

历史中美政策周期错位回顾及对应资产表现分析

概述：

1. 从当前经济数据逐步下滑以及信用环境持续收紧的状态来看，利率水平或已接近限制性水平，比起再次加息，美联储或只需维持当前利率水平并耐心等待经济数据变化。即便市场正确判断利率水平已达到峰值，后继经济数据往往将逐步调整市场对降息节点的预期，因此短期内各期限国债以及美元指数价格在利率平台期所出现的波动往往来自于市场预期的修正，后继降息时间节点逐渐得到确认后市场关注重点或更多聚焦于全年降息幅度。
2. 今年以来，中国货币政策加大逆周期调节。近期我国经济恢复向好态势趋于明显，货币政策将继续发力稳增长。在经济尚未明显企稳前，2024 年货币政策宽松取向将不会轻易退出，政策利率或仍有下行空间，降准降息的可能性仍存，但宽松力度或低于今年，流动性也将不会过度宽松。
3. 本轮中美两国的经济周期和货币政策“双背离”导致中美利差呈收窄态势，在前期激进的量化宽松政策刺激下，美国经济超预期强劲，美联储加快紧缩步伐以缓解居高不下的通胀压力，而中国的经济保持恢复态势，通胀整体保持温和可控，货币政策坚持跨周期与逆周期调节结合以促进稳增长。

正文

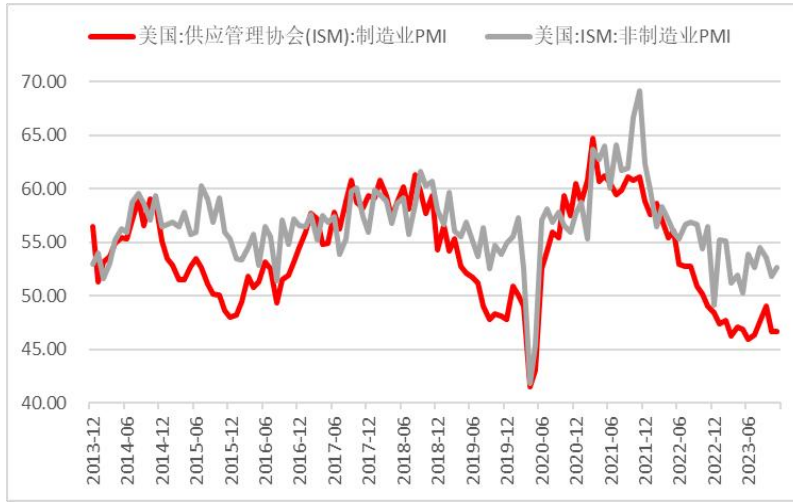
1. 当前美国经济状况及利率预期综述

美国经济数据全年回顾

继 2022 年开启加息周期后，美国通胀水平由高点逐步回落，今年上半年市场不乏对美联储货币政策转向的预期。但随着时间推移，年内美国经济在高利率环境下持续展现惊人的韧性，居民消费水平在劳动力市场供需失衡带动薪资增速维持于高位的影响下不减反增，这也进一步迫使美联储于年内的 FOMC 会议不断向市场泼了一盆又一盆冷水，同时也使“higher for longer”的利率水平基调成为下半年的主旋律。

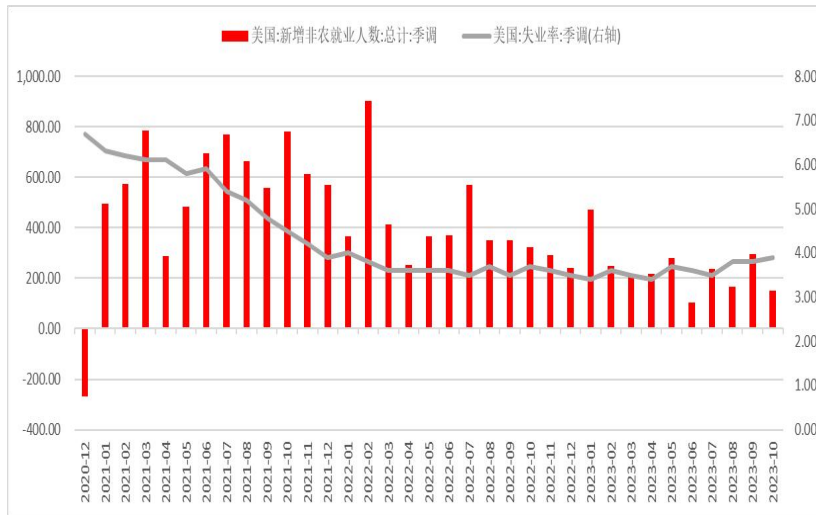
然而在三季度过后，除自年初便已长期维持于萎缩区间的制造业 PMI 外，美国就业数据同样开始出现下滑。非农新增就业人数近 6 月均值维持于 20 万人水平，失业率同样上升至 3.9%，进一步向美联储目标靠拢。而职位空缺数在经济活跃度下降的影响下同样加速回落，外加劳动力供给稳步回升，职位空缺数与失业人数比例已下降至 1.5 之下，而薪资增速在劳动力缺口逐渐缩小的影响下也逐步放缓。

图 1 美国制造业 PMI 自年初起已维持于荣枯线下方



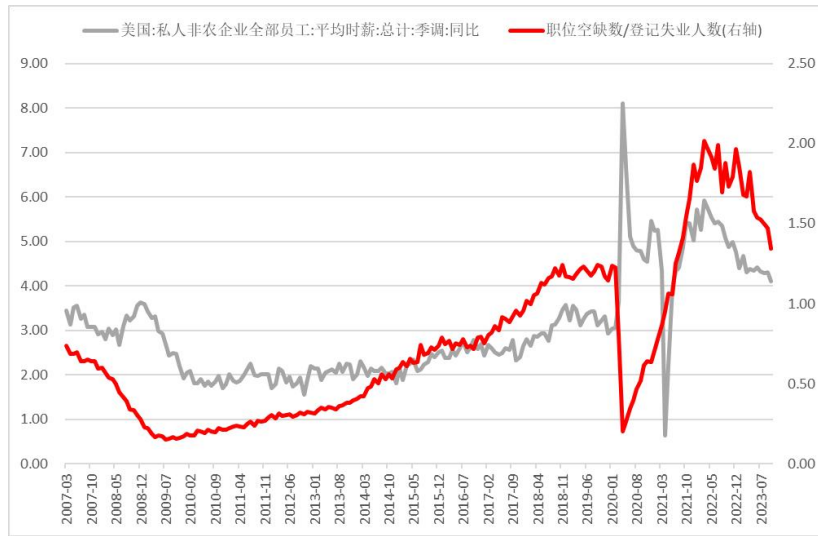
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 2 年内失业率逐步上升, 新增就业人数减少



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图3 劳动力供需走向平衡，薪资增速回落



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

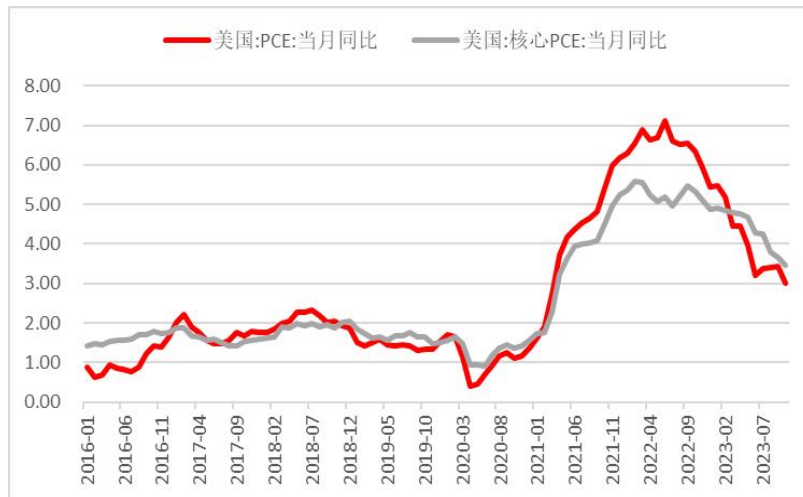
通胀数据在能源价格稳步回落的带动下于这期间也维持了下行趋势，CPI 及 PCE 数据在三季度虽有所小幅反弹，但后继仍有惊无险的维持下降趋势。与此同时，PCE 数据中个人收入与消费支出皆不断创下年内新低，这也相对使市场。在多项经济数据皆指向经济放缓且通胀下行的情况下，市场不顾美联储官员于公开演讲中所释放的鹰派言论，一致提高了对明年美联储提前降息的押注，美元指数及美债收益率在利率预期下降后均应声回落。

图4CPI 数据稳步回落



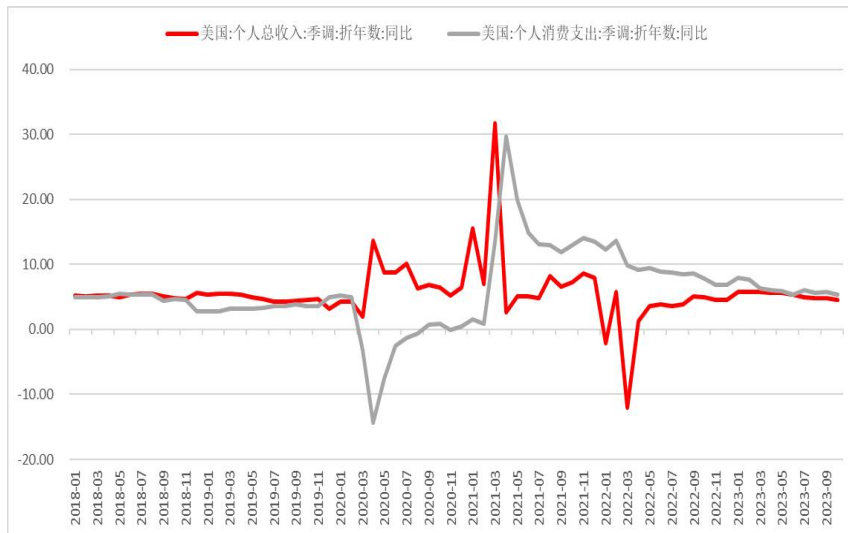
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 5 PCE 数据同步回调



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 6 个人收入及支出增速持续放缓



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

美国货币政策走势展望

作为先前致使通胀飙升的能源及食品价格均以大幅回落,整体通胀水平稳步下降的情况下较为顽固的核心通胀便成为本轮加息周期末端的关注重点。从美国经济数据来看,占比最大的消费项不仅并未显著受到高利率环境的影响,反而成为推动经济增长的主力因素。而支撑居民消费的财务来源主要也可分为三类,分别为居民储蓄、信用贷款以及个人收入水平。

先前居民储蓄存款总额受惠于美国政府在疫情期间所派发的补贴支票影响得到大幅提升。即便如此,在疫情影响淡化后,居民消费随之迎来爆发,进而显著消耗整体储蓄,消费贷款在储蓄增速见底时同样迎来相应的上升,时间节点的同步进而更加可以推演消费水平在

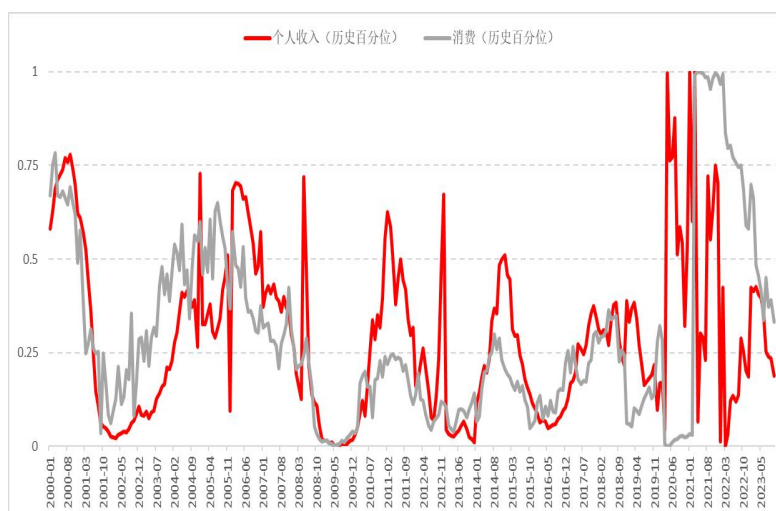
居民储蓄在得到充分消耗后进而得到消费贷款的支撑持续上行；消费信贷见顶的同时整体消费增速也随之回落，而消费增速或受益于信贷水平的增加因此较个人收入增速的回落节点相对滞后。

图 7 个人储蓄及消费贷款同比增速



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

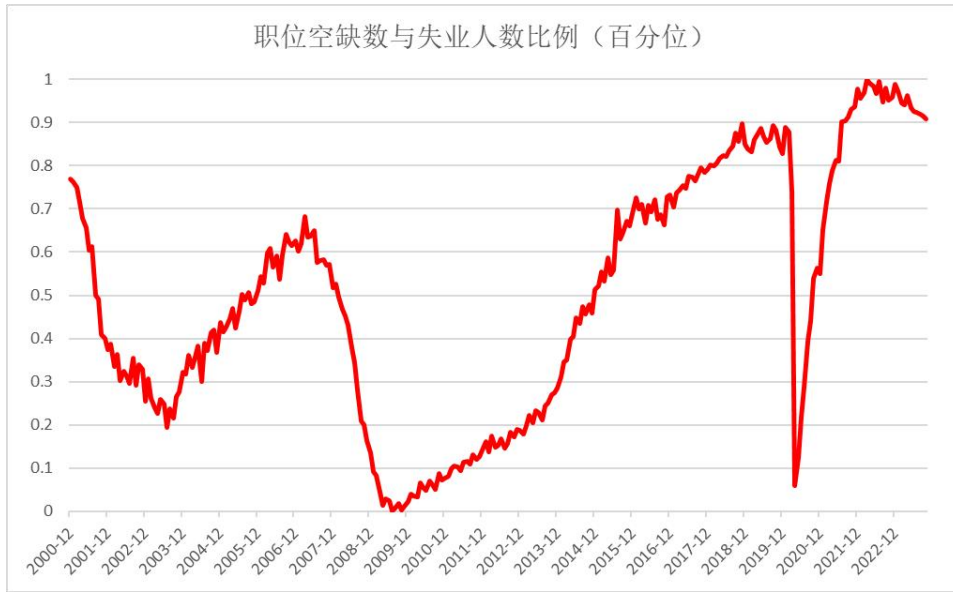
图 8 个人收入及消费增速历史百分位



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

那么，当居民储蓄得到相对充分的消耗且信贷增速受制于高利率水平大幅放缓，居民收入便成为消费支出水平的主要支撑因素。劳动力供需水平自疫情后受到扰乱便长期处于需求大于供给的状态，即便在 2023 年劳动参与率逐步上升使劳动力缺口缩小的情况下，当前职位空缺数与失业人数比仍处于 90%的百分位。由此可见，当前劳动力供需仍极其失衡，这也进而导致薪资增速无法显著回落。

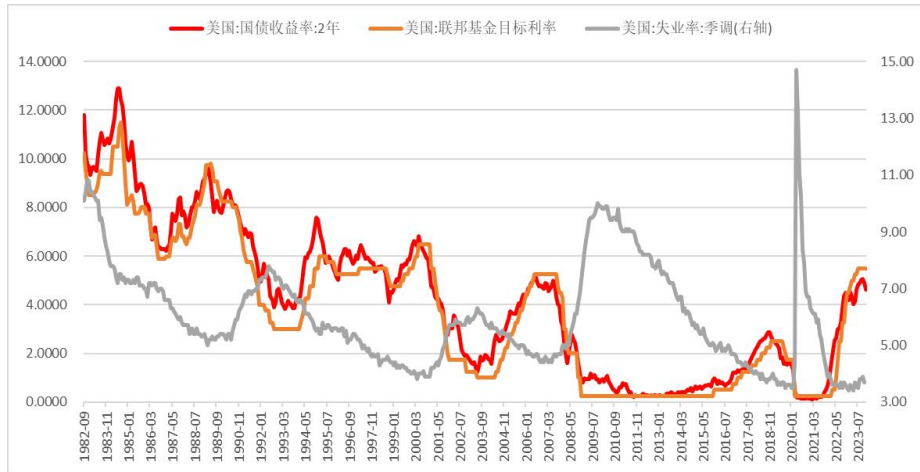
图 9 职位空缺数与失业人数比例仍处于历史高位



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

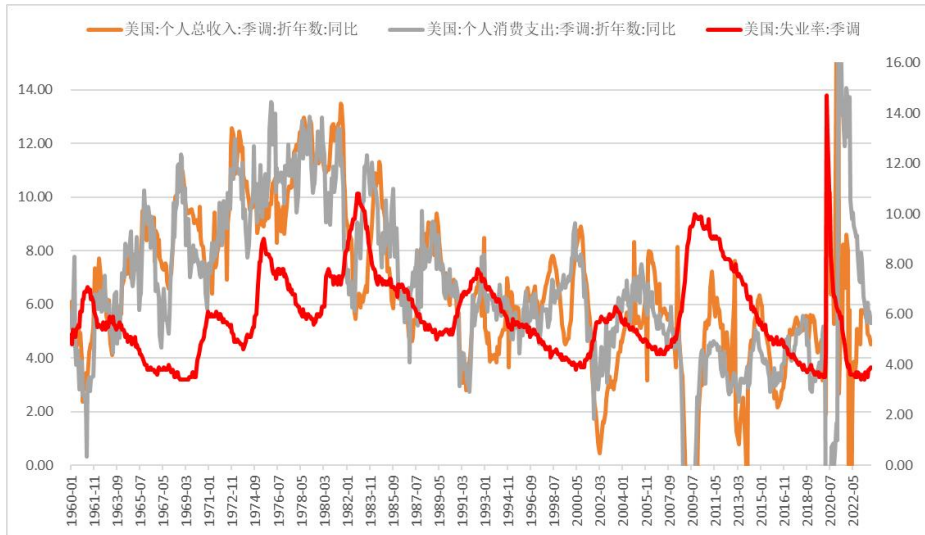
从美联储的目标来看, 若其希望核心通胀返回 2%附近的正常区间, 薪资增速的下行对其目标而言是或不可缺的, 而薪资下行的前提便是劳动力供需走向平衡。除需求端职位空缺数发力外, 失业人数的上升对劳动力供给的提升是显而易见的, 因此失业率上升在劳动力供需缺口修复的过程中往往是不可避免的。若我们以两年期美债收益率为衡量市场对货币政策的预期并结合历史失业率走势来看, 在市场预计美联储目标利率已达到峰值时, 失业率往往处于上行阶段的初期, 而后继失业率通胀在降息期间显著上涨, 这也进一步体现了货币政策对经济的影响相对滞后, 美联储的决策更像是“后知后觉”的反应。因此, 从当前经济数据逐步下滑以及信用环境持续收紧的状态来看, 当前利率水平或已接近限制性水平, 比起再次加息, 美联储或只需维持当前利率水平并耐心等待经济数据变化。即便市场正确判断利率水平已达到峰值, 后继经济数据往往将逐步调整市场对降息节点的预期, 因此短期内各期限国债以及美元指数价格在利率平台期所出现的波动往往来自于市场预期修正, 后继降息时间节点逐渐得到确认后市场关注重点或更多聚焦于全年降息幅度。

图 10 美国货币政策对经济的影响往往滞后



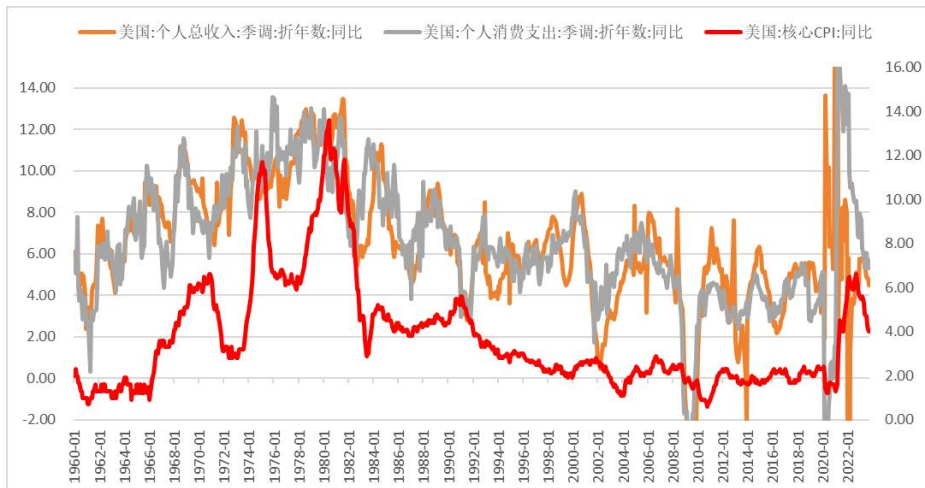
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 11 失业率与居民收入及消费水平走势



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 12 核心 CPI 与居民收入及消费水平走势



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 13 失业补助金初次申请人数与失业率走势关系

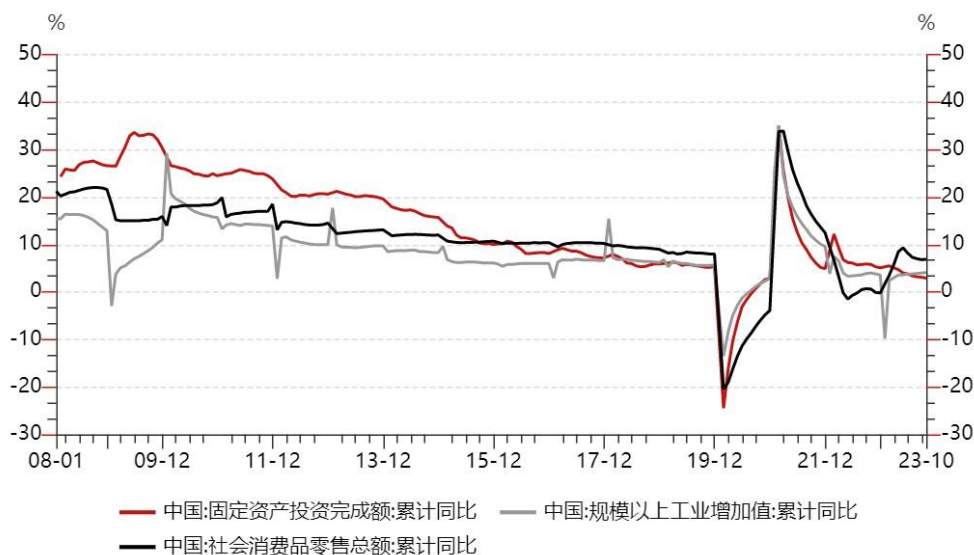


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

二、中国货币政策延续稳健，宽松力度或将有所减弱

今年以来，中国货币政策加大逆周期调节，3月、9月两次下调存款准备金率，释放中长期资金约1.1万亿元；6月、8月两次降低政策利率，带动贷款市场报价利率等市场利率持续下行。近期我国经济恢复向好态势趋于明显，但也要看到经济复苏的动能尚未稳固，特别是房地产市场持续低迷，同时短期内通胀或仍低位运行，货币政策将继续发力稳增长。

图 14 经济下行压力最大阶段或已过去

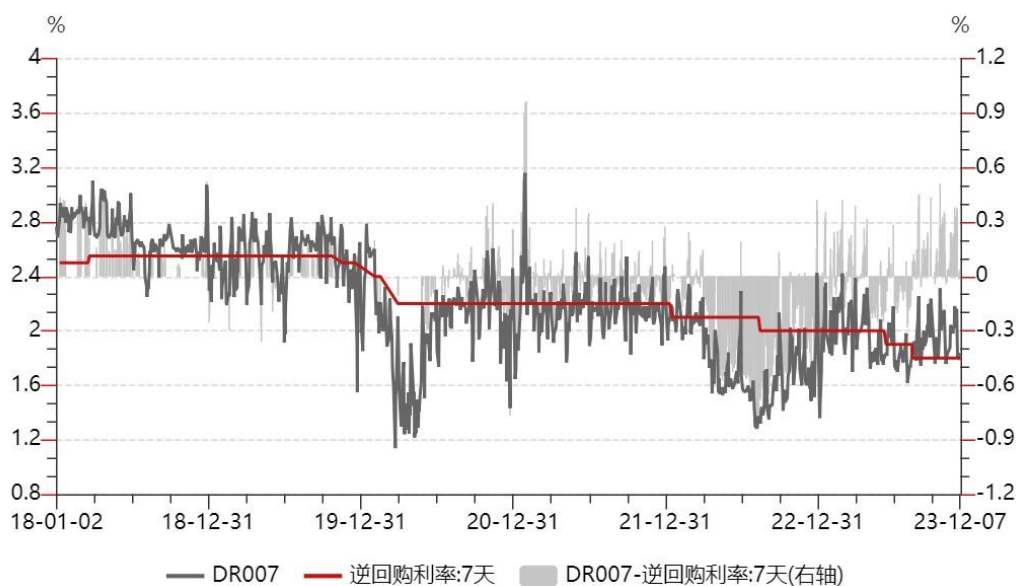


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

近期央行的政策表态频出，高层更加重视“防资金空转套利”。8月4日，四部委联合召开的新闻发布会上，央行货币政策司司长提到了“防止资金套利和空转”。同样地，在第三季

度货币政策执行报告中，对于下阶段的货币政策思路中，不再提及“资金利率围绕政策利率波动”，而是更加重视“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”，或意味着接下来不追求信贷的过度扩张，无需营造过度宽松的环境，这是 8 月降息后资金面显著收紧且央行在公开市场持续保持谨慎的核心原因。央行行长潘功胜也指出，“必须平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系，始终保持稳健性，管好货币总闸门，守护好老百姓的钱袋子。” 短期美国仍将维持高利率环境同时国内稳增长需求迫切性下降，货币政策的边际调整意图或较为明显。结合汇率来看，在人民币汇率从 7.2 升值至 7.1 附近期间，资金利率并未跟随下行，资金利率中枢持续运行于政策利率之上，也可以侧面印证此阶段汇率并不是主导因素，而是体现了货币政策的取向。

图 15 资金利率运行显著高于政策利率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

但值得注意的是，在 2022 年以来的降息周期中，我国名义利率已显著下行至低位，但居民和企业加杠杆的意愿仍偏弱修复。事实上，实际利率上行制约了实体经济融资需求回升。三季度经济下行压力最大时期 MLF 利率仅下调 15bp，同时在通胀下行趋势下，中国的实际利率反而是上行至历史高位。往后看，在扩内需、稳增长诉求下，MLF 降息在中长期的维度上仍有必要性。

图 16 市场和政策的实际利率持续回升



资料来源：wind，瑞达期货研究院

结合近日央行行长潘功胜表示，“合理把握利率水平，推动实体经济融资成本稳中有降。”以及中央金融工作会议要求，“货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节”，这意味着后续仍存降准降息可能性，但基本面变化到货币政策调整的时间差跨度可能加大。预计在经济尚未明显企稳前，2024 年货币政策宽松取向将不会轻易退出，政策利率或仍有下行空间，降准降息的可能性仍存，但宽松力度或低于今年，流动性也将不会过度宽松。

图 17 2021 年至今中国货币政策调整情况表

政策	调整内容
存款准备金率	2021 年 7 月 15 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点； 2021 年 12 月 15 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点； 2022 年 4 月 25 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，且对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，再额外多降 0.25 个百分点； 2022 年 4 月 25 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点； 2023 年 3 月 27 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点； 2023 年 9 月 15 日，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。
SLF 利率	2022 年 1 月 17 日，隔夜利率借贷便利利率下调 10 个基点至 2.95%、7 天期利率下调 10 个基点至 3.1%、1 个月期利率下调 10 个基点至 3.45%； 2022 年 8 月 15 日，隔夜利率借贷便利利率下调 10 个基点至 2.85%、7 天期利率下调 10 个基点至 3.0%、1 个月期利率下调 10 个基点至 3.35%； 2023 年 6 月 13 日，隔夜利率借贷便利利率下调 10 个基点至 2.75%、7 天期利率下调 10 个基点至 2.9%、1 个月期利率下调 10 个基点至 3.25%； 2023 年 8 月 15 日，隔夜常备借贷便利利率下调 10 个基点至 2.65%，7 天期利率下

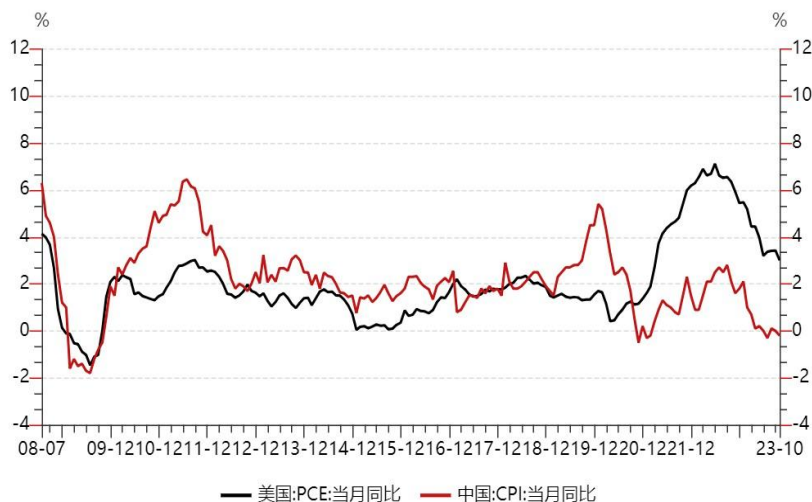
	调 10 个基点至 2.80%，1 个月期下调 10 个基点至 3.15%。
LPR 利率	2021 年 12 月 20 日，1 年期下降 5 个基点至 3.80%，5 年期保持不变为 4.65%； 2022 年 1 月 20 日，1 年期下降 10 个基点至 3.70%；5 年期下降 5 个基点至 4.60%； 2022 年 5 月 20 日，1 年期保持不变为 3.70%；5 年期下降 15 个基点至 4.45%； 2022 年 8 月 22 日，1 年期下降 5 个基点至 3.65%；5 年期下降 15 个基点至 4.30%； 2023 年 6 月 20 日，1 年期下降 10 个基点至 3.55%；5 年期下降 10 个基点至 4.20%； 2023 年 8 月 21 日，1 年期下降 10 个基点至 3.45%；5 年期保持不变为 4.20%。
MLF 利率	2022 年 1 月 17 日，中标利率下降 10 个基点至 2.85%； 2022 年 8 月 15 日，中标利率下降 10 个基点至 2.75%； 2023 年 6 月 13 日，中标利率下降 10 个基点至 2.65%； 2023 年 8 月 15 日，中标利率下降 15 个基点至 2.50%。
逆回购利率	2022 年 1 月 17 日，中标利率下降 10 个基点至 2.10%； 2022 年 8 月 15 日，中标利率下降 10 个基点至 2.00%； 2023 年 6 月 13 日，中标利率下降 10 个基点至 1.90%； 2023 年 8 月 15 日，中标利率下降 10 个基点至 1.80%。

资料来源：公开资料，瑞达期货研究院整理

三、中美政策分化有望收敛，汇率升值动能或将增强

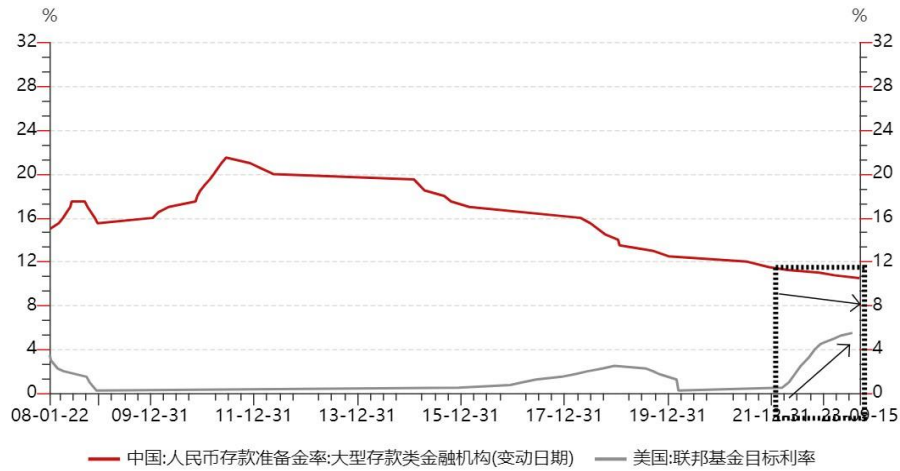
2010 年以来，中美利差虽有阶段性波动，但整体呈现中国高于美国的趋势。本轮中美两国的经济周期和货币政策“双背离”导致中美利差呈收窄态势，特别是 2022 年二季度以来，中美利差收窄态势明显加快并位于深度倒挂区间。新冠疫情冲击下中美经济周期出现错位效应，中美面临的通胀压力也存在差异。在前期激进的量化宽松政策刺激下，美国经济超预期强劲，美联储加快紧缩步伐以缓解居高不下的通胀压力，而中国的经济保持恢复态势，通胀整体保持温和可控，货币政策坚持跨周期与逆周期调节结合以促进稳增长，中国的主要期限国债利率整体稳中有降。而 2022 年 3 月开始，美联储连续 11 次加息，联邦基金利率提高至 5.5%，国债收益率相应飙升。

图 18 中美通胀走势分化



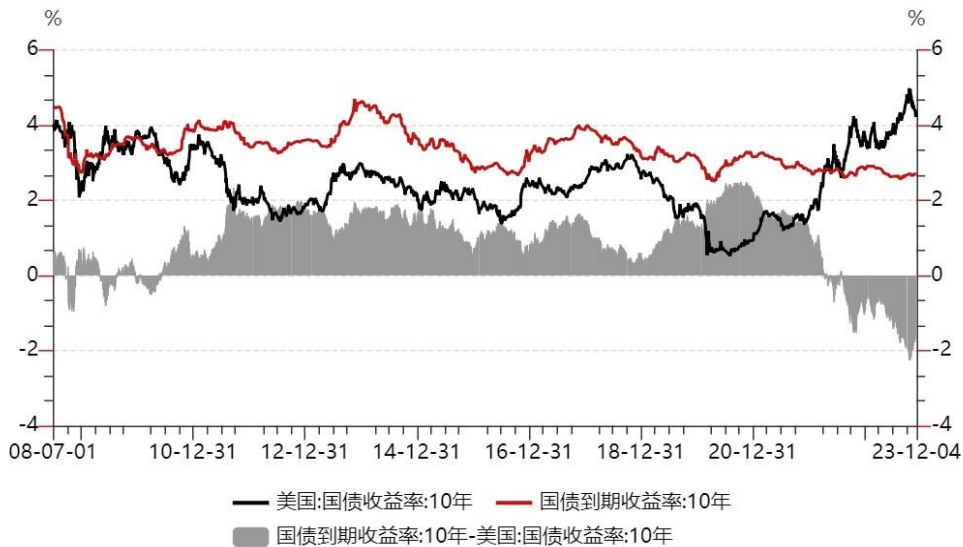
资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 19 中美货币政策背离



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 20 中美利差深度倒挂



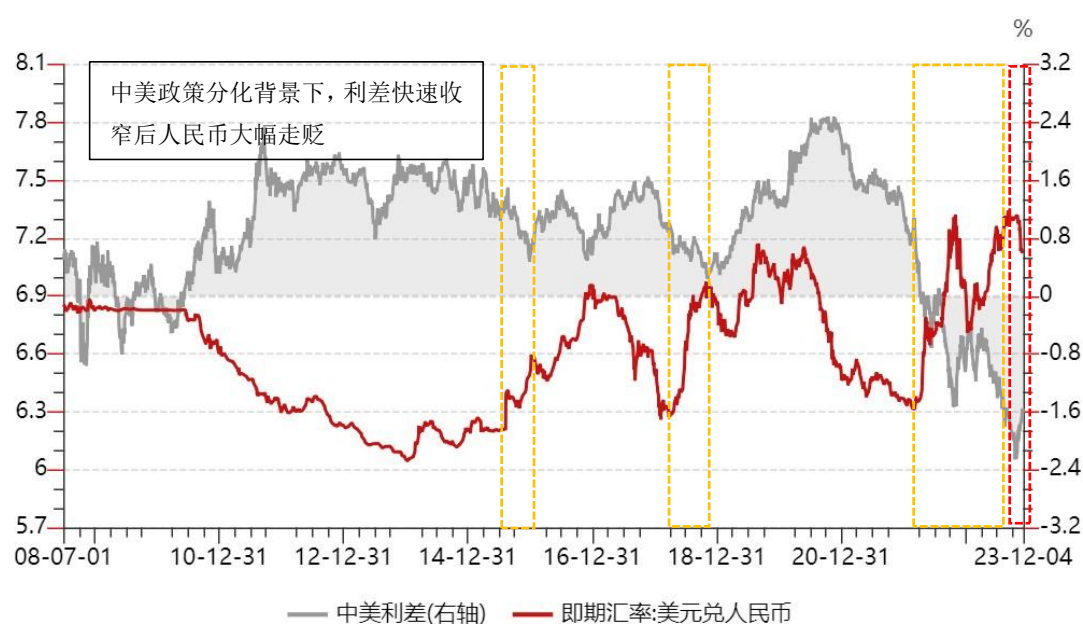
资料来源：wind，瑞达期货研究院

人民币汇率方面，主要受外部的美元指数、中美利差和内部的经济复苏状态影响，其背后反映的主要是中美经济的相对强弱和货币政策的同步程度。美国经济以及通胀或将温和下行，明年有望开启降息周期。同时，国内经济延续复苏态势，但需要警惕地产弱势反弹给经济复苏带来的不确定性。后续国内宽松的货币政策或逐渐向信用端传导，汇率贬值的压力也将减弱，人民币汇率升值动能或将增强。

11 月份以来，美元指数和美债利率随美联储后续加息的必要性和概率高位回落，人民币汇率显著走强。中美利差目前仍处于较高水平，但趋势已经开始发生变化，对汇率贬值构

成的压力有所削弱。美元指数中枢的下降预期基本确定了人民币的升值方向，但全球流动性偏紧态势在美国降息时点来临之前难以有实质性改变，在温和回升过程中人民币汇率或仍有阶段性的上行压力。从节奏和空间来看，美联储在明年上半年的降息概率较小，美债利率大概率维持高位筑底格局，中美利差进一步走扩的可能性较小但改善空间也相应有限；下半年若降息开启，将驱动中美利差进一步收窄并有望逐步回归至正常区间，对人民币汇率也将起到积极的支撑作用。

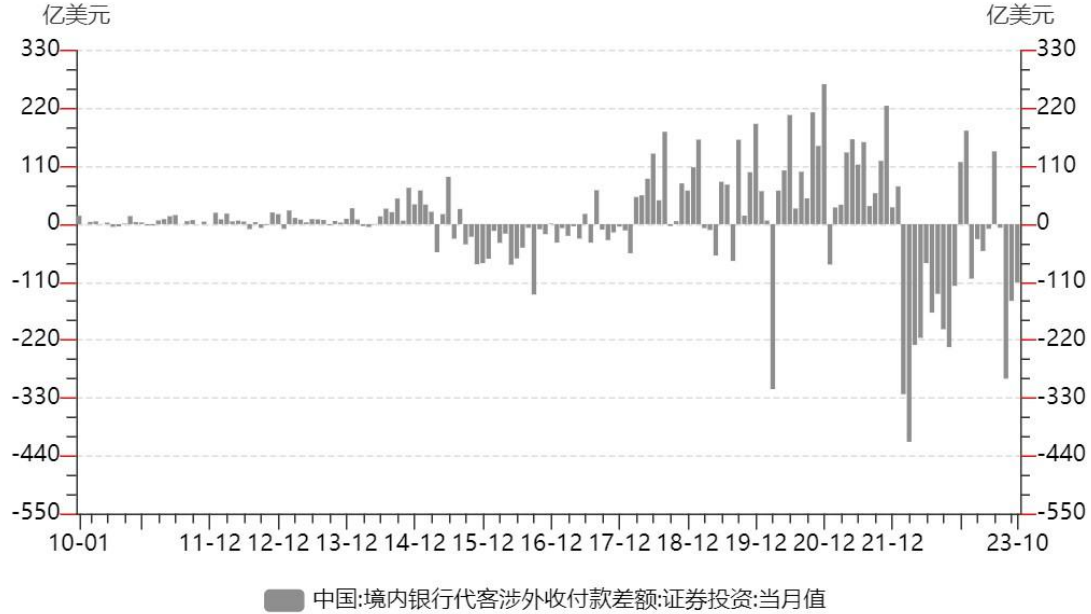
图 21 近期中美利差收窄支撑人民币汇率走强



跨境资本流动方面，中美利差的收窄倒挂导致 2022 年以来我国资本流动方向逆转，资本流出压力加大。回顾历史，2010 年以来，中美利差有多次较为明显的收窄阶段，其中与此轮比较相似的是 2015 年 7-12 月和 2017 年 12 月至 2018 年 12 月，都是由于中美政策和经济周期不同步导致的利差快速收窄，而本轮中美货币政策的分化程度或更甚于前两次。从证券投资看，在两次中美利差收窄阶段，股权投资呈净流出态势，且其影响主要体现在证券投资对外负债端，而债券投资净资产减少，为净流入。由于债券市场对两国利率变动更为敏感，资本逐利性带来的套利和套汇效应集中在债券市场。中美利差收窄影响对债券投资的资产和负债端均较为明显。但 2018 年末较 2017 年末的净流入增速为负增长，一定程度上体现了中美利差收窄造成的资金外流压力。而直接投资受到中美贸易政策和中美关系影响较大，整体直接受中美利差影响较小。在其他投资方面，货币和存款项和贸易信贷项在 2018 年末较 2017 年末、2022 年末较 2021 年末均呈现净流出态势，或表明中美利差收窄并深度倒挂驱动的资本流出压力较大。从贸易角度来看，中美利差对人民币汇率构成压力，刺激出口增长，

贸易信贷的相关应收款项增加，从而导致国际资本外流。往后看，随着中美利差逐步回归正常区间以及人民币升值空间打开，资本外流压力或将逐渐减轻。

图 22 证券投资项目涉外收付款大额净流出



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 23 最近一轮与本轮中美利差收窄阶段中国国际投资头寸表变动

项目	2017年末	2018年末	变动	增幅	2021年末	2022年末	变动2	增幅2
净头寸	20652	21075	423	2.05%	21861	25313	3453	15.79%
资产	71915	74327	2412	3.35%	95216	92580	-2636	-2.77%
1 直接投资	18450	20015	1566	8.49%	27852	27950	99	0.36%
2 证券投资	4992	5065	73	1.47%	9791	10335	544	5.56%
2.1 股权	3044	2786	-258	-8.47%	6477	5902	-575	-8.87%
2.2 债券	1948	2279	331	17.01%	3314	4433	1119	33.76%
3 其他投资	16055	17505	1449	9.03%	23139	20925	-2215	-9.57%
3.1 货币和存款	3611	3896	286	7.92%	5428	5140	-288	-5.30%
3.2 贷款	6373	7097	724	11.35%	9887	8397	-1490	-15.07%
3.3 贸易信贷	5319	5972	653	12.28%	6323	6176	-146	-2.31%
4 储备资产	32359	31680	-679	-2.10%	34269	33065	-1204	-3.51%
4.1 货币黄金	765	763	-1	-0.19%	1131	1172	41	3.63%
4.2 外汇储备	31399	30727	-672	-2.14%	32502	31277	-1225	-3.77%
负债	51263	53252	1989	3.88%	73356	67267	-6089	-8.30%
1 直接投资	27257	28271	1014	3.72%	36035	34956	-1079	-2.99%
2 证券投资	11775	11628	-147	-1.25%	21477	17810	-3668	-17.08%
2.1 股权	8405	7506	-899	-10.70%	13386	11243	-2144	-16.01%
2.2 债券	3370	4122	752	22.30%	8091	6567	-1524	-18.84%
3 其他投资	12197	13294	1097	9.00%	15740	14318	-1422	-9.03%
3.1 货币和存款	4365	4833	468	10.73%	5970	5269	-701	-11.74%
3.2 贷款	3922	4169	248	6.31%	4495	4031	-464	-10.33%
3.3 贸易信贷	3523	3931	408	11.58%	4228	3826	-402	-9.52%

资料来源：国家外汇管理局，瑞达期货研究院

4. 市场对美联储政策转向预期走强对大宗商品价格影响

对于海外大宗商品而言，市场对美国利率预期的改变往往将影响其相应价格，在加息周期中，2年期国债收益率见顶时往往暗示着市场对美联储货币政策预期的关键转折点，除对

利率峰值的确定外，对后继降息预期的提升同样反映于国债收益率之中。因此，我们将观察历史上加息周期末期2年期国债收益率达到峰值（分别为1984年6月、1989年3月、1994年12月、2000年5月、2006年6月以及2018年10月）后12个月内原油、铜、以及黄金等大宗资产价格走势来寻找可能存在的规律。

图 24 两年期美国国债收益率往往早于联邦基金目标利率见顶回落



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 25 1984 年两年期国债收益率触及峰值后 12 月资产月均变化

指标名称	1984-06	1984-07	1984-08	1984-09	1984-10	1984-11	1984-12	1985-01	1985-02	1985-03	1985-04	1985-05
WTI原油:月:平均值:环比	-1.87	-4.07	1.96	0.22	-2.01	-2.41	-3.76	-5.21	5.87	3.54	1.93	-4.02
COMEX黄金:月:平均值:环比	-0.23	-8.25	0.54	-1.93	-0.61	0.58	-6.58	-5.11	-1.51	2.36	6.14	-2.37

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 26 1989 年两年期国债收益率触及峰值后 12 月资产月均变化

指标名称	1989-03	1989-04	1989-05	1989-06	1989-07	1989-08	1989-09	1989-10	1989-11	1989-12	1990-01	1990-02
WTI原油:月:平均值:环比	9.10	7.37	-4.06	-0.19	-1.51	-5.81	5.65	2.59	-1.36	6.36	7.35	-2.35
COMEX黄金:月:平均值:环比	0.59	-1.64	-3.09	-0.90	1.84	-2.74	-0.62	0.98	7.85	3.15	0.52	1.22
LME3个月铜:月:平均值:环比	4.66	-2.69	-8.62	-7.91	-2.39	10.70	5.04	-1.16	-8.89	-6.27	-2.02	-0.91

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 27 1994 年两年期国债收益率触及峰值后 12 月资产月均变化

指标名称	1994-12	1995-01	1995-02	1995-03	1995-04	1995-05	1995-06	1995-07	1995-08	1995-09	1995-10	1995-11
WTI原油:月:平均值:环比	-5.17	4.88	3.01	0.11	7.19	-0.74	-6.79	-6.22	3.22	2.22	-4.45	3.60
COMEX黄金:月:平均值:环比	-1.38	-0.10	-0.45	1.64	2.15	-1.31	0.53	-0.45	-0.80	0.21	-0.26	0.68
LME3个月铜:月:平均值:环比	6.47	2.05	-4.80	1.44	-1.25	-3.70	6.10	0.63	1.13	-3.23	-4.60	0.77

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 28 2000 年两年期国债收益率触及峰值后 12 月资产月均变化

指标名称	2000-05	2000-06	2000-07	2000-08	2000-09	2000-10	2000-11	2000-12	2001-01	2001-02	2001-03	2001-04
WTI原油:月:平均值:环比	12.80	9.46	-5.75	4.78	8.76	-2.76	4.04	-17.12	3.03	1.32	-8.01	1.28
COMEX黄金:月:平均值:环比	-1.50	3.75	-1.64	-2.44	-0.16	-1.50	-1.23	1.91	-2.33	-1.34	0.19	-0.46
LME3个月铜:月:平均值:环比	5.46	-1.85	3.05	3.13	5.46	-3.80	-4.83	3.07	-4.39	-0.65	-1.19	-3.91

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 29 2006 年两年期国债收益率触及峰值后 12 月资产月均变化

指标名称	2006-06	2006-07	2006-08	2006-09	2006-10	2006-11	2006-12	2007-01	2007-02	2007-03	2007-04	2007-05
WTI原油:月:平均值:环比	0.01	4.89	-1.82	-12.57	-7.45	0.44	4.53	-11.94	8.63	2.28	5.43	-0.79
COMEX黄金:月:平均值:环比	-11.60	6.35	-0.52	-5.24	-1.89	7.13	0.07	0.34	5.69	-1.86	4.02	-1.82
LME3个月铜:月:平均值:环比	-10.43	7.50	0.29	-0.92	-1.56	-5.80	-4.92	-14.72	0.66	11.87	19.92	-1.33

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 30 2018 年两年期国债收益率触及峰值后 12 月资产月均变化

指标名称	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09
WTI原油:月:平均值:环比	0.99	-20.06	-13.40	5.48	6.51	5.69	9.80	-4.82	-10.01	5.13	-4.64	3.69
COMEX黄金:月:平均值:环比	1.38	0.66	2.61	3.22	1.88	-1.29	-1.17	-0.10	5.92	3.87	6.38	0.30
LME3个月铜:月:平均值:环比	2.53	-0.51	-1.45	-1.87	5.42	2.01	0.50	-6.31	-2.31	0.87	-3.73	0.87

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 31 历史数据期间涨跌幅均值

指标名称	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
WTI原油:月:平均值:环比	2.64	0.41	-3.34	-0.36	1.92	-0.93	2.25	-7.12	1.56	3.47	-0.40	0.23
COMEX黄金:月:平均值:环比	-2.12	0.13	-0.43	-0.94	0.53	0.14	-1.50	-0.41	2.47	1.07	2.83	-0.41
LME3个月铜:月:平均值:环比	1.74	0.90	-2.31	-1.23	1.14	-0.12	0.38	-3.70	-2.76	0.52	1.68	-0.90

资料来源: wind, 瑞达期货研究院

从上述数据来看,在 2 年期国债收益率达到峰值后,原油价格在前 6 个月表现普遍偏弱。美联储在历史上往往为抑制通胀水平开启加息周期,而在利率触及峰值时通胀普遍已有所回落,同时经济在高利率水平下逐渐承压,这也进而导致商业活跃度以及社会整体需求水平下降,进而促使能源价格下降。但从数据来看,能源价格在 2 年期国债收益率达到峰值后第 7 个月开始普遍逐渐回升,这个期间利率水平往往已逐步回落,美元走弱以及货币政策逐渐放宽等影响均有利能源价格回升。

有色金属方面,黄金在 2 年期国债收益率触及峰值后的前 6 月表现相较一般,金价在利率预期下降的初期往往并未得到显著提振。其中原因或许有两点: 1. 美联储提高利率水平的前期阶段通常伴随着较高的通胀水平,黄金在此阶段作为有效对冲通胀风险的资产其价格也将得到相应提振,而在后期利率水平触及峰值时,黄金价格有较高概率处于阶段性高位,

前期通胀上升所造成的利多因素的消退或与利率预期因素相互对冲。2. 利率预期转变初期国债价格水平往往受前期利率上涨影响处于低位,在利率预期转变初期国债价格反应较为敏感,上涨趋势明显,因此在此节点投资国债所得回报或有较高概率优于投资黄金。而在后6个月期间,黄金价格在不风险利率下降,持有成本递减的情况下表现往往较为优异,同时期间经济在高利率环境下相对低迷,高利率环境造成金融风险的概率上升,避险需求进而给予黄金价格额外上涨动力。

铜价在2年期国债收益率触及峰值后前两月或受美元汇率下降影响往往得到小幅提振,但在后继数据中并未体现出明显规律及趋势,整体价格走势或更多取决于自身供需以及库存状况,货币政策对其影响相对较小。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。