



宏观及国债四季报



浙商期货研究中心宏观小组



0571-87215357



浙商期货研究中心



2022年9月30日

目录

CONTENTS

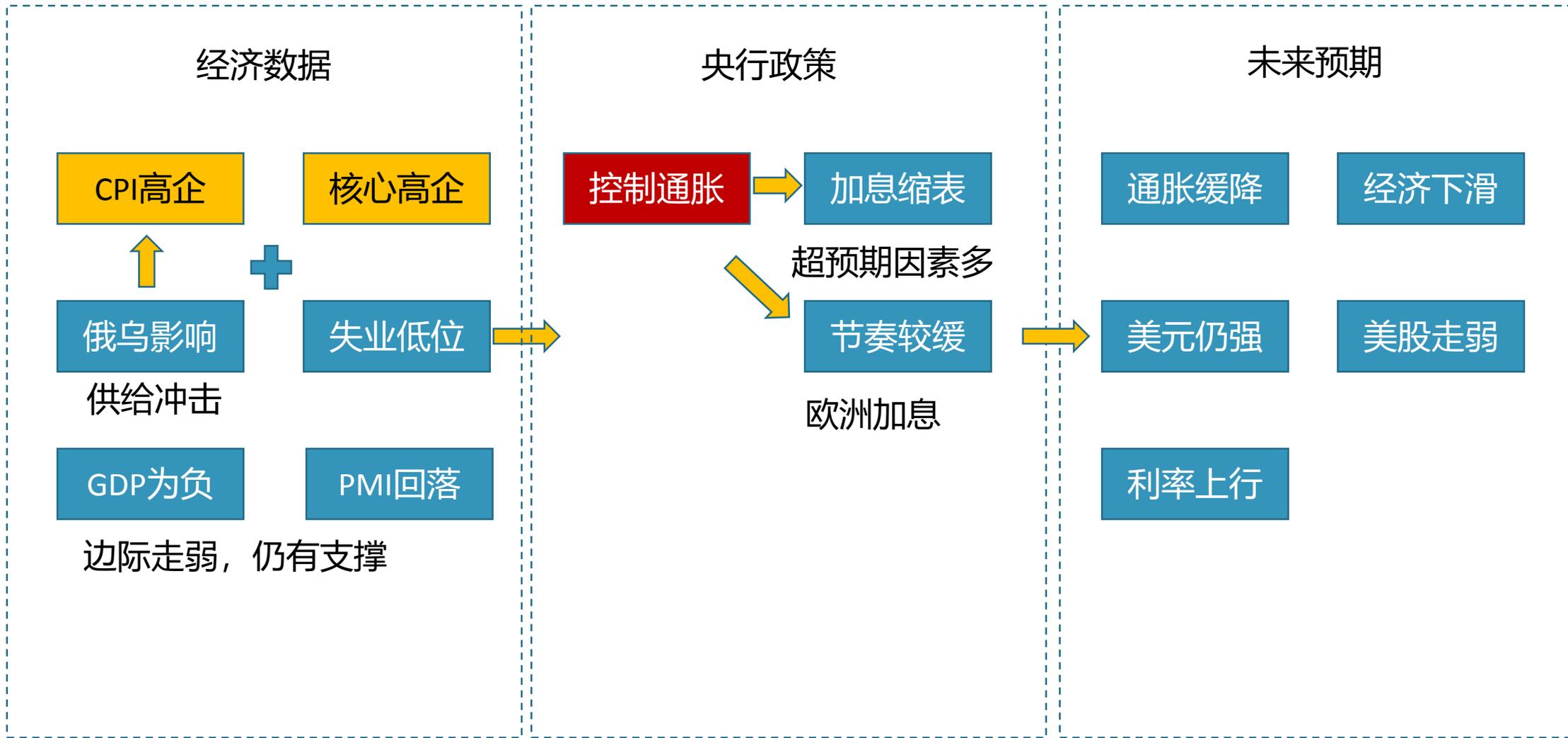
1 海外经济

2 国内宏观

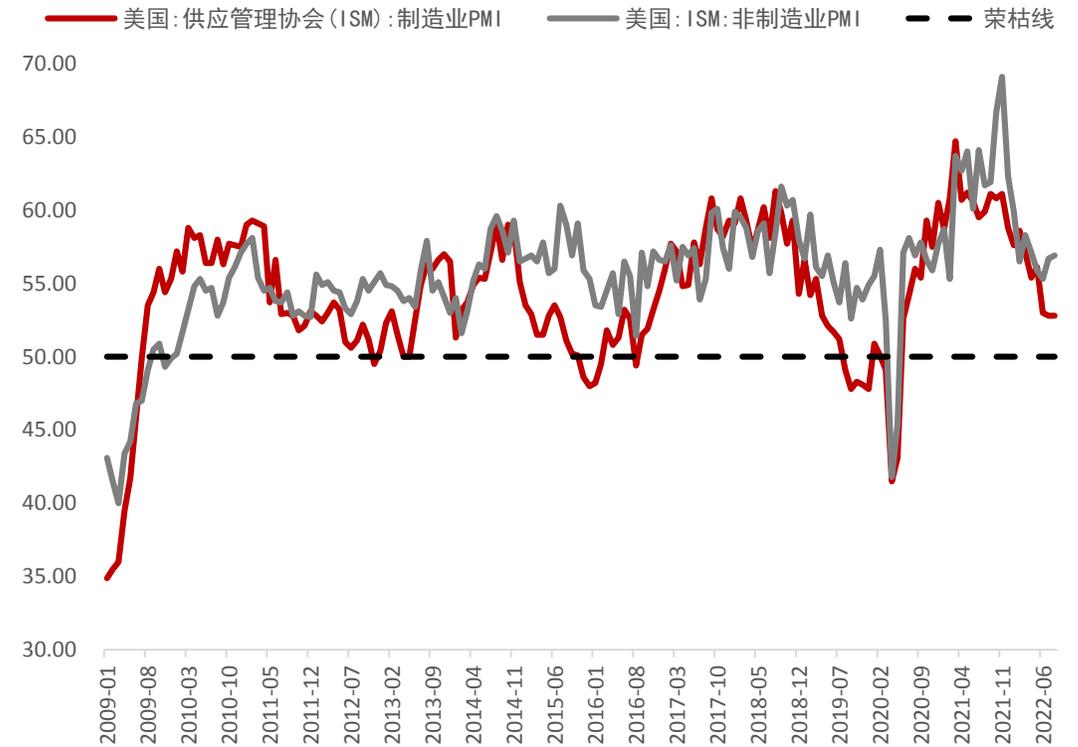
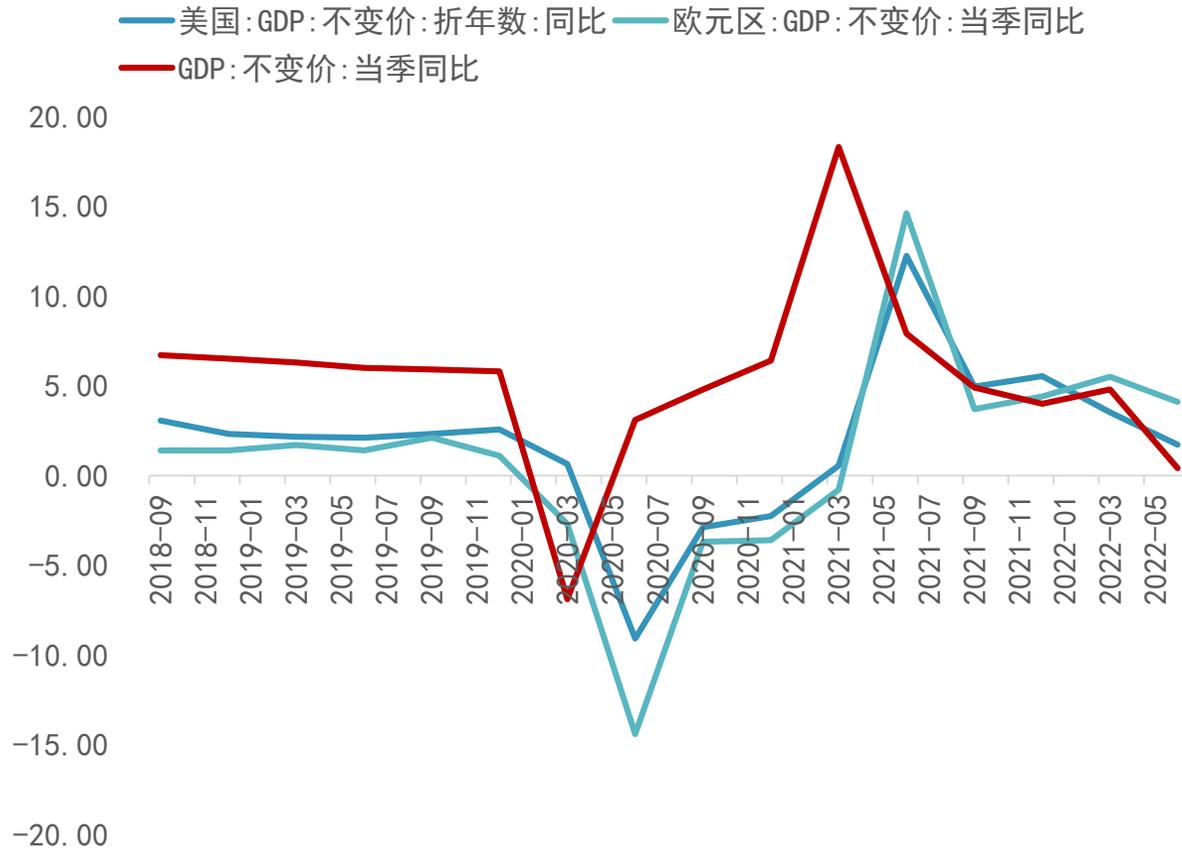
3 国债期货

4 资产配置

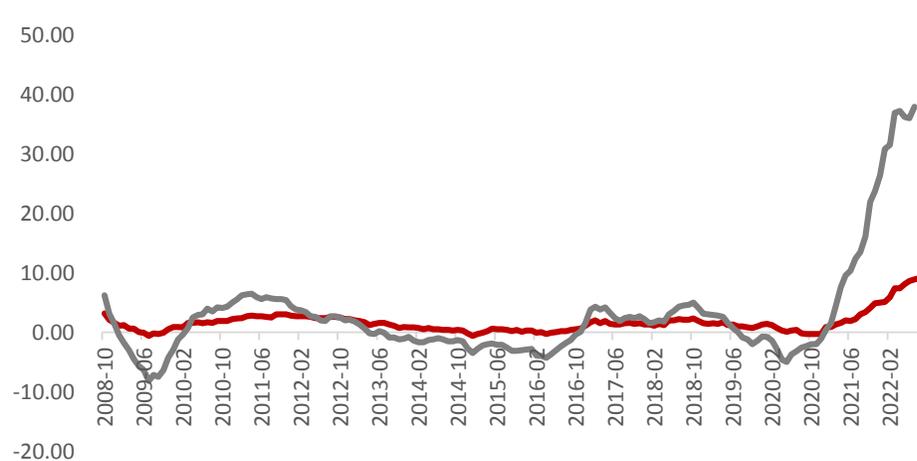
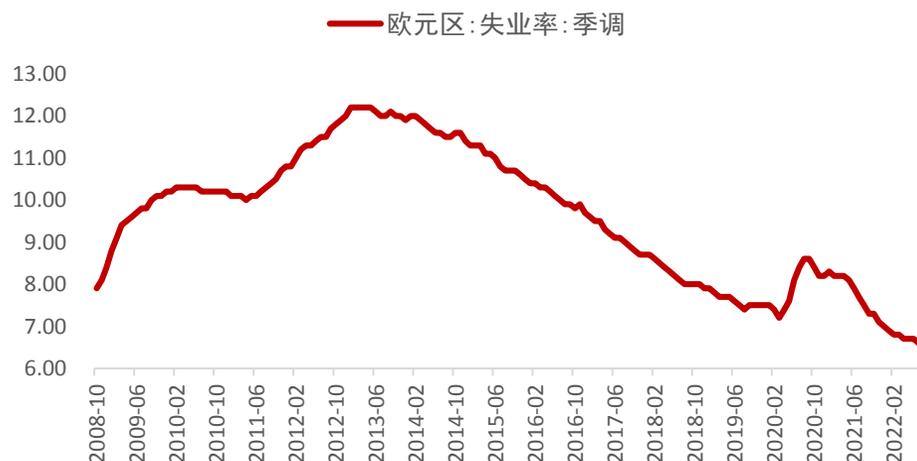
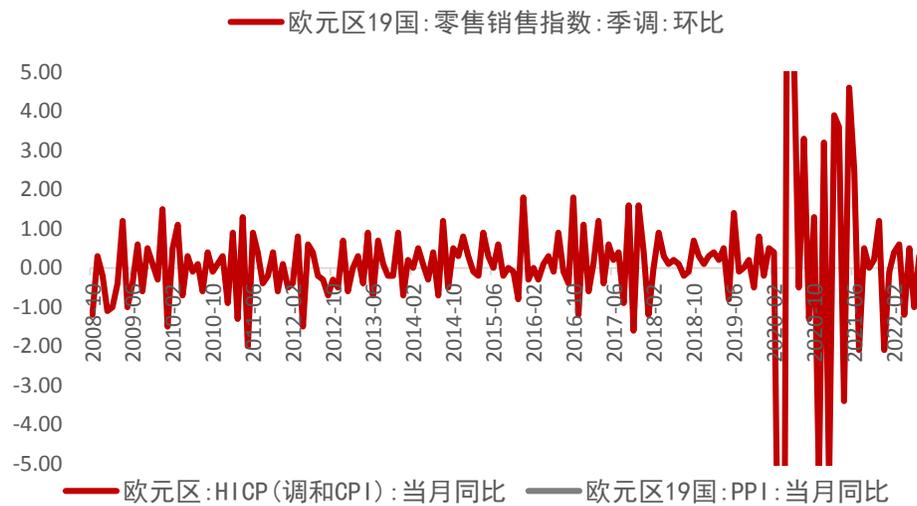
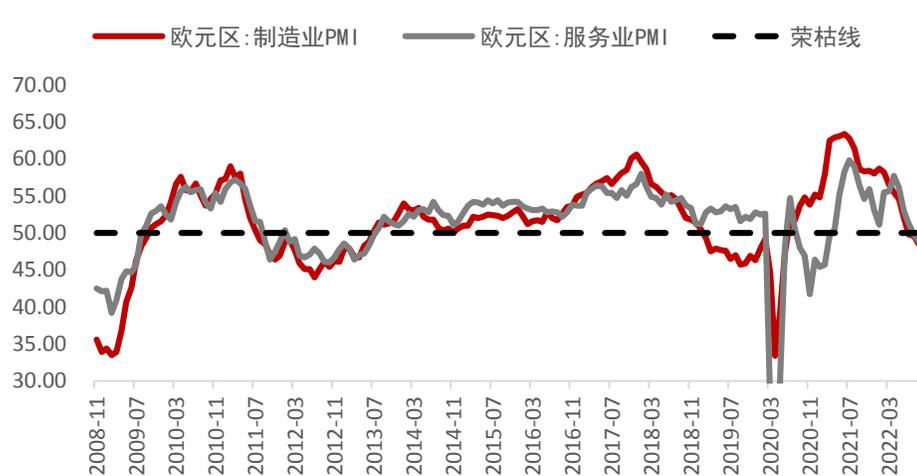
1 海外经济



- 今年以来全球各大经济体GDP增速均出现不同程度的下行，制造业PMI也从高位回落。欧美方面在紧缩货币政策影响下，未来经济有较大概率继续下行衰退。

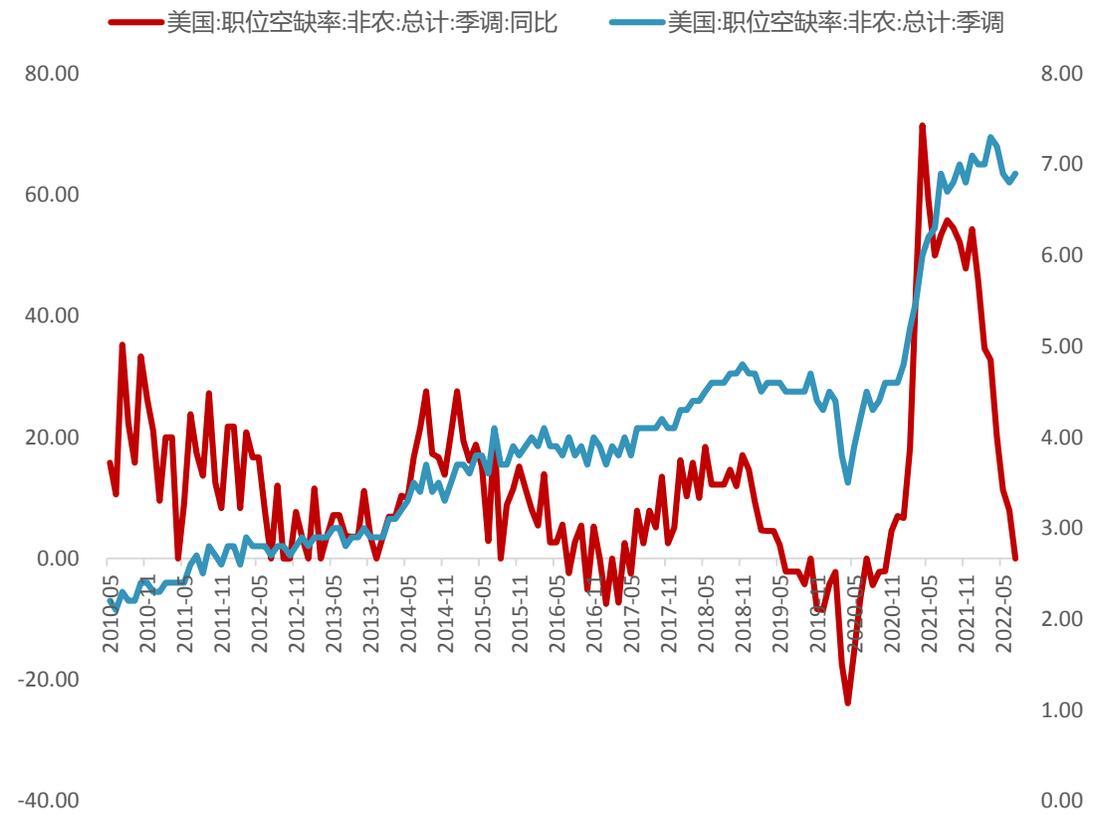


- 欧元区PMI继续下行，跌破了荣枯线，表明边际上经济已经出现了衰退。

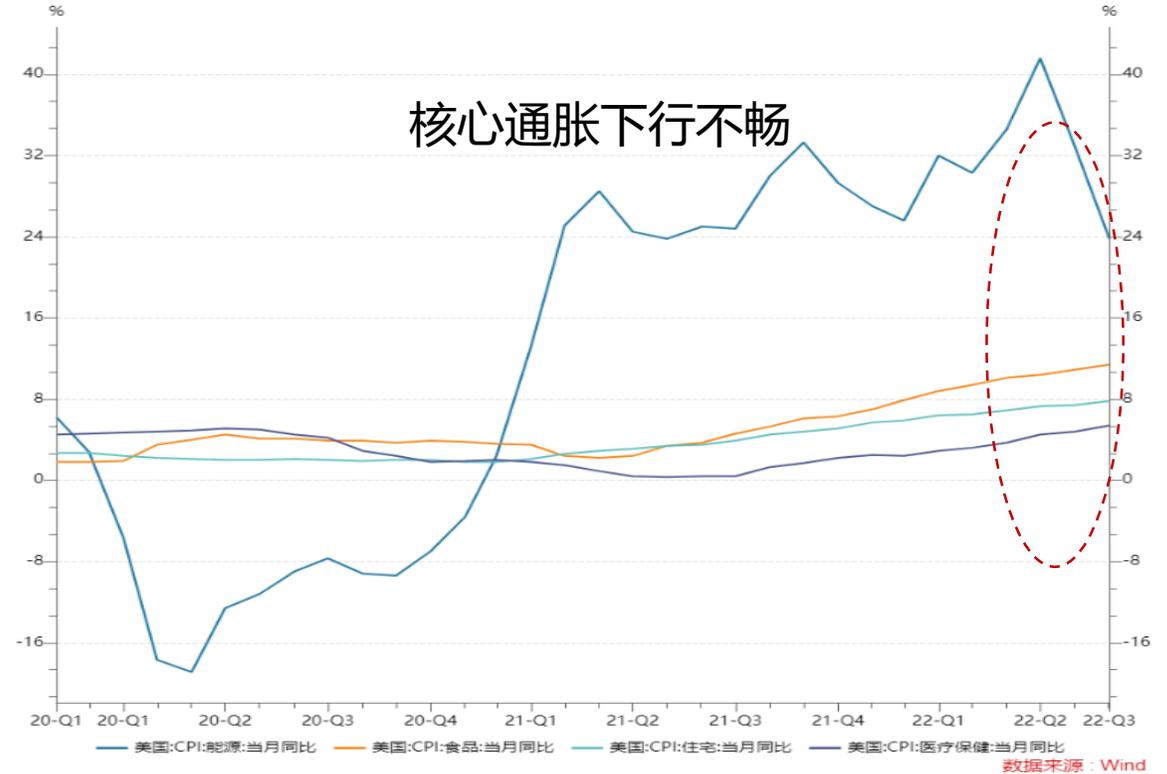
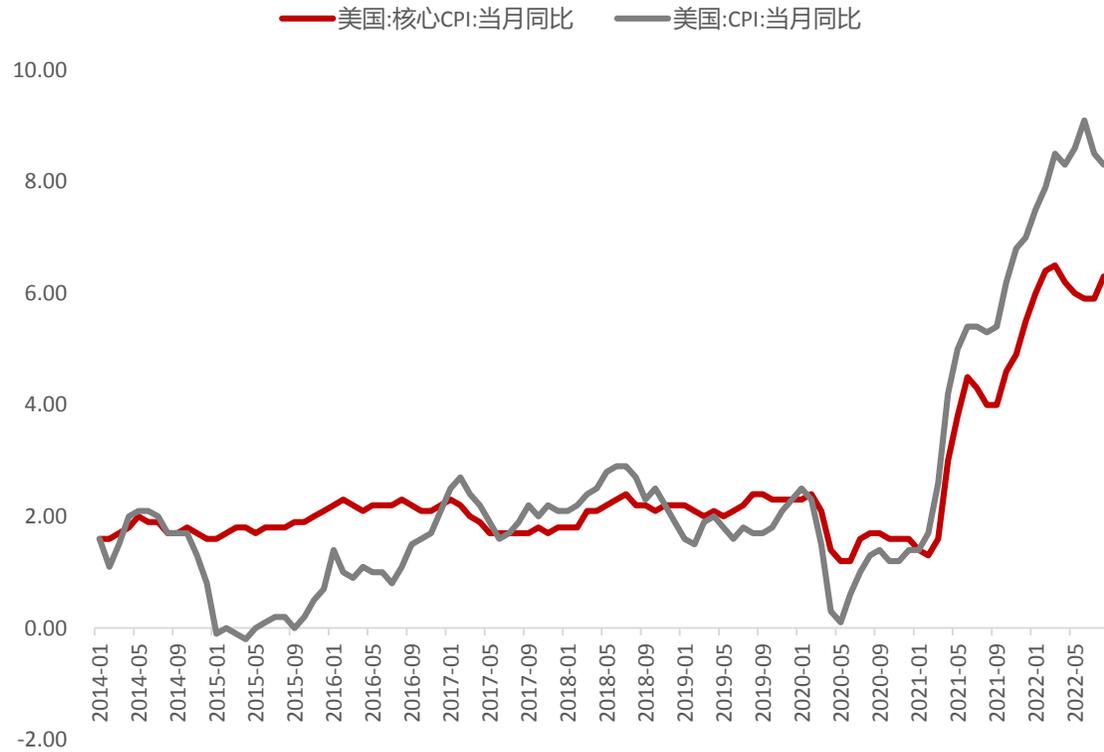


美国就业仍强，但边际放缓

- 8月美国失业率3.7%，虽较7月上行0.2个百分点，但整体仍在低位，表明美国目前就业形势仍然偏强。不过从职位空缺的情况来看，其增速较去年已经大幅下滑，边际上就业有走弱的趋势。



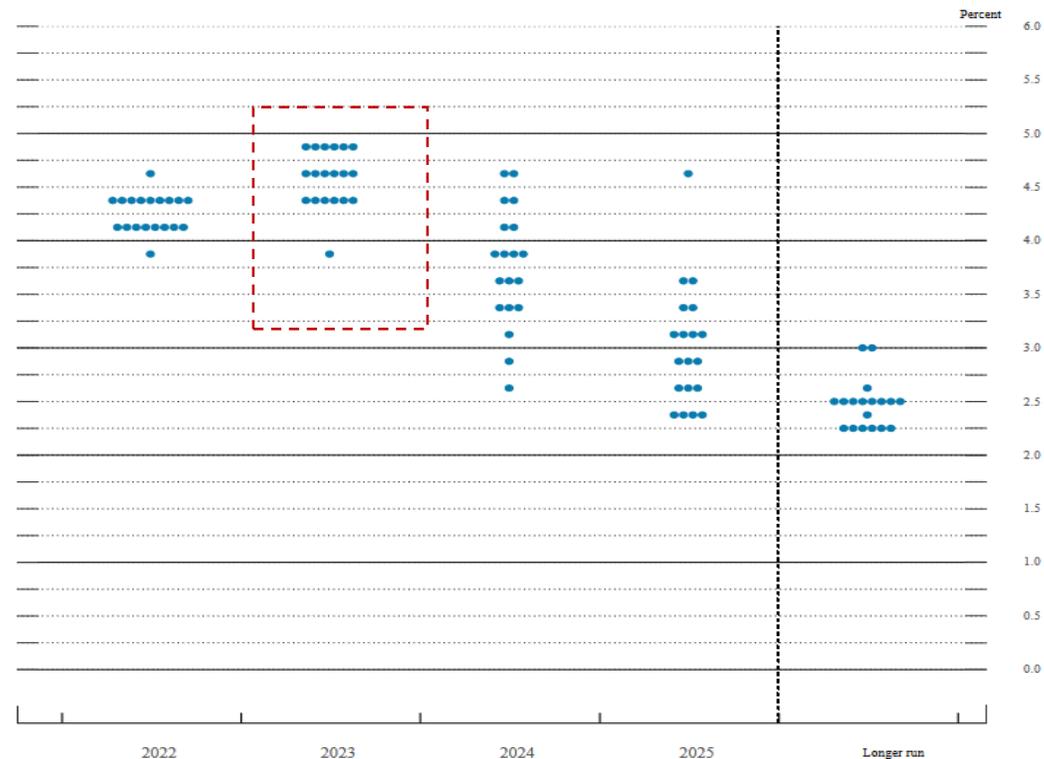
- 8月美国通胀8.3%，已经连续第二个月下滑，主要是由于能源价格出现明显回落。
- 但核心CPI仍然继续上行，核心CPI中住宅价格、医疗价格等仍然没有下行迹象。
- 表明当前虽然能源价格下跌，但核心通胀下行仍需要较长时间。



- 9月FOMC会议宣布加息75bp，同时缩表进度提高至950亿美元每月。
- 点阵图显示大多数委员今年加息预期在4.0%-4.5%之间。同时明年可能还将继续加息至4.25%-4.75%之间。
- 加息预期上行影响下，9月美债利率出现明显上升。



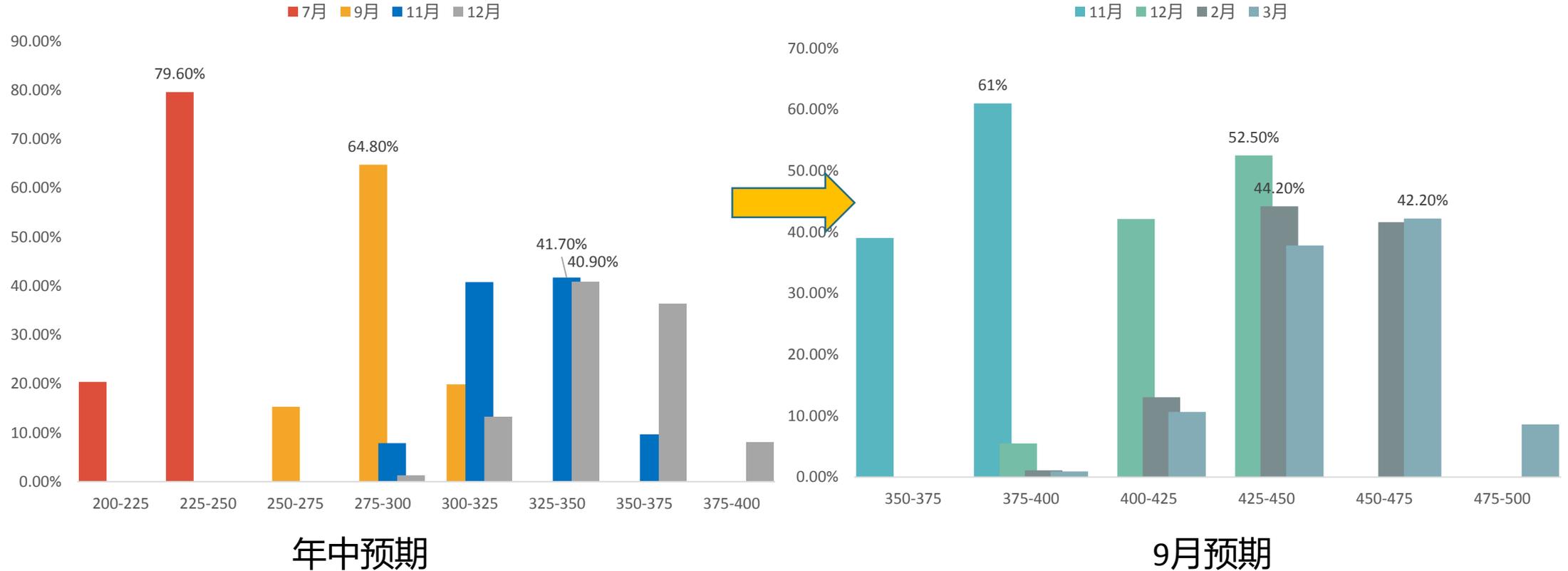
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



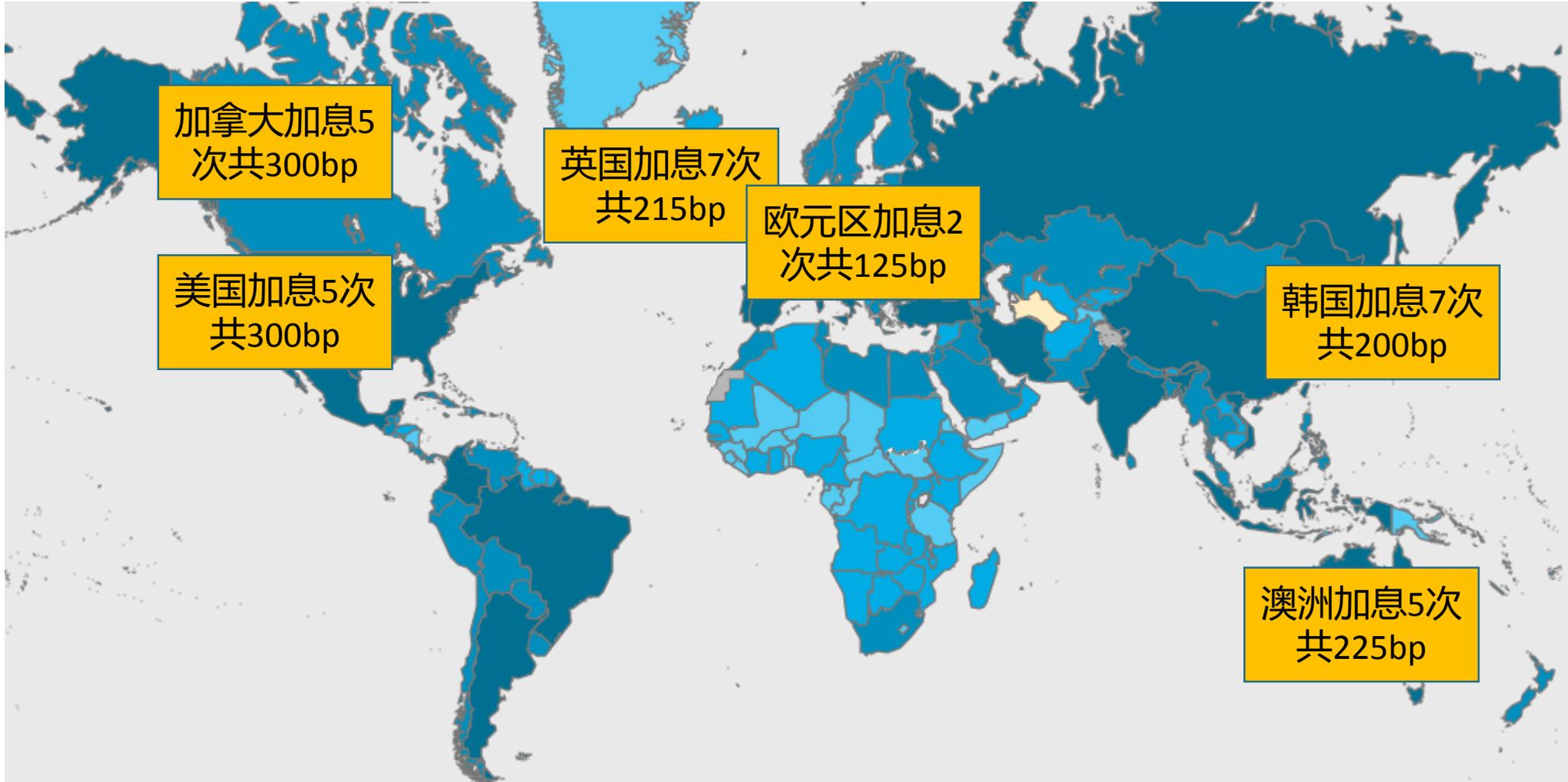
- 从美联储会议路径上看：
- **美联储关注点**从就业转向通胀
- **点阵图**加息预期不断加深
- **资产负债表**在不到半年的时间经历了由扩表-
-缩减购债--加速缩减购债--不扩表--开始缩
表的转变
- **利率**上正式开启了加息周期
- 9月在缩表速度以及点阵图预期上均更进一步显示货币紧缩政策。

	利率政策	资产负债表	美联储关注	点阵图
9月会议	持平	扩表1200亿美元每月	就业	多数认为不加息
11月会议	持平	扩表1050亿美元每月	就业	-
12月会议	持平	扩表900亿美元每月	就业	多数认为75bp
1月会议	持平	扩表600亿美元每月	通胀	-
3月会议	加息25bp	扩表减少至零	通胀	多数认为到175bp
5月会议	加息50bp	6月1日缩表475亿美元每月	通胀	-
6月会议	加息75bp	缩表475亿美元每月	通胀	多数认为到325bp
7月会议	加息75bp	缩表475亿美元每月	通胀	-
9月会议	加息75bp	缩表950亿美元每月	通胀	多数认为到425bp

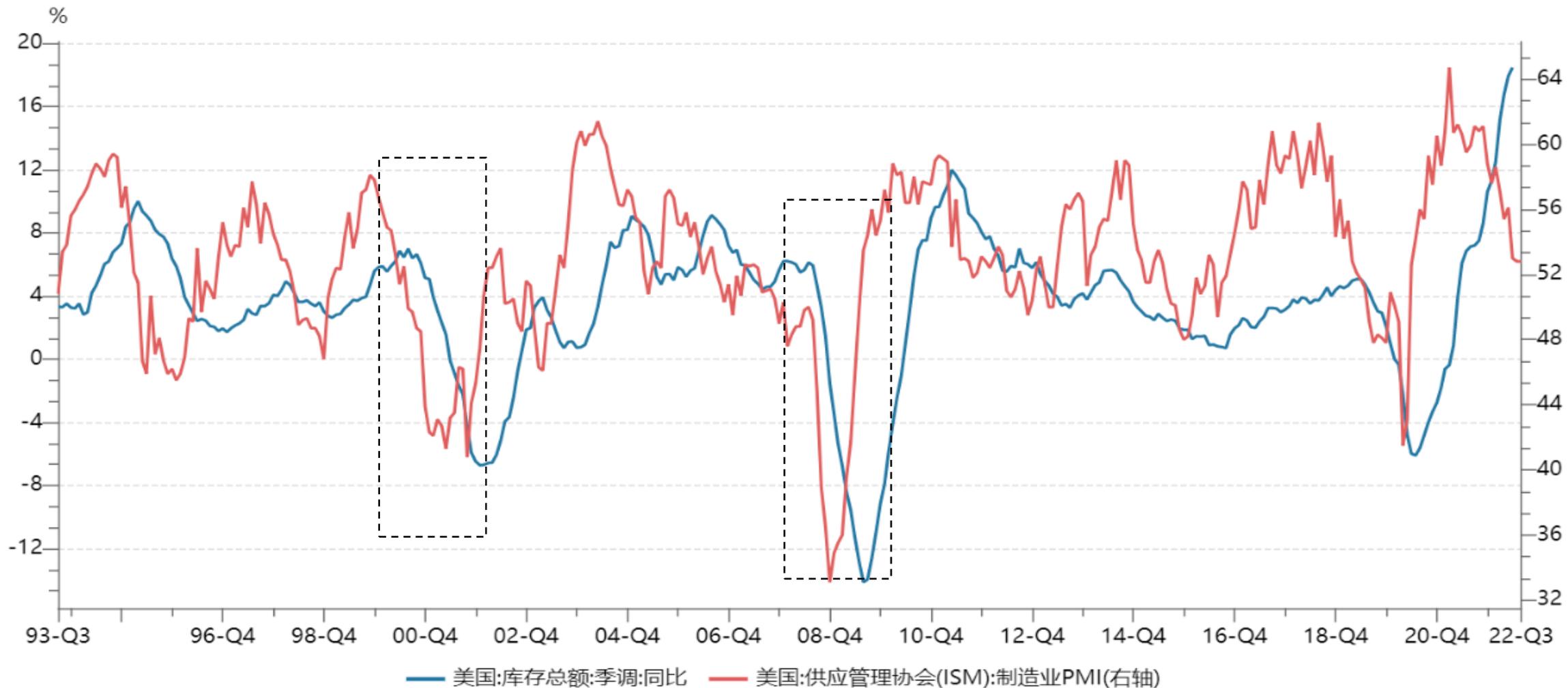
- CME联储观察工具显示：
- 9月会议后目前的加息预期为，11月加息75bp概率61%，12月再加息50bp概率52.5%，2月不加息概率44.2%，3月加息25bp概率42.2%。
- 年内利率下限从之前的325-350bp，升至425-450bp，整整上升100个基点。
- 未来四次会议的加息路径或为75，50，0，25。



全球央行加息潮

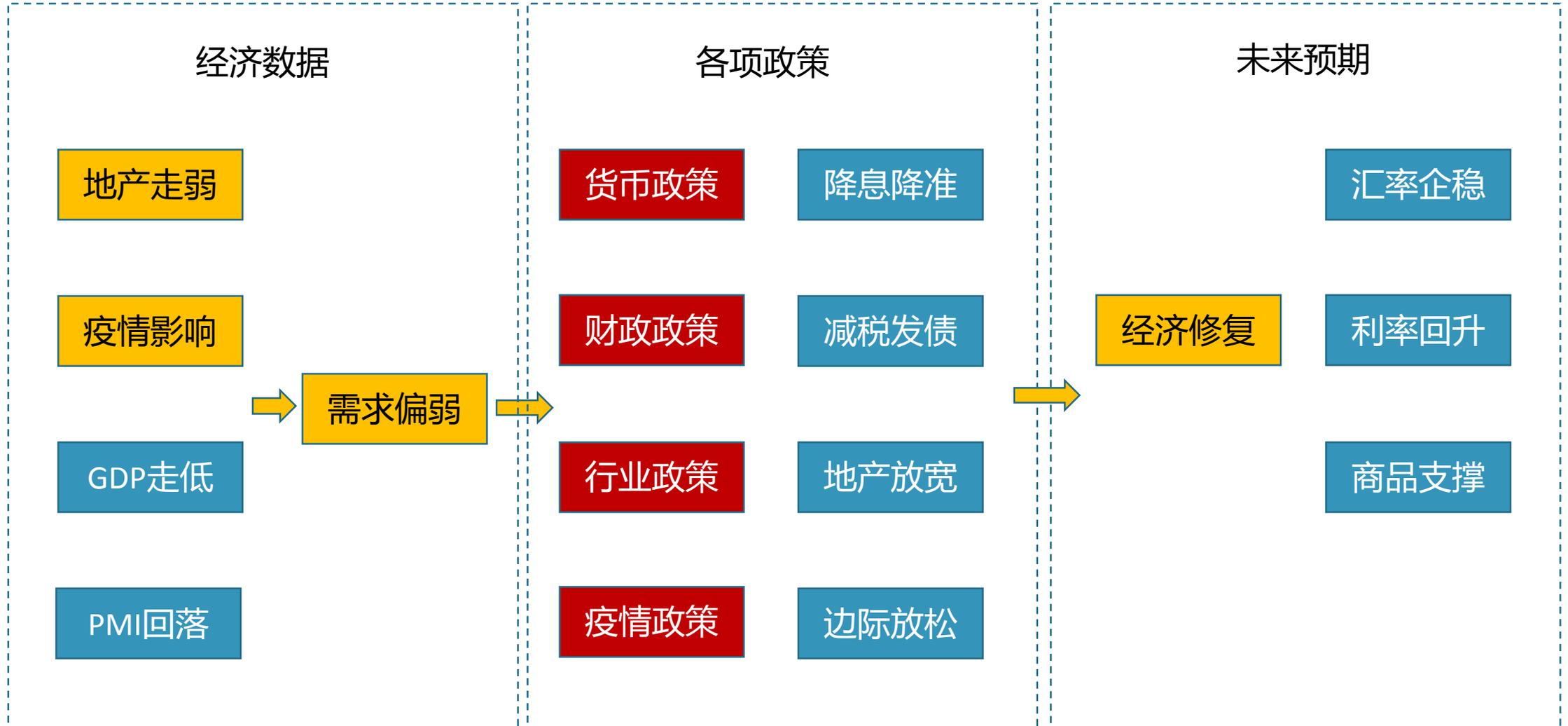


临近去库存周期

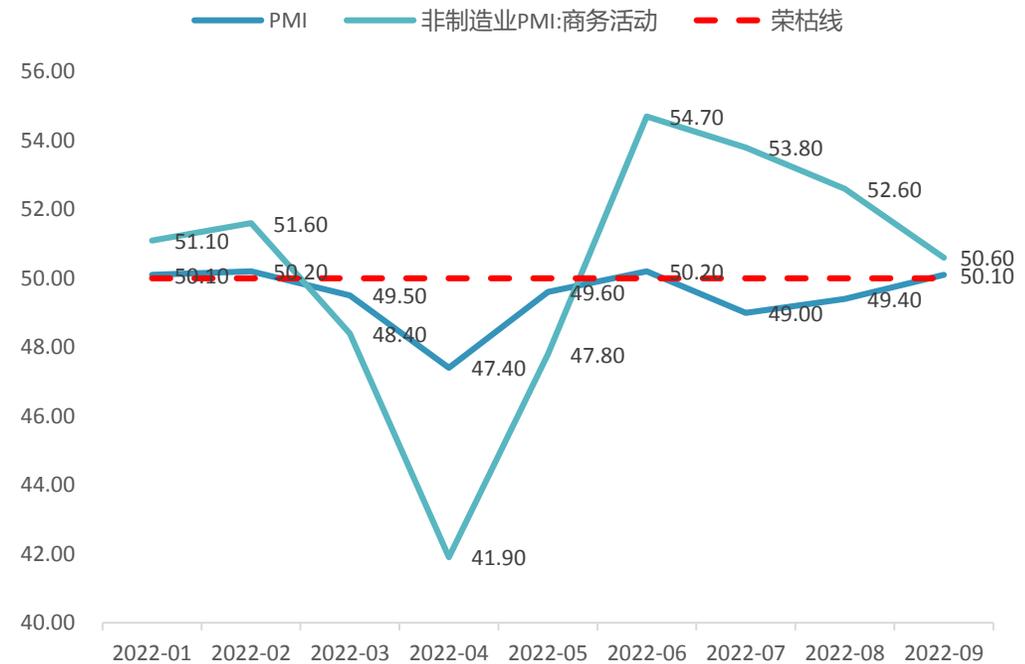
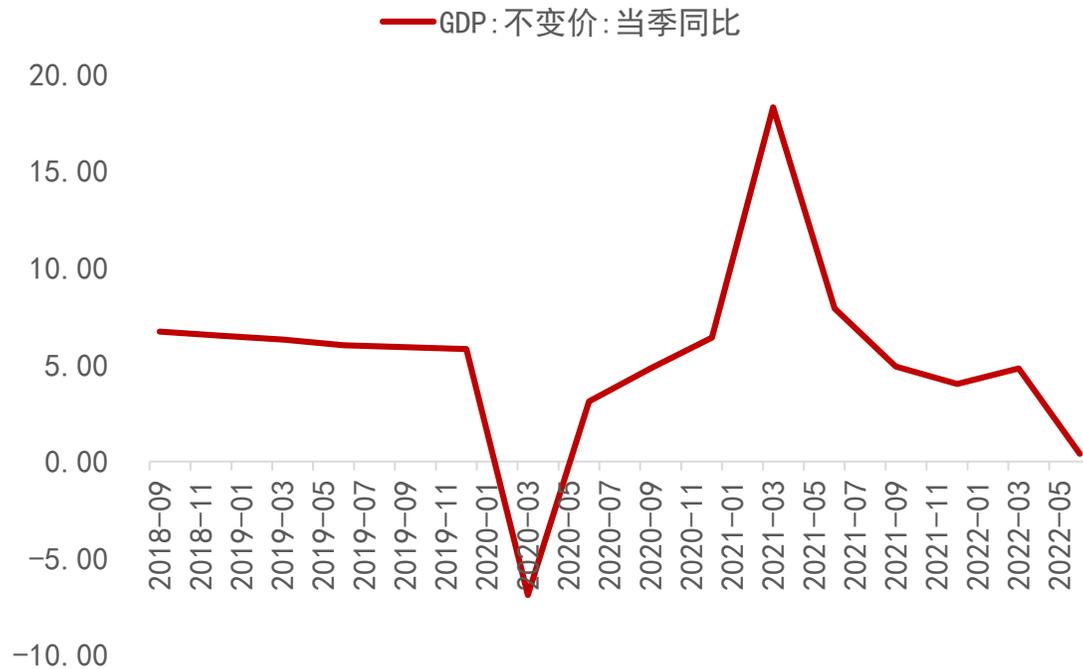


	2000. 11-2001. 11收益	2008. 8-2009. 6收益
期货收盘价(活跃合约):NYMEX轻质原油	-41.53%	-44.13%
期货收盘价(电子盘):LME3个月铜	-14.21%	-37.13%
期货收盘价(连续):COMEX黄金	3.20%	2.02%
美国:标准普尔500指数	-19.83%	-27.06%
美国:国债收益率:10年	-16.72%	-11.08%
美元指数	-0.01%	9.25%

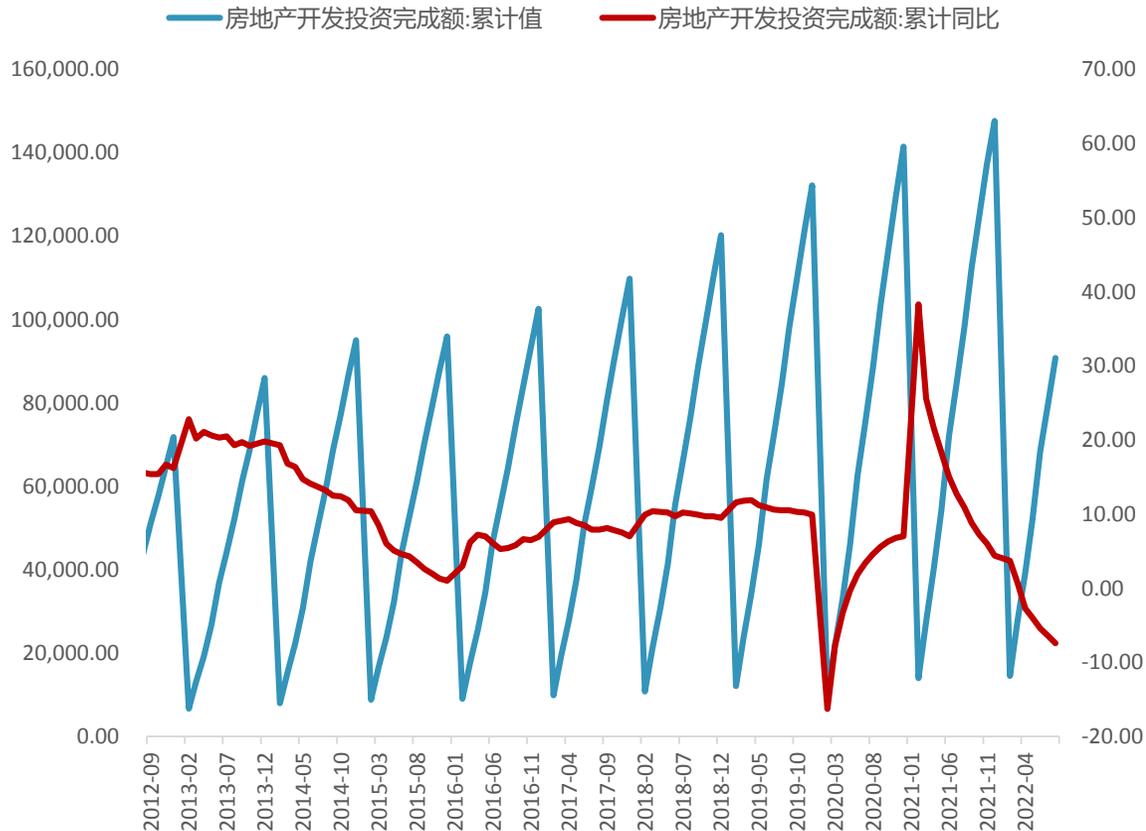
2 国内宏观



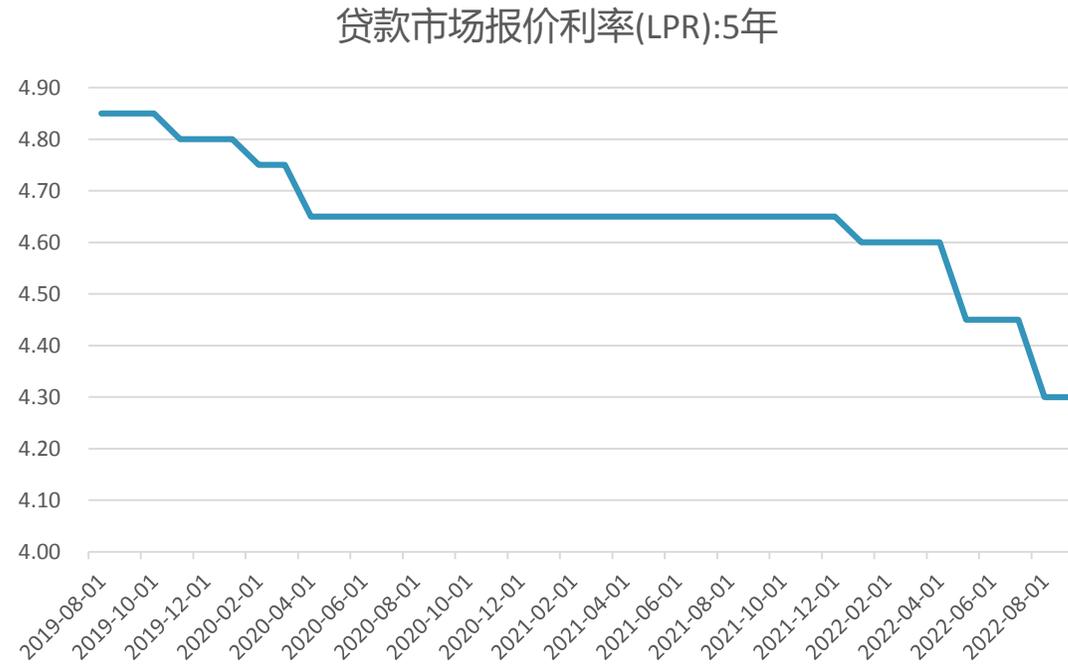
- 二三季度国内均有疫情或者灾害影响，经济恢复偏慢。而9月各项经济数据有边际企稳回升的迹象，官方制造业PMI也再度站在了荣枯线上。四季度国内经济预期继续企稳修复。



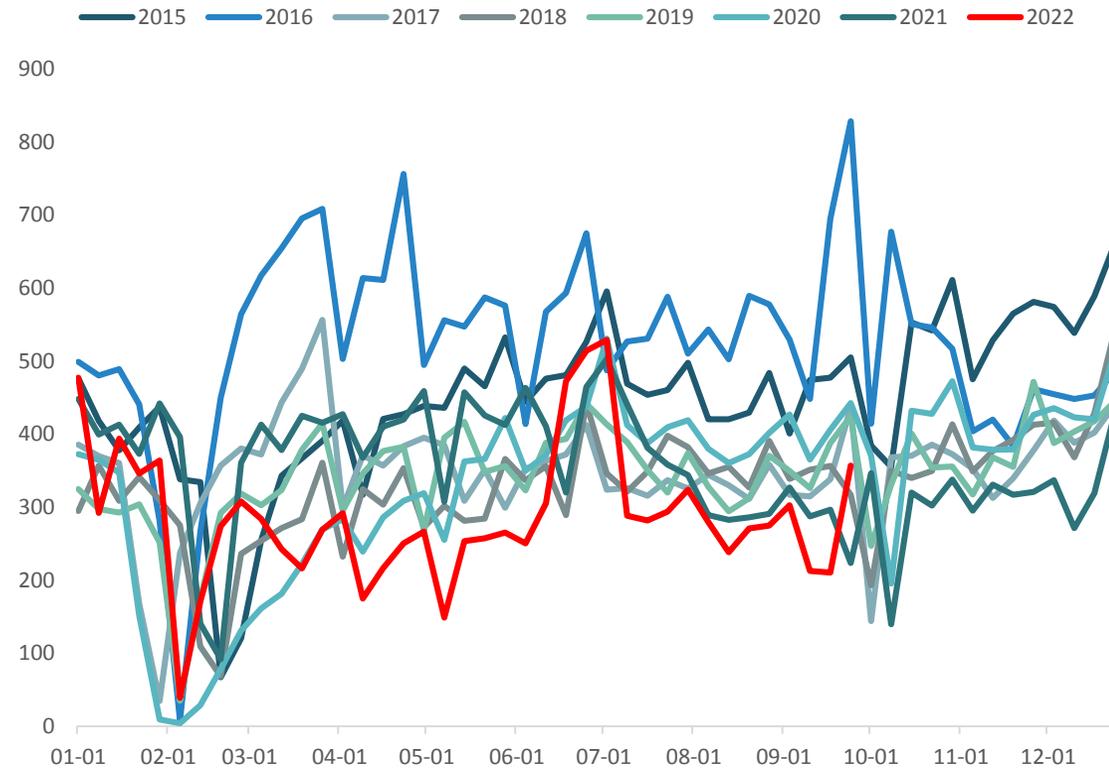
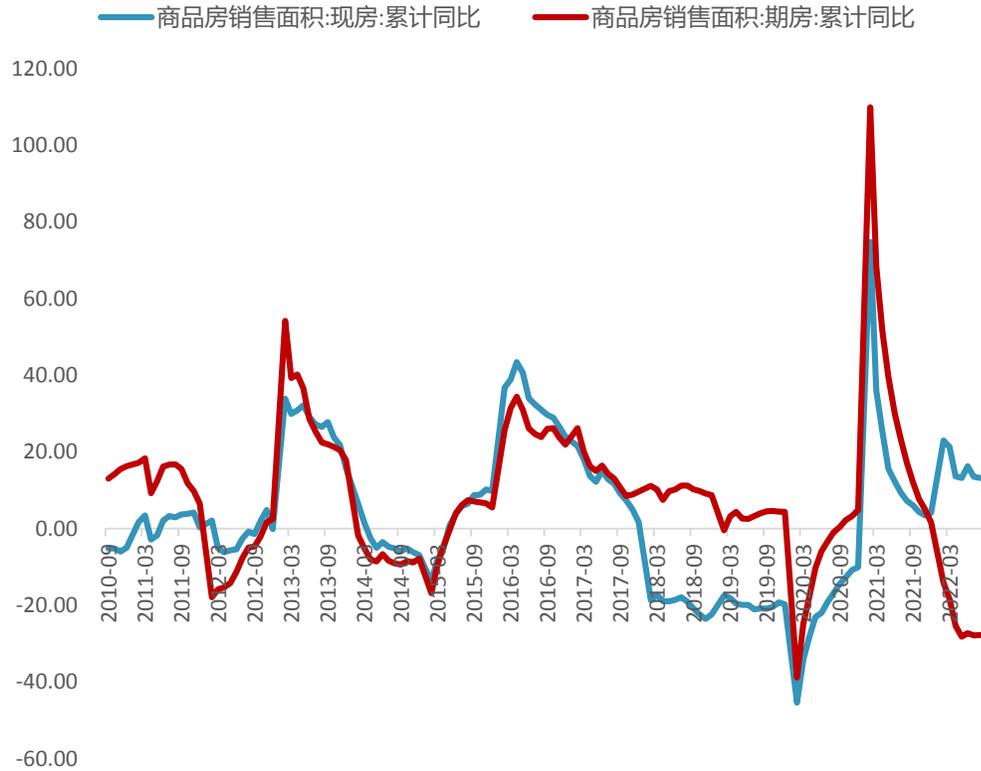
- 8月房地产投资数据进一步走弱，同比增速仅为-7.4%，为今年连续第七个月下降。在“政策放松—销售回暖—投资回升”的链条中，地产政策年内已经多次，多方位的放宽限制，地产销售在8月也出现了小幅起色，预期投资企稳回升可能在四季度到明年上半年。



- 2022年以来5年期LPR分别在1月、5月和8月三次下调，共下调35bp至4.30%。
- 除此之外，今年以来各城市因城施策，取消限购限贷，降低首付比例等措施放宽地产限制。

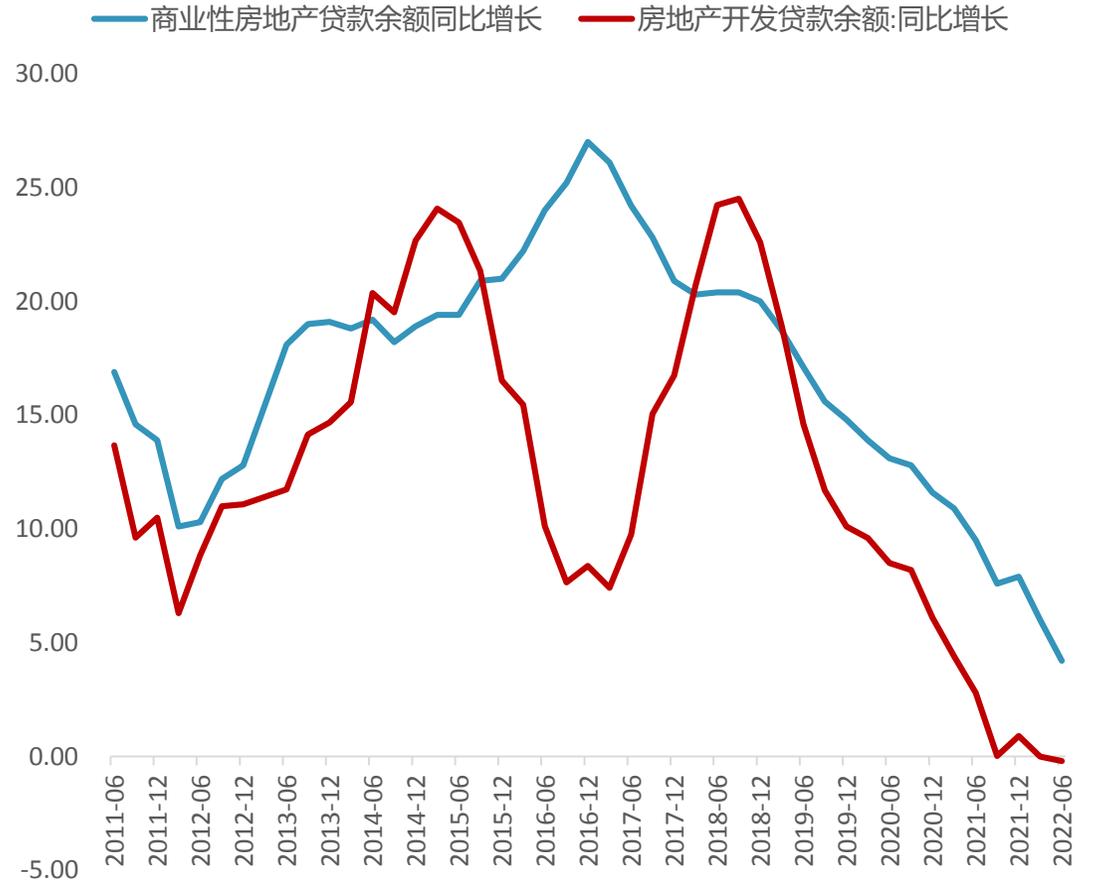
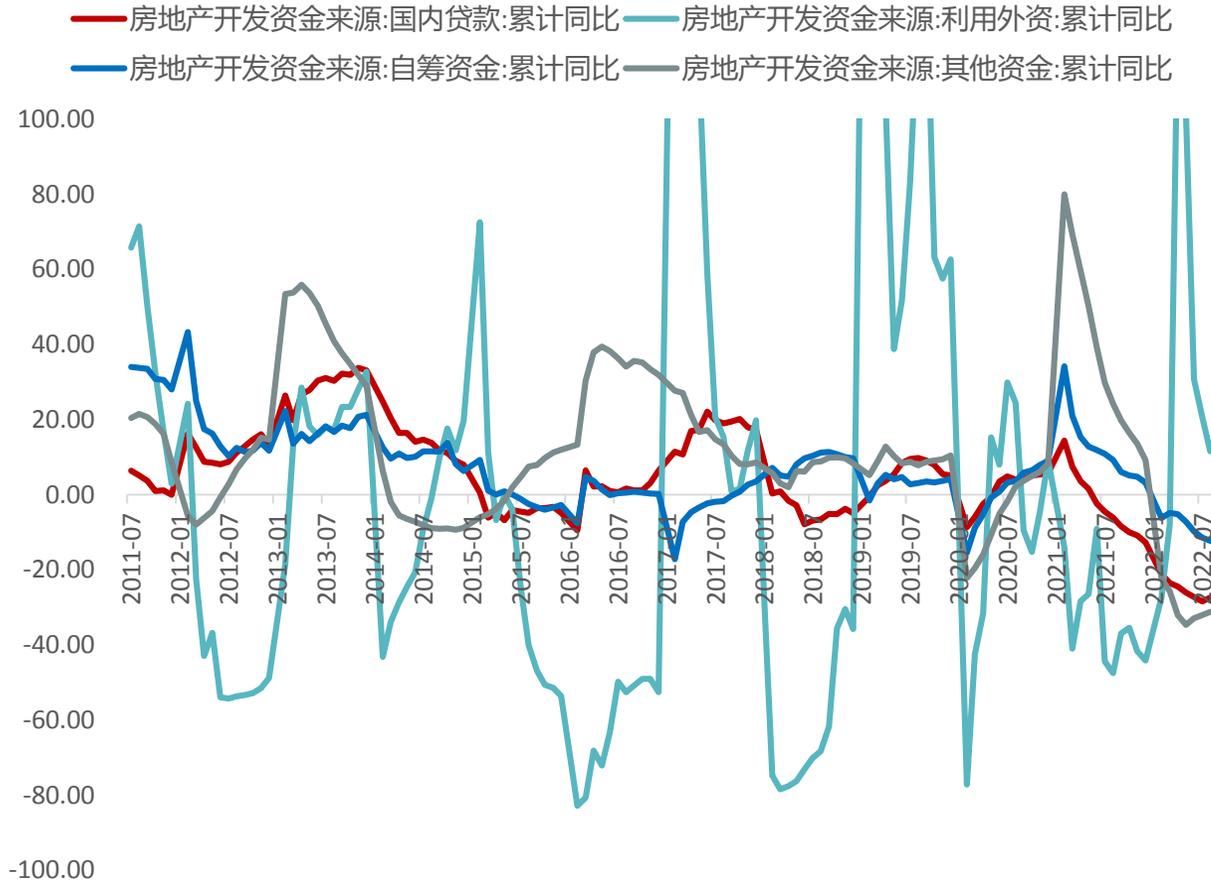


- 8月商品房销售面积略有回升。其中期房销售面积累计同比为-27.8%，5月以来维持企稳。30大中城市商品房成交面积在9月下旬明显回升，能否持续还需继续观察。



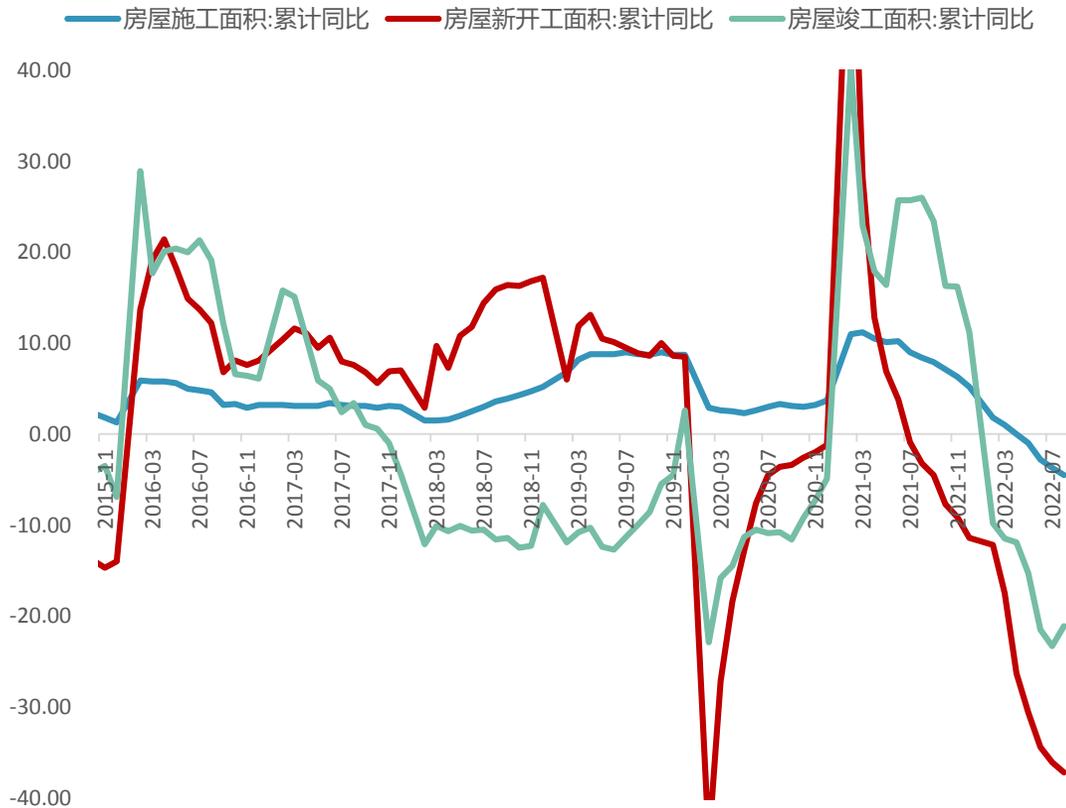
资金来源持续回落

- 所有资金来源方面，利用外资、国内贷款和自筹资金同比降幅继续扩大。其他资金，主要来源于销售回款，受益于上月地产销售回升，出现小幅改善。



竣工出现改善

- 8月地产新开工-37.2%，施工面积增速-4.5%，竣工面积增速-21.1%，新开工和施工均继续下滑，竣工出现小幅回升，主要或为保交楼政策影响。土地成交溢价在7%附近，相对之前芦苇有所好转，但与同期相比仍然偏弱。

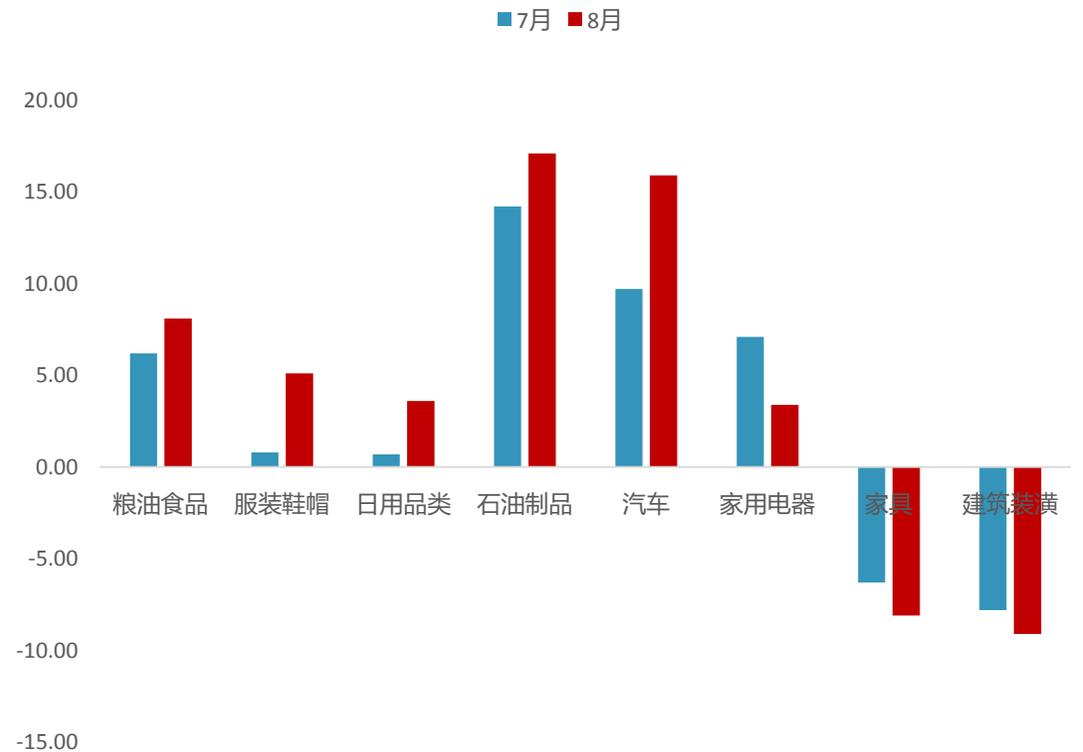


基建：继续为经济重要支撑

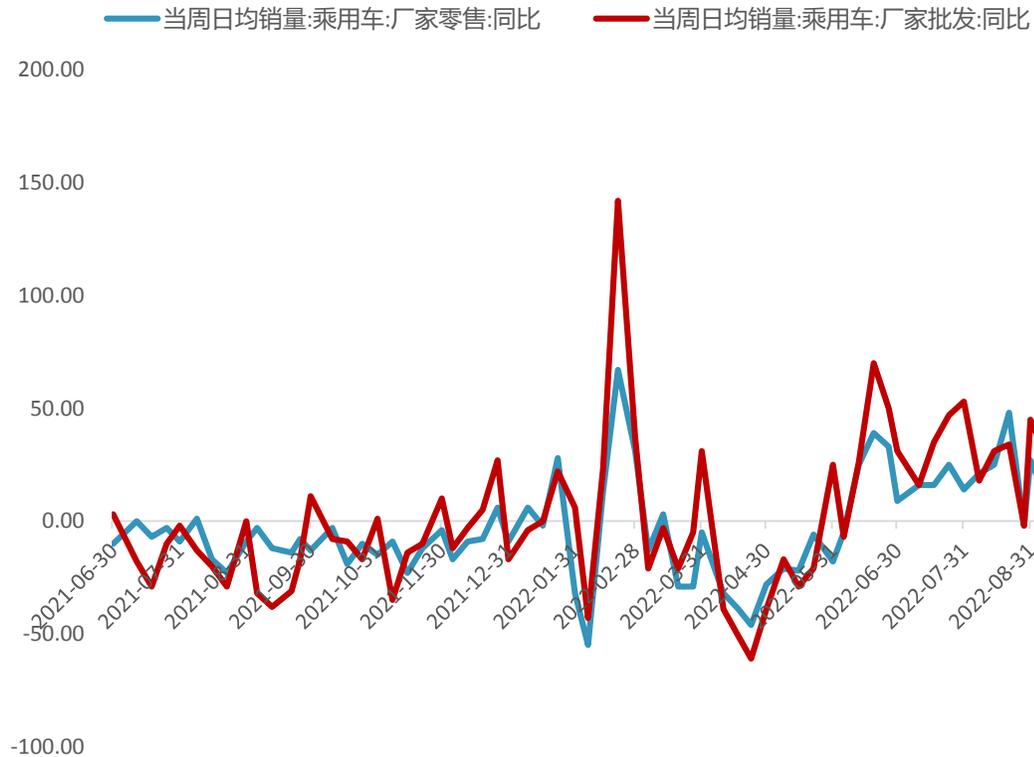
- 8月不含电力的基建投资增速为8.3%，较7月回升0.9个百分点。4月以来疫情逐步恢复后，基础建设投资维持正向增长势头。特别是今年上半年就已经发行超90%的年内专项债额度，在3-4季度项目逐步落地后，将对基建投资形成强烈支撑。



- 8月社会消费增速同比5.4%，较上月大幅回升且超出预期，但环比增速-0.05%，表明8月的回升主要来自于基数的下降。
- 限额以上消费分项中，可以看到食品、服装、日用品等必需消费回升，汽车类可选消费也有所回升，只有地产后端的家电家具和建材出现回落。若地产竣工持续修复，地产后端消费也有望回升。

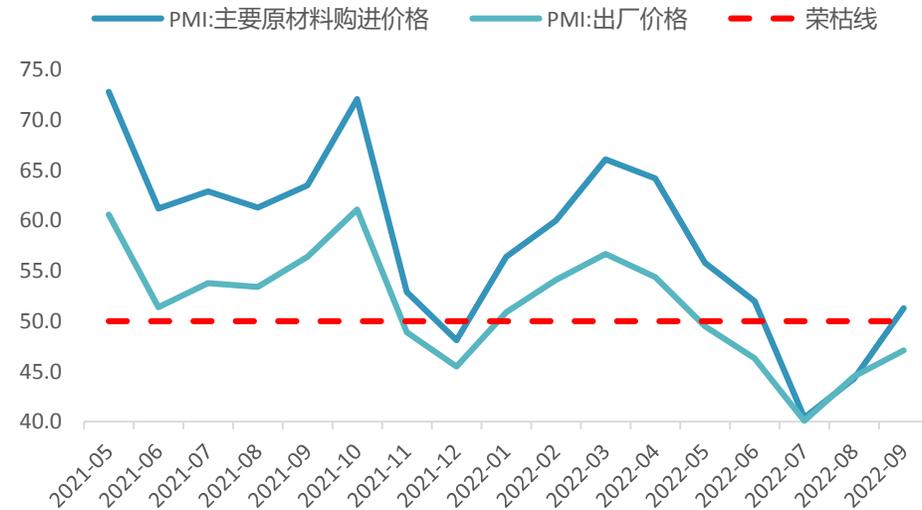
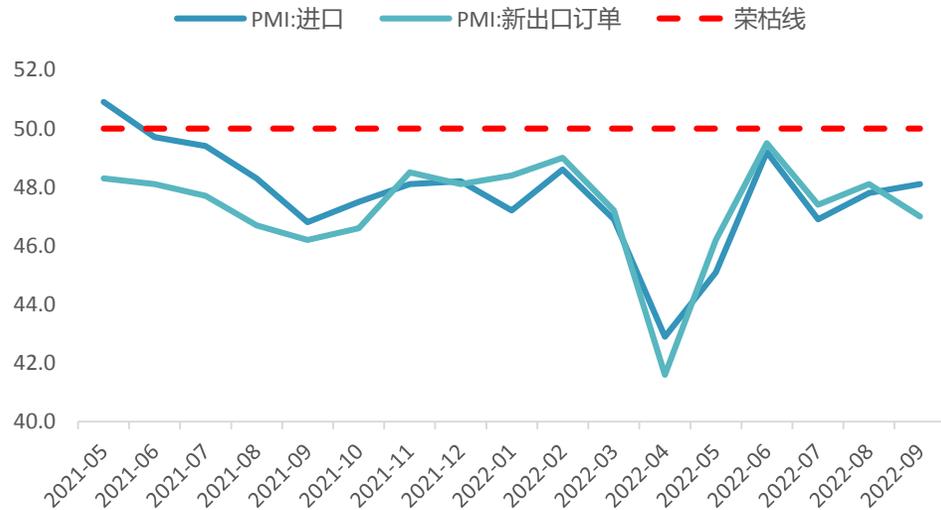
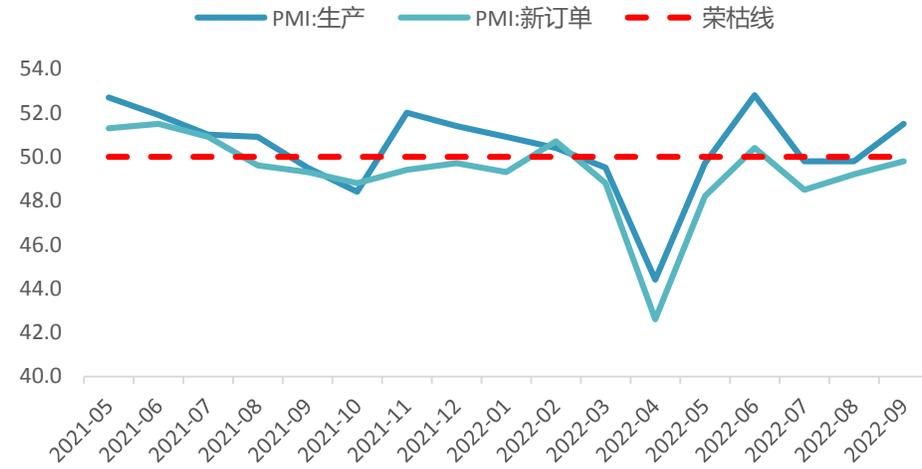
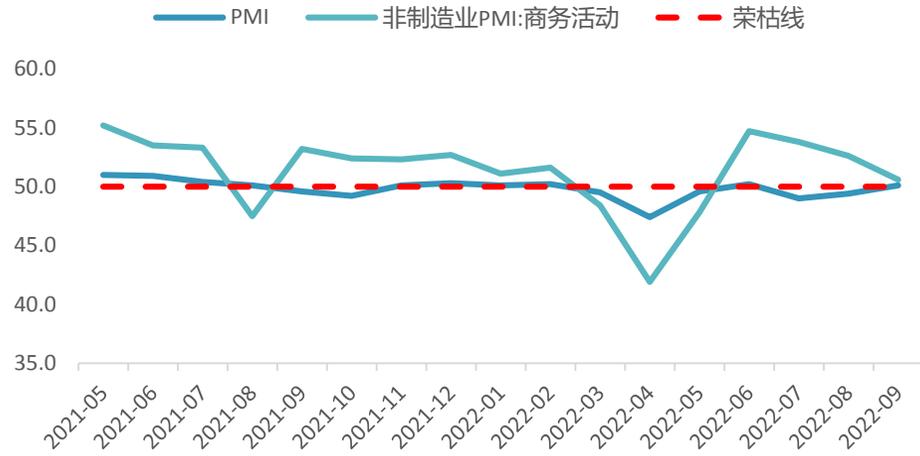


- 9月汽车周度厂家零售和批发同比均维持高位震荡，相对于上半年好转明显。
- 8月汽车产量同比39%，也可以明显看出修复。不过汽车芯片短缺问题仍存，未来产量可能有所反复。



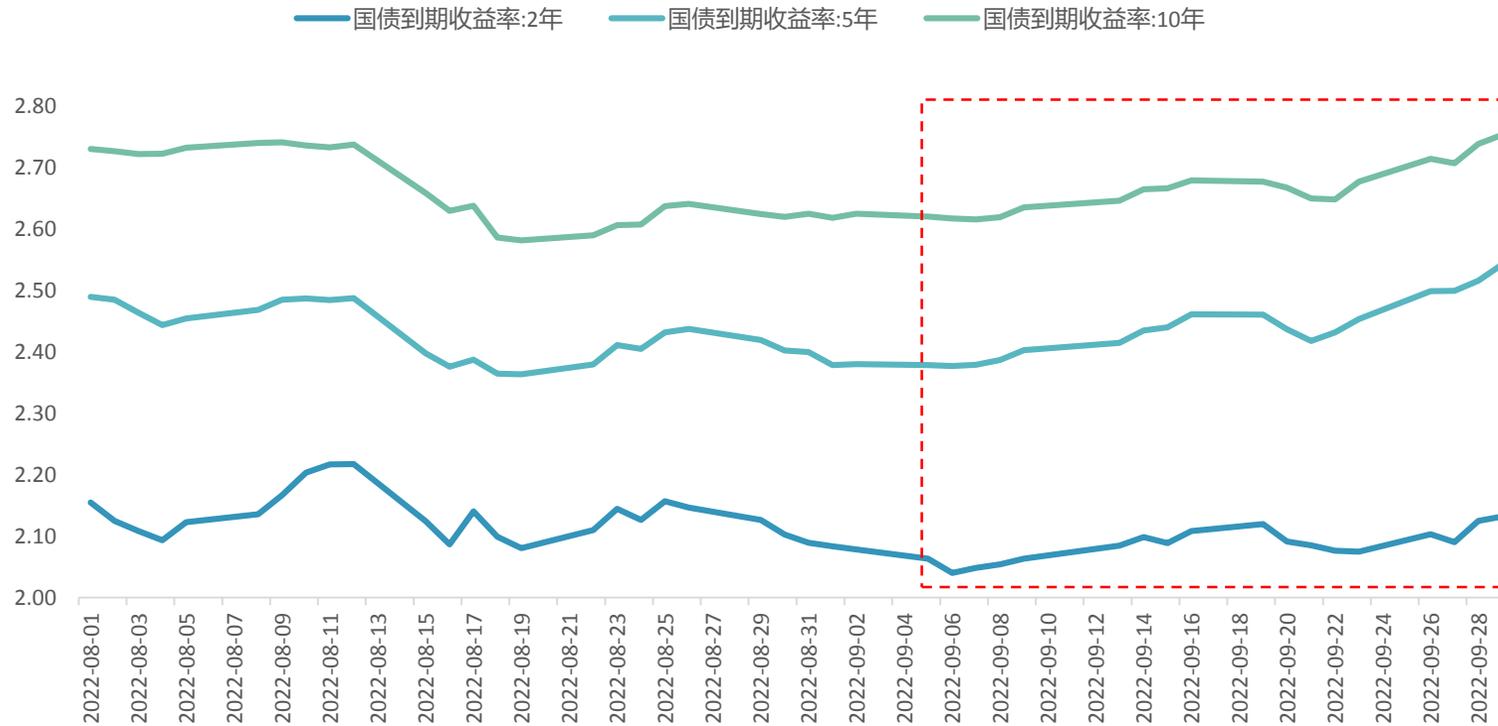
景气指数：再度站上荣枯线

- 8月官方制造业PMI继续回暖站上荣枯线；生产和新订单指标双双上行，进出口分项仍在水下，价格方面有所回升。非制造业连续三月回落，或受到疫情反复影响。



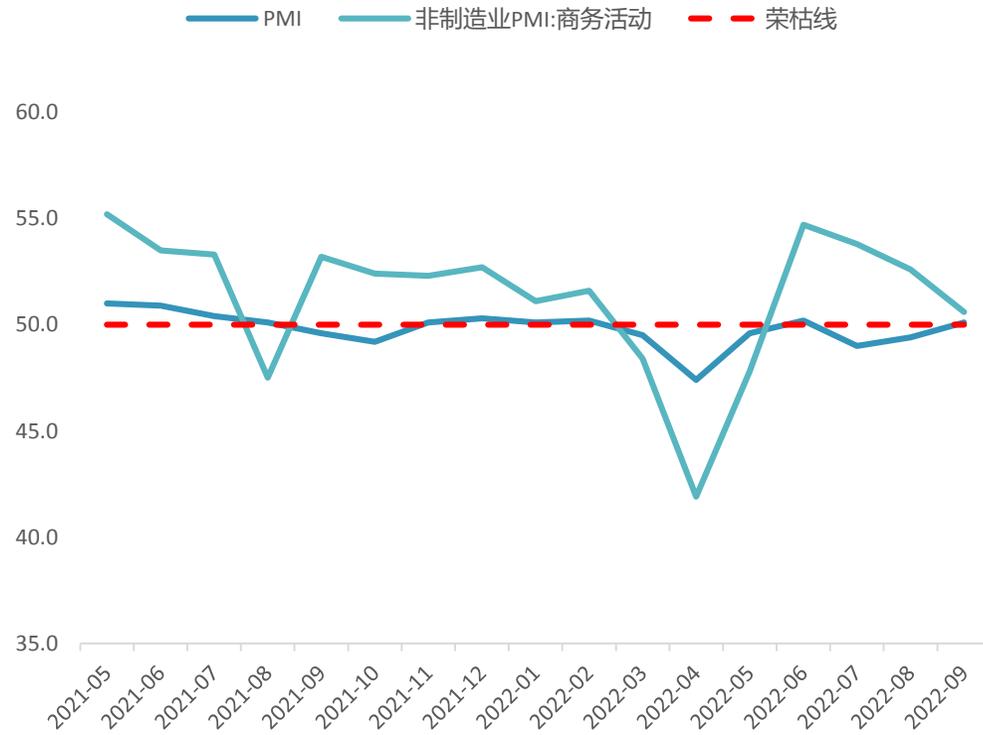
3 国债期货

➤ 9月各期限收益率呈现区间小幅上行。其中2年期国债收益率波动区间在2.04%-2.13%；5年期国债收益率在2.38%-2.54%；10年期国债收益率在2.62%-2.75%。

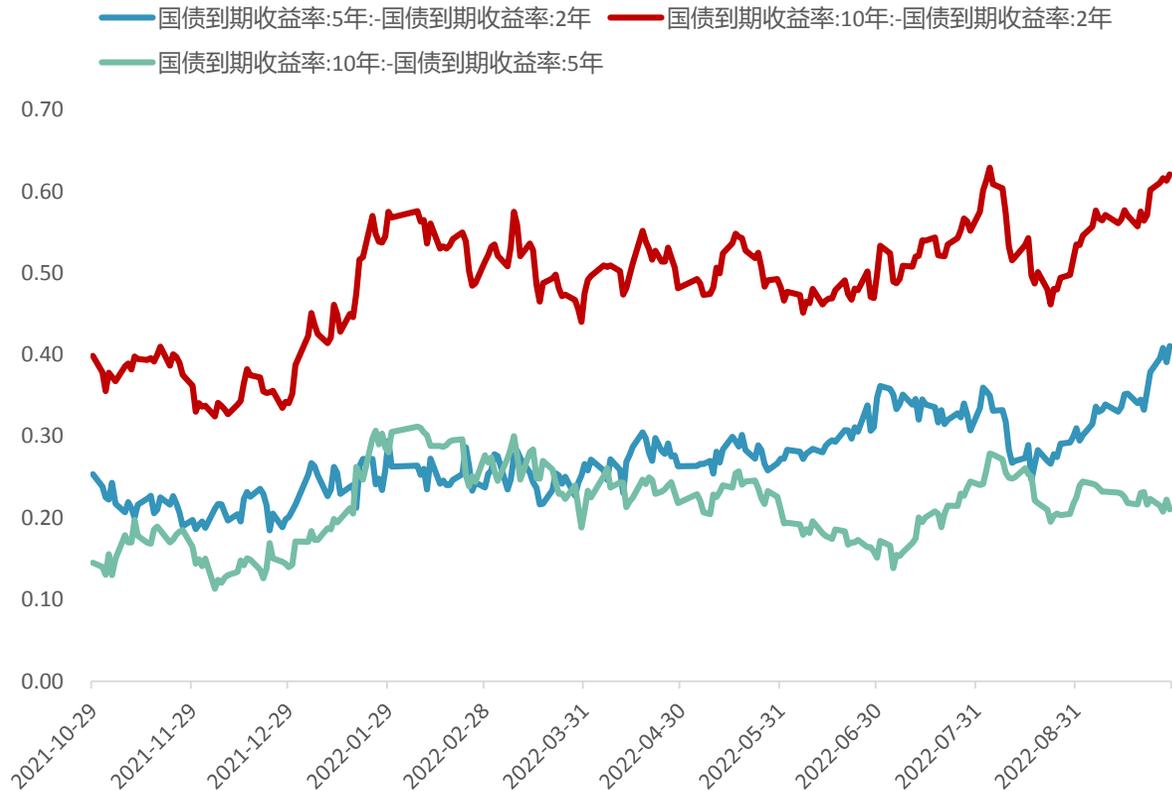


主要影响因素之一：疫后叠加宽松，经济修复预期

➤ 8月多项经济数据边际企稳，短期有一定修复动能。市场预期四季度经济将好于三季度，在经济逐步回升时期，利率出现小幅上行。



下半年期限利差有望走阔



- 9月国债期限利差有所分化，其中10-2利差和5-2利差均出现走扩，符合此前我们预期，10-5利差小幅收窄。
- 从统计角度来看，目前10-5利差处于均值附近，5-2利差和10-2利差均在高位，主要由于2年利率走低所致。
- 从基本面角度来看，宽松货币下短端货币市场较为宽松。长端经济有恢复预期，可能走高。但当前位置偏高，空间偏小，不建议入场。

	5Y-2Y	10Y-2Y	10Y-5Y
当前	41	62	21
中值	25	46	20
均值	27	49	22
分位数	29.9%	39.3%	26.2%



- **国债期货观点：**8月经济数据多数有改善，9月PMI重新站上荣枯线。与6月疫情后的反弹修复不同，9月高频数据稳步回升，修复的持续性或更好。四季度一方面经济预期回升或给利率带来一定上行驱动，另一方面稳经济仍为主要政策方向，货币市场利率仍维持低位。整体来看，期债多单继续持有，四季度十年期国债收益率区间（2.6%-2.8%）。

4 资产配置



- **债券观点：**8月经济数据多数有改善，9月PMI重新站上荣枯线。与6月疫情后的反弹修复不同，9月高频数据稳步回升，修复的持续性或更好。四季度一方面经济预期回升或给利率带来一定上行驱动，另一方面稳经济仍为主要政策方向，货币市场利率仍维持低位。整体来看，期债多单继续持有，四季度十年期国债收益率区间（2.6%-2.8%）。
- **股指观点：**当前操作上建议暂观望，后续建议关注企业盈利前景以及政策预期能否改变市场预期。从风格上，我们认为在市场情绪企稳之后，IC和IM表现将继续强于IF和IH。
- **商品观点：**俄乌冲突持续，继续关注原油价格变化对能源化工产业链的影响，此外黑色系商品预期变化较大，建议继续关注。
- **贵金属观点：**美联储态度明显偏鹰，四季度还有两次议息会议，加息步伐仍在持续，对金价形成下行压力。但短期金价已在低位，建议维持观望。



本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

THANK YOU

www.cnzsqh.com

