

## 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

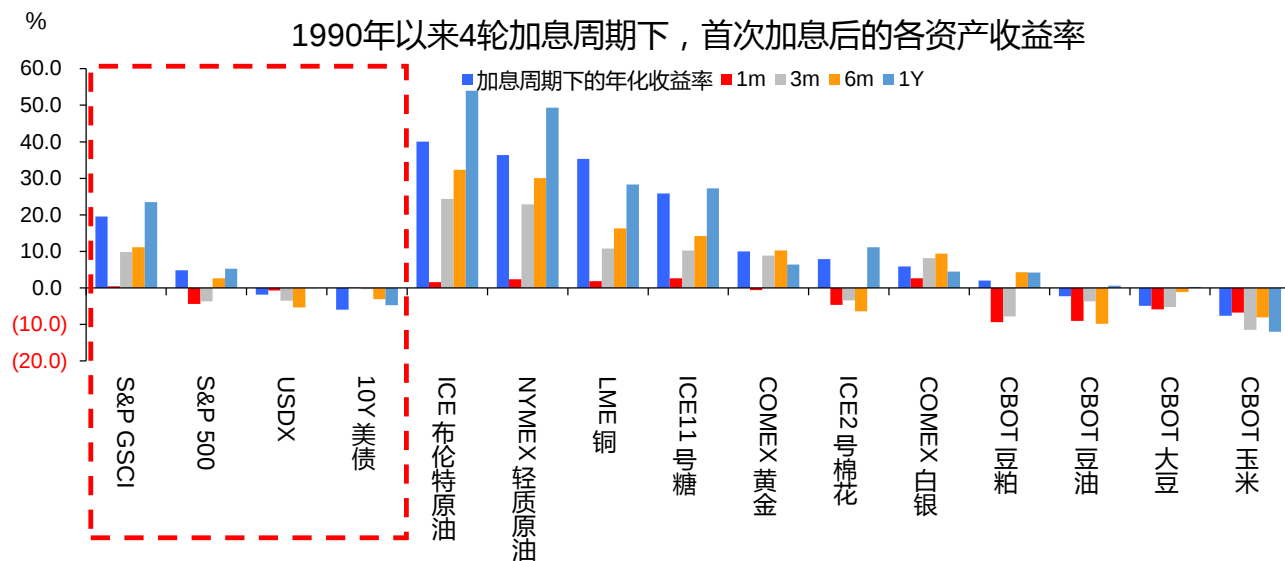
2、《宏观周报 20220128：以史为鉴，中美股市共振下行几时休？》2022-01-28

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

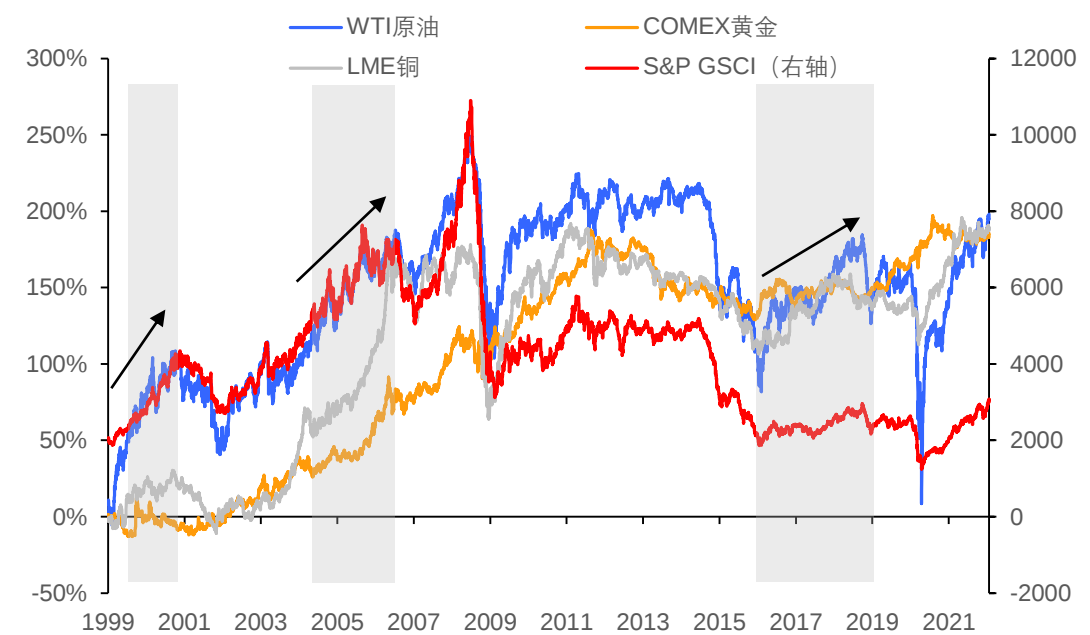
5、《宏观周报 20220123：动态追踪全球供应链压力——纽约联储新指标解析》2022-01-23

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）



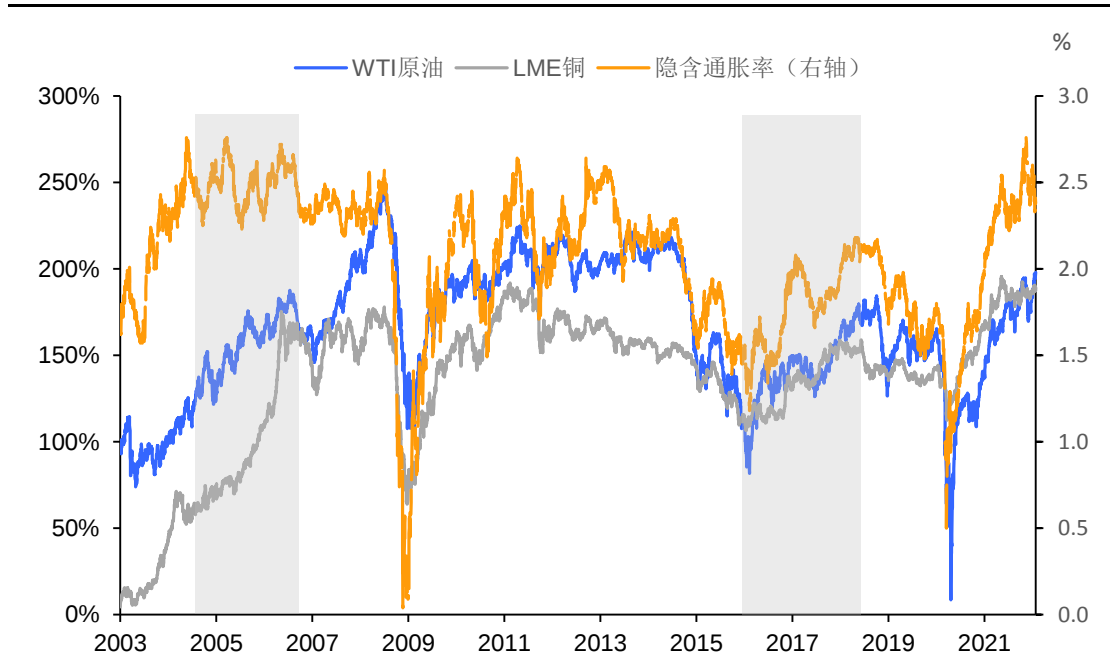
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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%。 |

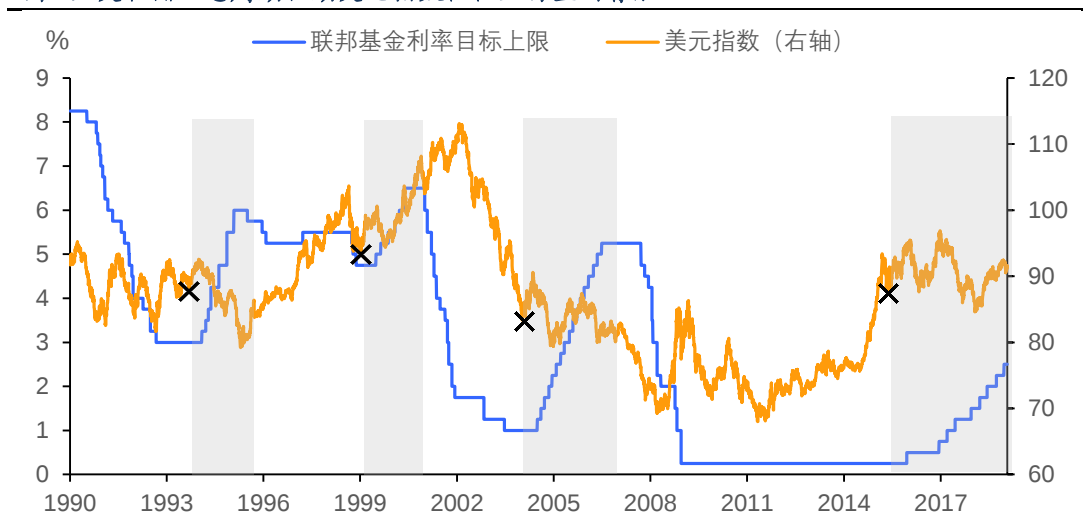
数据来源：Fred，Wind，东吴证券研究所

图 3: 大宗商品抵御通胀风险能力较强



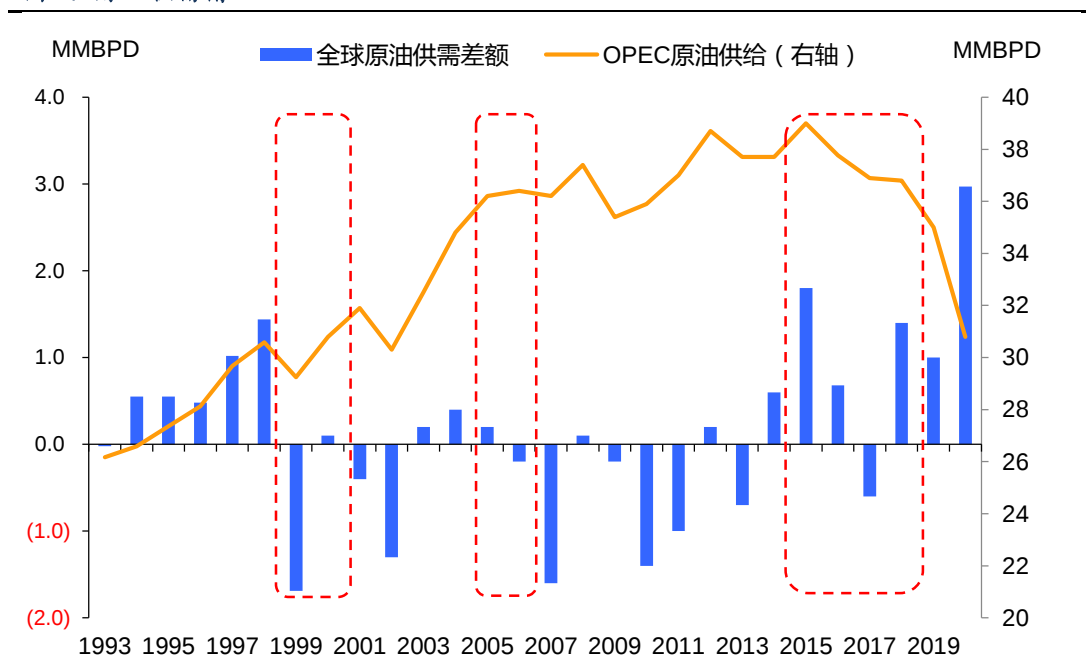
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4: 美联储加息周期初期美元指数往往上行空间有限



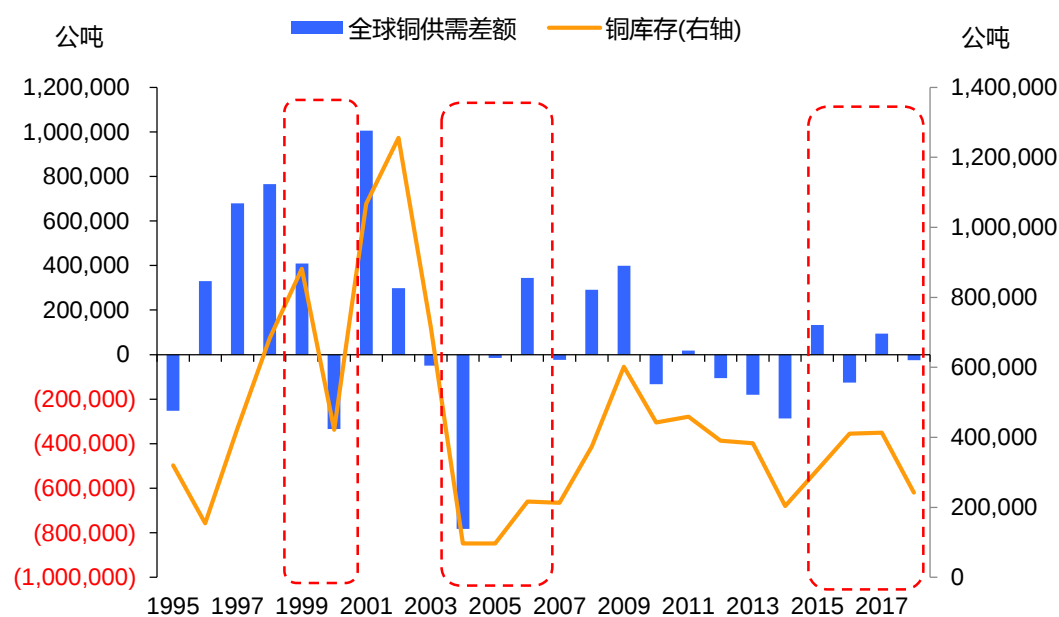
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5: 原油供需情况



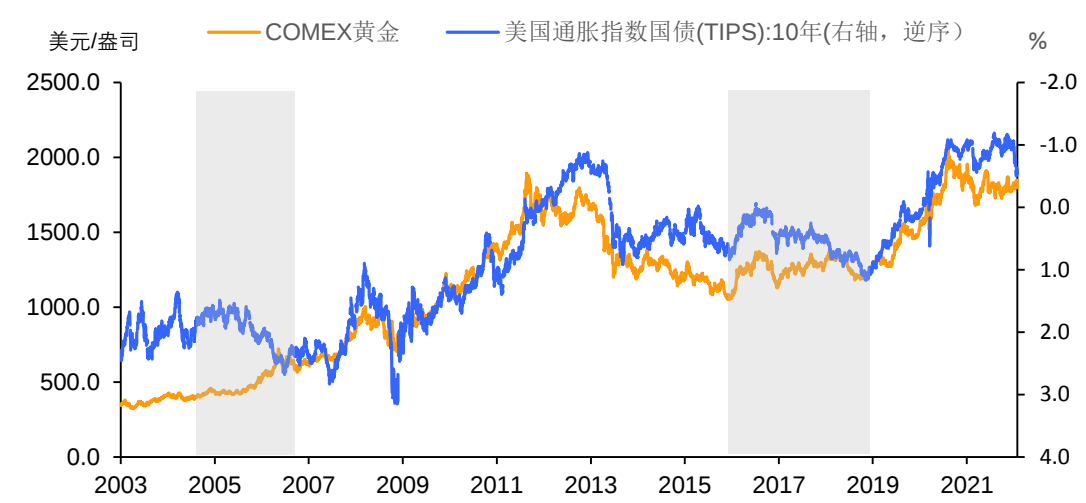
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_36948](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36948)

