

## 暑去秋来，商品波动仍陷熊市框架

7月中下旬以来，国内商品期货市场出现普遍反弹，赶在9月合约交割前，借着国内降息和稳经济大盘扶持政策的劲头，主要期货走出了一轮基差修复反弹上涨的行情。不过进入8月下旬，这轮多头行情戛然而止。

8月全球央行年会中，美联储传递鹰派升息讯息，2023年上半年快速启动降息的预期破灭，这意味着海外金融环境收紧的进程难觅转机，风险资产仍面临重估。欧洲身处地缘、能源和通胀三重危机之中，经济转入衰退风险持续增加，欧元颓势强化美元涨势，大宗商品货币金融环境不友好。

国内方面，尽管进入“金九银十”旺季窗口，不过，深、蓉等主要城市的疫情形势，或令总需求显著受累。房地产周期性低迷尚未见实质向好表现，很大程度上牵制远期商品总需求增长前景。时隔一年半，国内规模以上工业企业利润总额，累计同比在7月首次转负，产成品库存在4月拐点向下，供需双弱的“主动去库存”周期预计仍将持续，不利于资产价格展望。

经济领先指标，波罗的海干散货运价格指数，几近抹去疫情危机以来的所有涨幅，体现出经济衰退风险正在发生；全球央行年会，是市场新的转折点，宣告“急而复返”的宽松交易中止；国内疫情和房地产形势将极大关系到市场信心和经济走向。

表 1. 国内主要期货合约 8 月份振幅排名表（降序）

主要合约	8 月涨跌幅(%)	8 月振幅 (%)	年涨跌幅 (%)
低硫燃料油 2210	2.21	21.07	22.38
动力煤 209	13.46	20.58	18.80
原油 2210	7.52	19.88	44.97
LPG2210	7.06	16.95	22.76
苯乙烯 2210	-0.24	16.19	1.25
焦炭 2301	-9.45	15.25	-9.78
棉花 301	3.05	15.16	-28.91
燃油 2301	-0.73	14.99	3.50
棕榈油 2301	1.01	14.39	-1.24
乙二醇 2301	-9.69	14.09	-24.57
菜粕 301	5.41	13.28	16.20
豆二 2210	7.40	13.08	28.22
玻璃 301	-5.93	12.94	-31.59
硅铁 210	-0.18	12.79	0.00
尿素 301	6.86	11.89	0.13
铁矿石 2301	-4.20	11.59	-0.15
石油沥青 2212	-5.42	11.53	13.40
生猪 2301	4.66	11.40	37.50
沪锌 2210	5.72	11.33	-1.60
棉纱 301	5.12	11.22	-23.49
国际铜 2211	3.83	11.03	-17.93
沪镍 2210	2.93	10.93	9.15

资料来源：新纪元期货研究、Ifind

### 一、经济领先指标，显示颓势波动

波罗的海综合指数（BDI），是散装船航运运价指标，散装船运以运输钢材、纸浆、谷物、煤、矿砂、磷矿石、铝矾土等民生物资及工业原料为主。因此，散装航运业营运状况与全球经济景气荣枯、原物料行情高低息息相关，故波罗的海指数可视为经济领先指标。

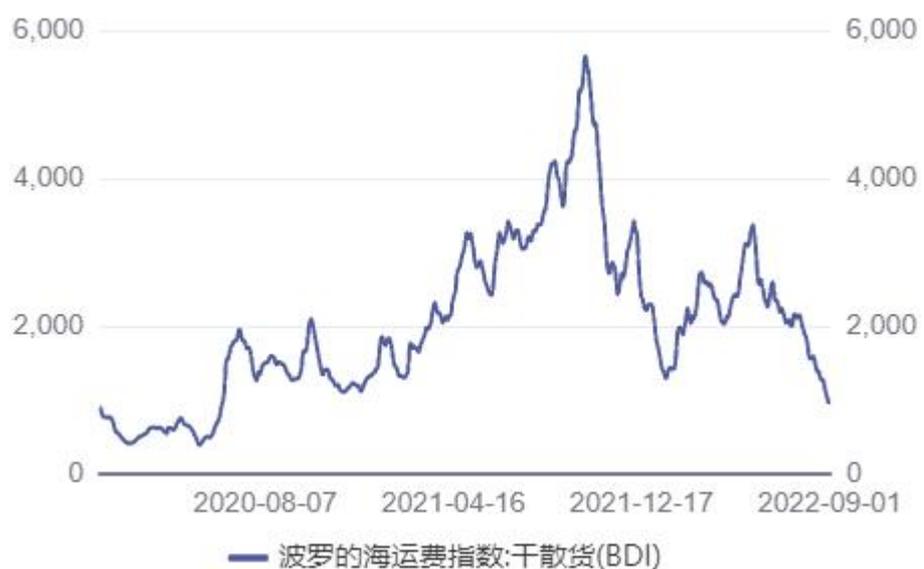
2021 年 10 月 6 日，波罗的海综合指数（BDI）5647 点，在全球能源紧张推波助澜下，达到了疫情危机牛市以来的最高峰，较 2020 年 5 月份低点累计涨幅 12.9 倍。此后见顶急速回落，至 2022 年 1 月

26日累计跌去-77%报1296点。

随着俄乌危机升级和西方对俄制裁，该指数重回升势，2022年5月23日，波罗的海综合指数（BDI）累计回涨1.6倍报3344点后再次见顶。美国鹰派升息、全球经济数据低迷，至2022年8月31日，该指数下跌-71.1%报965点，为2020年6月15日以来首次破千，仅次于疫情危机发酵初期的历史极低值398点。

2022年7月到8月间，BDI指数陡峭下跌-55.9%至965点，显示全球经济景气度低迷，大宗商品原料需求不足。

图1. BDI指数疫情危机以来牛熊波动



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 二、全球央行年会成为市场新的转折

杰克逊霍尔全球央行年会，素有政策拐点“晴雨表”之称。在这个年会中，美联储2020年对长期货币政策战略做出了重要修订，正式提出了“平均通胀目标值”；2021年首次释放Taper信号，因此该会议关注度很高，是美联储与市场沟通的“工具”。

美东时间8月25日-27日全球央行官员和经济学家齐聚一堂，分享对经济前景和货币政策走向的看法。美联储主席杰罗姆鲍威尔8月26日在全球央行年会上发表讲话，主题是“重估经济与政策的约束条件”。

在鲍威尔的主题演讲中，对于通胀，他表示，“尽管7月通胀数据较低令人欣慰，但单月改善幅度远低于让委员会确信通胀正在下降所需的水平…目前通胀率远高于2%，劳动力市场极度紧张，现在并非暂停加息的合适时机。”

对于9月加息幅度，鲍威尔表示，“9月再进行一次不同寻常的大幅上调可能是合适的…9月加息幅度取决于即将出炉的数据和经济前景。”

对于未来加息前景，鲍威尔表示，“我们必须坚持下去，直到工作完成…历史经验告诉我们过早放松政策是不适合的…为遏制高通胀，需要一段长时间的紧货币政策。”美联储担心紧缩不足，更甚于担心经济衰退。

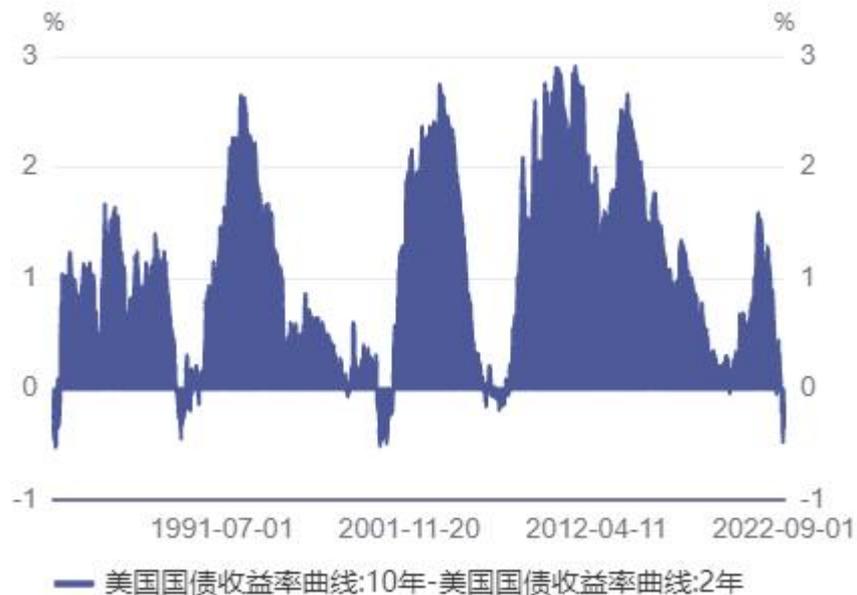
美国通胀疑似接近见顶(美国7月PCE指数环比-0.1%，同比+6.3%，均低于预期)，但去年8-9月美国CPI基数仍偏低，中期选举(11月8日)前美国CPI同比难以明显、大幅下移，因此美联储仍需保持鹰派以彰显拜登政府“通胀不降不罢休”的决心，也能更得民心。这就是鲍威尔在本次会议上转鹰的主因。

过去四次议息会议中，美联储总计完成了225个基点的加息幅度(分别加息25个基点、50个基点、75个基点、75个基点)，在全

球央行会议之前，市场预期9月加息50个基点的概率占优，本轮升息周期中开始出现加息幅度放缓动作，利率顶点在3.5%-3.75%，并预计明年上半年美联储启动降息操作。但全球央行年会鲍威尔的演讲，扭转了市场对明年上半年降息的预期，对资产价格带来重要冲击。

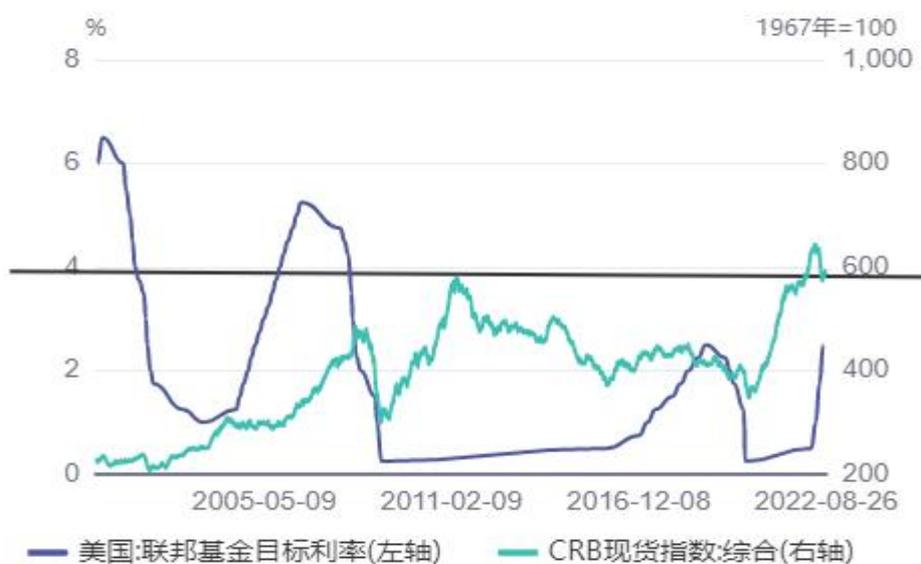
美国长短期国债收益率曲线倒挂幅度逾20年最大，美国经济陷入远期衰退的阴霾，可能笼罩在美国升息的后半场之中，“放缓加息-降息”的交易预期落空，超预期金融环境收紧的背景下，大宗商品仍在熊市波动框架之中。

图2. 美国10年期国债收益和2年期国债收益率倒挂幅度逾20年以来最大



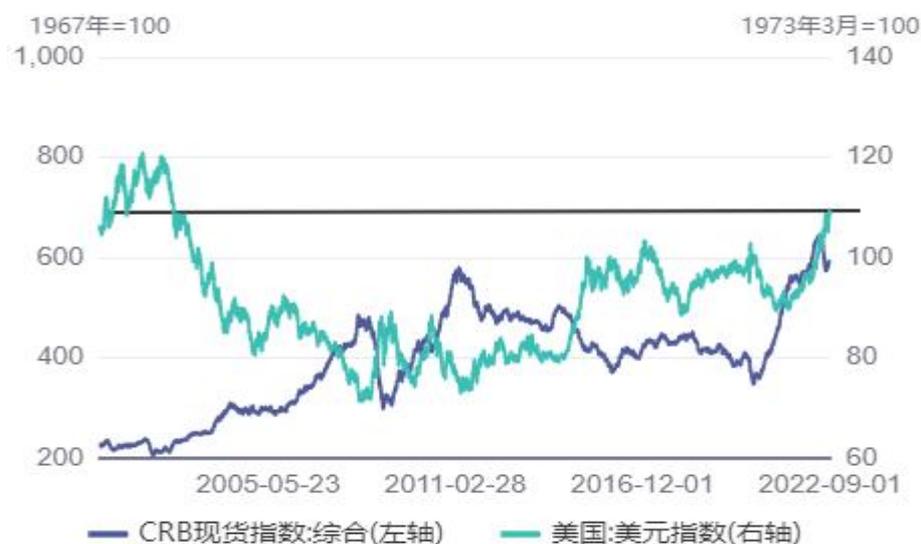
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图3. 美联储终极利率目标上抬



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 美元指数逼近 110 关口挺近逾 20 年历史高位施压商品



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 5. Fed 基准利率期货指示 2023 年降息预期降温



资料来源：Bloomberg

### 三、国内经济面临多重负面干扰

#### 1、地产销售数据依然低迷

2022年上半年，我国房地产投资累计跌幅5.4%，商品房销售面积累计跌幅22.2%，土地购置面积累计跌幅48.3%，均处于历史较为低迷的状态之中。房企面临融资困难与销售疲弱双重困境，资金链断裂致在建项目烂尾或延期交付。7月，我国多地出现居民断供未交付楼盘贷款事件，进一步打击购房意愿和市场信心。从地方到中央，国家已积极出台政策稳定市场信心，但房地产相关风险向金融和实体经济传导，对市场信心的冲击仍待时间化解。

稳增长、稳楼市的紧迫形势下，7月28日政治局会议明确提出：要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。8月22日，央行下调贷款市场报价利率为1年期LPR为3.65%，较前值3.7%下降5BP，5年期以上LPR为4.3%，

较前值 4.45%下降 15BP。8月24日，国务院常务会议提到：允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。8月31日，国务院常务会议提到：要求地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。

我国是大宗商品消费主要需求国，“供给冲击、需求收缩、预期减弱”三重压力下，决定了商品价格承压具有系统性。黑色建材等工业品价格，由于房地产是需求主力，其走势也与中国地产周期高度一致，关注后市需求修复。

## 2、罕见高温对工业生产生活带来干扰

2012年，国家安全生产监督管理总局、卫生部、人力资源社会保障部、全国总工会等四部门制定印发的《防暑降温措施管理办法》明确规定：日最高气温达到40℃以上，应当停止当日室外露天作业；日最高气温达到37℃以上、40℃以下时，用人单位全天安排劳动者室外露天作业时间累计不得超过6小时，连续作业时间不得超过国家规定，且在气温最高时段3小时内不得安排室外露天作业等规定。

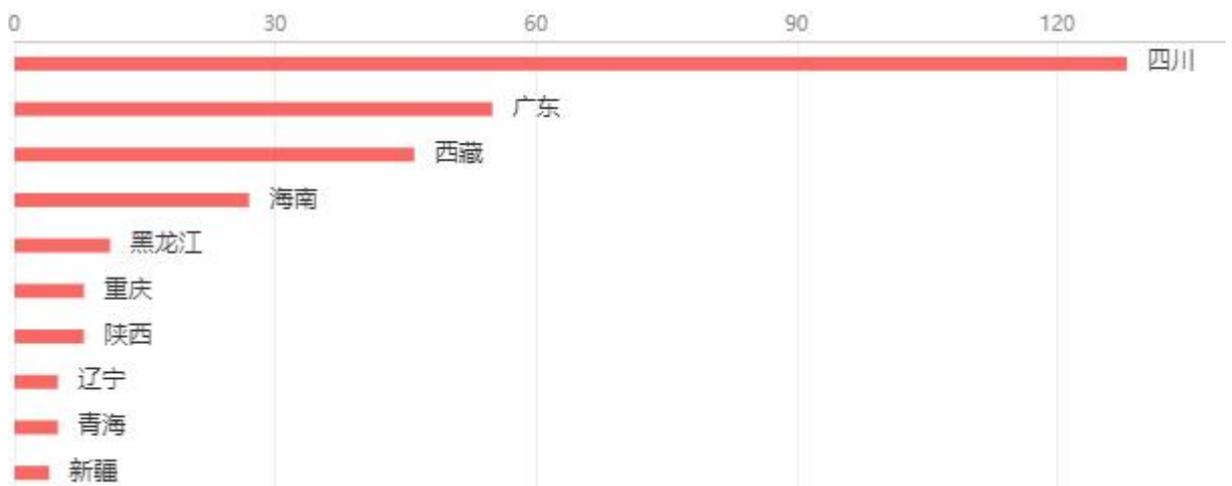
2022年，是我国有完整期现记录以来，最炎热的一年。今夏区域性高温事件，综合强度达到有史以来最强，多地政府“让电于民”，高温限制了工业生产生活，导致施工停滞，建材类为代表的工业需求季节性下滑，预计将负面牵制三季度经济增长潜力的释放。

## 3、疫情反复带来生产生活的干扰

8月末9月初，我国疫情反弹范围在扩大，四川成都、广东深圳、西藏拉萨、辽宁大连、黑龙江哈尔滨等，不乏有人口大省、大市和经

济强省中招。防疫收紧的忧虑在市场中有蔓延，上半年“金三银四”，我国受疫情冲击旺季成色不佳；下半年临近“金九银十”，主要城市的疫情形势自然牵动市场神经。7月我国消费者信心指数下滑到87.9，（上月88.9，去年同期117.8）；8月财新制造业PMI指数下滑到收缩区间的49.50（上月50.4，去年同期49.2）。景气调查数据显示经济形势仍面临较大挑战。

图6. 2022年9月1日本土新冠病例新增数量的省市分布



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

总体而言，本轮“主动去库存”周期背景之下，大宗商品市场矛盾较为突出和鲜明，关注二十余年最强美元周期中大宗商品沽空动能的释放进程，熊市框架短多长空为主。

新纪元期货研究所

2022. 08. 31

## 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述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#