

宏观因素压制整体风险资产

把握农产品的确定性机会

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

蔡劭立 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪 FICC 组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙 FICC 组

☎ 0755-23887993

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

汪雅航 FICC 组

☎ 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: 农产品谨慎偏多; 内需型工业品(化工、黑色建材等)、原油及其成本相关链条、有色金属、贵金属中性;

股指期货: 股指中性, IH 强于 IC。

核心观点

■ 海外宏观展望

美国经济下行压力持续增大, 就业市场拐点有待确认。一、月频数据中, 8月制造业 PMI 初值增速回落, 服务业 PMI 初值大幅走低, 在房贷利率抬升的压制下, 房地产销售明显下行, 财政支出和消费也持续承压; 二、就业市场边际放缓, 8月失业率增长 0.2 个百分点, 时薪同比增长 5.2%持平前值, 后续需要警惕失业率见底、时薪见顶的经济加速下行信号; 三、通胀仍有一定粘性, 美联储超预期鹰派以及缩表进程的提速将加大经济下行压力。

全球疫情隐患仍高。境外抗疫“躺平”后出现较多问题, 一是死亡率上升, 美国成为累计确诊和死亡病例最多的国家; 二是医疗资源挤占, “躺平”国家普遍存在低估新增病例的情况, 日本多地医疗系统严重承压。三是增加病毒变异风险。在收入预期低迷, 健康风险增长下, 全球居民部门消费意愿持续低迷, 信贷扩张的受限, “躺平”并未受益, 全球经济持续承压。

■ 国内宏观展望

疫情反复再度考验国内经济预期。一、25 省份报告新增新冠病例, 8月底以来国内疫情再度出现多点散发的局面, 深圳、杭州、天津等多地升级了疫情防控措施, 再度考验国内经济预期; 二、月度的经济数据表现不理想, 7月金融数据显示国内居民和企业部门的信贷扩张意愿不足, 而地产的各个环节投资增速也全面放缓, 基建难以对冲经济下行压力; 三、高频的周度数据表现稳定。9月1日当周, 30城地产销售数据底部震荡、黑色五大建材显示表需环比多增 32 万吨、港口货运和公路货运量都维持稳定; 四、政府稳增长政策频出, 8月24日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施。

■ 大类资产配置

一、美联储紧缩冲击加剧。8月26日美联储主席在全球央行年会上再放鹰, 延续“控制通胀不惜牺牲经济”的思路。截至9月3日, 美联储利率期货隐含政策利率计价年内将继续加息 134bp 至 3.67% (有效利率), 其中9月加息 75bp 的概率为 54%, 11月加息

50bp 的概率为 85%，12 月加息 25bp 的概率为 96%。并且，9 月 1 日开始美联储缩表规模将翻倍，达到每月 950 亿美元（600 亿美债+350 亿 MBS）的缩表上限。**受紧缩预期推动，我们认为 10Y 美债利率或将进一步抬升至 3.5%，在 9 月加息落地前，全球股指均面临一定的调整压力。**

我们复盘上轮缩表对资产价格的利空相对明显，美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达 0.9，和美债利率负相关性高达-0.849，和沪深 300 录得 0.68 的一定正相关。在 2017 年-2019 年缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为-0.29，商品板块中相关性较高的是谷物（-0.81）、农副产品（-0.68）、软商品（0.82）。

二、境外“衰退”交易情境风险仍不容忽视。关键的衰退指标美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差正在迅速趋同下行，前瞻性较好的纽约联储 WEI 指数，密歇根大学消费者信心指数，高频的信贷数据乃至 8 月的非农就业数据均给出经济承压下行的前瞻指引。

复盘历史上美国的七个衰退样本来看：一、**商品明显承压**，CRB 商品各分项样本上涨概率均不到 30%；二、**分板块看，金属和工业原料 7 个样本阶段均录得下跌**，CRB 商品指数、原油、油脂下跌的概率也高达 85.7%，**黄金具备一定避险属性**，57%的概率录得上涨；三、**美元 71.4%的概率录得上涨表现最好**，美股则表现差异，纳指 57%的概率录得上涨，道指 42%的概率录得上涨。四、**美国衰退阶段对国内资产冲击明显**。五个样本中，除创业板、上证 50 指数外，大部分股指上涨概率均等于或低于 25%；Wind 商品 100%概率录得调整，大部分板块上涨概率也等于或低于 25%。

三、关注俄罗斯“断气”的影响。俄罗斯天然气工业股份 9 月 2 日表示，由于发现多处设备故障，“北溪-1”天然气管道将完全停止输气，直至故障排除。短期来看，欧盟天然气库存已经达到 80%以上，并且也推出了天然气用量削减提案，不排除双方会就能源制裁展开新一轮博弈的可能。**后续需要关注欧洲电价和各原材料产能的变化情况。**

四、关注国内需求的恢复进展。近期国内稳增长政策频传，但市场反响平平。国务院总理 8 月 24 日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础；决定增加 3000 亿政策性开发性金融工具额度和依法用好 5000 亿专项债结存限额，再次增发 100 亿农资补贴和 2000 亿元能源保供特别债。从节奏上来看，目前核心在于金九银十的消费旺季下，国内需求能否出现明显的企稳改善。内需的边际改善进程和预期对于 A 股以及内需型工业品（化工、黑色建材）均有重要意义。

■ **航运：供应链压力缓和叠加需求疲软，运价延续跌势**

■ **商品：宏观因素冲击整体商品，把握农产品的确定性机会**

9 月来自美联储缩表和全球经济下行压力的宏观情绪或将继续施压整体商品。首先是来自美联储加息和缩表所带来的冲击，美联储年内或将继续加息 150bp，叠加 9 月 1 日开
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

始美债缩表规模将扩大至 950 亿美元/月。其次，相对长周期的库存逻辑也对整体商品有所不利，美国和中国的库存周期与 2022 年 4 月同步开启去库周期，下游的工业产成品去库将限制商品价格波动的上限。

国内稳增长政策传导不畅，关注后续预期验证。7 月政治局会议指出，支持地方政府用足用好专项债务限额，根据我们测算，有望在下半年新增地方政府专项债资金近 1.5 万亿，以支撑基建工程开工；地产政策也更加趋向于维稳兜底路径。**后续基建发力稳增长确定性较高，假设全年 GDP 目标为 5%，假定地产投资增速维持不变，基建投资增速要多增 7.9% 才能对冲地产的拖累；悲观假设地产增速继续下行 2%，基建投资增速需要多增 9.47%；乐观假设地产投资增速回升 2%，基建投资增速仍要多增 6.3%。**我们研究发现，黑色建材、传统有色板块与房地产、基建周期高度正相关；化工板块与房地产、汽车周期高度正相关，因此内需的企稳改善对于上述板块均有较大意义。

四季度原油供给约束尚存，关注欧佩克+的挺价意愿。随着欧盟对俄罗斯原油出口禁令的临近，未来欧洲原油供给仍存在缺口，当前欧盟从俄罗斯的原油进口量仍旧维持在 180 万桶/日，不管全球原油贸易层面如何串换，最终俄罗斯原油总出口量的下降将会代表欧洲供需平衡的净缺口，我们预计可能在 50 至 100 万桶/日左右。**欧佩克+的挺价意愿值得关注。**8 月 22 日，沙特能源大臣表示，OPEC+ 有应对挑战并提供指导的承诺、灵活性和手段，包括随时以不同形式减产。9 月 5 日将迎来新一轮的欧佩克+会议，关注原油供给端预期的变化。

农产品减产预期继续发酵。尽管近期全球高温和干旱天气明显消退，但不同于工业品能够迅速恢复生产，在关键生长期的农产品所遭遇的干旱和高温对于产量的影响是无法弥补。我们卫星监测系统显示，对德国、法国、意大利、匈牙利、保加利亚和罗马尼亚的春播农作物产生严重影响，根据模型估算此次玉米减产幅度高达 14.05%，葵花籽减产幅度达 11.42%。

从品种基本面出发，四季度持续降库预期的品种：**粗钢>豆粕>生猪>锌**；持续增库预期的品种：**燃料油>沥青>PTA/EG>纯碱**。考虑到铜、锌、原油、螺纹钢等部分商品目前正处于历史极低库存的状态，一旦需求出现超预期好转，又或者供给端波动，不排除价格再度波动的可能，以及概率相对较小的逼仓风险。

■ 股指：内因外因均有拖累，关注股指的结构性价

■ 9 月关注事项

一、中国经济预期；二、美联储的紧缩步伐；三、原油供应预期变化。

■ 风险

台海局势；欧债危机；欧美通胀新高；国内经济复苏不及预期；海外经济超预期下行。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
海外宏观展望	7
境外经济下行压力仍在增大	7
全球疫情隐患仍高	9
国内宏观展望	10
经济预期面临考验	10
大类配置逻辑一、美联储紧缩冲击加剧	11
鲍威尔再放鹰，市场加息计价迅速抬升	11
9月开始美联储缩表压力将明显上升	12
大类配置逻辑二、境外经济“衰退”交易情境	15
越来越多的经济下行信号	15
大类配置逻辑三、关注俄罗斯“断气”的影响	19
全球能源博弈再度升温	19
大类配置逻辑四、关注国内需求的恢复进展	20
航运、供应链压力缓和叠加需求疲软，运价延续跌势	24
商品、宏观因素冲击整体商品，把握农产品的确定性机会	24
宏观情绪冲击整体商品	24
国内稳增长政策传导不畅，关注后续预期验证	26
四季度原油供给约束尚存，关注欧佩克的挺价意愿	29
农产品减产预期继续发酵	30
主要商品品种估值分位及四季度库存趋势推演	32
股指、内因外因均有拖累，关注股指的结构性能会	34
9月关注事项	34

图表

图 1: 美国经济月度热力图 单位: %	7
图 2: 美国失业率和 GDP 呈现一定反相关 但失业率滞后于经济周期 单位: %	8
图 3: 欧盟经济月度热力图 单位: %	9
图 4: 全球每日新增确诊病例 单位: 例	9
图 5: 全球主要国家每日新增确诊病例 单位: 例	9
图 6: 中国经济月度热力图 单位: %	10
图 7: 美国联邦利率期货隐含政策利率 单位: %	11
图 8: 美联储超预期鹰派或将进一步抬升美债利率 单位: %	12
图 9: 6 月至今的美联储缩表结构 单位: 亿美元	13
图 10: 2022-BONDS+BILLS 到期量 单位: 亿美元	13

图 11:	2017-NOTES_BONDS 到期量 单位: 亿美元	13
图 12:	两轮缩表缩减率对比 单位: %	13
图 13:	两轮缩表再投资率对比 单位: %	13
图 14:	上轮缩表下的大类资产表现 单位: %	14
图 15:	对美国 GDP 领先性较高的 WEI 指数给出了经济下行信号 单位: %	15
图 16:	对美国零售领先性较高的指标也给出了下行信号 单位: %	16
图 17:	美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差走势迅速趋同 单位: %	16
图 18:	欧洲天然气库存 单位: TWH	20
图 19:	美国天然气库存 单位: 10 亿立方英尺	20
图 20:	俄罗斯天然气公司向欧洲输出的天然气流量总量 (周度) 单位: 百万立方米	20
图 21:	俄罗斯原油船运出口船数统计-3 日移动均值 单位: 船	20
图 22:	30 大中城市:商品房成交套数 单位: 套	21
图 23:	30 大中城市:商品房成交面积 单位: 万平米	21
图 24:	过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况 单位: %	23
图 25:	美国开启去库存周期 单位: %	25
图 26:	中国同样开启去库存周期 (工业企业产成品库存同比) 单位: %	25
图 27:	外需型工业品对经济预期较为敏感 单位: %	26
图 28:	1-7 月全国商品房拿地数据持续疲弱 单位: 万平米	27
图 29:	7 月新增专项债数量明显回落 单位: 亿元	27
图 30:	近五年粗钢需求对应地产投资的弹性测算	29
图 31:	近五年玻璃需求对应地产投资的弹性测算	29
图 32:	俄乌粮食出口港口分布	30
图 33:	乌克兰粮食产量 单位: 千吨	30
图 34:	美国产区干旱情况	30
图 35:	美国棉花产区的干旱程度	30
图 36:	全球农产品需求总量及下游需求结构 2030 年展望 单位: MT	31
图 37:	2022 年 8 月全球大气卫星遥感监测图	31
图 38:	卫星遥感影像和监测模型识别的衰退区域	32
图 39:	欧洲总体农作物长势较往年衰退情况	32
图 40:	主要商品品种四季度库存趋势推演	32
图 41:	近期主要商品品种的显性库存及利润处于近 5 年以来的分位数水平 单位: %	33
图 42:	近期主要商品品种的基差处于近 5 年以来的分位数水平 单位: %	33
图 43:	近期主要商品品种的价格和中美通胀指标处于近 7 年以来的分位数水平 单位: %	34
图 44:	9 月重大事件和数据日历	35
表 1:	2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 单位: %	14
表 2:	10Y-2Y 美债利率倒挂下大类资产表现 单位: %	17
表 3:	10Y-3M 美债利率倒挂下大类资产表现 单位: %	17
表 4:	美国往轮衰退周期下大类资产表现 单位: %	18
表 5:	美国往轮衰退周期下国内资产表现 单位: %	18

表 6:	国内弱复苏阶段商品表现 单位: %	21
表 7:	过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 单位: %	22
表 8:	历史上基建刺激下的国内资产表现 单位: %	23
表 9:	下半年财政空间测算 单位: 亿元	28
表 10:	近五年具体商品需求对应基建和地产投资的弹性测算 单位: 万吨	28

海外宏观展望

境外经济下行压力仍在增大

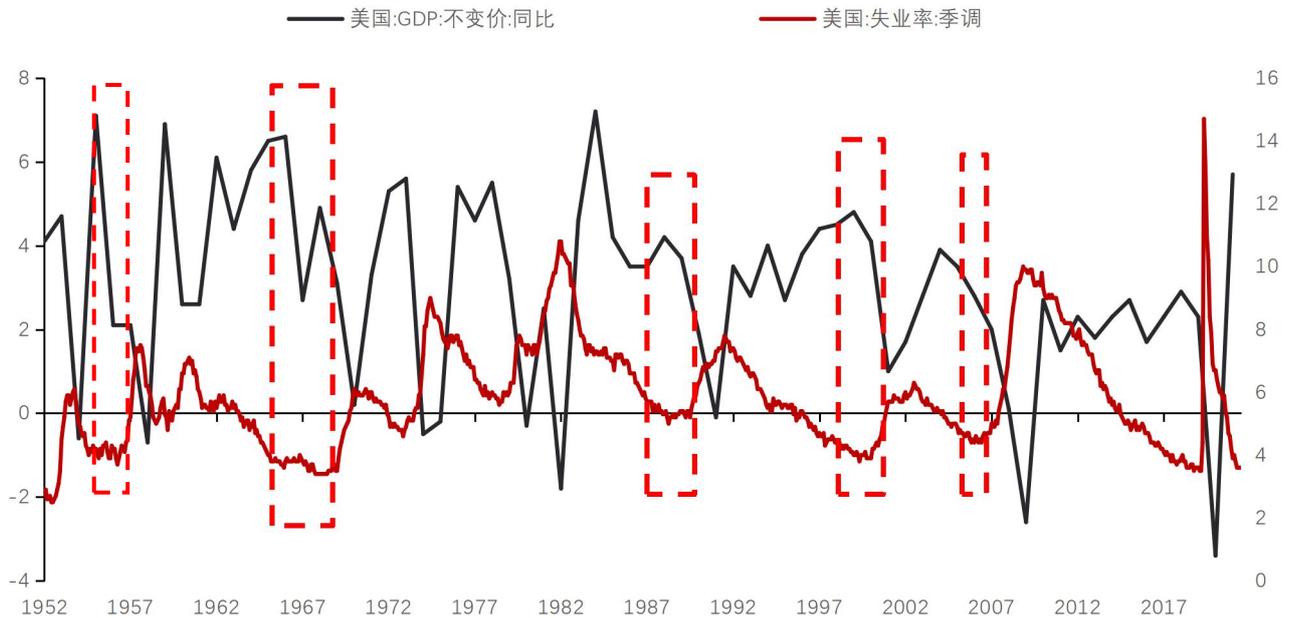
美国就业市场拐点有待确认。一、月频数据中，美国经济延续下行趋势，8月制造业 PMI 初值增速回落，服务业 PMI 初值大幅走低，在房贷利率抬升的压制下，房地产销售明显下行，财政支出和消费也持续承压；二、就业市场边际放缓，8月失业率增长 0.2 个百分点，时薪同比增长 5.2%持平前值，后续需要警惕失业率见底、时薪见顶的经济加速下行信号，从历轮的美国经济周期来看，就业市场恶化意味着新一轮的下行压力；三、通胀仍有一定粘性，在电价和天然气价格持续走高的背景下，以及薪资增速稳定的支撑下，短期通胀难以迅速回落。

图 1： 美国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
	GDP:不变价:同比	%			1.6181			3.5695			5.5334			4.95	
投资	Markit制造业PMI	%	51.30	52.20	52.70	57.00	59.20	58.80	57.30	55.50	57.70	58.30	58.40	60.70	61.10
	全部制造业:新增订单:当月同比	%			9.70	8.98	9.39	8.88	8.50	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54
	成屋+新建住房销售	万套		992	1102	1237	1152	1284	1385	1480	1448	1389	1290	1350	1285
就业	新增非农就业人数	千人	315.00	528.00	372.00	390.00	428.00	431.00	678.00	467.00	199.00	210.00	531.00	194.00	235.00
	失业率	%	3.70	3.50	3.60	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	4.60	4.70	5.20
	非农职位空缺数	万人		1123.9	1069.8	1125.4	1140	1154.9	1134.4	1128.3	1144.8	1092.2	1109.4	1067.3	1062.9
消费	CPI:当月同比	%		8.50	9.10	8.60	8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30
	零售和食品服务销售额:同比	%		8.64	8.94	8.23	8.70	7.32	18.04	13.44	16.05	19.92	15.00	14.53	15.93
	个人可支配收入:同比	%		2.30	3.35	2.78	-0.27	-15.51	4.02	-5.03	6.12	6.04	4.22	3.25	5.35
	个人消费支出:同比	%		8.66	8.44	8.53	9.22	9.37	13.45	11.56	12.88	13.30	12.12	11.10	12.06
财政	财政收入:同比	%		2.80	2.57	-16.12	96.65	17.77	16.73	20.91	40.63	28.08	19.45	23.14	20.23
	财政支出:同比	%		-14.83	-11.83	-23.58	-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53	-13.95	4.69	3.73
贸易	出口金额:同比	%			22.83	21.69	21.66	17.72	20.34	15.31	19.80	21.53	23.00	16.82	23.07
	进口金额:同比	%			20.00	23.30	24.26	27.71	24.03	20.81	21.32	20.85	18.38	20.14	20.59

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2： 美国失业率和 GDP 呈现一定反相关 但失业率滞后于经济周期 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

欧盟仍面临相对严峻的经济压力。一、欧元区经济各大分项均承压：8月各大 PMI 初值进一步下行；对经济数据拟合度较高的零售信心指数和工业信心指数均呈持续走低的状态。二、欧洲央行进退维谷，受能源价格和电价持续抬升的影响，欧盟 8 月 CPI 初值录得 9.1%，再创历史新高，与此同时 10Y 意-德利差处于高位波动，9 月 1 日录得 2.3%，本轮高点为 2.58%。欧洲央行面临更为严峻的控制通胀和保增长的抉择。三、俄罗斯宣布“断气”，9 月 2 日，俄罗斯天然气工业股份公司宣布，由于发现多处设备故障，“北溪-1”天然气管道将完全停止输气，直至故障排除。这使得原本略有好转的欧洲能源局面再度面临考验，短期欧洲电价和气价难以回落，势必继续将拖累欧元区经济增长。

图 3： 欧盟经济月度热力图 | 单位：%

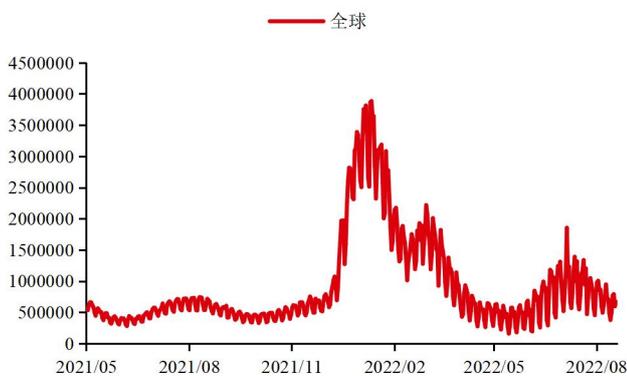
		欧盟经济热力图													
指标名称	单位	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	
GDP:不变价同比	%			3.9				5.5		4.6			3.9		
投资	工业信心指数	%	0.4	1.8	4.8	5.2	6.6	7.7	12.3	12	12.9	12	12.2	11.5	11.4
	营建产出:当月同比	%			0.6	3.8	3	4.1	8.5	5	0.4	1.4	2.8	2.3	-1.4
	制造业PMI		49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4
就业	失业率	%		6.6	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	7	7.1	7.2	7.3	7.5
消费	零售信心指数	%	-5.8	-6.1	-3.9	-3.1	-3	-1	5.1	4	3.1	4.8	4.2	4	6.3
	HICP:当月同比	%	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5	4.9	4.1	3.4	3
贸易	商品贸易进口:同比	%			48.5	55.82	45.42	40.37	45.64	54.07	44.22	38.86	30.31	26.78	35.04
	商品贸易出口:同比	%			19.44	28.27	10.84	12.8	16.48	20.58	12.57	13.97	6.5	9.18	19.48
信贷	银行部门信贷:同比	%		4.56	4.78	4.92	5.2	4.99	5.56	5.69	5.53	5.35	5.17	5.2	5.55
财政	财政盈余	亿欧元		-658	-521	-524	-407	-284	-287	-226	-2156	-1676	-1461	-1333	-1174

数据来源：Wind 华泰期货研究院

全球疫情隐患仍高

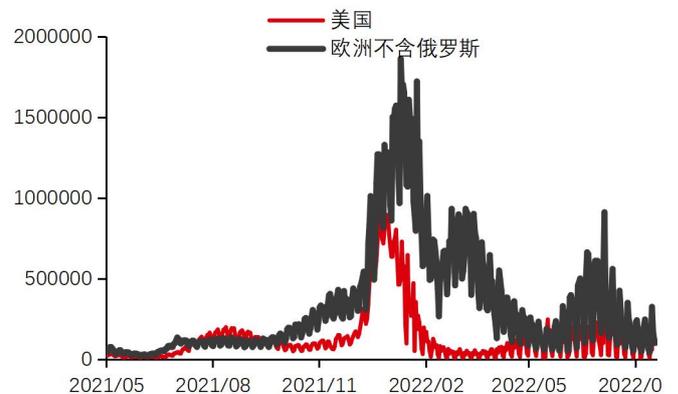
全球疫情隐患仍高。截至 9 月 2 日，全球新冠新增确诊病例录得 6.7 万例，但境外抗疫“躺平”后经济并未如预期迅速修复，反而出现较多问题，一是死亡率上升，美国成为累计确诊和死亡病例最多的国家，累计死亡病例数超过 103 万例，占全球病例 15%以上；二是医疗资源挤占，“躺平”国家普遍存在低估新增病例的情况，日本厚生劳动省 8 月 31 日发布消息称，全国病床使用率居高不下，多地医疗系统严重承压。三是增加病毒变异风险，抗疫“躺平”使得病毒传播率足够高，世卫组织数据显示，全球仍有三分之一的人口未接种新冠疫苗，持续变异的病毒仍在不断的和全球的疫苗研发进度赛跑。在上述的多重背景下，收入预期低迷，健康风险增长下，全球居民部门消费意愿持续低迷，信贷扩张的受限，全球经济持续承压。

图 4： 全球每日新增确诊病例 | 单位：例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 全球主要国家每日新增确诊病例 | 单位：例



数据来源：Wind 华泰期货研究院

国内宏观展望

经济预期面临考验

疫情反复再度考验国内经济预期。一、25 省份报告新增新冠病例，8 月底以来国内疫情再度出现多点反复的局面，深圳、杭州、天津等多地升级了疫情防控措施，再度考验国内经济预期；二、月度的经济数据表现不理想，7 月金融数据显示国内居民和企业部门的信贷扩张意愿不足，而地产的各个环节投资增速也全面放缓，基建难以对冲经济下行压力；三、高频的周度数据表现稳定。9 月 1 日当周，30 城地产销售数据底部震荡、黑色五大建材显示表需环比多增 32 万吨、港口货运和公路货运量都维持稳定；四、政府稳增长政策频出，8 月 24 日国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，包括增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额，2000 亿专项用于地产保交楼的政策行专项借款，2000 亿元能源保供特别债。目前国内关键在于宽松政策的传导受阻，经济稳增长的边际速度不及预期。

图 6： 中国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
	GDP:不变价:当季同比	%			0.4		4.8		4		4.90				
贸易	出口金额:累计同比	%		14.6	14.2	13.5	12.5	15.8	16.3	24.1	29.9	31.0	32.2	32.9	33.6
	进口金额:累计同比	%		5.3	5.7	6.6	7.1	9.8	15.8	20.1	30.0	31.2	31.2	32.5	35.0
投资	固投:累计同比	%		5.7	6.1	6.2	6.8	9.3	12.2		4.9	5.2	6.1	7.3	8.9
	地产投资:累计同比	%		-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7	3.7		4.4	6.0	7.2	8.8	10.9
	制造业投资:累计同比	%		9.9	10.4	10.6	12.2	15.6	20.9		13.5	13.7	14.2	14.8	15.7
	基建投资:累计同比	%		9.6	9.3	8.2	8.3	10.5	8.6		0.2	-0.2	0.7	1.5	2.6
	PMI	%	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1
消费	社会零售:累计同比	%		-0.2	-0.7	-1.5	-0.2	3.3	6.7		12.5	13.7	14.9	16.4	18.1
	城镇调查失业率	%		5.4	5.5	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1
	CPI:当月同比	%		2.7	2.5	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8
金融	社会融资规模存量:同比	%		10.7	10.8	10.5	10.2	10.5	10.2	10.5	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3
	金融机构:各项贷款余额:同比	%		11	11.2	11	10.9	11.4	11.4	11.5	11.6	11.7	11.9	11.9	12.1

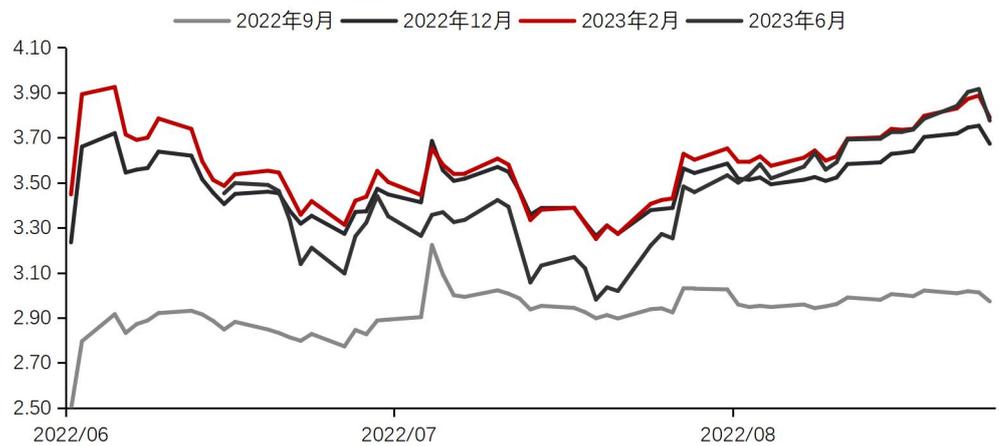
数据来源：Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑一、美联储紧缩冲击加剧

鲍威尔再放鹰，市场加息计价迅速抬升

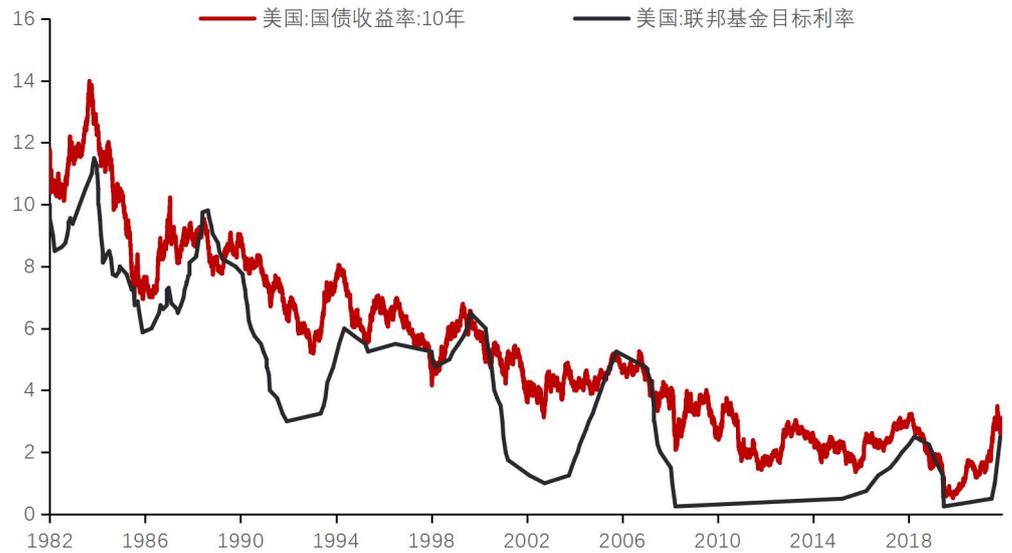
8月26日美联储主席在全球央行年会上再放鹰，表示美联储将继续采取“强力”措施抗击通胀，但同时警告称强力的加息措施将为美国家庭和企业带来“痛苦”。鲍威尔强调“没有空间可以停下来或暂停”，将通胀降至2%仍然是美联储的重点目标。讲话令全年基准利率计价迅速抬升，截至9月3日，美联储利率期货隐含政策利率计价年内将继续加息134bp至3.67%（有效利率），其中9月加息75bp的概率为54%，11月加息50bp的概率为85%，12月加息25bp的概率为96%。受紧缩预期推动，我们认为10Y美债利率或将进一步抬升至3.5%，在9月加息落地前，全球股指均面临一定的调整压力。

图7： 美国联邦利率期货隐含政策利率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 美联储超预期鹰派或将进一步抬升美债利率 | 单位：%

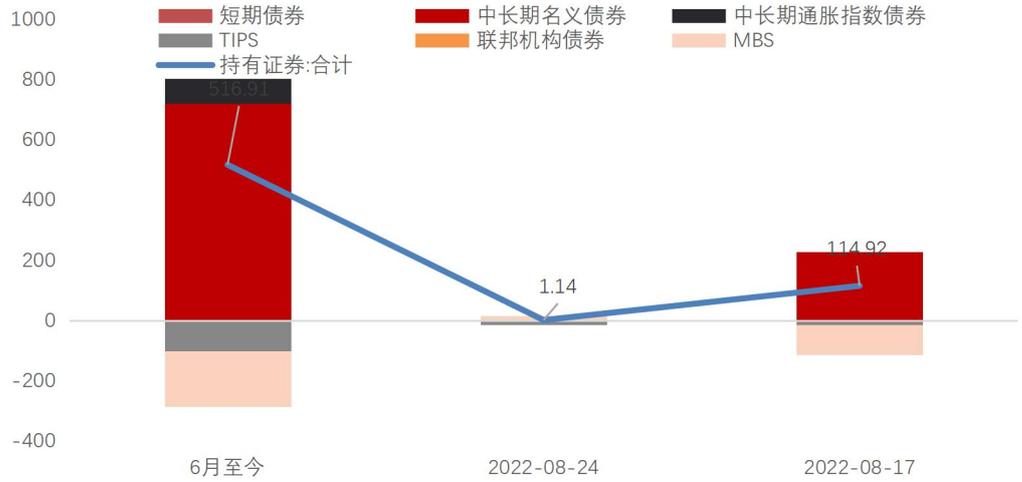


数据来源: Wind 华泰期货研究院

9 月开始美联储缩表压力将明显上升

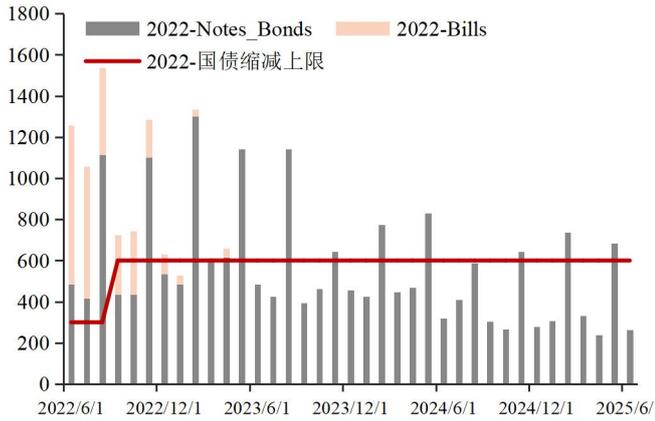
9 月 1 日开始美联储缩表规模将翻倍，达到每月 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS）的缩表上限；结合 9 月开始至明年美债到期量明显减少，缩减上限又同时提高，到期再投资的国债占比明显下降，缩表压力将上升。6-8 月缩表进程不及预期，美联储 6 月 1 日开始的缩表进程计划是每月缩减 300 亿元国债和 175 亿元 MBS，三个月按规划将至少缩表 1475 亿美元，但实际上 6 月至今美联储持有证券规模仅缩减 516 亿美元，后续需要警惕美联储缩表提速所带来的资产价格风险。总体而言，9 月开始资产价格和市场流动性所面临的缩表压力将明显上升。国债再投资率均值低于上轮，月度缩减率均值高于上轮。

图 9： 6 月至今的美联储缩表结构 | 单位：亿美元



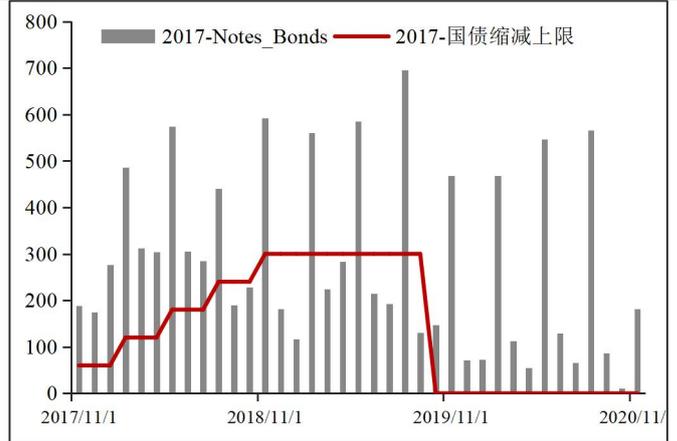
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10： 2022-BONDS+BILLS 到期量 | 单位：亿美元



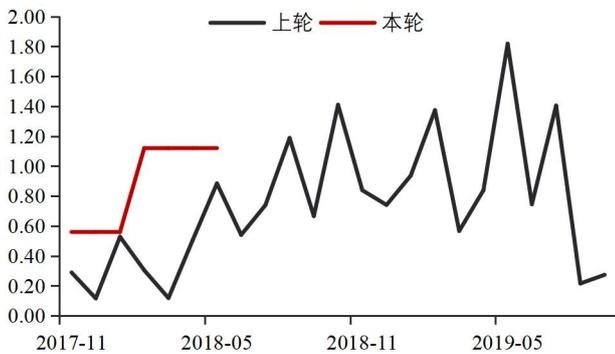
数据来源：纽约联储 华泰期货研究院

图 11： 2017-NOTES_BONDS 到期量 | 单位：亿美元



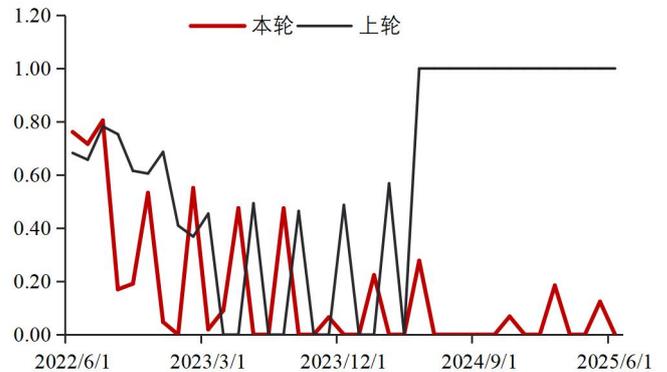
数据来源：纽约联储 华泰期货研究院

图 12： 两轮缩表缩减率对比 | 单位：%



数据来源：纽约联储 华泰期货研究院

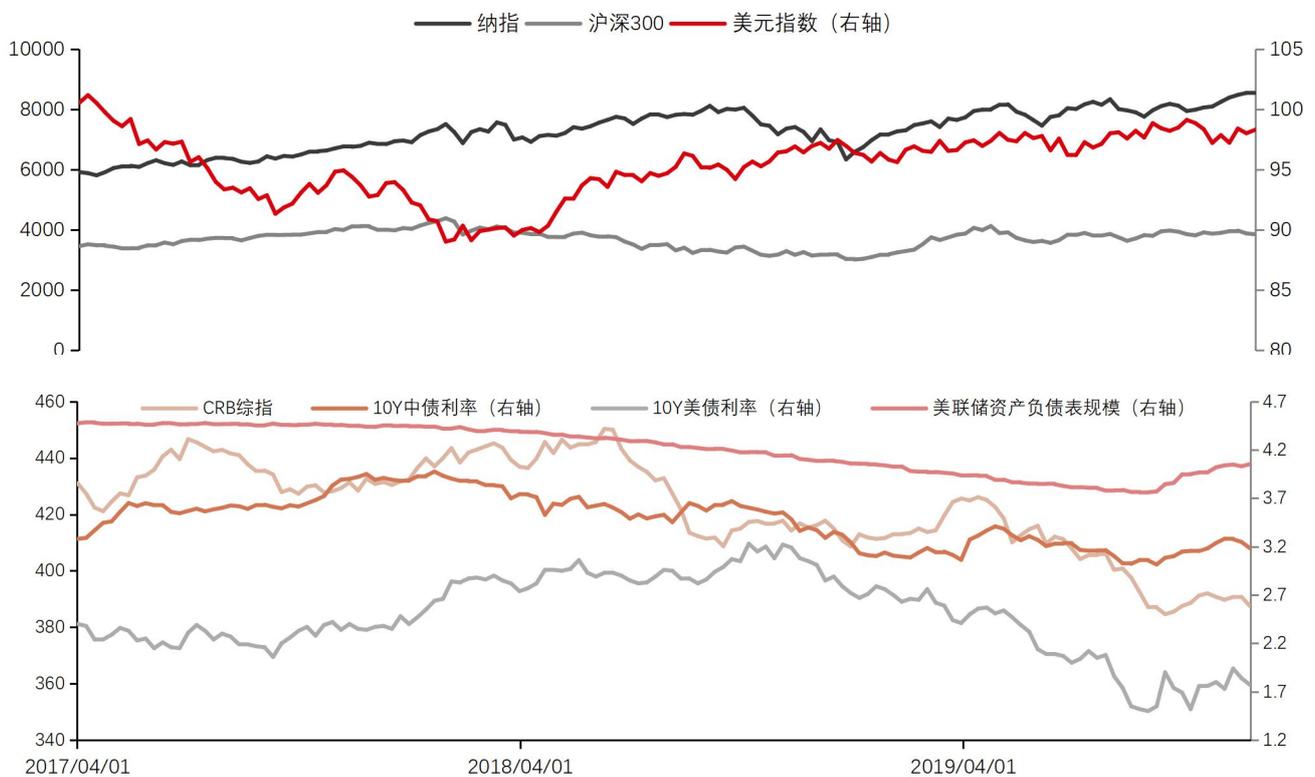
图 13： 两轮缩表再投资率对比 | 单位：%



数据来源：纽约联储 华泰期货研究院

我们复盘上轮缩表对资产价格的影响。上一轮缩表发生在 2017 年 10 月，距离 2015 年 12 月正式加息后约 2 年时间，其中美联储于 2017 年 4 月的会议纪要上释放了缩表信号，并于 2017 年 6 月议息会议上披露 QE 方案，最终于 2017 年 9 月议息会议正式宣布启动缩表。长周期看，缩表对资产价格的影响相对直接，美联储资产负债表和金融资产相关性显著，和美股显著正相关性高达 0.9，和美债利率负相关性高达 -0.849，和沪深 300 录得 0.68 的一定正相关。回溯最近一轮缩表，在 2017 年-2019 年缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为 -0.29，商品板块中相关性较高的是谷物 (-0.81)、农副产品 (-0.68)、软商品 (0.82)。

图 14：上轮缩表下的大类资产表现 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1：2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 | 单位：%

	美元指数	纳指	沪深 300	CRB 综指	10Y 中债利率	10Y 美债利率
纳指	0.503864	1				
沪深 300	0.155775	0.697077	1			
CRB 综指	-0.32079	0.426803	0.593739	1		

10Y 中债利率	-0.67326	-0.47028	-0.33303	0.332823	1	
10Y 美债利率	-0.3375	-0.6707	-0.56828	-0.52562	0.618534	1
美联储资产负债规模	0.434983	0.903195	0.684515	0.567008	-0.49639	-0.84967

数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑二、境外经济“衰退”交易情境

越来越多的经济下行信号

越来越多指标给出了衰退信号。首先，最关键的是美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差，这两个指标对于“经济下行”的前瞻性较强，其中美债 10Y-2Y 利率 6 月至今维持倒挂，更为关键的是美债 10Y-3M 利差也呈现快速下行的态势。其次，前瞻性较好的纽约联储 WEI 指数，以及对消费前瞻性较好的密歇根大学消费者信心指数均给出了经济下行的预判。并且近期美国的 8 月非农数据也显示就业市场存在下行的风险。

图 15：对美国 GDP 领先性较高的 WEI 指数给出了经济下行信号 | 单位：%



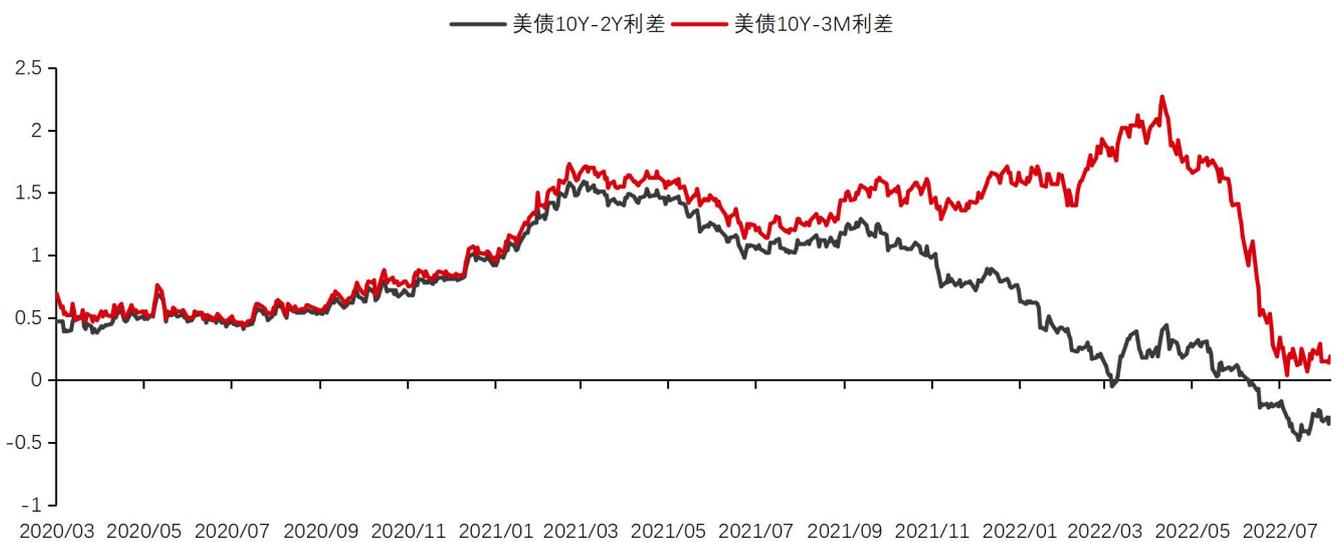
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16： 对美国零售领先性较高的指标也给出了下行信号 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差走势迅速趋同 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

从历史表现来看，美债利率倒挂对新兴市场股指和全球商品冲击较为明显。1970 年至今的 7 个 10Y-2Y 美债倒挂样本中，美股并未明显承压，纳指 71.34% 的概率录得上涨，道指 57.1% 的概率录得上涨，美元指数 71.4% 的概率上涨；商品反而表现疲软，CRB 综合 42.8% 的概率录得上涨，CRB 的食品、油脂、工业原料以及黄金表现较差，均仅有 28.57% 的概率录得上涨；上证指数和 MSCI 新兴市场受样本时间限制，样本涨跌各半。1970 年至今 5 个 10Y-3M 美债倒挂样本中，美股并未明显承压，纳指、道指 60% 的概率录得上涨，美元指数 60% 的概率上涨；商品同样表现疲软，CRB 综合 40% 的概率录得上涨，CRB

的金属以及原油表现较差，均仅有 20% 的概率录得上涨；CRB 油脂、工业原料、纺织品也仅有 40% 的概率录得上涨，但是，贵金属一枝独秀，录得 60% 上涨；上证指数 100% 概率录得上涨，MSCI 新兴市场 33% 的概率录得上涨。

表 2： 10Y-2Y 美债利率倒挂下大类资产表现 | 单位：%

10Y-2Y 倒挂	美元指数	道指	纳指	MSCI 新兴市场	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
2019/8/27-2019/8/30	0.84%	2.43%	1.74%	2.05%	-0.72%	-1.75%	-1.09%	-3.51%	0.47%	0.00%	0.84%	-0.30%	0.40%
2006/6/8-2007-6-5	-4.58%	24.29%	21.72%	48.48%	25.09%	27.05%	70.41%	38.82%	44.83%	23.75%	0.67%	9.36%	3.59%
2000/2/2-2000/12/28	5.33%	-1.22%	-37.22%	-33.22%	0.91%	3.88%	6.39%	9.73%	-15.08%	-1.09%	8.73%	-3.90%	-8.56%
1998/5/26-1998/7/27	1.31%	0.72%	8.73%	-9.93%	-3.24%	-4.34%	-2.20%	-8.11%	-0.15%	-2.47%	-0.73%	-2.45%	-7.21%
1988/12/13-1989/11/6	7.55%	20.47%	20.12%		-6.59%	-8.46%	-7.25%	2.25%	-11.29%	-3.97%	6.01%	-9.69%	30.56%
1980/9/12-1982/7/16	40.19%	-11.52%	-10.23%		-17.33%	-13.22%	-6.56%	6.30%	-29.91%	-20.03%	-16.23%	-49.38%	-3.75%
1978/8/18-1980/5/1	-1.68%	-9.82%	3.69%		12.98%	-3.40%	-15.31%	-16.08%	26.04%	26.79%	40.51%	131.40%	140.11%
平均涨跌幅	6.99%	3.62%	1.22%	1.85%	1.58%	-0.04%	6.34%	4.20%	2.13%	3.28%	5.69%	10.72%	22.16%
上涨概率	71.43%	57.14%	71.43%	50.00%	42.86%	28.57%	28.57%	57.14%	42.86%	28.57%	71.43%	28.57%	57.14%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 3： 10Y-3M 美债利率倒挂下大类资产表现 | 单位：%

10Y-3M 倒挂	美元指数	道指	纳指	MSCI 新兴市场	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
2019/5/13-2019/10/10	1.37%	4.63%	3.97%	-1.97%	-5.03%	-3.55%	-1.65%	-8.75%	-13.10%	-6.04%	-3.48%	15.38%	-14.93%
2006/7/17-2007/8/9	-7.19%	23.48%	25.46%	51.93%	23.88%	24.28%	47.95%	26.07%	49.75%	23.62%	6.84%	1.55%	-3.95%
2000/7/7-2001/1/19	2.90%	-0.46%	-31.14%	-17.98%	2.66%	5.98%	12.93%	12.11%	-8.54%	0.42%	2.30%	-6.35%	-8.96%
1989/5/22-1989/12/28	-10.11%	9.20%	1.86%		-6.97%	-5.73%	-9.94%	1.39%	-14.48%	-8.69%	-4.34%	10.80%	19.57%
1982/2/1-1982/2/18	0.91%	-2.67%	-2.91%		-3.15%	1.84%	-2.74%	-1.26%	-9.05%	-3.31%	-1.99%	-2.70%	-1.55%
平均涨跌幅	-2.43%	6.84%	-0.55%	10.66%	2.28%	4.56%	9.31%	5.91%	0.92%	1.20%	-0.13%	3.74%	-1.96%
上涨概率	60.00%	60.00%	60.00%	33.33%	40.00%	60.00%	40.00%	60.00%	20.00%	40.00%	40.00%	60.00%	20.00%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

目前资产价格呈明显的“衰退”定价。我们选取历史上美国制造业 PMI 至少连续三个月下行，并且 CPI 持续下行的阶段定义为“衰退”。那复盘历史上的七个衰退样本来看：一、商品明显承压，CRB 商品各分项样本上涨概率均不到 30%；二、分板块看，金属和工业原料 7 个样本阶段均录得下跌，CRB 商品指数、原油、油脂下跌的概率也高达 85.7%，黄金具备一定避险属性，57%的概率录得上涨；三、美元 71.4%的概率录得上涨表现最好，美股则表现差异，纳指 57%的概率录得上涨，道指 42%的概率录得上涨。四、美国衰退阶段对国内资产冲击明显。五个样本中，除创业板、上证 50 指数外，大部分股指上涨概率均等于或低于 25%；Wind 商品 100%概率录得调整，大部分板块上涨概率也等于或低于 25%。

表 4： 美国往轮衰退周期下大类资产表现 | 单位： %

	美元指数	纳指	道指	10Y 美债利率绝对变化	CRB 综合	CRB 食品	CRB 油脂	CRB 家畜	CRB 金属	CRB 工业原料	CRB 纺织品	黄金	原油
2020/1-2020/4	1.70%	-13.84%	-2.86%	-0.87	-12.60%	-15.97%	-13.36%	-17.38%	-15.37%	-10.20%	-3.56%	7.48%	-56.41%
2014/10-2015/3	13.22%	2.22%	5.83%	-0.41	-9.57%	-12.85%	-17.31%	-19.06%	-17.21%	-7.23%	0.90%	1.95%	-35.71%
2011/12-2012/7	3.23%	7.00%	13.08%	-0.36	0.09%	5.58%	2.46%	6.49%	-5.92%	-3.54%	-7.29%	2.75%	-1.60%
2008/7-2008/12	10.89%	-22.87%	-32.19%	-1.74	-31.47%	-29.33%	-47.33%	-43.46%	-49.27%	-32.80%	-9.29%	-5.77%	-52.90%
1997/10-1998/12	-1.54%	23.37%	37.59%	-1.19	-21.05%	-21.29%	-21.17%	-34.52%	-25.57%	-20.87%	-12.05%	-7.69%	-47.40%
1989/5-1991/1	-20.45%	10.33%	-7.17%	-0.57	-8.72%	-8.29%	-9.78%	1.31%	-21.36%	-10.74%	1.39%	1.16%	13.72%
1980/11-1982/2	24.35%	-17.01%	-13.80%	1.31	-16.49%	-16.66%	-14.35%	-5.55%	-18.71%	-15.88%	-14.73%	-41.49%	-1.61%
平均涨跌幅	4.49%	-1.54%	0.07%	-0.55	-14.26%	-14.12%	-17.26%	-16.02%	-21.92%	-14.47%	-6.37%	-5.94%	-25.99%
上涨概率	71.43%	57.14%	42.86%	14.29%	14.29%	14.29%	14.29%	28.57%	0.00%	0.00%	28.57%	57.14%	14.29%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

表 5： 美国往轮衰退周期下国内资产表现 | 单位： %

	上证综指	创业板指	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	美元兑人民币	Wind 商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工
2020/1-2020/4	-3.91%	7.35%	-2.41%	-2.28%	-0.44%	-0.37%	1.76%	-10.12%	-12.69%	-8.84%	-6.64%	-9.90%	-19.27%
2014/10-2015/3	54.86%	54.31%	66.22%	61.51%	45.46%	41.43%	1.41%	-6.81%	0.46%	-10.45%	-10.32%	-7.51%	-2.12%
2011/12-2012/7	-4.07%	-5.62%	0.50%	-0.42%	-1.51%	-3.50%	1.34%	-2.24%	-12.21%	7.18%	-9.86%	-1.69%	-5.12%

12/7													
2008/7-2008/12	-34.40%	-36.00%	-35.20%	-35.72%	-35.40%	-0.12%	-51.85%	-18.78%	-32.51%		-55.26%	-53.41%	
1997/10-1998/12	-2.85%					-0.05%	-25.59%				-28.43%	7.66%	
平均涨跌幅	1.92%	18.68%	7.07%	5.90%	1.95%	0.54%	7.44%	-19.32%	-10.81%	-11.15%	-8.94%	-20.56%	-14.47%
上涨概率	20.00%	66.67%	50.00%	25.00%	25.00%	25.00%	66.67%	0.00%	25.00%	25.00%	0.00%	0.00%	25.00%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑三、关注俄罗斯“断气”的影响

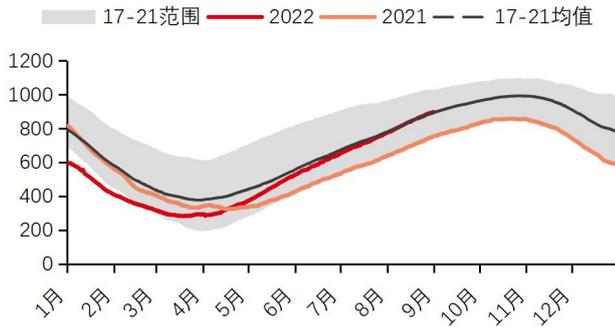
全球能源博弈再度升温

8月全球电力紧张的局面有所降温。德国经济部长8月28日表示,德国的天然气库存设施的填充速度比计划的要快,截至9月1日,全欧洲的天然气库容为80.8%,距离欧盟今年冬季前达到85%的规划已然不远;截至8月30日的美国干旱录得连续两周缓解;国内国家电网表示8月30日起四川全部大工业、一般工商业恢复正常供电,电力供应恢复正常,8月以来全球能源短缺的局面是有一定缓解的。

7月26日,欧盟批准“弱化版”的限制天然气需求提案,以应对愈演愈烈的天然气危机。新提案严格程度较之前版本有所松动,“所有欧盟国家的天然气使用量需减少15%”的条款已被弱化,部分国家将准许不受天然气使用限制,或只遵循相对较为宽松的要求。部分关键行业也可以获得天然气使用限制规定的豁免。包括爱尔兰、马耳他等没有与其他欧盟天然气网络连接的国家将免受15%天然气使用量削减的约束。天然气储备相对充足的(德国、意大利)、向其他欧盟国家出口天然气的国家面临的限制需求目标也被调低。炼钢等关键行业则将获得天然气限制规定的豁免。

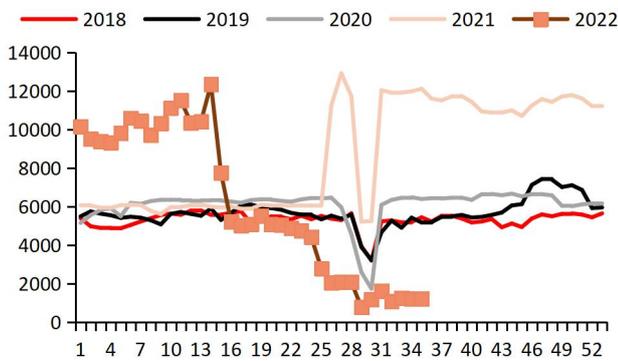
欧盟天然气供应再遭挑战。俄罗斯天然气工业股份9月2日表示,由于发现多处设备故障,“北溪-1”天然气管道将完全停止输气,直至故障排除。短期来看,欧盟天然气库容已经达到80%以上,并且也推出了天然气用量削减提案,不排除双方会就能源制裁展开新一轮博弈的可能。后续需要关注欧洲电价和各原材料产能的变化情况。

图 18: 欧洲天然气库存 | 单位: TWh



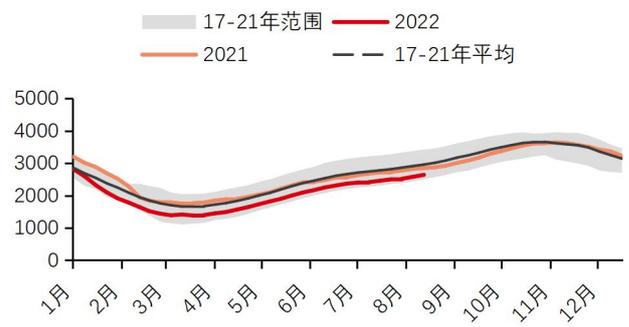
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 俄罗斯天然气公司向欧洲输出的天然气流量总量(周度) | 单位: 百万立方米



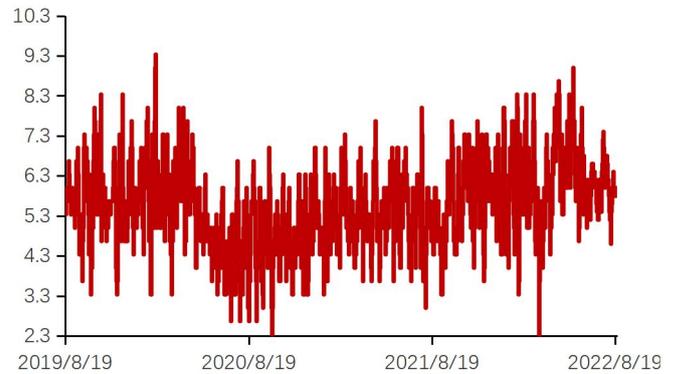
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 美国天然气库存 | 单位: 10 亿立方英尺



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 21: 俄罗斯原油船运出口船数统计-3 日移动均值 | 单位: 船



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

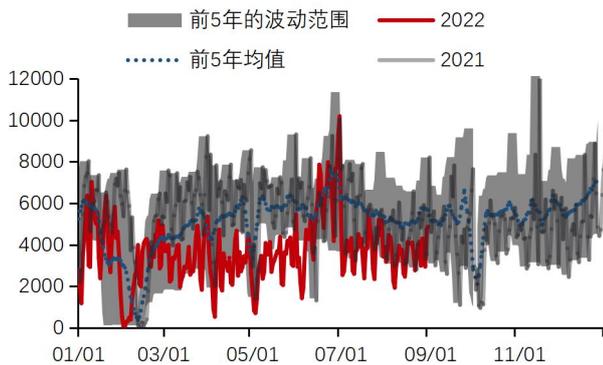
大类配置逻辑四、关注国内需求的恢复进展

近期国内稳增长信号频传,但回升速度相对温和。4月29日政治局会议释放积极信号后,各部委持续跟进;5月31日,国务院印发6方面33项措施全力稳经济;6月23日,国常会确定加大对汽车消费的支撑政策。据中指研究院数据,2022年上半年,全国已有超180个省市从降首付比例、加大引才力度、发放购房补贴、提高公积金贷款额度等方面放松了房地产调控政策,需求端政策不断发力,政策出台频次近500次。7月22日国常会部署持续扩大有效需求的政策举措,表示要下大力气巩固经济恢复基础,着力稳定宏观经济大盘。当前基建稳增长发力的趋势已经较为明朗,而房地产则维持低位筑底局面。

7月政治局会议支撑经济预期改善,关注后续预期验证。7月28日我国召开政治局会议,整体会议并未释放更强的经济刺激信号:会议强调,做好下半年经济工作,“要坚持稳中求进工作总基调,全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求”,整体措辞延续了引导前期宽松政策落实落地的思路,可见全年5.5%的GDP目前并不具备硬约束,后续还是要看到稳增长政策的落地情况。此外,房地产措辞有边际松动,本次会议

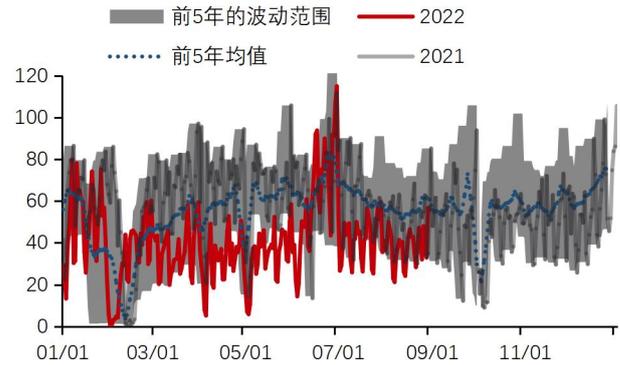
将“要稳定房地产市场”措辞放在“房住不炒”的前面显示政府稳定房地产市场意愿有所提升；并提到“保交楼、稳民生”，预计政府将继续鼓励地方政府因城施策松绑地产市场，而“保交楼、稳民生”对于和商品需求密切相关的地产开工有一定提振。**基建稳增长继续发力，下半年有望加大地方专项债额度。**会议强调，要用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。为了继续推动基建发挥稳增长的效果，不排除下半年政府加大地方专项债额度的可能。

图 22： 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 23： 30 大中城市:商品房成交面积 | 单位：万平米



数据来源：Wind 华泰期货研究院

“弱复苏”阶段下，关注股指的上涨机会，商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。

股指：2009 年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过 12%，且胜率大多超过 70%。

商品：能源、软商品、有色金属上涨概率高达 90%，平均涨幅均超过 11%；商品指数整体上涨概率高达 70%。值得关注的是，商品因供应链短板、拉动内需政策炒作，目前或已提前计价了部分“复苏”预期。

表 6： 国内弱复苏阶段商品表现 | 单位：%

	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
09 年 7 月-09 年 12 月	-6.6%	3.9%	19.6%	19.1%	-15.0%	4.2%	26.1%	9.9%	30.4%	26.8%
10 年 8 月-10 年 11 月	3.3%	4.4%	9.0%	18.2%	3.2%	3.0%	33.1%	13.8%	5.3%	10.0%
12 年 9 月-12 年 12 月	0.9%	0.8%	-15.8%	7.3%	9.9%	1.9%	2.3%	-6.7%	-3.2%	-2.1%
13 年 6 月-13 年 11 月	-4.3%	-0.2%	6.9%	8.2%	1.2%	6.7%	0.5%	4.1%	5.1%	5.1%
14 年 3 月-14 年 7 月	-7.5%	2.8%	3.9%	-1.6%	-9.0%	-8.5%	-8.8%	-3.4%	10.1%	5.7%
16 年 1 月-16 年 12 月	35.3%	0.6%	18.0%	57.4%	86.1%	56.9%	26.2%	23.6%	24.6%	27.8%

17年7月-17年10月	-8.9%	0.5%	-0.9%	-0.3%	-11.2%	0.6%	3.1%	-1.3%	7.9%	-1.9%
18年3月-18年5月	1.5%	3.1%	1.7%	3.3%	6.9%	8.4%	13.4%	-0.2%	4.9%	4.6%
19年2月-19年4月	5.9%	4.5%	-2.1%	-2.2%	-0.2%	5.1%	1.2%	-0.4%	0.0%	-1.3%
20年5月-20年12月	26.4%	30.0%	9.0%	19.5%	38.4%	32.1%	17.5%	32.7%	25.4%	28.3%
上涨概率	60.0%	90.0%	70.0%	70.0%	60.0%	90.0%	90.0%	50.0%	90.0%	70.0%
平均涨跌幅	4.6%	5.0%	4.9%	12.9%	11.0%	11.0%	11.5%	7.2%	11.1%	10.3%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表 7: 过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 | 单位: %

	万得全 A	沪深 300	上证 50	中证 100	中证 500	中证 1000	上证综合指数	深证成份指数	创业板指数
09年7月-09年12月	15.38%	10.43%	4.63%	7.05%	28.01%	30.80%	8.94%	15.62%	
10年8月-10年11月	9.36%	7.53%	-1.77%	2.37%	19.75%	20.62%	5.53%	12.10%	18.84%
12年9月-12年12月	8.71%	13.22%	19.08%	16.03%	2.36%	-0.32%	10.20%	9.03%	-1.38%
13年6月-13年11月	1.73%	-6.29%	-9.64%	-8.26%	3.46%	11.28%	-3.42%	-7.66%	29.91%
14年3月-14年7月	8.05%	7.30%	10.88%	9.67%	4.88%	3.26%	6.09%	7.64%	-8.23%
16年1月-16年12月	-4.94%	-4.58%	0.72%	-1.34%	-10.31%	-12.42%	-5.84%	-12.46%	-21.24%
17年7月-17年10月	7.00%	9.75%	10.23%	11.56%	6.20%	1.25%	6.18%	7.90%	1.84%
18年3月-18年5月	-4.75%	-6.09%	-8.06%	-7.07%	-5.51%	-5.16%	-5.45%	-5.92%	-2.58%
19年2月-19年4月	22.93%	20.50%	17.83%	19.89%	23.60%	26.75%	17.57%	25.90%	27.73%
20年5月-20年12月	25.42%	31.48%	26.72%	32.43%	15.60%	13.37%	19.95%	31.53%	39.57%
胜率	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	80.00%	70.00%	70.00%	70.00%	50.00%
平均表现	15.35%	13.93%	12.78%	13.85%	15.28%	14.49%	11.79%	13.97%	13.45%

资料来源: Wind 华泰期货研究院

图 24：过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

随着国内经济下行压力的持续加大，政府通过基建投资稳增长意愿也持续上升。我们回顾了近五轮国内的基建刺激阶段，可以显著看到稳增长政策对 A 股和部分商品的利好明显。五轮基建刺激样本中，上证综指、上证 50、沪深 300 的上涨概率高达 80%，其他国内股指也呈现较大概率上升。Wind 商品整体录得 60% 的概率上涨，分板块来看，软商品、黄金和有色表现亮眼，均有 80% 的概率录得上涨，其他板块的涨跌规律并不明显。

表 8：历史上基建刺激下的国内资产表现 | 单位：%

	上证综指	美元兑人民币	上证 50	沪深 300	中证 500	中证 1000	Wind 商品指数	Wind 软商品	Wind 油脂油料	Wind 煤焦钢矿	Wind 有色	Wind 化工	黄金	原油
2008/10-2009/12	89.56%		92.35%	114.9%	187.1%	212.2%	-0.17%	80.19%	33.80%	29.59%		93.76%	68.16%	51.08%
2012/5-2013/11	-6.40%	86.10%	-7.93%	-7.34%	5.14%	19.10%	-4.33%	-7.42%	0.56%	-11.2%	-19.2%	-5.38%	-14.8%	-21.1%
2016/3-2017/5	3.65%	-21.8%	14.54%	8.21%	-4.90%	-14.3%	5.91%	15.29%	29.97%	-0.06%	36.77%	19.39%	15.36%	2.99%
2018/7-2019/8	0.60%	3.29%	13.03%	8.09%	-5.76%	-6.60%	4.68%	-3.90%	-13.3%	-1.05%	-14.4%	2.19%	-16.1%	24.89%
2020/1-2020/9	8.11%	33.56%	10.23%	14.57%	15.15%	16.11%	-1.72%	9.96%	2.27%	15.79%	14.05%	10.91%	-3.67%	18.96%
平均涨跌幅	19.11%	25.30%	24.44%	27.69%	39.35%	45.30%	0.87%	18.83%	10.66%	6.60%	4.31%	24.17%	9.80%	15.37%
上涨概率	80.00%	75.00%	80.00%	80.00%	60.00%	60.00%	40.00%	60.00%	80.00%	40.00%	50.00%	80.00%	40.00%	80.00%
2021/5-至今	-18.7%	-32.9%	-26.7%	-28.3%	-19.5%	-18.9%	2.97%	5.17%	25.35%	28.02%	-5.78%	14.63%	14.17%	-0.26%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

航运、供应链压力缓和叠加需求疲软，运价延续跌势

集装箱海运市场：全球供应链压力逐步缓和，全球拥堵集装箱船舶运力较前期高点下行超过 8%；纽约联储公布的全球供应压力指数已经连续三个月下滑，降至 2021 年 1 月以来的最低水平；中国到美国西海岸港口的时间不断缩减，已经由 2022 年 1 月份的接近 47 天下降至目前的 27 左右，运输效率明显提高，港口准班率也在逐步恢复。运力供给的持续增长，目前预测数据显示 2022 年集装箱运力同比增速达 4.5%，2024 年达 7.7%，缺船的问题未来逐步改善。需求端相对疲软，欧美货币政策持续收紧拖累经济增长，对终端消费产生不利影响，美国消费端有以下几个特点，消费从耐用品转向服务，消费预期较差，表观库存指标不断上升。劳动力市场依然稳健，但边际趋弱，短期扰动仍在，随着美联储紧缩措施的持续推进叠加美国经济的走弱可能性，美国居民就业意愿抬升概率较大，经济的走弱也会在一定程度上压制劳动力的需求，未来美国劳动力市场的紧张程度料有所缓和，但仍需警惕罢工对劳动力市场带来的扰动。上述因素综合来看，集装箱运价短期预计仍会相对疲软。

干散货海运市场：干散货船队运力供给目前面临瓶颈，船舶新增订单少，服役期限较长且可能拆解的船舶运力较大，未来干散货船队的运力供给增速逐步下滑。干散货船舶拥堵运力压力相对较小。需求端目前是压制因素，中国煤炭产量大增叠加房地产端压力使得前七个月中国煤炭进口量以及铁矿石进口量大幅减少，保供稳价政策延续叠加房地产长期弱势的预期，中国下半年干散货进口需求预计仍然偏弱；下半年重点关注乌克兰粮食出口及欧洲煤炭进口所带来的增量需求。

风险：全球罢工潮蔓延（上行风险）、全球船舶拥堵加剧（上行风险）、全球需求超预期下行（下行风险）

详情请查看航运专题报告《供应链压力缓和叠加需求疲软，运价延续跌势》

商品、宏观因素冲击整体商品，把握农产品的确定性机会

宏观情绪冲击整体商品

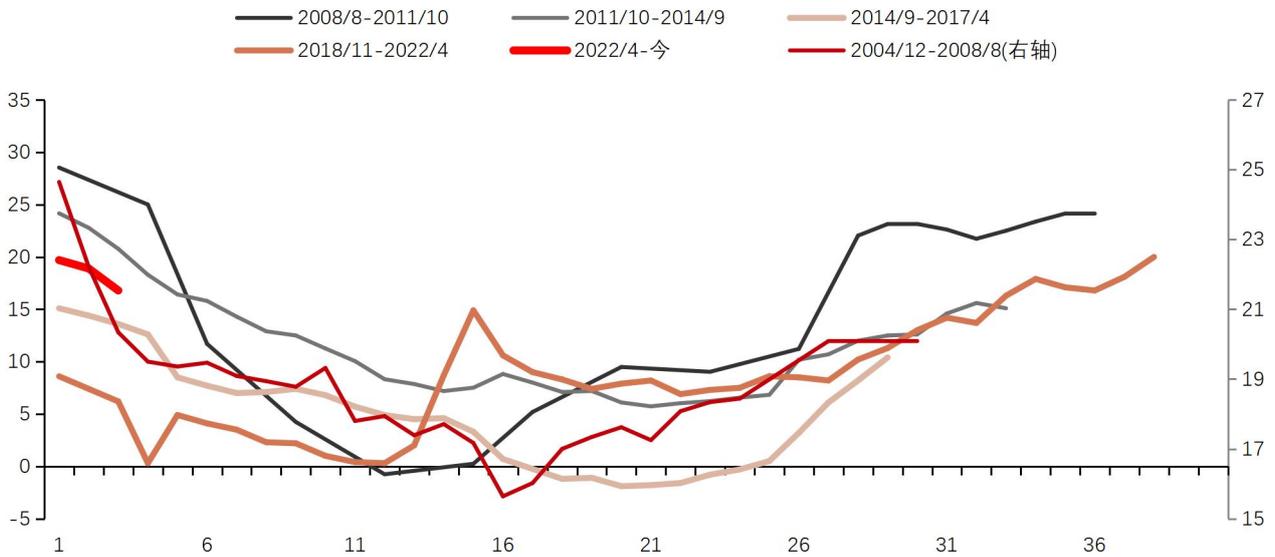
9 月来自美联储缩表和全球经济下行压力的宏观情绪或将继续施压整体商品。首先是来自美联储加息和缩表所带来的冲击，目前市场对全球政策利率目标计价已经开始向 3.75%-4% 靠拢，年内或将继续加息 150bp，9 月 1 日开始美债缩表规模将扩大至 950 亿美元/月。其次，相对长周期的库存逻辑也对整体商品有所不利，美国和中国的库存周期与 2022 年 4 月同步开启去库周期，下游的工业产成品去库将限制商品价格波动的上限。

图 25： 美国开启去库存周期 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26： 中国同样开启去库存周期（工业企业产成品库存同比） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27： 外需型工业品对经济预期较为敏感 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

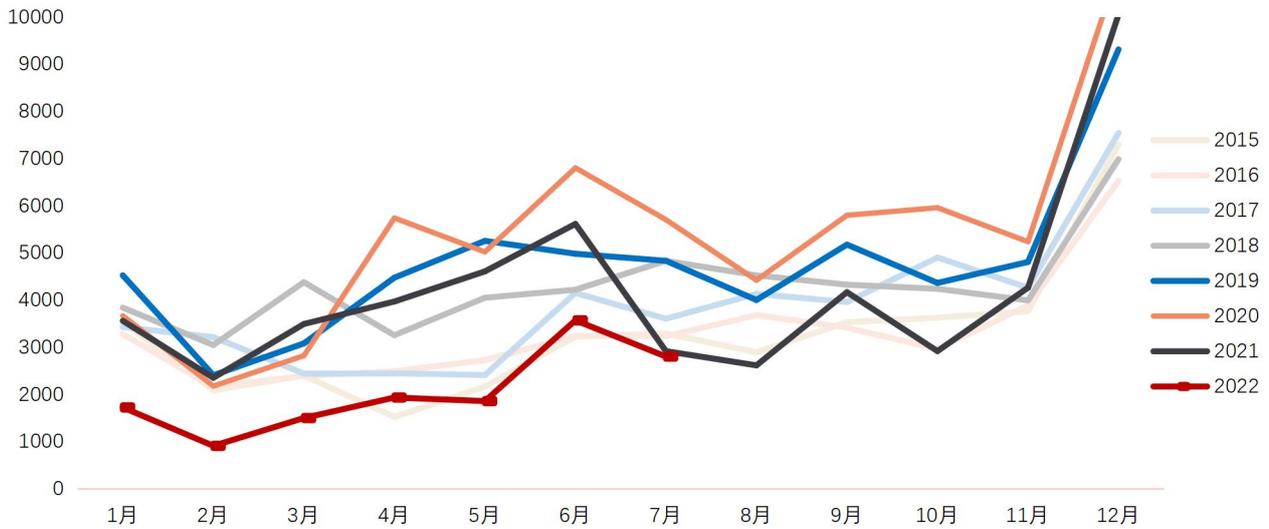
国内稳增长政策传导不畅，关注后续预期验证

近期国内稳增长政策频传，但市场反响平平。国务院总理 8 月 24 日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础；决定增加 3000 亿政策性开发性金融工具额度和依法用好 5000 亿专项债结存限额，再次增发 100 亿农资补贴和 2000 亿元能源保供特别债；确定缓缴一批行政事业性收费和支持民营企业发展的举措，保市场主体保就业；决定向地方派出稳住经济大盘督导和服务工作组，促进政策加快落实；部署进一步做好抗旱救灾工作，强化财力物力支持。

7 月 28 日政治局会议略微支撑地产和基建预期。会议指出，支持地方政府用足用好专项债务限额，根据我们的测算，该政策有望在下半年新增地方政府专项债资金 1.5 万亿，以支撑基建工程开工。后续基建稳增长效果值得期待。2022 年 7 月基建和地产累计同比增速分别为 9.58% 和 -6.4%。假设全年 GDP 目标为 5%，假定地产投资增速维持不变，基建投资增速要多增 7.9% 才能对冲地产的拖累；悲观假设地产增速继续下行 2%，基建投资增速需要多 9.47%；乐观假设地产投资增速回升 2%，基建投资增速仍要多增 6.3%。

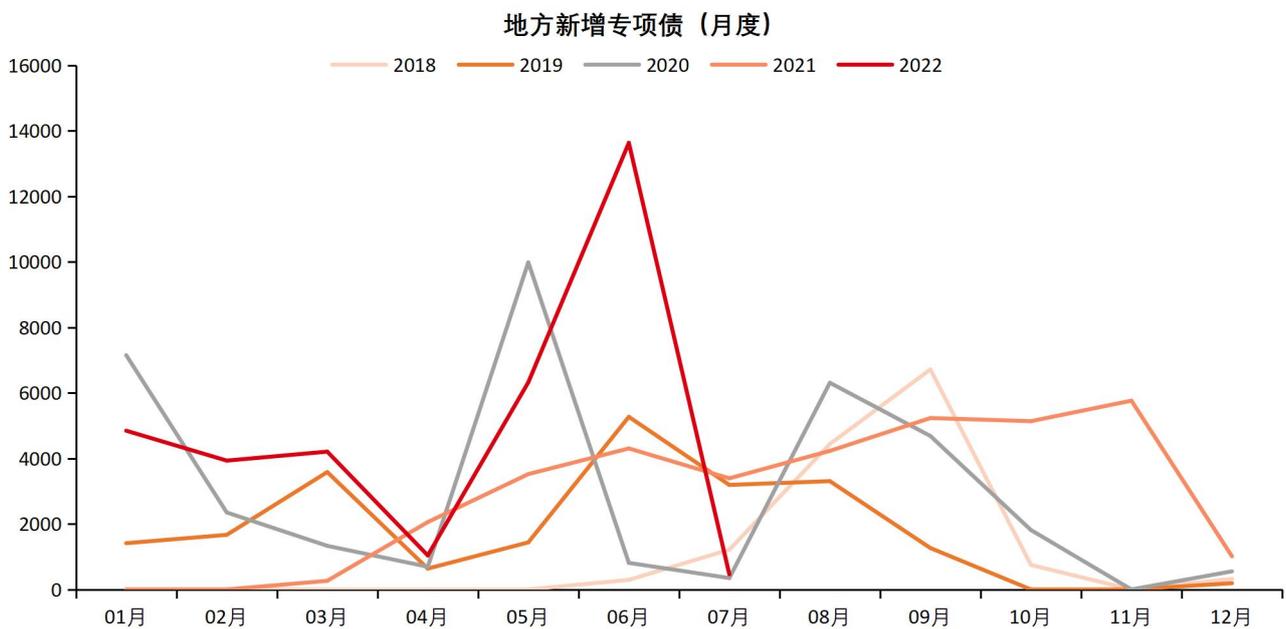
近期地产领先指标显示，1-7 月拿地同比表现仍偏弱；1-7 月地产销售仍处于低位，目前房企融资和居民购房信心恢复尚需时日。基建方面，6 月专项债显著放量加速，年内的专项债发行目标基本完成，在相对充裕的资金支持下，后续基建有望继续发力稳增长。从节奏上来看，目前核心在于金九银十的消费旺季下，国内需求能否出现明显的企稳改善。

图 28： 1-7 月全国商品房拿地数据持续疲弱 | 单位：万平米



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 29： 7 月新增专项债数量明显回落 | 单位：亿元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

四季度我们需关注房地产企稳改善和大基建拉升共振下的相关内需型商品投资机遇。我们研究发现，黑色建材、传统有色板块与房地产、基建周期高度正相关；化工板块与房地产、汽车周期高度正相关。虽然去年 11 月以来左侧政策底已出现，且市场出现强势

反弹修复，但国内投资项惯性下行、叠加近期国内疫情再度反复，基本面的右侧第二底预计会在今年四季度出现。我们预计，四季度逆周期托底政策（稳地产、强基建）或将温和发力，这将有助于后续投资项逐步回暖改善。大宗商品板块方面，四季度需要继续关注地产和基建的恢复进展，把握内需发力和限产受益的内需型工业品（黑色成材、内需型化工品、传统有色等）逢低做多机会。

具体来看，我们用近 5 年的基建和地产投资额对应具体商品消费量来测算弹性。在监测品种中，地产投资回升拉动相对显著的是粗钢、铜、铝；基建投资回升拉动相对显著的是沥青、铝、锌。

关注消费、新基建双提振下的有色金属（铝、铜等）、内需型化工品的结构性机会。本轮促消费政策的核心是仍是稳定汽车行业和家电行业，这两大行业正是有色金属制品、内需型化工品的重要下游消费端；新基也将拉动有色金属、内需型化工品增量需求；此外，从基本面层面来看，国内五大有色金属显性总库存也位于低位区间，考虑到俄乌冲突影响中期全球有色供给，这将对有色商品形成较强支撑。

表 9： 下半年财政空间测算 | 单位：亿元

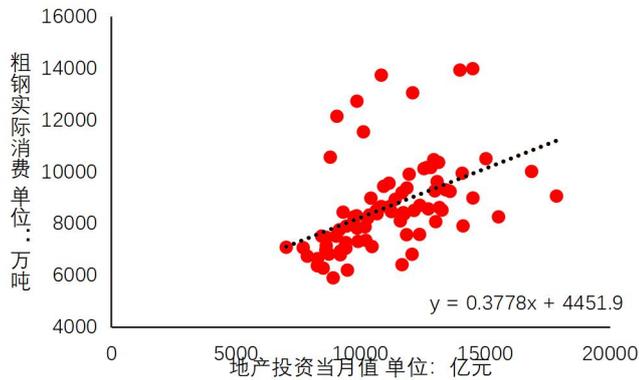
地方专项债	亿元
2022 年总限额	218185
2021 年余额	166992
2022 年剩余额空间	51193
2022 年新增限额	36500
2022 年剩余额可用额度	14693

表 10： 近五年具体商品需求对应基建和地产投资的弹性测算 | 单位：万吨

	粗钢	玻璃	纯碱	PVC	沥青	铜	铝	锌	镍
1 亿元地产投资拉动的需求	0.377774	0.006818	0.005696	0.004632	0.007309	0.004004	0.01144	0.000994	0.00032
1 亿元基建投资拉动的需求	0.04199	0.01323	0.012104	0.006154	0.011893	0.001065	0.004986	0.001043	0.000546
全年地产增速从 -4% 上升至 0% 带来的消费增量	2230.41	40.25	33.63	27.35	25.37	23.64	67.54	5.87	1.89
全年基建增速从 8.16% 上升至 10% 带来的消费增量	145.76	45.92	42.02	21.36	70.22	3.70	17.31	3.62	1.89
全年地产增速从 -4% 上升至 0% 带来的消费增长率	2.17%	0.66%	1.21%	1.23%	0.74%	1.74%	1.68%	0.87%	1.19%
全年基建增速从 8.16% 上升至 10% 带来的消费增长率	0.14%	0.75%	1.51%	0.96%	2.05%	0.27%	0.43%	0.54%	1.19%

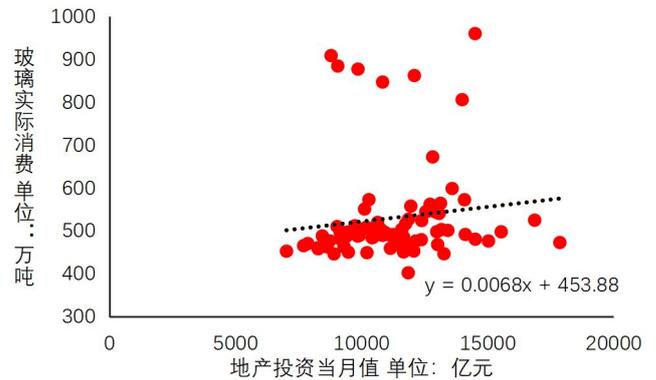
资料来源：华泰期货研究院

图 30：近五年粗钢需求对应地产投资的弹性测算



数据来源：Wind Mysteel 华泰期货研究院

图 31：近五年玻璃需求对应地产投资的弹性测算



数据来源：Wind 隆众资讯 华泰期货研究院

四季度原油供给约束尚存，关注欧佩克的挺价意愿

展望四季度原油供给约束尚存。随着欧盟对俄罗斯原油出口禁令的临近，未来欧洲原油供给仍存在缺口。根据 Kpler 数据，当前欧盟从俄罗斯的原油进口量仍旧维持在 180 万桶/日，其中约 50%为管道进口，剩余为海运进口。按照欧盟禁令要求，未来俄罗斯原油进口仍需要淘汰约 150 万桶/日，禁令豁免国保留约 30 万桶/日。在需求不变的情况下，欧盟需要考虑 150 万桶/日缺口如何补充的问题。我们认为欧盟当前主要有三种选择，其一是加大从西区的原油进口力度，从美国、西非、北海、拉美这几个主要西区出口集中地加大进口，根据 Kpler 数据，7 月份欧洲从这四大地区进口量超过 500 万桶/日，较年初增加约 100 万桶/日，大约替换掉了 80 万桶/日的俄油进口量。其二是从中东增加进口，因为俄油到印度与中国的数量增加，因此部分同品质中东原油可能被顶出如巴士拉中质原油等，因此欧洲可以增加这部分置换出的中东原油，但由于存在保险禁令的限制，所置换出的中东原油数量相对有限。其三是消耗欧洲自身原油库存，但这并非长期解决方案。就总体而言，不管全球原油贸易层面如何串换，最终俄罗斯原油总出口量的下降将会代表欧洲供需平衡的净缺口。我们预计可能在 50 至 100 万桶/日左右。

需求方面仍具有一定韧性。虽然能源危机、高油价以及经济衰退可能导致欧洲石油消费水平下降，但考虑到四季度取暖季节性消费增加以及天然气短缺带来的油气替代需求增加，我们认为寄希望于需求的大幅萎缩并不现实。**欧佩克+的挺价意愿值得关注。**8月22日，沙特能源大臣表示，“极端”波动和缺乏流动性意味着原油期货市场对基本面越来越脱节，可能会迫使 OPEC+ 采取行动。OPEC+ 有应对挑战并提供指导的承诺、灵活性和手段，包括随时以不同形式减产。8月25日，OPEC 轮值主席在接受采访时表示，沙特能源大臣考虑减少市场波动的提议“符合我们的观点和目标”。9月5日将迎来新一轮的欧佩克+会议，关注原油供给端预期的变化。

农产品减产预期继续发酵

农产品端目前长期看好的逻辑仍在，部分农业生产国禁止农产品出口政策频出；洪涝灾害和干旱气候引发部分农产区减产风险；全球远期农产品需求总量仍在持续增长；原油、电力、农药、化肥涨价也将抬升农产品种植、运输成本中枢。并且7月22日乌克兰、俄罗斯、土耳其和联合国四方签署关于乌克兰粮食出口协议，但随后敖德萨港口遭到导弹袭击，市场对乌克兰粮食出口仍存担忧。

高温和干旱天气对农产品供给端减产的影响将逐渐发酵。尽管近期全球高温和干旱天气明显消退，但不同于工业品能够迅速恢复生产，在关键生长期的农产品所遭遇的干旱和高温对于产量的影响是无法弥补。从最新的机构调研和我们的卫星数据来看，美豆、美棉、玉米产量受到天气的明显影响。

图 32： 俄乌粮食出口港口分布



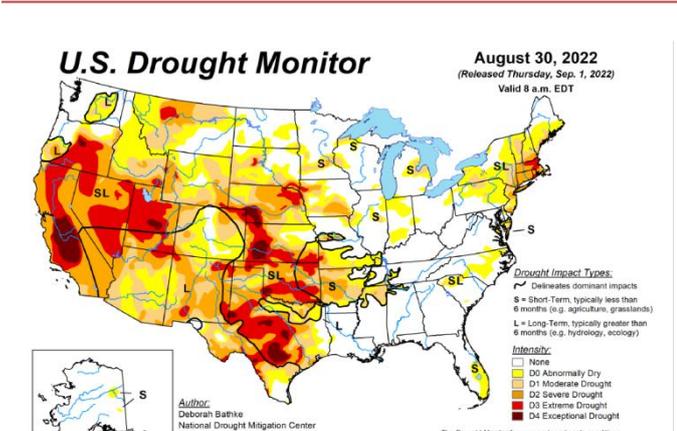
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 33： 乌克兰粮食产量 | 单位：千吨

乌克兰	2021/22	2022/23
大麦	9923	6000
玉米	42126	19500
小米	214	275
燕麦	478	400
稻米	32	15
黑麦	600	285
高粱	173	100
小麦	33007	21500
菜籽	3015	3200
大豆	3800	2300
葵籽	17500	11000

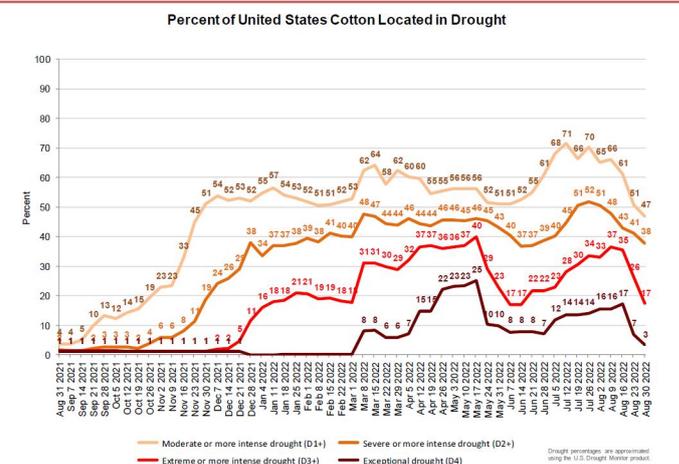
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 34： 美国产区干旱情况



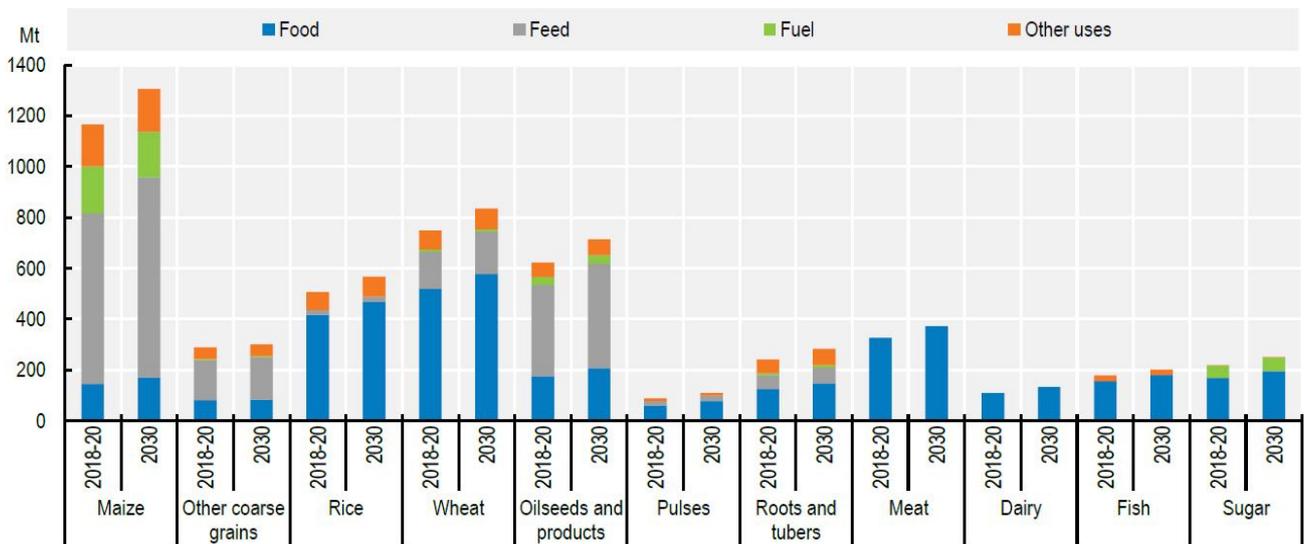
数据来源：US Drought Monitor 华泰期货研究院

图 35： 美国棉花产区的干旱程度



数据来源：US Drought Monitor 华泰期货研究院

图 36： 全球农产品需求总量及下游需求结构 2030 年展望 | 单位：MT



数据来源：Wind 华泰期货研究院

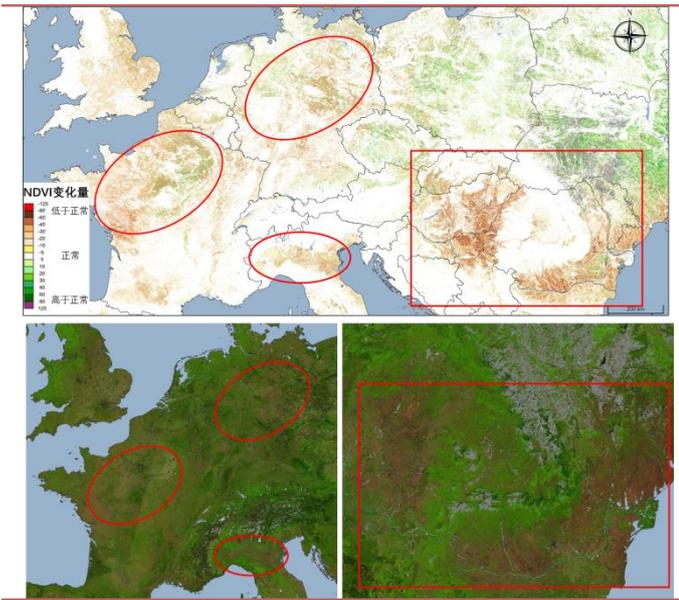
6-8 月三波高温持续袭击欧洲，我们卫星监测系统显示，对德国、法国、意大利、匈牙利、保加利亚和罗马尼亚的春播农作物产生严重影响，根据模型估算此次玉米减产幅度高达 14.05%，葵花籽减产幅度达 11.42%。

图 37： 2022 年 8 月全球大气卫星遥感监测图



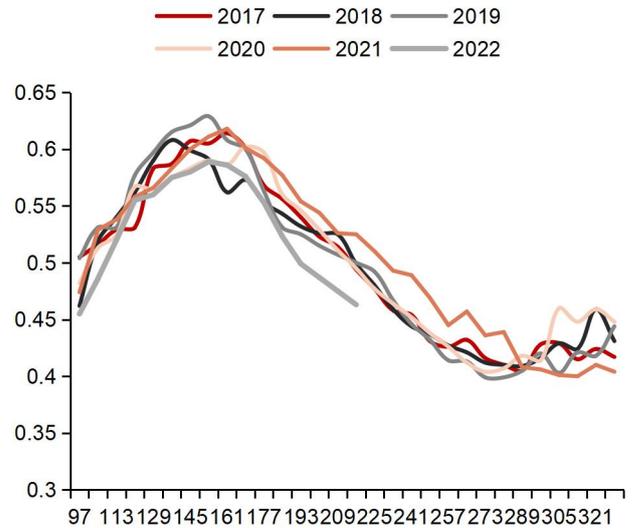
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38: 卫星遥感影像和监测模型识别的衰退区域



数据来源: Landsat 和 Sentinel 卫星 华泰期货研究院

图 39: 欧洲总体农作物长势较往年衰退情况

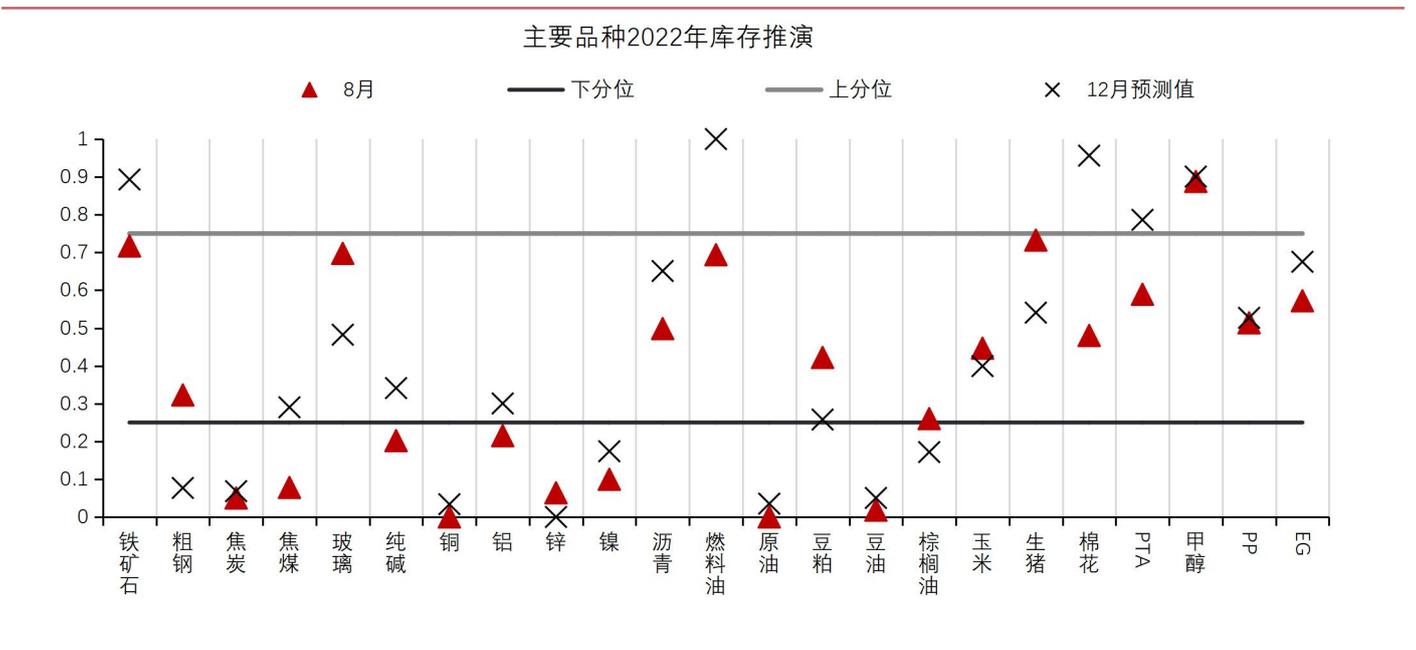


数据来源: Landsat 和 Sentinel 卫星 华泰期货研究院

主要商品品种估值分位及四季度库存趋势推演

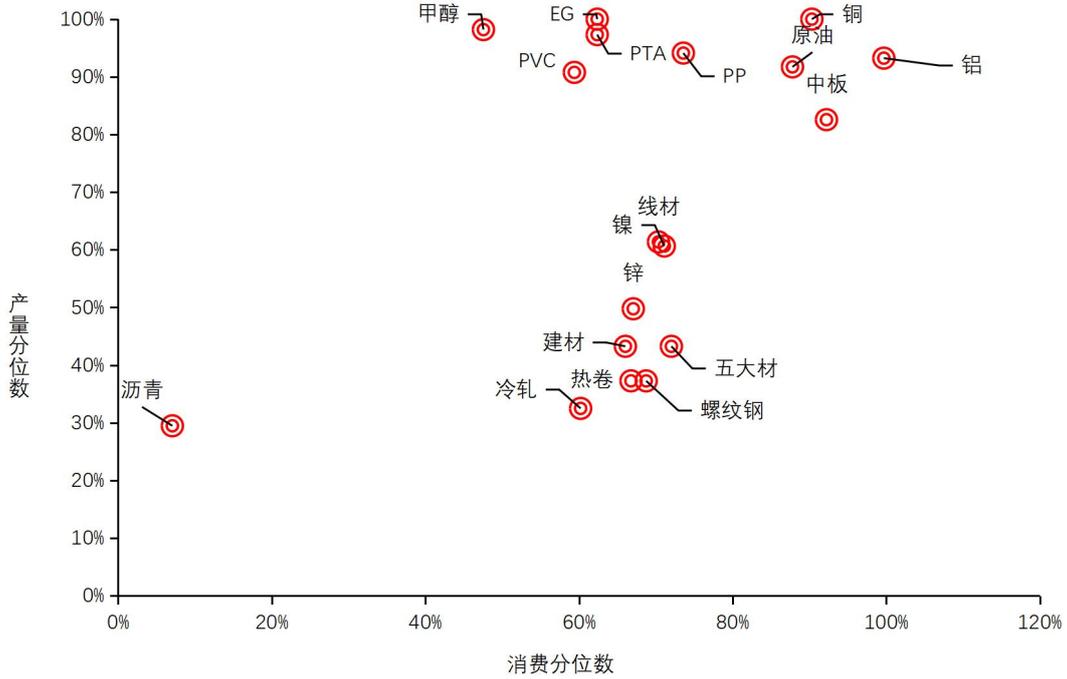
四季度持续降库预期的品种: 粗钢>豆粕>生猪>锌; 持续增库预期的品种: 燃料油>沥青>PTA/EG>纯碱。

图 40: 主要商品品种四季度库存趋势推演



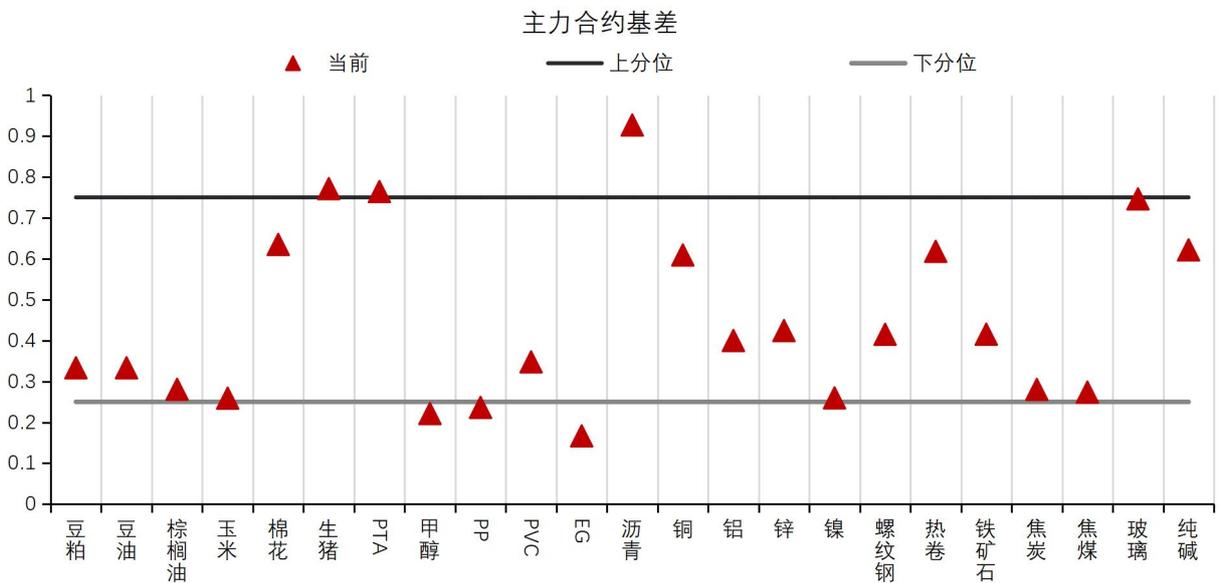
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 41： 近期主要商品品种的显性库存及利润处于近 5 年以来的分位数水平 | 单位： %



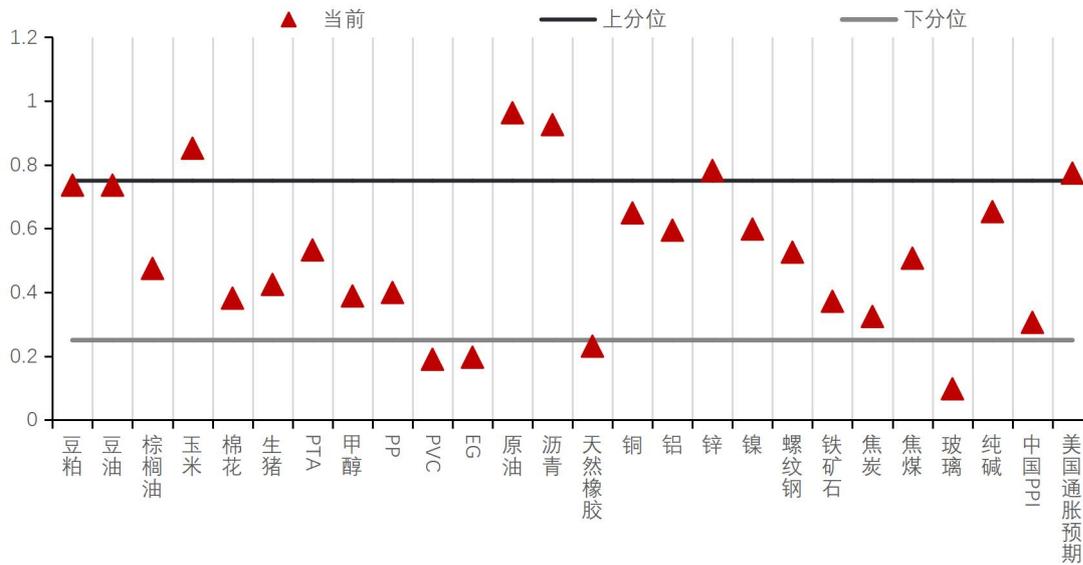
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 42： 近期主要商品品种的基差处于近 5 年以来的分位数水平 | 单位： %



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 43： 近期主要商品品种的价格和中美通胀指标处于近 7 年以来的分位数水平 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

商品期货策略：农产品谨慎偏多；内需型工业品（化工、黑色建材等）、原油及其成本相关链条、有色金属、贵金属中性。

股指、内因外因均有拖累，关注股指的结构性机会

疫情局部爆发，高温影响企业开工，地产行业仍是拖累项，国内经济复苏较缓，整体经济恢复基础仍不牢固。预计后期国内政策以稳为主，关注稳增长接续政策落地效果。行业关注能源、农林牧渔、基建、房地产军工、半导体。海外紧缩预期持续，美国加息缩表步伐加快，施压全球风险资产，中美利差加速下行，A股资金流出风险加大，预计股指中性。美债利率上行，成长股承压，国内经济以稳为主，预计价值股表现更优，IH 强于 IC。

详情请查看股指期货月报《内因外因均有拖累，关注股指的结构性机会》

9 月关注事项

一、中国经济预期。在国内疫情局部反复，经济下行压力加大的背景下，需要关注政府稳增长政策的发力情况，尤其是基建和地产的需求变化。重点关注 9 月 9 日的中国 8 月金融数据、9 月 16 日的中国 8 月经济数据。

二、美联储的政策预期。9 月 1 日开始美联储缩表力度将翻倍至 950 亿美元/月，需要关注美联储面对经济下行压力和通胀上行的抉择，目前市场计价的全年加息目标已经向

3.75%-4%逼近，其中9月13日美国8月CPI，9月22日美联储利率决议尤为值得关注。

三、原油供应预期。9月5日将迎来欧佩克+会议，此前沙特能源部长以及OPEC轮值主席均有减产挺油价的相关言论，关注未来原油产量预带来的变化。

图 44： 9月重大事件和数据日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
29	30	31	1 中国8月财新制造业PMI	2 美国8月非农就业人数 G7财长和央行行长会议	3	4
5 欧佩克+会议 英国保守党领袖选举结果公布(暂定) 中国8月财新服务业PMI	6 美国8月Markit服务业PMI终值	7 美国7月贸易帐	8 鲍威尔参加有关货币政策的会议 欧洲央行公布利率决议	9 中国8月金融数据 中国8月CPI数据	10	11
12	13 美国8月CPI数据	14	15 6000亿元MLF到期 美国8月零售销售月率	16 中国8月经济数据 美国9月密歇根大学消费者信心指数 欧元区8月CPI数据	17	18
19	20 中国9月LPR报价	21	22 美联储公布利率决议 日本央行公布利率决议 欧洲央行公布经济公报	23 欧元区9月制造业PMI初值 美国9月Markit制造业/服务业PMI初值	24	25
26	27	28	29	30 欧元区9月CPI初值 中国9月官方制造业PMI 美国8月核心PCE物价指数 欧元区8月失业率	1	2
3	4	备注	1.红色事项为重点关注事项。			

数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com