重要窗口期，风险出清进程决定商品波动前景

美国祭出史上最鹰派升息进程，以对抗通胀，不断打破“市场利率终点”和“降息拐点”的预期，美元指数迭创近二十年历史新高，非美货币异动贬值，全球主要股指熊市共振，风险资产普遍陷入低迷，大宗商品冰火两重天，工业品熊市轮动，农产品粕类迭创历史新高。

美元 TED 指示金融风险提升，市场风向标美元指数出现加速上扬表现，金融市场“Risk Off”，脆弱性尽显。世界在后疫情时代，陷入地缘危机、区域性通胀危机、区域性能源危机，国内经济持续面临“供给冲击、需求收缩、预期减弱”的挑战，市场主体信心低迷，稳经济大盘提上日程。

截止到今年上半年或三季度，国内房地产开发投资、房屋销售面积、房地产贷款余额等累计同比增长，仍均处于历史较低水平运行，大周期地产不振对经济影响深刻。关注四季度维护房地产市场稳定发展的政策努力对经济的扶持成效及市场反馈。

国内规模以上工业企业利润总额，累计同比在 7、8 月连续转负，产成品库存连续 4 个月同比下滑，供需双弱的“主动去库存”周期在四季度仍将持续，预计年末年初或现新拐点。关注四季度欧洲能源危机的发展，预计关联能化品种需求替代性增长，我们或率先看到被动去库带来的价格反弹驱动。

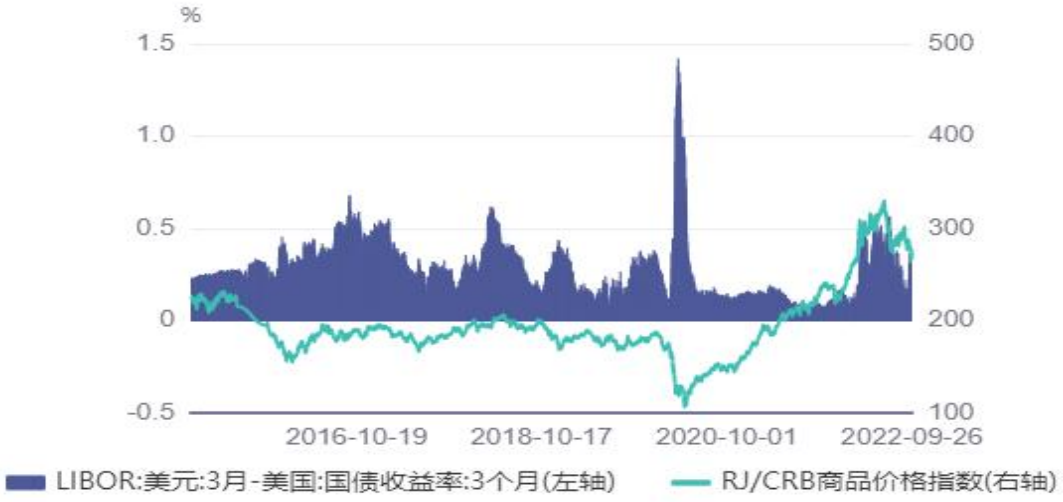
表 1.截止 9 月 30 日国内主要期货合约季度振幅排名表（降序）

主要合约	9 月涨跌幅（%）	3 季度涨跌幅（%）	3 季度振幅（%）	收盘点位
沪镍 2211	9.829	9.5484	40.8183	184370
燃油 2301	-12.9866	-27.819	31.0578	2727
棕榈油 2301	-17.3964	-24.258	26.3743	7094
豆二 2211	7.2917	14.0857	25.1515	5459
石油沥青 2212	2.526	-11.4485	23.8799	3937
苯乙烯 2211	3.6947	-11.5794	23.8513	8560
菜粕 301	10.3413	13.0696	23.7743	3201
焦煤 2301	12.7341	-5.3034	23.3421	2107
棉花 301	-10.6227	-21.3365	22.9312	13420
低硫燃料油 2212	-8.4821	-15.7009	22.5368	4510
尿素 301	11.048	2.0875	21.4658	2543
铁矿石 2301	5.3285	-1.4344	21.2306	721.5
纯碱 301	7.1821	-6.3838	20.4254	2537
沪锡 2211	-6.6284	-10.5903	20.4062	177210
豆粕 2301	8.1816	11.0539	20.2119	4099
焦炭 2301	13.7327	-5.1487	20.0267	2791
沪锌 2211	-4.0535	0.5523	19.6515	23670
热轧卷板 2301	1.9644	-11.7823	18.9382	3841
20 号胶 2212	1.7312	-10.9626	18.8948	9990
原油 2211	-8.4824	-8.3502	18.8412	634.4
LPG2211	-13.3333	-14.2932	18.7951	4875
螺纹钢 2301	3.3179	-11.9583	18.4954	3799
乙二醇 2301	6.0531	-7.6495	18.4414	4310
PTA301	-3.1643	-13.073	17.7735	5386
PVC2301	-0.9926	-14.5266	17.7105	6184
玻璃 301	3.1507	-11.8783	17.6505	1506
硅铁 211	7.5731	0.8097	17.5124	8466
沪铜 2211	-0.6642	-3.4787	17.3246	61320
豆油 2301	-10.3247	-12.4434	17.3111	8894

资料来源：新纪元期货研究、Ifind

一、美元 TED 指示金融风险提升，风险资产陷入混乱下跌

图 1.美元 TED 和商品价格指数变动图



资料来源：同花顺　新纪元期货研究

欧洲美元 3 月期利率与 3 月期美国国债收益率差值，是美元 TED 利差，是反映国际金融市场的最重要的风险衡量指标，该利差扩大，市场风险扩大，银行借贷成本提高，美元信用趋紧。过去 10 年，美元 TED 均值 0.27%，当 TED 数值低于 0.27%的时候，金融条件对风险资产友好；相反，当 TED 数值高于均值方差两倍即 0.3%，大宗商品等风险资产价格动荡风险增加。

2020 年 2-3 月份，疫情危机初期；2022 年 3-7 月，俄乌危机、欧洲能源危机发酵时期；2022 年 9 月迄今，美国鹰派升息加剧、市场交易衰退风险时期；在上述这三个窗口期里，美元 TED 利差，多数时间内维持在 0.3%以上，金融市场出现普遍的动荡和下跌。

二、市场的风向标，美元指数牛市延伸上涨出现加速

2022 年 9 月 20-21 日，美联储召开年内第 6 次议息会议，将联

邦基金目标利率区间大幅上调 75BP 至 3.00-3.25%，这是美联储历史上第一次连续三次加息 75BP。本次加息后，也意味着美联储年内加息幅度累计已达 300BP，美国联邦基金目标利率也由年初的 0-0.25%升至目前的 3.00-3.25%。根据点阵图来看，本轮美联储加息周期中，美国联邦基金目标利率的终值或在 4.5-5.0%之间，而美联储的降息周期的开始可能要等到 2024 年，也即 2023 年底以前美国均将处于高利率周期中。

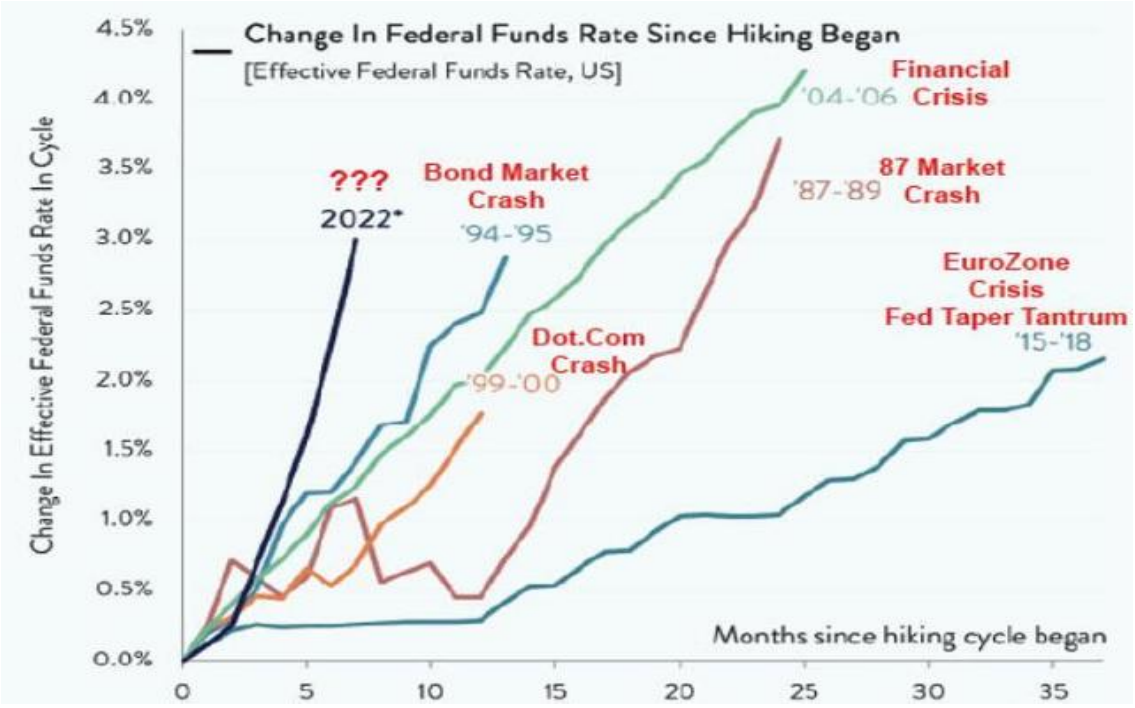
年中以来，市场一度尝试交易美联储加息幅度收窄、利率终值和降息拐点，但投资者等来的，美国联邦基金利率抬升的进程，却成为近代加息历史记录中最激进的行动。在欧洲能源危机、通胀危机和地缘战争的冲击下，美元指数在今年三季度出现加速上涨动作，一度逼临 115 关口。美国三大主要股指全面转入熊市，美国 10 年期和 2 年期国债收益率倒挂持续加深至-0.4%，非美货币出现罕见的集体贬值潮，美联储正在不遗余力对抗通胀，不惜牺牲经济和衰退代价，异常强势的美元正表征金融动荡。

历史上，由美元指数升值导致的，新兴市场国家债务危机，共发生过两次，即：1982 年拉美债务危机（美元指数涨 90%+）和 1997 年亚洲金融危机（美元指数涨 50%+）。在本轮美元指数未能见顶确立之前，金融紧缩和金融恐慌之下，风险资产“Risk Off”恐难有改观。

图 2.美元指数三轮牛市周期，危机相伴

资料来源：同花顺　新纪元期货研究

图 3.美国联邦基金利率的抬升，是近代加息记录中最激进的一次



资料来源：Source：Federal Reserve

三、四季度是重要政治和政策观察窗口期

2022 年 8 月 30 日，中共中央政治局会议建议，中国共产党第二十次全国代表大会于 2022 年 10 月 16 日在北京召开。面对“百年未有之大变局”，国内经济遭受后疫情时代的负面扰动，房地产大周期不振，消费者信心低迷，市场寄望于重要会议后，国内“稳经济大盘”祭出更积极有为的政策引导。“供给冲击、需求收缩、预期减弱”的背景里，国内货币宽松政策仍在持续推进，8 月 15 日央行下调 LPR 利率着力引导长期资金利率下行，内外负面扰动因素下经济挑战仍然很多，出于维护流动性合理充裕与引导中长期贷款利率下行等考虑，央行四季度存在降准可能。

美国中期选举将在 11 月 8 日举行，这是四季度另一重要的政治事件。美国面临通货膨胀、金融紧缩、经济衰退等挑战，中期选举可以对总统选举管中窥豹，美国财政政策、货币政策也可能进入重要的观察期。中期选举过后，政治和政策的不确定性往往得到消除，利于风险资产的修复性反弹。

四、“三峰拉尼娜”条件，或对关联领域有冲击

2022 年夏季，欧洲、亚洲、美洲等地均遭遇了极端性的气候冲击，高温、干旱等普遍存在。其中，欧盟委员会发布的消息指出，2022 年欧洲大陆遭受酷热的热浪和几个世纪以来最严重的干旱；亚洲，我国整个长江流域遭遇了 61 年最严重干旱。

根据 NOAA 在 9 月的新数据，通过对拉尼娜现象的监测情况来看，在主要的 ENSO 监测区域，8 月的海温变化比长期平均值要低约 1 度。

这个比值已经达到了基础值-0.5 度高出了 2 倍。NOAA 指出，罕见的“三重”拉尼娜现象发生在 2022 年 9 月至 11 月，概率达到了 91%，其中在初冬的概率保持发展的概率也是达到了 80%。这意味着，2022 年，将是 21 世纪以来第一个三峰拉尼娜年，是 1950 年以来的第三个（北半球连续三个冬季出现拉尼娜）。

这种特殊的天气模型，可能对农业生产带来持续负面挑战，强化了寒冬的几率，关注能源需求和农产品供应的显著变化，对价格波动的冲击。

新纪元期货研究所

2022.09.30

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#