

美联储加息对棉花价格影响分析

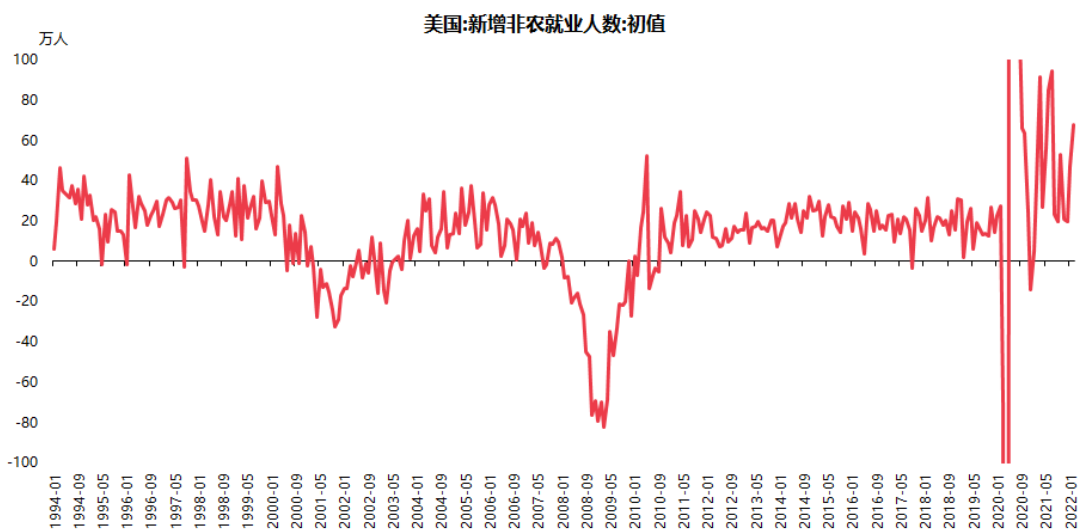
毛小辉 maoxh@jsfco.com 期货从业资格号：F3073740 投资咨询从业证书号：Z0015413

衡焱 hengyan@jsfco.com 期货从业资格号：F03090081 投资咨询从业证书号：Z0016768

一、当前美国主要经济指标及美联储货币政策预期

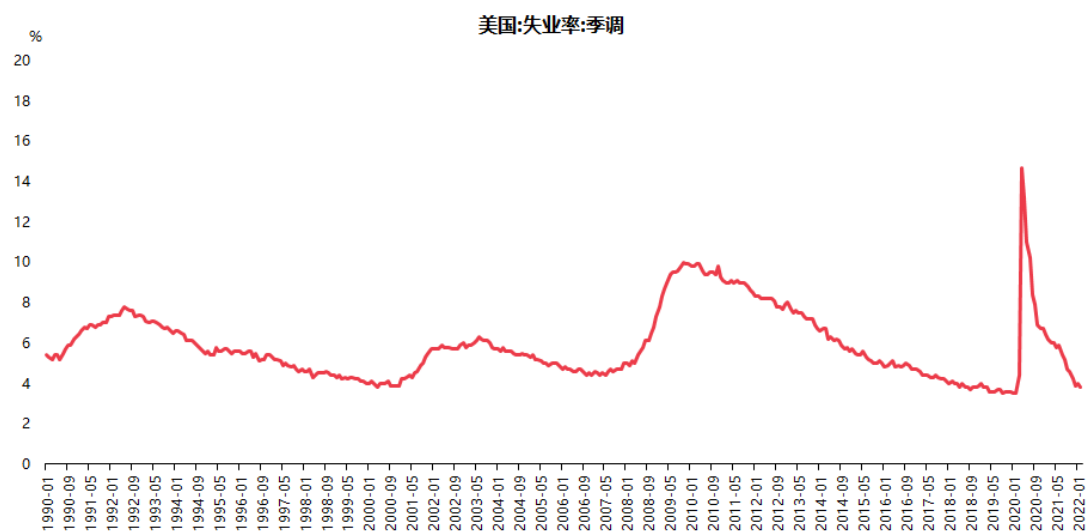
鉴于当前美国持续强势的就业水平以及屡创 40 年新高的 CPI 水平，美联储于上周将联邦基准利率从 0%-0.25% 区间上调 25 个基点至 0.25%-0.50% 区间，与市场预期一致，本次加息为 2018 年 12 月以来首次加息。美联储 FOMC 3 月点阵图显示，预计 2022 年美联储将加息 7 次，至 2022 年底利率为 1.9%，2023 年底利率为 2.8%。在地缘政治影响导致能源等大宗商品价格持续高位的背景下，近日美联储官员更是“鹰声”不断，多人表示可以支持 5 月加息 50 个基点，且 5 月可能开启缩表节奏，预计美联储货币紧缩节奏将是贯穿 2022 年全年主要宏观因素，本文我们复盘 1990 年以来美联储 4 次加息周期中商品及棉花价格走势，分析 2022 年加息对棉花价格的影响。

图 1：美国新增非农就业人数



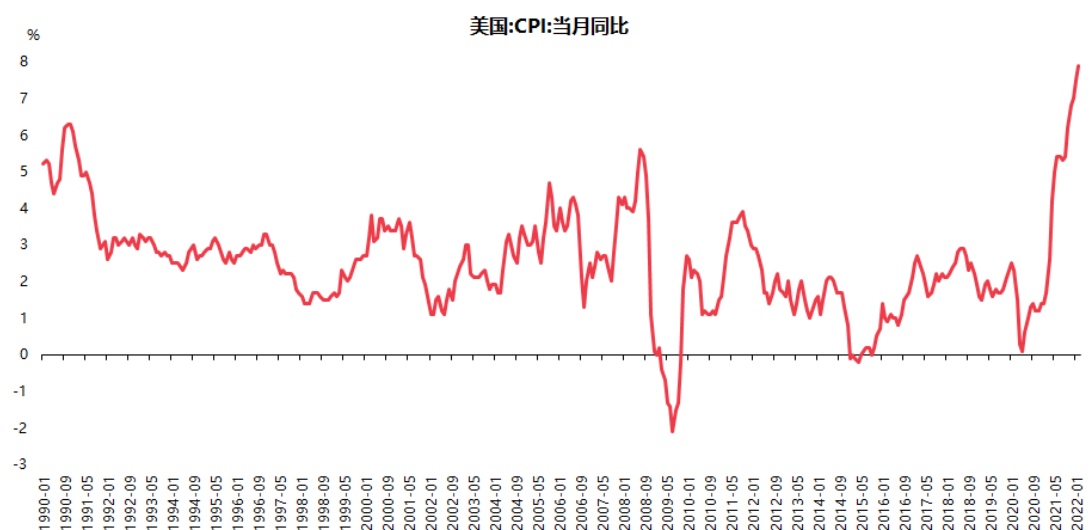
数据来源：Wind、金石期货研究所

图 2：美国失业率



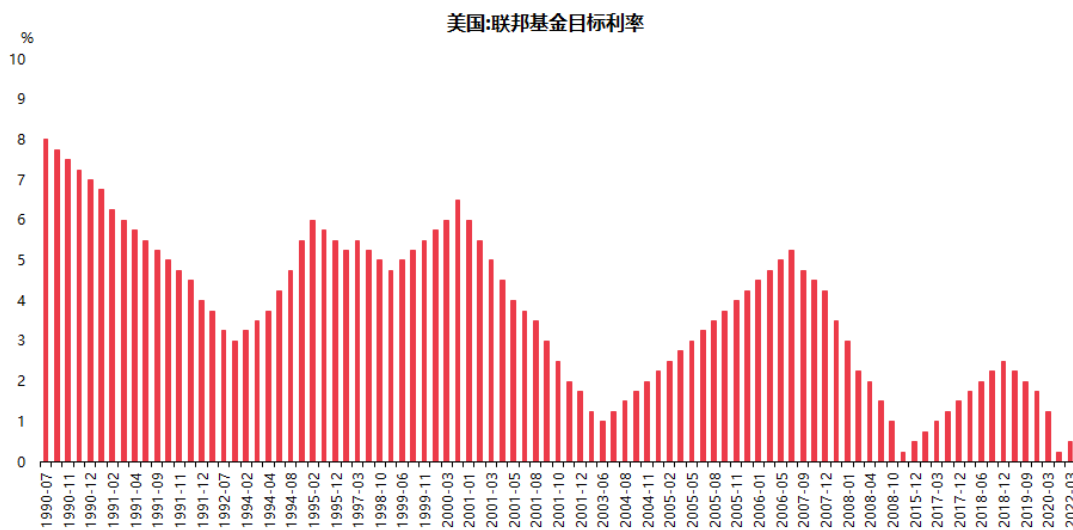
数据来源：Wind、金石期货研究所

图 3：美国 CPI



数据来源：Wind、金石期货研究所

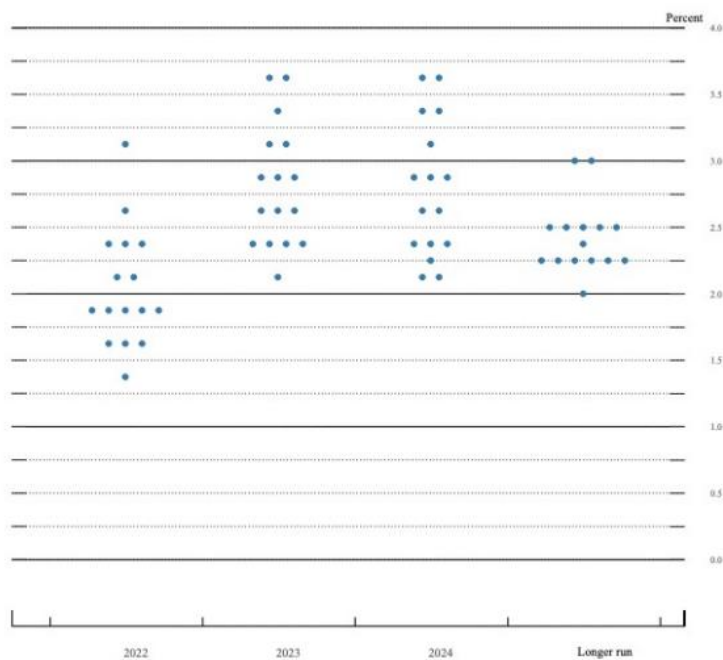
图 4：美国联邦基金目标利率（仅显示有变化月份数据）



数据来源：Wind、金石期货研究所

图 5：FOMC3 月点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储、金石期货研究所

二、美联储历次加息对价格影响的观测

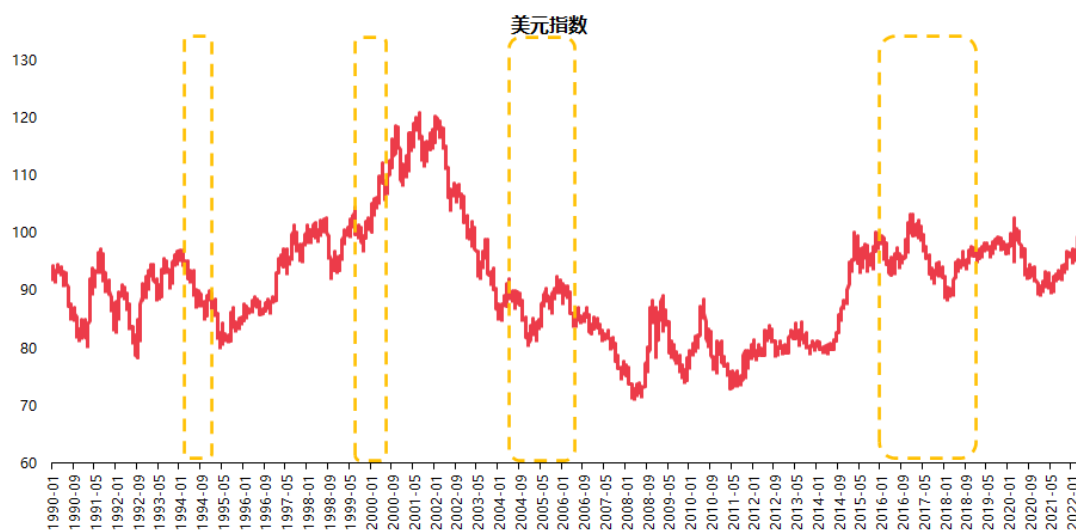
1990 年以来美联储共进行了四轮加息，分别为 1994 年 2 月-1995 年 2 月、1999 年 6 月-2000 年 5 月、2004 年 6 月-2006 年 6 月、2015 年 12 月-2018 年 12 月，四轮加息的基本情

况如下：

时间区间	利率变化	加息幅度	时长
1994年2月-1995年2月	3.00%→6.00%	3.00%	13个月
1999年6月-2000年5月	4.75%→6.50%	1.75%	12个月
2004年6月-2006年6月	1.00%→5.25%	4.25%	25个月
2015年12月-2018年12月	0.25%→2.50%	2.25%	37个月

美联储加息首先表现为美元价值提升，美元指数走强，图6中可以看出，四轮加息中美元指数或在预期阶段或在加息进行中均有一定程度强势表现。

图6：四轮加息中美元指数表现



数据来源：Wind、金石期货研究所

美联储加息导致美元走强，理论上以美元计价的大宗商品价格应该承压下行，但根据CRB指数表现来看，实际情况是加息进程中商品价格多数时候反而上升，在加息进程的后期或加息结束后价格开始走弱。CRB现货指数为基于美国现货市场的商品价格指数，依据22种基本的经济敏感商品的价格编制，这些商品所处的市场被认为是最先受到经济状况变动影响。综合指数之下有6个子指数：金属指数、纺织品和纤维指数、牲畜及产品指数、脂肪和油类指数、工业原料指数、食品物料指数。

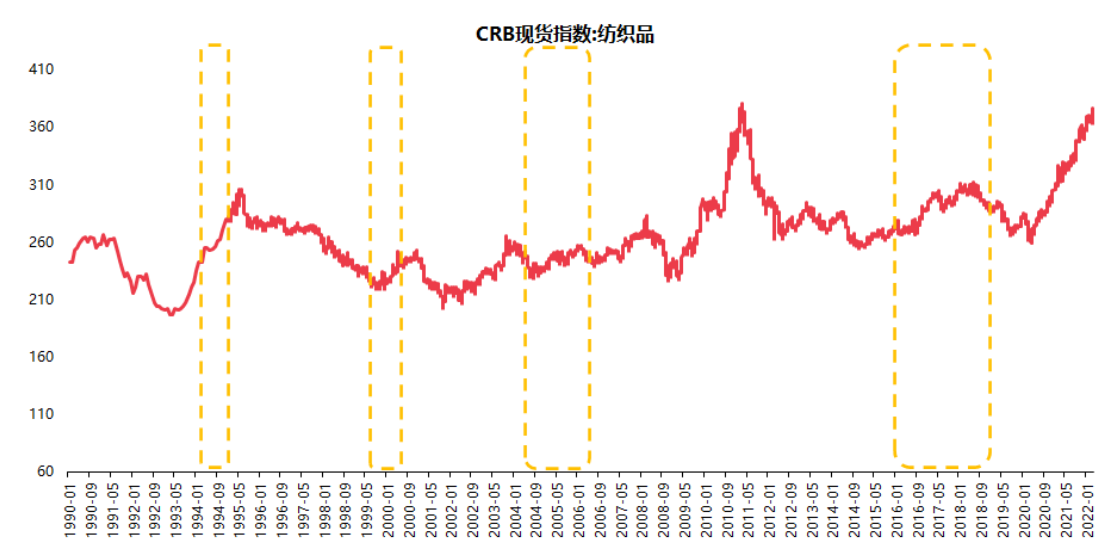
图 7：四轮加息中 CRB 综合指数表现



数据来源：Wind、金石期货研究所

具体到纺织品指数来看，与综合指数表现基本一致，基本也表现为加息进程中价格仍然走强，在加息进程的后期或加息结束后价格才开始走弱。

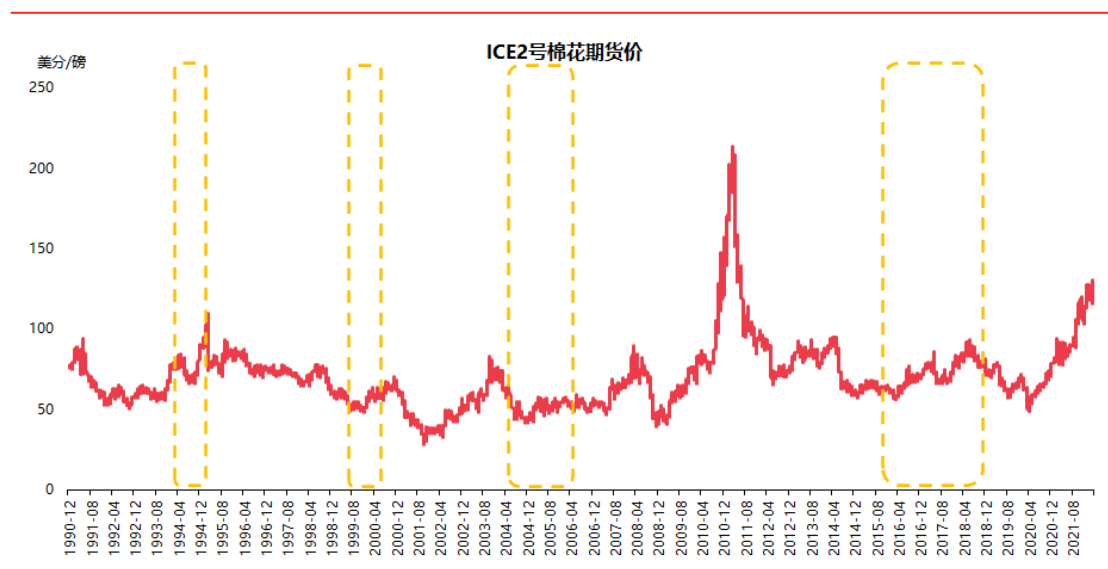
图 8：四轮加息中 CRB 纺织品指数表现



数据来源：Wind、金石期货研究所

从期货价格来看，四次加息进程中 ICE2 号棉花期货价格表现较为一致，基本上表现为加息预期或加息初期阶段出现小幅下行，之后表现强势，直至加息进程后期或加息结束后出现明显程度下滑。

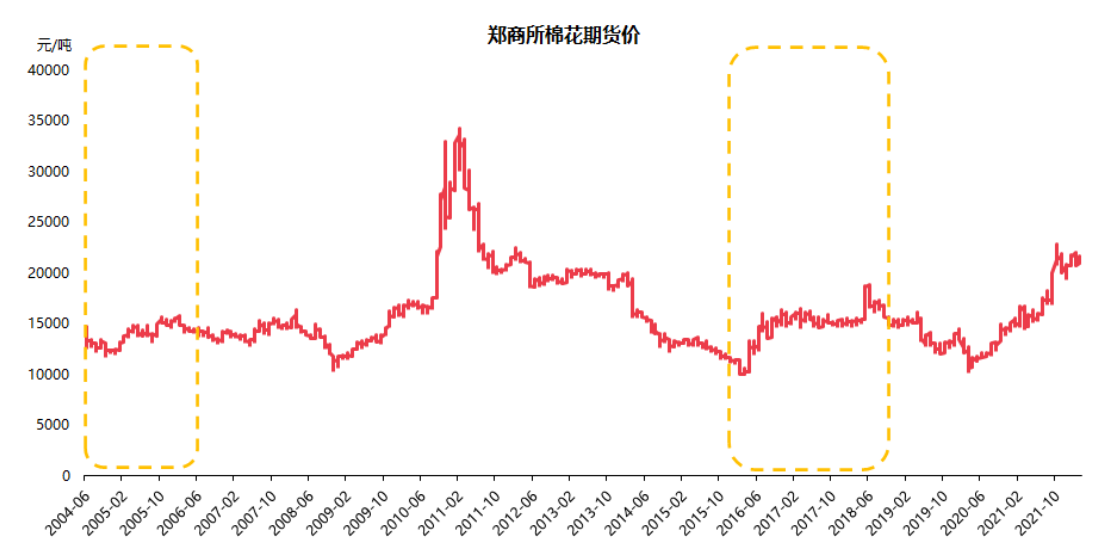
图 9：四轮加息中 ICE2 号棉花期货价格



数据来源：Wind、金石期货研究所

郑商所棉花期货由于上市时间较晚，仅有后两轮加息数据，但从价格表现上看与 ICE2 号棉花一致，表现为加息前期小幅下滑→加息进程中表现强势→加息末期价格走弱。

图 10：两轮加息中郑商所棉花期货价格



数据来源：Wind、金石期货研究所

三、美联储本轮加息对棉花价格影响

美联储本轮加息背景复杂，首先是前期大宗商品价格的持续上涨更多是由疫情后供给端恢复缓慢与需求快速复苏造成的供需紧张导致，其次是当前俄乌地缘政治因素以及伊核协议对全球能源价格造成的不确定性，从国内层面来讲，又存在国内货币、财政政策与美国明显背离的情况。这三个因素均会干扰美联储加息对棉花价格的影响。

俄乌战争及美联储加息前期推动了美指走高，理论上对棉花价格形成压制，但近期棉花

价格并未走弱，美棉价格甚至大幅走强，一方面由于加息幅度符合市场预期，另外还由于本轮商品价格上涨主要由供需紧张导致，加息初期难以对供需产生实际影响，近期美棉主要交易持续强势的销售数据特别是中国采购以及美棉产区干旱状况，受基本面主导，对美联储加息反应较小；而国内棉价仍处于上下游巨大矛盾当中，难有趋势性方向，近期主要跟随美棉，又受制于疲弱的下游消费，对美棉的强势上涨跟随有限，对美联储加息反应也不足。

俄乌地缘政治及伊核协议的发展方向目前仍较难预判，但短期内俄乌结束战争西方国家解除对俄制裁的可能性不大，伊核协议进展倒是较为顺利，但签署完成后其原油投入市场的时间及数量仍有待观察，预计国际能源供应短缺状况短期难以改善，能源价格维持高位可能性较大，则通胀支撑的商品价格强势局面短期也难以改善，会干扰美联储加息的效果。

国内方面，为实现“稳增长”目标，2022 年国内货币政策将以宽松为主，与美联储的紧缩政策明显背离，因此对国内棉价来说，还会有来自国内货币政策的支撑，会导致美联储加息对国内棉价本就微弱的压制再受削弱。

综上，目前来看美联储本轮加息会对棉价在基本面主导的基础上表现为有限压制，具体效果需要关注美联储后续加息和缩表的力度及速度，如果加息的力度及速度足够引起需求发生较为显著的下滑，则对价格的压制效果增强，反之，则在供需紧张解决之前加息对价格的影响都较为有限。

棉花价格方面，我们仍然维持前期观点，短期下方成本支撑，上方需求疲弱及套保盘压力下维持区间震荡，跟随外盘波动，中长期随着消费持续走弱及 22 年度种植面积增加带来的供应宽松格局和美联储紧缩货币政策压力下重心下移。

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与金石期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了金石期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映金石期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经金石期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“金石期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。