

No. 2120

研究报告



大宗商品价格上涨基本面成因及启示

郭彪



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

大宗商品价格上涨基本面成因及启示

郭彪¹

一、报告背景

国务院常务会议重拳出击，7天内两次“点名”大宗商品涨价。

5月12日，国务院召开常务会议要求跟踪分析国内外市场形势和变化，有效应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。

5月19日，国务院常务会议又提出部署做好大宗商品供保稳价工作，保持经济平稳运行。

螺纹钢在一到两个月的时间内上涨幅度超过30%，大大影响了下游经济的成本。所以，国常会七天内连续两次点名大宗商品涨价，说明什么情况？

从调控历史而言，发改委和相关监管机构要求上调保证金、要求媒体稳价、约谈煤炭企业等等。国常会连续两次发出声音，跟历史调控有何不同，这是要进一步分析的。

¹ 郭彪，中国人民大学财政金融学院应用金融系副主任、国际货币研究所研究员

二、大宗商品价格上涨的宏观因素

关于大宗商品价格上涨的宏观因素，很多专家提出了相应的看法，报告认为主要有以下几方面的因素。

首先，疫情导致的供求缺口推动大宗商品价格上涨。

在疫苗普及之后，以中国和美国为代表的经济体在需求方面有很大程度的复苏。以中国为例，随着对疫情的迅速控制和疫苗普及，工业生产总需求有大幅增长，截止今年5月达到2017年以来的新高，需求端大幅上涨。而巴西、智利、印度等大宗商品的主要供给国还深陷疫情的危机当中，所以供给端增长的速度没有需求端增长速度快，从而带来了大量供求缺口。

其次，美元货币宽松叠加财政刺激计划导致大宗商品价格上涨。

很多大宗商品价格以美元定价，美元超发导致大宗商品价格上涨，美元贬值后需花更多的美元购买大宗商品。今年以来美国核心CPI增长率超过3%，在历史上看，2013年是美国通胀比较高的时点。所以，通胀+美元刺激的6万亿计划促使了大宗商品价格上涨。为什么称之为输入性通胀呢？因为本次大宗商品上涨的行情主要是从美国传过来的，所以叫做输入性通胀。

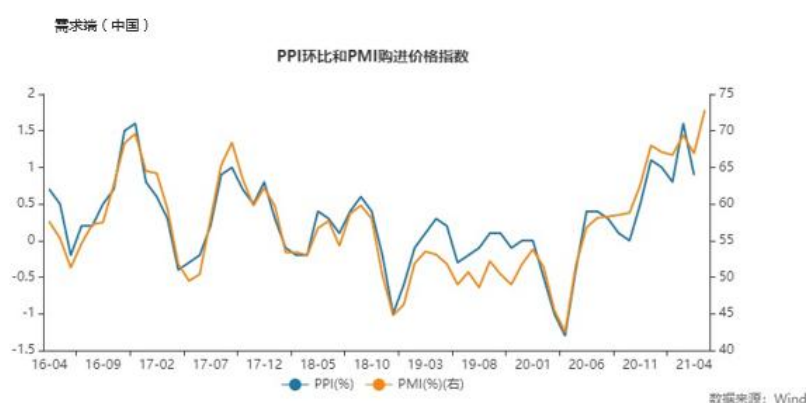
第三，碳中和政策短期冲击。

碳达峰、碳中和政策影响碳排放量比较大的行业是发电和钢铁。作为我国碳排放量最高的两个行业，发电和钢铁行业是实现缩减碳排放目标的重点，要减产限产、收缩产能预期。但需求在增加，主要供给国的供给出现问题，而经济恢复又超出预期，叠加碳中和减产限产

预期，供需更加失衡。6月1日《证券时报》的摘要显示，珠三角多地错峰限电，限制了产业相关公司去生产钢材。所以，产能收缩的预期叠加前面的美元和疫情，三个重要的宏观因素促使了最近大宗商品价格的上涨。大宗商品价格上涨肯定会对下游行业带来不利影响，比如原材料价格上涨、成本增加，导致很多企业出现大幅亏损。国常会7天连续两次发出相应的通知，这与之前相关的调控具有很不同的背景。

第四，是其他宏观因素，如我国的经济“双循环”格局，但前面三个宏观因素是比较重要的，可以解释最近大宗商品行情的重要表现。

一、疫情抑制供求缺口推动大宗商品价格上涨



三、大宗商品价格上涨的理论探讨

在宏观因素分析过后，进行理论探讨。如果没有从基本面进行分析，无法提出合理的政策建议。目前我国大宗商品已经有六十几个品种，大宗商品期货横截面最重要的核心因子是什么？要回答这个问题，

需要找到这个核心因子，以更好的进行基本面分析。

报告构建了十个常用的多空因子（包括基差、动量效应、基差动量、大宗商品历史收益率偏度、波动率、特质性波动率、通货膨胀、非流动性、价值和持仓量），关注其在我国大宗商品市场的表现。从存储效应、对冲假说、风险假说等分别衡量大宗商品走势情况，结论是基差、动量是我国大宗商品最重要的两个因子。

基差因子基于存储理论，库存是很重要的因素。库存不能单纯静态判断高低，而是要与价格走势结合起来，这样才能更好的预判未来大宗商品的价格走势。当价格较低时，厂商没有很强的动力去增加库存，库存就被动减少，当价格上涨时，企业利润上升且愿主动增加库存。

基差会修复，但不确定修复方向。当产业利润很高时，厂商愿意扩大生产与供给，供给增加，利润上升，但接下来很有可能价格下跌。而当产业利润较低，厂商不愿意生产（生产就是亏损），此时供求关系发生变化。高库存、高升水时更容易下跌修复基差，这是从经济学和概率角度更可能出现的演绎过程。

中国大宗商品期货价格横截面重要的决定因子？

一、构建了10个横截面多空因子组合，分别关注以下特征的横截面序数：（1）基差；（2）动量；（3）基差-动量；（4）偏度；（5）波动率；（6）特质性波动率；（7）通货膨胀；（8）非流动性；（9）价值；（10）持仓量。

二、使用横截面单元和多元回归，测试每个因子对收益率的预测能力

$$r_{i,t} = \alpha_t^{\text{CON}} + \sum_{j=1}^{J-1} \beta_{j,t}^{\text{CON}} z_{i,j,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{for } i = 1, \dots, I_t$$

三、使用LASSO、ENET机器学习方法，挑选出长期来看最为重要的因子

四、建立等权、波动率倒数加权、打分组合等，考查因子组合预测能力

四、大宗商品价格上涨的微观因素

以螺纹钢为例看最近大宗商品价格上涨。最近一个月螺纹钢上涨了 30%，在两次国常会提出警告后又下跌了 30%。首先，从基本面是否可以一定程度上解释为什么是螺纹钢，为什么是黑色系，而不是其他品种？螺纹钢关系到很多行业，这是它的重要性。从时间序列来看，今年的合计库存（以唐山为例）在 3 月份、4 月份、5 月份基本处在低谷期，符合低库存的概念，也就是供给相对来说比较低，而需求端 **PPI 生产者指数** 已经达到比较高的位置。

如果不能很好的分析产业利润，是否可以增加供给就是一个很大的问题。**PMI 主要原材料供应价格-出厂价格** 通常可以在一定程度上来衡量一个产业的利润情况。这两者之差越高，说明原材料价格相对出厂价格越高，产业利润偏低；这两者之差越低，说明产业利润偏高。所以，近期无论是螺纹钢还是钢材，产业利润都处在比较低的状态。产业利润偏低，库存偏低，又有一个中度的贴水状态。这解释了为什么深贴水、低库存、低利润更容易上涨去修复基差的逻辑。

从产业结构看，上、中、下游大宗商品价格上涨引起国务院常务会议关注。需求端 **PPI 生产者指数** 已达到较高位置，相应库存比较低。生产钢材，无论是螺纹钢、线材还是热轧卷板，都需要使用上游原材料，而原材料与出厂价格差处于历史高位。结合宏观和微观因素得出一个基本判断：供给出现了问题。



上涨基本面成因：以螺纹钢为例



五、启示与建议

根据以上的分析，可以得到一些启示与建议。

首先，应提升衍生品市场价格发现机制建设，大力发展基差交易。

既然基差因子这么重要，要让实体企业有机会把基差的风险提前锁定。衍生品在价格发现与风险转移方面起到很大作用。大商所已经推出了基差交易平台，进一步发挥期货市场功能，提升期货市场服务实体经济的效率和水平。应该培育和鼓励更多的实体企业参与套期保值和基差交易。目前基差交易品种比较少，铁矿石有基差交易的品种，应该发展更多的基差交易品种，鼓励更多的实体企业参与套期保值，而不是简单的等待行情。

其次，应增加供给弹性。要避免下游企业利润降低而可能出现的大规模亏损，应当提高产业利润，产业供给受市场经济的调解必然逐

渐增加供给。如何增加供给弹性，除了行政上强行规定外，要考虑进口退税、税费减免，以帮助下游企业恢复生产，增加生产与供给。否则，强制性的政策可能只是短期的，而非市场行为。因此，比较重要的是增加供给弹性。

第三，应发挥人民币汇率调节作用。最近的人民币和美元的汇率出现了一些变化，比如人民币升值。允许人民币在市场机制下出现一定幅度的升值，有助于调节当前供需紧张局面。当然升值和贬值是双刃剑，在当前情形下适当程度的人民币的升值是合理的。

第四，交易所应密切关注近期主力合约到期前市场走势。螺纹钢主力合约是10月份，目前离窗口期还有两个月，如果是9月份的合约，8月份就要转移到新的合约上了。最近螺纹钢和铁矿石价格有大幅反弹，建议交易所密切关注主力合约在到期前的市场走势是否有所滞后。交易所可以考虑一些风险措施，比如提高保证金，防止或尽量降低出现逼仓的风险和价格大幅度波动。最重要的是如何在短时间内在符合宏观大背景下使供给得到增加，一定程度上可以通过行政手段提高产业利润或减税等。

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.2119	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	类承曜
IMI Report No.2118	IMI 宏观经济月度分析报告（第 49 期）	IMI
IMI Report No.2117	《人民币国际化报告 2020》系列九：上海建设全球金融中心的 微观举措	IMI
IMI Report No.2116	《人民币国际化报告 2020》系列八：上海全球金融中心建设的 机遇与挑战	IMI
IMI Report No.2115	《人民币国际化报告 2020》系列七：改革开放以来金融创新的 先行者	IMI
IMI Report No.2114	国际资本市场形势分析	钱宗鑫
IMI Report No.2113	《人民币国际化报告 2020》系列六：国际中心城市建设与货币 国际化	IMI
IMI Report No.2112	《人民币国际化报告 2020》系列五：上海全球金融中心五位 一体的协同发展模式	IMI
IMI Report No.2111	IMI 宏观经济月度分析报告（第 48 期）	IMI
IMI Report No.2110	发展绿色金融高效助力“碳中和”	蓝虹
IMI Report No.2109	新格局、新动力：十四五时期中国经济和资本市场解析	钟正生
IMI Report No.2108	《人民币国际化报告 2020》系列四：充分发挥上海对高质量发 展和高水平开放的引领作用	IMI
IMI Report No.2107	《人民币国际化报告 2020》系列三：人民币国际化进程稳步向前	IMI
IMI Report No.2106	IMI 宏观经济月度分析报告（第 47 期）	IMI
IMI Report No.2105	后疫情时期中国货币政策挑战	夏乐
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
IMI Report No.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn