

基于国内降准预期 短期多配人民币资产

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) 谨慎偏多; 有色金属、原油链条商品中性;

股指期货: 谨慎偏多。

核心观点

■ 市场分析

关注国内降准对冲 MLF 到期的可能。11 月 15 日国内将迎来 1 万亿 MLF 到期, 可以关注央行通过降准对冲政策工具到期的可能性。回溯 2018 年至今的 10 个降准样本, 央行降准在公告后的一周内对股指、Wind 化工、焦煤钢矿、有色板块提振明显; 更长周期来看, 公告降准后的一个月和三个月中, 股指、Wind 焦煤钢矿的平均涨跌幅还出现进一步抬升, 受益周期相对更长。

我们认为本轮美联储加息放缓的信号逐渐明朗。一是 11 月美联储议息会议出现前鸽后鹰的矛盾状态, 这种矛盾的状态是当下美联储进退维谷的体现, 持续增长的经济下行风险令美联储不得不放缓加息进程; 二是经济数据有所支撑, 10 月失业率再度反弹至 3.7%, 同时 10 月 CPI 进一步下跌至 7.7%, 经济下行压力加大叠加通胀进一步回落, 美联储紧缩压力缓和。综合来看, 我们认为在加息步伐转缓的背景下, 美元指数有望见顶, 美债利率短期回落, 继续看好 A 股和贵金属的配置机会。从加息落地后风险资产全面反弹的表现来看, 也呈现宏观情绪回暖的迹象。

防控方案完善支撑国内经济预期。在“二十条优化措施”利好下, 近期国内资产延续反弹态势。本次经济预期改善对 A 股和商品市场均有支撑, 但目前在国内疫情局面仍严峻的背景下, 预计内需型工业品反弹之路仍相对反复: 一、前瞻的 10 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 均明显走弱, 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, 10 月社融存量和金融机构各项贷款余额分别同比增长 10.3% 和 11.1%, 分别较前值下跌 0.3 和 0.1 个百分点, 这种旺季不旺的现象凸显后续出口对稳增长政策考验有所加大; 二、高频数据仍不乐观, 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, 11 月 10 日当周的黑色五大建材消费环比下跌 38 万吨, 需要警惕旺季不旺的风险。

综合来讲, 美联储加息靴子落地短期从宏观情绪上对风险资产均构成支撑, 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) 基于降准的预期以及防控方案完善的利好, 短期调整为谨慎偏多, 同时

也需要警惕国内再度炒作疫情影响的风险。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 德国总理访华	5	6
7	8 美国中期选举	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 包括美联储、欧央行在 内多国央行举行会议， 至11月15日	15 中国10月经济数据 1万亿元MLF到期 G20峰会，至11月17日	16 美国10月零售销售	17 欧元区10月CPI 英国财政大臣宣布中期财政计划	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

据海关统计，今年前 10 个月，我国进出口总值 34.62 万亿元人民币，同比增长 9.5%。其中，出口 19.71 万亿元，增长 13%；进口 14.91 万亿元，增长 5.2%；贸易顺差 4.8 万亿元，扩大 46.7%。按美元计价，前 10 个月我国进出口总值 5.26 万亿美元，增长 7.7%。其中，出口 2.99 万亿美元，增长 11.1%；进口 2.27 万亿美元，增长 3.5%；贸易顺差 7277 亿美元，扩大 43.8%。

欧洲央行管委维勒鲁瓦：离中性利率不远了，在达到中性利率之后，加息步伐可能会更灵活、更缓慢；通胀可能在 2023 年第一季度见顶，可能需要 2 至 3 年时间才能回到目标水平。

工信部等四部门印发《建材行业碳达峰实施方案》指出，“十四五”期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低 3% 以上。方案要求修订《产业结构调整指导目录》，进一步提高行业落后产能淘汰标准。

日本内阁批准本财年第二次追加预算，价值 29.1 万亿日元，旨在为经济刺激计划提供资金。日本财务省正在考虑对年收入超过数亿日元的人增税。目前，日本的个人所得税率最高为 45%，而出售股票或房地产等资产的税率统一为 15%，这使收入超过 1 亿日元的人实际上获得较低的税率。

国家统计局公布数据显示，10 月 CPI 同比上涨 2.1%，预期 2.4%，前值 2.8%；其中猪肉价格上涨 51.8%，影响 CPI 上涨约 0.64 个百分点。10 月 CPI 环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。10 月 PPI 同比降 1.3%，预期降 1.1%，前值涨 0.9%。国家统计局表示，10 月份，受节后消费需求回落、去年同期对比基数走高等因素影响，10 月 CPI 环比和同比涨幅均有回落。受生猪生产周期、短期压栏惜售和猪肉消费旺季等因素影响，猪肉价格上涨 9.4%，涨幅扩大 4 个百分点。

中国人民银行 11 月 10 日公布的数据显示：10 月份，人民币存款减少 1844 亿元，同比多减 9493 亿元，前值为增加 2.63 万亿元。10 月份，人民币贷款增加 6152 亿元，同比少增 2110 亿元，前值为增加 2.47 万亿元。10 月份，社会融资规模增量为 9079 亿元，比上年同期少 7097 亿元，前值为 3.53 万亿元。10 月末，社会融资规模存量同比增长 10.3%。10 月末，广义货币(M2)同比增长 11.8%，前值 12.1%；狭义货币(M1)同比增长 5.8%，前值 6.4%，M2-M1 剪刀差走阔。

美国 10 月末季调 CPI 同比升 7.7%，预期升 8%，前值升 8.2%。美国 10 月末季调 CPI 年率录得 7.7%，时隔 7 个月再度回落至 8% 以下，为 2022 年 1 月以来最小增幅。

国务院联防联控机制公布进一步优化疫情防控二十条措施。其中提出，密切接触者管理措施调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，不再判定密接的密接。风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区外溢人员管理调整为“7 天居家隔离”；一般不按行政区域开展全员核酸检测；取消入境航班熔断机制，入境人员管理调整为“5 天集中隔离+3 天居家隔离”，入境重要人员转运至“闭环泡泡”。另外，加大“一刀切”、层层加码问题整治力度，严禁随意停工停产、随意采取“静默”管理、随意封控。国务院副总理孙春兰强调，二十条优化措施是对第九版防控方案的完善，不是放松、更不是“躺平”。

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	33,747.86	3.80%	4.15%	15.19%	-7.28%
	标准普尔500指数	3,992.93	6.52%	5.90%	9.71%	-16.44%
	纳斯达克综合指数	11,323.33	9.37%	8.10%	6.30%	-28.07%
	上证综合指数	3,087.29	1.28%	0.54%	3.61%	-14.70%
	伦敦金融时报100指数	7,318.04	0.30%	-0.23%	4.68%	-1.15%
	巴黎CAC40指数	6,594.62	2.55%	2.78%	12.40%	-8.07%
	法兰克福DAX指数	14,224.86	4.09%	5.68%	15.90%	-10.45%
	东京日经225指数	28,263.57	1.97%	3.91%	4.23%	-1.83%
	恒生指数	17,325.66	5.91%	7.21%	-2.34%	-25.04%
	圣保罗IBOVESPA指数	112,253.49	-1.17%	-5.00%	-3.54%	7.09%
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	3.82	-30.00	-35.00	-7.00	230.00
	中债10Y	2.73	4.26	4.00	-1.01	-2.50
	英债10Y	3.56	-10.25	-9.55	-83.97	257.66
	法债10Y	2.67	-1.60	-18.30	-13.80	245.90
	德债10Y	2.31	-7.00	4.00	17.00	255.00
	日债10Y	0.27	0.00	0.40	1.70	17.80
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	3,637.00	2.11%	2.11%	-3.63%	-15.06%
	铁矿石.DCE	708.50	6.94%	6.94%	-1.73%	5.83%
	铜.LME	8,591.00	6.31%	5.63%	15.33%	-10.63%
	铝.LME	2,458.00	6.50%	4.60%	7.50%	-12.68%
	镍.LME	27,500.00	11.11%	15.55%	22.69%	34.11%
	WTI原油	85.83	-7.32%	-7.32%	-7.35%	11.48%
	甲醇.CZCE	2,556.00	-2.18%	-2.18%	-7.93%	0.47%
	PTA.CZCE	5,416.00	0.37%	0.37%	-3.35%	8.32%
	大豆.CBOT	1,422.25	-2.05%	-2.75%	4.11%	6.28%
	豆粕.DCE	4,234.00	1.10%	1.10%	4.67%	30.92%
	白糖.DCE	5,714.00	2.00%	2.00%	2.40%	-0.59%
	棉花.DCE	13,300.00	0.87%	0.87%	-3.31%	-34.98%
	黄金.COMEX	1,759.00	2.88%	4.33%	3.36%	-3.11%
	白银.COMEX	21.76	3.01%	4.02%	7.91%	-5.72%
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	106.41	-3.64%	-3.95%	-5.63%	10.88%
	中间价:美元兑人民币	7.09	-2.47%	-1.19%	-0.57%	1.24%
	美元兑日元	138.80	-5.21%	-5.36%	-4.51%	10.63%
	欧元兑美元	1.04	3.40%	4.02%	6.32%	8.58%
	英镑兑美元	1.18	4.27%	4.04%	6.75%	12.32%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

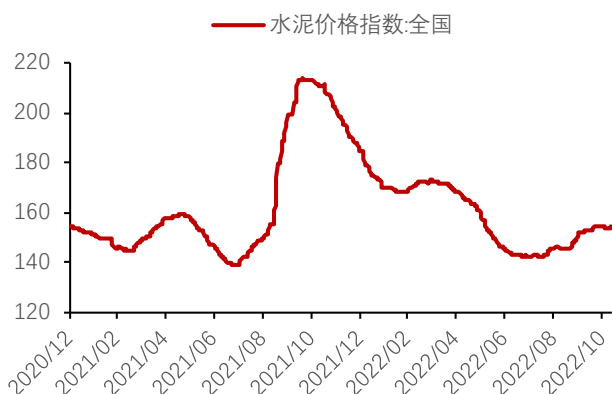
宏观经济

图3: 粗钢日均产量 | 单位: 万吨/每天



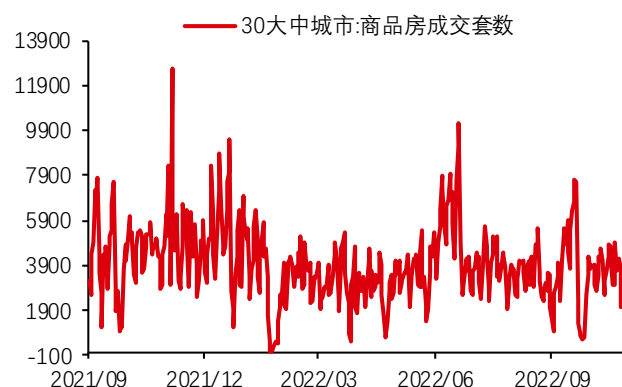
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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

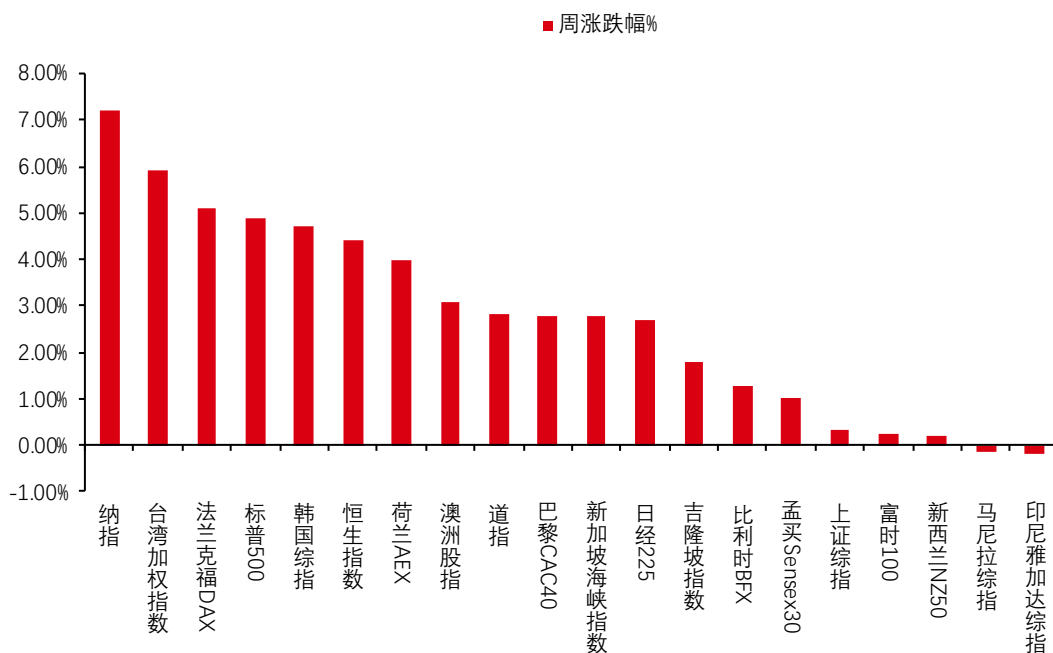
图7: 农产品批发价格指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

权益市场

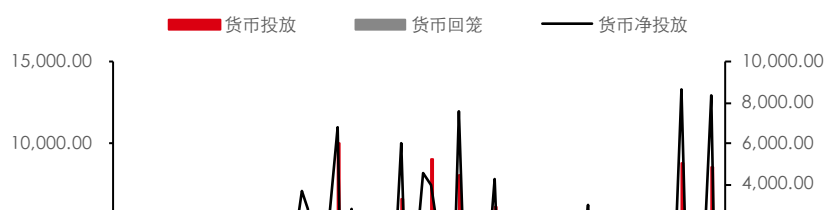
图8： 全球重要股指周涨跌幅 | 单位：%



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_48850

