

上海期货交易所

“加快建成世界一流交易所”论证

——基于“从期货市场研判宏观经济形势”角度*

浙商期货有限公司研究中心 郑弘 沈文卓 朱泉鹏

上海期货交易所（以下简称上期所）作为国内成立时间较早的交易所，上市的品种一直以来都备受市场关注，随着上海国际能源交易中心（以下简称能源中心，INE）成立，上市品种进一步丰富，市场关注度也越来越高。通过长周期的数据整理发现，部分上期所及能源中心上市品种对于宏观经济走向具有较大的预判和指引意义，这不仅体现了期货品种的价格发现功能，更为政策制定者提供了一个全新的参考维度。本文列举了铜、黄金、原油、钢材类品种和集运指数（欧线）等期货品种与经济指标的对比，以此来阐述上述观点。

一、沪铜价格的国际化体现

（一）沪铜与伦敦金属交易所（London Metal Exchange, LME）铜具有较高的相关性

铜作为一种全球定价的大宗商品，在宏观经济分析中占有非常重要的地位。当前上期所沪铜合约价格与LME铜合约价格具有很强的相关性，其相关系数可达到0.99。两者以人民币计价的月度平均价格涨跌基本上是完全一致的。沪铜合约价格可以反映国际铜价的变化

（图1）。

（二）沪铜价格与美国铜库存周期同步共振

由于沪铜价格与国际铜价的高相关性，而国际铜价受美国铜库存周期影响波动，所以沪铜价格可以在一定程度上反映美国铜库存周期变化，为判断所处周期位置提供部分依据（图2）。

美国铜库存周期根据美国总库存和总需求同比指标一般分为被动去库存、主动补库存、被动补库存和主动去库存四个阶段。如表1所示，从此前七轮库存周期的历史数据中可以发现，铜价在被动去库与主动补库阶段会得到支撑而多数出现价格上涨，在主动去库阶段中由于需求下降往往价格出现下跌，而在较为特殊的被动补库阶段则呈现出涨跌不一的情况。这主要是因为库存周期会影响铜的整体需求情况，从而对铜价产生影响。反过来若是出现铜的供应未发生太大变化但铜价出现较大波动的情况，则可能是宏观上铜库存周期发生变化所致。

* 本作品在“加快建成世界一流交易所”征文活动中荣获三等奖。



数据来源：Wind、浙商期货研究中心

图 1：沪铜与 LME 铜价走势对比

表 1：美国铜库存周期

	被动去库存	铜价变化	主动补库存	铜价变化	被动补库存	铜价变化	主动去库存	铜价变化
第一轮	1998.07—1999.02	-15.2%	1999.03—2000.01	35.7%	2000.02—2000.09	11.0%	2000.10—2001.09	-25.3%
第二轮	2001.10—2002.01	10.4%	2002.02—2003.03	4.8%	—	—	2005.02—2005.08	17.0%
	2003.04—2004.01	45.5%	2004.02—2005.01	15.9%	2005.09—2006.08	101.3%	2006.09—2007.01	-25.8%
第三轮	2007.02—2007.08	29.7%	2007.09—2008.01	-7.4%	2008.02—2008.08	-4.3%	2008.09—2009.04	-34.9%
第四轮	2009.05—2009.08	33.5%	2009.09—2010.03	20.6%	2010.04—2011.06	16.6%	2011.07—2013.04	-25.3%
第五轮	2013.05—2013.08	-0.4%	2014.03—2014.07	5.1%	2013.09—2014.02	0.3%	2014.08—2015.11	-31.8%
第六轮	2015.09—2016.10	-9.7%	2016.11—2018.05	23.9%	2018.06—2019.06	-14.1%	2019.07—2020.03	-12.0%
第七轮	2020.04—2020.07	24.5%	2020.08—2021.03	40.1%	2021.04—2022.06	-2.8%	2022.07—2023.06	11.6%
一到七轮平均		16.9%		19.8%		15.5%		-18.1%

数据来源：浙商期货研究中心



数据来源: Wind、浙商期货研究中心

图 2: 沪铜价格与美国铜库存周期对比

二、原油价格对于宏观市场的影响

(一) 原油价格变化对中国经济的影响

原油价格变动对全球经济具有深远影响,尤其对中国而言,其影响更为显著。作为世界上最大的原油消费国之一,中国大量依赖进口原油,因此国际原油价格的波动直接传导至国内油价,进而影响国内经济。原油价格变化主要通过两个途径影响国内居民消费价格指数(Consumer Price Index, CPI)。首先,原油价格的变动直接影响国内成品油价格,如汽油和柴油等,这些价格的波动会立即反映在CPI的能源项上。当原油价格上涨时,成品油价格随之上涨,导致消费者在购买能源产品时的支出增加,进而推高CPI。其次,原油作为重要的工业原料,其价格变动还会通过成本端影响CPI中的其他分项。原油价格上涨会增加生产成本,尤其是对于那些依赖石油作为原材料的工业产品,如塑料、橡胶和化肥等。这些成本的增加最终会传导至消费者,导致CPI整体上涨(图3)。

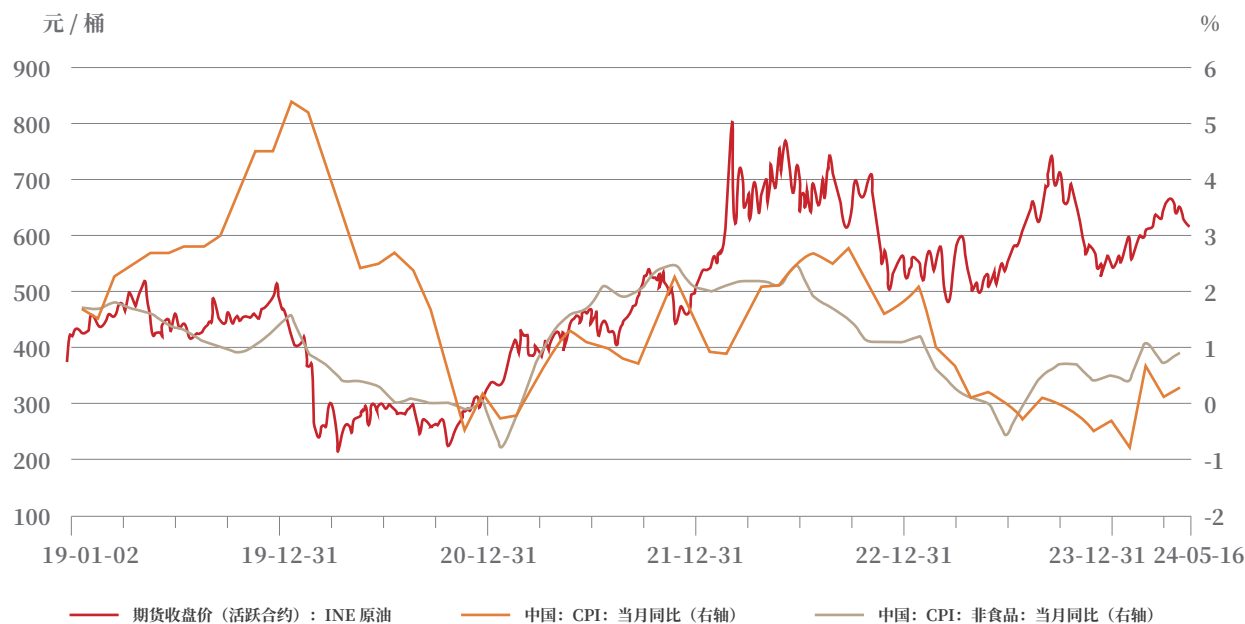
(二) INE原油期货已成为重要的预测指标

2018年,INE原油期货上市,作为国内首个国际化的期货品种,INE原油期货为市场提供了反映中国乃至亚洲地区原油市场供需关系的价格基准。通过观察INE原油期货的价格变动,可以预测未来一段时间内原油价格的走势,进而评估其对国内CPI的影响。因此,原油价格变化对中国CPI的影响不容忽视,而INE原油期货则为市场提供了一个重要的预测工具,有助于政策制定者和投资者更好地把握通胀走势,从而做出更加准确的决策。

三、上期所黄金能够体现市场整体避险特征及美元信用情况

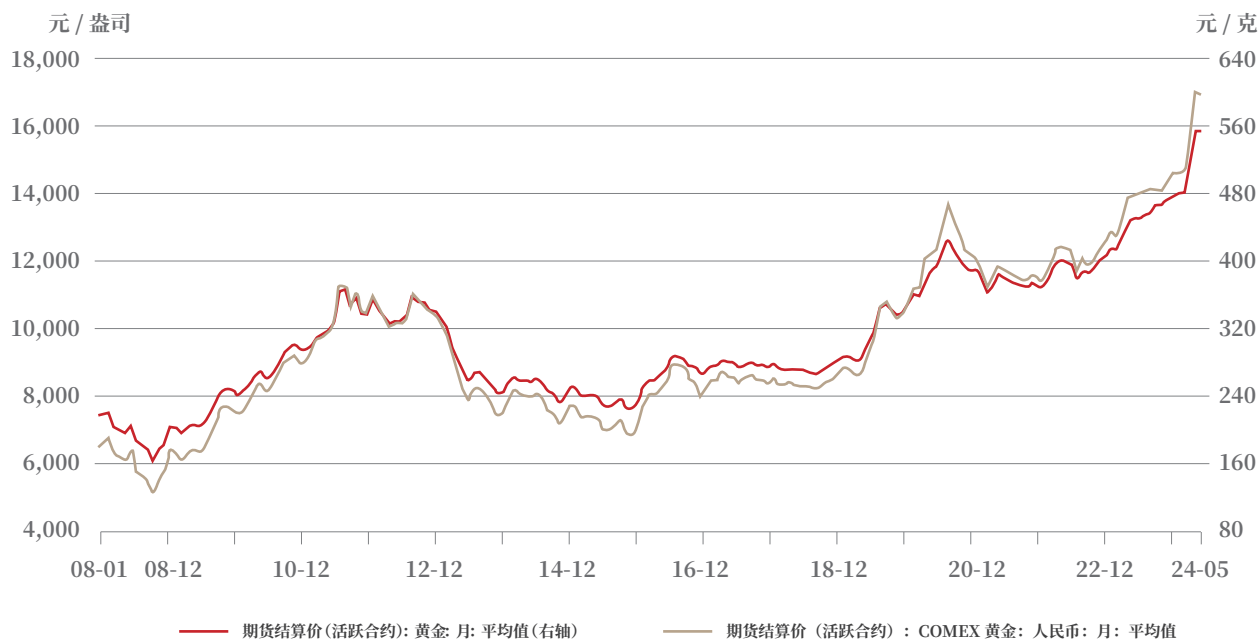
(一) 上期所黄金与 COMEX黄金及伦敦现货黄金价格具有非常高的相关性

上期所黄金合约价格与国际金价同样具有较高的相关性,2008年以来两者的相关性可以达到0.99以上,这表明在研究分析当中使用上海金价已经可以反映国际金价的表现(图4)。



数据来源：Wind、浙商期货研究中心

图 3：INE 原油价格与中国 CPI 走势对比



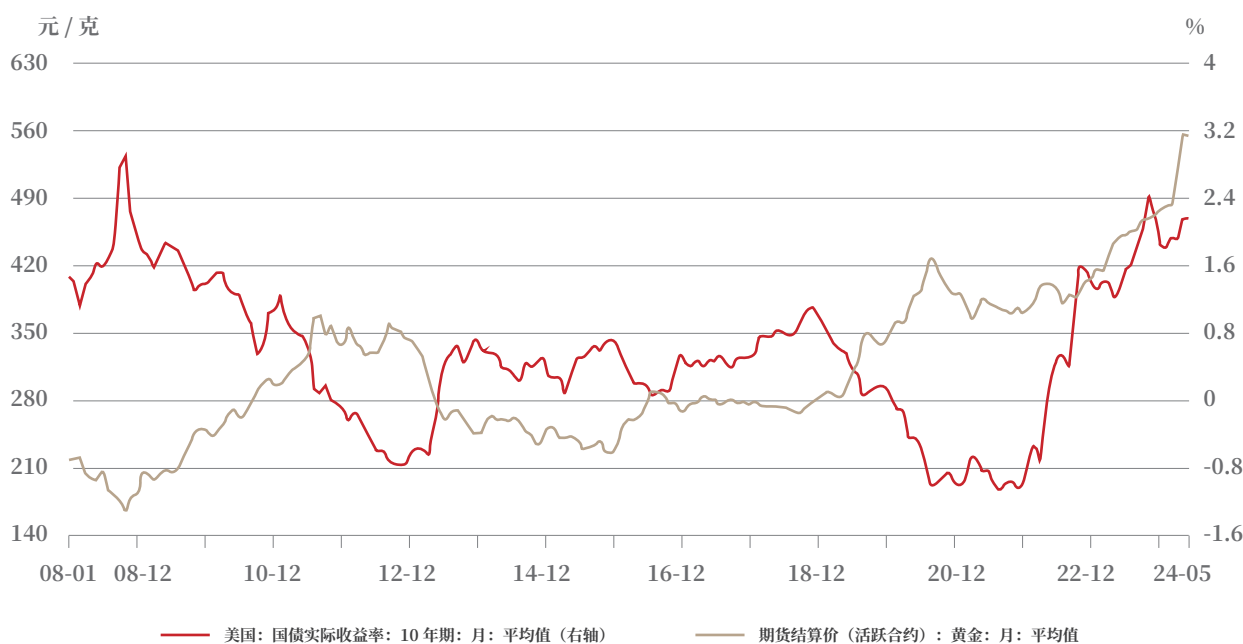
数据来源：Wind、浙商期货研究中心

图 4：上期所黄金与 COMEX 黄金走势

（二）黄金价格可以反映多种宏观变化

黄金价格受避险属性、投资属性、货币属性等多种因素共同影响，所以从黄金价格的波动中也可以反映这些宏观因素的变化。首先，当短期出现风险事件，全球不确定性中枢上升时，黄金价格会受到避险情绪的冲击而出现上涨，但是避险情绪往往难以进行量化，而黄金价格的上涨则可以作为避险情绪的短期体现。其次，在美联储货币政策周期中，美债收益率的表现也会影响到黄金价格（图5）。这是因为当美债收益率下行时会带动通货膨胀保值债券（Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS）收益率下跌，而黄金相当

于没有利息的抗通胀资产，债券收益率越低黄金的吸引力越大，反之则越小。进入21世纪以来，这一逻辑在黄金价格波动中屡次得到印证。所以当黄金价格出现反复波动时，若没有其它因素影响，则必须考虑美联储利率预期是否出现较大的反复。最后，黄金在西方历史上曾长期作为货币使用，所以具备很强的货币属性，在价格走势上也与美元的走势存在一定的负相关性。一般情况下若发现黄金价格走高而同时美元出现贬值，就可以认为黄金相对于美元出现升值，进一步深究是否为美元信用下降等原因。



数据来源：Wind、浙商期货研究中心

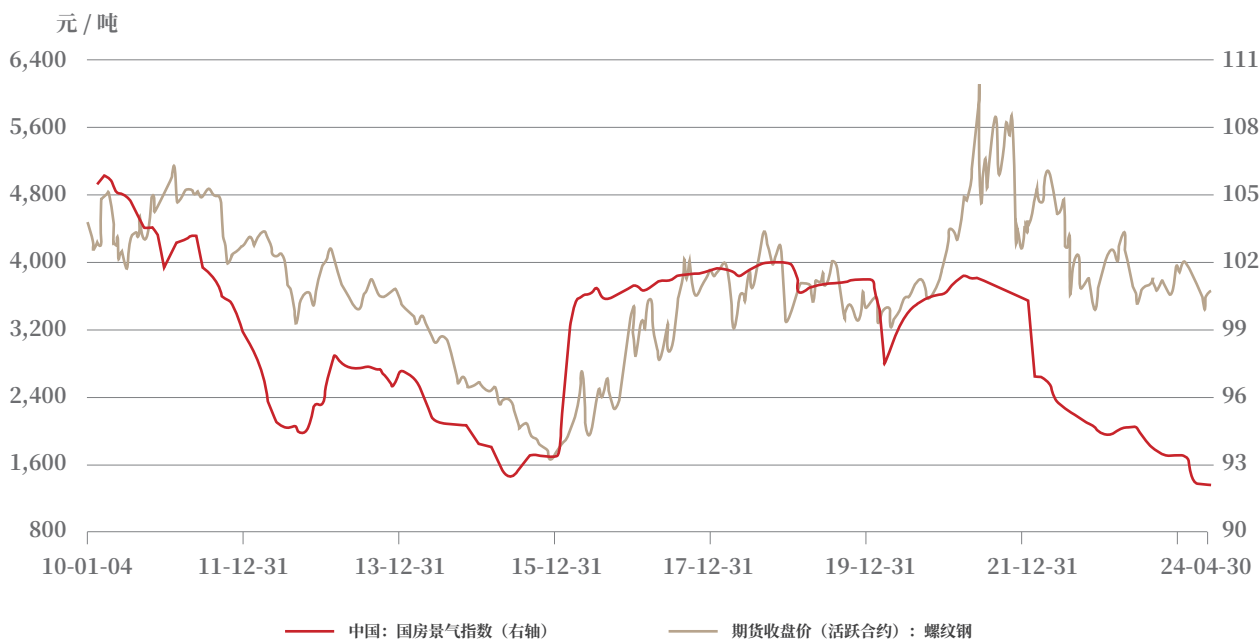
图 5：上期所黄金价格与美债实际收益率对比

四、钢材类期货价格对房地产和制造业影响体现较为明显

（一）钢材需求与国内房地产及制造业密不可分

钢材类期货作为有中国特色的期货品种，目前已有螺纹钢、热轧卷板、线材及不锈钢在上期所交易。过去三十年，房地产和制造业一直是我国经济发展的支柱产业，螺纹钢和热轧卷板的价格波动与房地产和制造业需求变化有着密不可分的关系（图6）。因此，上期所的钢材类期货在宏观经济研究中扮演着举足轻重

的角色，其作用主要体现在以下几个方面。首先，钢材类期货是反映宏观经济运行状况的重要窗口。钢材作为基础原材料，其需求和供应受到宏观经济的影响。钢材类期货价格的波动，直接反映了宏观经济运行的趋势和变化。通过对钢材类期货价格的监测和分析，可以更加准确地把握宏观经济的运行状况，为我国政策制定和经济预测提供有力支持。其次，钢材类期货有助于预测和应对宏观经济风险。在逆全球化背景下，钢铁行业受到国际贸易政策波动的影响日益显著。



数据来源：Wind、浙商期货研究中心

图 6：螺纹钢走势与房地产情况

（二）钢材类期货价格可作为国内经济指标之一

期货市场具有价格发现功能，能够提前反映市场供求关系和价格变动趋势。通过关注钢材类期货市场的动态，可以及时发现宏观经济风险，为政府和企业提供预警和应对策略。

此外，钢材类期货市场也是政策效果传导的重要渠道。政府在制定和调整宏观经济政策时，需要考虑政策对钢铁行业的影响。钢材类期货作为钢铁行业的晴雨表，能够迅速反映政策效果，为政府评估政策效果和调整政策方向提供参考。

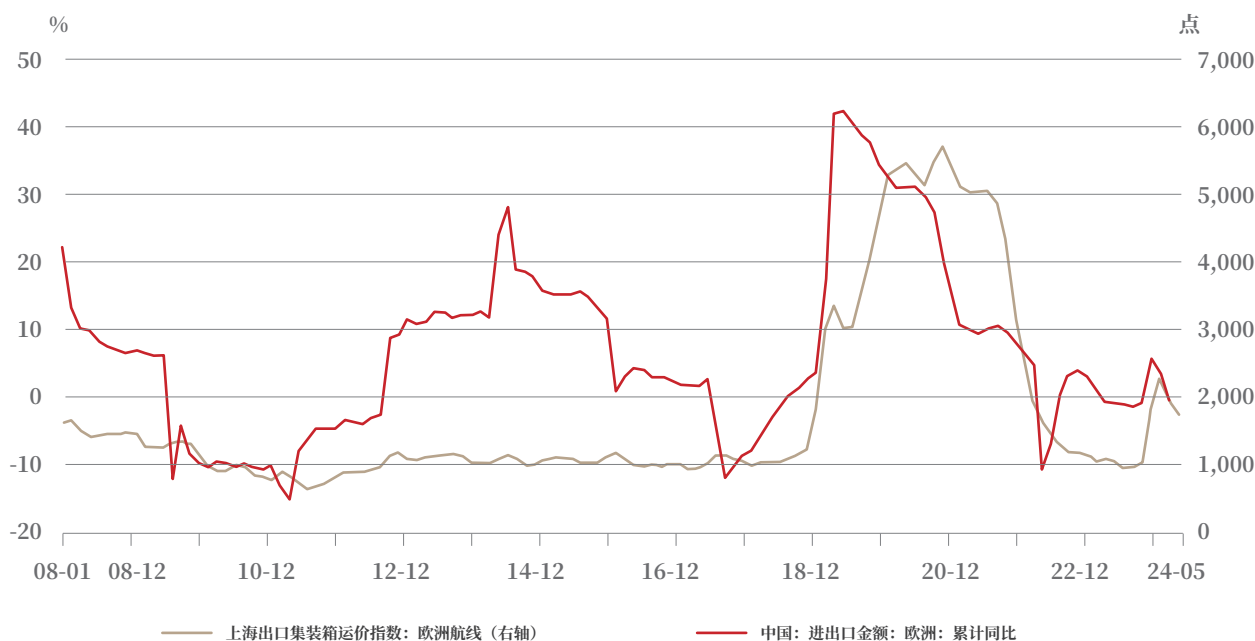
钢材类期货市场的建立有助于完善具有中国特色的金融市场体系，也符合高质量发展要求。通过钢材类期货市场的建设和完善，可以提升上期所在国际上的竞争力，促进我国金融市场的多元化和国际化。

五、集运指数（欧线）期货对中欧贸易有显著指引意义

（一）集运指数（欧线）价格反映中欧贸易需求变化

2023年8月18日，集运指数（欧线）期货在能源中心上市，是我国首个航运期货品种。集运指数（欧线）期货是反映国际航运市场，特别是中欧贸易往来的重要指标（图7）。其

价格变动直接关联到全球贸易的活跃度和国际物流的成本，是评估国际经济形势的重要依据之一。通过对集运指数（欧线）期货的深入研究，可以更加准确地把握全球贸易的动态和趋势。集运指数（欧线）期货对于宏观经济研究具有重要的作用，是评估国际经济形势、理解国际金融市场运作机制以及促进期货市场国际化进程的重要工具。从基本面角度看，集运指数（欧线）期货的价格变动反映了国际运输成本的波动。这对于跨国公司的运营成本、商品定价都具有重要影响。因此，通过观测集运指数（欧线）期货价格，可以对全球经济的通胀水平、货币政策效果等进行评估。



数据来源：Wind、浙商期货研究中心

图 7：集运指数（欧线）指数走势与我国对欧洲进出口情况对比

（二）集运指数（欧线）期货有助于研判海外宏观形势

从宏观角度看，集运指数（欧线）期货也是国际金融市场的重要组成部分，其价格变动不仅受到航运市场供需关系的影响，还受到全球经济形势、货币政策、地缘政治等多种因素的影响。与商品期货不同，通过对集运指数（欧线）期货市场的研究，可以更加深入地理解国际金融市场的运作机制和影响因素。从交易所建设角度看，集运指数（欧线）期货市场的发展也促进了我国期货市场的国际化进程。随着我国经济的不断发展和对外开放程度的提高，越来越多的国际投资者开始关注并参与我国的期货市场。集运指数（欧线）期货作为具有国际化特征的期货品种，其上市和交易将有助于提高我国期货市场的国际影响力，吸引更多

多的国际投资者参与。

六、结论

通过以上品种的分析，上期所及能源中心上市的品种对于全球库存周期、全球货币政策、国内通货膨胀、中欧贸易及房地产与制造业都有比较明显的指引意义，这有利于为政策制定者在制定政策时提供更好、更及时的参考指标。

（责任编辑：严梦圆）

作者简介：

郑弘，任职于浙商期货有限公司，研究方向为宏观研究。

沈文卓，任职于浙商期货有限公司，研究方向为宏观研究。

朱泉鹏，任职于浙商期货有限公司，方向为资产管理。