

## 升息、疫情和地缘，二季度大宗商品市场形势的几点思考

## 策略

## 内容提要：

- ◆ 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 24 个月，累计涨幅 82%。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。
- ◆ 大宗商品交易过热，美国为代表的西方世界通胀高企，美联储 35 年来正启动第 6 次升息过程。今年余下的联储会议，5、6、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 个基点，相当于年内加息 9 次。若真实现该预期，则是自 1994 年以来，紧缩措施最激进的一次，5 月预计启动缩表，金融市场正为美国利率牛市做充分定价。
- ◆ 2 月份以来，俄乌资源大国地缘危机升级，直接带来相关大宗商品“供给中断”的冲击，并引发了显著的金融动荡。俄罗斯股汇双杀，欧洲股市一度重挫，资金回流美国，美元遭到追捧。大宗商品衍生品市场，多空矛盾升级出现价格的历史性异常波动。
- ◆ “防疫严格性指数”国内维持高位态势，亟待对抗经济压力提振信心。二季度，货币政策或“外紧内松”，国内稳增长压力下，或存在进一步降准“要求”，“316”金融委专题会议敲定“政策底”，后续政策落地跟进，将对经济和资本市场注入信心和支持。
- ◆ 西方通胀形势的发展，与疫情危机、地缘危机的走向紧密关联，若危机不能实质化解，大宗商品或将寻找宽幅的、震荡的均衡状态，不稳定和高波动是常态。

## 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)周度要闻点评，一览商品大势  
系列等

## 一、国内商品市场波动 1 季度出现显著放大

2022 年 1 季度，国内商品市场中，仅生猪、红枣等农副产品，受自身产业周期、交割因素影响，深陷熊市波动。受地缘危机供给中断冲击，镍、原油为代表，录得巨大振幅和涨幅，大宗商品供需矛盾出现异常激化，资金兴趣陡增，黑色系中的双焦、铁矿，农产品中的豆粕，均有不俗表现，部分商品有泡沫后发展表现。美国升息、俄乌危机、疫情干扰等尾部风险，对市场走向影响深刻。

表 1. 2022 年 1 季度国内商品期货主要合约涨跌幅排名

序号	主要合约	4 月 1 日收盘价	年内涨跌幅%	年内振幅%
1	焦煤 2205	3244	45.57	50.08
2	沪镍 2205	217910	45.18	85.88
3	铁矿石 2209	926	43.34	45.99
4	焦炭 2205	3997	36.23	39.13
5	低硫燃料油 2206	4884	34.92	60.97
6	纯碱 209	3040	33.69	42.87
7	原油 2205	649	32.31	65.78
8	燃油 2209	3734	29.38	52.63
9	菜粕 209	3624	29.11	48.18
10	棕榈油 2205	10922	27.74	50.11
11	螺纹钢 2210	5160	25.15	25.81
12	热轧卷板 2210	5319	24.42	25.05
13	硅铁 205	10286	23.75	26.47
14	不锈钢 2205	20280	23.66	52.27
15	LPG2205	5876	22.83	42.03
16	沪锡 2205	340950	22.57	44.16
17	玻璃 209	2120	21.35	39.03
18	豆二 2205	4842	21.11	36.68
19	动力煤 205	809	20.38	38.63
20	线材 2205	5542	19.70	22.53
21	PTA205	5960	18.77	32.63
22	豆粕 2209	3808	17.46	36.01
23	甲醇 205	2889	16.59	34.20
24	豆油 2209	9904	16.19	27.69
25	强麦 205	3420	16.09	29.06
26	石油沥青 2206	3835	14.68	34.51
27	20 号胶 2205	11375	-4.09	13.41
28	橡胶 2209	13830	-8.01	13.55
29	生猪 2205	12955	-16.18	20.41
30	红枣 205	11590	-18.27	21.73

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 二、美联储升息与缩表的历史比较

### 1、历次美联储升息周期的节奏和幅度

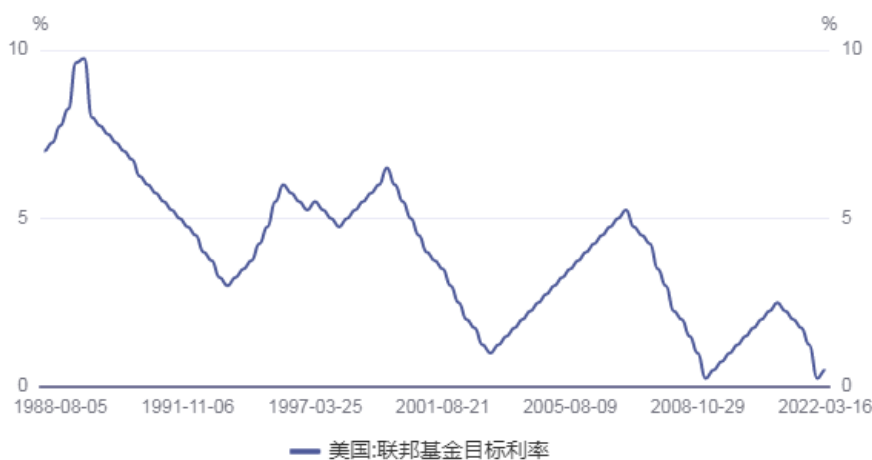
回溯美国联邦基金目标利率的历史变化，我们会看到，过去 35 年美联储有过 5 次大规模加息。其中，加息时长最短 11 个月，最长 37 个月；累计加息幅度最低 175BPs，最高 9.81 个百分点；加息节奏最慢为每月 6BPs，最快为每月 25BPs；加息周期结束时的政策利率水平呈现趋势性下降，最近一轮加息周期结束时，政策利率仅为 2.50%。

表 2. 美联储 35 年来正启动第 6 次升息过程（红色区域为本轮升息节奏的市场预测）

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(F)	12	0.25%	3%	2.75%	0.23%

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

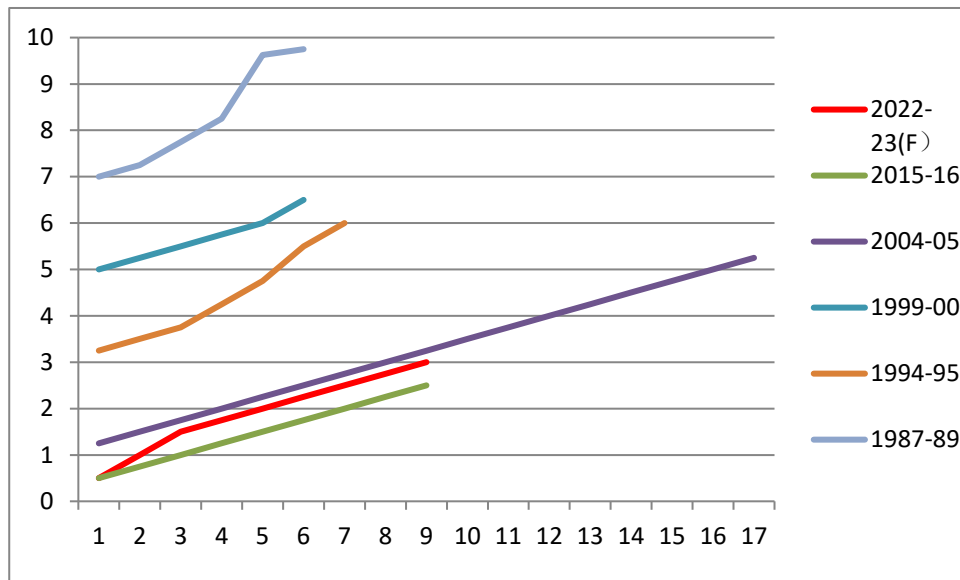
## 2、本次加息周期的预期和变化

北京时间 3 月 17 日周四凌晨 02:00，美联储宣布加息 25 基点，为 2018 年 12 月以来首次。此次加息，开启了一个抗击通胀的时代，此时美国通胀率高居近 40 年历史记录水平。

美联储 3 月纪要显示，多名联储决策者 3 月会议就青睐加息 50 个基点，但考虑到俄乌局势选择加 25 个基点，多人预计未来可能适合一次或更多次加 50 个基点；与会者认为，货币宽松立场适合迅速转为中性（2.4%），可能让利率超过中性水平，本次缩表速度会比上次缩表快，可能最早 5 月开始缩表、要约三个月内实现每月最多缩减 600 亿美元美债、350 亿美元 MBS；联储拟 4 月调整境内隔夜回购工具 SRF 对手方要求，扩大对手方银行范围。

4 月 7 日，美联储会议纪要公布后，市场对美国加息或降息预期，没有发生重大变化。今年余下的联储会议，5、6、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 个基点，相当于年内供加息 9 次。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：单年升息 250 个基点。上一次更为激进的加息是 1980 年代初沃尔克执掌美联储时。而到 2023 年年中，美联储将面临 3-4 次降息。

图 2. 近 6 轮美联储加息步数和空间的比较（%，次数）



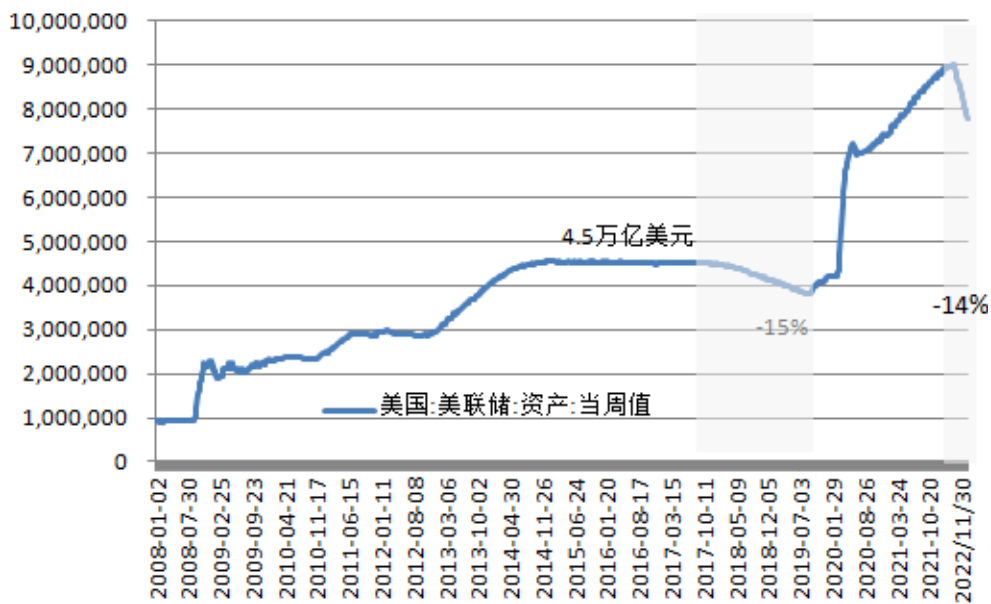
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 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

#### 4、美联储加息窗口下，大宗商品市场趋向多头表现

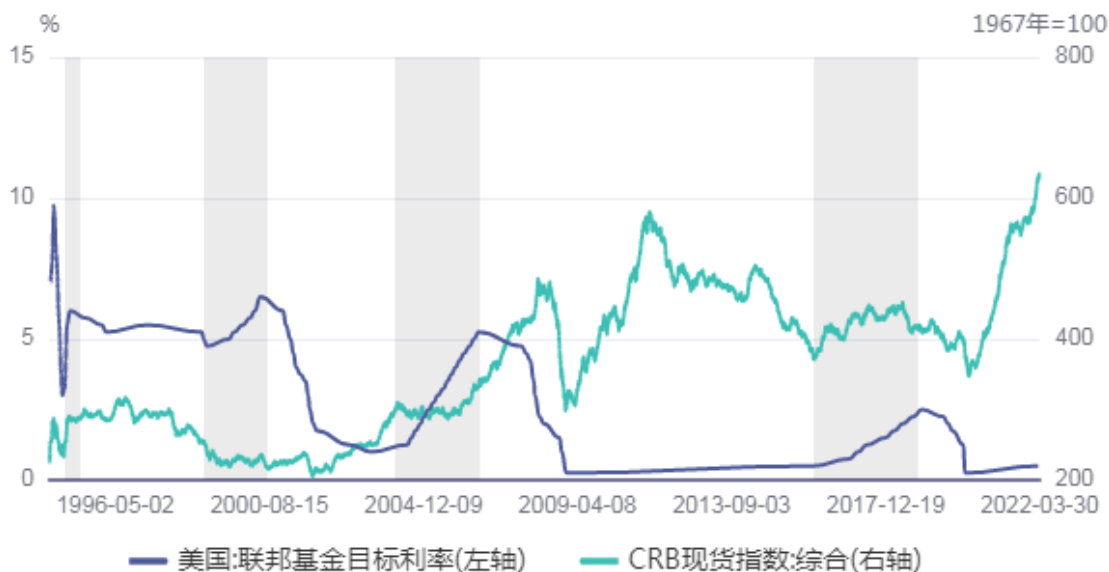
在过去三十余年美联储升息窗口期，CRB 商品价格指数，均录得不同程度的上涨。市场往往提前计入美联储升息预期，在靴子落地后，或先抑后扬，或先扬后抑，往往走出回升行情。这符合经济周期逻辑的要义，加息周期往往意味着，市场处于经济“过热”阶段，而该阶段商品配置受到追捧。

表 3. 美联储加息窗口期间 CRB 商品价格指数录得上涨

美联储加息窗口	全加息窗口 CRB 商品表现	加息后一个季度”表现	升息后半年表现
1987.09-1989.02	12.60%	-0.05%	1.00%
1994.02-1995.02	15.07%	2.61%	5.01%
1999.06-2000.05	4.62%	4.92%	2.07%
2004.06-2006.06	15.49%	1.30%	0.61%
2015.12-2018.12	9.38%	6.24%	11.36%

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 联邦基金目标利率与 CRB 商品价格指数波动叠加图



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

### 三、俄乌地缘危机，商品的供给冲击和金融动荡

#### 1、2022 年俄乌局势发展的时间线

2022 年 1 月 10 日至 13 日，俄罗斯分别与美国和北约就安全保障问题开展对话，但均未取得实质性成果。

2022 年 1 月 22 日，乌克兰国防部发表声明说，美国援助乌克兰的一批军火当天运抵基辅。此后，英国、波兰、加拿大等国陆续向乌克兰提供军火援助。

2022 年 2 月 2 日，美国国防部宣布将向欧洲增派部队，以应对俄乌边境地区紧张局势。俄外交部副部长格鲁什科表示，美方这一决定是“破坏性举措”，将加剧军事紧张。

2022 年 2 月 17 日，乌克兰军方称，乌东部民间武装当天向政府军控制区发动炮击。乌东部民间武装则指责乌政府军首先动用重型武器向其控制地区发动袭击。乌东部地区紧张局势持续升级。

2022 年 2 月 21 日，普京签署关于承认“顿涅茨克人民共和国”和关于承认“卢甘斯克人民共和国”的命令，以及俄罗斯分别与这两个“共和国”的友好合作互助条约。

2022 年 2 月 24 日，俄罗斯对乌克兰发起“特别军事行动”，俄乌危机升级。（俄罗斯总统普京称，30 年来俄罗斯一直试图就北约不东扩达成协议，但却受到欺骗、施压和讹诈，美国拒绝就俄罗斯的安全需求进行谈判。北约的战争机器正在行动，逼近俄罗斯边境。）

2022 年 2 月 22 日开始，美国、欧盟、英国、日本、加拿大、澳大利亚、新西兰、韩国等少数西方国家，在金融、军事、科技等多个领域，密集的采取多轮对俄罗斯的制裁措施。很多是“前所未有”的严厉措施，英国与

G7 和北约盟国合作，关闭俄罗斯对环球银行金融电信协会支付系统（SWIFT）的访问，被称为“金融核武”级的打击。而俄罗斯对“不友好国家”做出积极反制回应。

## 2、俄乌地缘局势的外溢冲击

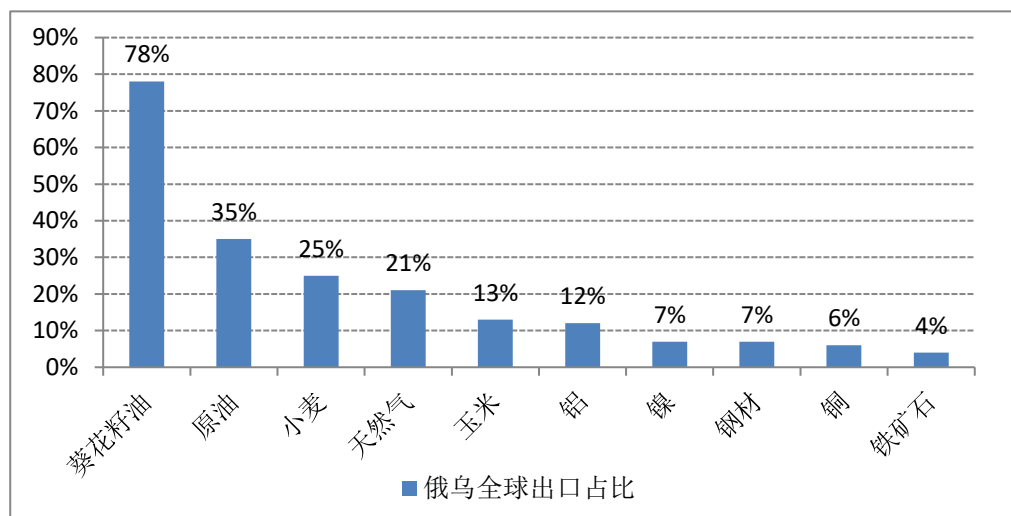
按照 IMF 的数据，2021 年俄罗斯 GDP 世界占比 1.75%，乌克兰 GDP 世界占比 0.19%，他们的经济体量，世界占比不足 2%。其中，一个是全球第 11 大经济体，一个 GDP 排名全球第 54，前者是后者的 9.1 倍。一个拥有欧洲及世界最大的国土面积，一个拥有欧洲第二大国土面积，它们是世界重要的能源和粮食等大宗商品资源大国，直接带来相关大宗商品“供给中断”的冲击。

“供给中断”冲击，体现在主要出口港（包括黑海港口敖德萨和赫尔松）因战时关闭停滞，影响谷物能源贸易运输，全球调剂余缺、平衡供需的重要份额出现缺失，从而引发关联大宗商品价格出现恐慌性、脉冲式飙涨。

另外，制裁与反制裁，引发原油、天然气及其他资源品的全球贸易流出现重塑，并带来供需的区域结构性失衡，具体表现在欧洲能源危机、俄罗斯能源生产出现显著损失和美国能源出口份额在欧盟占比的增加。

特别注意的是，地缘危机引发了显著的金融动荡。俄罗斯股汇双杀，欧洲股市一度重挫，资金回流美国，美元遭到追捧。大宗商品衍生品市场，多空矛盾升级出现价格的历史性异常波动。3 月 8 日，布伦特原油此前用数个交易日飙涨近 50% 逼近历史高价；也在这个时间窗口，伦敦镍在 2 个交易日内飙涨 250%，创造了伦敦百年不遇的市场境遇，3 月 8 日伦敦镍的交易被取消作废。也同样是在 3 月 8 日，芝加哥小麦改写历史新高，此前一个月内飙升逾 80%。

图 5. 俄乌两国主要大宗商品出口量的全球占比分量



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 四、来自奥密克戎疫情形势的挑战

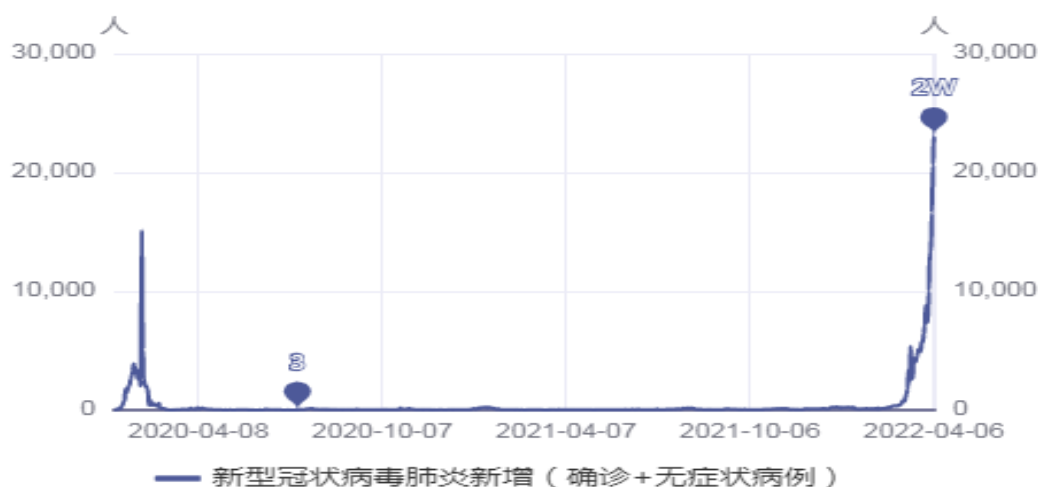
### 1、国内疫情形势严峻，坚守“动态清零”

根据国家卫健委通报，2022 年 4 月 6 日我国新增本土新冠肺炎确诊病例 22,995 例，以不需过多治疗的奥密克戎无症状感染者和轻型病例为主，其中，新增确诊本土病例 1284 例，新增本土无症状感染者 21711 例。3 月

以来，国内疫情累计 17 万人感染，根据香港特区政府有关通报，截止 4 月 5 日，香港本轮疫情累计超 116 万人感染。

国内新冠肺炎疫情呈现点多、面广、频发的特点，疫情防控形势严峻复杂。4 月 7 日，我国中高风险地区 368 个，波及辽宁省 3 市、河南省 2 市、河北省 3 市、山东省 2 市、吉林省 2 市、上海、内蒙古自治区 1 市、江苏省 2 市、黑龙江省 3 市、广东省 3 市、天津市、福建 2 市、安徽省 4 市、江西省 2 市、湖南省 2 市、四川省 1 市，甘肃省 1 市，共 17 个省市自治区、30 余城市。我国防控坚持科学精准、“动态清零”不动摇，过去十余日，中高风险地区减少了 40% 以上，目前病例增长集中于上海、吉林等地。

图 6. 我国新冠肺炎日增病例数刷新记录（确诊+无症状病例，不含港澳）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

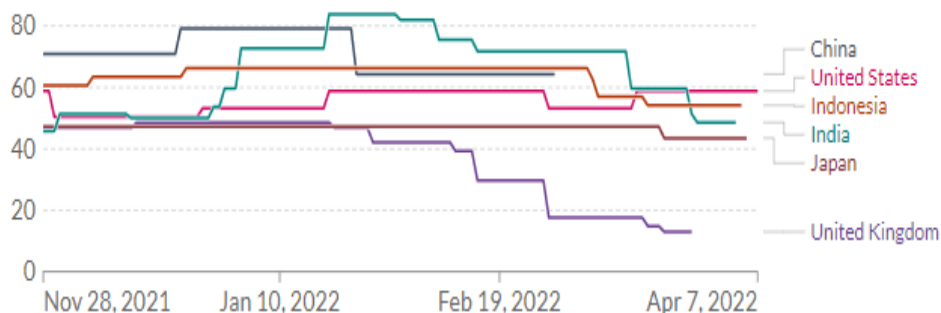
## 2、“防疫严格性指数”维持高位态势，亟待对抗经济压力提振信心

牛津冠状病毒政府响应跟踪系统（OxCGRT）项目，根据九个响应指标的综合评价，计算了一个不同国家和地区，防控疫情的严格性指数。用于计算严格性指数的九个指标包括：学校停课；关闭工作场所；取消公共活动；对公众集会的限制；关闭公共交通；呆在家里的要求；公共宣传运动；限制内部流动；以及国际旅行控制等。

英国在 2022 年 2 月份正式宣布“与新冠共存”计划，取消所有防疫限制，其冠状病毒防控严格性指数最低，为西方抗疫代表性国家；以人民生命健康为本，我国长期以来，均处于新冠严格性指数较高梯队，但严格的防疫封控措施，也累及投资消费并损及了经济增长。

图 7. 冠状病毒（防控）严格性指数





Source: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government, University of Oxford - Last updated 7 April 2022, 14:50 (London time)

资料来源: Our World In Data

今年政府工作报告中,我国 2022 年 GDP 增长目标是 5.5% (2019 年实际值 6.0%, 2020 年实际值 2.2%, 2021 年实际值 8.1%), 回落并低于疫情危机前的水平。疫情危机初期,作为世界防疫“优等生”,国内率先从疫情危机中回复增长,亦最早退出经济刺激计划,但在疫情危机尾部风险的冲击之下,3 月份,一度占全国三分之一以上的 GDP 份额的地区,先后受到不同程度抗疫封控干扰,考虑到国内失落的“金三银四”,一些高频的投资、消费数据表现不佳,指向经济景气度的 PMI 跌落至疫情危机以来次低水平。二季度,货币政策或“外紧内松”,国内稳增长压力下,或存在进一步“降准”要求,“316”金融委专题会议敲定“政策底”,后续政策落地跟进,将对经济和资本市场注入信心和支持。

图 8. 财新制造业采购经理人指数创疫情危机以来新低



资料来源: 同花顺 新纪元期货研究

图 9. 国内 GDP 增长快速回到疫情危机前水平



资料来源: 同花顺 新纪元期货研究

## 五、“滞胀”周期中的商品交易的地位

2022 年 2 月以来,俄乌地缘风险持续升级,以原油为代表的全球大宗商品面临较大的供给冲击,相关的油、气、农产品和有色金属价格,出现系统性异动上涨,更进一步加剧全球通胀风险。与此同时,较高的 CPI 抬升经济运行成本,叠加地缘风险和制裁与反制裁措施,对主要关联国家经济带来负面冲击,甚至易于将其带入衰退的

风险。美国 10 年期和 2 年期国债收益率一度濒临或出现倒挂，历史上往往暗示经济衰退风险，将在随后 1-2 年内发生。

图 10. 欧美国家 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

一般而言，“滞胀期”里 CPI 上行期，资产配置强弱选择为：大宗商品等实物资产>债券>股票；CPI 下行期，资产配置强弱选择为：股票>债券>商品、等实物资产。从当前美联储升息预期引导来看，更多选择了“对抗通胀而不惜牺牲经济增长”的博弈。

图 11. 美国长短债券利差倒挂与大“胀”后有“滞”



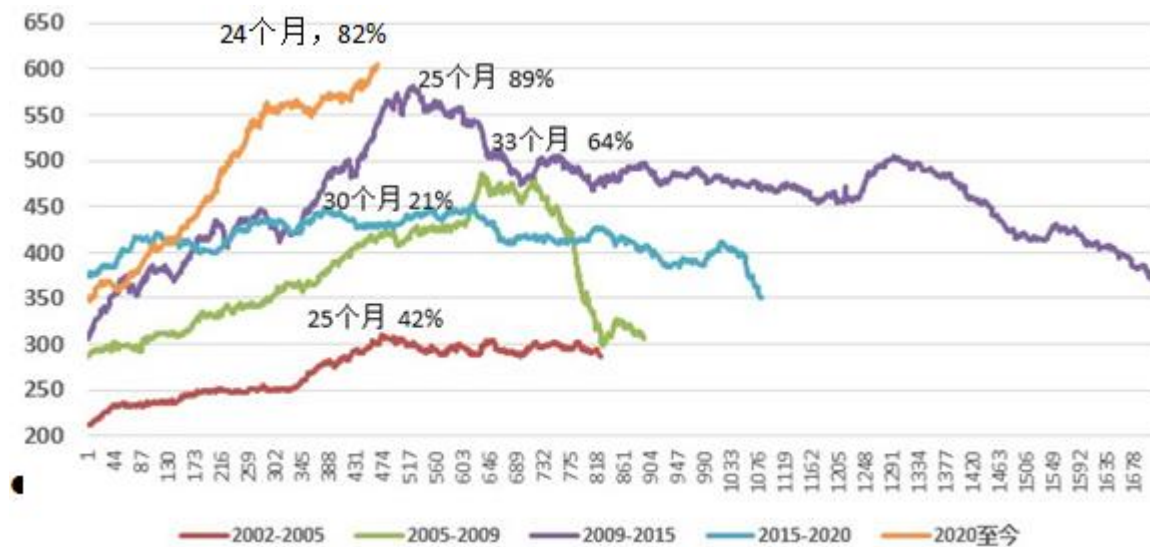
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

大宗商品在过去 2 年，经历了疫情危机影响下的供需错配、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 24 个月，累计涨幅 82%。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。

图 12. 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

商品交易系统性过热，意味着高企的通胀。美国意图动用货币工具箱给通胀降温，可能最终以牺牲经济增长抑制需求来实现其目标。通胀形势的发展，与疫情危机、地缘危机的走向紧密关联，若危机不能实质化解，大宗商品或将寻找宽幅的、震荡的均衡状态，不稳定和高波动是常态。中国面临更大的稳经济压力，以平衡防疫封控和经济发展，国内股指熊市满周年之际，最终若转入大级别反弹，或高度依赖于国内积极取向的政策，以及海外风险的局部出清和释放。(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#