

## 大宗商品价格上涨与美元流动性变化几无关联

2021年/6月

肇越

海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

yuqi@chief-investment.com

### 摘要:

1. 从美元流动性方面分析。美联储释放的巨量流动性不仅没有流向美国境外市场，而且基本也没有流向美国实体经济，主要是形成了美联储持有的国债和 MBS 的增加，目的是为美国实现宽松的财政政策提供资金支持。仅仅根据美联储实施宽松货币政策就臆断美国造成全球流动性泛滥，是缺乏数据支持的。
2. 从美国进出口贸易数据分析。2020 年美国大宗商品进口不仅没有明显增加，反而出现明显减少；同时，2021 年一季度美国对于主要工业品和大宗商品的进口数量也没有出现明显上升。美国进口需求也不是造成全球大宗商品价格上涨的主要原因。

## 图表目录

图表 1: 大宗商品价格变化 .....	3
图表 2: 美国国际收支总体情况 .....	4
图表 3: 美国经常账户分项情况 .....	4
图表 4: 美元流向汇总 .....	5
图表 5: 美联储资产结构 .....	6
图表 6: 商品进出口情况 .....	7
图表 7: 商品各分项进口金额变化 .....	7
图表 8: 工业品各分项进口金额变化 .....	7
图表 9: 2021 年 1 季度美国工业品各分项进口金额与上年一季度的对比 .....	8
图表 10: 一季度能源进口数量变化 .....	9
图表 11: 一季度钢材进口数量变化 .....	9

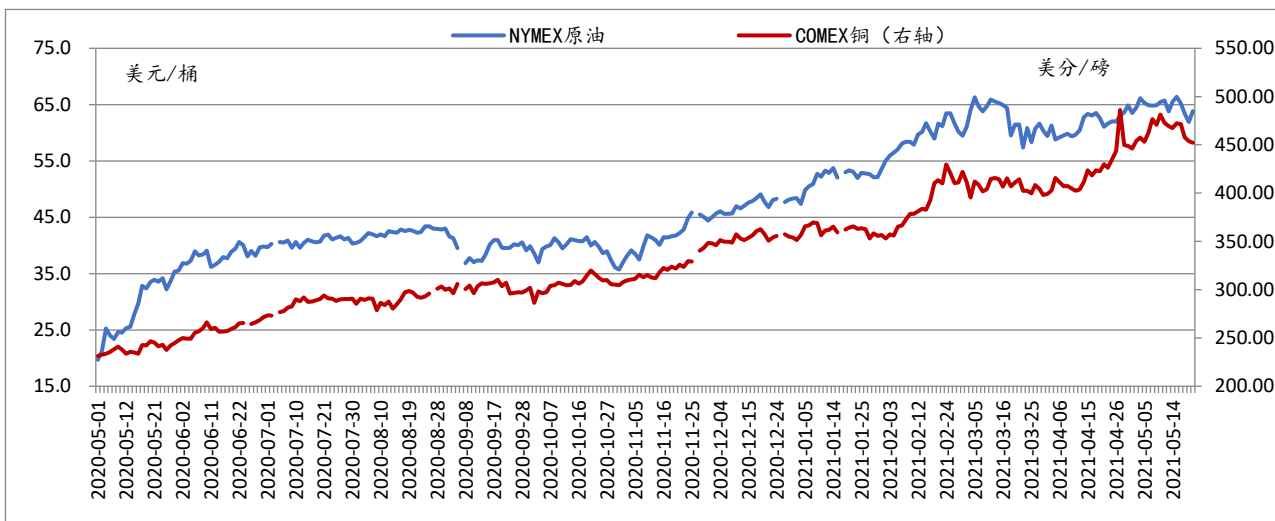
去年5月至今全球主要大宗商品价格出现持续上涨，期间原油、铜最大涨幅分别超过230%和100%。

对于这一轮大宗商品的上涨，大多数分析将原因归结于美联储释放了过多的流动性，导致全球流动性过剩推高了大宗商品的价格，甚至可能造成全球性严重通货膨胀。目前这一判断似乎已经形成共识。

如果这一判断能够得到证实，那么就意味着不仅大宗商品价格的上涨将维持相当长一段时间，而且全球性通货膨胀将会不断加剧，因此，投资者应当相应地调整自身的资产配置。

对于这一问题的分析，我们将从两个层面分别进行。首先，从美元流动性方面分析。通过对美国国际收支平衡表的分析，看看美国是否向全球大量输出了流动性，导致全球大宗商品市场被流动性所推动，出现持续上涨。其次，从美国进出口贸易的结构数据分析。通过对美国进口商品结构的分析，看看是否由于美国大量购买大宗商品导致全球大宗商品市场价格持续上涨。

图表 1：大宗商品价格变化



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

## 1、对于美元本土外流动性变化的分析

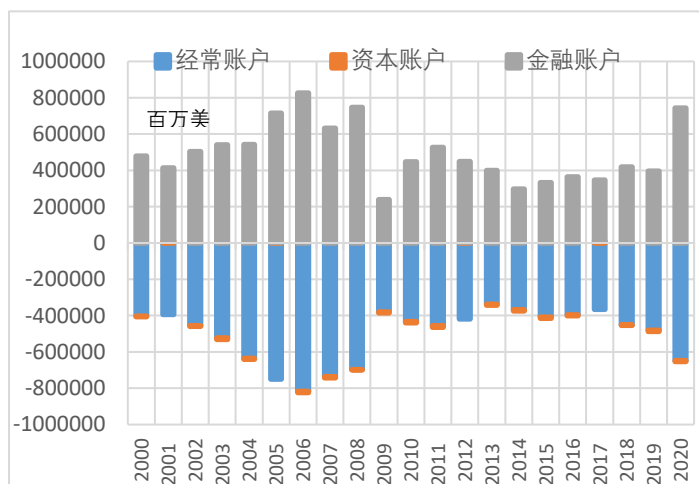
一个国家与外部世界的资金流动情况集中体现在该国的国际收支平衡表中。如果出现国际收支平衡表逆差，就意味着该国存在资金的净流出；否则，出现国际收支平衡表顺差，就意味着该国存在资金的净流入。

从图表 2 的数据可以看到，近 20 年来美国的经常账户始终保持较大规模逆

差。2000年经常账户逆差为4019亿美元，2006年达到8166.46亿的峰值，此后逆差逐步缩窄，2013年达到低谷，经常账户逆差3368.54亿美元。此后几年该数值基本保持在4000亿美元左右。2018年之后特朗普执政期间这一逆差逐渐加大，2020年经常账户逆差快速扩大为6472.1亿美元。

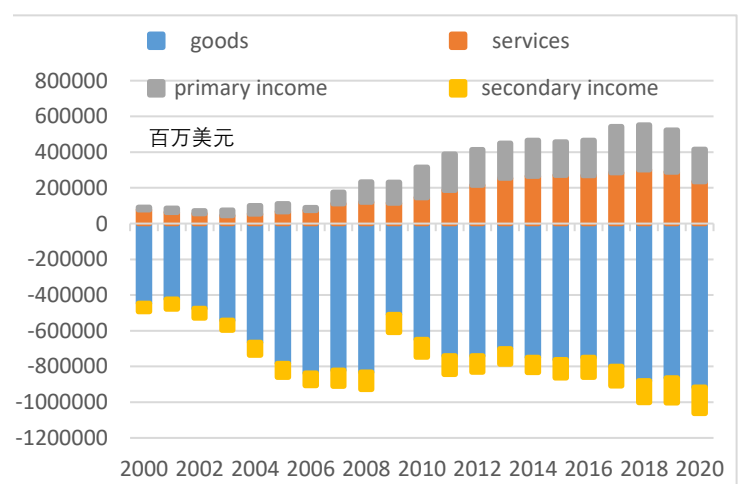
与此同时，美国国际收支平衡表的资本和金融账户多年来一直保持顺差。2000年美国资本和金融账户顺差为4826.09亿美元，2006年顺差大幅增加至峰值8330.06亿美元。2009年该数值大幅降低至2452.56亿美元，此后有所回升，基本保持在3000-4000亿美元规模。2020年资本和金融账户顺差再次快速攀升至7495.96亿美元的高位，相比前一年大幅增长86%。

图表 2：美国国际收支总体情况



资料来源：BEA、致富研究院

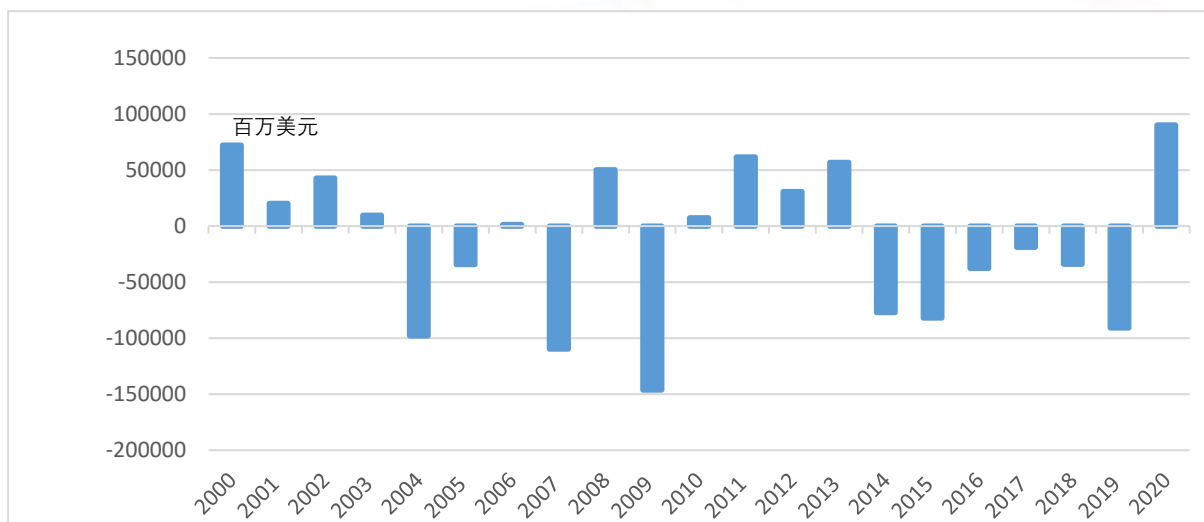
图表 3：美国经常账户分项情况



资料来源：BEA、致富研究院

将经常账户逆差与资本和金融账户顺差结合，我们看到美国国际收支平衡表一直以来基本处于平衡状态。即使是在2006年美国的经常账户逆差达到8166.46亿的峰值，同年资本和金融账户顺差也达到峰值8181.28亿美元，两者一进一退相抵后的国际收支平衡表为实现顺差148.2亿美元。2020年经常账户逆差为6472.1亿美元，资本和金融账户顺差7435.66亿美元，国际收支平衡表为实现顺差903.26亿美元。可见，长期以来，美国国际收支平衡表的特点是：通过“经常项目逆差+资本金融账户顺差”，基本保持国际收支平衡。仅仅根据美联储实施宽松货币政策就臆断美国造成全球流动性泛滥，是缺乏数据支持的。

图表 4: 美元流向汇总 (2000-2020)



资料来源: BEA、致富研究院

具体将美国 2008 年金融危机之后至今 13 年的国际收支平衡表差额汇总, 可以发现:

1、这 13 年期间国际收支平衡表累计逆差为 1900.17 亿美元, 年均实现国际收支平衡表逆差仅 146.17 亿美元。这一数值不足以造成全球流动性泛滥。

2、拉长研究的时间跨度。自 2000 年以来, 21 年期间美元总体流向表现为: 11 年净流入、10 年净流出。累计净流出 2856.6 亿美元。年均实现国际收支平衡表逆差仅 136.03 亿美元, 甚至低于上一数据。

3、2020 年美国国际收支平衡表为实现顺差 903.26 亿美元, 创二十年来新高。这意味着 2020 年美国当年资金净流入高达 903.26 亿美元, 是流动性由美国境外巨额流入而不是向外流出。

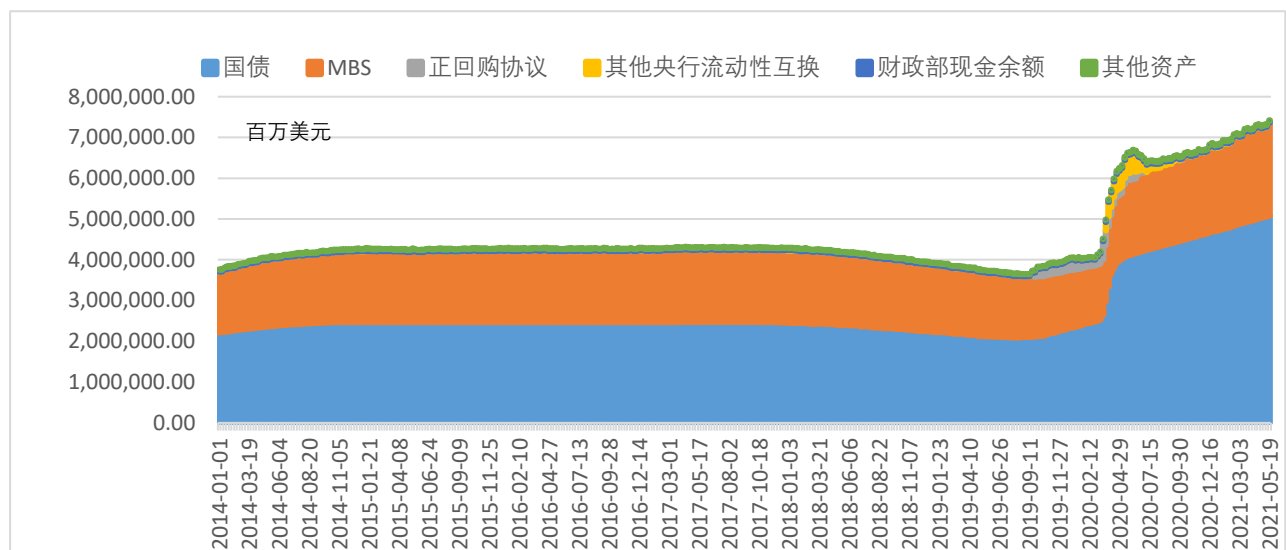
## 2、美国量化宽松货币政策释放的流动性去了哪里?

可能大家会产生了一个困惑: 如果量化宽松的货币政策释放的大量流动性没有流动到美国之外, 那么这一巨量流动性去了哪里?

通过对于美联储资产负债表进行结构分析, 可以看到 2021 年 5 月 19 日, 美联储资产负债表中总资产为 7.972 万亿美元, 较 2020 年初大幅增加 3.75 万亿美元。这一资金主要来自持有证券增加 3.612 万亿美元; 其中, 增持国债 2.743 万亿美元, 增持 MBS 资产证券化产品 8688.84 亿美元。

也就是说，美联储释放的巨量流动性不仅没有流向美国境外市场，而且基本也没有流向美国实体经济，主要是形成了美联储持有的国债和 MBS 的增加，目的是为美国实现宽松的财政政策提供资金支持。

图表 5：美联储资产结构



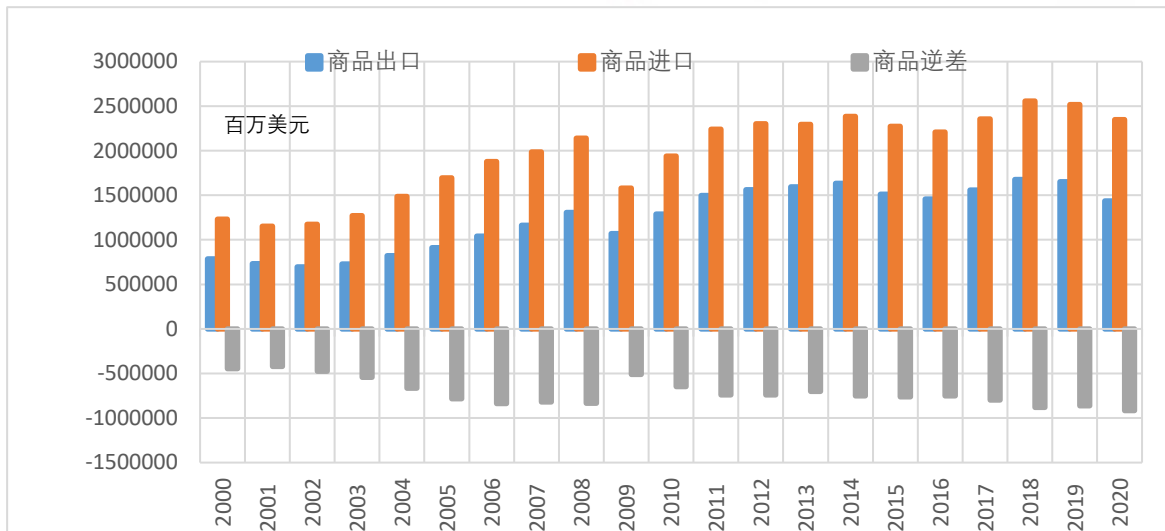
资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

### 3、对于美国商品进口的结构分析

还有一种可能性，就是尽管美国国际收支平衡表差额没有明显变化，因此，美元的美国境外全球流动性没有明显增加，但是在进出口贸易中，美国大量增加了对于大宗商品的购买，导致全球大宗商品价格上涨。

从美国进出口贸易整体数据看，2020 年美国进出口贸易逆差并没有明显增加。近十年来美国进出口贸易逆差数值稳中有升，近 3 年基本稳定在 9000 亿美元左右。2020 年美国进出口贸易数值都有所减少，但出口相对减少更多，贸易逆差数值小幅扩大至 9155.7 亿美元。其中出口总额相比上一年减少 2173.09 亿美元，进口总额相比上一年减少 1660.69 亿美元。

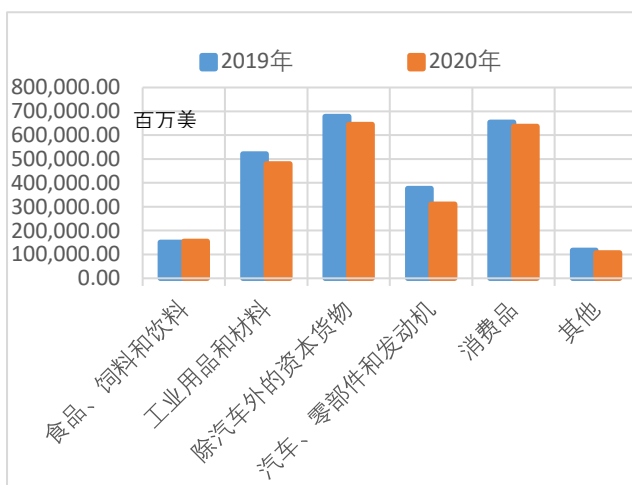
图表 6: 商品进出口情况



资料来源: BEA、致富研究院

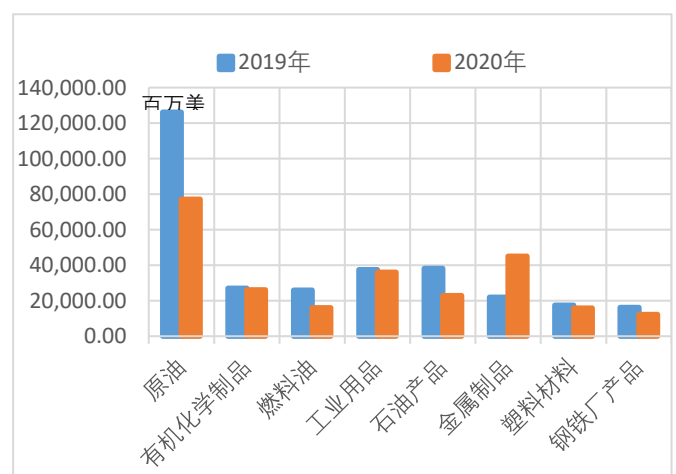
从进口商品的分项统计数据看。汽车零部件、发动机进口减少 664.24 亿美元, 除汽车外的资本货物进口减少 335.9 亿美元, 工业用品和材料进口减少 412.35 亿美元, 消费品进口减少 181.07 亿美元, 只有食品、饲料和饮料进口小幅增加 35.65 亿美元。

图表 7: 商品各分项进口金额变化



资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

图表 8: 工业品各分项进口金额变化



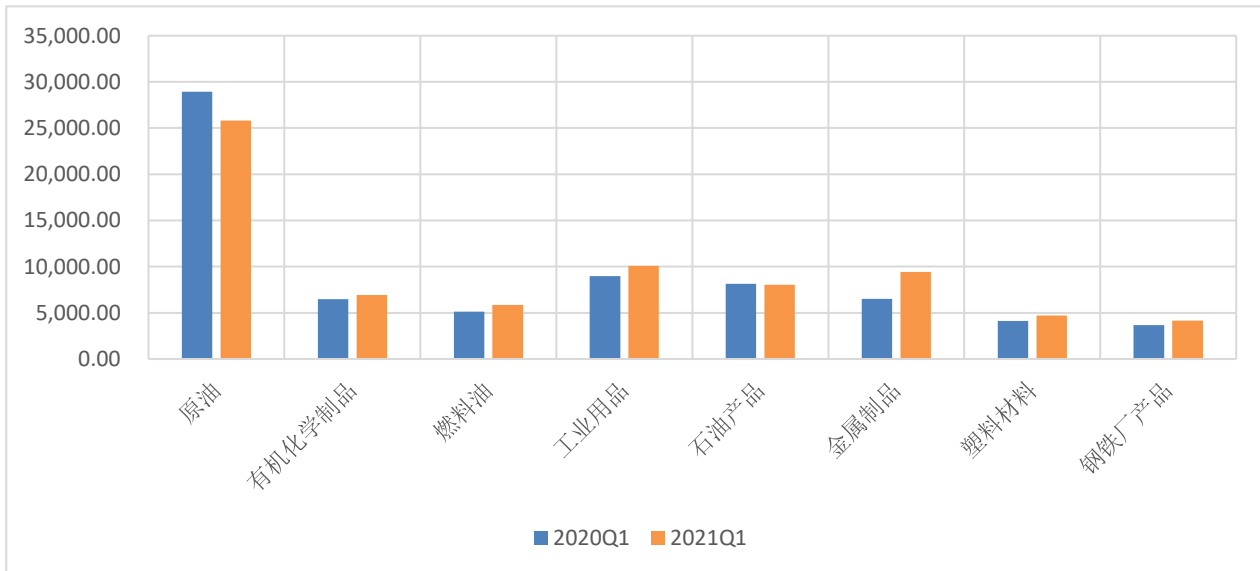
资料来源: 同花顺 iFind、致富研究院

更进一步细分, 在“工业用品和材料进口分项”中, 占比最高的原油进口金

额大幅减少 491.04 亿美元，石油产品进口金额减少 153.24 亿美元，燃料油减少 98.56 亿美元，工业用品减少 14.13 亿美元，钢铁厂产品减少 39.53 亿美元，塑料材料减少 17.2 亿美元，有机化学制品减少 8.92 亿美元，只有金属制品增加 231.1 亿美元。

今年一季度“工业用品和材料进口分项”进口情况。金属制品增加 29.28 亿美元，燃料油进口金额增加 7.04 亿美元，工业用品进口金额增加 11.11 亿美元，钢铁厂产品进口金额增加 5.08 亿美元，塑料材料进口金额增加 6.09 亿美元，有机化学制品进口金额增加 4.63 亿美元；原油进口金额减少 31.45 亿美元，石油产品进口金额减少 1.18 亿美元。

图表 9：2021 年 1 季度美国工业品各分项进口金额与上年一季度的对比（百万美元）

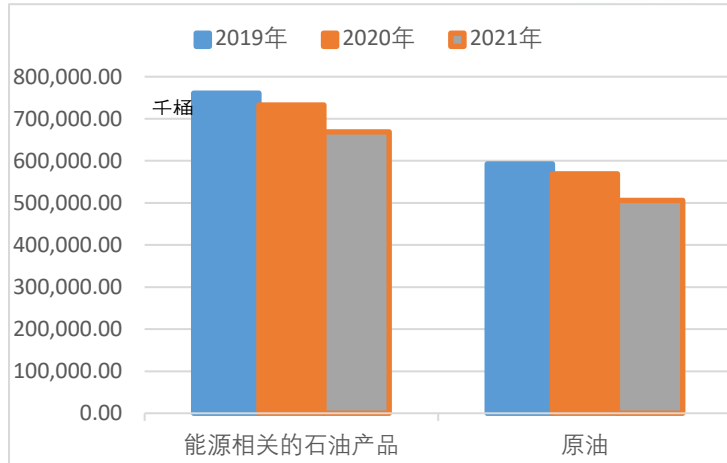


资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

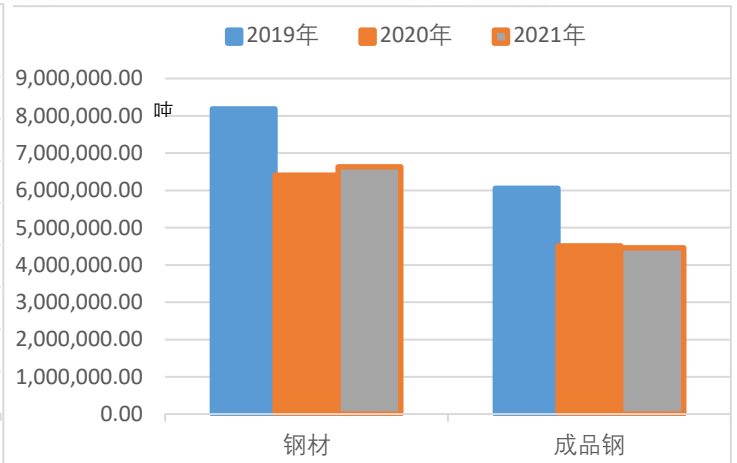
更进一步从进出口工业品的物量数据分析，今年第一季度美国主要工业品和大宗商品的进口数量不仅没有出现明显上升，反而有所下降。能源相关的石油产品进口 6.686 亿桶，同比减少 6418.7 万桶；原油进口 5.059 亿桶，同比减少 6288.1 万桶；成品钢进口 446.3 万吨，同比减少 4.7 万吨；只有钢材进口 662.88 万吨，同比小幅增加 21.62 万吨。因此，今年一季度大宗商品价格的再度上涨与美国商品进口需求的变化没有直接关系。



图表 10：一季度能源进口数量变化



图表 11：一季度钢材进口数量变化



资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

资料来源：同花顺 iFind、致富研究院

从以上分析可见，美国商品进口，尤其是对于大宗商品的进口在 2020 年和今年一季度都有明显减少，因此，可以得到结论：大宗商品价格上涨的主要原因也不是来自美国对于大宗商品需求的大幅增加。

## 4、结论

1、从美元流动性方面分析。美联储释放的巨量流动性不仅没有流向美国境外市场，而且基本也没有流向美国实体经济，主要是形成了美联储持有的国债和 MBS 的增加，目的是为美国实现宽松的财政政策提供资金支持。仅仅根据美联储实施宽松货币政策就臆断美国造成全球流动性泛滥，是缺乏数据支持的。

2、从美国进出口贸易数据分析，2020 年美国大宗商品进口不仅没有明显增加，反而出现明显减少；同时，2021 年一季度美国对于主要工业品和大宗商品的进口数量也没有出现明显上升。美国进口需求也不是造成全球大宗商品价格上涨的主要原因。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
<b>香港致富证券有限公司</b>	<b>香港致富证券有限公司北京代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司上海代表处</b>	<b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b>
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)