

类别  
宏观策略月报

日期  
2022年10月10日



#### 宏观金融研究团队

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

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

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



## 中国全力支持房地产市场，美联储 控制通胀不惜衰退代价

## 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9月30日,2022年中国大类资产走势为:商品(+14.3%)>债券(+3.1%)>货币(+2%)>股票(-20.9%),商品中工业品和农产品分别上涨15.1%和8.6%而贵金属下跌2%,工业品中能源化工、黑色金属和有色金属分别上涨18.3%、8%和5.5%。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年底点附近触底反弹。9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,欧美经济弱而不衰,美国通胀显示较强韧性,就业市场依然非常紧俏;中国经济延续弱复苏,基建投资稳增长,居民消费有起色,房地产市场依然偏弱,经济增长预期偏悲观。2、经济政策方面,欧美央行集体紧缩,美联储表态为了控制通胀可以不惜衰退代价,英国特拉斯政府欲效仿美国里根政府供给侧改革,市场质疑其财政可持续性,日本政府自1998年以来首次入市干预汇率;中国从房贷利率、交易税费等全方位支持房地产市场,中国货币政策从宽货币转向扩信用,以在减轻人民币贬值压力的同时稳定经济增长。3、地缘政治方面,乌克兰在欧美军事支持下展开有效反攻,乌东四地举行入俄公投并顺利加入俄罗斯,俄罗斯征募预备役士兵约20万,北溪天然气管道被蓄意摧毁。
- 欧美央行不惜承受衰退代价也要坚定紧缩以控制通胀,全球经济衰退预期再度升温,环球股市和大宗商品已经进入确定性熊市阶段;然而主观能动性意味着政府机构不会坐等衰退来临,中国决策层持续推出稳增长措施,日本政府干预日元汇率,英国政府推出大规模财政刺激计划和结构性改革措施,OPEC+开始减产以支持原油价格,这些举动使得相应风险资产出现阶段性反弹走势。展望10月份,我们认为在欧洲央行紧缩和美国中期选举的影响下,美元汇率和美债利率上涨动能将有所减弱,加上中国实施大规模房地产刺激政策,中国股市和国内定价商品将会阶段性走强,但全球经济衰退预期继续利空国际股市和国际定价商品,黄金的避险需求将逐步体现,建议超配蓝筹股和黄金,标配债券而低配工业商品。

# 目录

一、1-9月宏观市场回顾 .....	- 4 -
二、宏观环境评述 .....	- 4 -
2.1 中国抗疫形势缓和 .....	- 4 -
2.2 中国经济延续弱复苏 .....	- 5 -
2.3 欧美经济虽弱但不衰 .....	- 8 -
2.4 中国全面支持房地产市场 .....	- 11 -
2.5 美联储不惜衰退代价控制通胀 .....	- 12 -
2.6 俄罗斯孤注一掷美国离间欧俄 .....	- 15 -
三、资产市场分析 .....	- 16 -
四、中期资产配置 .....	- 19 -

## 一、1-9月宏观市场回顾

截至9月30日,2022年中国大类资产走势为:商品(+14.3%)>债券(+3.1%)>货币(+2%)>股票(-20.9%),商品中工业品和农产品分别上涨15.1%和8.6%而贵金属下跌2%,工业品中能源化工、黑色金属和有色金属分别上涨18.3%、8%和5.5%。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年底点附近触底反弹。9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,欧美经济弱而不衰,美国通胀显示较强韧性,就业市场依然非常紧俏;中国经济延续弱复苏,基建投资稳增长,居民消费有起色,房地产市场依然偏弱,经济增长预期偏悲观。2、经济政策方面,欧美央行集体紧缩,美联储表态为了控制通胀可以不惜衰退代价,英国特拉斯政府欲效仿美国里根政府供给侧改革,市场质疑其财政可持续性,日本政府自1998年以来首次入市干预汇率;中国从房贷利率、交易费税等全方位支持房地产市场,中国货币政策从宽货币转向扩信用,以在减轻人民币贬值压力的同时稳定经济增长。3、地缘政治方面,乌克兰在欧美军事支持下展开有效反攻,乌东四地举行入俄公投并顺利加入俄罗斯,俄罗斯征募预备役士兵约20万,北溪天然气管道被蓄意摧毁。

## 二、宏观环境评述

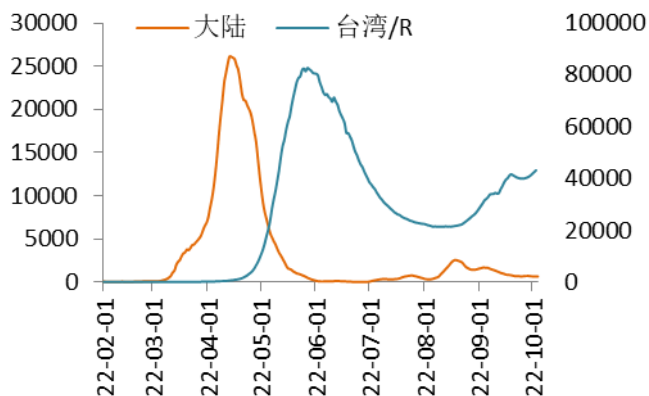
### 2.1 中国抗疫形势缓和

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。欧美消极抗疫一方面使得本地区内疫情更容易扩散,累计感染率的上升以新冠后遗症的

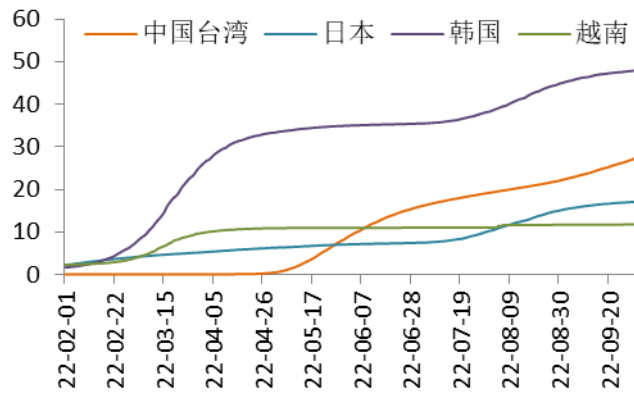
普遍存在持续影响有效劳动力的供给；另一方面使得其他地区抗疫压力大增，中国周边国家地区如韩国、越南、中国台湾、日本等先后进行躺平冲关，作为世界自由港的中国香港实际上也已经进入躺平状态，9月底中国香港大幅度放松防疫措施，这使得坚持动态清零策略的中国大陆的抗疫压力更大。

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根据Omicron变种特点适当调整防疫措施，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，9月份中国大陆日均新增感染者977人，明显低于8月份的1533人，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，而且10月份国庆长假出游旺季肯定还会带来一轮恶化。

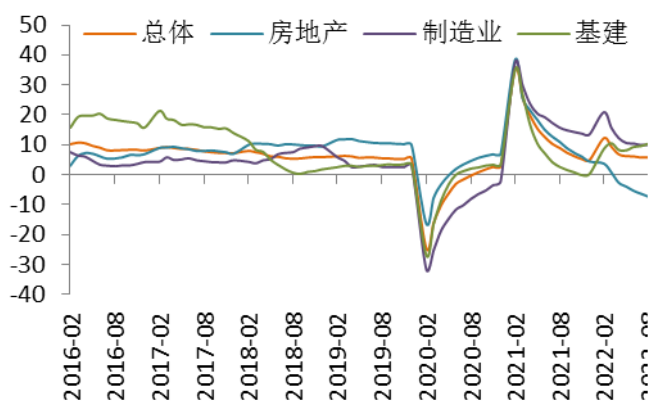
## 2.2 中国经济延续弱复苏

2022年8月份中国投资、出口和消费数据全面回暖，说明在先后两批稳增长政策和宽松货币政策的刺激下，中国经济呈现出短期回暖迹象，我们预计中国经济增长动能回暖势头将在年内得到延续，9月份制造业PMI重新回到荣枯分界线上方；但另一方面这也意味着短期内货币政策将作壁上观，整体宏观政策处于稳定观察期，进一步的全局性政策调整至少得等到10月份会议之后。

1-8 月份中国城镇固定资产投资同比增长 5.8%，增速较 1-7 月份提高 0.1 个百分点。分行业看，1-8 月份房地产投资萎缩 7.4%，萎缩程度较 1-6 月份加大 1 个百分点，房地产销售不振依然在制约房地产行业投资意愿；1-8 月份制造业投资同比增长 10%，增速较 1-7 月份略增 0.1 个百分点，地缘政治风险和疫情防控压力给制造业投资带来的困扰仍然没有很好解决；1-8 月份基础设施建设投资同比 10.4%，增速较 1-7 月份提高 0.8 个百分点，基建继续成为稳增长的定海神针。从企业所有制类型看，1-8 月份民间企业投资同比增长 2.3%，增速较 1-7 月份回落 0.4 个百分点；1-8 月份国有企业投资同比增长 10.1%，增速较 1-7 月份扩大 0.5 个百分点，说明在民间投资意愿不足阶段，国有资本继续发挥稳增长作用，但显然光靠国有资本无法独力推动经济悲观预期彻底逆转，因此我们对中国经济回暖程度不宜过高预期。

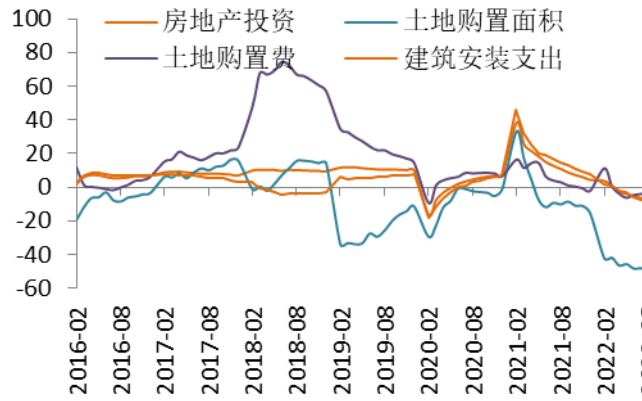
中国 8 月份社会销售零售额同比增长 5.4%，增速较 7 月份提升 2.7 个百分点，也是 3 月份以来的最高值。8 月份消费主要贡献来自汽车消费以及日常消费，8 月份汽车消费同比增长 15.9%，增速较 7 月份提升 6.2 个百分点，也是 2021 年 5 月份以来的最高值，得益于稳增长政策对汽车消费税费的减免和对新能源汽车消费的补贴，使得 8 月份汽车消费呈现淡季不淡的特征；8 月份粮油食品、服装鞋帽、中西药品和日用品等日常消费同比增速均高于 7 月份，显示 8 月份旅游旺季对相关消费的带动作用；但与房地产销售相关的建筑装潢、家用电器和家具等消费增速持续低迷，反映泛地产市场疲软继续对整体消费构成负面冲击。

图3：中国投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国房地产投资增速

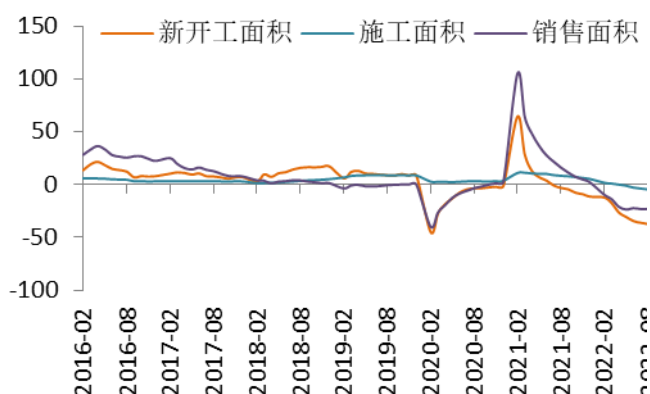


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

1-8 月份房地产销售面积和销售额分别同比萎缩 23%和 27.9%，萎缩程度自 6 月份以来震荡收窄，但改善的幅度非常小；住宅去化月数小幅上升至 4.52 个月，与 2017 年 12 月的水平相似，远低于 2015 年 3 月份的 19.6 个月，因此虽然房地产销售整体疲软，但房地产整体库存水平还是处于较为健康的水平。销售疲软、

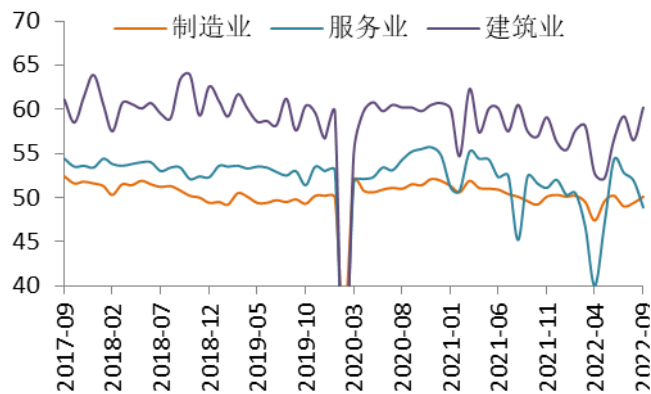
库存水平上升以及房地产市场整体气氛不佳抑制房地产开发商投资建造意愿，1-8月份房地产投资同比萎缩7.4%，萎缩程度较1-7月份扩大1个百分点，其中土地购置费和建筑安装支出分别同比萎缩4.5%和8.7%。虽然6月份以来销售有所企稳，但对于销售前景的不确定性使得开发商放缓建造步伐，1-8月份新开工面积和施工面积分别同比萎缩37.2%和4.5%，萎缩程度均较1-7月份有所加大。根据高频数据显示，9月份10大城市房地产成交面积同比增长5.9%，30大城市房地产成交面积同比萎缩13.9%，均较8月份有明显好转（但还是低于6月份水平）。

图5：中国房地产建造销售增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

中国9月份制造业PMI为50.1%，环比回升0.7个百分点，高于市场主流预期的49.6%。9月制造业PMI好于市场预期，主要得益于稳增长政策持续起效，以及高温异常天气影响减退。制造业生产指数上升到51.5%，为年内次高水平；新订单指数有所回升但仍低于50%，新出口订单再次回落，且连续18个月位于萎缩区间，说明欧洲能源危机带来的需求转移，无法抵消欧美央行集体紧缩导致的整体外需萎缩。中国经济稳增长，一方面肯定要重视外需，人民币汇率灵活性增强十分有必要，起码人民币不能在美元强势阶段也跟着强势；但重点还是要放在内部需求，包括居民消费和民间投资等。现在的问题是稳增长全靠国有企业支撑，1-8月份民间企业投资增速持续下滑至2.3%（作为对比，1-8月份国有企业投资增速为10.1%），要想办法扭转民间悲观预期。

9月份建筑业PMI回升至60.2%，主要反映了基础设施建设稳增长的作用，房地产新开工和施工方面暂时还没有回升迹象。服务业PMI环比回落2个百分点至48.9%，是继3月份至5月份之后再次进入萎缩区间，主要反映了近期内地疫情以及暑假出游旺季结束的影响。由于周边国家地区纷纷躺平冲关，9月底香港地区也大幅放松防疫措施，一方面内地防疫压力增大，另一方面社会心理压力也在累积，近期关于大会后中国防疫政策调整的讨论显著增多。9月份综合PMI为50.9%，

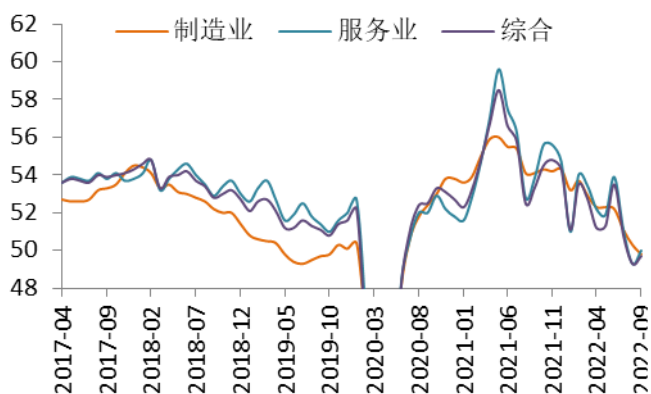
低于上月 0.8 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体继续扩张，但扩张步伐有所放缓。

总体上看，由于年内防疫压力明显上升，乌克兰战争推升企业生产成本和地缘政治风险，房地产行业销售投资整体低迷，欧美央行继续紧缩使得海外经济衰退预期持续上升等因素，中国经济继续处于弱复苏状态，9 月份经济数据较 8 月份变化不大。往前看，随着房地产市场调控政策的进一步放松，以及稳增长政策的持续发力，10 月份中国经济或延续弱复苏状态，环比看经济增长动能或有小幅回升。中国经济能否摆脱弱复苏状态，外部看全球经济衰退前景能否缓解，内部看民间投资消费意愿能否提升，民间悲观预期能否明显减退，对此我们继续密切观察。

### 2.3 欧美经济虽弱但不衰

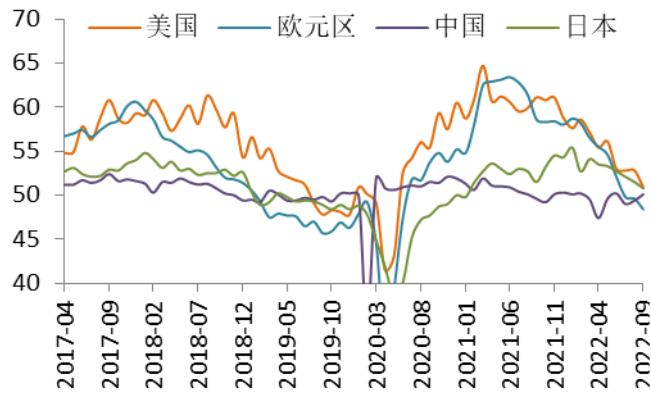
9 月份摩根大通全球制造业 PMI 录得 49.8%，为 2020 年 7 月份以来首次低于荣枯分界线，全球服务业 PMI 环比回升 0.7 个百分点至 50%，全球综合 PMI 虽然环比回升 0.4 个百分点，但依然是连续第二个月位于萎缩区间。9 月份全球 PMI 数据证实全球经济已经进入衰退，但欧美就业市场依然十分紧俏，制造业动能偏弱但服务业动能在就业市场的支撑下依然稳健，意味着欧美经济弱而不衰，这增强了欧美央行在通胀压力下继续收紧货币政策的信心。但这也意味着全球经济衰退压力随着欧美央行不断收紧货币政策而持续上升，我们继续判断 2023 年全球经济衰退为大概率事件。

图7：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

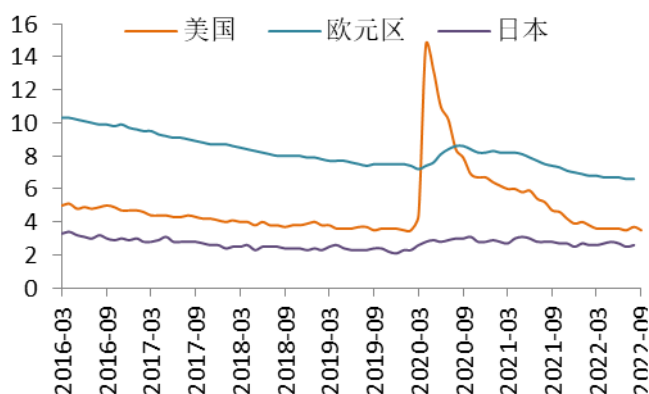
9 月份美国 ISM 制造业 PMI 录得 50.9%，环比下滑 1.9 个百分点，其中新订单指数和就业指数均低于荣枯分界线，说明随着美联储持续收紧货币政策，美国制造业回落压力不断加大；非制造业 PMI 录得 56.7%，环比小幅回落 0.2 个百分点，



依然处于非常健康水平。相比较而言，9月份欧元区 Markit 制造业 PMI 环比回落 1.2 个百分点至 48.4%，服务业 PMI 环比回落 1 个百分点至 48.8%，综合 PMI 48.1% 则是连续三个月位于萎缩区间，这意味着欧元区三季度经济大概率衰退。9 月 PMI 一方面说明全球经济衰退压力加大，服务业 PMI 跟随制造业 PMI 震荡回落是大概率事件；另一方面说明美国经济仍有相对于其他主要经济体的比较优势，综合反映了经济体制差异、美国财政刺激政策以及乌克兰战争等因素，这也使得美元指数偏强运行具有较强的基本面支撑。

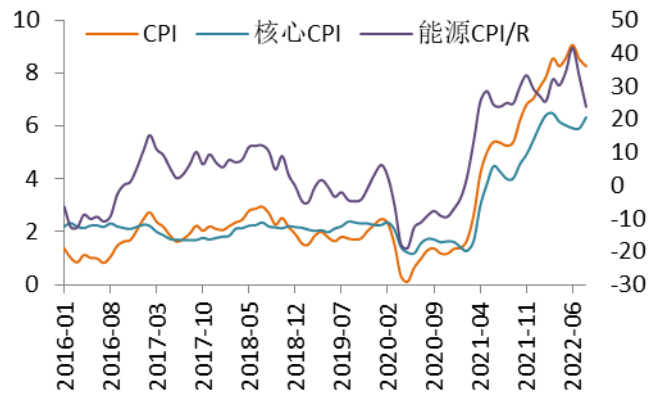
9 月份美国新增非农就业 26.3 万，好于市场主流预期的 25 万，但依然是 2021 年以来的最低水平；9 月份美国失业率环比下降 0.2 个百分点至 3.5%，劳动参与率环比下降 0.1 个百分点至 62.3%，说明美国就业市场依然十分紧俏。9 月份雇员薪资同比增长 5%，虽然是年内次低水平但历史比较来看还是处于 2000 年以来的高水平区间。综合职位空缺数和周度失业数据等数据来看，美国 9 月份就业报告显示美国就业市场继续处于强劲态势，薪资与通胀螺旋上升的风险未得到根本解除，这给予美联储继续大幅度收紧货币政策的信心与理由。

图9：欧美日失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国通胀增速



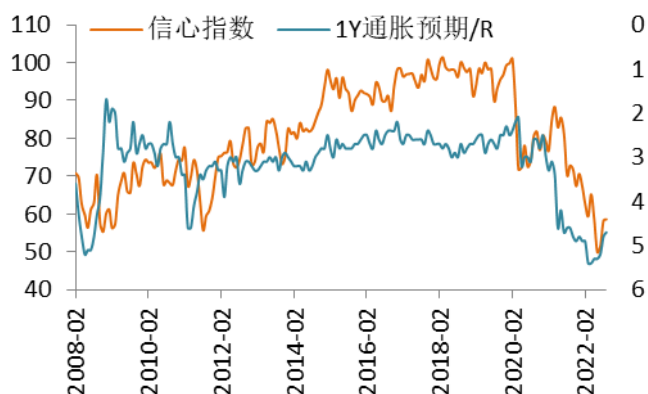
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

8 月份美国整体 CPI 同比增长 8.26%，虽然比上月的 8.52% 有所回落，但高于市场主流预期的 8.1%；核心 CPI 同比增长 6.32%，高于市场主流预期的 5.9%，且为 4 月份以来的高点。从分项环比增长数据看，8 月份美国能源 CPI 环比回落 6.16%，依然是推动整体 CPI 同比增速下行的最大动力，得益于美国政府持续抛售原油储备和推动伊核谈判带来的国际原油供应前景，汽油价格的回落也带动交通运输 CPI 环比回落 3.09%；8 月份美国食品 CPI 环比增长 0.74%，今年以来每个月增幅都在 0.7% 以上。住宅租金 CPI、医疗保健 CPI 和教育通讯 CPI 环比增速均有所加快，意味着美国通胀的主导因素越来越多地转移到服务业上面，这首先得益于大宗商品和美国房地产涨价的滞后效应，其次也与美国就业市场紧俏和雇员薪资增

速坚挺有很大关系；而且这些行业价格指数具有很强惯性和粘性，上升的趋势不易逆转，已经上涨的价格不易跌回来（相对于能源和食品）。整体上看美国 8 月 CPI 数据说明了，虽然国际大宗商品价格在美国政府和美联储不懈努力下已经明显走弱，但是美国经济内部的通胀压力还没有完全释放，美国通胀同比增速开始趋缓但仍具有很强韧性，这给予美联储充足理据去继续大幅度紧缩。

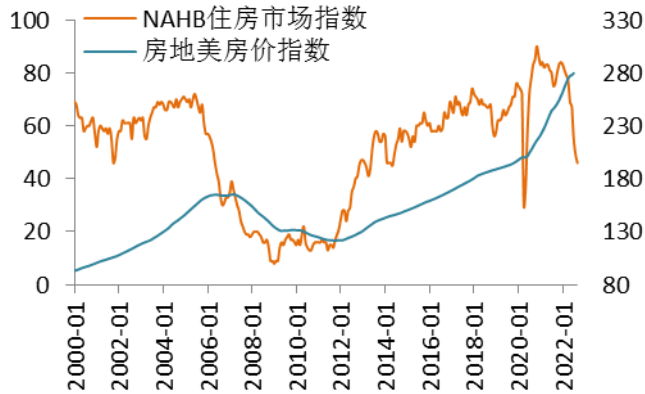
在消费方面，由于美联储持续加快紧缩引发的衰退预期，6 月中旬以来包括汽油在内的大宗商品价格大幅调整，汽油价格回落以及薪资增速坚挺增强了劳动者的购买力，9 月份密歇根大学消费者信心指数录得 58.6，为连续三个月回升，但回升幅度并不算大，且 58.6 的读数依然处于 2008 年以来的低水平区间。由于居民消费占到美国 GDP 总量的 7 成左右，因此消费者信心指数的回升，很可能推动美国三季度 GDP 暂时摆脱技术性衰退；由于美国通胀压力虽然缓解但依然较高，美联储决意压低终端需求以抑制通胀，我们认为 2023 年美国出现实质性衰退的可能性仍然非常大。

图11：消费者信心与通胀预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国房价与房地产市场指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2020 年疫情后美联储实施超宽松货币政策推升流动性溢价，美国政府实施的多轮疫情援助计划提振居民收入，也将本轮美国房地产景气推向高潮。2020 年 11 月份美国全美住宅建筑商协会 NAHB/富国银行住房市场指数达到阶段性峰值水平 90，比金融危机之前峰值水平 72 还要高出一截，可见本轮美国房地产市场相当火爆。但是美国房地产的火爆以及流动性溢价同样大幅推高美国房价，2011 年 10 月房地美房价指数达到金融危机之后的低谷水平（较金融危机前峰值水平下降 26.4%），随后开始新一轮上涨，2020 年美联储降息后房价涨势明显加快，2022 年 7 月份房地美房价指数较 2011 年 10 月累积上涨 129.7%。房价的大幅上涨削弱购房者购买力，全美房地产经纪人协会购买力指数在 2021 年 1 月份达到峰值水平 183.8 随后开始下降，而美联储为控制通胀加速收紧货币政策，则使得抵押贷款

利率更快上升，购买力指数更快下降，2022年7月份购买力指数下降至102.2，较峰值水平下降44.4%，为2000年以来的最低值。美国房地产市场显著降温一方面加剧美国经济衰退前景，另一方面也有利于抑制房价和租金上涨趋势；但在美国居民部门债务杠杆率较低的情况下，我们认为美国房地产市场需要深度降温才能令到房价和租金出现显著跌幅。

## 2.4 中国全面支持房地产市场

2022年中国房地产市场明显走弱，既有前期调控政策过紧、当期防疫压力增加(因此收入预期不确定性上升)的中短期因素，也有中国城镇化率较高(相对经济发展水平而言)、中国居民债务杠杆率较高、房地产行业发展到了瓶颈期等长期因素。在中短期因素和长期因素等多个负面因素的综合作用下，2022年1-8月份中国房地产投资累计萎缩7.4%，并势必录得2000年以来的首次年度萎缩。

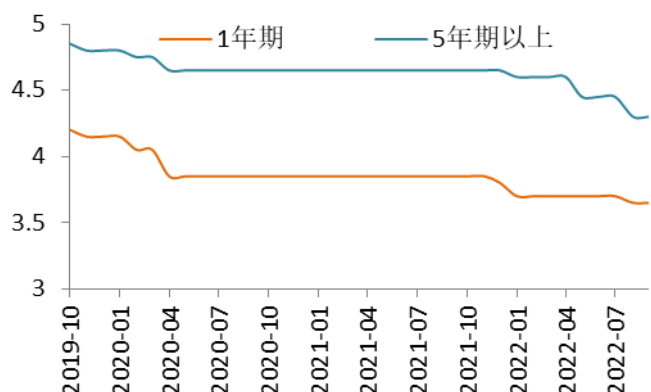
因应房地产市场明显走弱态势，在房住不炒基调坚定不动摇的基础上，各地房地产调控政策持续放松，包括下调政策利率和加减点下限、放松首套房首付比例等，但效果并不显著。鉴于房地产行业顺周期特征及其在国民经济中的支柱作用，近期中国房地产调控政策继续大幅度放松，我们判断房地产行业触底回升的概率较大，但触底后的回升幅度不宜过高预期，无论是房价还是投资销售，整体上都会处于弱复苏格局，而且不同城市之间以及城市的不同区域之间的分化会愈加突出。

5月15日，中国央行和银保监会发布《关于调整差别化住房信贷有关问题的通知》，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定(首套房贷利率不低于LPR，二套房贷利率不低于LPR+60BP)执行。9月29日中国央行和银保监会发布《关于阶段性调整差别化住房信贷政策的通知》，决定对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，当地政府可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。

2022年1月份1年期和5年期以上贷款市场报价利率LPR分别下调至3.7%和4.6%，5月份在维持1年期LPR不变的情况下5年期以上LPR下调至4.45%，8月份央行再度非对称式下调贷款市场报价利率LPR，1年期和5年期以上LPR分别下调至3.65%和4.3%，通过这种方式在兼顾人民币兑美元汇率贬值压力的同时加大支持力度支持房地产市场。9月30日中国央行公告称，自2022年10月1日起下调

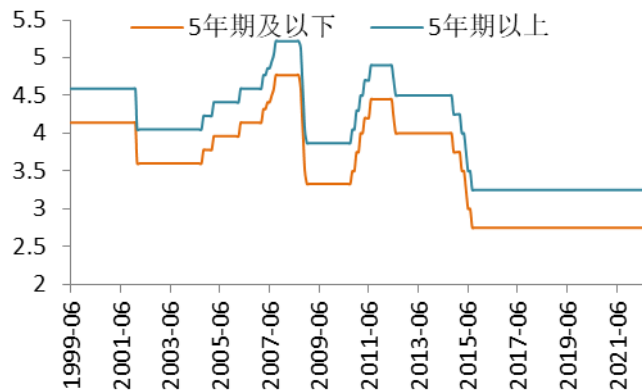
首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%；第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025% 和 3.575%，这也是中国央行自 2015 年 8 月份以来首次调整公积金贷款利率。2022 年二季度中国个人住房贷款平均利率为 4.62%，比 2009 年二季度低点 4.34% 和 2016 年三季度低点 4.52% 分别高 28BP 和 10BP；在 8 月份下调 LPR 和 9 月份放宽利率下限之后，我们预计 2022 年四季度个人房贷利率将创 2010 年以来最低值，但相信仍小幅高于 2009 年低点水平。

图13：中国贷款市场报价利率LPR



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：中国公积金贷款利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

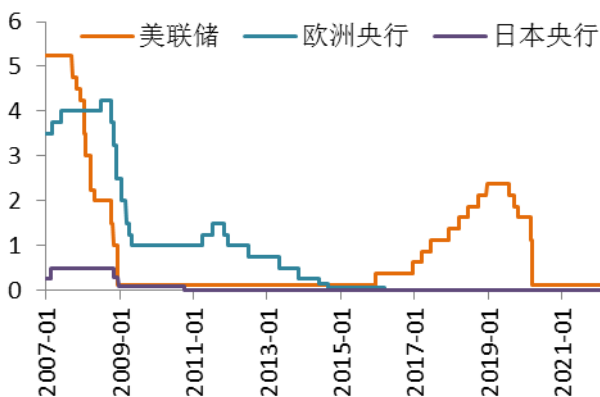
除此之外，9月30日中国财政部和税务总局发布《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策》的公告，决定自2022年10月1日至2023年12月31日，对在同一城市范围内出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。根据彭博新闻，中国监管机构据悉要求国有大型银行在今年最后四个月，合计对房地产领域的净融资至少新增6000亿元，提供资金的形式可包括按揭、开发贷、购买房地产开发商发行的债券等。

## 2.5 美联储不惜衰退代价控制通胀

9月21日美联储议息会议决定加息75BP，联邦基金利率目标区间提升至3-3.25%。在议息会议声明中，美联储认为近期美国经济增长动能有所改善，就业增长势头强劲，失业率仍然保持在低位，但通胀压力依然居高不下，这与美国消费者信心指数持续回升以及8月核心通胀意外高增相符。在这种情况下，美联储决定加息75BP，并预计目标区间持续上调是合适的；美联储将会继续缩表，9月份开始缩表步伐将从475亿美元/月提升至950亿美元/月。总体上看，美联储政策行动和会议声明基本符合市场主流预期。

在经济通胀预测材料中，美联储大幅调低经济增长预期，2022年、2023年以及2024年美国实际GDP增速分别下调至0.2%、1.2%和1.7%，但美联储预期2025年美国经济增长将回到长期潜在增速水平(1.8%)。相对地，美联储继续上调通胀预期，2022年、2023年和2024年的PCE通胀增速分别上调至5.4%、2.8%和2.3%，但美联储预期2025年美国通胀增速将回到政策目标水平(2%)。由于美联储预计要大幅度紧缩才能达成控制通胀目标，失业率不可避免地随着经济放缓而上升，美联储预期2022年和2023年美国失业率分别上升至3.8%和4.4%，但并没有比无通胀中性失业率4%高多少，而2025年美国失业率将开始下降。总体上看，经济通胀预期材料显示美联储对美国经济实现软着陆依然抱有希望。

图15：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美联储经济通胀预期Sep22

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		

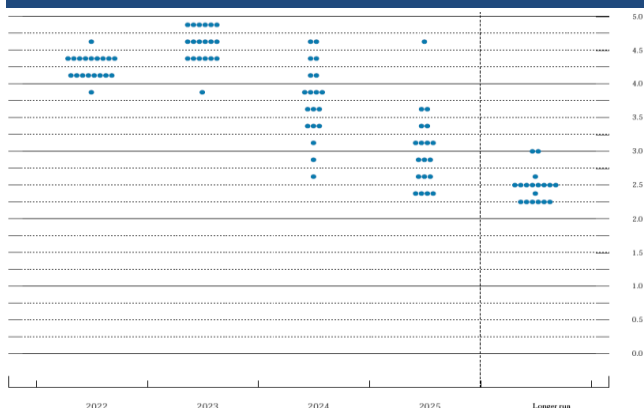
数据来源：FED，建信期货研究发展部

在利率点阵图中，美联储预期2022年底联邦基金利率目标区间大概率位于4.25-4.5%(年内加息空间125BP)，相比6月份利率点阵图的3.25-3.5%整整提升了1个百分点，与会议前市场主流预期相一致；由于从6月会议到9月会议期间，美国经济增长动能稍有改善但基本持稳，就业市场略显走软但整体依然紧俏，只有8月核心CPI意外高增凸现美国通胀韧性，我们相信对通胀-工资螺旋的恐惧是美联储痛下毒手的主要原因。美联储预期2023年底联邦基金利率目标区间进一步上升到4.5-4.75%，但到2024年底联邦基金利率目标区间就可能下调至3.75-4%，到2025年底联邦基金利率目标区间将进一步下调至2.75-3%，但长期中性利率继续维持在2.5%。总体上看，美联储9月会议点阵图显示联邦基金利率目标区间将在更高水平持续更长时间，但美联储并不排除2023年就开始降息的可能性，实际上由于高通胀所必然伴随的高波动，2023年下半年的利率波动随机性很高。

根据芝加哥商品交易所CME的FedEatch工具，市场目前预期美联储在2022年11月和12月分别加息75BP和50BP，2023年2月进一步加息25BP，然后至少到2023年6月美联储将维持政策利率不变，但2023年7月份开始美联储就可能

开始降息。市场对 2022 年底联邦基金利率目标区间预期与美联储利率点阵图保持一致，但对 2023 年底水平预期 (4.25-4.5%) 比美联储利率点阵图要低 25BP。

图17：美联储利率点阵图Sep22



数据来源：FED，建信期货研究发展部

图18：美联储政策利率预期

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2022/11/2	0.0%	0.0%	31.8%	68.2%	0.0%	0.0%	
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	68.1%	0.2%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	38.2%	56.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	34.3%	53.9%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.4%	38.0%	45.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	12.1%	38.4%	42.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	18.0%	39.4%	34.3%
2023/9/20	0.0%	0.1%	1.1%	7.0%	22.7%	38.3%	27.7%
2023/11/1	0.0%	0.4%	3.1%	12.2%	27.8%	34.8%	19.6%
2023/12/13	0.2%	1.3%	5.9%	17.0%	30.0%	30.1%	14.2%

数据来源：FedWatch，建信期货研究发展部

美联储调高联邦利率 75 点的同时也作出其它政策利率调整，将存款准备金利率由 2.40% 上调至 3.15%，将隔夜回购利率由 2.50% 上调至 3.25%，将隔夜逆回购利率由 2.30% 上调至 3.05%，将一级信贷利率由 2.50% 上调至 3.25%。与此同时，联储将按照事先公布的计划，从 9 月开始提高缩表上限，每月最多被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。但美联储从 6 月份到 9 月仅缩表 1082 亿美元，不到最大可能缩表幅度的一半水平。

在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔称需要将利率提高到并持续维持在对经济有足够限制性的水平，才能通过压低总需求的办法来控制同时具有内部性和外部性的通胀压力，为此可能不得不承受相应地经济和就业疲软。他提到政策转折需要考虑三个因素：1、经济增长持续低于趋势水平一段时间；2、就业市场供需回到更平衡的状态；3、通胀增速回归到 2% 目标水平的可信证据。美联储 9 月会议表达出为了控制通胀不惜衰退代价的决心，衰退交易或继续主导全球金融市场，但要留意欧洲央行急起直追以及美国中期选举对美元汇率的短期扰动。

美联储再度大幅度加息，全球多家央行追随美联储。瑞士央行加息 75BP，政策利率从 -0.25% 调升至 0.5%，意味着欧洲地区所有央行全部脱离负利率；南非央行加息 75BP 至 6.25%，这是南非央行自 2021 年 11 月以来连续第六次上调政策利率；英国央行加息 50BP 至 2.25%，这是英国央行自 2021 年 12 月以来连续第七次加息，英国央行还宣布将从 10 月 3 日起以 100 亿英镑/月的速度缩表；挪威央行加息 50BP 至 2.25%，并称政策利率峰值大约为 3.11%。三个东南亚发展中国家央行也不约而同宣布加息，其中印尼和菲律宾的央行各自将政策利率上调 50 个基点，

越南央行则将两个主要政策利率上调 100 个基点。日本央行再度按兵不动，日元兑美元汇率一度创下 145.9 的历史低位，为 1998 年 9 月份以来首次，迫使日本政府自 1998 年之后再次入市干预汇率，日本政府抛售美债美元支撑日元的举动也推高美债利率。即使土耳其通胀率高达 80%，土耳其央行却意外降息 100BP 至 12%，这也使得土耳其里拉对美元汇率创下 9 个月新低。

9 月 23 日英国特拉斯政府推出包括降低个人所得税、降低国民保险税、大幅削减购房印花税、为游客提供增值税退税等内容的价值约 450 亿英镑的减税措施，加上之前已经宣布的能源补贴 600 亿英镑，英国财政刺激计划规模将超千亿英镑，英国政府计划发行国债为此融资。另外，英国政府还宣布取消对银行家奖金的限制；取消增加酒精税的计划；减少对土地使用规划的限制，为英国的建设让路；在全国范围内建立投资区网络，为企业减少监管障碍。英国央行意图通过减税降费和减少监管、增加支持来刺激英国潜在增速，以达到最终降低通胀的目的。但市场并不看好英国政府的庞大财政刺激计划，认为英国财政破产的可能性更大，英国遭遇股债汇三杀，英镑兑美元汇率最低到 1.034，为 1983 年 4 月份以来最低值；英国 10 年期国债利率最高升至 4.53%，三天内波动超过 90BP。10 月 3 日特拉斯推翻了取消 45% 最高所得税率的决定，但她依然认为经济改革计划总体上是正确的；外媒报道称英国政府内部出现严重分歧，可能损害到特拉斯政府的声誉和执政效率。

## 2.6 俄罗斯孤注一掷美国离间欧俄

9 月 21 日俄罗斯总统普京与国防部长绍伊古发表电视讲话，宣布动员 30 万后备役军人，强调在乌克兰的特别军事行动目标未变，并对西方社会发出强烈警告。乌东顿涅茨克、卢甘斯克、赫尔松和扎波罗热四个地区于 9 月 23 日至 27 日举行入俄公投，根据公投结果，10 月 4 日普京签署命令批准关于顿涅茨克等四地各自作为联邦主体加入俄罗斯的 4 项条约，至此四地入俄条约批准的法律程序全部完成。俄罗斯动员 30 万后备役以及乌东四地公投入俄意味着俄罗斯的国土将扩大到乌东四地，俄罗斯以保卫国土为名增强特别军事行动的资源投入，并向西方社会发出核威胁警告。这是对乌克兰在欧美先进武器和军事训练支持下，逐步组织有效反攻的回应。

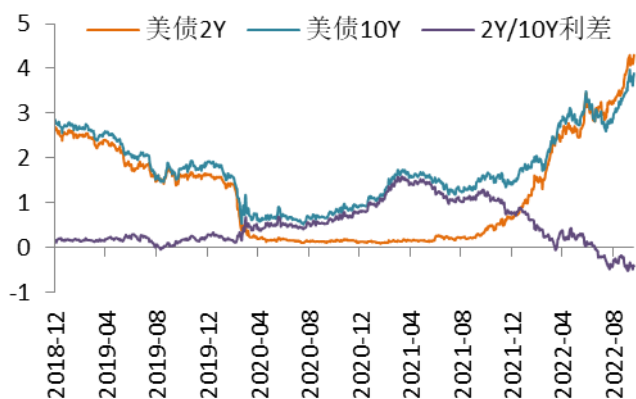
9 月 28 日，北溪 1 号和 2 号天然气管道四处发生泄漏，根据泄漏现场情况，市场普遍认为泄漏很可能是蓄意破坏所造成的，技术专家分析北溪天然气管道可能遭到永久性损坏。北溪管道被毁，俄罗斯和西欧尤其是德国将遭到严重的经济损失，俄罗斯丧失了一个与西欧协商乌东地区停火协议的重要谈判筹码，欧洲不

得不在能源供应上更加依赖美国，美国国务卿布林肯称这一事件是欧洲摆脱对俄罗斯能源依赖的巨大机会。联合国秘书长前特别顾问、美国哥伦比亚大学经济学教授杰弗里·萨克斯在接受采访时表示，北溪天然气管道泄漏最有可能的肇事者是美国，可能是美国与其他几个国家联手所为。

### 三、资产市场分析

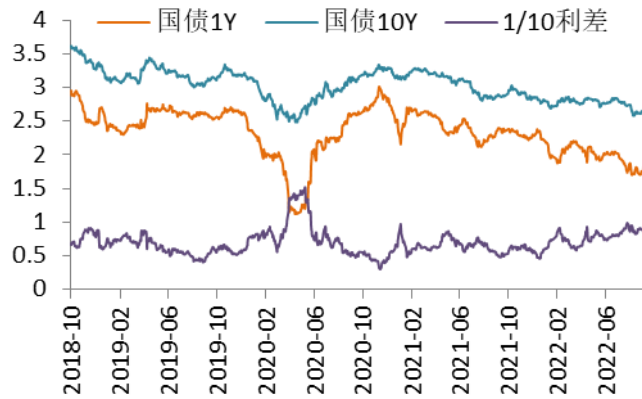
2022年美债收益率曲线平坦化上行，主要驱动力为美国通胀显示出较强韧性，且在就业市场持续紧俏的情况下存在薪资-通胀螺旋上升风险，美联储为了控制通胀持续加快紧缩步伐甚至不惜衰退代价，进入9月份后美联储缩表速度上限由475亿美元/月加快至950亿美元/月；另外美联储强劲紧缩立场推高美元汇率，其他国家被迫抛售美债购入本币来支持本币汇率，9月27日美债10年期利率一度突破4%。截止9月30日，美国2年期和10年期国债利率分别为4.22%和3.83%，月内上升幅度分别为77BP和68BP，2/10年期利差倒挂41BP（9月23日倒挂51BP），10年期实际利率和通胀预期分别为1.62%和2.27%。鉴于美联储9月会议利率点阵图显示美联储本轮紧缩周期还有约150BP的空间，而且现阶段欧美央行集体快速紧缩势必导致后期经济加快进入衰退状态，我们预计在美国联储停止紧缩之前美债收益率曲线将延续平坦化上行趋势；但随着美国经济衰退信号的增多以及通胀增速下行趋势的确立，2022年底至2023年美债利率将见顶回落。

图19：美债2/10利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：中债1/10利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

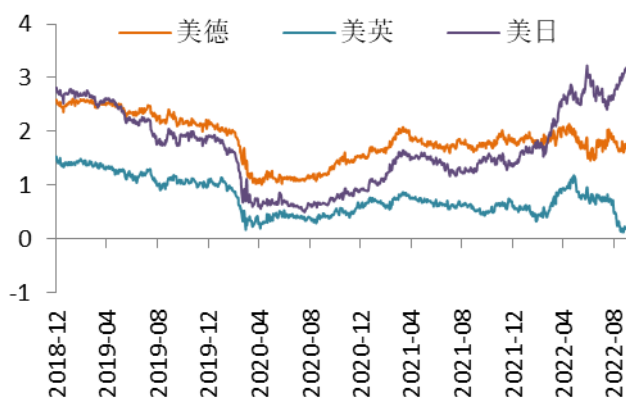
2022年初至8月中旬中国国债收益率曲线陡峭化下行，驱动因素为中国经济增长动能在经济结构调整政策、乌克兰战争、国内外防疫压力逆转等因素综合影响下持续走弱，而中国央行也多次下调政策利率以稳定经济大盘；8月19日10年期国债利率一度达到2.58%，距离2020年疫情最严重时期创下的2.49%仅一步之遥。8月下旬至今，由于央行货币政策倾向从宽货币转向扩信用，以在缓解人



人民币汇率贬值压力的同时促进经济增长，同时中国经济增长动能偏弱局面在多轮稳增长措施支持下有所改观，中国国债收益率曲线出现陡峭化上行；截止9月30日，中国1年期和10年期国债利率分别为1.9%和2.75%，月内上升幅度分别为17BP和12BP。由于中国经济在国内外防疫压力逆转、结构调整政策滞后作用、多轮稳增长措施以及欧美央行集体紧缩等多个因素影响下延续弱复苏，同时中国央行货币政策倾向从宽货币转向扩信用，我们判断中国国债收益率曲线还将延续平台化上行趋势，但上行空间相对有限，3%可能构成10年期国债中长期顶部，观察美债利率转向时点和中国经济增长动能恢复程度。

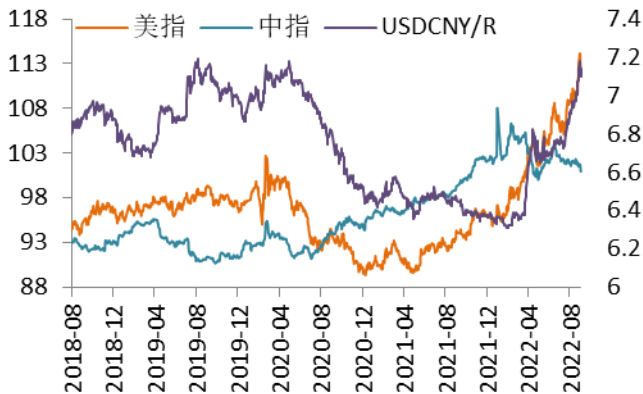
2020年初至今美元指数整体上延续了2021年6月份以来的偏强运行态势，9月28日美元指数最高上探114.8，为2002年下半年以来的记录高点，主要驱动力有两个：1、美联储在通胀压力下持续加快紧缩步伐，而欧日央行在自身经济恢复程度上较为落后的情况下不若美联储激进，利差因素推高美元汇率；2、多轮财政刺激、先进的研发水平和灵活的就业市场等因素使得美国经济恢复势头好于欧日，乌克兰战争利多美国而利空欧洲，经济比较优势以及海外避险需求推高美元汇率。往前看，由于美国通胀增速开始回落而欧洲通胀压力巨大，我们预计欧洲央行将在紧缩步伐上加快赶上美联储，近期美国国债相对于德国和英国的利差已经有所回落，利差因素对美元指数的支撑作用开始减弱，但经济比较优势和海外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，另外也要注意美国中期选举过后共和党可能掌控众议院从而给美元汇率带来的利空作用。

图21：美债与其他国债利差



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图22：美元和人民币汇率



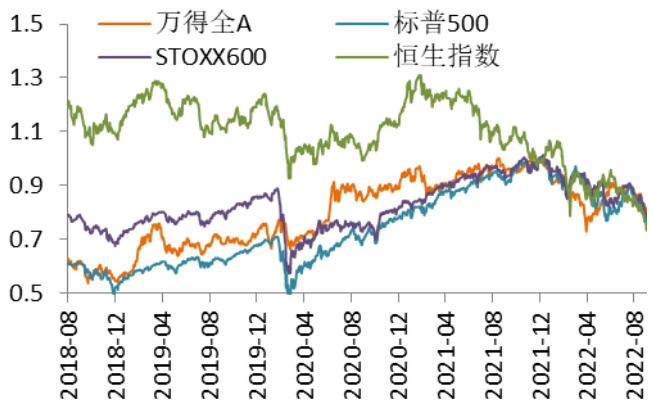
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022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，主要原因在于国内外防疫形势差异使得中国得以充分发挥世界工厂作用，而中国也利用宝贵时间窗口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，从而推动经常项目顺差回到历史高位。3月份以来人民币兑美元汇率出现较大幅度贬值，因为欧美消极抗疫使得国内外抗疫压力逆转，决策层加大货币财政稳增长力度，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；人民币汇率贬值一方面有利于中国出口竞争力另一方面带来输入性通胀隐患，但在国内经济增长动能偏弱和美元汇率偏强运行阶段，决策层总体上还是有意引导人民币兑美元汇率适当贬值，近期人民币兑美元汇率与美元指数之间的负相关性显著增强。我们预计在欧美央行集体紧缩以控制通货膨胀阶段人民币汇率仍将偏弱运行，但中国经济有利因素累积而欧美走向衰退使得人民币汇率有可能在2023年迎来牛市。

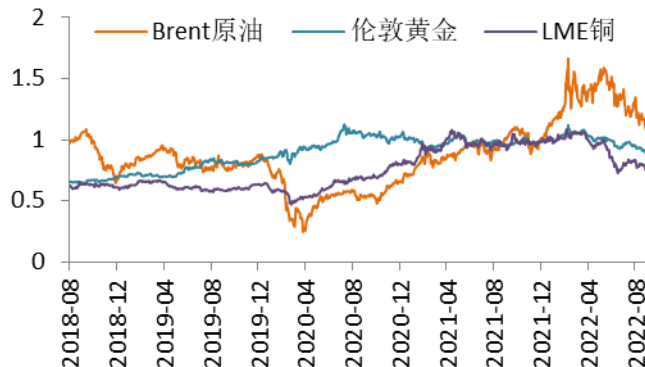
2022年至今全球股市总体上延续了自2021年11月以来的调整态势，主要原因是欧美央行集体紧缩从市场风险偏好和企业盈利前景两方面抑制股市表现，而乌克兰战争则提升了地缘政治风险；中国调整经济政策以及美联储边际宽松预期曾一度推动中外股市反弹，但美联储誓言不惜衰退代价也要控制通胀，全球经济衰退风险在8月中旬之后再度施压全球股市。由于中外经济周期阶段差异和经济政策差异，我们预计四季度中国股市表现将好于海外股市，中国经济阶段性弱复苏也使得大盘价值股表现好于小盘成长股，但2023年全球经济衰退可能再次引发中外股市共振下跌。

图23：中外股票指数比较



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图24：主要商品走势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022年初至6月上旬大宗商品整体上延续自2020年4月份以来的上涨趋势，核心驱动在于全球新冠疫情扩散阻碍全球供应链（物品与劳动力）正常运行，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月中旬以来，美联储持续加快紧缩步伐引发的全球经济衰退预期，终于超过现货供需偏紧对商品价格的支撑作用，全球大宗商品整体上进入熊市阶段，人民币兑美元汇率贬值使得国内商品

相对强于国际商品。我们预期欧美央行集体紧缩终将导致全球经济衰退以及商品市场结构性熊市，但经济衰退预期和通胀压力趋缓又会引发市场对欧美央行边际宽松预期，从而在现货供需偏紧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

欧美央行不惜承受衰退代价也要坚定紧缩以控制通胀，全球经济衰退预期再度升温，环球股市和大宗商品已经进入确定性熊市阶段；然而主观能动性意味着政府机构不会坐等衰退来临，中国决策层持续推出稳增长措施，日本政府干预日元汇率，英国政府推出大规模财政刺激计划和结构性改革措施，OPEC+开始减产以支持原油价格，这些举动使得相应风险资产出现阶段性反弹走势。展望10月份，我们认为在欧洲央行紧缩和美国中期选举的影响下，美元汇率和美债利率上涨动能将有所减弱，加上中国实施大规模房地产刺激政策，中国股市和国内定价商品将会阶段性走强，但全球经济衰退预期继续利空国际股市和国际定价商品，黄金的避险需求将逐步体现，建议超配蓝筹股和黄金，标配债券而低配工业商品。

表1：10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，货币收益率偏低；
债券	利率债	标配	短期利空与中期利多交织，国债收益率波动空间不大；
	信用债	标配	多轮稳增长措施改善中国经济增长预期和企业经营状况；
股票	蓝筹股	超配	多轮稳增长措施改善中国经济增长预期，大幅调整后蓝筹股性价比显著；
	成长股	标配	全球经济衰退预期恶化成长股生存环境；
商品	原油	低配	全球经济衰退预期抑制工业商品表现；
	黄金	标配	全球经济衰退预期提振黄金的避险需求；
主要风险因素			中国经济复苏力度，美国中期选举，乌克兰战争；

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>