

大宗商品去泡沫，熊市“脉冲式”寻底

策略

内容提要：

- ◆ “供给冲击”制造了泡沫化的大宗商品价格，“需求收缩”旋即将其刺破，“去泡沫”成为年中市场的主旋律。
- ◆ 在过去 20 年间，大宗商品价格指数，发生过五轮牛市波动。当前一轮大宗商品牛市，始于疫情危机时期的 2020 年 4 月，迄今持续 26 个月，累计涨幅 85%。牛市累计上涨幅度，仅次于 2009-2015 年 89% 的幅度。与 2000 年初期，中国入世需求主驱动的两轮牛市不同，本轮牛市烙有“疫情危机、供应瓶颈、货币无限量宽松和地缘危机”的印记。5 月份，历史高位的商品指数初现牛市见顶表现。
- ◆ 2022 年 3 月 16 日，金融委会议释放强烈维稳信号；4 月 25 日，我国央行全面降准 25 个基点；5 月 20 日，我国央行宽信用式 5 年期 LPR 降息 15 个基点。国内政策“以我为主”，国内股指政策依赖性强，在 4 月下旬启动熊牛转换，而“需求收缩”成为商品市场的主要矛盾，去库存周期空头市场是主要方向。
- ◆ 海外股指和大宗商品市场锚定美联储金融收紧路径。2022 年 5 月份，市场交易本轮升息周期 3% 的终极目标利率，但 6 月份快速交易 4% 的终极目标利率，并引发各类风险资产普遍抛售，预计风险资产的抛售，将在升息幅度边际收窄的四季度，出现显著改善。
- ◆ 策略上，国内股指寻求牛市多头配置；业已创历史新高的商品，分板块轮动博弈空头配置。

王成强

从业资格证： F0249002

投资咨询证： Z0001565

TEL： 0516-83831127

E-MAIL： wangchengqiang
@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

关键变量的交易价值
(20220105)2022 年纯碱牛市多头是主要
交易方向 (20220110)事件驱动下，商品从加速上涨
到动荡修正 (20220225)从“五月魔咒”看当前商品市
场投资形势 (20220510)升息、疫情和地缘，二季度大
宗商品市场形势的几点思考
(20220527)周度要闻点评，一览商品大势
系列等

一、国内商品市场上半年牛熊急转，呈现高振幅特征

美国升息、俄乌危机、疫情干扰等尾部风险，在放大市场波动，上半年有色金属（镍、锡为代表）、农产品（棕榈油、菜粕为代表）、黑色建材（双焦、铁矿、玻璃为代表）、能源化工（PTA、沥青为代表），经历泡沫化上涨后，暴跌疑似转熊市波动，主要商品呈现高波动态势，市场主要矛盾由“供给冲击”，转向“需求收缩”，去泡沫成为主旋律。

表 1. 2022 年上半年国内商品期货主要合约涨跌幅排名（按半年度振幅降序）

主要合约	6月24日收盘价	6月涨跌幅 (%)	二季度涨跌幅 (%)	上半年涨跌幅 (%)	上半年振幅 (%)
沪镍 2207	172310	-20.50	-19.82	15.65	81.99
低硫燃料油 2208	5865	-6.01	25.43	52.73	73.31
沪锡 2207	204860	-23.71	-38.71	-24.18	70.36
焦煤 2209	2288	-15.10	-24.54	9.16	58.32
原油 2208	675	-10.40	5.14	39.20	58.29
燃油 2209	3753	-11.63	-1.11	30.04	58.28
棕榈油 2209	9108	-23.23	-9.46	15.47	57.85
PTA209	6408	-6.40	6.84	26.54	53.55
焦炭 2209	3000	-14.57	-19.94	8.52	51.05
铁矿石 2209	736	-17.54	-17.95	13.93	49.34
石油沥青 2209	4353	-7.09	12.80	29.71	48.82
不锈钢 2207	17505	-4.29	-12.74	8.86	48.68
菜粕 209	3327	-12.01	-13.54	18.53	48.18
玻璃 209	1643	-7.44	-22.17	-5.95	46.17
豆油 2209	9888	-16.03	-2.81	16.00	44.48
纯碱 209	2711	-11.92	-10.05	19.22	43.87
豆二 2207	4775	-13.70	-5.20	18.93	41.52
硅铁 209	8306	-9.68	-17.94	1.44	38.80
LPG2207	5628	-9.66	-5.19	21.03	38.56
尿素 209	2642	-4.41	-1.60	13.83	37.70
苯乙烯 2208	9840	-5.85	3.31	16.45	36.50
豆粕 2209	3783	-10.19	-6.32	16.69	36.01

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

二、美联储金融收紧形势超预期

1、历次美联储升息周期的节奏和幅度

回溯美国联邦基金目标利率的历史变化，我们会看到，过去 35 年美联储有过 5 次大规模加息。其中，加息时长最短 11 个月，最长 37 个月；累计加息幅度最低 175BPs，最高 9.81 个百分点；加息节奏最慢为每月 6BPs，最快为每月 25BPs；加息周期结束时的政策利率水平呈现趋势性下降，最近一轮加息周期结束时，政策利率仅为 2.50%（2018 年）。本轮加息周期始于 3 月，在 5 月和 6 月之间，美联储因持续高企的通胀，进一步引导更为陡

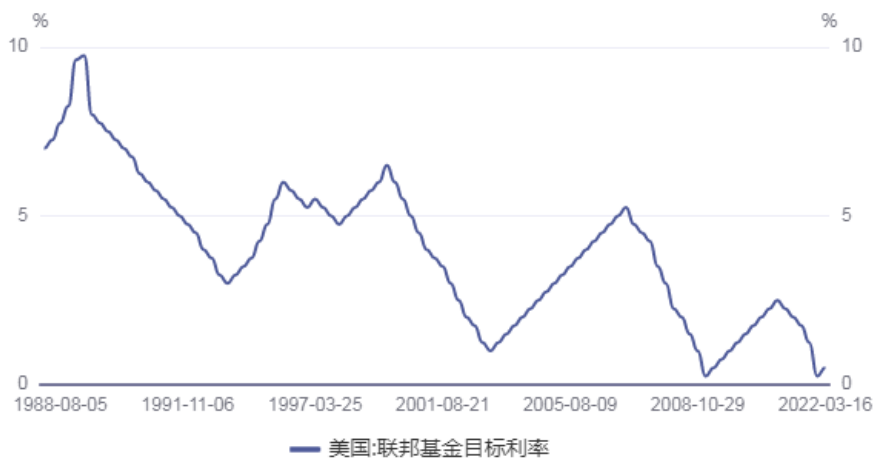
峭的加息节奏。

表 2. 美联储 35 年来正启动第 6 次升息过程（红色区域或红字，为本轮升息节奏的市场预测，F5 为 5 月预测形势）

美联储加息窗口	持续时间（月数）	加息启动时利率水平	加息结束时利率水平	累计升息幅度	平均月升息幅度
1987.01-1989.05	29	5.88%	9.81%	3.93%	0.14%
1994.02-1995.02	12	3.00%	6.00%	3.00%	0.25%
1999.06-2000.05	11	4.75%	6.50%	1.75%	0.16%
2004.06-2006.06	24	1.00%	5.25%	4.25%	0.18%
2015.12-2018.12	37	0.25%	2.50%	2.25%	0.06%
2022.03-2023.3 (F5)	12	0.25%	3%	2.75%	0.23%
2022.03-2023.?(F6)	12	0.25%	4%	3.75%	0.31%

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 1. 过去 35 年美国 5 次加息周期联邦基金目标利率波动



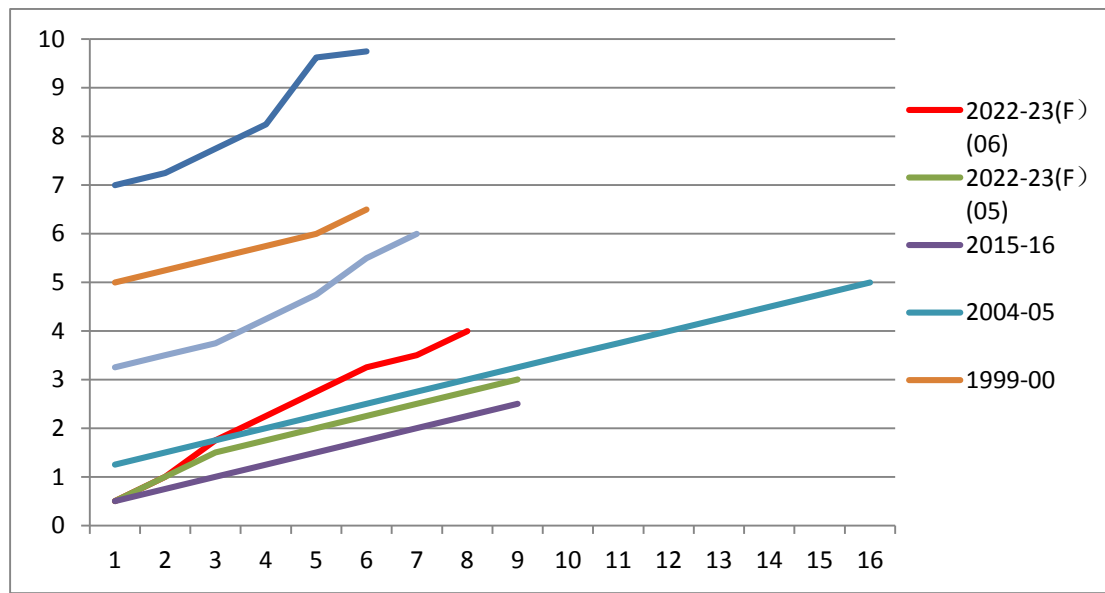
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2、本次升息周期年中预期出现强化

2022年6月22日，美联储主席鲍威尔在参议院银行委员会上就半年度货币政策报告做证词陈述，强调继续加息是合适的，且美国经济表现强劲，特别是在就业方面，可以承受更紧缩的政策；重申美联储的目标是减缓需求端的增速，以致力于推动通胀率回到2%，只有如此方能维持强劲就业市场。鲍威尔表示，目前美国经济增速正在放缓，且的确存在经济衰退的可能性，实现软着陆的挑战性较大，但经济增速并非美联储的意图或目标，也即美联储只关心通胀和就业，经济增速不是其锚定的目标。这应该是鲍威尔迄今为止比较明确地承认了大幅加息可能导致美国经济衰退，但其亦明确通胀和就业才是美联储政策的盯住目标，而不是经济增速。这进一步表明，后续美联储加息的节奏与力度仍不会有明显的逆转。

今年余下的联储会议，7、9、11、12月份，均可能面临加息，且未来两个月可能各加息50-75个基点，本轮升息终极目标指向4%，该预期目标在5月到6月期间，提升了1个百分点，这种边际变化加剧了金融紧缩恐慌。如果真的实现该预期，那么自1994年以来，美联储从来没有在一年之内采取过这么大幅度的紧缩措施，上一次更为激进的加息是1980年代初沃尔克执掌美联储时。预计9月份前后，金融紧缩恐慌收敛，降息预期开始出现。

图2. 5月和6月（F5、F6）期间预期发生显著变化，美国加息路径陡峭化



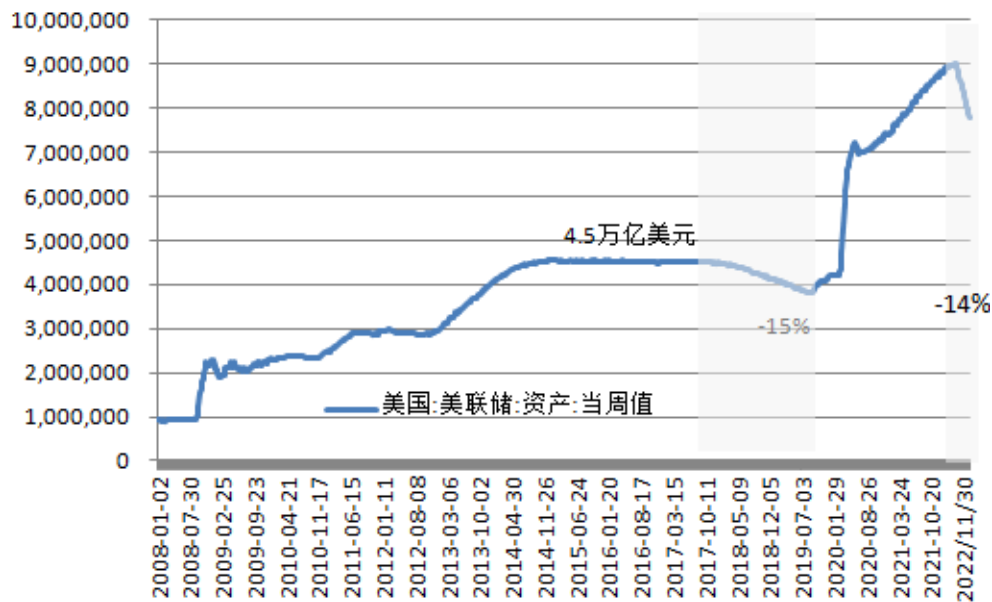
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

3、美联储收缩资产负债表的历史比较

美联储在2020年3月启动QE计划，启动前资产负债表不到4.3万亿美元，2022年3月结束购债止，美联储资产负债表最高扩张至9.01万亿美元，两年的时间扩张了接近110%。根据美联储3月会议纪要，“最快在5月会议结束后启动缩表”。美联储的官员们，“普遍同意”每月缩表上限合计950亿美元（美国国债上限600亿，抵押贷款支持证券350亿），从而每年缩减1万亿美元左右。多数与会者认为，如果市场条件允许，可以在3个月或更长时间内分阶段调整至缩表最高上限。一些参与者表示，他们对相对较高的每月上限或不设上限感到满意。

美联储2017年启动缩表周期时，先是从每月最多缩减60亿美元美国国债和40亿美元抵押贷款支持证券开始，然后在一年时间里分别增加到300亿美元和200亿美元。2017年7月到2019年7月，两年时间里资产负债表收缩15.4%，即缩表6971亿美元，平均每月资产负债表收缩292亿美元，月最大减持规模是500亿美元。若如美联储3月会议纪要实施缩表，2022年缩表步伐，或将比2017年至2019年期间快一倍。2022年5月到2023年4月，美国资产负债表规模或将用1年的时间缩减近14%，而2017年到2019年，美联储上一轮缩表期间，用了2年的时间缩减15%。根据国际投行德意志银行的预测，到2023年底，美联储将把资产负债表缩减近2万亿美元，这相当于3到4次25个基点的加息幅度。

图 3. 美联储资产负债表规模和变化形势图（单位：百万美元）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

三、国内政策线索，指向稳经济大盘

2022年3月16日，金融委会议释放强烈维稳信号；4月25日，我国央行全面降准25个基点；4月29日，年内首次以经济为主题的中央政治局会议，明确经济增长目标不动摇。在这个时间窗口中，我们面临这国内奥密克戎疫情冲击、海外金融环境收紧冲击、俄乌地缘危机干扰等，国内政策“以我为主”，并在5-6月份持续强化了国内稳经济大盘的方向引导。

多部委发布的重要政策和行动汇总如下：

2022年5月20日，央行宽信用式5年期LPR降息15个基点。

2022年05月20日，国家外管局发布《关于进一步促进外汇市场服务实体经济有关措施的通知文》（汇发(2022)15号）。

2022年05月23日，国常会进一步部署稳经济一揽子措施，从六个方面合计推出33项措施。

2022年05月25日，全国稳住经济大盘电视电话会议召开，在把问题讲透的基础上，正式吹起了“稳住六月、攻坚全年”的号角。

2022年05月25日，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发(2022)19号）。

2022年05月26日，国务院办公厅发布《关于推动外贸保稳提质的意见》（国办发(2022)18号）。

2022年05月26日，央行、证监会与国家外管局联合发布《关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券

市场有关事宜》，将境外机构投资者的可投资范围扩展到交易所债券市场。

2022 年 05 月 26 日，商务部、央行和国家外管局联合发布《关于支持外经贸企业提升汇率风险管理能力的通知》。

2022 年 05 月 31 日，国务院办公厅发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》（国发(2022)12 号），进一步细化 33 项举措。

2022 年 05 月 31 日，国家外管局发布《关于支持高新技术和“专精特新”企业开展跨境融资便利化试点的通知》（汇发(2022)16 号）。

2022 年 06 月 01 日，国常会部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效。

2022 年 06 月 02 日，央行与外管局、财政部分别召开两场新闻发布会。贯彻落实党中央国务院部署，逐步细化一揽子政策涉及货币金融的具体内容，确保尽快落地生效，切实担负起稳定宏观经济的责任。

上证指数 4 月 27 日熊市见底止跌，趋势反弹逾 17%；中证 500、中证 1000 等主要指数趋势反弹逾 20%，已进入技术牛市。国内股指政策依赖性强，我们能从上述重要政策发布时间脉络中，看到国内股指的熊牛转换。而大宗商品市场，受“供给冲击”更多完成了泡沫化发展过程，稳经济大盘的政策，并不能维持泡沫化的商品走势，反而助推和倒逼上下游产业链利润作出了重新分配，“需求收缩”问题，盖过“供给冲击”，成为大宗商品市场的主要矛盾。

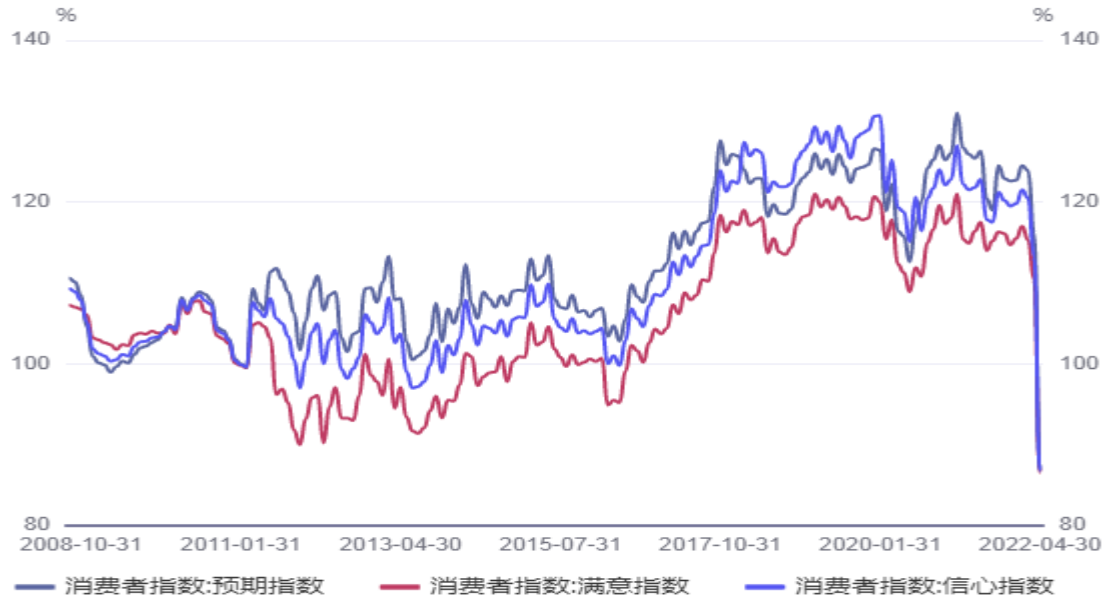
四、消费者信心指数低迷，强化“需求收缩”现实

1、消费者信心指数低迷，对市场形成罕见负反馈

消费者信心指数，是反映消费者信心强弱的指标。是综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受，预测经济走势和消费趋向的一个先行指标。由消费者满意指数和消费者预期指数构成。前者指消费者对当前经济生活的评价；后者指消费者对未来经济生活发生变化的预期。

根据国家统计局中国经济景气监测中心数据，2022 年 4 月，我国消费者信心指数 86.7，消费者满意指数 86.5，消费者预期指数 86.8，均录得有记录以来（1997 年以来）历史极低值，远低于 2020 年 6 月疫情危机初期的水平，亦低于 2009 年 3 月的水平。显示出 3-4 月份国内疫情防控，对消费者信心带来前所未有的挫伤，强化“需求紧缩、预期转弱”的现实挑战，这对实物资产大宗商品价格形成压力。

图 4. 我国消费者信心指数录得历史记录新低



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

反映国内消费需求最直接的数据是社会消费品零售总额。2022年5月，我国社会消费品零售总额33547亿元，同比缩减-6.7%，尽管跌势收窄，仍呈现连续三个月的萎缩态势。疫情危机前的2019年5月，我国社会消费品零售总额32955亿元，这反映出月度总量恢复到疫情危机前水平，增量遇到挑战。

图5. 我国社会消费品零售总额同比变动图



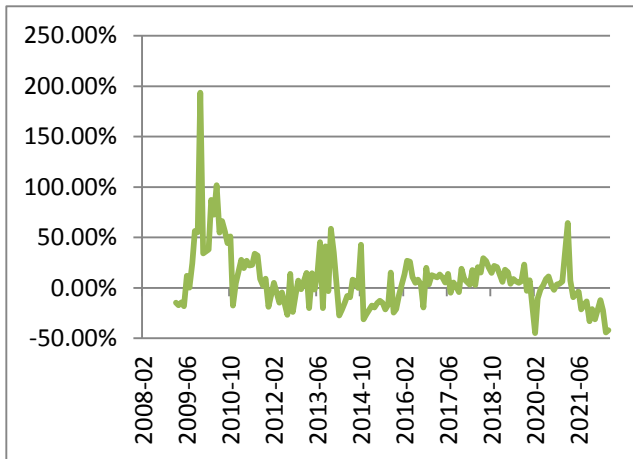
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2、地产投资和消费数据维持低迷状态，部分数据历史罕见

据不完全统计，2022年上半年，全国有100多个城市优化调整房地产政策300余次，因城施策，宽松的房地产政策扑面而来，但地产数据不容乐观。2022年5月商品房销售面积同比下降-31.8%，较前值-39.1%略有反弹，但上半年整体形势非常差，金融条件的放松仍不足以激发有效需求。2022年5月新开工面积同比下降-41.85%，

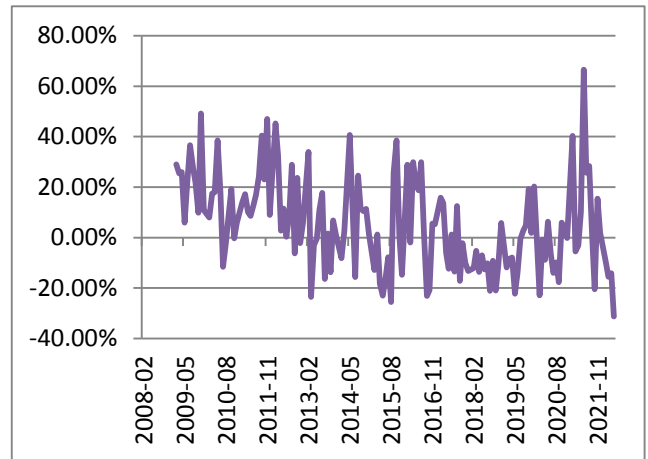
基本较上月持平，连续两月在-40%以下为史无前例，核心在于销售无起色，抑制了房地产投资热情。施工面积继续恶化，5月同比下降-1%，是历史上首次转负，下行趋势短期难见逆转。2022年5月房屋竣工面积同比下降-31.27%，降幅较上月-14%进一步扩大，有数据以来新低水平。房屋竣工面积异常萎缩，深刻影响下游配套装修、家电等行业需求。

图 6. 房屋新开工面积月度同比变动图



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

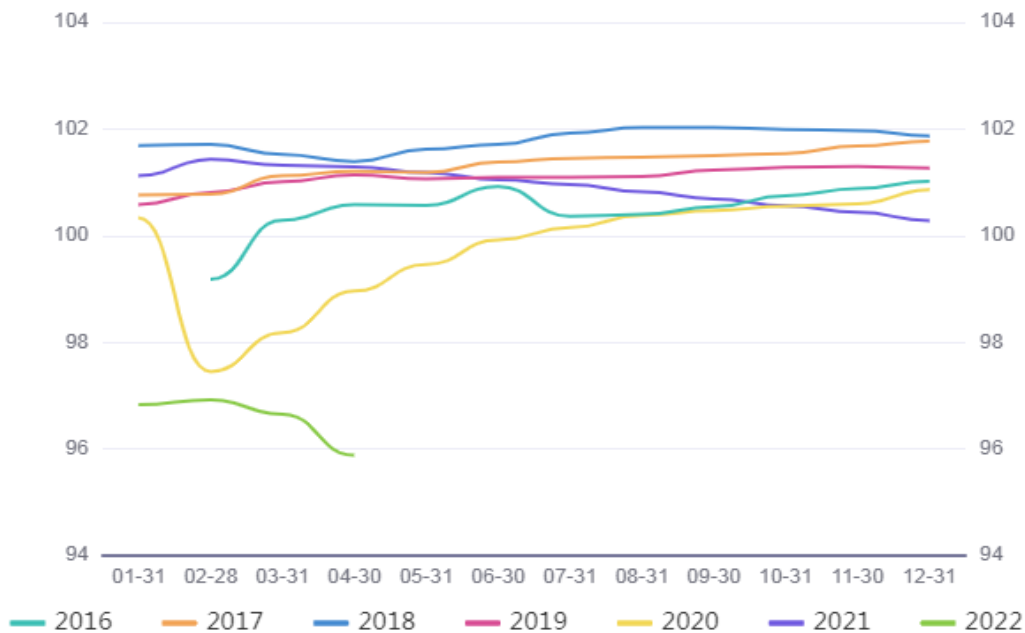
图 7. 房屋竣工面积月度同比变动图



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

全国房地产开发景气指数显示，2022年指数数值持续下滑，5月份降至95.6点，是过去六年历史同期低位，100点是最合适的景气水平，95以下意味着行业较低的景气水平。房地产经济的兴衰，深刻影响国内经济增长形势，以及主要大宗商品需求形势，如75%的平板玻璃、27%的电解铝、34%的钢材等用于房地产建筑业。可以说，本轮大宗商品价格泡沫的破裂，一方面是受美联储金融环境异常收紧的影响，另一方面主要是受国内冷峻的房地产发展形势所牵制。

图 8. 全国房地产开发景气指数



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

五、周期转换与大宗商品交易的地位

今年上半年，美联储对抗通胀启动加息，加息幅度逐步扩大，鹰派态度凸显。3月16日，美联储将联邦利率上调了25个基点；此后在5月4日进行了第二次加息50个基点；6月15日，第三次75个基点的破纪录加息把联邦基金利率推高至1.50%-1.75%。但美国通胀继续上升，5月CPI指数同比上涨8.6%，核心CPI也创下了6.0%的历史新高。2022年4月，美国10年期国债和2年期国债收益率多日出现倒挂，6月份这种现象亦反复出现，历史经验表明，这往往暗示经济衰退，将在随后1-2年内发生。

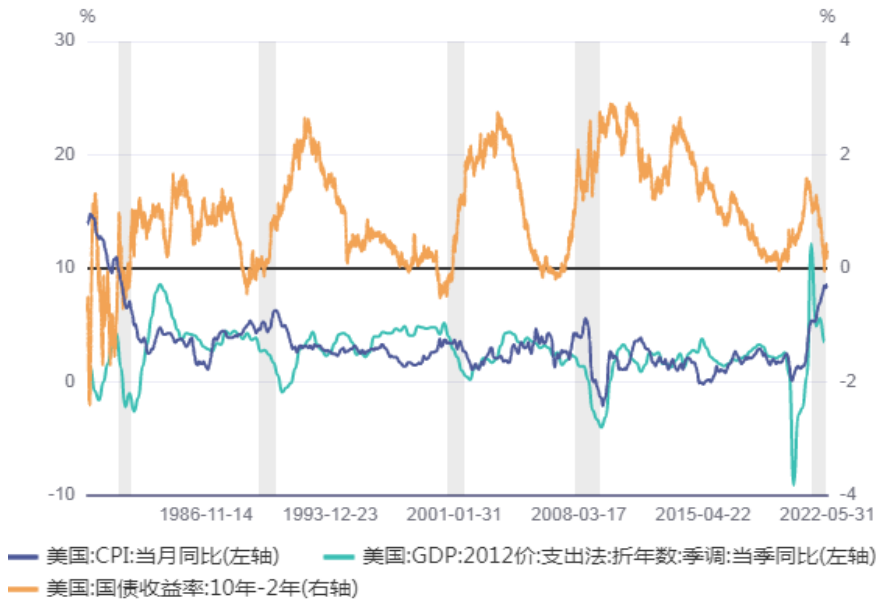
对抗通胀引发的西方货币政策大转向，所带来的经济衰退后果，在年中出现发酵。美联储紧缩政策的历史经验中，只有如1983年3月至次年8月与1994年2月至次年2月的两次紧缩未造成美国经济的衰退，多数情况则是美联储紧缩过后，美国经济陷入衰退，甚至出现危机。本轮后疫情时代历史性金融环境收紧，调整是不言而喻的，市场预期性交易的经济结局，在“衰退”和“滞胀”之间摇摆和偏移，异常的动荡在所难免。毕竟，如鲍威尔所言，美联储无意引发经济衰退，但不能排除经济衰退的可能性。

图9. 欧美国国家CPI回升至上个世纪80年代以来较高水平



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图10. 美国长短债券利差倒挂与大“胀”后有滞

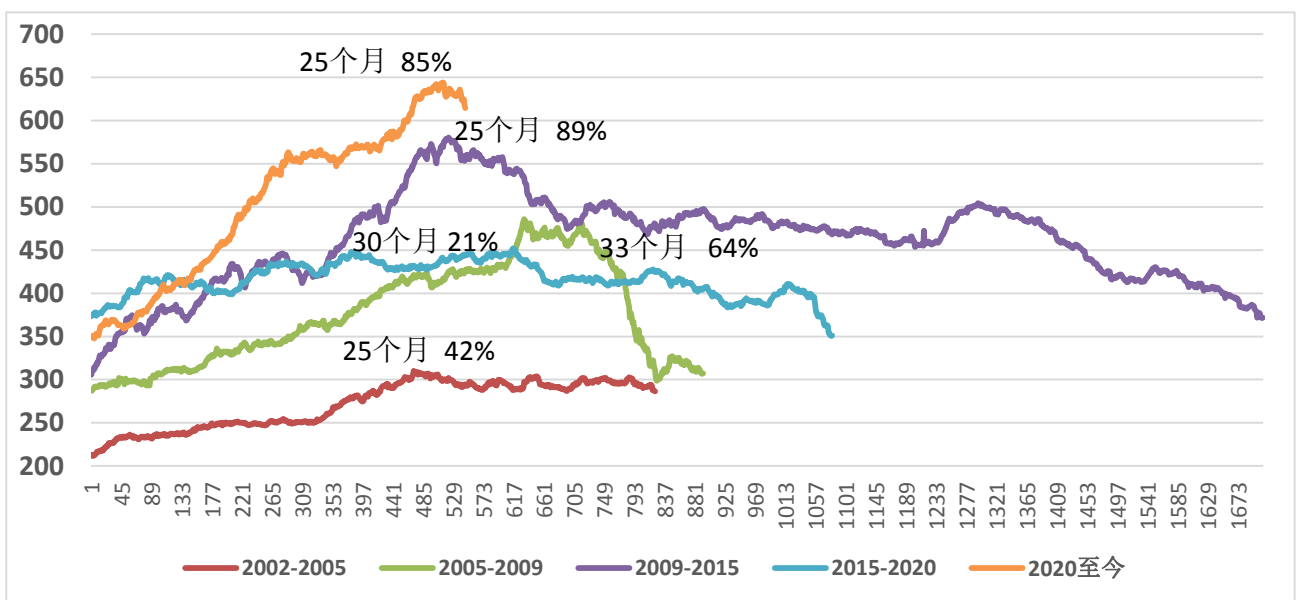


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

大宗商品在过去 2 年零 2 个月内，经历了疫情危机影响下的产业链供需错配、俄乌地缘危机影响下供给中断冲击，在美联储推动利率牛市之际，也出现了加速上涨和泡沫化发展阶段。本轮牛市波动，已跻身于最强大宗商品牛市波动序列。

在过去 20 年间，大宗商品价格指数，发生过五轮牛市波动。当前一轮大宗商品牛市，始于疫情危机时期的 2020 年 4 月，迄今持续 25 个月，累计涨幅 85%。牛市累计上涨幅度，仅次于 2009-2015 年 89% 的幅度。从时空统计意义上看，当前 CRB 商品价格指数牛市进入高估值区域。与 2000 年初期，中国入世需求主驱动的两轮牛市不同，本轮牛市烙有“疫情危机、供应瓶颈、货币无限量宽松和地缘危机”的印记。在西方对抗通胀、激进升息抑制需求的背景下，当前价格指数疑似在 2022 年 5 月份见牛市拐点。

图 11. CRB 商品价格指数过去几轮牛熊周期波动的比较



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

分行业版块来看，大宗商品具体品种的牛市见顶进程，均有政策约束的背景。2021年5月12日，国务院常务会议总理喊话大宗商品过热，铁矿石、螺纹钢率先见顶。此后，市场经历了“能源危机”式恐慌性上涨，2021年10月19日，发改委铁拳保供稳价，依法干预煤炭价格，动力煤、铁合金、PVC等高能耗商品见顶；美联储启动货币政策正常化，引导市场“Tapper-加息-缩表”之际，俄乌地缘危机爆发，有色金属、原油和农产品，2022年2月到3月份之间出现泡沫化发展过程，镍、锡、铜、铝等3月7日前后见顶，而原油和农产品序列在5月至6月迄今，疑似见顶。主要商品见顶后去泡沫，目前最大调整幅度，普遍出现40%-50%不等的深跌空间。

商品交易系统性过热，一度给主要经济体带来“滞胀”风险。“胀”的形势发展，与疫情危机、地缘危机的走向紧密关联，也与美联储历史性鹰派升息收紧金融环境，紧密相连。大宗商品牛市波动的高潮期，集中表现在“供给冲击”上；而大宗商品牛市的终结，集中表现在“需求收缩”的现实和政策引导上来。“需求收缩”，在西方欧美国家，是利率陡峭攀升，经济看衰带来价格负反馈的结果；在我国，是上半年3-5月份期间多城防疫封控，损及经济总需求的影响。

总体而言，下半年的时间，我们对国内股指牛市波动给予乐观预期，大宗商品有望轮动完成去泡沫过程。进入四季度，美联储鹰派加息进入尾声，对抗“衰退”的政策将应运而生，国内新库存周期开启，届时预计商品指数预计将出现和转入重要的多头交易时间。（完）

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#