

摘要:

9月全球资本市场波动加剧，主要围绕两条主线交易。第一美联储依旧把遏制通胀放在首要目标，在经济转入衰退风险逐步加大的情况下维持鹰派的货币政策，9月再度加息75BP。第二是9月下旬英国财政宽松刺激计划引发英镑汇率大幅走弱，英国国债集中抛售，使得全球股债市场再度迎来腥风血雨。总体来看，全球权益市场9月集体下挫。相较于美股而言欧洲权益资产9月跌幅相对较窄，亚太地区恒生和韩国综合指数下挫较为猛烈。债券市场方面，英国国债下旬遭到了短期集中抛售，英国30年国债收益率一度达到5%。恐慌情绪波及欧洲和美国，全球债券抛压增强，10年期美债利率一度升破4%。欧元区债券收益率9月末升至多年新高。以印度和巴西为代表的新兴市场资产表现依旧坚挺，巴西延续三季度以来股债双牛的走势。外汇市场方面，美元指数再创新高，主要非美货币兑美元进一步贬值。大宗商品市场价格集体下挫，能源价格跌幅居前。

9月美国通胀数据再度超预期，就业市场仍维持强劲，通胀粘性仍较强。叠加OPEC+减产200万桶/日，市场对11月美联储再度加息75BP预期再度增强。欧元区和英国经济转入衰退的风险进一步上升，全球资本市场风险偏好10月预计难有提升，风险资产仍将承压。对欧元区和英国股债资产继续维持空配的策略，美债中长期角度来看逐步迎来多配的机会。新兴经济体中巴西和印度的股债市场仍具较好的吸引力。国内权益资产的估值水平已极具吸引力，下一阶段的预期回报预计将好于债券。外汇市场方面，全球主要非美货币短期兑美元有进一步贬值的压力，美元指数的强势预计将延续至年底。人民币汇率较其他主要非美货币而言仍将相对坚挺，中长期兑美元汇率不具备持续贬值的基础。商品市场方面，黄金价格近期有望探明底部，原油价格在OPEC+限产的提振下有望短期反弹。基本金属价格将回归自身产业逻辑驱动，迎来阶段性走强。美国住房市场的衰退将持续，房屋销量将继续萎缩，房屋价格预计年内触及本轮景气周期顶点而后回落。国内地产销售有望延续弱复苏，但地产投资和新开工的企稳回升仍需时日。

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

作者：宏观策略组 梁海宽

执业编号：F3064313(从业) Z0015305(投资咨询)

联系方式：010-68518650/ lianghaiquan@foundersc.com

成文时间：2022年10月8日 星期六



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

一、	9月大类资产走势回顾.....	3
二、	全球宏观经济综述.....	4
三、	股票市场.....	11
四、	债券市场.....	14
五、	外汇市场.....	20
六、	商品市场.....	21
七、	房地产市场.....	23
八、	大类资产配置建议.....	25

一、9月大类资产走势回顾

9月全球资本市场波动加剧，主要围绕两条主线交易。第一美联储依旧把遏制通胀放在首要目标，在经济转入衰退风险逐步加大的情况下依旧维持鹰派的货币政策，9月再度加息75BP。第二是9月下旬英国财政宽松刺激计划引发英镑汇率大幅走弱，英国国债集中抛售，使得全球股债市场再度迎来腥风血雨。总体来看，全球权益市场9月集体下挫。相较美股而言欧洲权益资产9月跌幅相对较窄，亚太地区恒生和韩国综合指数下挫较为猛烈。债券市场方面，英国国债下旬遭到了短期集中抛售，英国30年国债收益率一度达到5%。恐慌情绪波及欧洲和美国，全球债券抛压增强，10年期美债利率一度升破4%。欧元区债券收益率9月末升至多年新高。全球主要经济体10年期国债收益率9月多以上行为主。以印度和巴西为代表的新兴市场资产表现依旧坚挺，巴西延续三季度以来股债双牛的走势。外汇市场方面，美元指数再创新高，主要非美货币兑美元进一步贬值。大宗商品市场价格集体下挫，能源价格跌幅居前。

大类资产月度涨跌一览							
股市	%	债市	BP	外汇	%	商品	%
深证成指	-8.78	巴西	-27.55	英镑	-3.89	CMCI贵金属	-1.22
俄罗斯	-16.11	希腊	74.61	澳元	-6.46	CMCI畜产品	-3.49
沪深300	-6.72	意大利	62.37	林吉特	-3.49	CMCI工业	-4.82
恒生指数	-13.69	西班牙	55.04	离岸人民币	-3.31	CMCI指数	-6.09
巴西圣保罗IBOVESPA指	0.47	日本	1.80	印度卢比	-2.32	CMCI农产品	-2.32
上海综指	-5.55	美国	63.60	加元	-5.06	CMCI能源	-12.41
韩国综合	-12.81	英国	128.62	欧元	-2.51		
纳斯达克指数	-10.50	葡萄牙	54.91	泰铢	-3.36		
JSE南非40	-5.51	澳大利亚	29.00	印尼卢比	-2.50		
富时新兴指数	-7.73	印度	20.78	瑞士法郎	-0.97		
MSCI发达市场价值	-8.76	德国	56.80	美元指数	3.14		
标普500	-9.34	法国	50.76	日元	-3.99		
富时100	-5.36	爱尔兰	49.99	卢布	0.42		
道琼斯工业	-8.84	南非	44.70	巴西雷亚尔	-5.33		
日经225	-7.67	中国	10.28				
孟买SENSEX30	-3.54						

图 1-1: 9月各大类资产价格涨跌幅

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

二、全球宏观经济综述

美国 2022 年二季度 GDP 修正为萎缩 0.6%，略好于-0.9%的首次预估数据。已连续第二个季度录得环比负值，进入“技术性衰退”。二季度经济下行的压力主要来自私人库存以及投资的下降，联邦、州和地方各级政府支出的下降。但净出口以及消费改善一定程度对冲经济下行压力。由于进口连续第四个月下降，美国 7 月份商品贸易逆差收窄至去年 10 月以来最低水平。在整体经济中占比最大的消费者支出第二季度的表现被向上修正为增长 1.5%。初值数据为增长 1%。美国二季度经济整体仍维持韧性，尚未出现明显的衰退迹象。

进入三季度后消费仍维持坚挺，美国密歇根大学消费者信心指数三季度持续回升，9 月已升至 58.6。但制造业受持续加息的影响开始出现疲弱迹象。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 为 50.9，预期为 52.2，前值为 52.8。就业数据的表现再度超预期强劲，9 月失业率重新回落至 3.5%，新增非农就业 26.3 万人，好于 25 万人的预期。通胀依旧顽固，虽然 7 月一度出现见顶迹象，但 8 月数据再超预期。8 月核心 CPI 同比增速升至 6.3%，前值为 5.9%。核心 PCE 物价指数 8 月同比增长 4.9%，高于预期的 4.7%，前值为 4.6%，同比增速创今年 5 月以来的最高记录，8 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.6%，高于预期的 0.5%，前值为 0.1%，环比增速接近历史高位。9 月工资增长水平仍较高，工资通胀螺旋继续。强劲的就就业数据叠加居高不下的通胀，坚定了美联储的鹰派决心。9 月再度加息 75BP，且 11 月继续加息 75BP 的可能性增大，引发近期全球资本市场的剧烈波动。

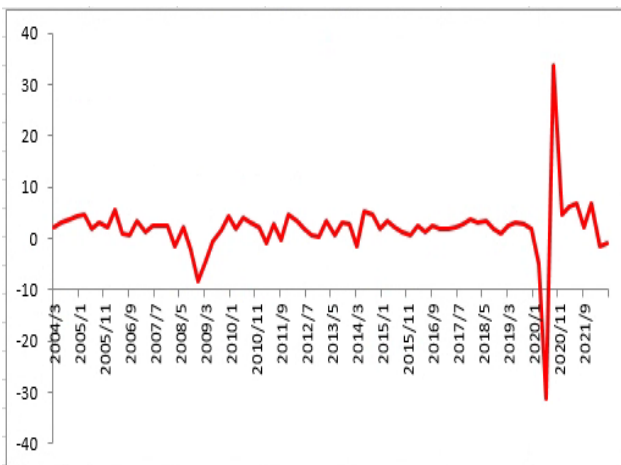


图 2-1 美国 GDP 季调折年率环比增速

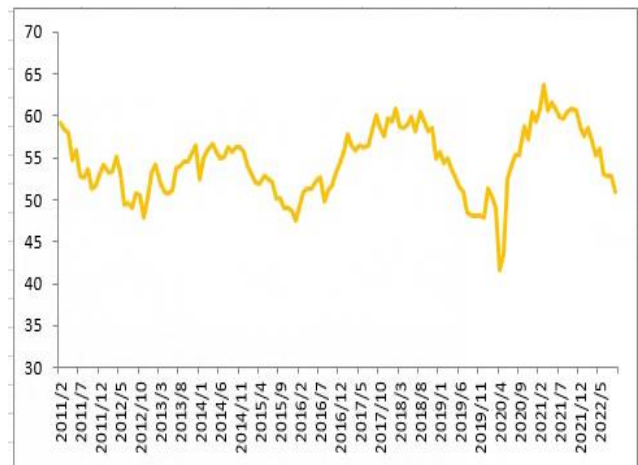


图 2-2 ISM 制造业 PMI 走势

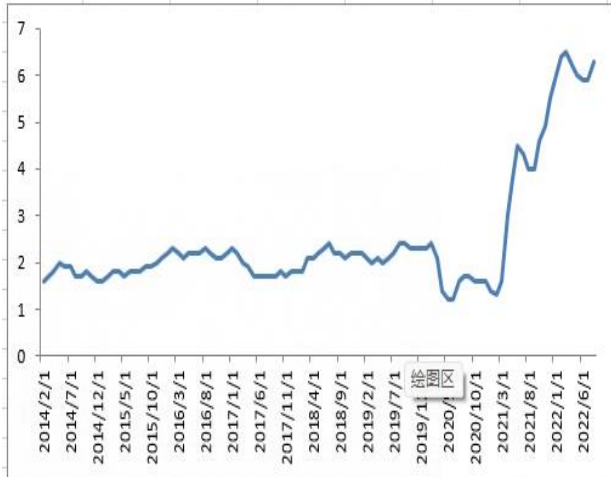


图 2-3 美国核心通胀走势



图 2-4 密歇根大学消费者信心指数

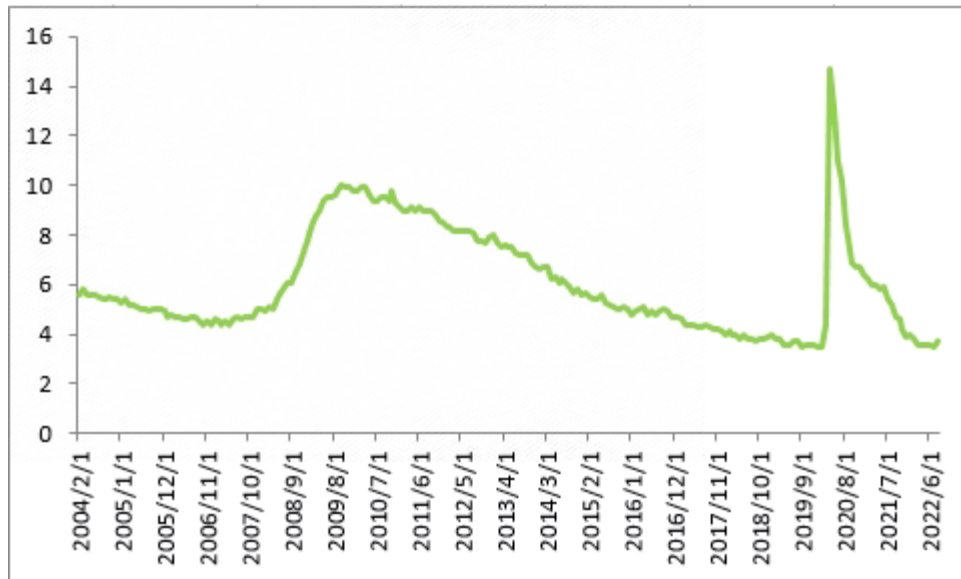


图 2-5 美国失业率变化

今年二季度欧元区 GDP 同比增长 3.9%，为去年三季度以来的最低值，低于预期的 4%。环比增长 0.6%，低于预期的 0.7%，但仍维持扩张。意大利和西班牙受益于旅游业的复苏，经济活动的恢复也较为明显。欧盟复苏基金一定程度上抵消了能源成本上升对家庭支出的影响。而德国经济开始受到能源价格大幅上涨的冲击，供应链中断，出现 1991 年以来的首次贸易逆差。相较而言欧元区小型经济体表现更好。服务业的恢复是欧洲上半年经济复苏的主要动力。三季度欧元区通胀压力仍居高不下，8 月份通胀录得纪录新高的 9.1%，即使是剔除了包括能源和食品等波动较大的分项数据，欧元区 8 月份的核心通胀率仍录得 4.3%。欧元区 8 月生产者物价指数 (PPI) 较前月上升 5.0%，预估为上升 4.9%；欧元区 8 月生产者物价指数 (PPI) 较上年同期

上升 43.3%，预估为上升 43.1%。9 月通货膨胀率升至 10%，再次创下历史新高。欧洲央行 9 月 8 日公布利率决议，将主要再融资利率、贷款利率、存款利率超预期上调 75 个基点，为 1999 年来首次。

能源价格的上涨和加息对欧元区经济活动和产出的抑制在三季度进一步显现。欧元区 9 月服务业 PMI 终值降至为 48.8，为 20 个月以来新低，预期 48.9，前值 48.9。欧元区 9 月综合 PMI 终值为 48.1，预期 48.2，前值 48.2。其中德国 9 月服务业 PMI 终值为 45，预期 45.4，前值 45.4。德国 9 月综合 PMI 终值为 45.7，预期 45.9，前值 45.9。预计三季度欧元区经济增速进一步放缓，但在财政支出的和复苏基金的支撑下仍可维持小幅扩张，预计环比增长 0.2%。欧元区经济衰退的风险在四季度将明显增加，主要源于能源价格冬季的上涨压力将更大，而服务业复苏对经济的提振作用逐步减弱。

欧洲央行下调 GDP 增速预期，预计 2022 年 GDP 增速为 3.1%，2023 年为 0.9%，2024 年为 1.9%。（6 月预期分别为 2.8%、2.1%和 2.1%）。预计 2022 年通胀率为 8.1%，2023 年为 5.5%，2024 年为 2.3%。（6 月预期分别为 6.8%、3.5%和 2.1%）



图 2-6 欧元区 19 国 GDP 季调环比增速

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

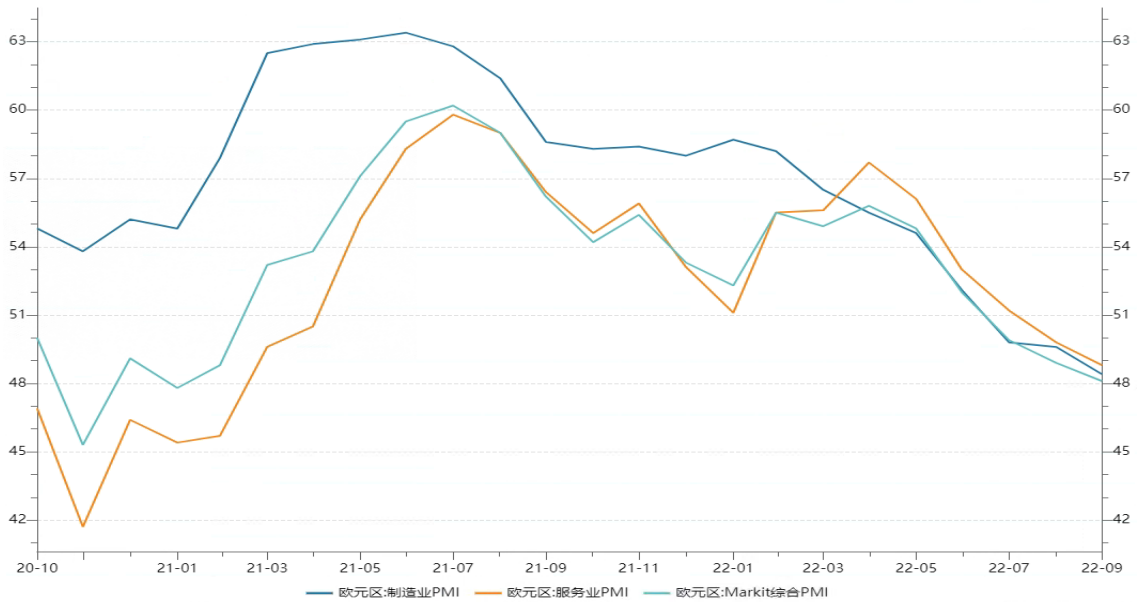


图 2-7 欧元区 PMI 走势

资料来源：同花顺，方正中期研究院

英国经济年初恢复速度快于同期的欧元区以及美国，进入二季度后增速开始放缓，GDP 月率为-0.1%，为 2021 年 3 月以来的最大降幅。进入三季度后，通胀压力继续增大，英国央行加息路径进一步趋陡，消费信心数据大幅走弱，创出历史新低。英国前期的经济韧性主要是由于通胀可以向下游消费传导，但随着消费信心的下降，原料价格的高企对经济活动的抑制作用开始增强。英国 8 月制造业 PMI 下降至 47.3，跌破荣枯线，9 月小幅回升至 48.4，但仍处于荣枯线下方。9 月服务业 PMI 和综合 PMI 环比均进一步下降。

当前英国面临的通胀压力是发达经济体中最大的，英国 7 月 CPI 录得两位数，继续刷新 1989 年有数据纪录以来的新高。英国 7 月 CPI 月率录得 0.6%，为 2022 年 1 月以来最小增幅，8 月 CPI 虽然出现小幅回落，但仍处于绝对高位。英国央行本轮加息周期早于美国开启，自去年 12 月以来已进行了 7 次加息，9 月再度加息 50 个 BP 至 2.25%，符合市场预期，基准利率持续刷新 2008 年以来的最高水平。

特拉斯上台后试图用财政宽松，行政限价和补贴的方式解决高能源价格对经济的冲击。英国财政大臣在几乎没有和市场沟通的情况下公布了 2200 亿英镑的减税和能源补贴计划。英国政府的财政宽松与英央行前期缩表的态度出现分歧，债务规模增加的预期使得市场对英国控制贸易和财政赤字的信心崩塌，英镑和英国国债遭到了短期集中抛售，引发全球资本市场动荡。英国养老金持有的国债衍生品头寸面临保证金飙升，引发大量养老金被动平仓，短期流动性的枯竭迫使英国央行态度出现转鸽，9 月 28 日宣布启动临时国债购买计划。全球资本市场的恐慌情绪有所平复，英国 10 年期和 30 年期国债收益率结束倒挂。

英国经济在三季度虽然出现承压，但预计仍能维持小幅增长，四季度转入衰退的可能性较大。抗通胀仍是当前英央行的关注重点，预期英央行后续将进一步大幅加息以抵消宽松财政对通胀的进一步助推。当前英国居民的资产负债表相对健康，超储率较高，后续有一定的加杠杆空间。叠加政府财政政策的进一步发力，可以在一定程度上减弱高通胀对经济的冲击。预计本轮英国经济的衰退与之前历次相比将较为温和，通胀压力下行后的复苏速度也将更快。

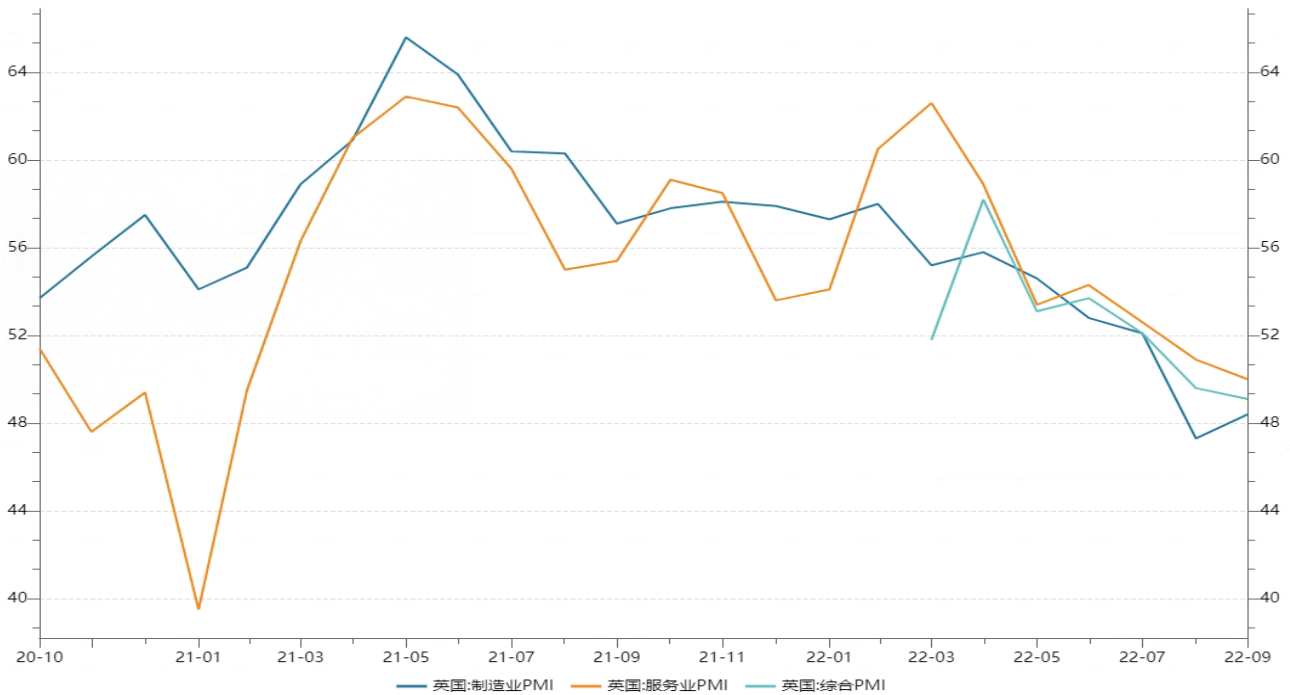


图 2-8 英国 PMI 走势

资料来源：同花顺，方正中期研究院

日本第二季度实际 GDP 年化季率修正值 3.5%，预期 2.90%，前值 2.20%。3 月底开始对企业防疫政策的逐步放松，对于日本经济的恢复起到了至关重要的作用，消费复苏，企业支出增长。但进入三季度后日本经济复苏的节奏开始放缓。虽然日元的贬值一定程度提振了日本的出口。7 月日本对华，对欧盟以及对美国的出口均出现增加，其中对欧盟出口增加 31.6%，一举扭转了年初以来持续扩大的贸易逆差。但日元的贬值加剧了国内输入型通胀的压力，日本 7 月工业产出月率终值 0.8%，前值 1.00%。日本 7 月工业产出年率终值 -2%，前值 -1.80%。日本 8 月核心 CPI 同比增 2.8%（预期 2.70%，前值 2.40%），超过日本央行 2% 的目标。日本 9 月制造业 PMI 终值 50.8，前值 51，20 年期政府债券收益率持续刷新 2016 年 1 月以来最高水平。

9月22日，日本央行在货币政策会议后宣布继续坚持当前超宽松的货币政策，维持利率水平不变，9月央行的整体购债规模进一步扩大。

展望后市，受全球总需求下降影响，日元贬值对日本出口的提振作用可能不及预期。尽管日元对美元汇率跌至24年来新低，但预计日本8月贸易逆差可能创9年多来新高。同时日元的加速贬值进一步加剧了日本国内的通胀压力，后续将对居民消费形成抑制。四季度日本经济的复苏节奏预期将环比放缓，全年GDP增速预计在1.3%。

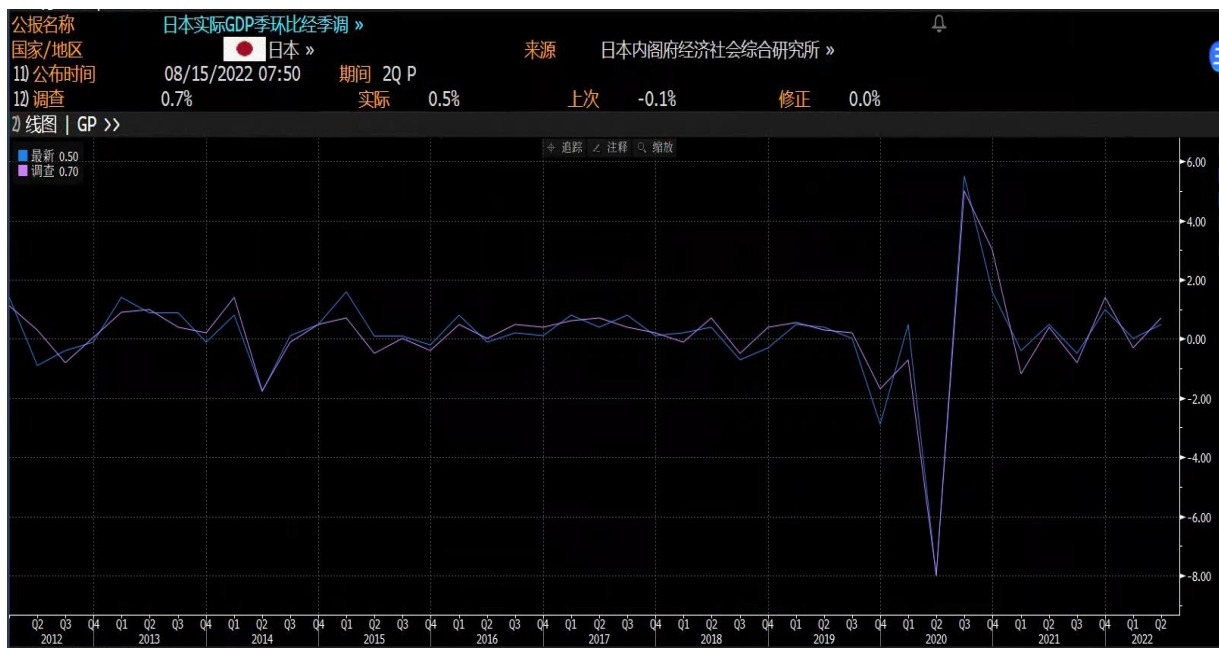


图 2-9 日本实际 GDP 季调环比增速

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

国内信用经过5-6月的扩张后7月明显走弱。但8月社融和新增人民币贷款均出现反弹。8月社融规模增量为2.43万亿，比上年同期少增5571亿元，但较前值7561亿元增幅明显。企业中长期贷款改善明显，反映实体信贷需求正逐步回暖。1-8月，社会融资规模增量累计为24.17万亿元，比上年同期多2.31万亿元。8月新增人民币贷款1.25万亿元，同比多增390亿元，较7月也有明显提升。企业中长期贷款改善较为明显，居民中长期贷款复苏节奏偏缓。8月1年期LPR下调5个基点至3.65%，5年期以上LPR下调15个基点至4.3%。9月LPR维持不变，后续仍有进一步下调空间。

MI和M2的剪刀差进一步走扩。8月末，M2余额259.51万亿元，同比增长12.2%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和4个百分点；M1余额66.46万亿元，同比增长6.1%，增速比上月末低0.6个百分点，

比上年同期高 1.9 个百分点。企业和居民投资消费信心仍有待进一步恢复。9 月中国综合 PMI 产出指数从 51.7 降至 50.9，复苏节奏进一步放缓。但制造业 PMI 从 49.4 升至 50.1，重回荣枯线上方，非制造业的扩张有所放缓，PMI 从 52.6 降至 50.6。1-8 月固定资产投资同比增长 5.8%，比 1-7 月上升 0.1 个百分点。8 月超预期的降息以及一系列对地产销售端支持政策的效果开始逐步显现。9 月地产销售出现小幅复苏的迹象，但地产投资和新开工的企稳仍需时日。国内 8 月通胀压力有所下降。全国居民消费价格同比上涨 2.5% 绽放，涨幅较上个月回落 0.2 个百分点。工业生产者出厂价格同比上涨 2.3%，涨幅较上个月下降 1.9 个百分点，连续 10 个月回落。CPI-PPI 进一步收窄。

国内稳增长政策后续有望进一步发力，货币政策可能进一步宽松。乐观估计地产销售四季度有望边际改善，地产投资对经济增速的拖累将减弱。2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债额度 10 月底前有望发行完毕，优先支持在建项目。明年的专项债额度有望提前下发，基建投资的高景气度四季度仍将维持。国内总需求有望逐步改善，宽货币逐步向宽信用传导，风险资产回报预期有望提升。



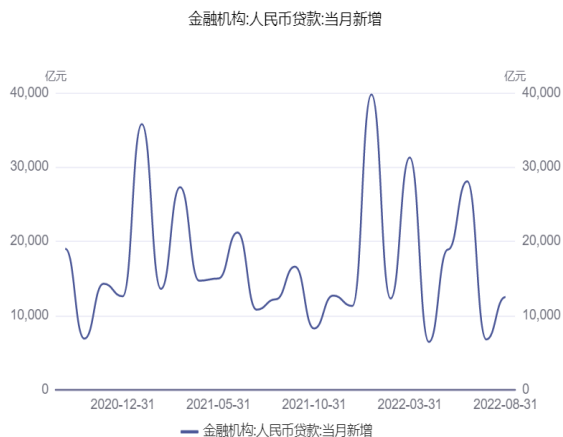
数据来源：同花顺iFinD

图 2-10 中国 PMI 走势



数据来源: 同花顺FinD

图 2-11 社融规模增量月度走势



数据来源: 同花顺FinD

图 2-12 新增人民币贷款月度走势

资料来源: 同花顺, Bloomberg, 方正中期研究院

三、股票市场

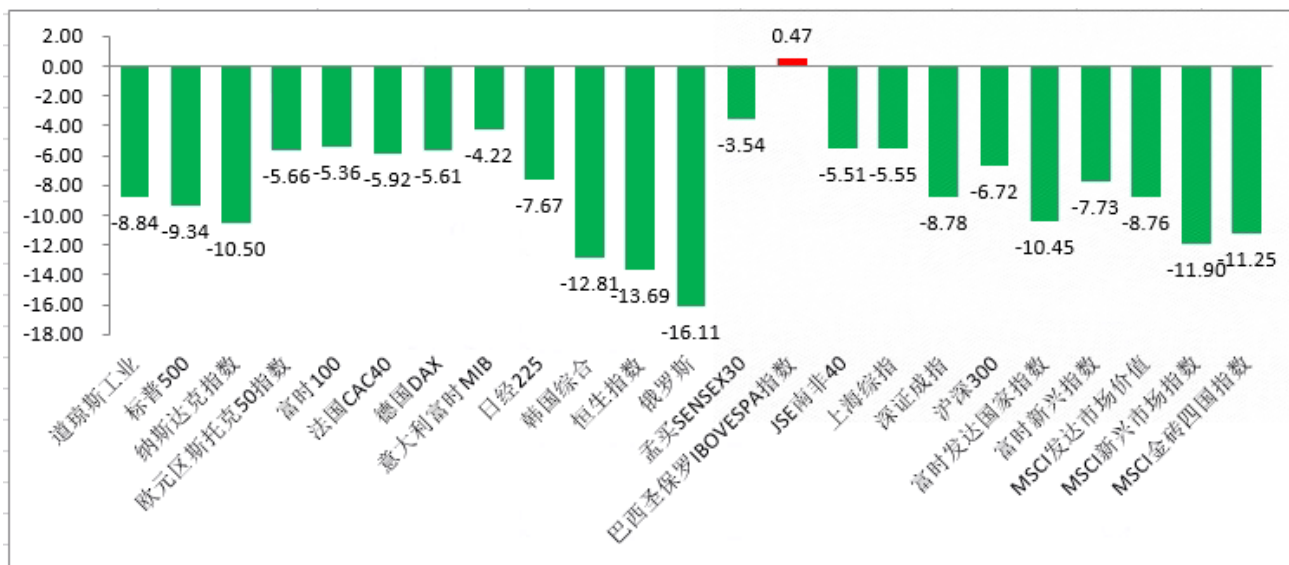


图 3-1 9月全球股市回报率表现



图 3-2 发达市场与新兴市场股市表现



图 3-3 美国股市表现

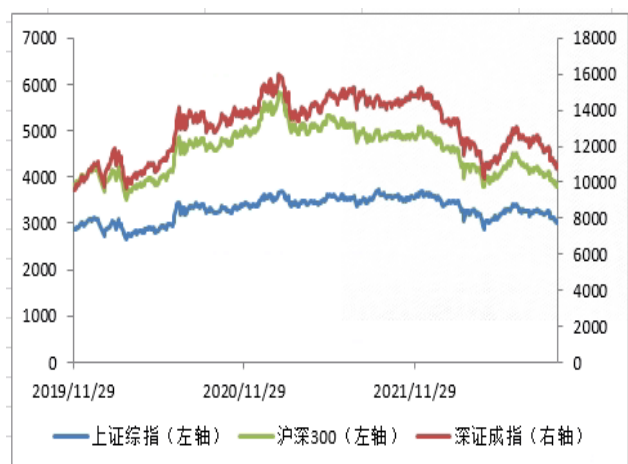


图 3-4 中国股市表现

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

美联储依旧把遏制通胀放在首要目标，9月再度加息75BP，在近期全球资本市场加剧波动，经济转入衰退风险逐步加大的情况下依旧维持鹰派的货币政策。叠加英国财政宽松刺激计划引发英镑汇率大幅走弱，英国国债集中抛售，全球股债市场9月再度迎来腥风血雨。标普500指数已连续第三个季度下挫，创2008年以来的最长记录。美股9月录得2002年以来表现最差的9月，标普和道指月跌幅均接近10%。标普年内跌幅已达到25%，市值累计蒸发约10万亿美元，跌幅为1931年以来历史第三。市场恐慌情绪加剧，买入看跌期权的仓位明显升高。9月的最后一个交易日，道琼斯和标普指数均跌破6月低点，为2020年3月疫情爆发以来的最大月度跌幅。澳元兑日元汇率从高位回落，美股波动率再度抬升，“恐慌指数”一度攀升至112

年来高点。相较而言欧洲权益资产 9 月跌幅较窄，亚太地区恒生和韩国综合指数下挫较为猛烈，恒生指数一度跌破 2011 年低点。韩国金融服务委员会已开始准备启动股市平准基金，9 月港股股票回购规模达到 176 亿港元，刷新历史记录。新兴市场权益市场的表现依旧坚挺，巴西股票市场录得 9 月全球主要市场中唯一的正回报，印度市场跌幅也较窄。美联储持续鹰派的加息使得人民币汇率短期承压，A 股 9 月延续下行趋势，但成交量明显缩窄，抛压逐步减弱，整体跌幅在全球中相对较窄。

近日联合国呼吁全球主要央行谨慎对待收紧的货币政策。近期全球金融市场的剧烈动荡使得美联储对自身行动对全球经济和金融系统的影响的关注度开始提升。英国央行 9 月底开启的救市使得市场开始预期后续美联储可能出现的转鸽，利率期货市场反应出市场对 11 月加息 75BP 的预期一度出现减弱的迹象。美元的强势出现松动，全球风险资产偏好 10 月初迎来集体回升，欧美股市迎来强劲反弹，恒生指数也一度收复 18000 关口。但随后出炉的 9 月美国通胀数据显示通胀压力依旧超预期，就业市场仍维持强劲。叠加 OPEC+ 减产 200 万桶/日，原油价格迎来止跌反弹，市场对 11 月美联储再度加息 75BP 预期再度增强，美欧股市结束反弹，再度回落。

当前全球权益资产对美联储后续可能进一步鹰派的加息预期已逐步消化，流动性因子对美股的施压将逐步减弱，业绩对美股的支撑作用将显现。美股逐步临近本轮下行周期的底部区域，年底有望出现企稳。欧元区进入冬季后高通胀的压力将进一步显现，未来欧央行仍面临较大的加息压力，工业产出面临进一步收缩。与美国不同，欧元区经济并没有明显的过热迹象，推动欧元区通胀的主要因素是能源价格的飙升和持续的供应瓶颈。四季度转入衰退的可能性增大，欧元区权益资产短期难言企稳，建议继续规避。英国央行短期救市后加息路径较欧元区和美国将更为陡峭，近期债务规模增加的预期使得市场对英国控制贸易和财政赤字的信心崩塌。10 月 21 日，标普，穆迪将重新评估英国政府的信用评级，一旦评级遭下调，英国资产将再度面临抛售。年内对英国权益资产继续维持空配策略。巴西权益资产三季度回报较好，一方面巴西经济增速年初以来超预期，同时其本币的高名义利率使得套利资金持续流入，四季度仍将是全球权益资产的避风港。日本经济的复苏节奏预期将环比放缓，叠加日元的疲弱，日本股市四季度或将再度面临承压下行。国内方面，A 股经过第三季度的调整后自身估值优势再度显现。二季度整体利润水平好于预期，维持一定韧性，CPI-PPI 价差进一步收敛。当前国内流动性较为充裕，未来货币政策仍有进一步宽松的空间，随着稳增长力度的进一步增强，四季度 A 股上市公司利润空间有望改善。资产端和估值端对国内权益资产价格均有上行驱动。

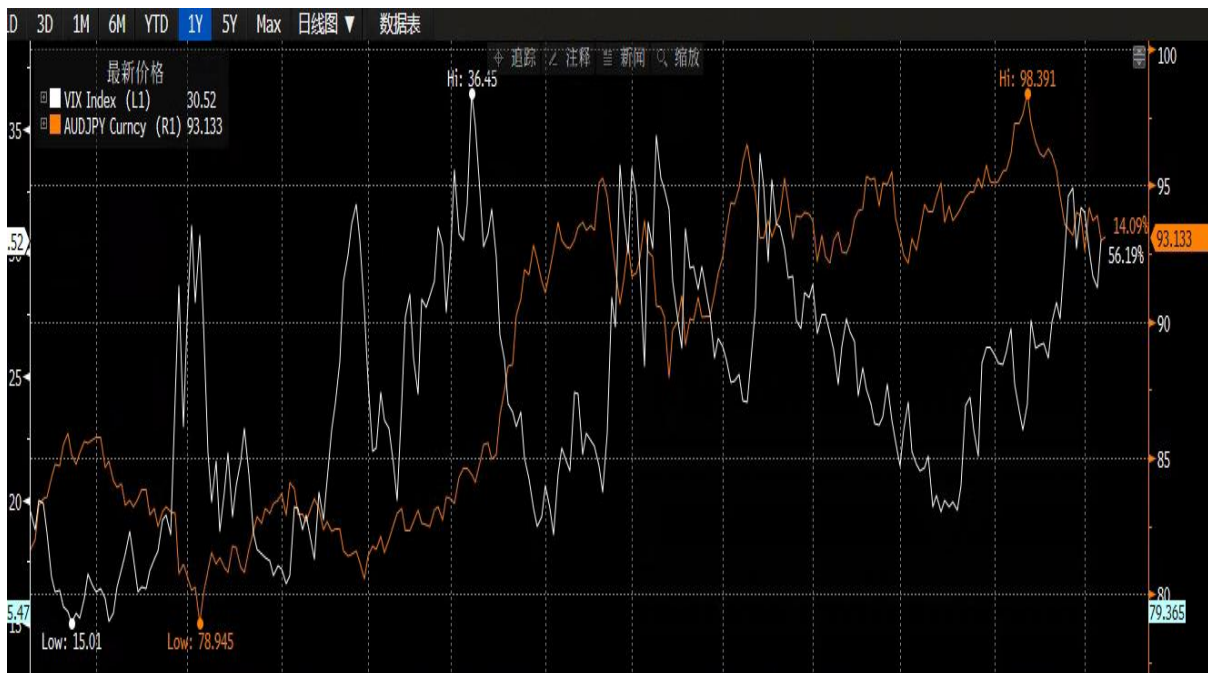


图 3-5 澳元兑日元汇率与美股波动率走势对比

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

四、债券市场

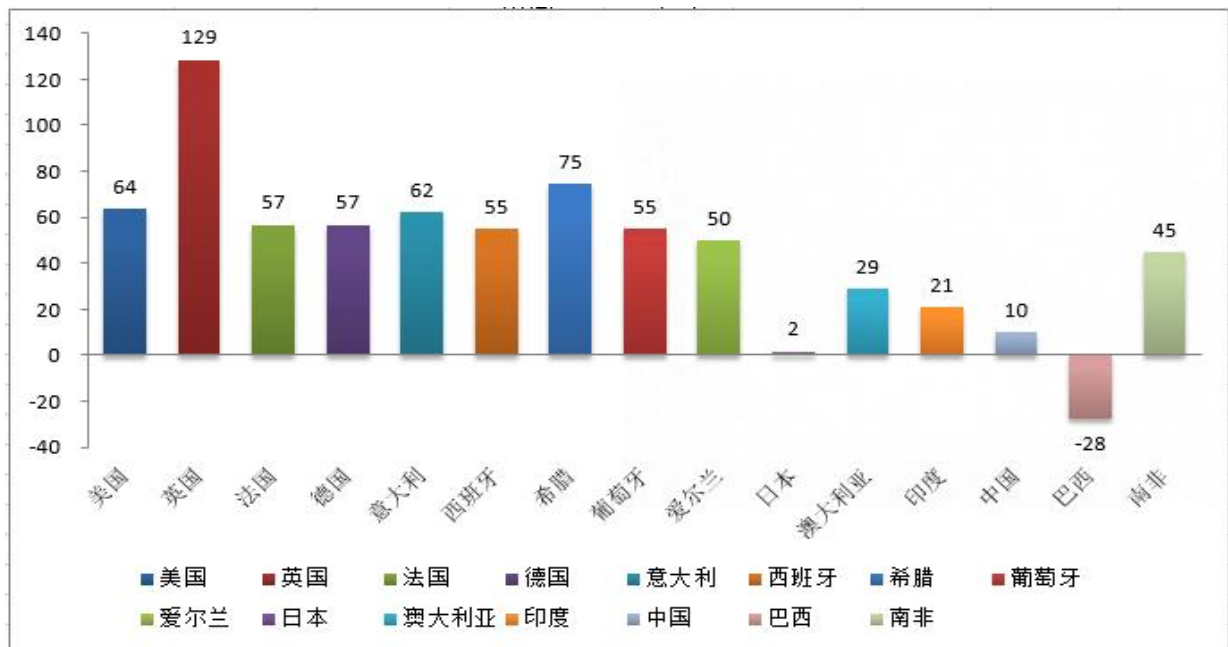


图 4-1 9月主要经济体10年期债券收益率变化 (BP)

9月全球债券市场收益率多以上行为主。美联储继续维持鹰派，9月再度加息75BP，美国长短端利率继续上行，倒挂程度加深。进入9月下旬后，英国债券市场风云突变。特拉斯上台后试图用财政宽松，行政限价和补贴的方式解决高能源价格对经济的冲击。英国财政大臣在几乎没有和市场沟通的情况下公布了2200亿英镑的减税和能源补贴计划。本轮财政宽松本质是将债务偿还寄希望于未来经济的复苏，但在当前投资信心不足的情况下政府短期将面临财政赤字和债务的压力。英国政府与英央行前期缩表的态度出现分歧，债务规模增加的预期使得市场对英国控制贸易和财政赤字的信心崩塌，英国国债遭到了短期集中抛售，市场预期英央行后续将进一步大幅加息以抵消宽松财政对通胀的进一步助推。英央行9月22日宣布将于10月开始缩表，进一步加大了国债的抛售压力，英国30年国债收益率一度达到5%。英国养老金持有的国债衍生品头寸面临保证金飙升，引发大量养老金被动平仓，短期流动性枯竭，进一步推升了国债收益率，进入负反馈模式。恐慌情绪波及欧洲和美国，全球债券抛压增强，10年期美债利率一度升破4%。欧元区债券收益率9月末升至多年新高。其中，德国十年期国债收益率一度触及近11年来新高；意大利国债收益率涨幅更为明显，十年期国债收益率一度突破4.7%。受到市场密切关注的意大利和德国国债收益率差在一度扩大至265个基点。当地时间9月26日，意大利右翼联盟领导人乔治娅·梅洛尼宣布在议会选举中获胜，成为了意大利自二战以来首位担任极右翼政府首脑的女性首相。市场担忧梅洛尼所领导的极右翼联盟一旦上台，可能给意大利乃至欧盟带来较大的不确定性，使得意大利十年期国债收益率创出近10年新高。日本央行9月继续维持大笔购债，使得日本国债利率整体维持稳定。韩国财政部亦于9月30日紧急回购2万亿韩元债券。印度和巴西债券市场继续受到资金青睐，巴西10年期国债收益率9月小幅回落，延续股债双牛的走势。

为缓解流动性危机，英国央行9月28日宣布启动临时国债购买计划，每个交易日购买50亿英镑至10月14日，购债总规模达650亿英镑。消息公布后英国国债市场大幅反弹，英国10年期和30年期国债收益率结束倒挂，全球股债券市场出现短暂的止跌。但不改英央行后续的缩表和加息计划。从利率期货市场隐含的加息次数来看，市场预期英央行后续的加息路径将最为陡峭。11月加息大概率超过100BP，甚至有125BP的可能。本轮加息周期将持续至明年年中，基准利率抬升至5.8%附近。英国债券市场后续仍将面临较大的抛售压力。相较而言，市场对欧元区后续的加息路径相对谨慎，近期对10月加息75BP的预期有所下降，但对欧债年内仍建议规避。美联储年内或将再度加息125BP，11月加息75BP，12月加息50BP的概率较大。美债后续的抛售压力将有所减轻，在全球债市中的配置比例有望再度提升，中长期来看已逐步具备多配价值。印度和巴西的债券资产同样具备新引力，短期可尝试持续持有。

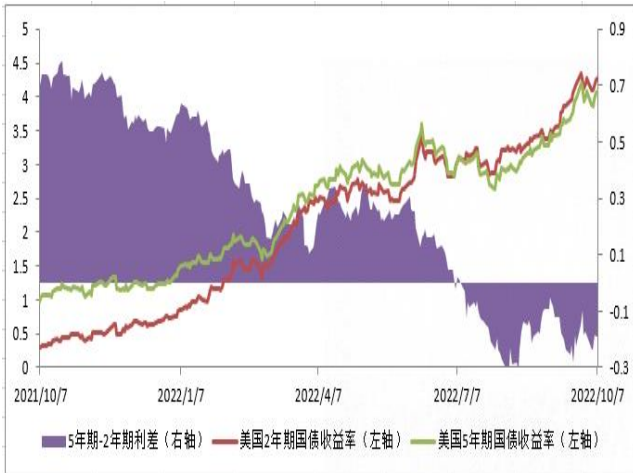


图 4-2 美国国债期限利差

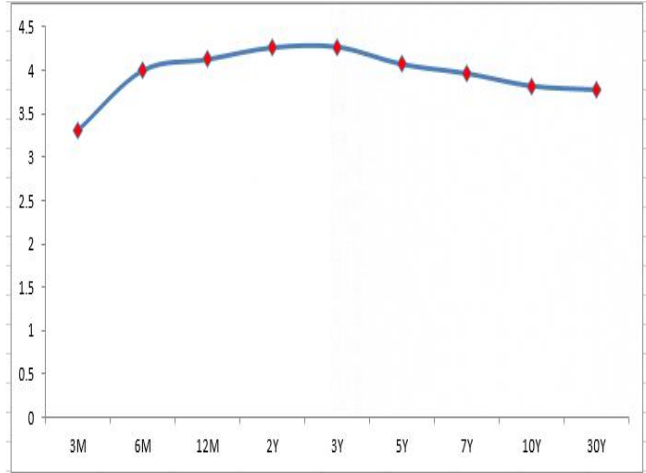


图 4-3 美国利率期限结构



图：4-4 CME 利率期货隐含美联储政策利率和加息/降息次数

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

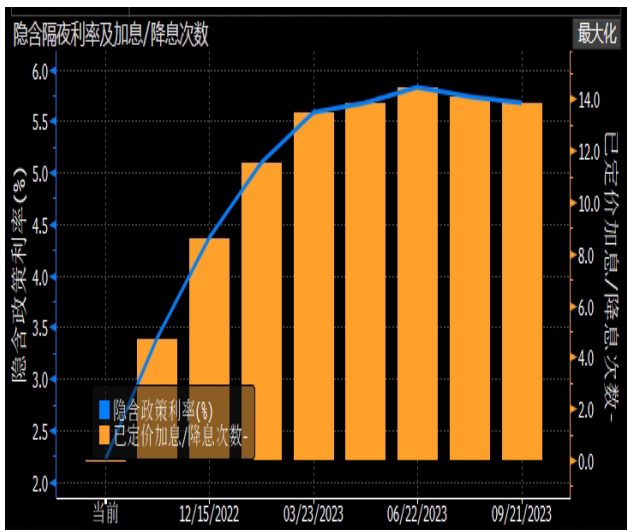


图 4-5 英国央行隐含加息次数

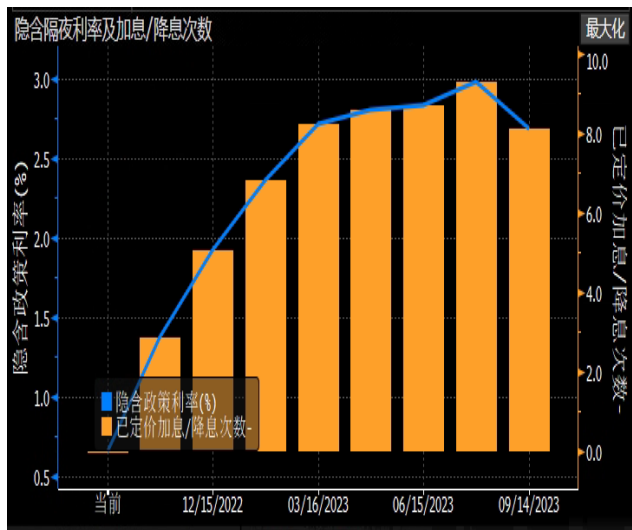


图 4-6 欧央行隐含加息次数

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

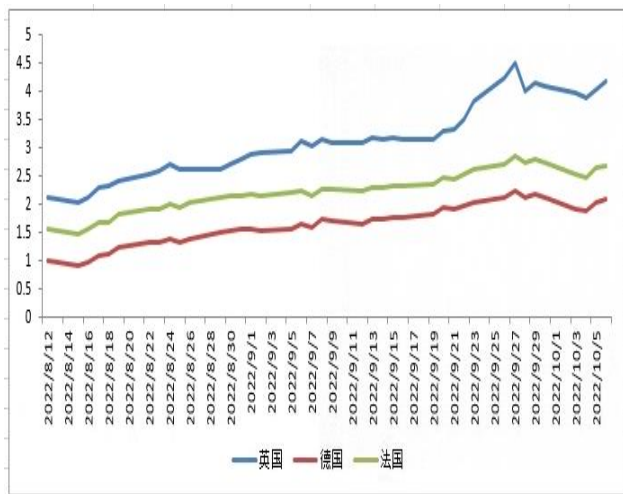


图 4-7 英、法、德十年期国债收益率走势

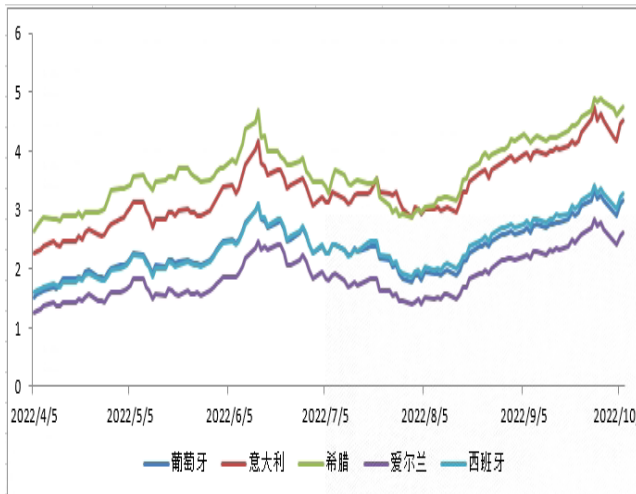


图 4-8 欧洲其他经济体十年期国债收益率走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

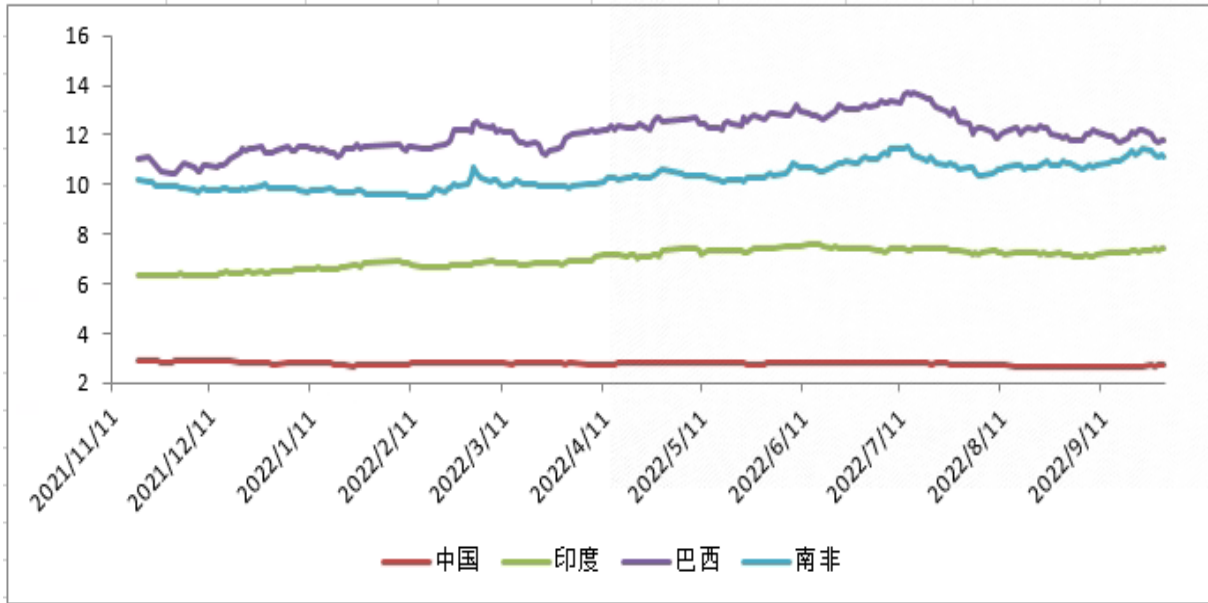


图 4-9 金砖国家十年期国债收益率走势

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

国内股债市场 9 月集体承压，8 月社融出现复苏，企业内生性融资需求向好，10 年期国债利率止跌回升，缓步上行。但在美联储持续加息下，中美利差倒挂程度进一步加深。临近 9 月末方才出现企稳迹象，但当前倒挂仍超过 100BP。8 月央行下调 1 年期 MLF 利率 10 个基点，政策利率主动向市场利率靠拢。当前国内 10 年期国债利率已降至历史低位水平，较为充分地计价了本轮降息的影响。但宽货币向宽信用的传导仍需时间，后续稳增长力度有望进一步增强，利率有进一步下调的可能。本轮债券市场的牛市有望延续。

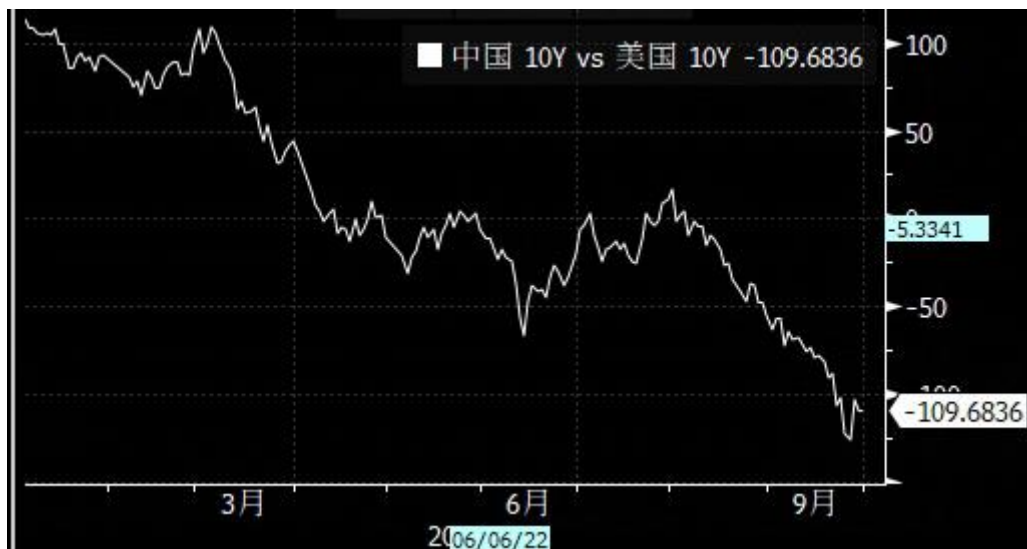


图 4-10 中美 10 年期国债利差走势

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

9月国内股债指数的比值再度回落，降至低于近5年均值的1.5倍标准差附近，当前的股债指数比值处于近5年来5%附近的百分位。国内权益资产的估值水平相较债券已极具吸引力，后续随着国内稳增长力度的进一步增强，美联储加息节奏放缓，市场风险偏好有望提升，权益资产相较于固收资产而言有更好的回报预期。

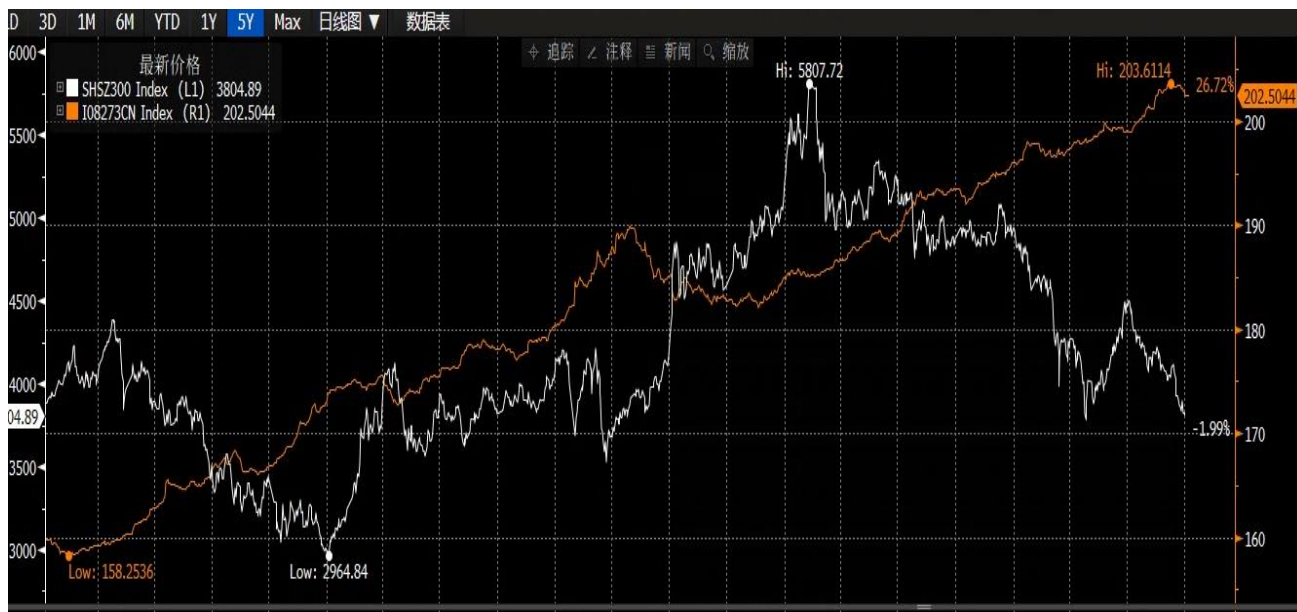


图 4-11 国内股债指数走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

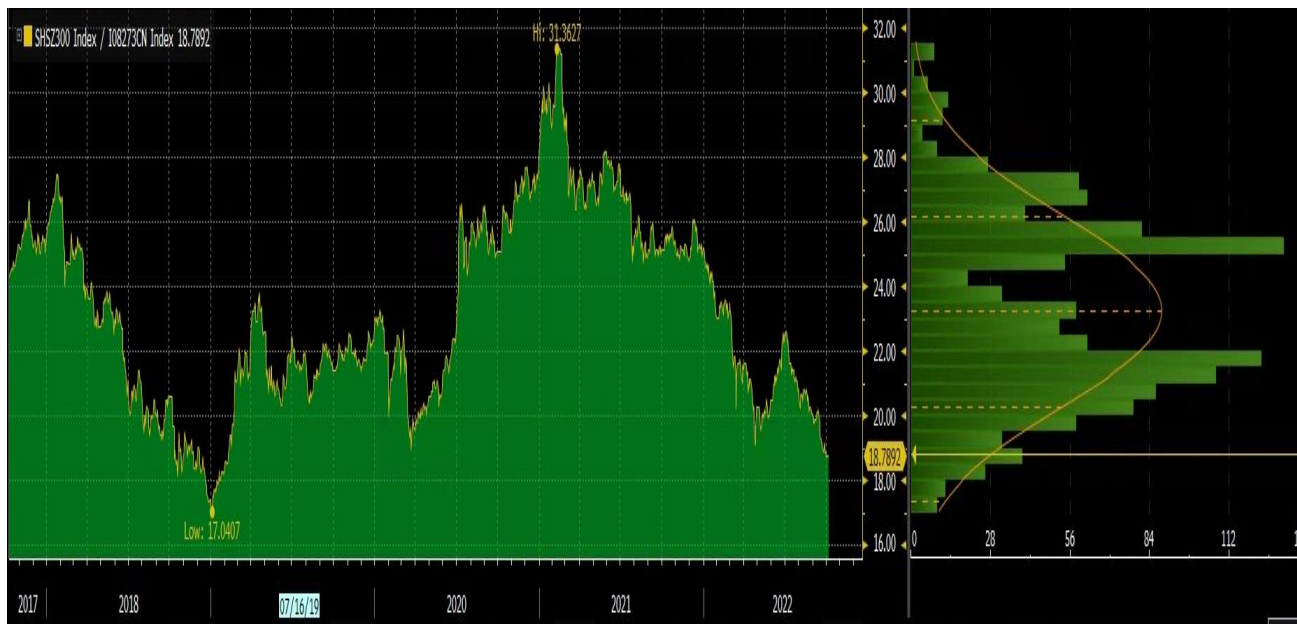


图 4-12 国内债股指数比率变化

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

五、外汇市场



图 5-1 美元指数与欧元汇率走势图



图 5-2 美元兑人民币汇率走势图

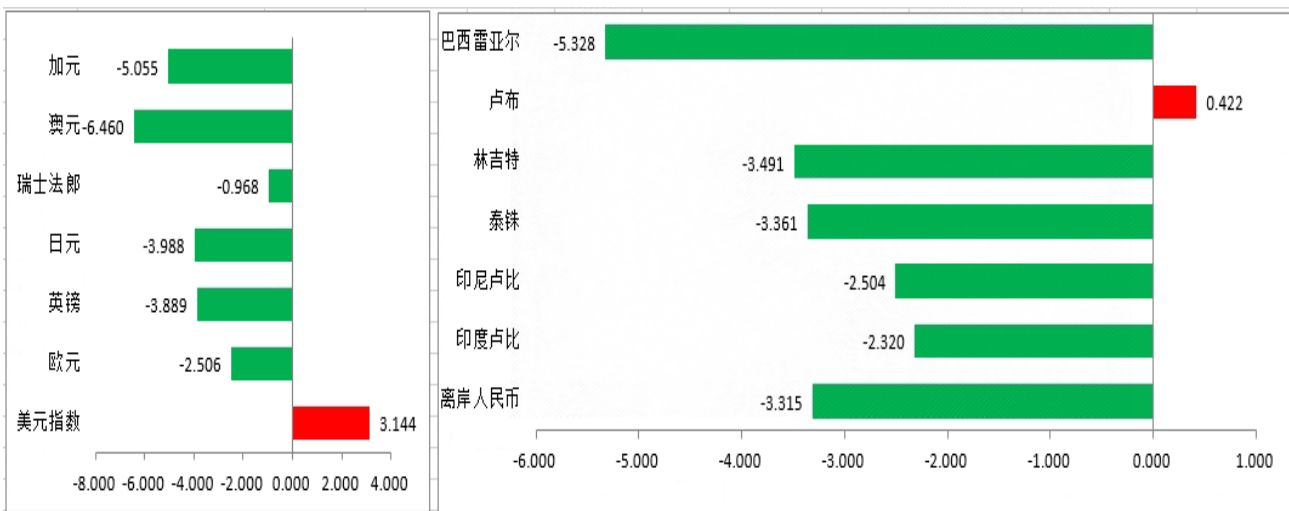


图 5-3 9月全球主要货币兑美元汇率表现

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

9月美联储继续加息75BP，叠加其他主要货币出现短期快速贬值，美元强势依旧，临近月末美元指数突破115关口。英国央行9月仅加息50BP，与美利差再度走扩。9月末英国政府试图用财政宽松，行政限价和补贴的方式解决高能源价格对经济的冲击。英国财政大臣在几乎没有和市场沟通的情况下公布了2200亿英镑的减税和能源补贴计划。英国政府与英央行前期缩表的态度出现分歧，债务规模增加的预期使得市场对英国控制贸易和财政赤字的信心崩塌，英镑遭到了短期集中抛售，英镑兑美元月末暴跌至37年最低值。为缓解短期流动性危机，英国央行9月28日宣布启动临时国债购买计划，每个交易日购买50亿英镑至10月14日，购债总规模达650亿英镑。消息公布后英国国债市场大幅反弹，英镑兑美元汇率出现短暂的止跌

回升。但中期来看，英国仍面临经常项和资本项目下双流出的压力，英镑弱势难改。欧元区四季度面临更为严峻的能源供应形势，迫使欧央行在经济增速已明显放缓的情况下进一步加快加息节奏，欧元区经济冬季大概率将转入衰退。欧元对美元汇率将继续承压。美元的持续强势使得全球其他主要央行近期开始逐步出手干预汇率市场。日本时间 2022 年 9 月 22 日 17 时 15 分、日本财务省财务官神田表示：近期日本当局对日元汇率过度的波动表示担忧，刚刚实施了外汇干预。虽然历史经验表明显示外汇干预难以逆转趋势，但日本目前的 180 万亿日元的外汇储备相对充足，可以起到延缓日元贬值步伐的作用，等待美联储货币政策出现转向。美元指数 9 月累计上涨幅度超过 3%，全球主要非美货币除去卢布外本月对美元均出现不同程度的贬值。前期相对坚挺的雷亚尔，加元和澳元本月贬值幅度相对较大，而前期走势偏弱的日元和英镑在央行的干预下贬值幅度相对较小。美联储 11 月仍有可能再度加息 75BP，在主要非美货币依旧疲弱的预期下，美元指数的强势预计将延续至年底。

人民币兑美元汇率三季度以来同样面临着兑美元贬值的压力，进入 8 月后贬值压力增加。9 月美联储继续加息 75BP，中美利差倒挂程度加深，离岸人民币兑美元汇率一度跌破 7.2。但相较其他主要货币而言，人民币本轮贬值幅度相对较小。汇率折算和资产价格变化的影响下，我国外汇储备 9 月环比小幅回落 0.85% 至 30290 亿美元。央行年内第二次下调金融机构外汇存款准备金率，自 9 月 15 日起，外汇存款准备金率由现在的 8% 下调至 6%。中美利差后续或将进一步走扩，但进入冬季后海外供应端受能源制约将更为明显，叠加近期人民币汇率走弱，国内出口韧性料仍可持续。人民币兑美元汇率中长期不具备持续贬值的基础，后续较其他主要非美货币汇率而言仍将相对坚挺。

六、商品市场

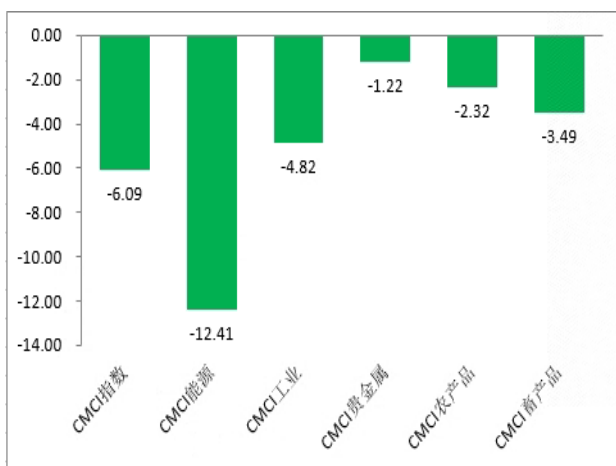


图 6-1 全球大宗商品各板块 9 月涨跌幅

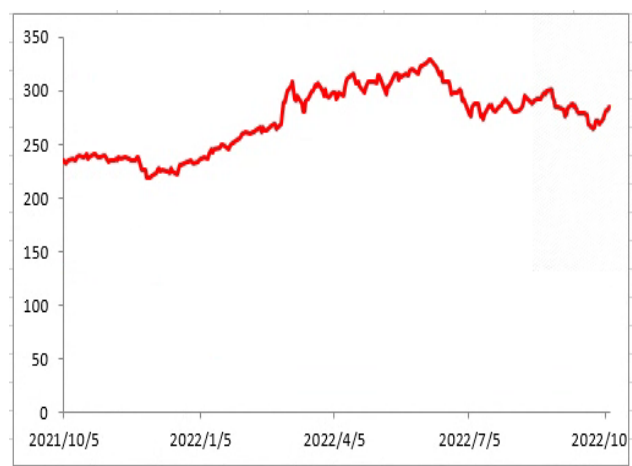


图 6-2 TR CC/CRB 商品价格指数走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

9月美元指数持续走强，全球资本市场风险偏好进一步下降，股债商品市场集体承压。衰退预期下原油价格回落较为明显，使得全球商品价值中枢集体下移。截止9月末CRB商品指数降至268.29，月累计下跌7.6%。彭博CMCI指数累计下跌6.09%。各商品板块价格指数集体下跌，能源价格跌幅居前，工业品价格次之，贵金属相对抗跌。

原油受衰退预期以及强势美元影响9月价格中枢进一步下移，布伦特和WTI价格均跌破90美金，回落至俄乌冲突之间的价格水平。三季度以来市场开始计价伊朗原油供应回归的预期，同时美国继续抛储以缓解供给瓶颈，也在一定程度上缓解原油自身供弱需强的矛盾。美国将针对俄罗斯原油的价格上限定在每桶44美元。近日联合国呼吁全球主要央行谨慎对待收紧的货币政策。近期全球金融市场的剧烈动荡使得美联储对自身行动对全球经济和金融系统的影响的关注度开始提升。英国央行近期的救市使得市场开始预期后续美联储可能出现的转鸽，利率期货市场对11月加息75BP的预期出现减弱的迹象。美元的强势出现松动，全球风险资产偏好集体回升，欧美股市迎来反弹，大宗商品价格集体回暖。叠加OPEC+减产200万桶/日，原油价格迎来止跌反弹。

贵金属方面，三季度初美国通胀一度出现见顶迹象，美联储偏鹰的表态使得通胀预期也有所回落，美债实际收益率抬升，美元指数走强，黄金价格承压。白银叠加自身工业品属性，在总需求预期转弱的情况下跌幅更为明显。但9月美国通胀数据再度超预期，叠加OPEC+减产200万桶/日，通胀预期再度上行。而美联储后续加息节奏将逐步放缓，美债实际利率将面临下降。贵金属价格阶段性底部逐步显现，年内有望出现止跌回升。

有色金属价格季度的下挫主要是受宏观衰退预期的影响，自身基本面仍较好，多数品种库存处于历史低位水平。能源对供应端约束愈发明显。近期全球金融市场的剧烈动荡使得美联储对自身行动对全球经济和金融系统的影响的关注度开始提升。英国央行近期的救市使得市场开始预期后续美联储可能出现的转鸽，美元指数回落，有色金属价格得到提振。中长期角度来看，本轮美元的强势临近尾声，基本金属承压最明显的时刻即将过去。有色板块后续价格走势将逐步回归自身基本面驱动，国内旺季需求逐步显现，低库存下价格弹性较好，具备阶段性反弹动力。锌本来从库存和成本角度来看就是有色板块中价格较为坚挺的品种。随着海外精锌库存的继续去库，以及冬季来临后能源紧张的局面进一步加剧，未来一阶段锌价仍将处于有色板块中的领涨位置。

黑色金属受国内需求影响更为明显，9月下游终端消费开始呈现出了一定的旺季特征。成材库存进一步去化，降至近年低位水平。国庆节前下游出现集中补库，主流贸易商建材成交量和铁矿港口现货日均成交量均升至年内最高水平。成材和炉料端价格集体走强，表现出一定的旺季特征。10月终端消费有望延续旺

季特征，钢厂利润将从被动走扩转向主动修复，对炉料端价格将形成正向反馈。黑色金属价格有望延续回升趋势。

七、房地产市场

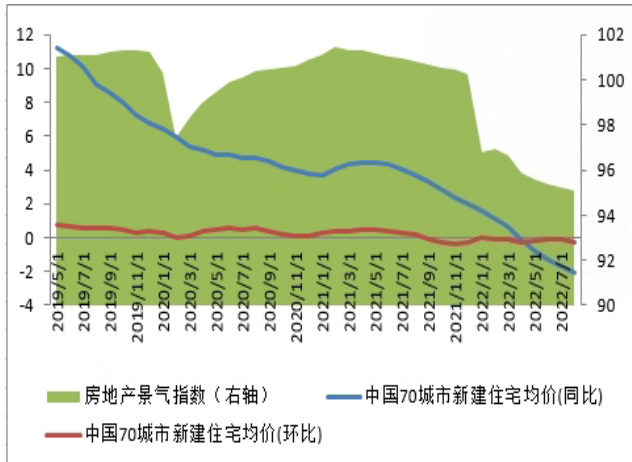


图 7-1 国内房地产行情

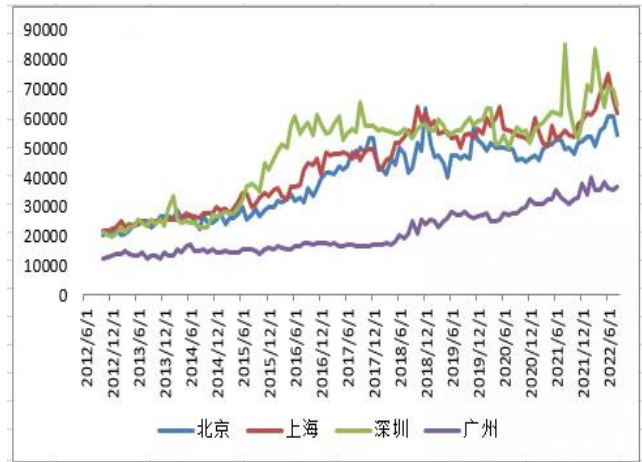


图 7-2 国内一线城市房价指数变化

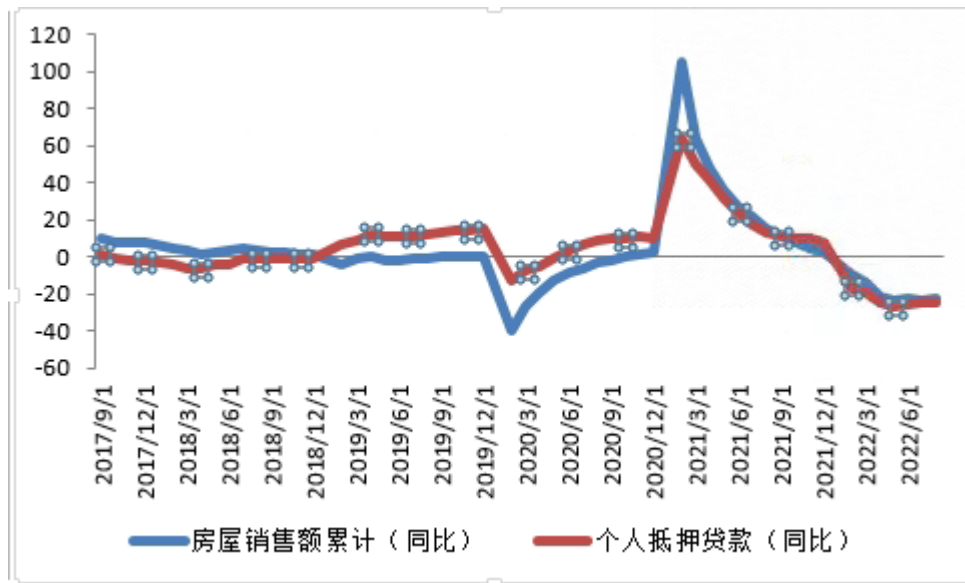


图 7-3 国内房屋销售及个人抵押贷款同比变化

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

8月超预期的降息以及一系列对地产销售端支持政策的效果开始逐步显现。1-8月商品房销售面积87890万平方米，同比下降23%，出现企稳迹象，个人抵押贷款降幅小幅收窄至-24.4%。9月地产销售出现小幅复苏的迹象。但地产投资增速和新开工的企稳仍需时日。1-8月房地产开发投资90809亿元，同比下降7.4%，

降幅进一步扩大，已连续 5 个月下降。8 月全国房屋新开工面积约为 0.9 亿平方米，同比下降 45.7%，单月降幅较 7 月扩大 0.3 个百分点。1-8 月房屋新开工面积 85062 万平方米，下降 37.2%，降幅进一步扩大。8 月房地产景气指数进一步回落至 95.7。价格方面，8 月份 70 个大中城市中商品住宅销售价格下降城市个数有所增加，均价同比降幅小幅走扩至 2.1%，环比降幅小幅走扩至 0.29%。8 月一线城市综合房价指数同比增长 14.2%，环比增长 2.13%。地产销售四季度有望延续弱复苏。但房企拿地意愿短期难有提升，地产投资增速仍面临下行压力，信用走扩仍需时间。

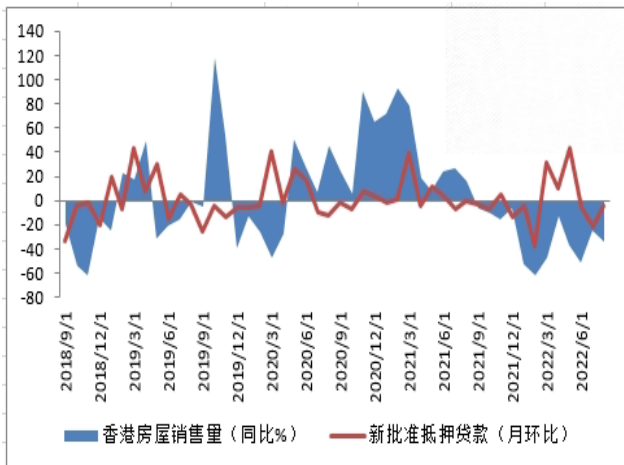


图 7-4 香港房屋销售情况

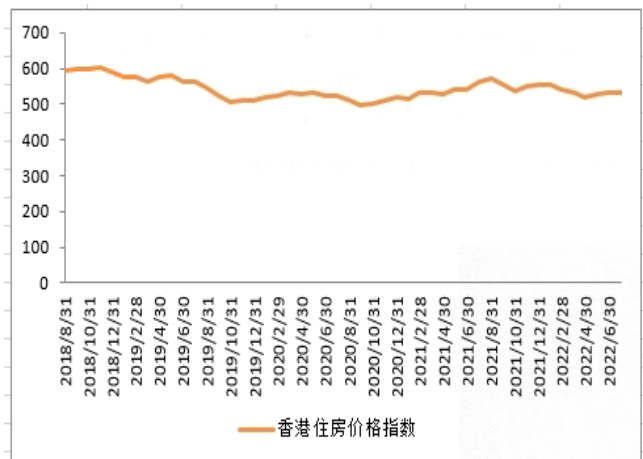


图 7-5 香港住房价格指数

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

香港金管局紧跟美联储加息步伐，9 月基准利率已上调至 3.5%。港股承压，港币贬值压力增加，香港地产销售再度转入低迷，房价进入下行通道。7 月房屋销量同比降幅已扩大至 51.6%，新批准抵押贷款指数同比降幅扩大。9 月香港房屋销量同比跌幅 33.7%，较 8 月跌幅进一步扩大。9 月中原城市领先指数继续下降。8 月新批准的抵押贷款环比下降 3.9%，已连续 3 个月下降。从历史走势来看，香港房屋销量对价格有较好的前瞻作用，量在价先的规律较为明显，预计 10 月香港房屋价格将继续下行。11 月美联储仍有可能再度加息 75BP，香港地产市场的颓势难有明显改善，预计将延续量价齐跌的走势。

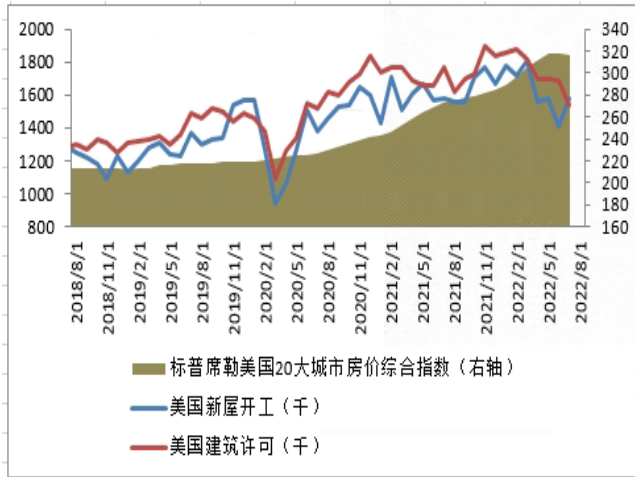


图 7-6 美国房地产行情

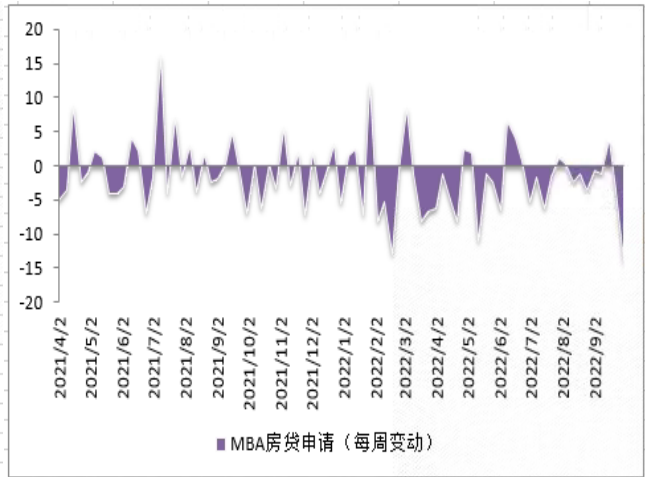


图 7-7 美国 MBA 房贷申请周度变化

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

标普席勒美国 20 大城房价综合指数 7 月出现环比下降，同比增速放缓。美国的新房销售和新房开工虽然在 8 月出现集体反弹，但难掩美国房地产市场当前的疲态。全美国的房屋平均价值在 8 月创下 2011 年 8 月以来的最大跌幅，其中旧金山、洛杉矶等地的房屋价值跌幅最大。美联储的激进式加息使得抵押贷款利率今年以来持续攀升，购房成本的增加对美国房地产需求端的抑制作用愈发明显。NAHB 发布的房地产市场指数 9 月环比继续下降，降至 46，月度已经环比 9 连降。创下了该数据 1985 年有记录以来最长连跌。MBA 房贷申请综合指数 9 月进一步回落，继续刷新历史新低。潜在买家流量的指标下降至 2020 年 5 月以来的最低水平，美国楼市迎来次贷危机后最惨烈的信心滑坡。美联储本轮加息周期预计将持续到明年二季度，30 年期抵押贷款固定利率后续有进一步上行的可能，年内剩余时间预计美国房屋销量将继续萎缩，房屋价格触及本轮周期的顶点后回落。

八、大类资产配置建议

9 月美国通胀数据再度超预期，就业市场仍维持强劲，通胀粘性仍较强。叠加 OPEC+ 减产 200 万桶/日，原油价格迎来止跌反弹，市场对 11 月美联储再度加息 75BP 预期再度增强。欧元区和英国经济转入衰退的风险进一步上升，全球资本市场风险偏好 10 月预计难有提升，风险资产仍将承压。对欧元区和英国股债资产继续维持空配的策略，美债中长期角度来看逐步迎来多配的机会。新兴经济体中巴西和印度的股债市场仍具较好的吸引力。国内权益资产的估值水平已极具吸引力，下一阶段的预期回报预计将好于债券。外

汇市场方面，全球主要非美货币短期兑美元有进一步贬值的压力，美元指数的强势预计将延续至年底。人民币汇率较其他主要非美货币而言仍将相对坚挺，中长期兑美元汇率不具备持续贬值的基础。商品市场方面，黄金价格近期有望探明底部，原油价格在 OPEC+限产的提振下有望短期反弹。基本金属价格将回归自身产业逻辑驱动，迎来阶段性走强。美国住房市场的衰退将持续，年内剩余时间美国房屋销量将继续萎缩，房屋价格触及本轮周期的顶点后回落。国内地产销售有望延续弱复苏，但地产投资和新开工的企稳回升仍需时日。

。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦24楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。