

证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年10月19日

相关报告

《大类资产配置专题：全球分化加剧，资产价格多数下跌》 2022-09-13

《大类资产配置专题：周期阶段拐点，不确定性加大》 2022-08-07

《大类资产配置专题：资产价格波动放大，推荐战术性防御》 2022-07-13

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **9月国内经济边际走强，海外通胀仍然严峻。**9月国内经济边际走强。PMI上行0.7回到扩张区间，其中PMI生产分项上行1.7达到51.5。反映在高频数据上即是各类工业生产开工率数据9月中下旬普遍出现明显幅度的回升。融资环境改善，9月社融明显超预期，企业贷款数据强劲，个人贷款数据仍偏弱但也较7-8月企稳，拖累幅度减弱。需求方面，汽车销售景气度维持高位；政策加码稳定市场信心，商品房成交出现部分积极迹象，但持续性仍然有待数据验证；出口则显著回落，海外货币政策收紧对于需求的拖累逐步显现，临近圣诞备货季运价高频数据持续回落，显示出口两位数高增长阶段可能正在过去。局部地区疫情形势反复下，出行需求短暂好转后再度回落。海外方面，9月欧美经济继续回落，通胀仍然高位徘徊。9月美国PMI下降1.9到50.9，但美国就业市场表现仍然稳定。美国9月通胀数据发布后，全球风险资产从十一假期前半段短暂的relief交易中反转，重回通胀交易轨道。美债收益率快速上行逼近4%，美元走强，美元兑人民币重新逼近7.2关口。欧元区经济继续弱于美国，欧洲PMI下降1.2到48.4，欧元区CPI则上升到创纪录的两位数。欧央行下调加息终点难度仍然较大。
- **9月境内外大类资产普遍调整，大类资产中美元录得最好收益，明显分化总体回落的商品因平均跌幅最小成为表现第二的大类资产，债券其次，权益市场调整最为明显。**9月全球权益市场全线回落，发展中国家市场如巴西、印度表现靠前，A股大盘表现强于中小盘，行业风格表现与8月特征相近，旧能源、银行地产上涨或相对抗跌，消费者服务等下游板块行业也相对偏强。海外发达国家债市大幅下跌，最终在9月下旬通过汇率因素将调整压力传导至国内债市，带来国内债市的跟随调整。美元持续走强，美元指数9月下旬最高达到114.16的历史高位，人民币外汇政策工具箱逐步开始启用。
- **本月我们推荐高配权益，中低配置债券和商品。**全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前商品价格均相对中性，股票估值出现明显吸引力，本月我们推荐高配权益，中低配置债券和商品。经济周期驱动的战术资产配置策略方面，我们的美林时钟策略当前信号本月指向第一（复苏）象限，推荐配置股票，这一信号历史胜率约72%，上月取得微弱正收益（不到0.01%）。

风险提示：（1）通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向；
（2）疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

内容目录

1. 全球资产普遍调整，权益资产吸引力增强	4
1.1. 国内经济边际走强，海外通胀仍然严峻	4
1.2. 大类资产配置策略：加大权益配置力度	9
2. 股票：全球权益市场全线回撤	13
3. 债券：全球债市普遍调整	17
4. 商品与外汇：商品分化，美元指数持续走强	20
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：全球新增确诊低位震荡	4
图 2：9 月制造业 PMI 回到扩张区间	5
图 3：生产明显改善	5
图 4：8 月工业增加值修复放缓	5
图 5：固定资产投资回升	5
图 6：地产投资走弱，基建投资加快	5
图 7：消费尚待恢复	5
图 8：出口回落	6
图 9：CPI 小幅回落	6
图 10：M2 同比高位个	6
图 11：居民贷款企稳，企业贷款强劲	6
图 12：主要行业去库存	6
图 13：采矿业和制造业利润表现	6
图 14：地产销售与挖掘机销售企稳	7
图 15：汽车销售上涨	7
图 16：美国 PMI 明显回落	7
图 17：美国住房销售上行扭转	7
图 18：美国通胀	7
图 19：主要发达国家核心通胀	7
图 20：欧元区通胀	8
图 21：欧元区 PMI	8
图 22：OECD 领先指标	8
图 23：韩国和越南出口	8
图 24：主要经济体花旗经济意外指数	8
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率	9
图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现	10
图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征	10
图 28：商品指数波动率	10
图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年	11
图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年	11
图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性	12
图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性	12
图 33：9 月全球资产表现	12
图 34：2010 年以来参考组合表现（均为固定比例，稳健组合为 40%港股+60%国债，进取组合为 25%国债+75%港股）	13
图 35：PMI-美林时钟策略	13

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%)	14
图 37: MSCI 发达市场和新兴市场	14
图 38: 标准普尔 500 波动率指数	14
图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)	15
图 40: A 股风格指数表现	15
图 41: A 股行业涨幅排名	15
图 42: A 股成交规模与市值	16
图 43: A 股估值水平	16
图 44: A 股市场情绪	16
图 45: 金融地产板块估值	17
图 46: 联邦基金利率	17
图 47: Ted 息差	18
图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模	18
图 49: 联储资产负债表负债端主要项目	18
图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势	19
图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期	19
图 52: 美国国债期限结构	19
图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率	19
图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率	19
图 55: 美国投资级信用债信用利差	20
图 56: 中美利差	20
图 57: 本月主要商品涨幅排序	21
图 58: 黄金及白银价格	21
图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值	21
图 60: 金铜比与 10 年期美债	21
图 61: 黄金与美国实际利率	21
图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势	22
图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势	22
图 64: LME 铜、镍、锡价格走势	22
图 65: LME 铝、铅、锌价格走势	22
图 66: 铜库存情况	22
图 67: 铜供需缺口	22
图 68: CBOT 小麦、玉米走势	23
图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势	23
图 70: 原油价格走势	23
图 71: 原油价格与库存规模	23
图 72: 动力煤、天然气价格走势	23
图 73: 建材价格走势	23
图 74: CRB 现货指数走势	24
图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势	24
图 76: 美日、美德利差走势	24
图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率	24
图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关	24
图 79: 美元指数走势	25

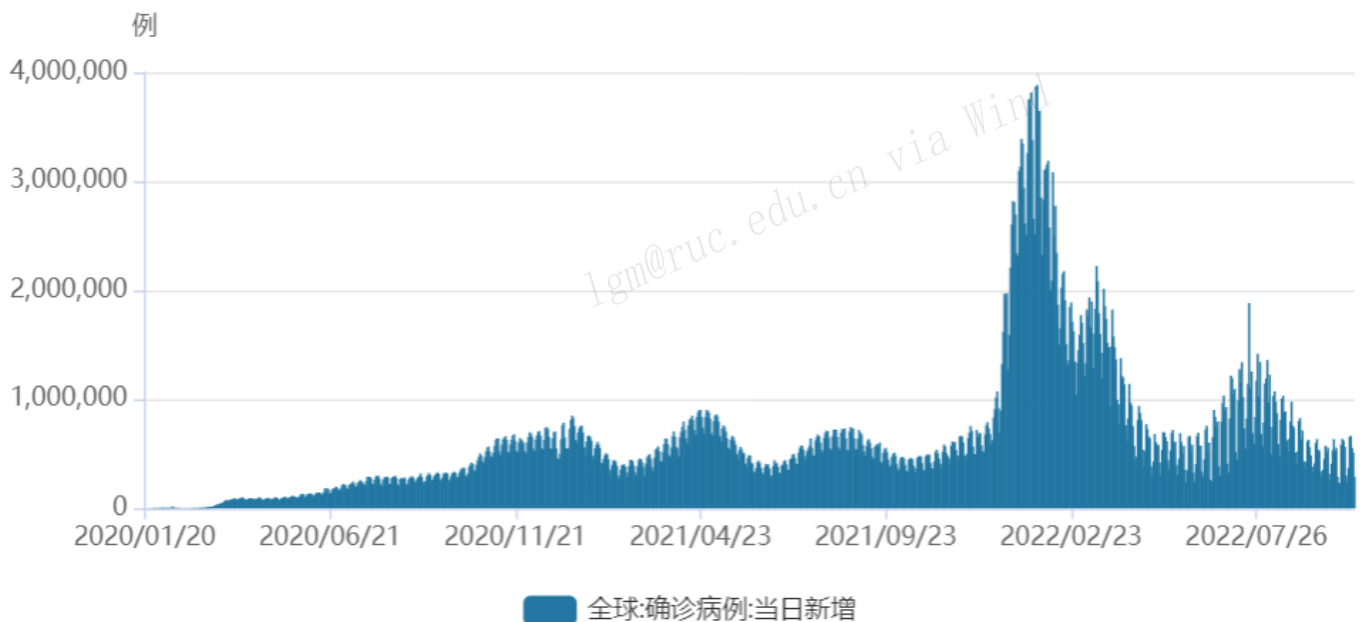
1. 全球资产普遍调整，权益资产吸引力增强

1.1. 国内经济边际走强，海外通胀仍然严峻

9月国内经济边际走强。PMI上行0.7回到扩张区间，其中PMI生产分项上行1.7达到51.5。反映在高频数据上即是各类工业生产开工率数据9月中下旬普遍出现明显幅度的回升。融资环境改善，9月社融明显超预期，企业贷款数据强劲，个人贷款数据仍偏弱但也较7-8月企稳，拖累幅度减弱。需求方面，汽车销售景气度维持高位；政策加码稳定市场信心，商品房成交出现部分积极迹象，但持续性仍然有待数据验证；出口则显著回落，海外货币政策收紧对于需求的拖累逐步显现，临近圣诞备货季运价高频数据持续回落，显示出口两位数高增长的阶段可能正在过去。局部地区疫情形势反复下，出行需求短暂好转后再度回落。

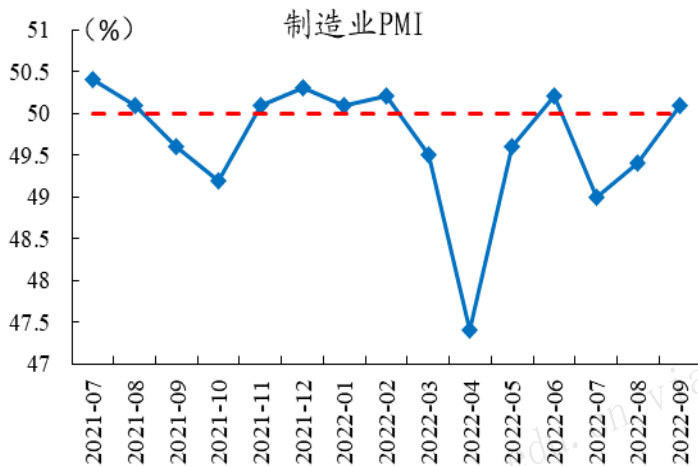
海外方面，9月欧美经济继续回落，通胀仍然高位徘徊。9月美国PMI下降1.9到50.9，CPI则仅略微回落0.1%到8.2%，幅度不及市场预期，尤其是房租等项目推动核心通胀加速0.3个百分点到6.6%，再创新高。但美国就业市场表现仍然稳定。美国9月通胀数据发布后，全球风险资产从十一假期前半段短暂的relief交易中反转，重回通胀交易轨道。美债收益率快速上行逼近4%，美元走强，美元兑人民币重新逼近7.2关口。欧元区经济继续弱于美国，欧洲PMI下降1.2到48.4，欧元区CPI则上升到创纪录的两位数。欧央行在这一宏观背景下下调加息终点难度仍然较大。

图 1：全球新增确诊低位震荡



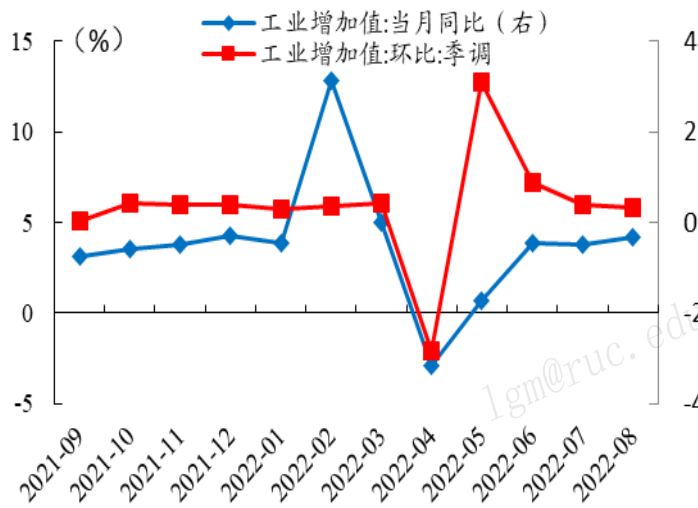
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：9 月制造业 PMI 回到扩张区间



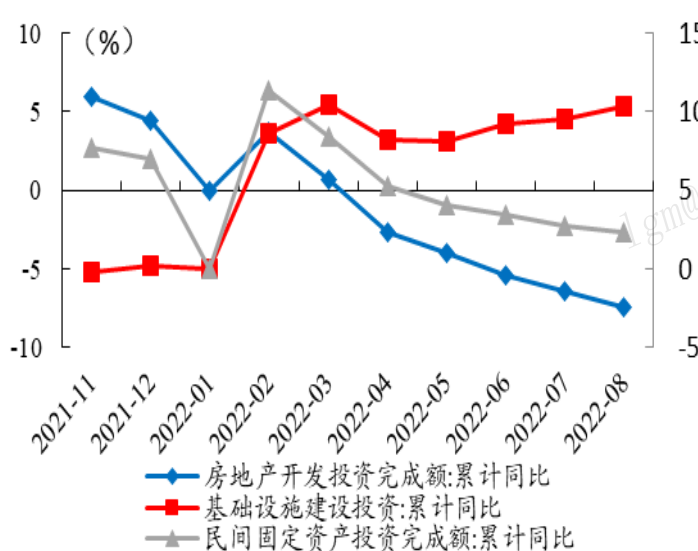
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：8 月工业增加值修复放缓



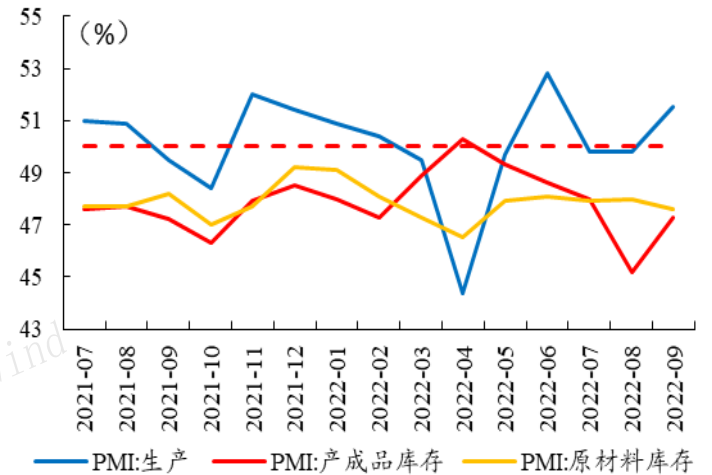
资料来源：Wind, 中原证券

图 6：地产投资走弱，基建投资加快



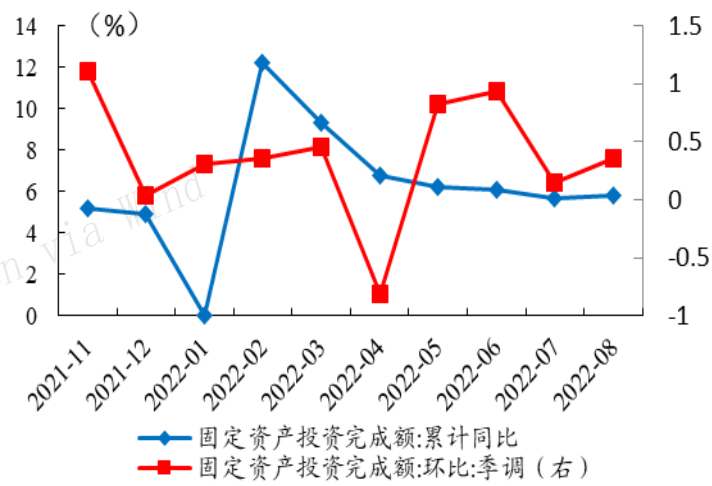
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产明显改善



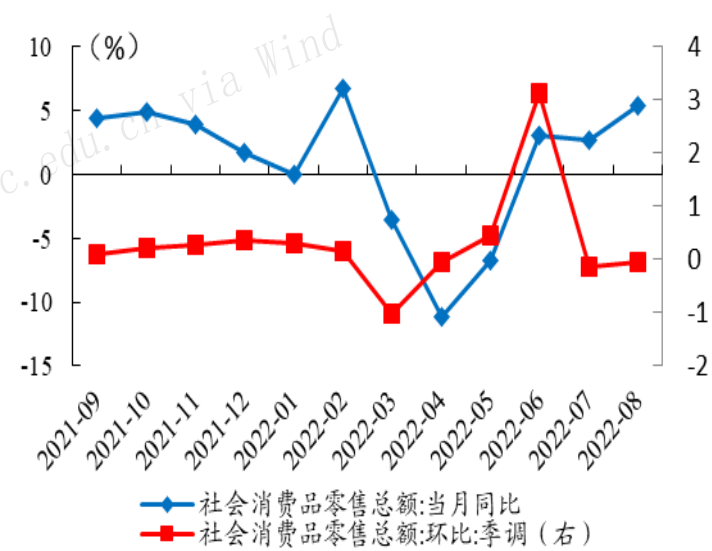
资料来源：Wind, 中原证券

图 5：固定资产投资回升



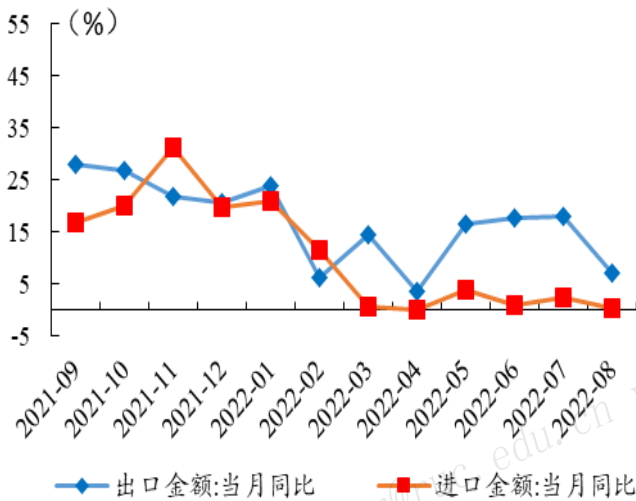
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费尚待恢复



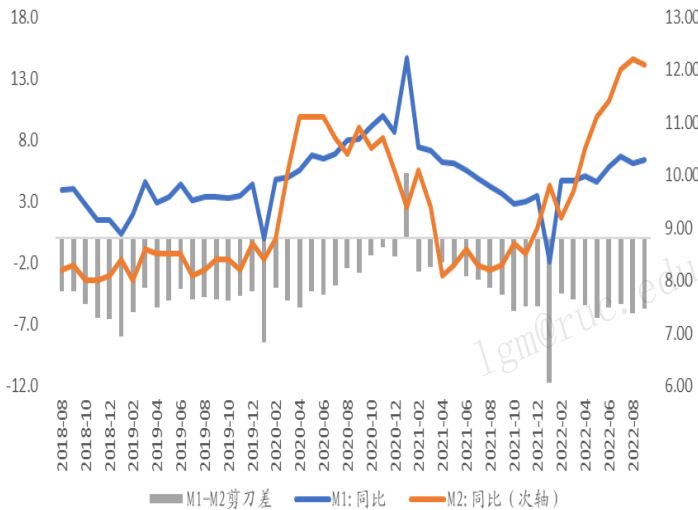
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口回落



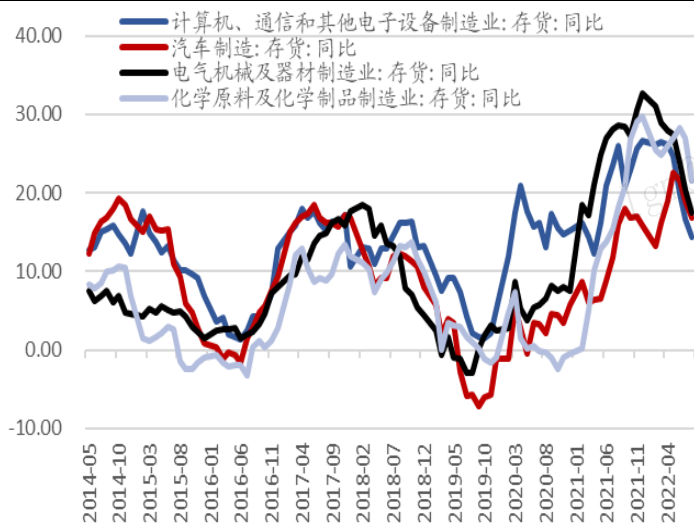
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比高位个



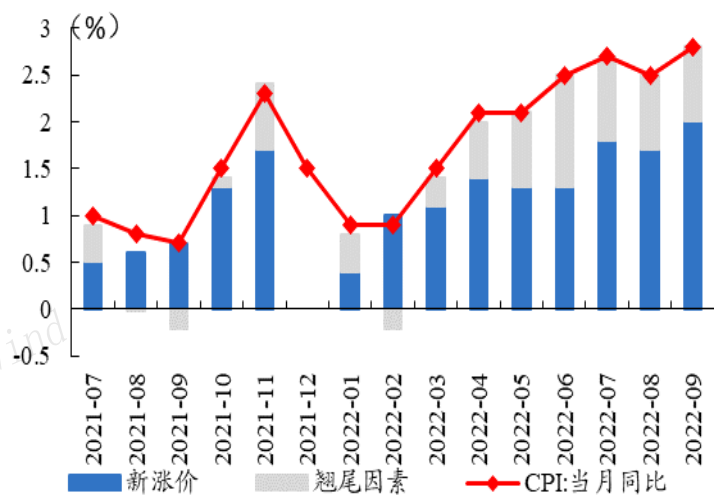
资料来源：Wind, 中原证券

图 12：主要行业去库存



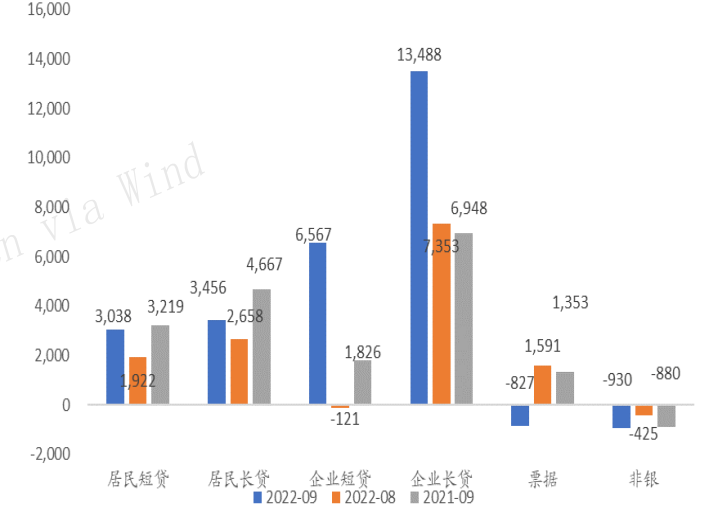
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 小幅回落



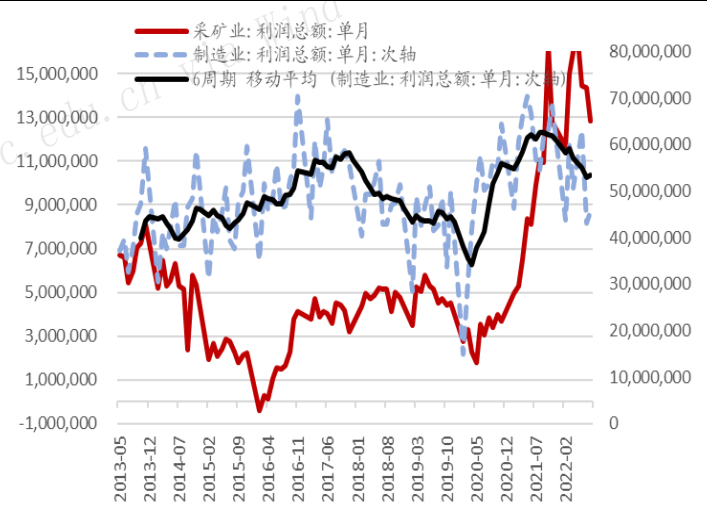
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民贷款企稳，企业贷款强劲



资料来源：Wind, 中原证券

图 13：采矿业和制造业利润表现



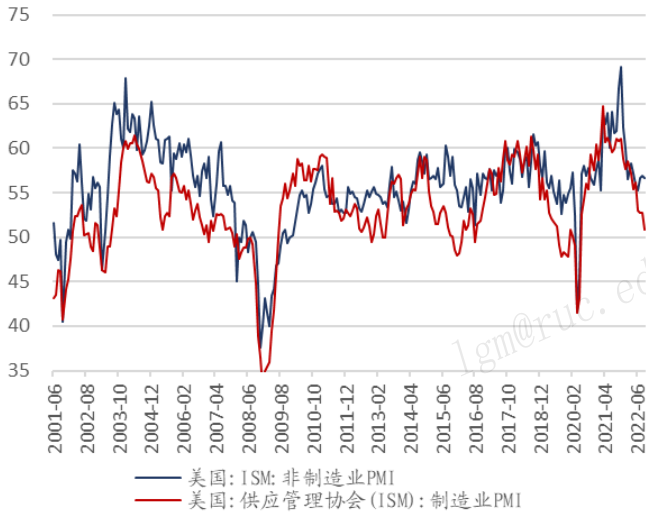
资料来源：Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售企稳



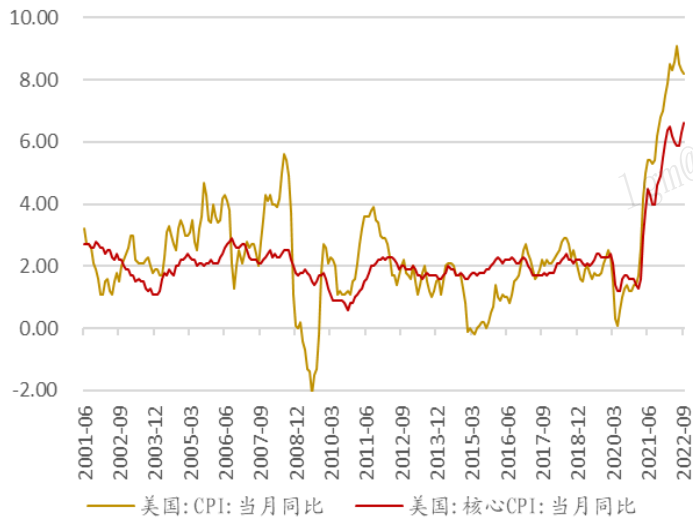
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国 PMI 明显回落



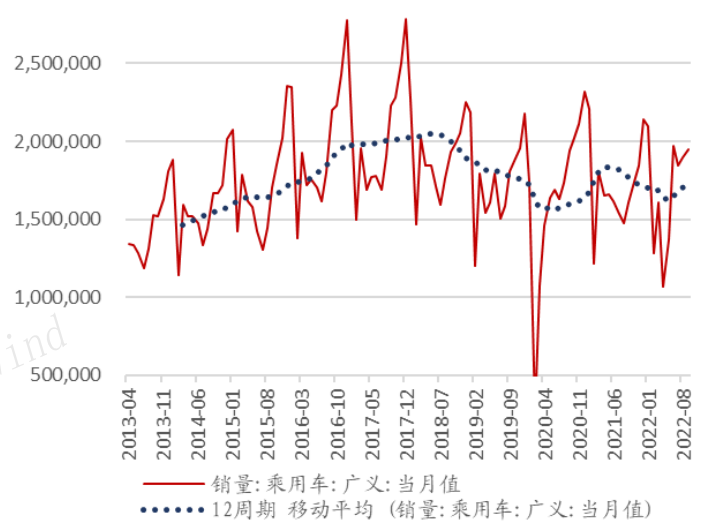
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



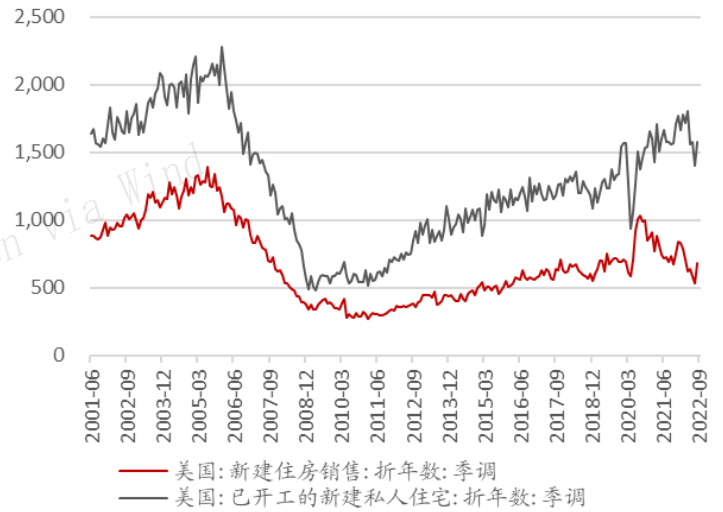
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售上涨



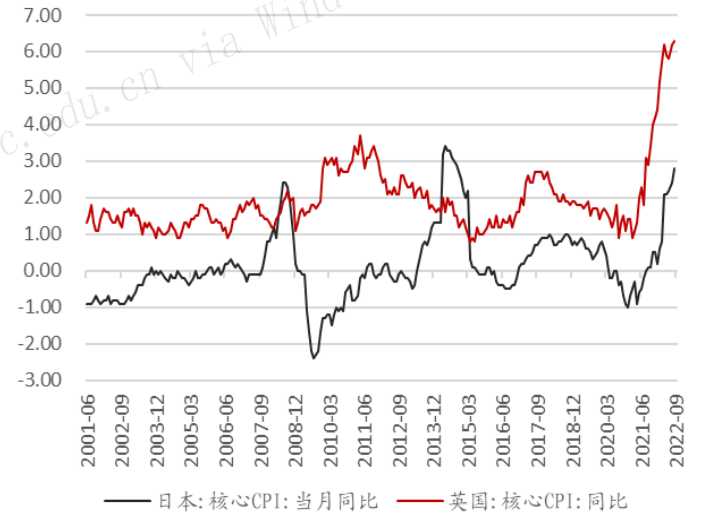
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房销售上行扭转



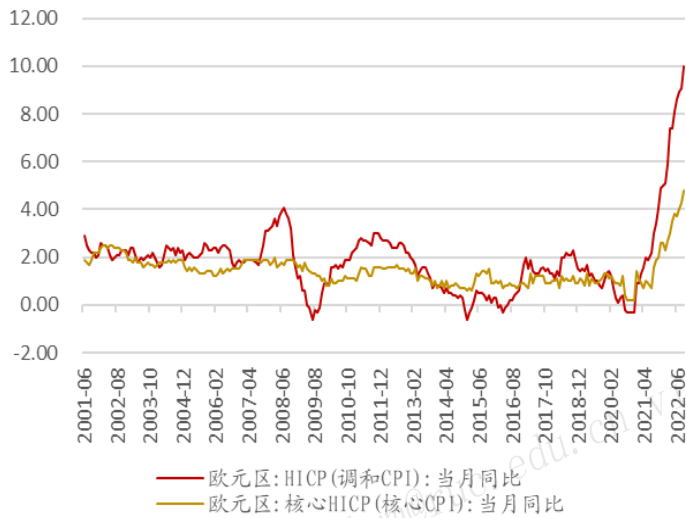
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



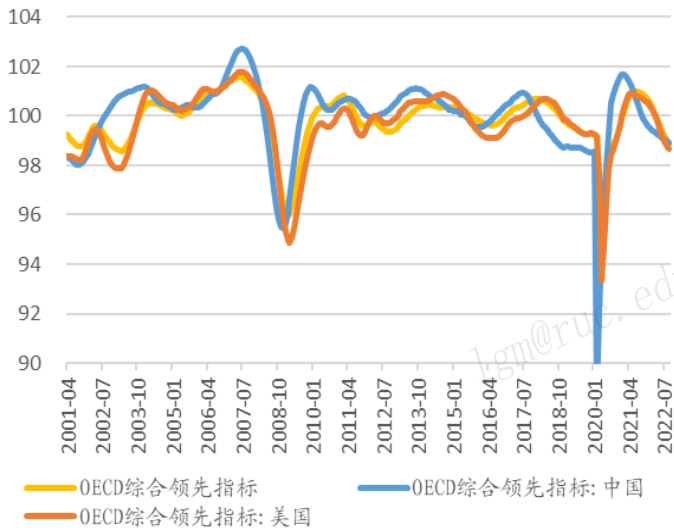
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 主要经济体花旗经济意外指数



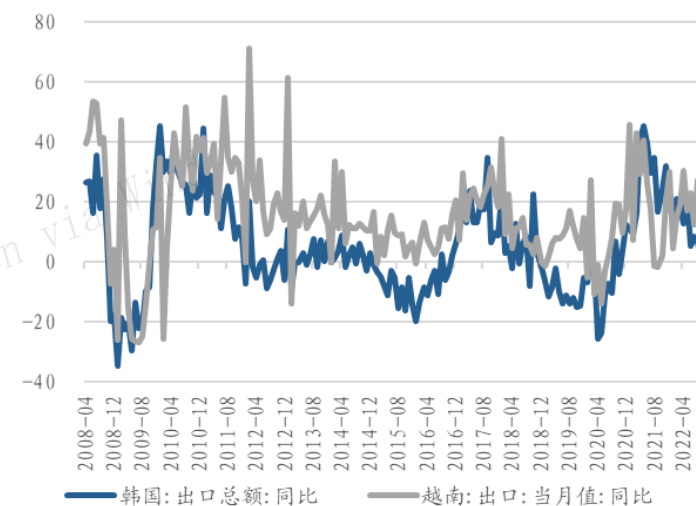
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券

1.2. 大类资产配置策略：加大权益配置力度

9月境内外大类资产普遍调整，大类资产中美元录得最好收益，明显分化总体回落的商品因平均跌幅最小成为表现第二的大类资产，债券其次，权益市场调整最为明显。

全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前商品价格均相对中性，股票估值出现明显吸引力，本月我们推荐高配权益，中低配置债券和商品。

经济周期驱动的战术资产配置策略方面，我们的美林时钟策略当前信号本月指向第一（复苏）象限，推荐配置股票，这一信号历史胜率约72%，上月取得微弱正收益（不到0.01%）。

图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率

品种	长期回报率:年化	长期波动率:年化
800收益	5.24%	22.94%
300收益	5.53%	22.73%
500收益	4.47%	26.11%
中证1000全收益	4.72%	27.56%
国证1000R	5.26%	23.12%
国证2000R	8.16%	26.76%
恒生指数R	5.93%	18.43%
恒生综指R	6.65%	18.95%
中债-总财富(总值)指数	3.97%	1.72%
中债-综合财富(总值)指数	4.22%	1.22%
中债-新综合财富(总值)指数	4.21%	1.18%
中债-信用债总财富(总值)指数	5.01%	1.01%
南华商品指数	2.54%	14.15%
伦敦金现	4.08%	15.71%

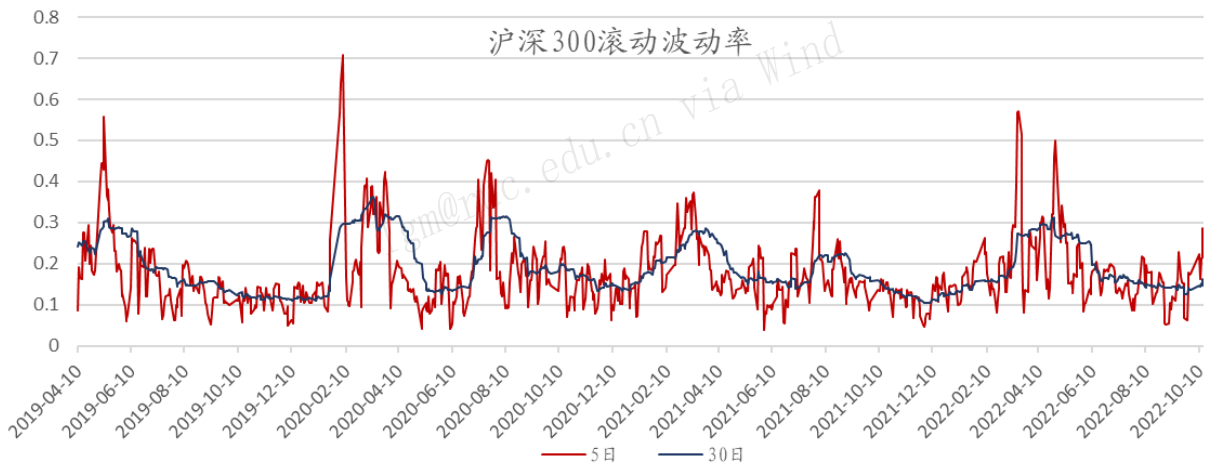
资料来源：Wind, 中原证券

图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现

回报率：%	股票				债券		其它资产			
年份	大盘	中盘	小盘	港股	利率债	信用债	商品	黄金	现金	房地产
2010	-11.58	10.51	17.64	9.27	1.92	4.06	12.04	29.52	1.71	-
2011	-24.05	-33.49	-32.78	-19.34	5.72	4.19	-16.96	10.06	3.24	4.30
2012	9.80	1.18	-0.77	26.45	2.51	6.26	4.22	7.14	2.81	0.06
2013	-5.33	18.06	32.50	8.29	-2.10	1.71	-12.37	-28.04	3.27	11.53
2014	55.85	40.45	35.26	3.97	11.23	10.09	-16.54	-1.81	2.81	-2.67
2015	7.22	43.85	76.59	-4.58	8.03	9.07	-14.52	-10.37	2.01	4.17
2016	-9.26	-17.17	-19.69	2.77	1.30	2.27	51.34	8.48	2.11	18.73
2017	24.25	0.61	-16.89	42.98	-1.19	2.31	7.85	13.16	2.65	7.16
2018	-23.64	-32.54	-36.28	-13.93	9.63	7.44	-5.83	-1.57	2.43	7.36
2019	39.19	28.14	26.98	14.73	4.36	5.04	15.58	18.33	2.16	5.52
2020	29.89	22.26	20.45	15.37	3.07	3.32	7.41	25.07	1.54	5.50
10年平均	8.39	7.44	9.36	7.82	4.04	5.07	2.93	6.36	2.43	6.17
标准差	26.26	26.74	34.24	17.59	4.27	2.83	20.06	16.39	0.58	5.90

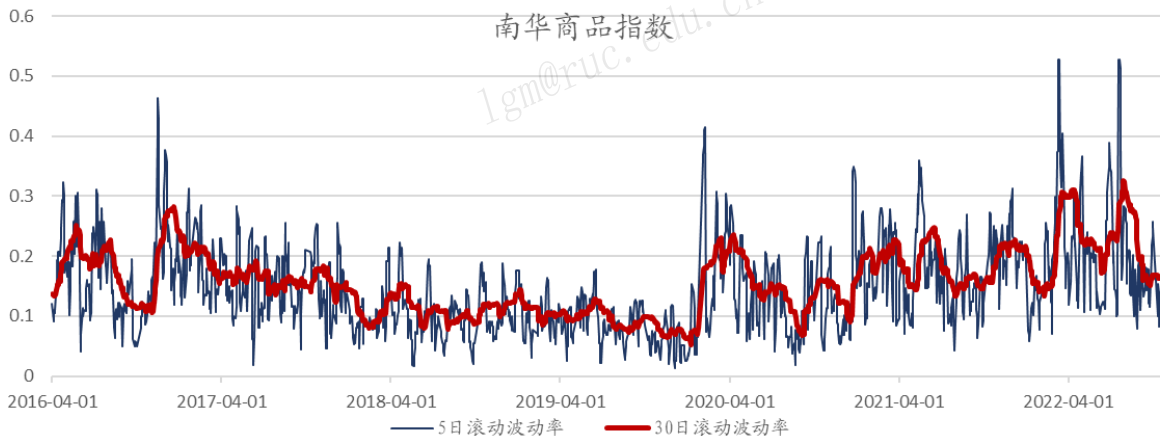
资料来源：Wind, 中原证券

图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征



资料来源：Wind, 中原证券

图 28：商品指数波动率



资料来源：Wind, 中原证券

图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年

长期相关性	A股大盘股	A股中盘股	A股小盘股	港股	纳斯达克	道琼斯	利率债	信用债	商品	黄金	铜	原油	螺纹钢
A股大盘股	1.00	0.79	0.58	0.89	0.90	0.85	0.84	0.83	0.38	0.27	-0.06	-0.69	0.02
A股中盘股	0.79	1.00	0.95	0.59	0.56	0.54	0.60	0.61	-0.11	-0.15	-0.36	-0.75	-0.40
A股小盘股	0.58	0.95	1.00	0.38	0.35	0.36	0.46	0.47	-0.35	-0.31	-0.53	-0.71	-0.60
港股	0.89	0.59	0.38	1.00	0.94	0.95	0.86	0.88	0.45	0.24	-0.03	-0.53	0.09
纳斯达克	0.90	0.56	0.35	0.94	1.00	0.97	0.92	0.93	0.44	0.38	-0.07	-0.58	0.06
道琼斯	0.85	0.54	0.36	0.95	0.97	1.00	0.94	0.96	0.38	0.25	-0.17	-0.59	-0.01
利率债	0.84	0.60	0.46	0.86	0.92	0.94	1.00	1.00	0.24	0.23	-0.36	-0.77	-0.18
信用债	0.83	0.61	0.47	0.88	0.93	0.96	1.00	1.00	0.22	0.18	-0.37	-0.76	-0.20
商品	0.38	-0.11	-0.35	0.45	0.44	0.38	0.24	0.22	1.00	0.60	0.76	0.15	0.88
黄金	0.27	-0.15	-0.31	0.24	0.38	0.25	0.23	0.18	0.60	1.00	0.48	0.10	0.49
铜	-0.06	-0.36	-0.53	-0.03	-0.07	-0.17	-0.36	-0.37	0.76	0.48	1.00	0.60	0.90
原油	-0.69	-0.75	-0.71	-0.53	-0.58	-0.59	-0.77	-0.76	0.15	0.10	0.60	1.00	0.49
螺纹钢	0.02	-0.40	-0.60	0.09	0.06	-0.01	-0.18	-0.20	0.88	0.49	0.90	0.49	1.00

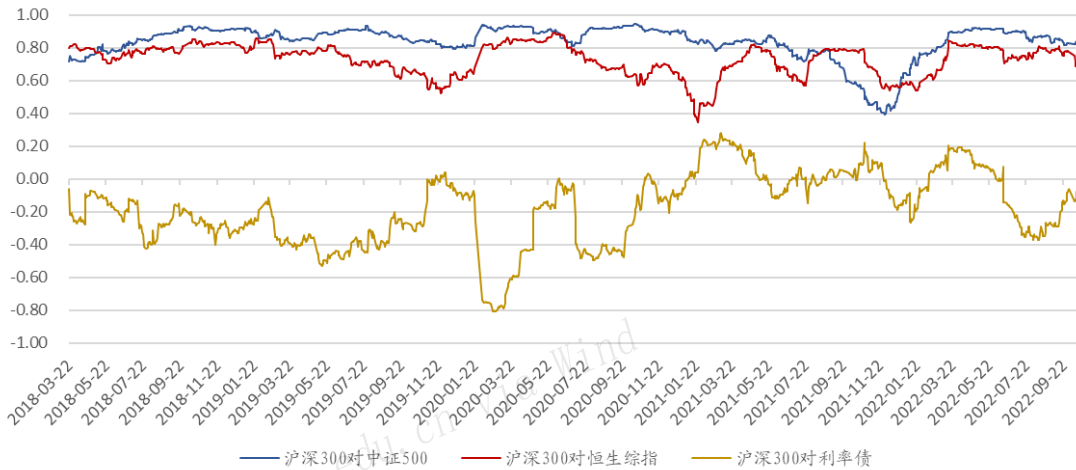
资料来源：Wind, 中原证券

图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年

短期相关性	A股大盘股	A股中盘股	A股小盘股	港股	纳斯达克	道琼斯	利率债	信用债	商品	黄金	铜	原油	螺纹钢
A股大盘股	1.00	-0.45	-0.52	0.72	-0.57	-0.74	-0.68	-0.69	-0.60	0.36	-0.60	-0.60	-0.33
A股中盘股	-0.45	1.00	0.98	-0.80	0.87	0.72	0.92	0.90	0.71	0.05	0.39	0.66	0.07
A股小盘股	-0.52	0.98	1.00	-0.86	0.90	0.75	0.95	0.93	0.69	0.01	0.37	0.66	0.00
港股	0.72	-0.80	-0.86	1.00	-0.78	-0.72	-0.92	-0.90	-0.64	0.14	-0.38	-0.63	0.04
纳斯达克	-0.57	0.87	0.90	-0.78	1.00	0.82	0.92	0.92	0.68	-0.02	0.42	0.76	-0.07
道琼斯	-0.74	0.72	0.75	-0.72	0.82	1.00	0.88	0.91	0.82	-0.03	0.77	0.82	0.27
利率债	-0.68	0.92	0.95	-0.92	0.92	0.88	1.00	0.99	0.78	-0.02	0.54	0.76	0.08
信用债	-0.69	0.90	0.93	-0.90	0.92	0.91	0.99	1.00	0.82	-0.04	0.59	0.81	0.10
商品	-0.60	0.71	0.69	-0.64	0.68	0.82	0.78	0.82	1.00	-0.09	0.80	0.87	0.47
黄金	0.36	0.05	0.01	0.14	-0.02	-0.03	-0.02	-0.04	-0.09	1.00	-0.05	-0.12	-0.17
铜	-0.60	0.39	0.37	-0.38	0.42	0.77	0.54	0.59	0.80	-0.05	1.00	0.68	0.52
原油	-0.60	0.66	0.66	-0.63	0.76	0.82	0.76	0.81	0.87	-0.12	0.68	1.00	0.19
螺纹钢	-0.33	0.07	0.00	0.04	-0.07	0.27	0.08	0.10	0.47	-0.17	0.52	0.19	1.00

资料来源：Wind, 中原证券

图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性



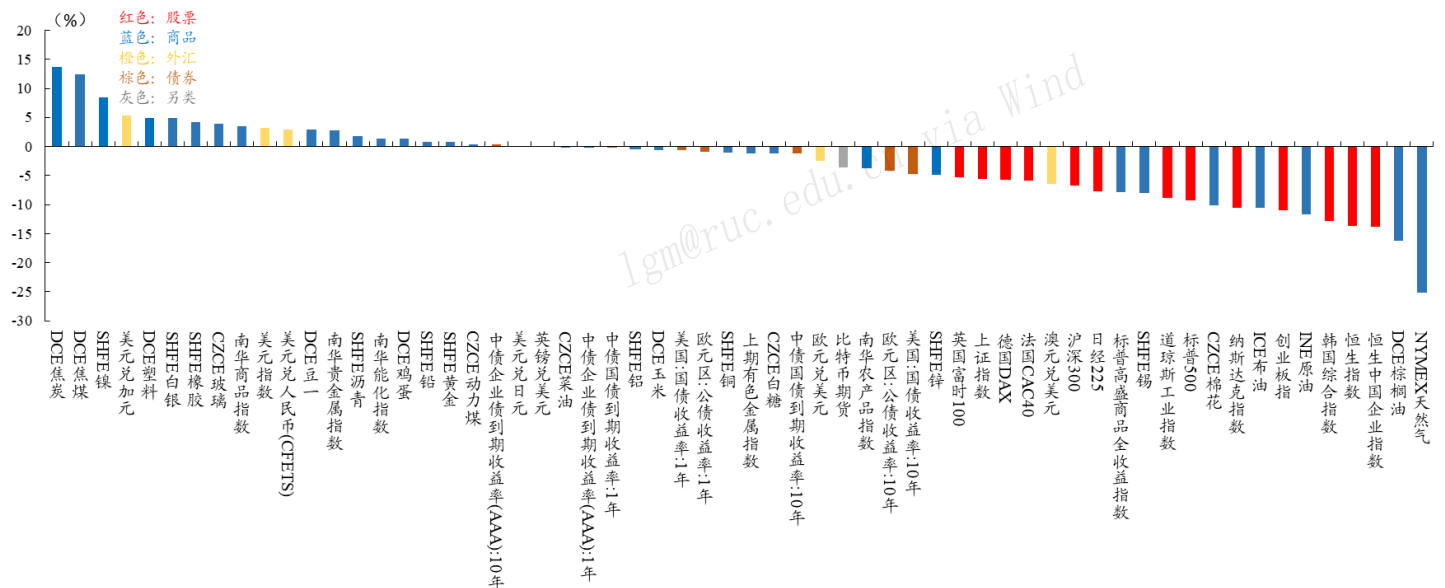
资料来源：Wind, 中原证券

图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性



资料来源：Wind, 中原证券

图 33：9 月全球资产表现



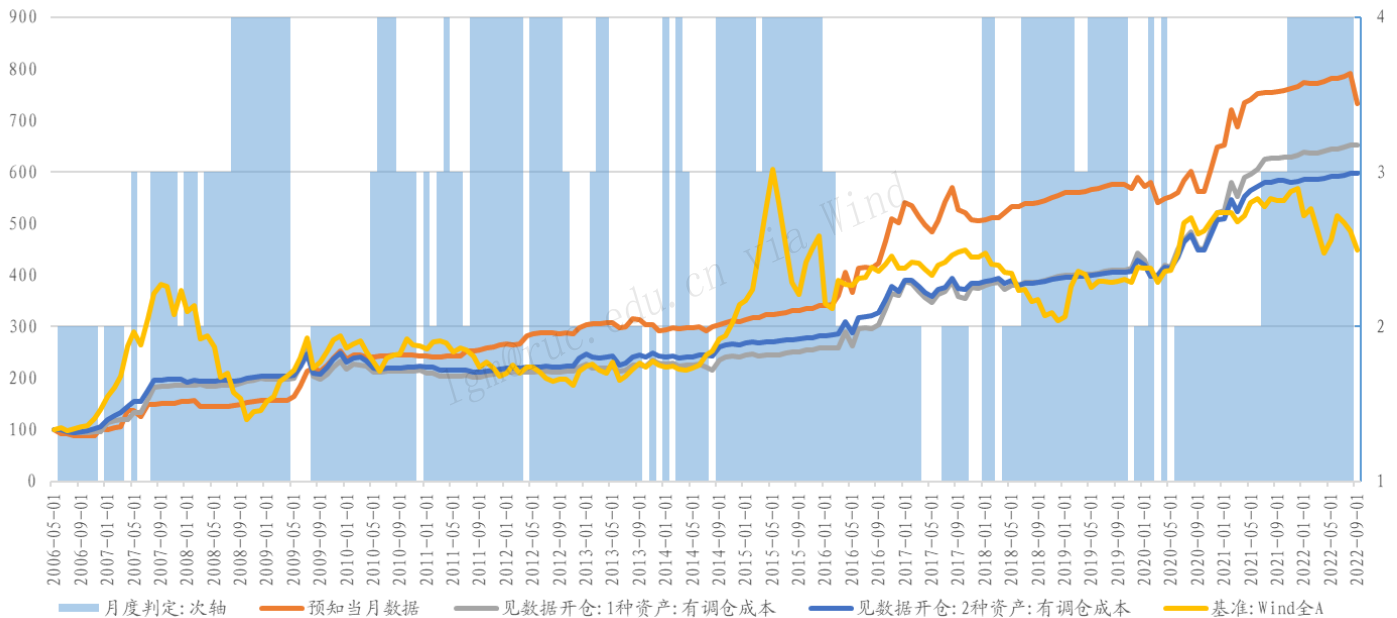
资料来源：Wind, 中原证券

图 34：2010 年以来参考组合表现（均为固定比例，稳健组合为 40%港股+60%国债，进取组合为 25%国债+75%港股）



资料来源：Wind, 中原证券

图 35：PMI-美林时钟策略



资料来源：Wind, 中原证券

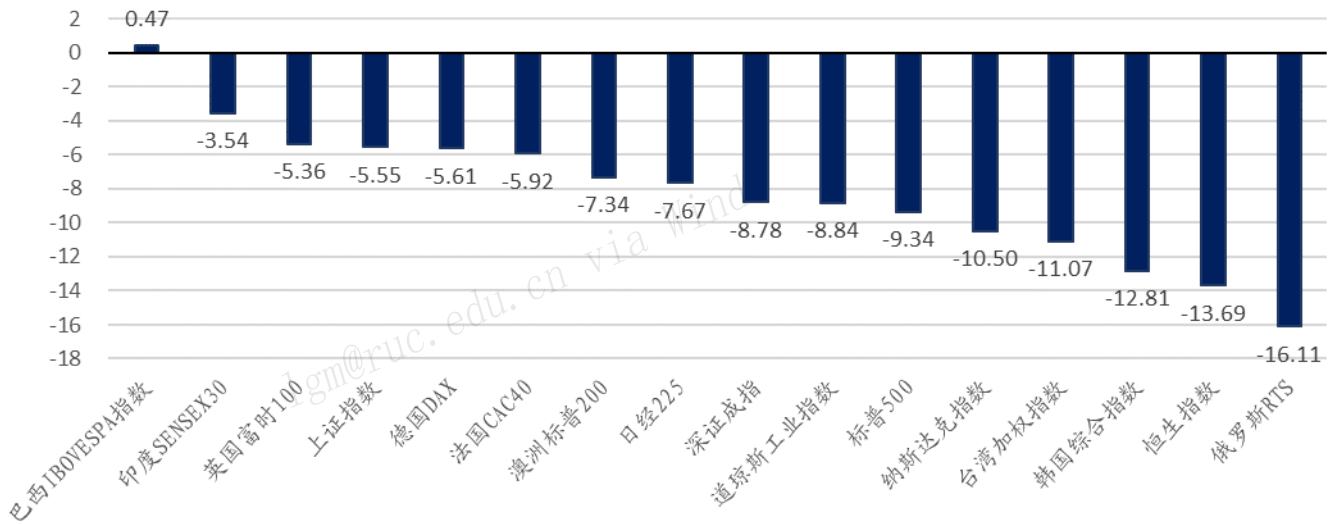
2. 股票：全球权益市场全线回撤

9月全球权益市场全线回落，发展中国家市场如巴西、印度表现靠前，巴西股指录得0.47%正收益，成为唯一上涨股市。欧洲和国内市场表现中游，英法德及上证指数月表现均在-5%附近。美国、亚太及俄罗斯市场表现靠后，美国三大股指月表现均接近-10%，日经、台湾、韩国、恒生等亚太股市表现全面偏弱。

9月A股大盘表现强于中小盘，行业风格表现与8月特征相近，旧能源（煤炭、石油石化）、银行地产上涨或相对抗跌，消费者服务、食品饮料等下游板块行业也相对偏强。汽车、电新等高景气度“赛道”出现一定回撤。经济逐步修复，临近重要会议政策逐步出台，经济复苏过程中

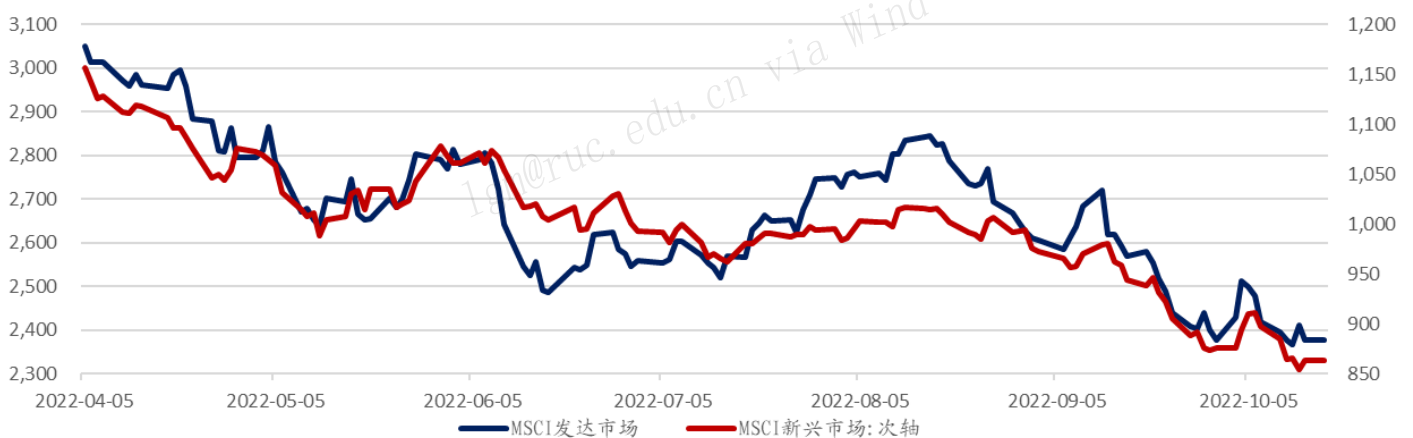
出现一些反复但并不值得过度悲观，本月我们维持推荐标配权益。中期来看权益市场依然是较有性价比的资产，我们保持积极态度。

图 36：全球主要股票指数月表现 (%)



资料来源：Wind, 中原证券

图 37：MSCI 发达市场和新兴市场



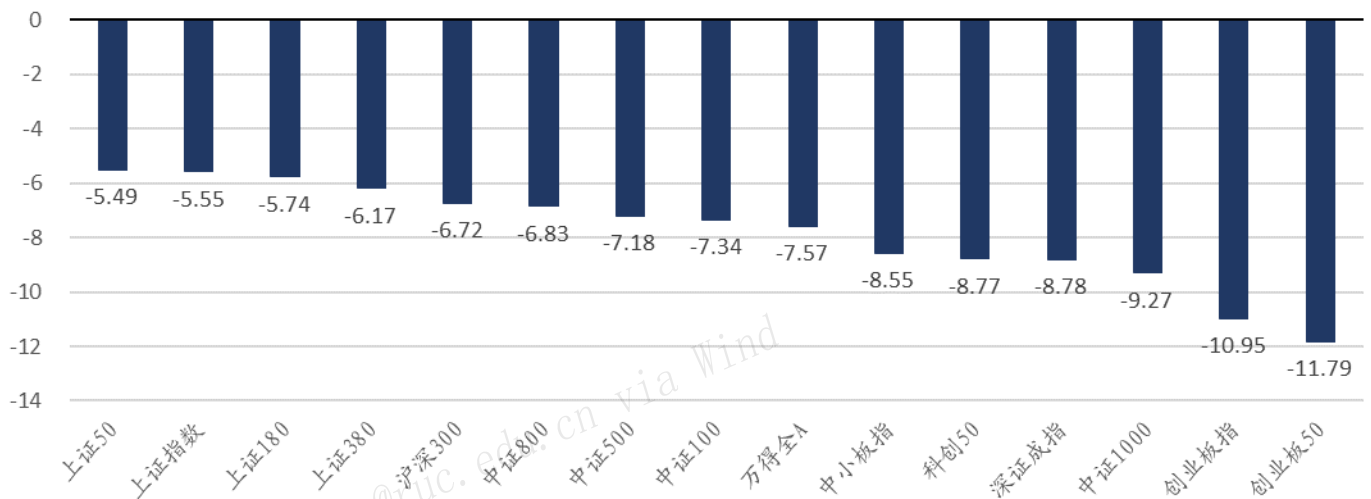
资料来源：Wind, 中原证券

图 38：标准普尔 500 波动率指数



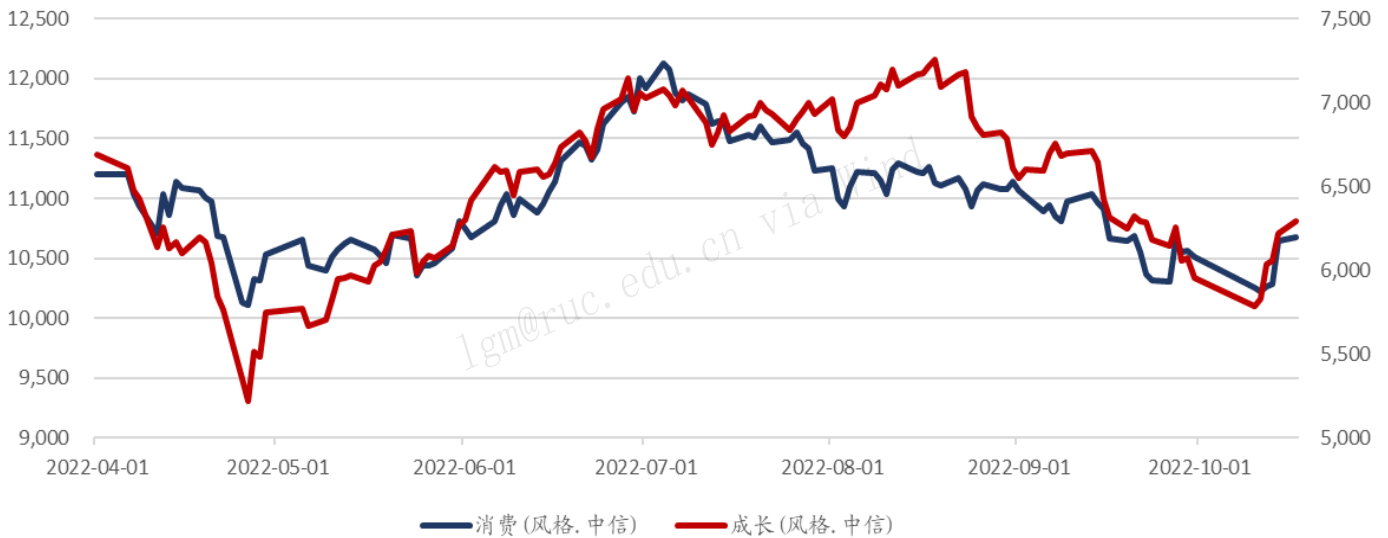
资料来源：Wind, 中原证券

图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)



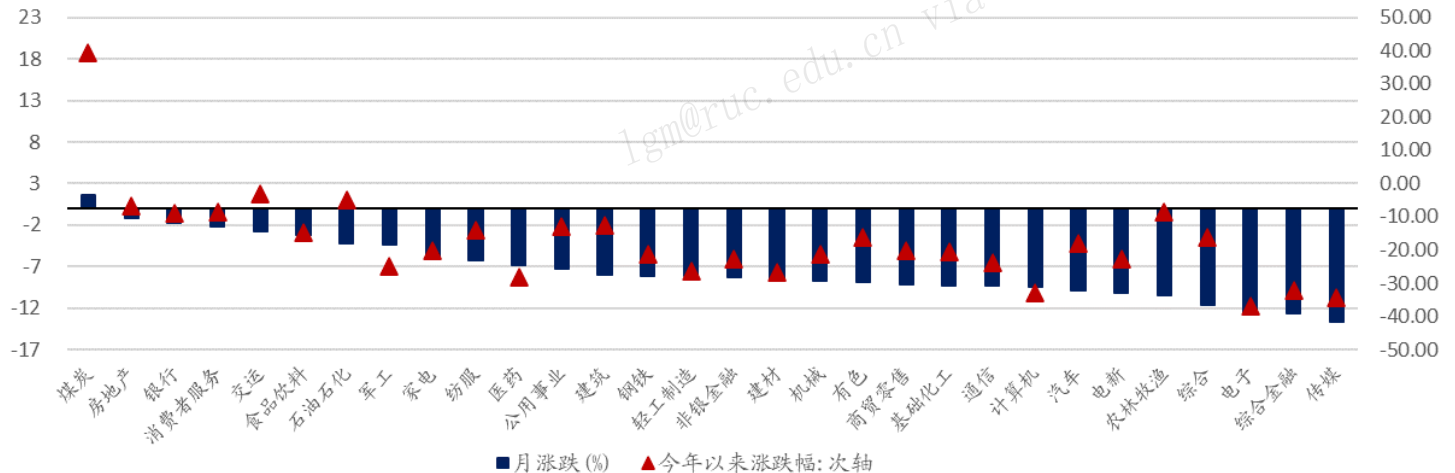
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: A 股风格指数表现



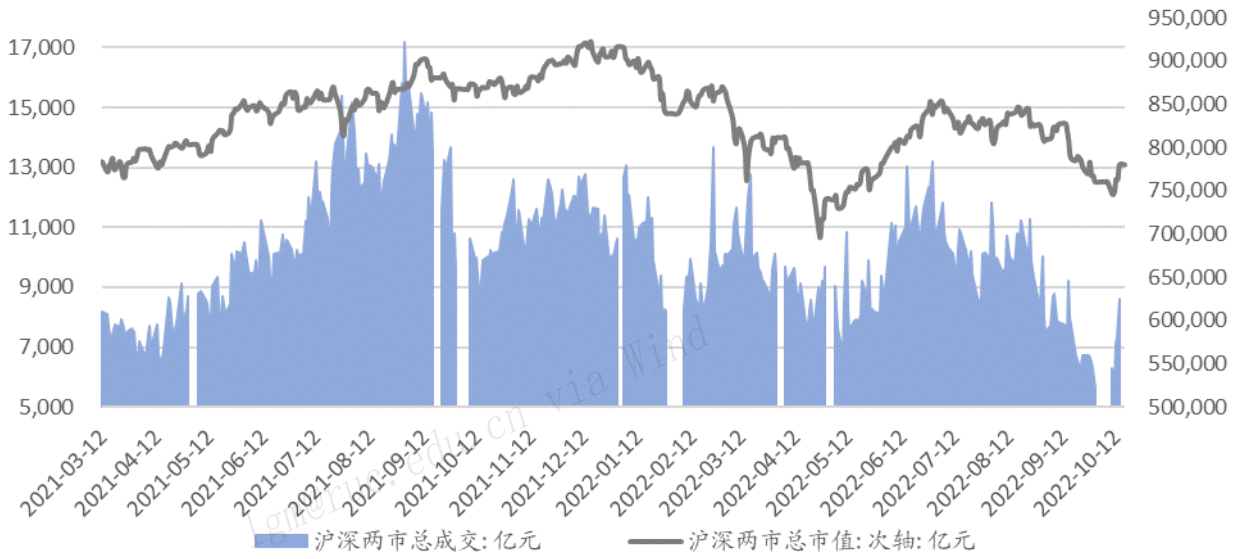
资料来源: Wind, 中原证券

图 41: A 股行业涨幅排名



资料来源: Wind, 中原证券

图 42: A 股成交规模与市值



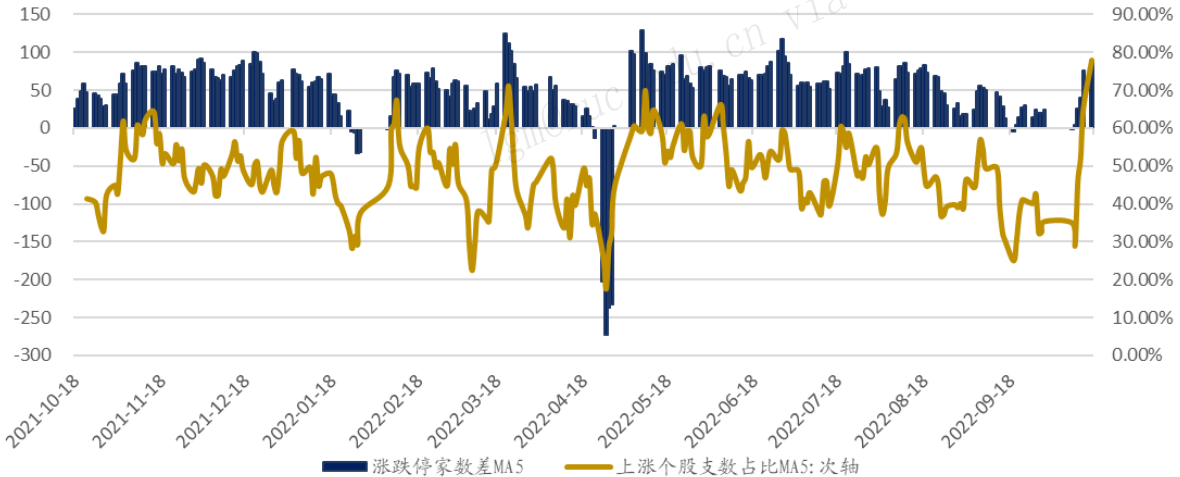
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: A 股估值水平



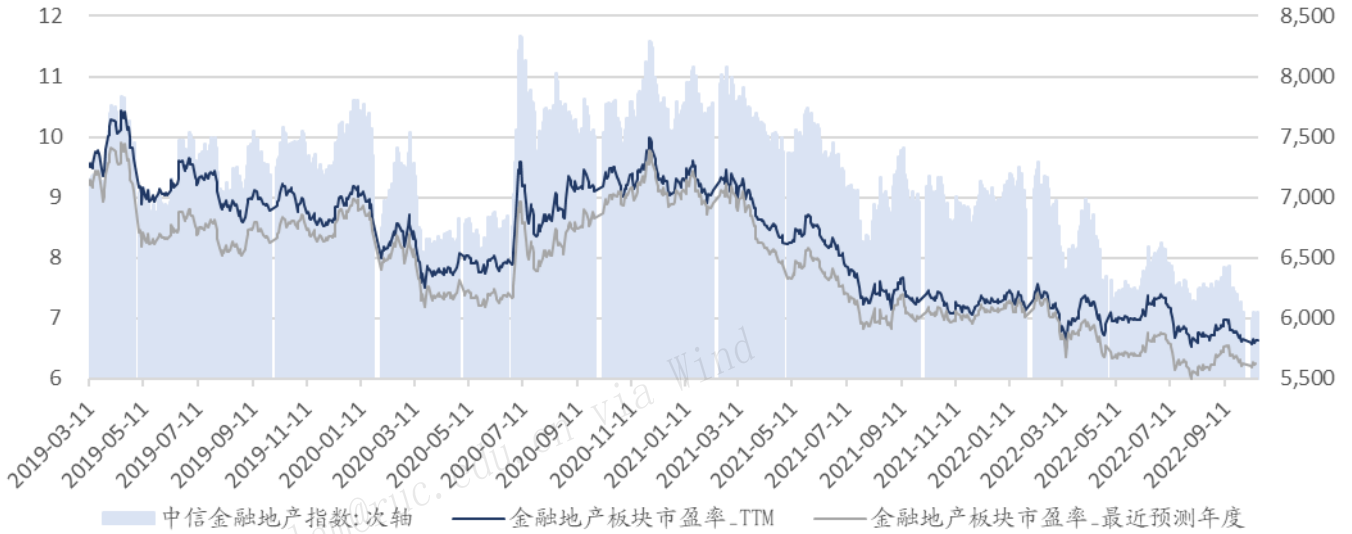
资料来源: Wind, 中原证券

图 44: A 股市场情绪



资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 金融地产板块估值

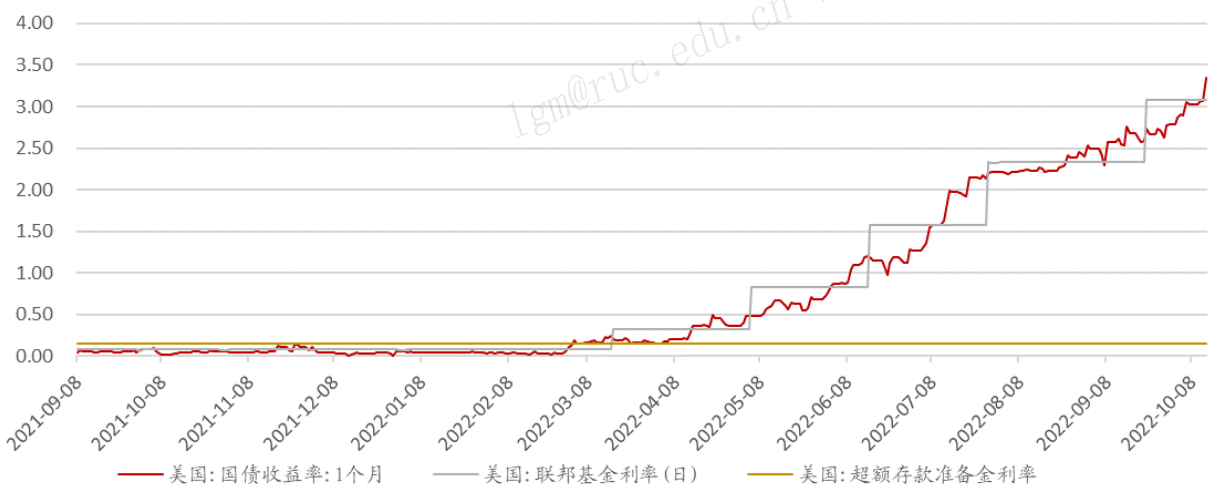


资料来源: Wind, 中原证券

3. 债券: 全球债市普遍调整

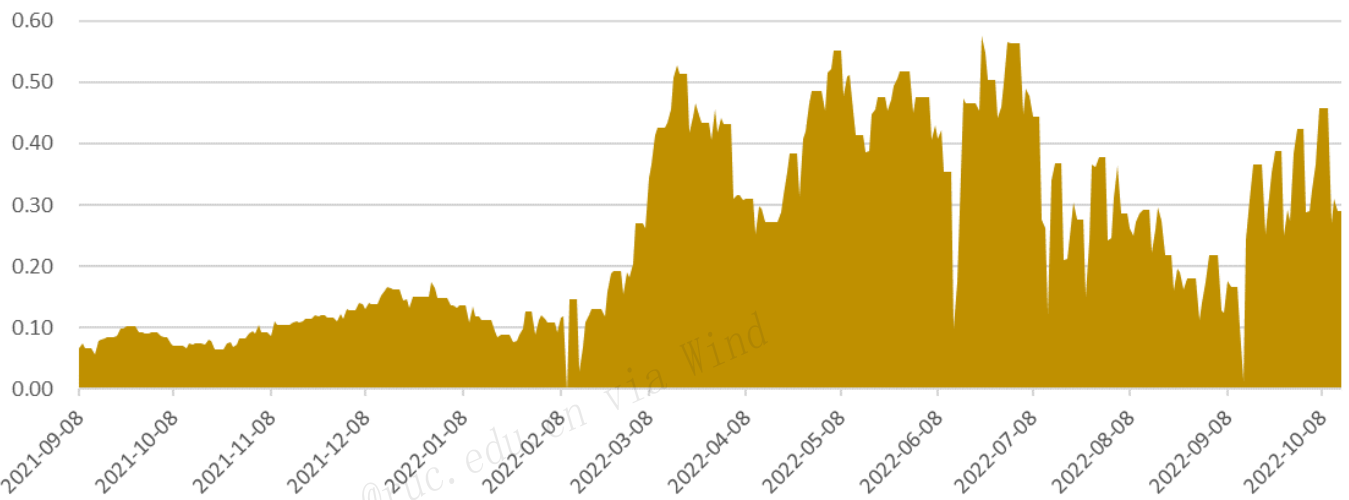
9月全球债市同样普遍调整,海外发达国家债市大幅下跌,最终在9月下旬通过汇率因素将调整压力传导至国内债市,带来国内债市的跟随调整。境外方面,欧洲通胀大幅上行达到10%,美国核心CPI上升到6.6%,欧美通胀形势仍旧严峻但经济下滑压力也较为明显,主要发达国家利率9月走出一轮加速上升行情,直到月底和10月初才短暂relief。国内债市9月调整,经历了8月的牛市之后9月初再度尝试突破前高失败,在随后逐步出现的地产政策调整新闻,以及美债利率及人民币汇率波动等一系列利空打击下,从逐渐走弱到加速调整。9月下旬出现一波快速调整,十一前连续出台地产政策调整成为空头情绪宣泄的顶点。假期后国内债市则大幅反弹。

图 46: 联邦基金利率



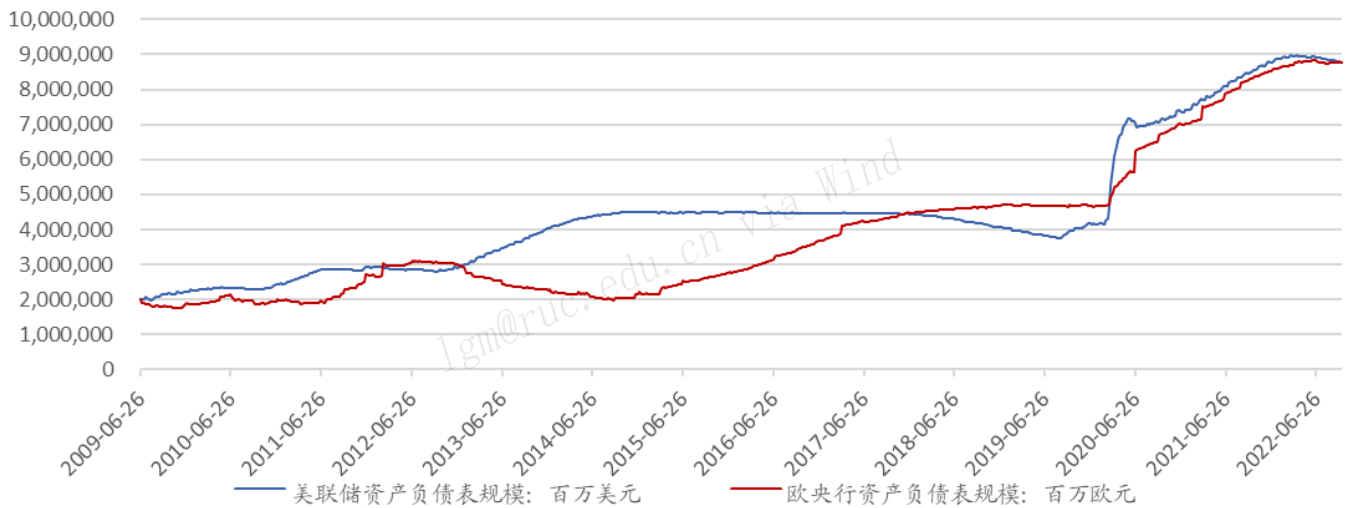
资料来源: Wind, 中原证券

图 47: Ted 息差



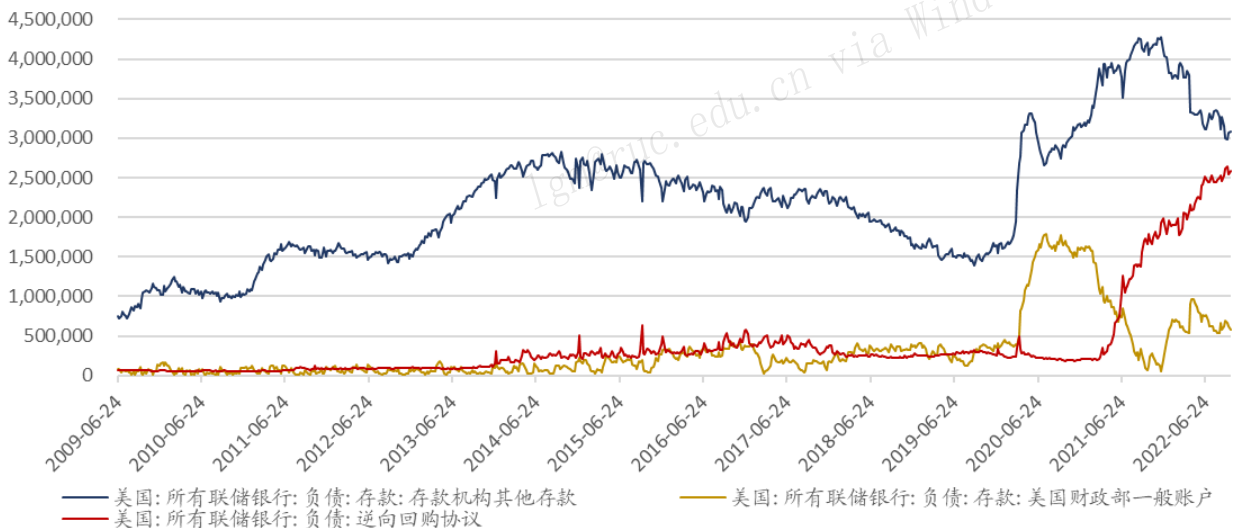
资料来源: Wind, 中原证券

图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模



资料来源: Wind, 中原证券

图 49: 联储资产负债表负债端主要项目



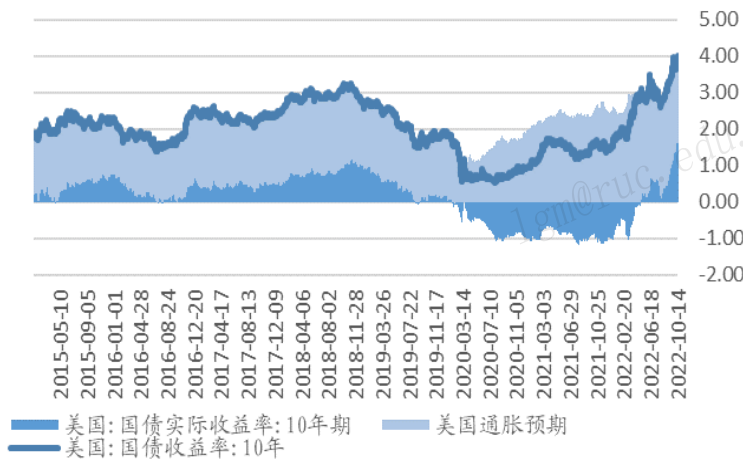
资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势



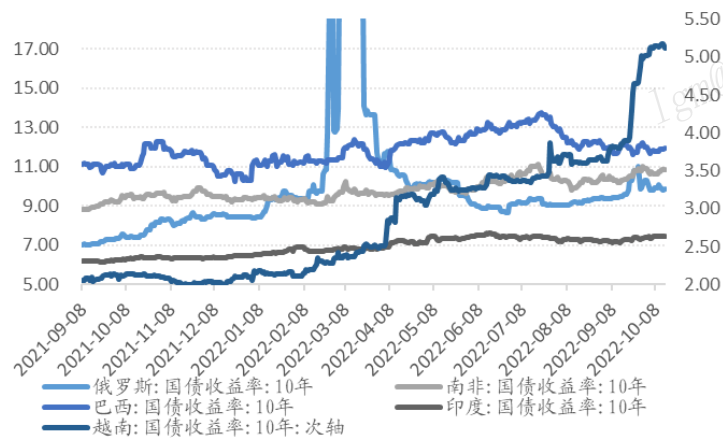
资料来源: Wind, 中原证券

图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期



资料来源: Wind, 中原证券

图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率



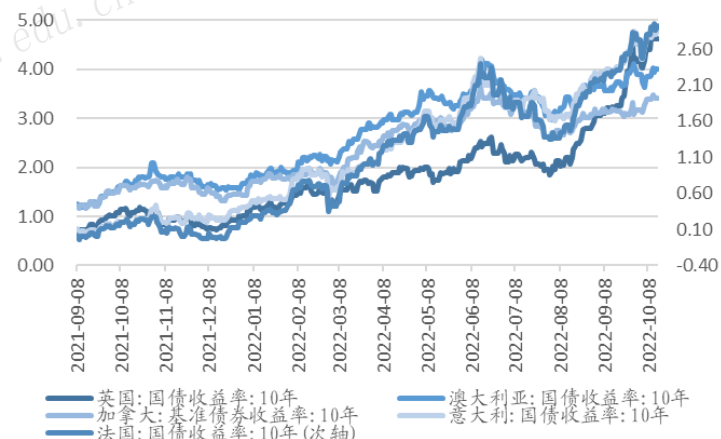
资料来源: Wind, 中原证券

图 52: 美国国债期限结构



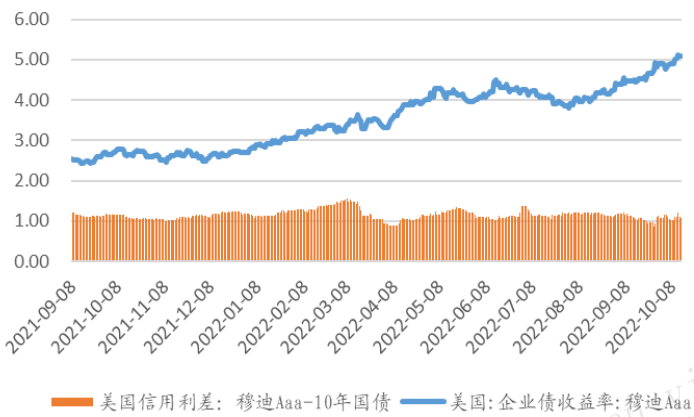
资料来源: Wind, 中原证券

图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率



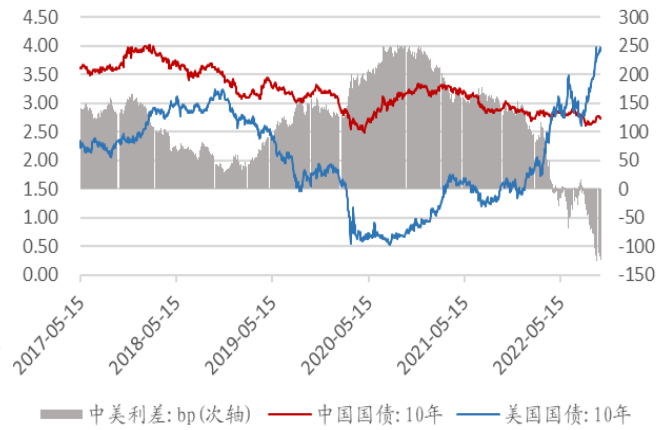
资料来源: Wind, 中原证券

图 55: 美国投资级信用债信用利差



资料来源: Wind, 中原证券

图 56: 中美利差



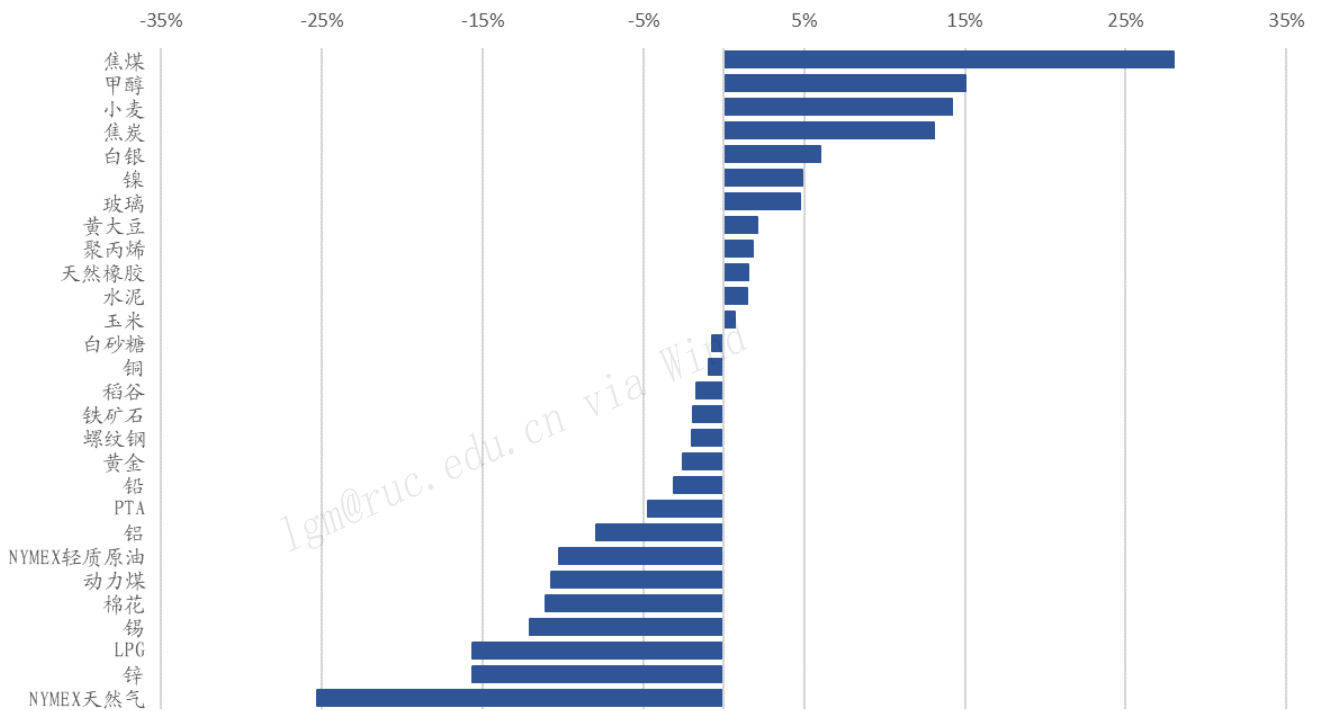
资料来源: Wind, 中原证券

4. 商品与外汇: 商品分化, 美元指数持续走强

商品价格 9 月涨跌互现, 总体呈现分化和微跌局面。我们关注的 28 种主要商品中上涨 12 个, 下跌 16 个, 平均幅度为 -1.17%。涨幅最大品种为黑色系的焦煤, 单月上涨 28.01%。甲醇、小麦、焦炭也录得两位数涨幅。跌幅最大品种为为 NYMEXX 天然气, 下跌 25.33%, 锌、LPG、锡、棉花、动力煤和原油也录得两位数跌幅。商品仍然处于波动缓和, 微观主导, 宏观因素淡化的阶段。

全球货币政策紧缩, 流动性衰减下风险事件开始增加。十月初以来, 市场一度对大型投行瑞士信贷的基本面产生担忧, 同时英国政府一度提出的减税计划导致英镑汇率、长期国债市场出现剧烈波动, 英国养老金出现爆仓风险, 导致英格兰银行被迫下场救市缓解流动性危机。随后在英国央行、财政部与市场之间围绕减税计划和短期市场干预后的退出时点展开一系列博弈, 持续扰动市场。通胀高企、风险事件逐渐浮现的背景下, 美元持续走强, 美元指数 9 月下旬最高达到 114.16 的历史高位。美元走强过程逐渐触及部分国家货币当局合意贬值幅度阈值, 人民币外汇政策工具箱逐步开始启用, 人民银行 9 月 15 日下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点, 9 月 28 日将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。日本央行也持续干预汇率。这些事件因素都对汇率的短期定价形成了一定扰动。我们预计美元在一到两个季度内维持偏强, 人民币汇率在当前位置上仍有波动, 但没有明显的贬值空间。

图 57: 本月主要商品涨幅排序



资料来源: Wind, 中原证券

图 58: 黄金及白银价格



资料来源: Wind, 中原证券

图 60: 金铜比与 10 年期美债



资料来源: Wind, 中原证券

图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值



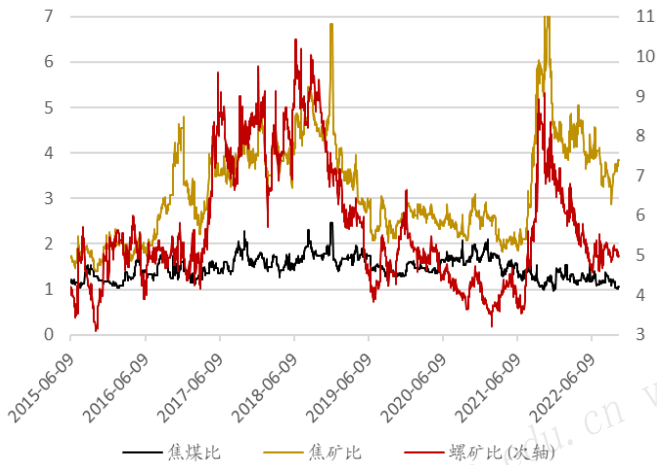
资料来源: Wind, 中原证券

图 61: 黄金与美国实际利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势



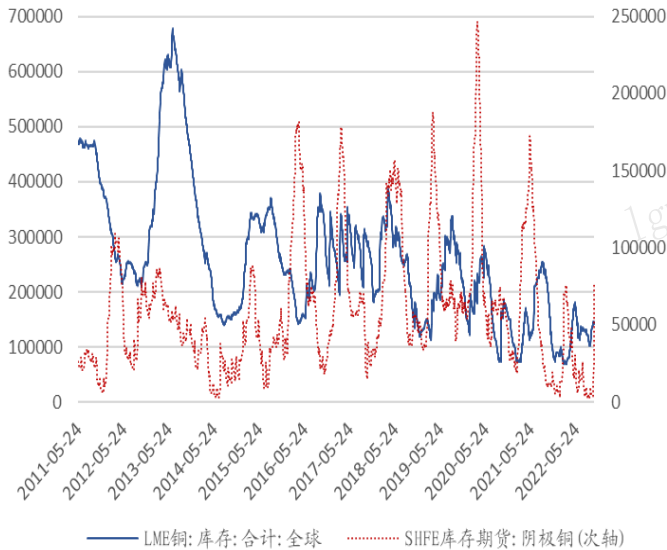
资料来源: Wind, 中原证券

图 64: LME 铜、镍、锡价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 66: 铜库存情况



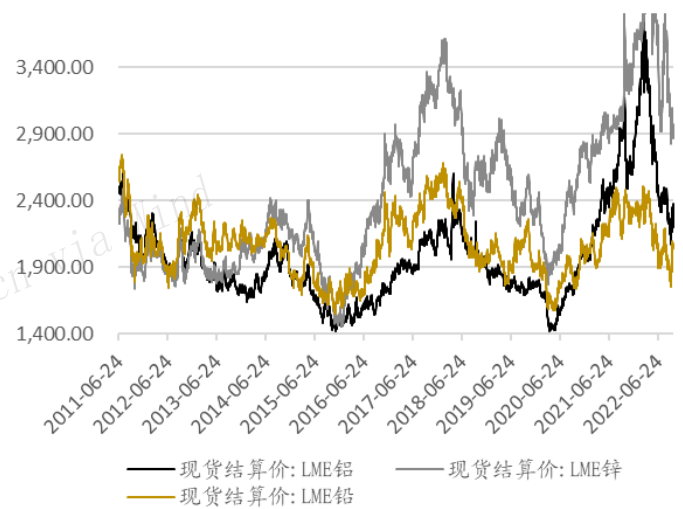
资料来源: Wind, 中原证券

图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势



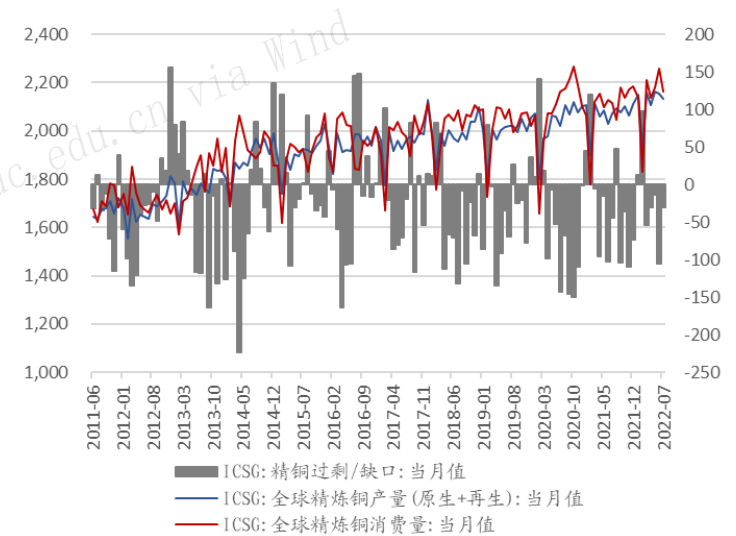
资料来源: Wind, 中原证券

图 65: LME 铝、铅、锌价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 67: 铜供需缺口



资料来源: Wind, 中原证券

图 68: CBOT 小麦、玉米走势



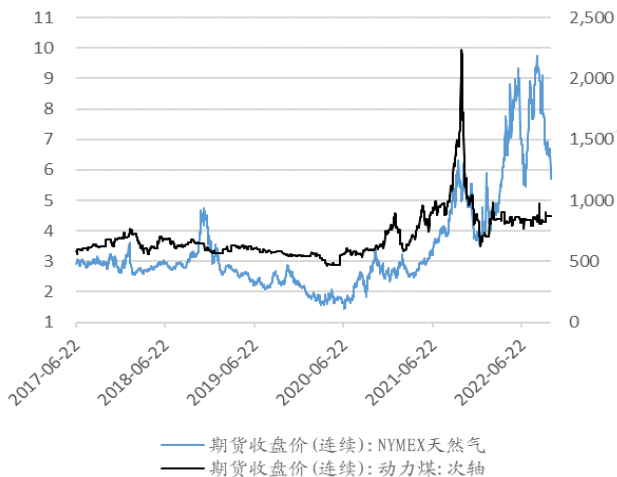
资料来源: Wind, 中原证券

图 70: 原油价格走势



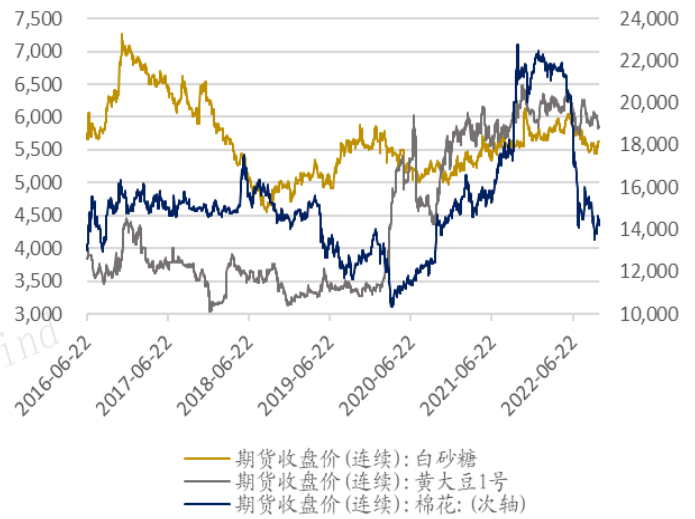
资料来源: Wind, 中原证券

图 72: 动力煤、天然气价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势



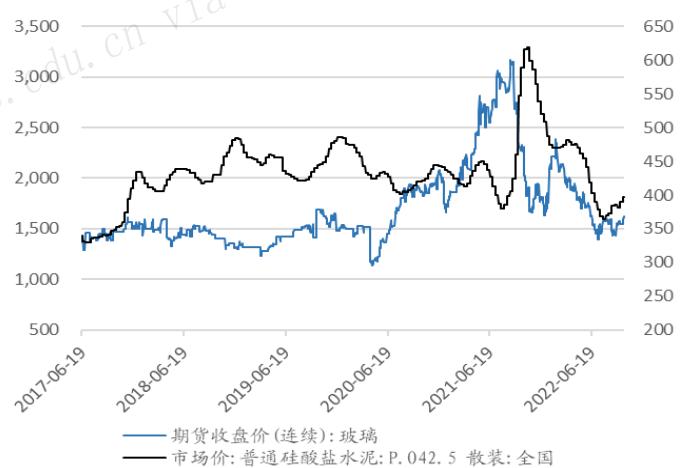
资料来源: Wind, 中原证券

图 71: 原油价格与库存规模



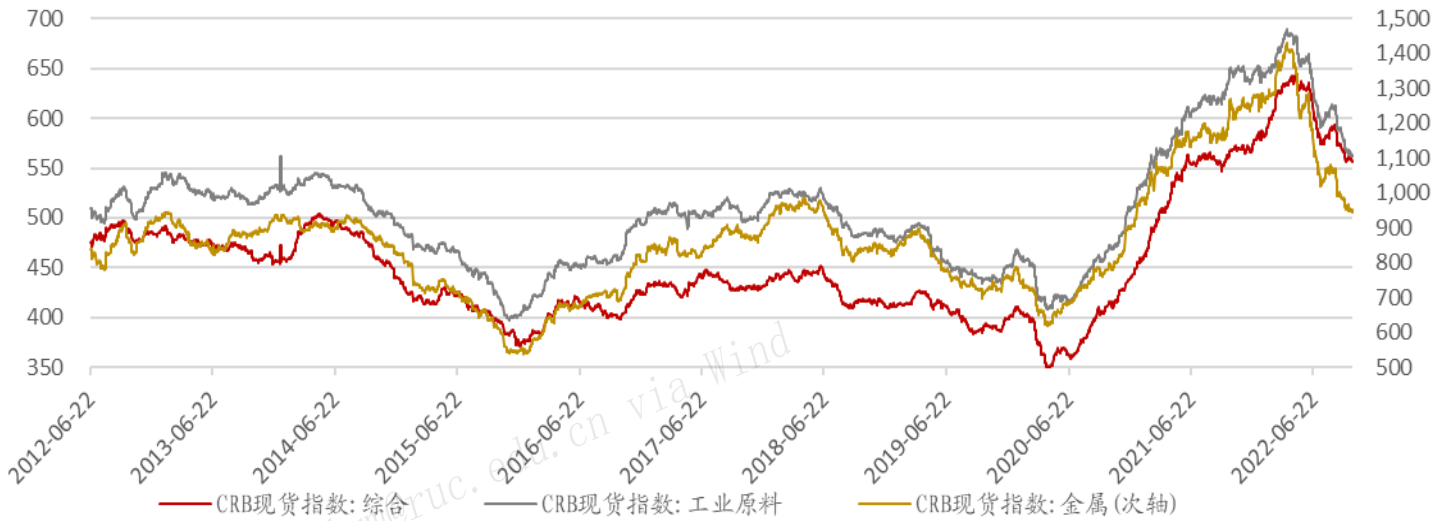
资料来源: Wind, 中原证券

图 73: 建材价格走势



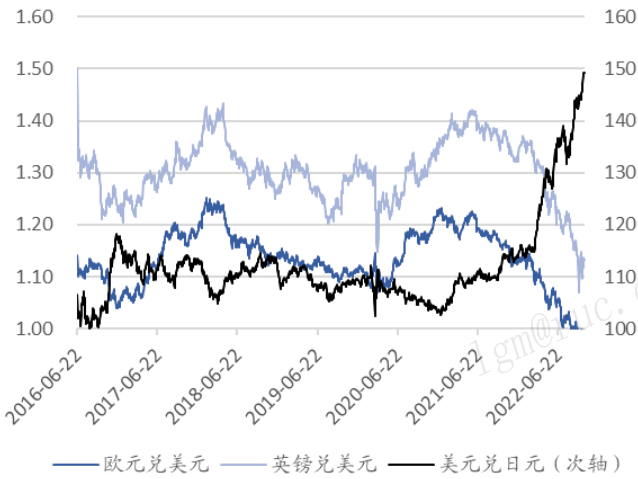
资料来源: Wind, 中原证券

图 74: CRB 现货指数走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势



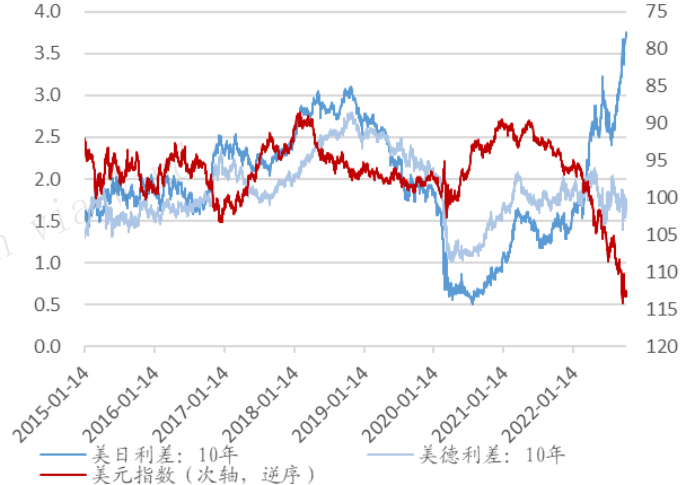
资料来源: Wind, 中原证券

图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 中原证券

图 76: 美日、美德利差走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关



资料来源: Wind, 中原证券

图 79：美元指数走势



资料来源：Wind, 中原证券

5. 风险提示

通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向。

疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。