉价移民劳工进入美国,压低美国的名义工资,使得美国劳工的工资增长处于停滞状态;在名义工资停滞不前的状态下,中国制造的便宜商品提高了实际工资的购买力;廉价的俄罗斯能源为德国乃至更广泛的欧洲工业体系提供原料,维持了欧洲的竞争力和生活水准。在这个“三位一体”的体系中隐含了两个巨大的地缘战略和地缘经济区块——尼尔·弗格森称前者为“Chimerica”(中美国)。Zoltan Polzar愿意称后者为“Eurussia”(俄欧陆)。这两个地缘政治、经济区块是“天作之合”,欧盟支付欧元购买廉价的俄罗斯能源,美国支付美元购买廉价的中国商品。因此,对于能源,我们更应该用长期的视角去看,能源价格下行后底部料抬升,加大着大宗商品的波动,扰动持续存在。

需求收缩持续:全球经济前景黯淡,大宗商品未来的需求令人担忧,这将拖累大宗商品价格进一步下行。从宏观层面来看,大宗商品需求与经济增速高度正相关。展望未来,全球经济前景黯淡,大宗商品需求令人担忧,这将拖累大宗商品价格进一步下行。IMF在2022年7月发布的全球经济展望中表示,全球经济在2021年初复苏,但2022年的形势愈发暗淡,相关风险开始显现。受俄罗斯经济下行的影响,第二季度全球产出有所收缩,同时美国消费者支出也不及预期。全球经济因疫情而被削弱,后又遭受了数次冲击:全球通胀超出预期(尤其是美国和欧洲主要经济体)引发融资环境收紧。此外,乌克兰战争也带来了更多的负面溢出影响。

供给冲击缓解:支撑本轮大宗商品价格上涨的供给瓶颈问题,伴随着全球供应链压力指数(GSCPI)的回落而日益缓解。全球供应链压力指数是应用宏观经济学和计量经济学中心(AMEC)的产品,每月在纽约联储官网发布,该指数整合了运输成本数据和制造指标,以衡量全球供应状况。从8月的GSCPI来看,全球供应链压力指数在本轮大宗商品指数见顶前就率先拐头下行,并不断快速走低。这表明支撑本轮大宗商品价格上涨的供给瓶颈问题正在缓解。总体而言,支撑本轮大宗商品价格上涨的因素逐渐瓦解。当下,越来越多的信号令大宗商品价格承压,对冲与避险将会成为更优策略。

根据历史情况分析,在“十一”长假效应下,国内大宗商品总是容易出现剧烈波动,并形成行情的转折点。然而,今年的“十一”长假更为特殊,一方面,当前大宗商品价格处在历史高位;另一方面,目前是国内外重大事件的关键时期。因此,投资者要谨防大宗商品价格大幅回落的风险,灵活运用衍生工具,做好风险管理。



市场观察

美联储激进加息下大宗商品持续承压

■ 记者 张田苗

今年年初,棉花、铜、石油、铁矿石、铝等大宗商品价格不断创出新高。第二季度末,大宗商品走势分化明显,部分品种高位回落,甚至一度大跌。从6月下旬开始,国际油价呈现低位盘整态势,多家机构认为大宗商品价格拐点已至。第三季度,大宗商品价格虽有所反弹,但仍处于弱势,原油市场表现依旧疲软。同时,美联储激进加息影响持续发酵,多家国际投行纷纷调低对原油、铜等商品的下半年价格预测。

一直以来,大宗商品价格受到多方面因素影响。其中,供需决定着大宗商品价格走势,金融政策等宏观因素则影响价格弹性,是供需矛盾的“放大镜”。历史数据显示,近4次大宗商品价格拐点分别是2008年8月、2011年5月、2014年5月、2018年10月。同美欧日M2、美元指数拐点一致,对应金融政策的拐点;同中美欧制造业PMI拐点一致,对应需求的拐点。本轮大宗商品价格拐点出现在2022年6月,但2021年2月以后,美欧日M2同比数据就已经呈下行趋势。

从近几年的宏观环境来看,疫情初期,恐慌情绪导致资本市场重挫后,2020年疫情期间,全球经济在财政货币双重刺激下复苏,我国因疫情控制较好率先复苏,海外经济体在一个季度后也开启了复苏进程。进入2021年后,海外经济体从高位回落,通胀压力导致货币政策转向,欧美PMI指数从高位回落,但仍处于扩张中后期。2022年,我国出口增速开始下滑,房地产销售仍未好转,国内开启“宽货币、宽信用”政策应对稳增长需求。而欧美通胀居高不下,美联储连续激进加息进程。

对于本轮大宗商品价格的拐点晚于金融政策和需求的拐点,光大期货宏观分析师于洁认为,这主要受到供给端的驱动,与2022年年初大规模流动性投放的基数效应相关。“2021年美联储宣布缩减QE,2022年3月开启加息,欧洲、英国央行加息紧跟其后,部分新兴市场经济体也开启加息周期。因此,美欧日M2同比拐点已经确定。”她解释说,从需求指标来看,美国制造业PMI拐于2021年3月出现,由于疫情以后全球经济复苏节奏不同,中国制造业PMI高点出现在2020年12月。金融政策和需求指标均于2021年第一季度出现拐点,但由于受到疫情导致的供应链问题以及俄乌冲突导致的供给端收缩影响,本轮大宗商品价格直到2022年6月才出现拐点。

“美联储收紧货币政策就是本轮大宗商品行情最重要的宏观背景。”于洁向期货日报记者表示,2022年美联储放弃通胀暂时论,开启加息和缩表周期。美联储加息,一方面,非美国国家受到的压力更大,一些非美央行不得不大幅度跟进加息,而美国依然是全球最健康的发达经济体,所以是利空全球总需求。无论是在通胀坚挺的情况下美联储激进加息,还是在通胀回落的情况下美联储温和加息,导致的结果均是需求走弱,利空大宗商品价格。

另一方面,美元指数在美联储鹰派加息的背景下持续上行。“实际上,以往4次强商品转势也伴随着弱美元周期,即大宗商品价格高点对应着美元转势低点。”于洁提到,美元是大宗商品的计价货币,与大宗商品价格天然呈负相关关系。在美联储货币政策没有明确转向之前,难言美元指数到顶,大宗商品价格承压。

实际上,从美国现实经济表现来看,无论是就业、消费还是工业生产,均不能断定当下经济已经进入衰退,强劲就业、具有韧性的美国消费、高位回落的工业生产了美国经济正处于脱离过热、迈入下一个阶段的过渡通道中。值得强调的是,从劳动力市场供需矛盾出现缓解信号,内在增长动能趋软来看,美国经济边际走弱已成现实,且持续下行已成定局。

“虽然美国宏观指标边际走弱,先行指标下行,但劳动力市场仍旧具有韧性。当下来看,并不符合经济衰退的定义,恐怕也难以期待所谓的货币政策转向并开启衰退预期的交易模式。”国泰君安期货有色金属及贵金属首席研究员王蓉表示,一旦美国就业数据落入衰退预期阈值,美联储开始考虑货币政策边际放缓甚至是转向时,经济衰退交易正式在美债收益率上趋势性地显现出来。不过,在对本轮经济衰退时,美国货币和财政政策应对速度可能会相对滞后,力度也会更为谨慎。

具体看大类资产的表现,王蓉认为,未来宏观交易可分为以下三个阶段:

第一个阶段,海外宏观主线仍旧是高通胀和货币政策紧缩的组合,即以利率抬升、美元走强、市场普遍受短端利率快速抬升带来估值压力、风险偏好低迷为特征。宏观压力将对以贵金属、原油、铜为代表的金融属性偏强的品种显著施压。

第二个阶段,在美国经济进入衰退期之前,大宗商品可能会面临通胀回落、就业市场尚可、地缘政治风险相对明朗化的短期反弹行情。据王蓉介绍,此时美债收益率整体继续偏强,美元指数筑顶有所回落,并且价值股表现好于成长股,大宗商品权益更具韧性,各类商品自身的供需基本面矛盾将更为突出,走势将有所分化。

第三个阶段,一旦美国以就业为首的衰退信号出现,大宗商品也将迎来一波共振式的经济衰退交易。其中,高估值的商品将优先跌落,美债收益率从周期顶部回落,期限溢价再度下行。但当下,经济衰退的故事仅是“序章落幕”,“正篇”远未到来,不远的未来将接棒紧缩,成为市场下一个大类资产的交易主线条。”王蓉提醒说。