

宏观策略、大类资产配置与大宗投资机会-10月刊

内部行情交流会策略分享

国投安信期货研究院

全球债汇市场维稳，风险资产结构制胜

前期市场走势回顾与下月配置观点展望

9月下旬观点《宏观流动性压制尚未解除，把握商品强弱分化带来的机会》我们提出要从以下几个维度关注接下来宏观经济主要矛盾的演化：首先，关注在8月份美国实际利率快速抬升后，9月份议息会议上释放的信号；第二，关注国内地产政策延续推进的力度以及在实体经济层面的传导情况，是否能够推动经济数据的弱企稳延续；第三，在俄乌局势相对焦灼且临近冬天的背景下，继续关注围绕着能源危机的博弈。

从9-10月份的整个宏观状态的发展来看，我们能够看到以下脉络：首先，俄乌局势和美联储放“鹰”在9月份再度显现，即能源危机和美元危机的相生相伴仍然存在，这使得通过制造能源供给紧张和打压原油价格的两股力量同时存在，随后我们看到了原油波动的再度抬升和美元的继续冲高；第二，美联储的这种紧缩效应开始给全球的债汇市场带来较大的冲击，随后发达市场又不得不进行干预，英国推出了雄心勃勃的减税计划，但是在“输入性通胀-贬值”的螺旋下造成了发达国家债市的大幅动荡，随后不得不对于这一宏观政策进行调整，另外欧洲也一度演化出了瑞信的金融风险问题，整个欧洲在跟随美联储加息的过程中开始很快地触碰到了金融稳定的天花板，另外面对持续的贬值带来的输入性通胀压力问题，日本央行开始启动汇率干预；第三，前期积极政策传导下，中国的经济数据整体进入到了内需小幅修复环比改善的阶段，外需也明确地迈过

了拐点。虽然国内的基本面有一定的环比改善，但是面对国际债汇市场的大幅波动，国内整个金融市场的宏观流动性压力仍然较大。

表：2021 年 10 月到 2022 年 9 月份国内主要宏观经济指标跟踪

指标名称	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
GDP:不变价:当季同比	3.90			0.40			4.80			4.00		
城镇调查失业率	5.50	5.30	5.40	5.50	5.90	6.10	5.80	5.50	5.30	5.10	5.00	4.90
PMI	50.10	49.40	49.00	50.20	49.60	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20
工业增加值:当月同比	6.30	4.20	3.80	3.90	0.70	-2.90	5.00	12.80	3.86	4.30	3.80	3.50
工业企业:利润总额:当月同比				0.80	-6.50	-8.50				4.20	9.00	24.60
固定资产投资完成额:累计同比	5.90	5.80	5.70	6.10	6.20	6.80	9.30	12.20		4.90	5.20	6.10
固定资产投资完成额:制造业:累计同比	10.10	10.00	9.90	10.40	10.60	12.20	15.60	20.90		13.50	13.70	14.20
固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比	11.20	10.37	9.58	9.25	8.16	8.26	10.48	8.61		0.21	-0.17	0.72
固定资产投资完成额:房地产业:累计同比		-6.20	-5.20	-4.20	-3.20	-1.90	1.80	4.70		5.00	6.30	7.40
社会消费品零售总额:当月同比	2.50	5.40	2.70	3.10	-6.70	-11.10	-3.53	6.70		1.70	3.90	4.90
出口金额:当月同比	5.70	7.10	17.80	17.40	16.30	3.50	14.40	6.00	23.90	20.76	21.68	26.81
进口金额:当月同比	0.30	0.30	2.10	0.70	3.90	0.20	0.70	11.70	20.90	19.71	31.36	20.05
CPI:当月同比	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50
PPI:全部工业品:当月同比	0.90	2.30	4.20	6.10	6.40	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50
社会融资规模:当月值	35,271.00	24,608.00	7,722.00	51,802.00	28,363.00	9,453.00	46,542.00	12,274.00	61,693.00	23,682.00	25,983.00	16,176.00
金融机构新增人民币贷款:当月值	24,700.00	12,500.00	6,790.00	28,100.00	18,900.00	6,454.00	31,300.00	12,300.00	39,800.00	11,300.00	12,700.00	8,262.00
M1:同比	6.39	6.06	6.68	5.79	4.58	5.07	4.70	4.74	-1.87	3.49	3.05	2.77
M2:同比	12.11	12.23	11.99	11.38	11.05	10.50	9.72	9.19	9.85	8.97	8.47	8.67

资料来源: Wind, 国投安信期货

对于大类资产的运行而言，9-10 月份虽然原油的波动率一度抬升，但是整体大宗商品仍延续了低波动率的格局。如果说上半年俄乌局势的升级使大宗商品市场波动率抬升再传导到其它市场的话，那么在当前的这一轮冲突升级中，主要是发达国家债市本身作为波动的源头，这个阶段大宗商品本身处在一个低波动相对均衡的状态之中。这大概率来自于强势美元虽然仍然压制全球的总需求，但是商品的供给端普遍受到支撑，叠加国内基本面的弱修复，整体来看供需矛盾并未进一步放大。从美国实际利率的走势来看，经过 8-9 月份的流畅上行后，进入 9-10 月份开始由流畅上行变为震荡上行，阻力一度来自于通胀预期的修复，主要在 10 月上旬沙特一度推进了减产推动了通胀预期的小幅修复压制了实际利率，到了 10 月中下旬，对于全球债市危机的救赎使得美债名义利率高位震荡，但整体来看，实际利率尚未明确转势，贵金属也还在筑底中。

图：9月下旬英国国债出现了一轮大幅波动，随后英国政策转向，资金回流英国债市从而稳定了英镑



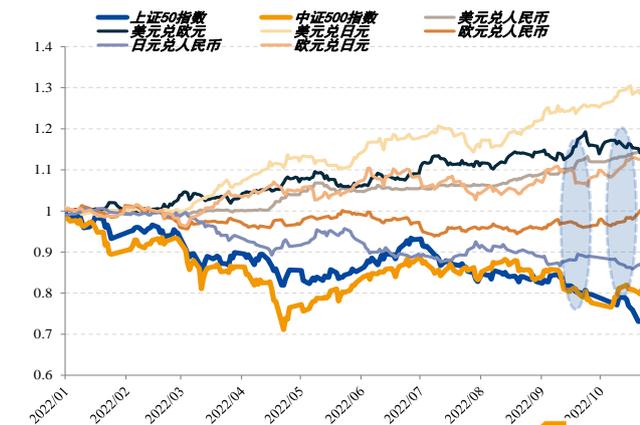
数据来源：wind，国投安信期货

图：美联储9月鹰派加息后，触碰到了发达国家金融稳定的天花板，于是实际利率开始高位震荡，FED亦释放缓和信号



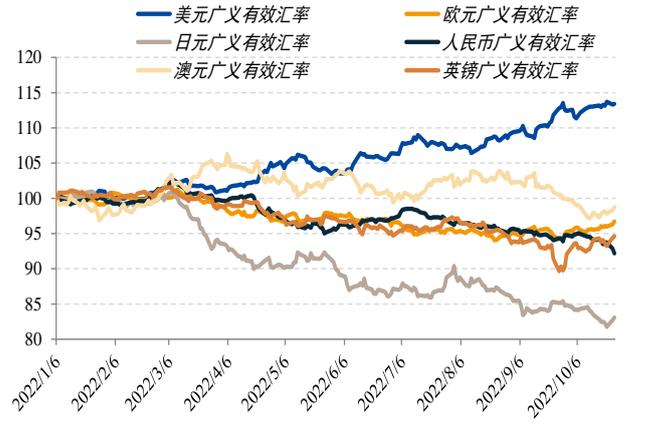
数据来源：wind，国投安信期货

图：日本兑美日汇率的干预是9-10月份外汇市场的重要看点，主要在于日元对美元进行干预时，A股市场压力较大



数据来源：wind，国投安信期货

图：由于美元兑人民币强势，日元干预日美汇率时，会造成人民币有效汇率的大幅贬值，资本流出压力较大



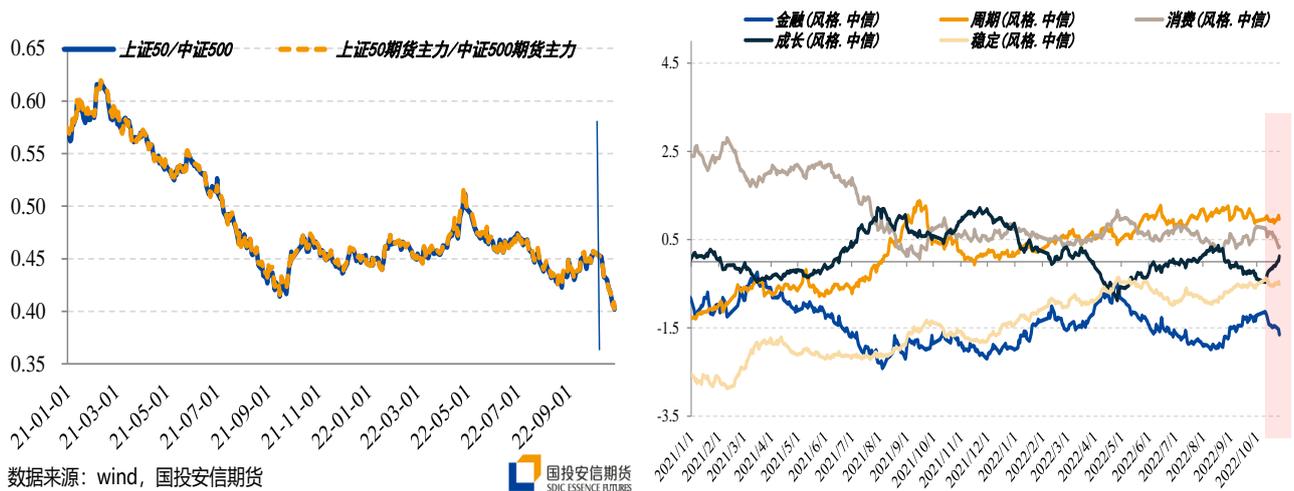
数据来源：wind，国投安信期货

对于国内的股债市场而言，9月份“股债双承压”的格局进一步深化，因汇率的压力延续发酵。进入到10月份，随着全球债市的一轮冲击发酵后，开始有资金回流债市，预期中美利差的冲击压力有所缓解。而对于股市而言，整体的抛售压力仍然较大，在美元兑人民币压力偏强势的阶段，日本对于日美汇率的干预加大了国内资金流出的压力，不过国内监管层面也在金融层面启动了政策对冲的机制，以缓解冲击。

未来观察宏观的运行应从以下几个层面来看观察：首先，当前阶段债汇的

波动率仍然维持在高位等待进一步平稳，这构成了对于美元指数上行的阻力，一轮快速的美债收益率上行触碰到了欧美的金融稳定的天花板，并且金融稳定的压力开始向欧洲的政治压力进行传导，美元和美债收益率能否明确形成 6-8 月份的高位震荡或许是接下来的看点；其次，虽然有些领先指标已经降温，从当前阶段美国公布的通胀数据来看，通胀仍然有韧性，货币政策大的转向为时尚早，此前市场自发定价了在 12 月份议息会议加息到，近期美联储释放了一定的信号缓解了这一压力，但 11 月会议后鲍威尔的发言能否释放类似 7 月份议息会议后偏中性信号从而稳定市场，还有待进一步观察，从今年的经验来看，这和地缘局势是否会进入到一个阶段性的缓和状态息息相关；最后，国内政策方面，进入 3 季度随着海外衰退压力带给外需压力，国内地产政策开始进一步转向积极，叠加前期政策的传导，3 季度经济呈现弱修复状态，面对外围市场压力，在经济政策之后，后续关注国内金融政策向积极方向的转变。

图：9 月份资产外流阶段造成了股债双杀，因此 IH/IC 比价出图：主要在于进入 10 月份后，国内监管体系出台了积极政策
 现了反弹，进入 10 月份后债市回暖，比价同时回落



展望后续运行，金融品而言，目前阶段英国在矫正政策路线维稳市场方面已经持续推进，美联储在维护美债冲击方面亦迈出了一步，大中华区的市场修复或有一定滞后性。但考虑到当前阶段在释放完一轮风险之后，央行已经启动

了维稳汇率的政策，同时近期监管在针对资本市场的政策方面亦偏积极，因此宏观流动性具备了修复的必要条件。在 11 月份美联储进一步释放类似 9 月份的超预期的鹰派信号的概率目前来看并不高，因此可根据信号的明朗参与美元冲击阶段性缓解的交易，结构上中小市值成长占优为主。

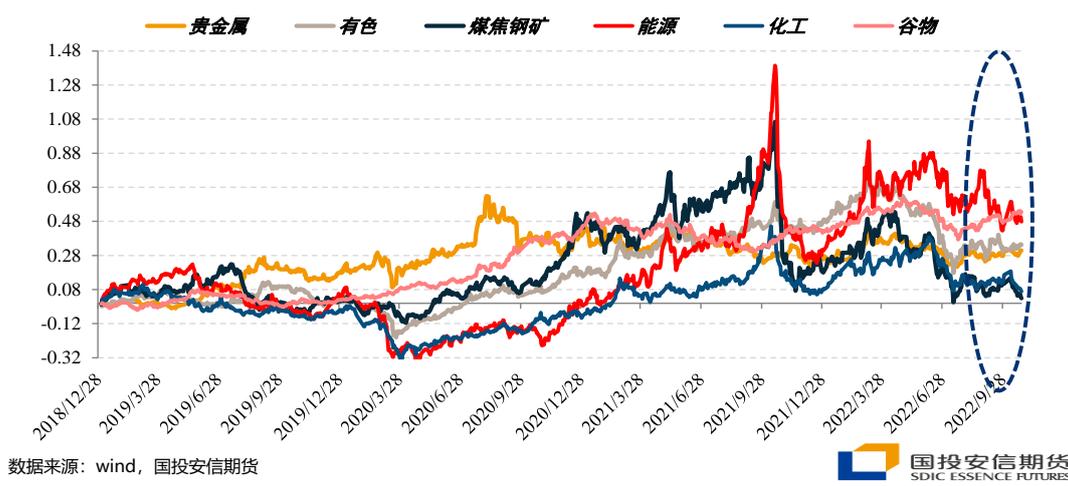
图：原油在 OPEC 减产和美国打压的背景下出现波动加大，欧洲天然气由于阶段性的累库在 10 月份出现明显回落



图：相较于全球重要国债和外汇市场的波动，9-10 月份虽然原油和隐波一度抬升，但大宗商品波动整体偏低



图：在大的震荡分化的框架下，10 月份商品震荡承压同时，农产品有色略偏强势



对于大宗商品而言，真实需求普遍仍然承压，美元的变化或带来阶段性交易机会，主要还是以把握结构分化带来的机会。原油方面，虽然大幅下调了未

来几个季度的预期，但是相对于现实而言，需求的弱更多的体现在预期层面，四季度后续来看围绕着产量仍有博弈，欧佩克托底态度明朗，震荡偏强可能性加大，燃料油主要关注持续低迷的高硫燃料油裂解价差的转势，天然气短期的剧烈下跌源自于前期的累库和 10 月的欧洲天气偏暖带来的阶段性过剩，后市仍存一定风险，有反弹动力；化工方面，沥青方面开工逐步进入淡季，四季度后期逐步根据累库情况布局沥青 12-6 反套，聚酯方面主要在于后续消费进一步提升力度有限，供应压力犹存，玻璃方面是成本支撑和库存高压的博弈，纯碱目前库存较低但向上驱动不足；有色方面，此前对于加息预期不断消化，海内外有色金属低库存、易“挤仓”的现状并未改变，短期根据市场对 11 月初联储，整体来看在 11 月交割前近强远弱，到年底前季节性消费转弱，趋势上可择机空配 2212、2301 合约；黑色方面，钢材的旺季需求面临回落，去库开始有所放缓，但仍受到低库存、低利润的支撑，整体弱势震荡，而上游的原料供给压力缓解，偏弱运行，铁合金方面硅锰成本下移看空为主，硅铁支撑较强；农产品方面，宏观情绪虽然偏弱，但农产品在供给端方面有较多题材，油脂有一定的偏乐观的题材，但软商品整体在需求的压制下偏弱势。

本期各板块详细月度观点如下：

金融

整个 9 月下旬到 10 月下旬来看，由于俄乌局势进入了新一轮的冲突升级以及美联储再度出现了鹰派加息的引导，全球出现了债市和汇率市场的动荡，这种动荡也使得国内的金融品面临的宏观流动性的环境较差，市场一度出现了明显的“股债双杀”。在一轮显著的冲击和动荡后，西方世界开始推动了债市的维稳和汇率的干预，全球市场一度有一定的缓和。

从市场结构而言，从9月份到10月份又经历了一轮风格的变化。9月份，一方面美联储继续释放相对偏鹰的信号，另一方面日本央行还是干预日美汇率，这造成了人民币有效汇率的大幅承压，即外资大幅抛售之下国内的利率和债市的稳定受到一定扰动，股指大幅下探的同时聚焦于低估值板块。而进入10月份之后，日本央行仍在干预外汇市场，但是在美联储的政策信号下，市场已经开始预期12月份的加息幅度有所降低，对于国内债市的冲击下降，同时国内监管层面启动了一定的宽松，这相对利好于中小市值，在外资对于大市值板块抛售力度仍不减的背景下，IH/IC比较有所回落。

后市来看，短期市场或对于10月份以来的外资的抛压仍需进行一定的消化，基本面的数据已经不构成显著的拖累，等待资金和情绪面压制的缓解。在海外债市一轮显著冲击后，等待外围债汇市场回归平稳。由于国内偏积极的对冲政策陆续出台，因此指数大概率以抵抗式下跌和承压筑底的形式展开，等待美元和美债收益率向高位震荡转换后，资金回流股指修复。

9-10月份海外债市通过汇率的驱动给予了国内债市显著的压力，资金的流出带来了市场紧缩效应。随着汇率波动的放大，央行也推动稳定汇率的政策，人民银行、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。债市面临的资金面压力最大的阶段在9月份，进入10月份之后向震荡转换。就国内基本面数据而言，9月份经济出现明显的结构不对称性，在工业增加值回升的同时，出口数据的同比回落，复苏动能仍然较弱。近期国债长债利率处在窄幅震荡区间，期货端基差有上行的迹象，市场以避险套保为主。后续资金面压力缓解叠加基本面弱复苏的支撑，预计债市仍以震荡为主。

能源

原油：空头逻辑在于衰退预期下对长期需求预期的悲观，综合 IEA、EIA、OPEC 月报数据，对明年需求预期三季度平均调降了 50 万桶/日，但对年内需求预期仅下调 10 万桶/日，且油品消费、炼厂开工率等微观数据暂不支持需求的大幅走弱。多头逻辑在于供应增速进入收缩阶段，欧佩克主动调降产量目标，俄罗斯石油出口四季度面临进一步下滑，总体来看接下来一个月多头逻辑更偏向强事实，空头逻辑则基于弱预期，行情博弈持续，但从时间点上弱预期难证实且难进一步加剧，欧佩克托底态度较为明朗，震荡偏强的可能性更大。

燃料油：俄罗斯、中国、美国成品油出口在地缘政治和政策主导下年内均发生了一些变化以及变化的预期，海外成品油裂解价差的不确定性仍然比较大。策略上四季度主要关注持续低迷的高硫燃料油裂解价差的转势，制裁豁免临近到期，俄罗斯燃料油出口面临降量压力，随着极端气价的预期有所缓和以及中国柴油航煤出口增加一定程度缓和亚洲地区中间馏分油紧缺，柴油裂解价差高位筑顶的可能性比较大，减少高硫燃料油作为副产品的产量压力，关注逢低多配高硫燃料油裂解价差。

天然气：10 月以来天然气市场出现剧烈下跌，短期驱动是欧盟在 10 月 18 日会议通过天然气联合采购，其准价格波幅实施限制及成员国之间协调资源供

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_48154

