

类别  
宏观策略月报

日期  
2022年9月2日



#### 宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)  
020-38909340  
hezq@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)  
021-60635739  
huangwx@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)  
021-60635731  
dongb@ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3054198



## 中国经济弱复苏，美联储重申紧缩

## 近期研究报告

《宏观专题-民主党处境改善但难改中期选举大势》2022. 8. 24

《宏观专题-新冠疫情对全球人口的总量和结构性影响》2022. 8. 16

《贵金属专题-“纸黄金”数字货币为何全面溃败》2022. 6. 23

《宏观专题-新冠疫情和乌克兰战争加速全球政经格局重组》2022. 5. 25

《宏观专题-Omicron 新冠变种冲击下的各国防疫比较》2022. 4. 29

《宏观专题-俄乌冲突与台海局势背后的美国中期选举因素》2022. 4. 22

## 观点摘要

- 截至8月30日，2022年1-8月份中国大类资产走势为：商品(+10.7%)>债券(+3.3%)>货币(+1.95%)>股票(-13.2%)，商品中工业品和农产品分别上涨12.9%和12.4%而贵金属下跌3.9%，工业品中能源化工和有色金属分别上涨17.4%和3.3%而黑色金属持平。总体而言，商品价格先冲高后盘整，而后大幅下跌紧接小幅反弹，股市持续下跌后明显反弹而后偏弱调整，国债收益率震荡下滑但在2020年底点附近有较强阻力。8月份影响市场走势的主导因素主要有三点：1、经济通胀方面，美国通胀增速见顶回落，经济动能有所增强，欧洲滞胀格局进一步深化，中国经济受疫情扩散和异常天气影响而偏弱。2、经济政策方面，通胀增速见顶回落以及经济技术性衰退一度令到市场预期美联储将放缓紧缩步伐甚至2023年下半年开始降息，但美联储官员重申在通胀出现持续的可靠的回落之前，货币政策基调将继续是抑制性的，另外欧洲央行官员暗示将步美联储后尘大举升息，中国央行在稳增长压力下再次实施非对称式降息。3、地缘政治方面，8月初美国众议院议长佩洛西悍然窜访台湾，并引发中国大陆方面强烈回应，台海形势骤然恶化；美国联邦调查局突袭前总统特朗普的海湖庄园，美国中期选举进入白热化阶段。
- 尽管欧美央行持续紧缩引发全球经济衰退将是主导金融市场的灰犀牛事件，但短期看通胀增速开始回落后美国经济增长动能增强和美联储放缓紧缩步伐的可能性较大，中国经济承受四大利空因素影响但决策层也会尽全力避免经济失速风险，因此全球金融市场在确定性趋势中又有阶段性逆势过程。在美联储主席鲍威尔重申对抗通胀决心并引发全球金融资产大跌后，随着美国通胀放缓趋势得到确认，美联储边际宽松预期会再次影响市场；而中国决策层推出新一轮稳增长措施，以及新冠疫情、异常天气等负面因素减退之后，中国经济增长势头偏弱的状况将得到一定程度的修正。鉴于以上考虑，我们认为调整过后9月份金融资产将再次获得反弹机会，建议超配蓝筹股和原油，低配利率债和黄金。

# 目录

一、1-8月宏观市场回顾 .....	- 4 -
二、宏观环境评述 .....	- 4 -
2.1 中国抗疫形势恶化 .....	- 4 -
2.2 全球经济增长趋弱中分化 .....	- 5 -
2.3 中国央行降息欧美央行紧缩 .....	- 8 -
2.4 美国中期选举进入白热化阶段 .....	- 10 -
三、资产市场分析 .....	- 13 -
四、中期资产配置 .....	- 17 -

## 一、1-8 月宏观市场回顾

截至 8 月 30 日，2022 年 1-8 月份中国大类资产走势为：商品 (+10.7%) > 债券 (+3.3%) > 货币 (+1.95%) > 股票 (-13.2%)，商品中工业品和农产品分别上涨 12.9% 和 12.4% 而贵金属下跌 3.9%，工业品中能源化工和有色金属分别上涨 17.4% 和 3.3% 而黑色金属持平。总体而言，商品价格先冲高后盘整，而后大幅下跌紧接小幅反弹，股市持续下跌后明显反弹而后偏弱调整，国债收益率震荡下滑但在 2020 年底点附近有较强阻力。8 月份影响市场走势的主导因素主要有三点：1、经济通胀方面，美国通胀增速见顶回落，经济动能有所增强，欧洲滞胀格局进一步深化，中国经济受疫情扩散和异常天气影响而偏弱。2、经济政策方面，通胀增速见顶回落以及经济技术性衰退一度令到市场预期美联储将放缓紧缩步伐甚至 2023 年下半年开始降息，但美联储官员重申在通胀出现持续的可靠的回落之前，货币政策基调将继续是抑制性的，另外欧洲央行官员暗示将步美联储后尘大举升息，中国央行在稳增长压力下再次实施非对称式降息。3、地缘政治方面，8 月初美国众议院议长佩洛西悍然窜访台湾，并引发中国大陆方面强烈回应，台海形势骤然恶化；美国联邦调查局突袭前总统特朗普的海湖庄园，美国中期选举进入白热化阶段。

## 二、宏观环境评述

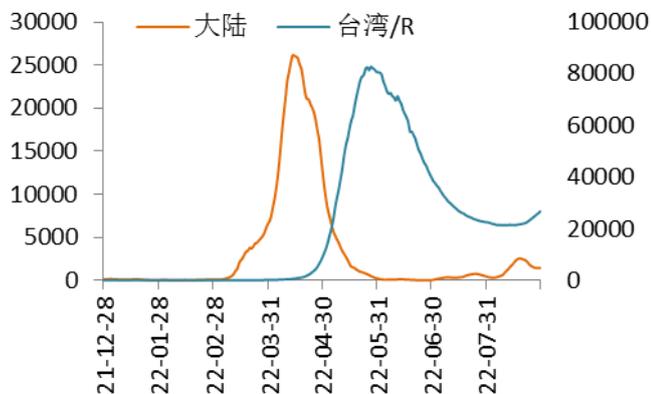
### 2.1 中国抗疫形势恶化

2019 年底以来全球经历了四轮新冠疫情，第一轮是从 2019 年 12 月至 2020 年 9 月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到 29.3 万，主要流行毒株为原始株 SARS-CoV-2；第二轮是从 2020 年 10 月至 2021 年 2 月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化，日均新增确诊病例最高去到 74.5 万，主要流行毒株为 Alpha、beta 和 Gamma；第三轮是从 2021 年 2 月下旬到 10 月上旬，主要是首发于印度的具有较强传染性的 Delta 毒株扩散到全球，日均新增确诊病例最高去到 82.7 万；第四轮是从 2021 年 10 月中旬至今，主要是首发于南非的具有更强传染性的 Omicron 毒株在欧美消极防疫影响下肆虐全球，日均新增确诊病例最高去到 343.7 万。

由于欧美在 Omicron 新冠变种的冲击下消极抗疫，意图以自然免疫弥补疫苗免疫的不足，并且在 2022 年 2 月份以来纷纷宣布疫情结束并减少甚至取消防疫措施，欧美的疫情数据已经缺乏可信度，继续分析全球疫情数据已无意义。并且欧美消极抗疫使得其他地区抗疫压力大增，中国周边国家地区如韩国、越南、中国

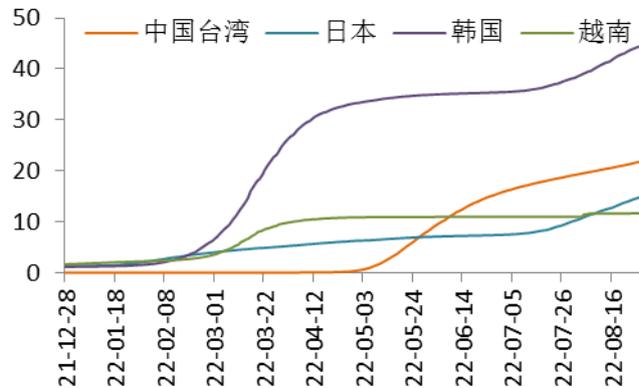
台湾、日本等先后进行躺平冲关，这使得坚持动态清零策略的中国大陆的抗疫形势更为严峻。

图1：海峡两岸疫情形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：累积感染率



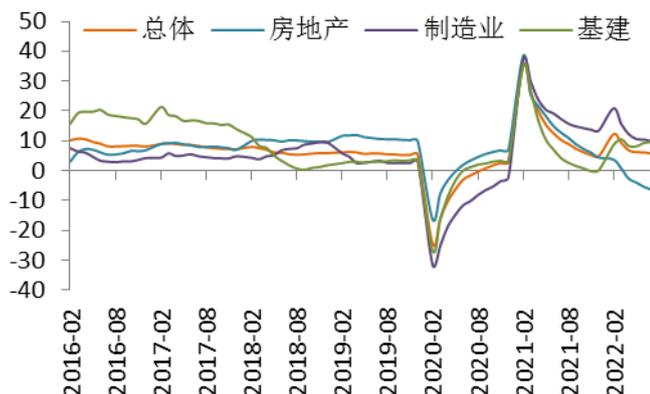
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022年3月至5月在香港疫情的冲击下，中国沿海发达地区疫情严重恶化，防范疫情所必需的社交隔离措施使得中国3月至5月份综合PMI进入萎缩区间，中国二季度实际GDP环比年率萎缩10%。是次疫情冲击过后，中国一方面加大稳增长力度，另一方面在坚持动态清零的基础上适当调整防疫严格度，6月份中国制造业重返扩张区间。但是在周边国家地区纷纷进行躺平冲关之际，动态清零与经济增长的矛盾越来越大，7月起暑假旅游旺季带来的疫情再次恶化，诸多负面因素使得7月份至8月份制造业PMI再度跌破荣枯分界线。由于本轮疫情主要集中在新疆和海南等旅游热门地，东部沿海经济发达地区受影响不大，而且随着暑假旅游旺季的结束本轮疫情已经开始缓解，因此本次疫情对经济影响相对可控，但年内防疫形势整体上比2021年更为严峻。

## 2.2 全球经济增长趋弱中分化

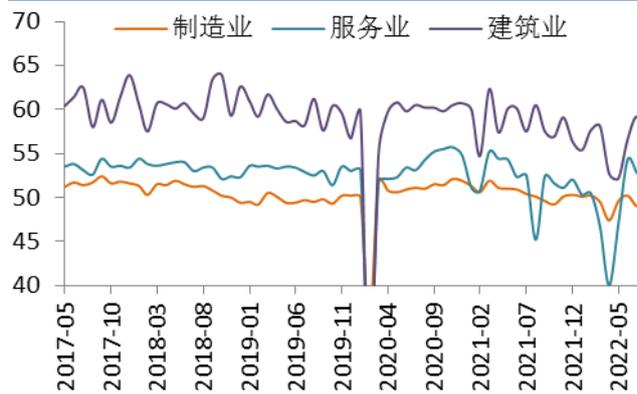
由于异常天气状况、新疆海南疫情恶化以及房地产市场沉寂等因素影响，7月份中国经济增长势头再次走弱。1-7月份固定资产投资同比增长5.7%，较1-6月份增速回落0.4个百分点；其中房地产投资萎缩6.4%，萎缩程度较1-6月份扩大1个百分点，防疫形势恶化使得居民部门收入不确定性增强，多年房地产发展使得居民部门债务杠杆率持续上升，中国房地产市场或迎来大周期转折点；1-7月份制造业投资同比增长9.9%，增速较1-6月份回落0.5个百分点，主要受经济形势和地缘政治不确定性影响；1-7月份基建投资同比增长9.6%，增速较1-6月份加快0.3个百分点，私人部门谨慎支出使得基建投资再次成为稳增长利器。总体上看，7月份外需尚可，内需偏弱，生产端强于消费端。

图3：中国投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

受稳增长政策加码、异常天气状况、新冠疫情恶化以及地缘政治风险等因素影响，中国8月制造业PMI环比回升0.4个百分点但仍处于萎缩区间，服务业PMI环比回落0.9个百分点但仍保持在扩张区间，建筑业PMI环比回落2.7个百分点至56.5%；8月份中国综合PMI产出指数为51.7%，低于上月0.8个百分点，表明中国企业生产经营活动总体继续扩张，但步伐有所放缓。从行业情况看，受中秋临近等因素带动，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业两个指数均升至55.0%以上较高景气区间，近期市场需求加快释放，企业积极备货；纺织、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业两个指数均低于45.0%，企业产需回落明显。调查结果显示，本月反映原材料成本高的企业占比为48.4%，比上月下降2.4个百分点，年内首次低于50.0%，企业成本压力有所缓解。

总体上看，受异常天气状况和防疫压力上升影响，中国短期经济增长动能偏弱；往前看，在稳增长力度加强、异常天气状况缓和和新冠疫情减退等因素的影响下，中国9月经济或有所回暖；但由于整体债务杠杆率高企、欧美央行继续紧缩以及输入性通胀压力，预计9月中国经济恢复力度不强，整体上仍处于疫后弱复苏格局当中，潜在风险为中美地缘政治和欧美央行持续紧缩带来的人民币贬值压力。

美国和欧元区8月Markit制造业和服务业PMI初值均环比回落，美国服务业PMI更是下滑至44.1%，为2020年7月份以来最低值；由于美国经济景气指数中ISM PMI更具权威性，而近期Markit与ISM服务业PMI走势差异较大，因此我们谨慎对待美国8月Markit PMI数据。在欧元区方面，8月综合PMI为49.2%，为连续第二个月低于荣枯分界线；根据历史经验，我们判断欧元区三季度GDP萎缩概率较大，主要是乌克兰战争引发的通胀压力对欧洲经济的冲击超过了欧元汇率贬值所带来的出口优势。最新数据表明，欧元区8月Markit制造业PMI为49.6%，

为连续第二个月低于荣枯分界线；美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 52.8%，其中就业分项大幅回升至 54.2%，数据表明欧洲经济前景疲软而美国经济短期回暖。

图5：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

图6：美国职位空缺数



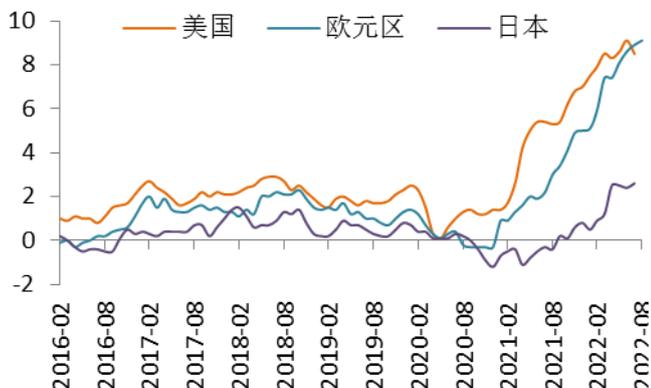
数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

在就业方面，素有小非农之称的美国 ADP 报告称美国在 7 月份和 8 月份分别增加 26.8 万和 13.2 万个就业岗位，8 月份数据低于市场主流预期的 30 万；由于 ADP 刚刚修改统计处理方法，因此市场对其的可靠性持谨慎态度，数据公布后对市场的影响并不大。根据美国劳工部报告，7 月份美国职位空缺数上升到 1123.9 万，6 月份职位空缺数由初值 1069.8 万上修为 1104 万，依然处于 2001 年有数据记录以来的高水平区间；由于新冠疫情冲击下劳动者的心态发生变化，对身体健康和休闲娱乐的评价更高，同时累积感染率的上升也使得新冠后遗症对有效劳动力的影响越来越大，美国就业形势总体上来说依然非常紧俏。从周度失业数据来看，截至 8 月 27 日当周美国初请失业金人数下降至 23.2 万，四周均值下降至 24.15 万，比 7 月底减少 1.02 万，高频数据支持美国就业市场紧俏的结论。

在通胀方面，7 月份美国整体 CPI 同比+8.5%，低于前值+9.1%；核心 CPI 同比+5.9%，持平于前值；7 月整体 CPI 环比持平而核心 CPI 环比继续上涨 0.33%，这也是年内核心 CPI 环比增速首次高于整体 CPI。从分项看能源价格以及出行费用是 7 月 CPI 增速回落的主要因素，考虑到 6/7 月份原油价格持续调整，以及夏季旅游旺季过后相关服务价格回落，我们判断能源价格和出行费用将继续对美国 8 月 CPI 施加下行压力；另一方面，住房成本、医疗保健和娱乐服务等继续对核心 CPI 施加上行压力，考虑到新冠疫情造成的就业市场结构性短缺继续推高劳动密集型服务业价格，以及美国房价在居民部门债务压力较低的情况下表现坚挺，我们认为美国内生通胀具有较强韧性。综合来看，美国通胀压力开始缓解但仍处相对高位，美联储可能放缓紧缩步伐但仍继续紧缩。8 月份欧元区整体 CPI 和核心 CPI 分别同比增长 9.1%和 4.3%，均创欧元区成立以来的新高；由于俄乌在乌克兰

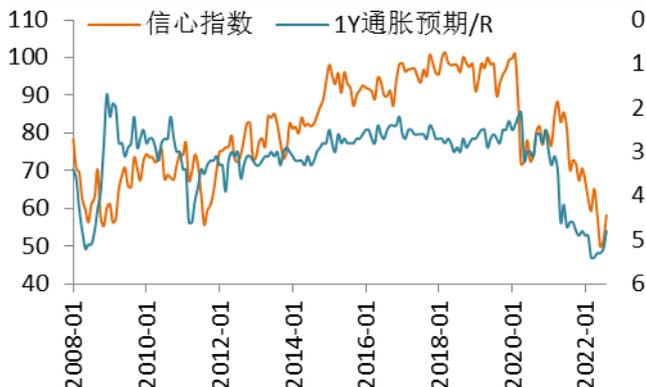
兰战争以及天然气等能源供应问题上的角力，欧洲通胀压力大于美国，预计年内欧元区 CPI 增速达到两位数；即使欧洲经济韧性不如美国，欧洲央行仍承受大幅紧缩的压力。

图7：欧美日通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：密歇根大学消费者信心



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在消费方面，由于美联储持续加快紧缩引发的衰退预期，6月中旬以来包括汽油在内的大宗商品价格大幅调整，汽油价格回落以及薪资增速坚挺增强了劳动者的购买力，8月份密歇根大学消费者信心指数连续两个月回升。由于居民消费占到美国 GDP 总量的7成左右，因此消费者信心指数的回升，很可能推动美国三季度 GDP 暂时摆脱技术性衰退。当然，由于美联储决意压低终端需求以抑制通胀，我们认为2023年美国出现实质性衰退的可能性仍然非常大。

### 2.3 中国央行降息欧美央行紧缩

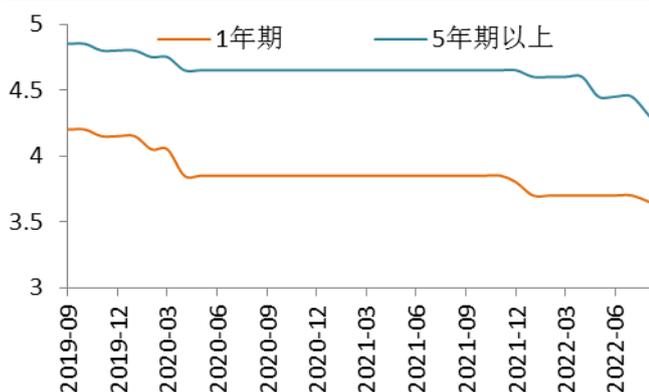
由于7月份以来中国经济增长势头在新冠疫情和异常天气等因素的影响下再次走弱，制造业 PMI 连续两个月低于荣枯分界线，因此8月份以来中国进一步加强稳增长政策力度。在8月15日中国央行下调1年期MLF利率10BP至2.75%之后，8月22日贷款市场报价利率LPR再次非对称降息，1年期LPR下调5BP至3.65%，5年期以上LPR下调15BP至4.3%，年初至今1年期和5年期以上LPR分别下调15BP和65BP，央行意图在支持房地产市场和企业中长期贷款的同时避免大水漫漫给人民币汇率带来的贬值压力。但毫无疑问，央行行为本身证实了中国经济面临的放缓压力，而人民币兑美元汇率也是在4月份大幅贬值之后，从8月15日以来开始新一轮贬值。

5月23日中国国常会部署了6个方面33项稳增长一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间。此后国务院多次开会，推动各项政策落地见效。由于7月份以来中国经济增长势头再次走弱，8月24日国常会部署19

项稳增长一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础；决定增加政策性开发性金融工具额度和依法用好专项债结存限额，再次增发农资补贴和支持发电企业发债融资；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。

中国两次推出稳增长一揽子措施，均是在新冠疫情恶化导致经济增长势头转弱之后，稳增长力度虽然不断加强，相对于经济增长疲软程度来说仍然是偏保守的，稳增长措施意在逆转市场悲观预期，防止造成预期与现实螺旋式恶化的结果，而不是努力推动经济强劲复苏，制约因素包括推动中国经济结构转型升级、债务杠杆压力以及地缘政治风险等。在再次推出稳增长一揽子措施之后，9月份至10月份可能再次进入政策效果观察期，根本性的政策变动应该要等待大会结束才可能出来。

图9：贷款市场报价利率LPR



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美联储政策利率预期

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2022/9/21	28.0%	72.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	1.1%	29.7%	69.3%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	1.7%	30.5%	67.7%
2023/2/1	0.0%	0.0%	1.1%	19.5%	53.5%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.7%	12.5%	40.7%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.7%	12.5%	40.5%
2023/6/14	0.0%	0.1%	2.3%	16.3%	39.9%
2023/7/26	0.0%	0.4%	4.5%	20.1%	38.8%

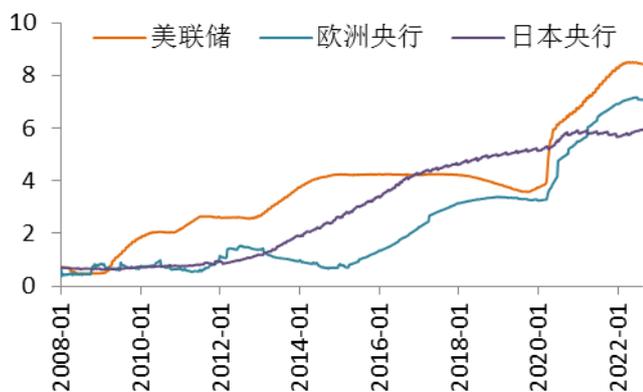
数据来源：FedWatch，建信期货研究发展部

7月份欧洲央行加息50BP和美联储加息75BP之后，8月份进入欧美央行会议空窗期，9月8日和9月21日分别是欧洲央行和美联储下一次议息会议日期。由于美国上半年经济出现技术性衰退，而且6月中旬以来大宗商品价格调整也使得美国7月份通胀增速开始回落，市场一度乐观认为美联储将放缓紧缩步伐并将于2023年下半年开始降息，市场交易主题也从衰退交易转向边际宽松交易，大宗商品和美国股市走出一波反弹行情。但由于欧洲通胀压力持续上升，美国就业市场依然紧俏，以及美国短期经济出现回暖迹象，欧洲央行和美联储官员不断强调要尽快将政策利率推高至中性利率至上，并保持抑制性货币政策直至通胀出现持续的、可信的回落。

最终美联储主席鲍威尔和欧洲央行官员在8月26日 Jackson Hole 全球央行

年会上对此作出清晰表述，而持续一个半月的边际宽松交易终于结束，大宗商品和美国股市出现激烈调整。我们认为，美联储9月会议放缓紧缩步伐的可能性依然存在，但每次通胀和就业数据都值得关注。而且鲍威尔讲话的最大意义是表明了，除非通胀出现持续的明显的回落，以至于美联储可以确信通胀会回落到2%目标，否则美联储货币政策立场将持续是抑制性的，不会因为经济衰退和就业的短期疲软就降息。8月底市场预期美联储将于9月、11月和12月会议分别加息75BP、50BP和25BP，然后直到2023年7月会议之前均保持在[3.75%, 4%]，这个预期与美联储6月会议给出的利率点阵图已经非常接近，我们认为美联储将在9月会议上适当调整利率点阵图以向市场预期靠拢。

图11：美欧日央行QE账户规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美欧日央行资产与M2



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

根据美联储5月会议声明，美联储将从6月份开始以475亿美元/月的速度缩表，而缩表速度将从9月份开始加速至950亿美元/月。实际上，美联储总资产从6月1日的89646亿美元减少至8月24日的89012亿美元，差不多3个月时间内仅缩表634亿美元，不到预设水平的一半，这也是市场转向边际宽松交易后美股和商品强劲反弹的原因之一。另一方面，随着美联储开始缩表，欧洲央行持稳，日本央行小幅扩张，2022年7月份美欧日三大央行总资产同比萎缩4.1%，美欧日三大经济体广义货币供应同比萎缩3.89%，我们预计随着美联储缩表的加速，美元流动性萎缩将对全球金融资产施加更大的调整压力。

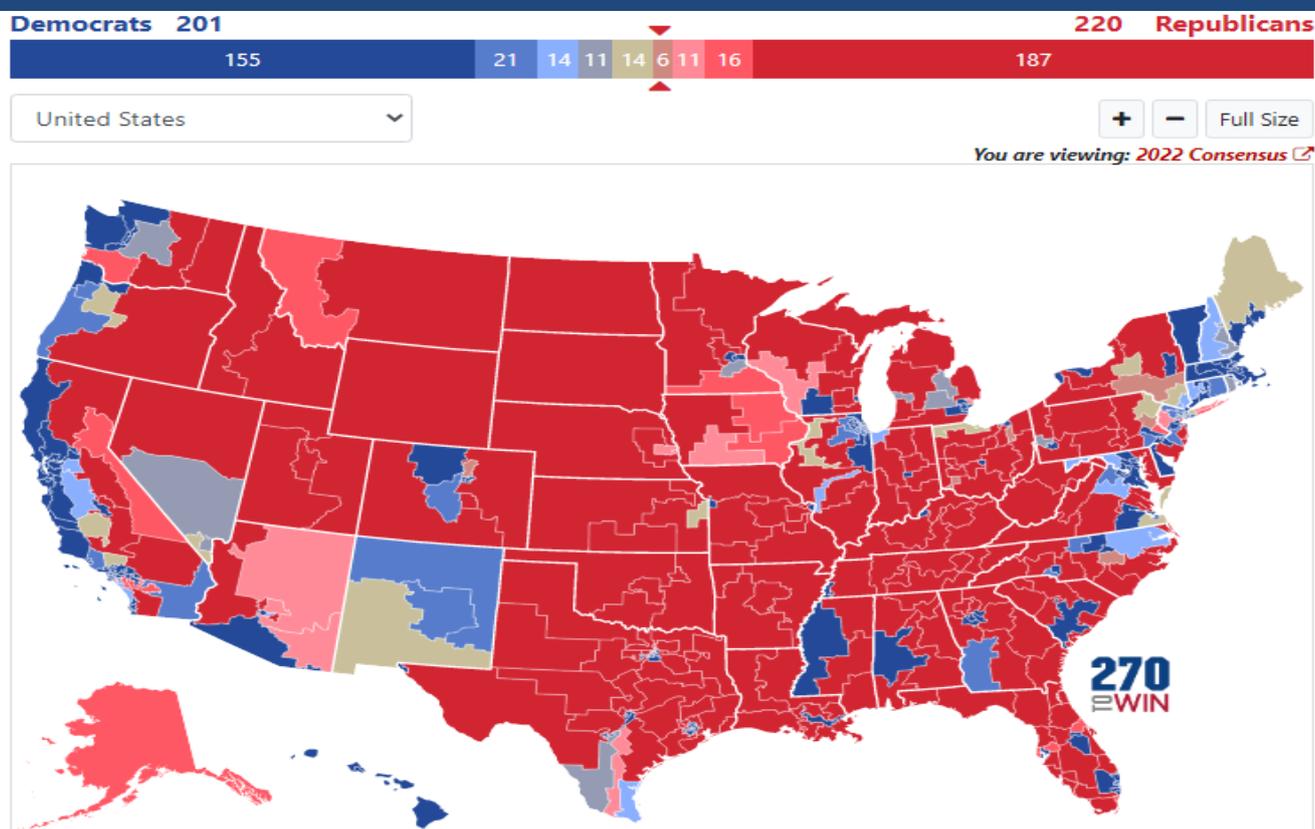
## 2.4 美国中期选举进入白热化阶段

由于美国政府为了缓和新冠疫情对社会经济正常秩序的冲击而实施了规模庞大的多轮财政刺激计划，叠加新冠疫情扩散以及防控疫情所必需的社交隔离措施，以及乌克兰战争对重要经济资源生产贸易的阻碍，2021年4月份至2022年6月份美国通胀增速持续上升到9.1%。另一方面由于美国自由至上、人权第一的社会风俗，美国政府防疫措施无力阻止新冠疫情扩散；截至2022年8月18日美国累

积确诊病例 9200 万，占到全球确诊病例的 15.5%；累积死亡病例 102.8 万，占到全球死亡病例的 16%，两个占比均远高于美国人口占全球人口比重（4.24%）。防疫不力以及通胀高企，使得民主党在 2022 年中期选举中的形势一度非常被动；美国国会共和党支持率最高比民主党支持率高 4.7 个百分点，拜登政府支持率最低下降至 36.8%；再加上历史经验的魔咒，共和党在 2022 年中期选举中大获全胜被视为大概率事件。

但在美国不断拱火下终于爆发的乌克兰战争，成为民主党逆转不利形势的重要抓手。我们在 4 月份专题报告《俄乌冲突与台海局势背后的美国中期选举因素》中指出，美国拜登政府以及民主党为了 2022 年中期选举，一定会继续加大制裁俄罗斯并军事援助乌克兰的力度，至少不能让俄罗斯在中期选举结束前取得明显的进展，并且不能排除美国加大拱火台海局势的可能性。事实证明上述判断完全正确，在美国政府不断加大力度的军事援助下，目前俄乌双方处于胶着状态，虽然表面上看俄罗斯阵地依然巩固，但乌克兰的反击力度越来越大，甚至俄罗斯后方也处于风险之中；台海方面，8 月初美国众议院议长佩洛西不顾中国强烈反对悍然窜访台湾地区，引发中国大规模高强度军事演习行动和对美制裁措施，8 月 17 日美国又宣布正式启动与台湾地区的 21 世纪贸易倡议谈判。

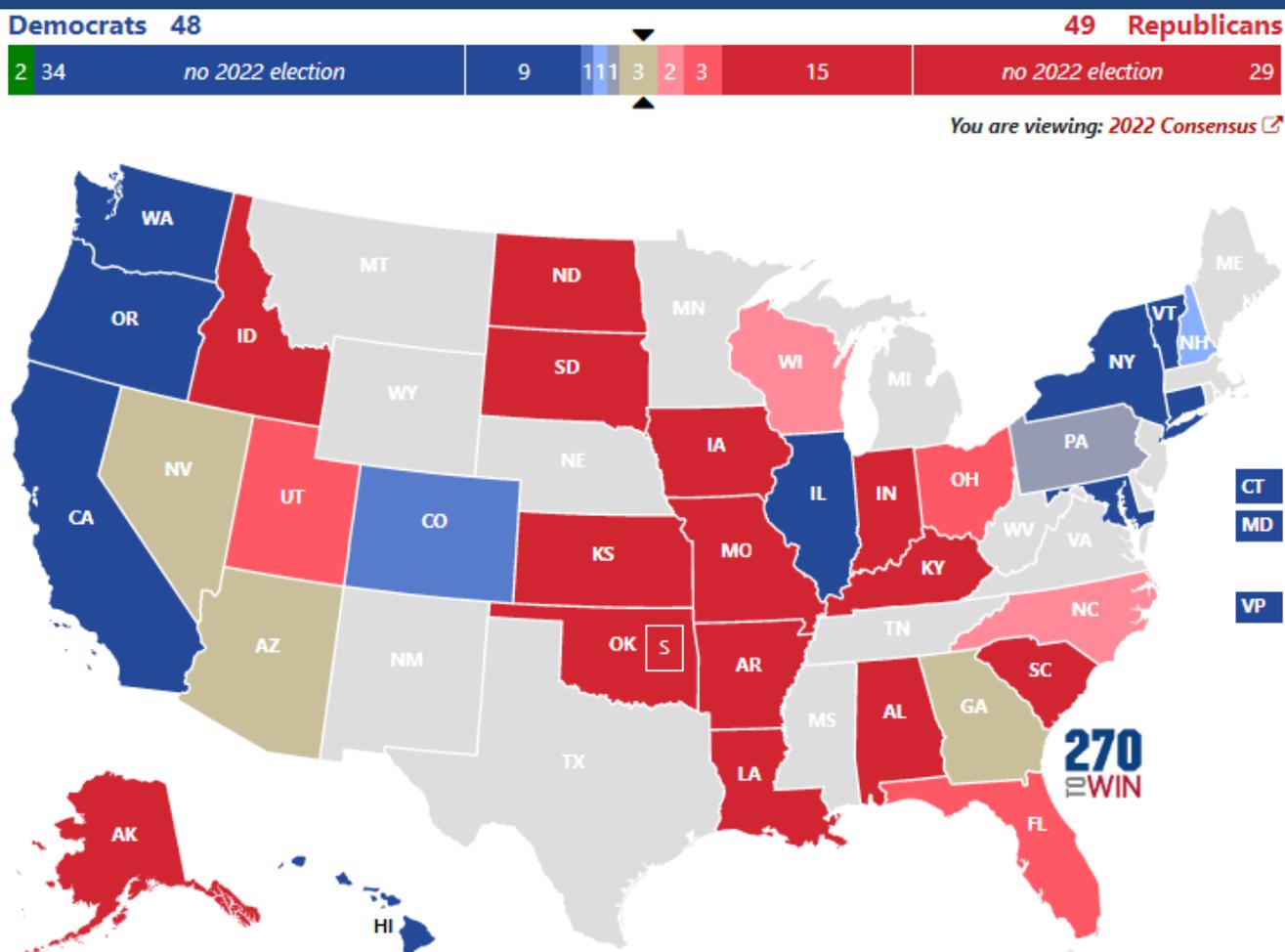
图13：众议院选举形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国民主党政府是乌克兰战争的最大赢家。外部威胁增强了欧美内部的凝聚力，美国的全球领导地位得到加强；欧洲制裁俄罗斯以及乌克兰战争为美国能源和军火开辟广阔市场，美国民主党政府因此得到能源行业和军工复合体的支持；乌克兰战争推高全球通胀，美国政府因此得以将通胀责任都推到俄罗斯头上，拜登还发明了一个新词“Putin's price hike”；欧美内在凝聚力和领导地位加强增添佩洛西窜访台湾地区的胆量，而佩洛西窜访台湾地区反过来又为民主党赢得声誉，最新调查显示美国国会两党支持率已经平分秋色，拜登政府支持率也有所回升，但具体席位评估显示共和党仍然占优。目前距离 2022 年美国中期选举还有不到 3 个月的时间，拜登政府和民主党肯定会使出全身招数争取保住两院多数党席位，但共和党也会全力争取维持既有优势。8 月 8 日美国联邦调查局 FBI 突袭共和党前总统特朗普的佛罗里达海湖庄园，标志着民主党和共和党围绕 2022 年中期选举的竞争进入到白热化阶段，后期两党互撕热度以及国际地缘政治风险都可能上升。

图14：参议院选举形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

具体来说民主党会在四条战线发力：1、内政方面加大财政刺激力度，8月9日拜登签署总价值约2520亿美元的《2022年芯片与科技法案》，其中包含若干针对中国产业升级的限制条款；民主党主导的总价值7500亿美元的《2022年通胀削减法案》，先后在众参两院获得通过并于8月16日经拜登总统签署生效。2、外交方面巩固鹰派立场，8月初佩洛西窜访台湾后一个月之内又有5批美国党政代表团窜访台湾，8月12日美国商务部工业和安全局正式宣布将4项技术加入出口管制清单，8月19日美国白宫发表声明称将向乌克兰提供价值7.75亿美元的军事援助，8月23日美国官员表示美国将继续向乌克兰追加30亿美元的新军事援助，东欧和东亚地缘政治风险可能继续上升。3、经济通胀方面全力抑制通胀，截至8月22日当周2022年美国共释放原油储备132,526千桶，相当于美国原油储备的28.7%或美国12天的原油消费量，同时大力推动伊朗重返伊核协议。4、攻击对手方面，8月8日美国联邦调查局以调查违反《间谍法》、妨碍司法公正和对政府记录进行非法处理等三项罪名为由，趁特朗普人在纽约的时机突袭特朗普在佛罗里达的海湖庄园，并带走大量文件资料，前总统被搜家在美国历史上是非常罕见的事件。共和党方面也不甘示弱，根据8月19日英国《每日邮报》报道，一部聚焦拜登总统儿子亨特系列丑闻的电影《我的儿子亨特》即将上演，其预告片已经发布。

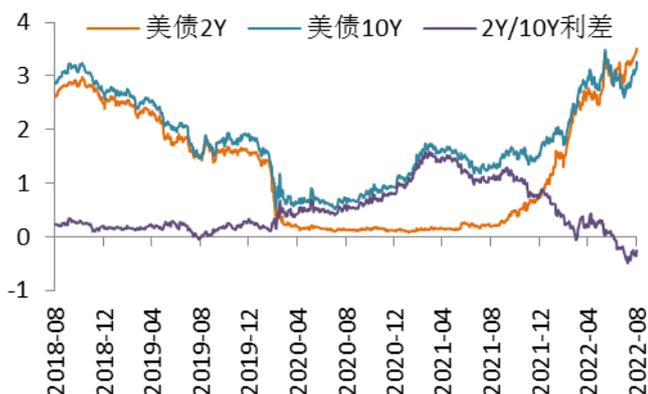
假如中期选举过后共和党拿下众议院而民主党继续掌控参议院，预计共和党会全力干涉拜登政府财政相关法案，财政刺激的减少以及美国经济状况可能对美联储紧缩步伐产生影响；在内部改革受阻的情况下，拜登政府可能进一步在外交上发力，东欧和东亚地缘政治风险趋于上升；同时拜登政府也会利用参议院的人事任命权，尽量为2024年总统大选铺路甚至着眼于更长期的政党竞争格局。如果共和党同时拿下两院，预计共和党将在各项内政事务上阻挠拜登政府；而如果民主党成功守住两院，预计拜登政府将大力推进各项财政刺激计划，包括之前搁浅的“重建美好未来法案”。

### 三、资产市场分析

2022年上半年美债利率震荡上行，主要驱动力在于美国通胀增速在供应链扰动、乌克兰战争和地缘政治等因素影响下持续走高，美联储在通胀压力下不断加快Taper、升息和缩表步伐，6月14日十债利率最高到达3.49%；6月中旬至8月初，由于大宗商品价格因全球经济衰退担忧而普遍大跌，而GDP数据显示美国上半年经济出现技术性衰退，市场预期美联储将放缓紧缩步伐甚至将于2023年下半年开始降息，因此美债收益率持续回落，8月1日十债利率最低达到2.6%；8月份以来，由于通胀压力开始缓解之后美国经济内生动力有所增强，而美联储官

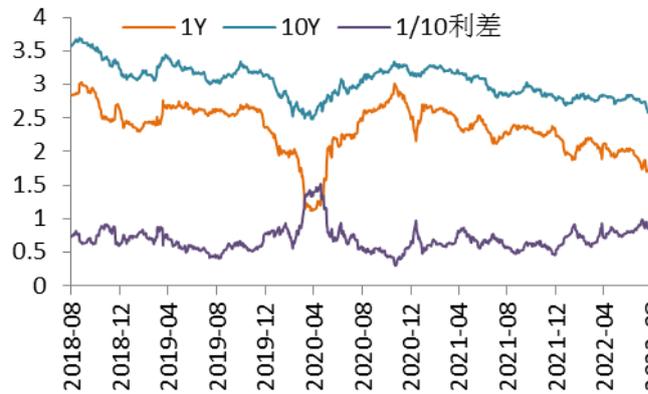
员持续发表鹰派言论，最后美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上上一锤定音，于是美联储边际宽松预期减退，十债收益率重新回升至 3.26%，而 2Y/10Y 利差也从最大的 -48BP 收窄到 -25BP，倒挂程度有所缓解。综合来说，大宗商品价格在经济衰退担忧下，已经进入需求主导的调整趋势，虽然在调整过程中有反弹，但整体商品价格重心震荡走低是大概率事件，这个因素再加上基数效应，我们预计美国通胀增速见顶回落；但鉴于美国居民部门债务杠杆率偏低，以及结构性变化使得就业市场异常紧俏，美国内生通胀韧性非常强，因此美国通胀增速回落速度会是比较缓慢的。美联储持续收紧货币政策肯定会使得美国经济增长势头走弱最终出现实质性衰退，但通胀压力缓和在短期内也可能增强美国经济动能，因此美国经济衰退路径是曲折复杂的并非一蹴而就的。再上述的经济和通胀预期下，在美联储继续紧缩但逐步放缓紧缩步伐、停止加息后还会将政策利率在高位维持一段时间的基准判断下，我们认为美国短端利率趋于上升，长端利率上升空间相对有限，十债大概率进入高位盘整阶段，特别地 3.5% 将构成十债的有效压力位，而美债收益率长短倒挂程度可能控制在 60BP 之内。

图15：美债2/10利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：中债1/10利差



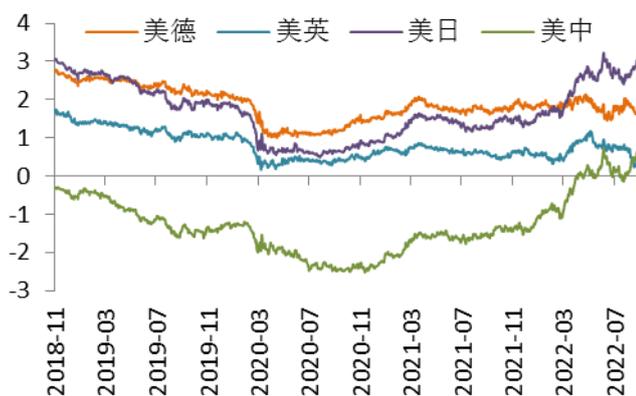
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022年1-7月份中国10年期国债收益率在2.69%至2.86%的窄幅区间内波动，短端利率在年初有一定程度的下行但1月中旬之后也进入窄幅波动区间。在经济增长势头偏弱和新冠疫情影响下，中国央行货币政策偏宽松，经济基本面偏弱给予国债坚定的支持；但美联储快速紧缩使得中国债券对外资的吸引力下降，内外抗疫压力逆转人民币汇率贬值影响下输入性通胀压力上升，这使得央行在宽松稳增长的同时注意把控货币总闸门，因此债券利率的下行空间也非常有限。8月份由于中国经济增长势头在新冠疫情扩散、异常天气状况和地缘政治风险等因素影响下再次走弱，中国央行实施年内第三次非对称降息，十债利率终于突破2.69%关口而最低下行至2.58%，距离2020年疫情最严重时期的2.48%仅一步之遥。我们认为疫情防控压力、宏观债务压力、房地产市场风险和地缘政治风险构成中国

经济四大中期利空因素，由于国内需求偏弱以及大宗商品开始走软的情况下输入性通胀不会全面推升通胀压力，因此央行货币流动性将保持在中性偏宽松水平，在经济增长势头和央行货币政策基调彻底逆转之前国债收益率维持震荡下行态势；但短期来说，由于夏季旅游旺季过后疫情有望逐步得到控制，而决策层也新推了19项稳增长一揽子措施的接续政策措施，中国经济增长势头有望短期回暖，因此国债收益率有小幅回升压力。

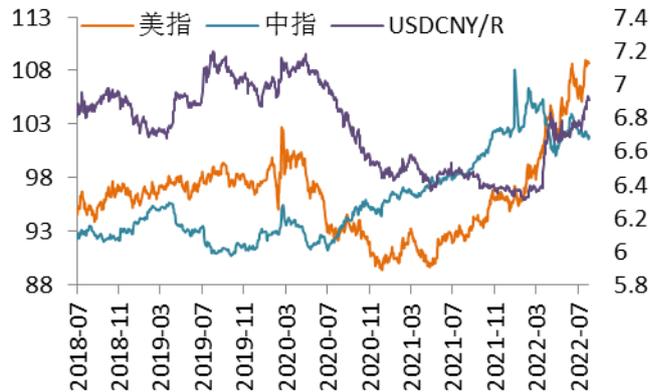
2020年初至8月份美元指数延续了2021年6月份以来的偏强运行态势，9月1日美元指数最高上探110，为2002年下半年以来的记录高点，主要驱动力有两个：1、美联储在通胀压力下持续加快紧缩步伐，而欧日央行在自身经济恢复程度上较为落后的情况下不若美联储激进，欧洲央行7月份才第一次加息，日本央行则还在购买国债以压低利率，利差因素推高美元汇率；2、多轮财政刺激、先进的研发水平和灵活的就业市场等因素使得美国经济恢复势头好于欧日，乌克兰战争利多美国而利空欧洲，经济比较优势以及海外避险需求推高美元汇率。往前看由于美国通胀增速开始回落而欧洲通胀压力巨大，我们预计欧洲央行在紧缩步伐上将加快赶上美联储，近期美国国债相对于德国和英国的利差已经有所回落，利差因素对美元指数的支撑作用开始减弱，但经济比较优势和避险需求继续支撑美元汇率。总体上看美元指数维持偏强运行态势，但运行节奏受到欧美相对紧缩步伐的影响，上升动能可能逐步减弱；另外要注意非欧美国家经济状况给美元汇率带来的间歇性避险需求，中国央行4月份和8月份在疫情冲击下两次降息均对美元指数有推升作用。

图17：美债与其他国债利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2020年初至2月份人民币汇率延续自2020年6月份以来的偏强运行态势，主要原因在于2020年上半年中国通过高强度的社交隔离措施率先控制新冠疫情，而此后新冠疫情在全球持续扩散，防疫形势差异使得中国得以充分发挥世界工厂

作用；另一方面，中国加大结构调整力度试图推动经济高质量发展，国内需求受到一定程度的抑制，因此经常项目余额回升到 2008 年水平。3 月份至 8 月份人民币汇率出现较大幅度贬值，因为欧美消极抗疫使得内外抗疫压力逆转，3 月份以来中国大陆先后爆发两轮较大规模的疫情，决策层加大稳增长力度和中国央行宽松货币政策，经济增长前景转弱和利差因素使得人民币资产吸引力下降。总体上看中国稳定的政经体系和庞大市场潜力对外资有中长期的吸引力，但动态清零防疫措施、经济结构调整和地缘政治风险对中国经济有中短期利空影响，在美元汇率强势运行背景下人民币兑美元指数中短期或延续贬值趋势，但从中长期角度看人民币汇率贬值空间相对有限，观察 7.2 和 7.5 附近的支撑力度。

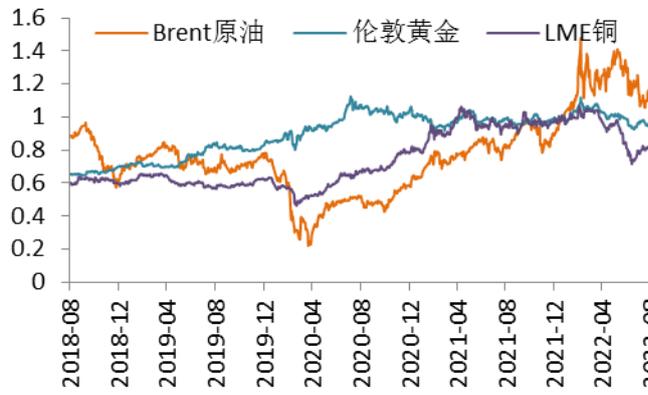
2022 年初至 4 月份全球股市在美联储超预期紧缩和乌克兰战争的双重影响下偏弱调整，由于 3 月份至 5 月份中国内地沿海经济发达地区爆发较大规模疫情，因此中国股市调整幅度更大。4 月底至 6 月份，由于中国内地疫情逐步得到控制，同时决策层推出一系列稳增长措施，货币政策得到一定程度的放松，流动性溢价和政策预期推动中国股市持续反弹，与此同时美联储持续紧缩和美国经济衰退预期影响下海外股市继续调整。7 月份由于国内新增政策力度有限，同时房地产市场风险浮现，地缘政治风险增强，因此中国股市偏弱震荡；与此同时美联储在经济技术性衰退和通胀增速开始放缓的影响下可能放缓紧缩步伐预期，边际宽松预期推动海外股市反弹。8 月份中外股市先反弹后调整，主要是美联储边际宽松预期先增强后减弱，美联储等欧美央行决意加大货币政策紧缩力度以控制通胀。总体上看疫情防控压力、宏观债务压力、房地产市场风险和地缘政治风险构成中国经济四大中期利空因素，决策层有稳增长必要性但在欧美经济衰退之前无大幅推高经济的动力；虽然货币政策维持中性偏宽松基调对股市风险偏好有提振作用，但基本面偏弱以及海外经济风险使得中国股市中期调整风险继续存在。

图19：中外股票指数比较



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：主要商品走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2020年4月份至2022年6月上旬大宗商品持续上涨，根本原因在于全球新冠疫情扩散以及社交隔离措施阻碍全球供应链（物品与劳动力）正常运行，而全球政府实施的宽松货币政策和积极财政政策使得总需求维持在较高水平并向经济体注入大量货币流动性，供不应求的大宗商品在流动性溢价作用下大幅上涨，而乌克兰战争则通过供应链扰动和地缘政治风险两个途径为大宗商品火上加油。6月中旬至7月上半月，美联储持续紧缩以及不惜一切代价控制通货膨胀的表态引发市场关于美国经济衰退的担忧，大宗商品市场出现普遍调整；而中国稳增长政策预期以及美联储可能放缓紧缩步伐预期等因素，则使得大宗商品在7月下半月至8月持续反弹；由于美联储主席鲍威尔等欧美央行官员在8月26日 Jackson Hole 全球央行年会上表达坚决控制通胀的决心，8月底大宗商品价格再次出现明显调整。我们认为欧美央行持续紧缩终将导致全球经济衰退以及商品市场结构性熊市，但经济衰退和通胀放缓之下央行紧缩步伐的调整又可能在供应受限的情况下使得商品市场出现阶段性反弹，整体上来说在全球经济衰退和欧美央行再次开启宽松周期之前，应该持续看空商品市场，交易思路以寻找机会做空为主。

#### 四、中期资产配置

尽管欧美央行持续紧缩引发全球经济衰退将是主导金融市场的灰犀牛事件，但短期看通胀增速开始回落后美国经济增长动能增强和美联储放缓紧缩步伐的可能性较大，中国经济承受四大利空因素影响但决策层也会尽全力避免经济失速风险，因此全球金融市场在确定性趋势中又有阶段性逆势过程。在美联储主席鲍威尔重申对抗通胀决心并引发全球金融资产大跌后，随着美国通胀放缓趋势得到确认，美联储边际宽松预期会再次影响市场；而中国决策层推出新一轮稳增长措施，以及新冠疫情、异常天气等负面因素减退之后，中国经济增长势头偏弱的状况将得到一定程度的修正。鉴于以上考虑，我们认为调整过后9月份金融资产将再次获得反弹机会，建议超配蓝筹股和原油，低配利率债和黄金。

表1：9月份大类资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币稳增长，货币存款收益偏低；
债券	利率债	低配	国债利率回落到2020年低点附近，短期内性价比不高；
	信用债	标配	中国经济疫后复苏，信用债基本面小幅改善；
股票	蓝筹股	超配	新一轮稳增长措施出台，蓝筹股性价比突出；
	成长股	标配	宽松货币政策环境稍微有利于成长股，但市盈率偏高性价比偏低；
商品	原油	超配	大暑过后有大寒，原油价格调整过后有反弹需要；
	黄金	标配	美国经济衰退担忧利多贵金属，但美联储继续紧缩不利于黄金；
主要风险因素			中国稳增长力度，欧美央行紧缩，美国经济表现；

数据来源：Wind，建信期货研究发展部

## 【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739      有色金属研究团队 021-60635734      黑色金属研究团队 021-60635736  
 石油化工研究团队 021-60635738      农业产品研究团队 021-60635732      量化策略研究团队 021-60635726

**免责声明：**本报告仅提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对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，需在允许范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

### 总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼  
 电话：021-60635548 邮编：200120

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211  
 电话：0755-83382269 邮编：518038

### 山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室  
 电话：0531-81752761 邮编：250014

### 上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）  
 电话：021-62528592 邮编：200122

### 北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室  
 电话：010-83120360 邮编：100031

### 福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室  
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

### 郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A  
 电话：0371-65613455 邮编：450008

### 宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室  
 电话：0574-83062932 邮编：315000

### 总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼  
 电话：021-60636327 邮编：200120

### 西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室  
 电话：029-88455275 邮编：710075

### 浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室  
 电话：0571-87777081 邮编：310003

### 上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室  
 电话：021-63097527 邮编：200082

### 广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室  
 电话：020-38909805 邮编：510620

### 泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座  
 电话：0595-24669988 邮编：362000

### 厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908  
 电话：0592-3248888 邮编：361000

### 成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号  
 电话：028-86199726 邮编：610020

## 【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼  
 邮编：200120      全国客服电话：400-90-95533  
 邮箱：service@ccbfutures.com      网址：http://www.ccbfutures.com