

内盘资产面临挑战 警惕旺季不旺的风险

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

联系人

汪雅航

☎ 0755-23887993

✉ wangyahang@htfc.com

从业资格号: F3099648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

商品期货：贵金属、农产品；内需型工业品（黑色建材、化工等）、有色金属、原油链条商品中性；

股指期货：中性偏多。

核心观点

■ 市场分析

10 月 28 日当周，内盘资产面临一定调整，全周来看，沪深 300 指数下跌 5.39%，Wind 商品整体下跌 1.69%，内需影响较大的焦煤钢矿、化工跌幅居前，分别下跌 5.11% 和 3.44%；与此同时外盘资产录得企稳回升，全周 MSCI 美国、欧洲分别录得上涨 3.95% 和 3%，布油录得反弹 2.8%。海外方面，我们认为，本轮美联储加息已经进入后半段，一、对比衍生品定价和实际加息路径来看，后半段的特征在于市场会逐渐高估加息预期；二、全年目前的加息定价在 4.5%-4.75%，结合 2Y 美债利率锚定联邦目标利率，以及假设 10Y-2Y 国债利率维持在低位区间，10Y 国债利率年内高点判断在 4.3% 左右，并且近期 10Y 美债利率已经回落至 4% 下方；三、近期美联储官员有释放鸽派信号的动作，2024 年拥有 FOMC 会议投票权的旧金山联储主席戴利 10 月 21 日发表了偏鸽言论。四季度来看，我们判断美元指数或已出现本轮升势的顶部，逐渐转入震荡阶段，而 11 月议息会议前后美债利率也有望短期回落，紧缩预期的缓和和对全球风险资产尤其是股指带来一定支撑。

展望明年，欧美的经济衰退周期尚未过半，还需要警惕全球经济的衰退风险以及持续收紧下的金融风险，明年境外资产相对悲观。欧元近期表现深刻展示欧洲经济的风险，近期欧元迎来两大利好，但欧元兑美元仍在 1 上下艰难震荡，一是 10 月 27 日欧洲央行加息 75bp 落地，并且表示“将改变其目标较长期再融资操作(TLTRO)的条款和条件”。理论上后续美-欧国债利差有望回落，利好欧元；二是欧洲出现“负气价”，受多重因素影响，近期欧洲天然气价格较峰值基本下跌 75% 以上，电价、气价的回落理论上是有助于缓解欧洲经济压力，进而支撑欧元的。但全周欧元走势透露，市场仍不看好后续欧洲前景。美国短期经济仍有一定支撑，受贸易逆差缩小利好，美国三季度 GDP 录得 2022 年以来首次正增长，但基于消费和私人投资仍偏弱，美国 GDP 回升的趋势不具有持续性。综合来看，我们还是维持美元指数见顶回落的观点。

国内经济筑底企稳，旺季不旺风险上升。一、国内三季度 GDP 略超预期，9 月经济数据延续改善，固投和工业增加值累计同比均较前值有所回升，前瞻的 9 月制造业 PMI 和金融数据均给出经济乐观新高，但在疫情扰动下，9 月调查失业率有所回升；二、出

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

口的下行拖累不容忽视，在境外需求疲软的背景下，高频的集装箱指向后续出口仍将进一步承压，后续对稳增长政策考验有所加大；三、高频数据不太乐观，国内疫情反复的背景下，地铁客流、公路拥堵均有所承压，30城地产销售维持低位，10月28日当周的黑色五大建材消费环比有所回落，需要关注后续持续性，以及警惕旺季不旺的风险。近期市场情绪对内盘资产形成一定冲击，Wind焦煤钢矿、化工出现增仓下跌的现象，需要关注后续市场情绪和疫情变化，短期转为观望。

综合来讲，美联储加息步伐的转缓有利于提振全球宏观情绪，A股的估值和绝对价格都已经处于相对低位，具备长期持有的价格，而内需型工业品（黑色建材、化工等）则需要警惕旺季不旺的风险。商品分板块来看，海外目前呈现供需双弱格局；欧盟就能源艰难达成协议，全球原油供给格局仍然偏紧，给予原油价格一定支撑，但长端海外的经济下行风险以及美国政府继续调控通胀政策将带来一些潜在风险，原油及原油链条商品维持震荡格局；有色板块目前处于多空交织局面，全球偏低的持仓对价格有一定的支撑，而海外经济的疲软对需求预期带来拖累，需要警惕全球有色库存回升的风险；农产品的看涨逻辑最为顺畅，随着北半球进入冬季，干旱问题继续发酵，继续助推减产预期，长期农产品基于供应瓶颈、成本传导的看涨逻辑也对价格提供支撑；贵金属基于我们对于美元指数和美债利率短期见顶的判断下，推荐逢低做多。

■ 风险

地缘政治风险（上行风险）；全球冷冬（上行风险）；全球疫情反复（下行风险）；全球经济超预期下行（下行风险）；美联储加息（下行风险）。

近期重大事件一览

图1： 2022 年 11 月重大事件一览 | 单位：无

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
31	1 中国10月财新制造业PMI 美国10月Markit制造业PMI终值	2 美国10月ADP就业人数 欧元区10月制造业PMI终值	3 美联储利率决议 欧洲央行行长讲话 中国10月财新服务业PMI 美国10月Markit服务业PMI终值	4 美国10月非农就业 欧元区10月服务业PMI终值	5	6
7	8	9 中国10月通胀数据	10 美国10月CPI	11 美国11月密歇根大学消费者信心指数	12	13
14	15 中国10月经济数据 1万亿元MLF到期	16	17 欧元区10月CPI	18	19	20
21 中国11月LPR报价	22	23 美联储货币政策会议纪要 欧元区11月制造业PMI初值 美国11月Markit制造业/服务业PMI初值	24	25	26	27
28	29	30 美国11月ADP就业人数 中国11月官方制造业PMI 欧元区11月CPI	1	2	3	4
5	6	备注				

数据来源：Wind 华泰期货研究院

要闻

国内三季度 GDP 略超预期。一、三季度 GDP 超出市场预期，从对 GDP 同比拉动角度来看，建筑业、工业、其他服务业贡献增长排前列，金融业、农林渔牧、批发零售、住宿餐饮、房地产贡献增长排名靠后；二、9 月经济数据延续改善，固投和工业增加值累计同比均较前值有所回升；三、出口的下行拖累不容忽视，9 月国内出口延续承压，在境外需求疲软的背景下，高频的集装箱指向后续出口仍将进一步承压，而地产在政府“保交楼”政策的支持下，9 月的销售和竣工累计增速跌幅有所收窄，但其他环节表现仍偏弱，短期难有太大预期，后续对稳增长政策考验有所加大；四、高频数据好坏参半，国内疫情反复的背景下，地铁客流、公路拥堵均有所承压，30 城地产销售维持低位。

美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.9，跌至荣枯线下方，刷新 28 个月低位，预期 51，前值 52。美国 10 月 Markit 服务业 PMI 初值为 46.6，为 2 个月低位，预期 49.2，前值 49.3。欧元区 10 月制造业 PMI 初值 46.6，预期 47.9，前值 48.4；欧元区 10 月服务业 PMI 初值 48.2，预期 48.2，前值 48.8。

为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，央行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25。业内专家表示，此举将有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定和双向波动，维护跨境资金合理有序双向均衡流动。

国务院办公厅印发《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》，其中提出，落实好阶段性减征部分乘用车购置税、延续免征新能源汽车购置税、放宽二手车迁入限制等政策。给予地方更多自主权，因城施策运用好政策工具箱中的 40 多项工具，灵活运用阶段性信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。有关部门和各地区要认真做好保交楼、防烂尾、稳预期相关工作，用好保交楼专项借款，压实项目实施主体责任，防范发生风险，保持房地产市场平稳健康发展。同时，结合实际出台针对性支持其他消费领域的举措。压实生猪产能分级调控责任，确保全国能繁母猪存栏量稳定在 4100 万头以上。加强政府猪肉储备调节，切实做好猪肉市场保供稳价工作。

美国三季度 GDP 环比折合年率为 2.6%，高于市场预测的 2.3%，在今年年初连续几个季度出现负增长之后美国 GDP 再度录得正增长。美国经济分析局的报告显示，经济在关键领域放缓，尤其是消费支出和私人投资。第三季度，以个人消费支出衡量的消费者支出仅增长 1.4%，低于第二季度的 2%。美国国内私人投资总额下降 8.5%，延续了第二季度下降 14.1% 的趋势。好的一面是，出口增长 14.4%，而进口下降 6.9%，贸易逆差的缩小带动美国 GDP 转正。

欧洲央行星期四宣布加息 75 个基点，这是欧洲央行今年连续第三次加息，同时也揭示了欧元区面临的新情况。欧洲央行周四宣布，它将改变其目标较长期再融资操作 (TLTRO) 的条款和条件。这是一种为欧洲银行提供有吸引力的借款条件的工具，旨在鼓励向实体经济放贷。欧央行在声明中说：“管理委员会今天做出了决定，预计将进一步提高利率，以确保通胀及时回到 2% 的中期通胀目标。”

央行 10 月 28 日全周净投放 8400 亿元，全周逆回购到期 100 亿。数据显示，下周央行公开市场将有 8500 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 100 亿元、2300 亿元、2800 亿元、2400 亿元、900 亿元。

美国财政部长耶伦表示，美国通胀“高得令人无法接受”，尽管经济增长放缓将有助于遏制通胀，但面对全球挑战，美国经济具有韧性，没有看到短期内会出现衰退的迹象。

日本央行决定继续维持超宽松货币政策，把 2022 财年日本核心 CPI 预期涨幅从此前的 2.3% 上调到 2.9%。日本央行行长黑田东彦表示，日本经济正在回升，在通胀达到目标水平之前，将维持宽松政策。日本内阁敲定综合经济刺激计划，整体规模达到 71.6 万亿日元，其中日本政府拟投入 29.1 万亿日元资金。该经济刺激计划将于 11 月提交至临时国会审议。

美国 9 月成屋签约销售指数环比降 10.2%，为连续第四个月录得负值，创 2020 年 4 月以来新低，预期降 5%，前值由降 2% 修正至降 1.9%。

德国第三季度季调后 GDP 环比增长 0.3%，未季调 GDP 同比增 1.1%，均好于经济学家预期。其中，同比增速 2021 年第一季度以来新低。德国 10 月 CPI 初值同比上涨 10.4%，高于经济学家预期的 10.1%，续创纪录新高。法国第三季度 GDP 初值同比增长 1%，环比增长 0.2%，均符合经济学家预期，较前值大幅放缓。法国 10 月 CPI 环比上涨 1%，为今年 3 月以来最大涨幅，同比上涨 6.2%，续创纪录新高。

近期涨跌幅一览

图2： 近期各类资产涨跌幅一览 | 单位：%

大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	月度涨跌 (%)	今年以来 (%)
权益	道琼斯工业平均指数	32,861.80	3.21%	5.72%	14.40%	-9.72%
	标准普尔500指数	3,901.06	1.84%	3.95%	8.80%	-18.37%
	纳斯达克综合指数	11,102.45	1.20%	2.24%	4.98%	-29.47%
	上证综合指数	2,915.93	-2.79%	-4.05%	-3.59%	-19.43%
	伦敦金融时报100指数	7,047.67	-0.12%	1.12%	2.23%	-4.80%
	巴黎CAC40指数	6,273.05	-0.05%	3.94%	8.86%	-12.55%
	法兰克福DAX指数	13,243.33	0.36%	4.03%	9.32%	-16.63%
	东京日经225指数	27,105.20	-1.19%	0.80%	4.50%	-5.86%
	恒生指数	14,863.06	-2.97%	-8.32%	-13.70%	-35.69%
	圣保罗IBOVESPA指数	114,539.05	1.57%	-4.49%	4.09%	9.27%
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (BP)	周涨跌幅 (BP)	本月以来 (BP)	今年以来 (BP)
债券	美债10Y	4.02	-2.00	-19.00	19.00	250.00
	中债10Y	2.67	-5.14	-5.87	-7.83	-8.82
	英债10Y	3.73	-4.94	-42.27	-42.85	275.24
	法债10Y	2.67	-6.70	-38.30	-11.60	240.60
	德债10Y	2.20	-9.00	-31.00	8.00	244.00
	日债10Y	0.26	0.10	0.30	-1.30	17.50
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
大宗商品	螺纹钢.SHFE	3,490.00	-3.86%	-3.86%	-8.13%	-18.50%
	铁矿石.DCE	624.50	-7.69%	-7.69%	-13.44%	-6.72%
	铜.LME	7,557.50	-2.73%	-1.22%	0.90%	-21.38%
	铝.LME	2,234.00	-4.12%	0.70%	4.30%	-20.64%
	镍.LME	22,070.00	-2.17%	-0.54%	3.13%	7.63%
	WTI原油	87.91	3.36%	3.36%	10.59%	14.18%
	甲醇.CZCE	2,534.00	-3.72%	-3.72%	-10.05%	-0.39%
	PTA.CZCE	5,060.00	-5.14%	-5.14%	-6.05%	1.20%
	大豆.CBOT	1,400.00	0.50%	0.48%	2.49%	4.61%
	豆粕.DCE	4,042.00	0.85%	0.85%	-1.39%	24.98%
	白糖.DCE	5,506.00	-2.38%	-2.38%	1.18%	-4.22%
	棉花.DCE	12,855.00	-2.80%	-2.80%	-4.21%	-37.15%
	黄金.COMEX	1,648.30	-1.23%	-0.85%	-1.20%	-9.22%
	白银.COMEX	19.20	-1.77%	-1.03%	0.97%	-16.79%
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
外汇	美元指数	110.68	0.89%	-1.05%	-1.32%	15.32%
	中间价:美元兑人民币	7.27	1.15%	0.56%	1.80%	14.03%
	美元兑日元	147.49	0.74%	-0.06%	1.89%	28.18%
	欧元兑美元	1.00	-1.13%	1.04%	1.64%	12.01%
	英镑兑美元	1.16	-0.13%	2.78%	4.01%	13.98%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

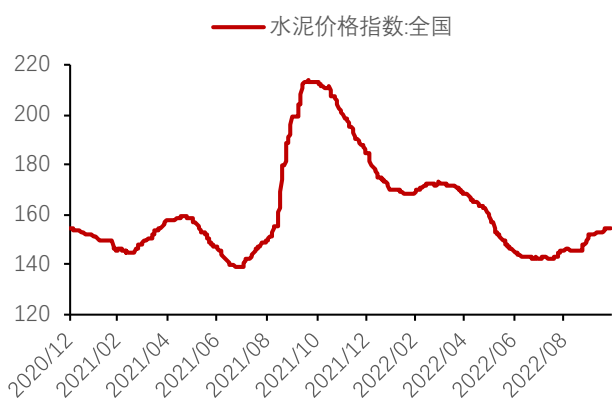
宏观经济

图3: 粗钢日均产量 | 单位: 万吨/每天



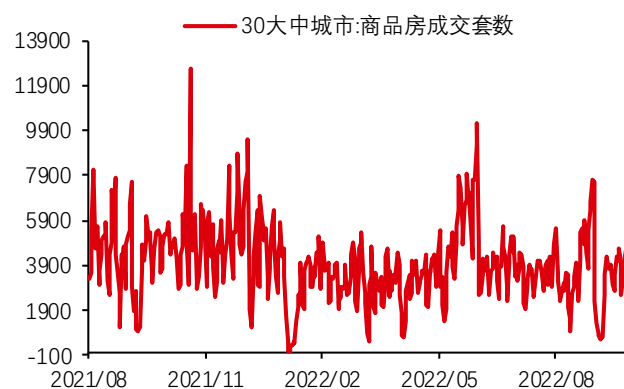
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 30大中城市:商品房成交套数 | 单位: 套



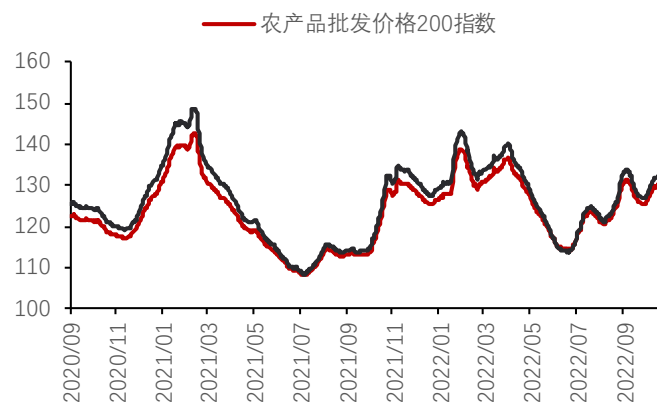
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图6: 22个省市生猪平均价格 | 单位: 元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

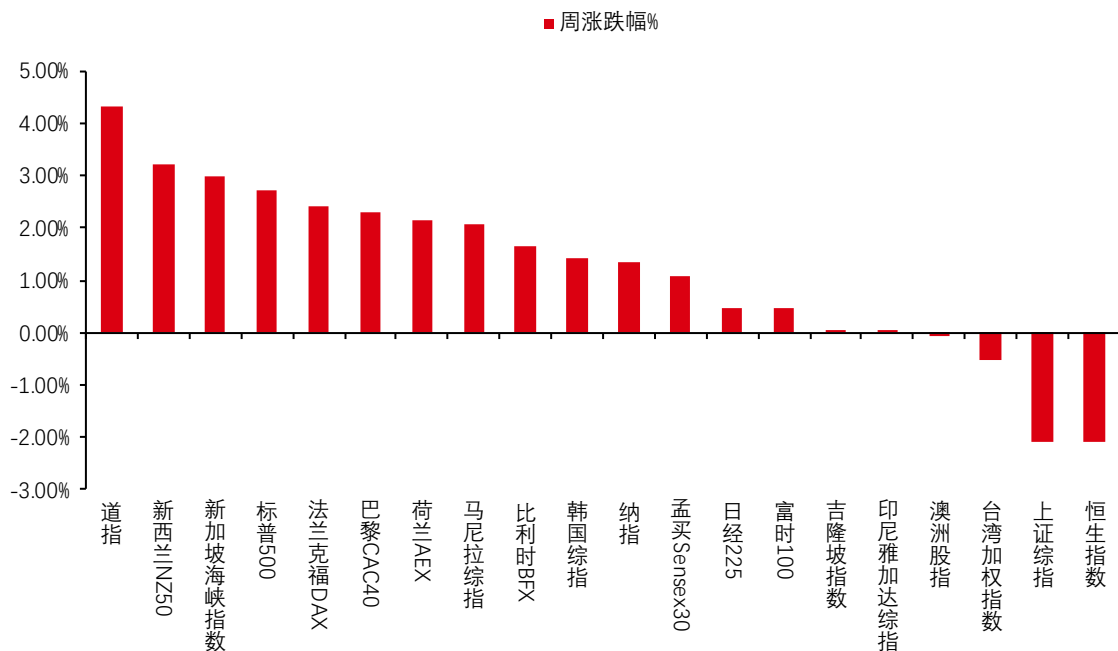
图7: 农产品批发价格指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

权益市场

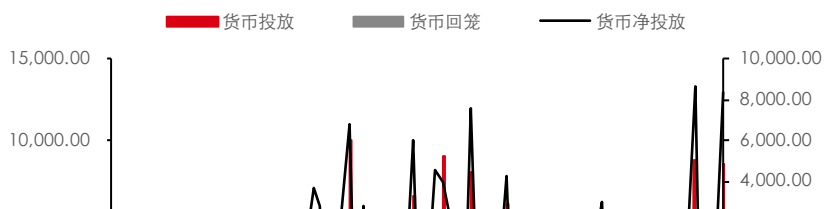
图8： 全球重要股指周涨跌幅 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

利率市场

图9： 央行公开市场操作 | 单位：亿元



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48147

