

摘要:

本周末美联储释放加息节奏年底可能放缓的信号，叠加英国减税计划的退出，全球资本市场风险偏好有所回升。权益资产集体反弹，其中美股涨幅居前，单周涨幅创近 4 个月新高。欧洲权益市场法国表现较好，英国偏弱。亚太地区日韩股市本周走势强于 A 股和港股，恒生指数本周延续跌势。美债长短端收益率本周继续上行，均升至 2008 年以来最高水平，临近本轮加息周期的顶点。欧元区债券收益率本周继续上行，法国债券市场表现相对坚挺，重债务国 10 年期国债利率与德国的利差进一步走扩。英国国债收益率下降。日本 10 年期国债收益率近期再度突破日本央行 0.25% 的上限目标。日本央行继续维持宽松的货币政策，加大购债力度。新兴经济体中巴西延续股债双牛的走势。外汇市场方面，美元指数本周冲高回落，全球主要非美货币兑美元本周多数走强。商品市场方面，本周呈现先抑后扬的走势，整体价格跌幅收窄。贵金属价格止跌反弹，畜产品价格涨幅居前。

美股对美联储继续激进加息的预期已基本消化，随着美联储加息节奏年底可能出现放缓，美股正临近本轮下行周期的底部区域，年底之前有望出现企稳。欧元区和英国的权益资产后续将继续承压，建议规避。相较而言，法国股票市场后续表现将好于其他欧元区经济体。新兴市场中，巴西和印度的权益资产仍将是四季度全球权益资产的避风港。日本股市波动将加剧，A 股配置的机遇已大于风险。债券市场方面，美债利率临近本轮加息周期顶部，后续进一步上行空间有限，美债从中长期来看已具备配置价值。欧洲和日韩债券资产继续规避。外汇市场方面，非美货币兑美元的贬值压力有望短期缓解，美元指数进一步创新高的动能正在衰竭，但短期仍将维持高位运行。商品市场方面，基本金属价格有望迎来阶段性上行修复，铜和贵金属短期价格弹性更好，能源价格近期仍将承压。地产方面，国内地产销售四季度有望延续弱复苏。但地产投资增速仍面临下行压力，对宽信用的传导仍需时间。香港地产市场量价齐跌的趋势仍将持续。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，房屋价格将进入下行通道。

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/ lianghaikuan@foundersc.com

成文时间：2022年10月22日 星期六



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

一、	全球宏观经济综述.....	3
二、	股票市场.....	10
三、	债券市场.....	12
四、	外汇市场.....	18
五、	商品市场.....	19
六、	房地产市场.....	21
八、	大类资产配置建议	23

一、全球宏观经济综述

美联储持续激进加息下美国的消费仍维持坚挺，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。10月初值进一步升至59.8，预期59。9月美国零售和食品服务销售额同比增速为8.2%，较8月的9.4%有所回落。其中，零售销售额同比增速由8月的9.1%回落至7.8%。但整体来看仍处于高位，高于疫情前水平。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降至50.9，预期为52.2，前值为52.8，但仍处于荣枯线上方。且美国9月工业产出环比增长0.4%，预期0.10%，前值为下降0.20%。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。10月15日当周初请失业金人数21.4万人，预期23万人，前值22.8万人。通胀依旧顽固，虽然7月一度出现见顶迹象，但8-9月数据再超预期。9月美国CPI同比小幅回落至8.2%，回落速度依然较慢；更为关键的是核心CPI同比继续上行至6.6%，为1982年8月以来新高。从主要分项来看，食品和租金是推动通胀上行的核心动力。9月PPI同比增长8.5%，较8月小幅回落；而核心PPI同比增速则回升0.1个百分点至7.3%。通胀粘性仍较强，工资通胀螺旋继续。强劲的就就业数据，尚可的经济产出，叠加居高不下的通胀，市场预期美联储年内的加息节奏将进一步加快。

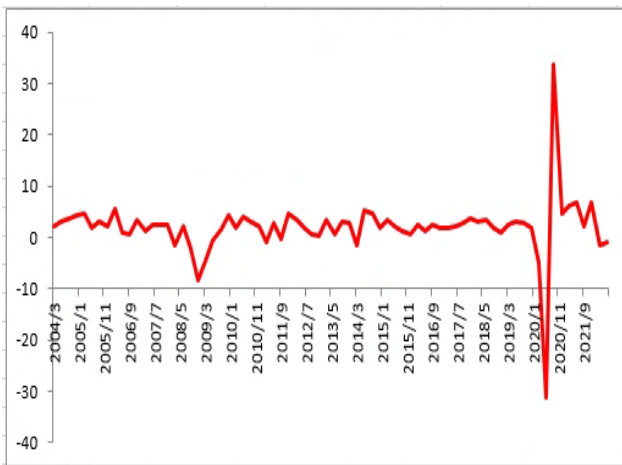


图 1-1 美国 GDP 季调折年率环比增速

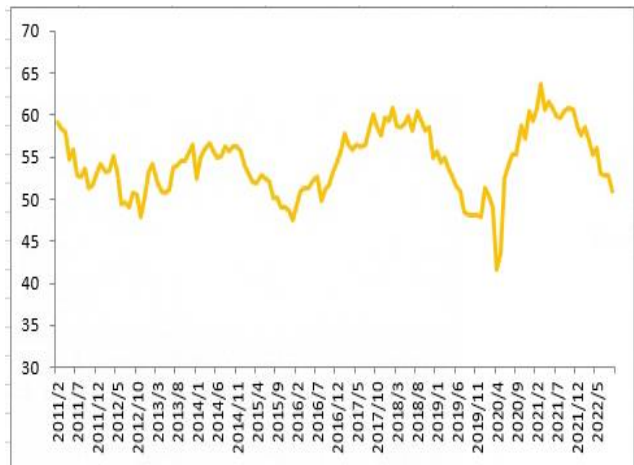


图 1-2 ISM 制造业 PMI 走势

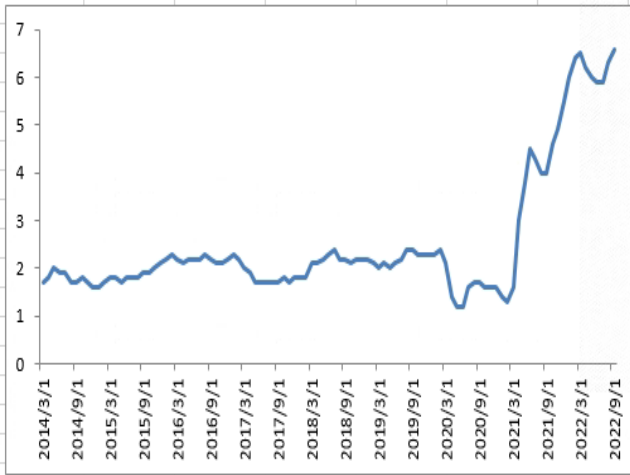


图 1-3 美国核心通胀走势

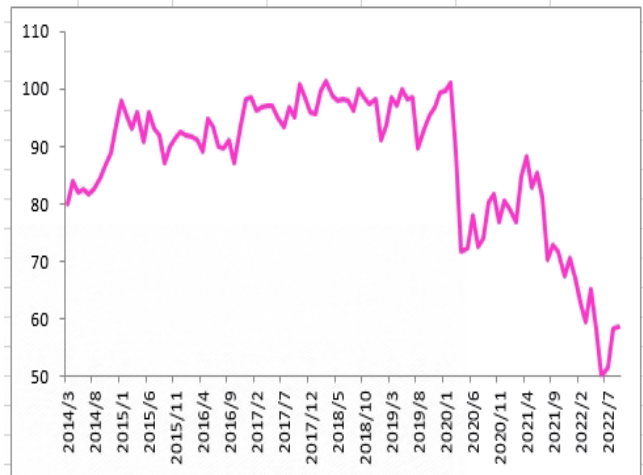


图 1-4 密歇根大学消费者信心指数

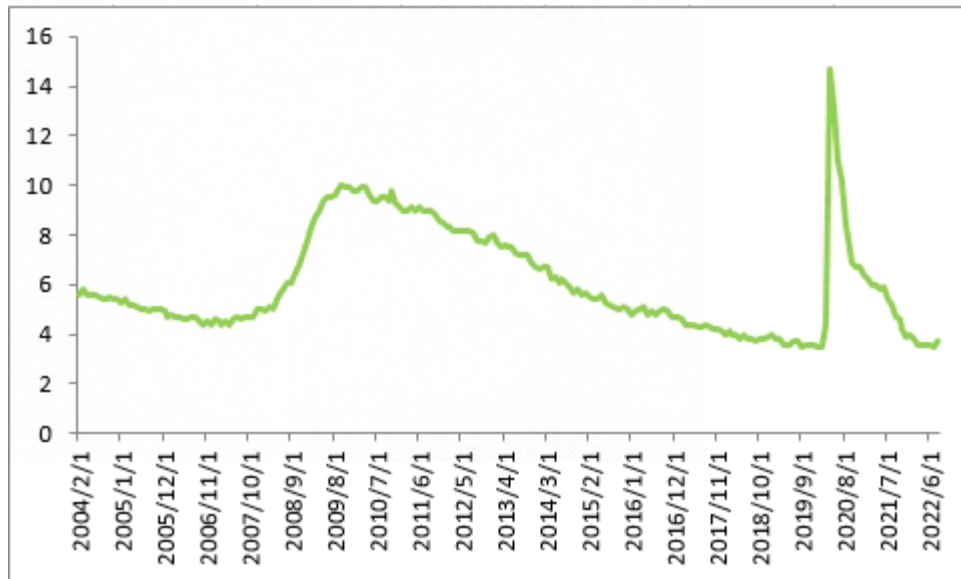


图 1-5 美国失业率变化

欧元区第二季度 GDP 年率终值 4.1%，预期 3.90%，前值 3.90%，复苏态势良好。进入三季度虽然欧洲经济复苏节奏放缓，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%。8 月欧元区 19 国工业生产指数同比增长 2.5%，较 7 月的 -2.5% 有所回升；季调环比增长至 1.5%，也由负转正。但能源价格的上涨和加息对欧元区经济活动和产出开始产生抑制。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。欧元区 8 月季调后经常帐录得 -263.23 亿欧元，为 2008 年 11 月以来最大逆差。德国在今年二季度就开始罕见地出现贸易逆差。

当前欧元区通胀压力仍居高不下，欧元区 9 月 CPI(消费价格指数)同比增长 9.9%，预估为 10.0%，初值为 9.1%。欧元区 9 月消费者物价调和指数较前月上涨 1.2%。德国 9 月 PPI 同比上升 45.8%，预期 44.7%，前值 45.80%；9 月 PPI 环比上升 2.3%，预期 1.3%，前值 7.90%。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。市场预期年内将再进行两次 75BP 的加息。欧元区经济四季度转入衰退的概率较大。欧洲央行近期下调 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%)

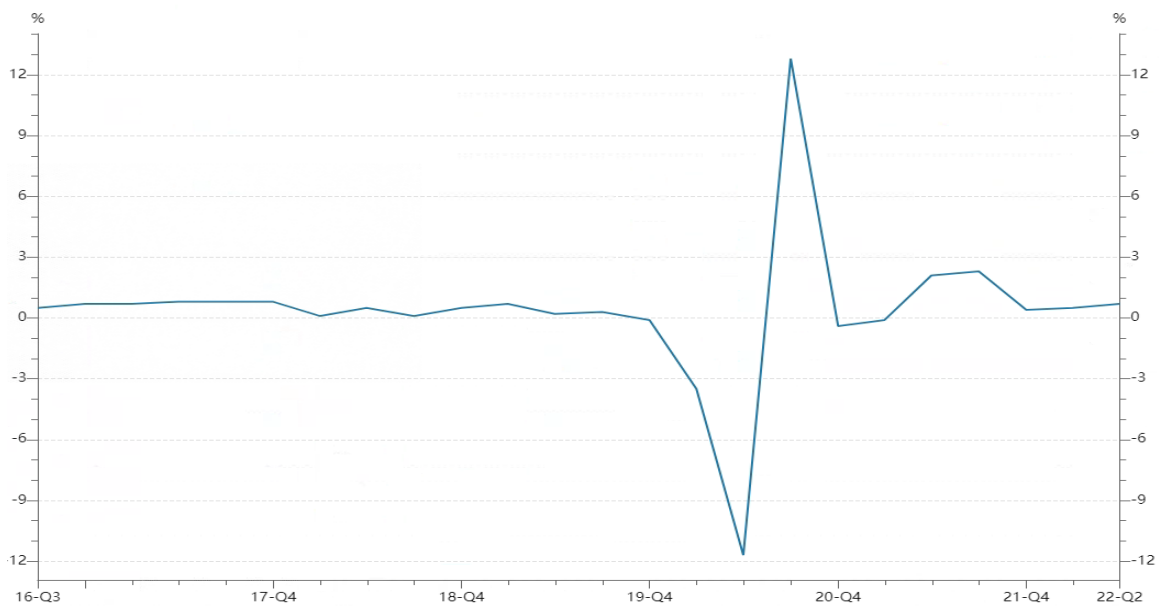


图 1-6 欧元区 19 国 GDP 季调环比增速

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

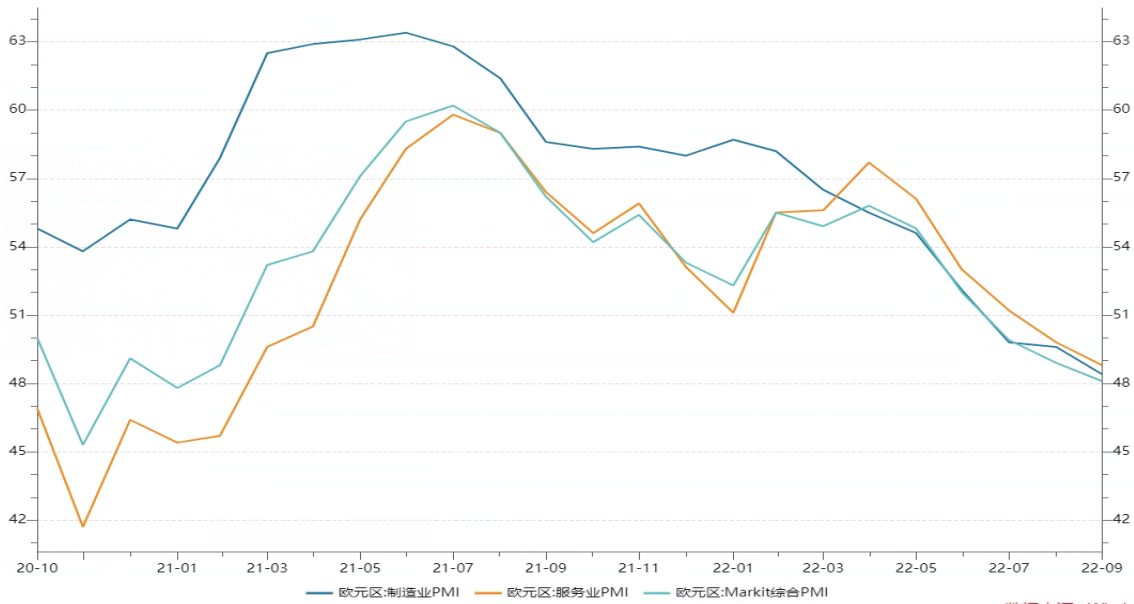


图 1-7 欧元区 PMI 走势

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。但英国经济在 9 月仍表现出一定的韧性，9 月制造业 PMI 录得 48.5，预期 47.5，前值 47.3。9 月服务业 PMI 为 50，预期 49.2，前值 49.2；9 月综合 PMI 为 49.1，预期 48.4，前值 48.4。就业数据开始下滑，9 月失业金申请人数增加 2.55 万人，为 2021 年 2 月以来最大增幅。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。

当前英国面临的通胀压力是发达经济体中最大的，英国 9 月 CPI 同比增长 10.1%，预期 10.00%，前值 9.90%。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。英央行近期为缓解国债市场流动性枯竭开启的短期 QE 结束后将重回加息和缩表，年内剩余时间加息节奏预计将快于欧元区和美国。

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，英镑和英国国债短期企稳后再度回落。英央行在 10 月中旬不得不再度进行两次加码干预，加大购债力度，扩大购债范围，但仍未能缓解债市的波动。本周四晚间，英国首相特拉斯宣布辞职。10 月 17 日，英国新财政大臣发表讲话，将撤销特拉斯减税计划中几乎所有的减税措施，并暗示在未来几周可能会加紧削减财政支出。至此本轮减税计划几乎被完全逆转，英镑兑美元止跌反弹，英国国债收益率回落。

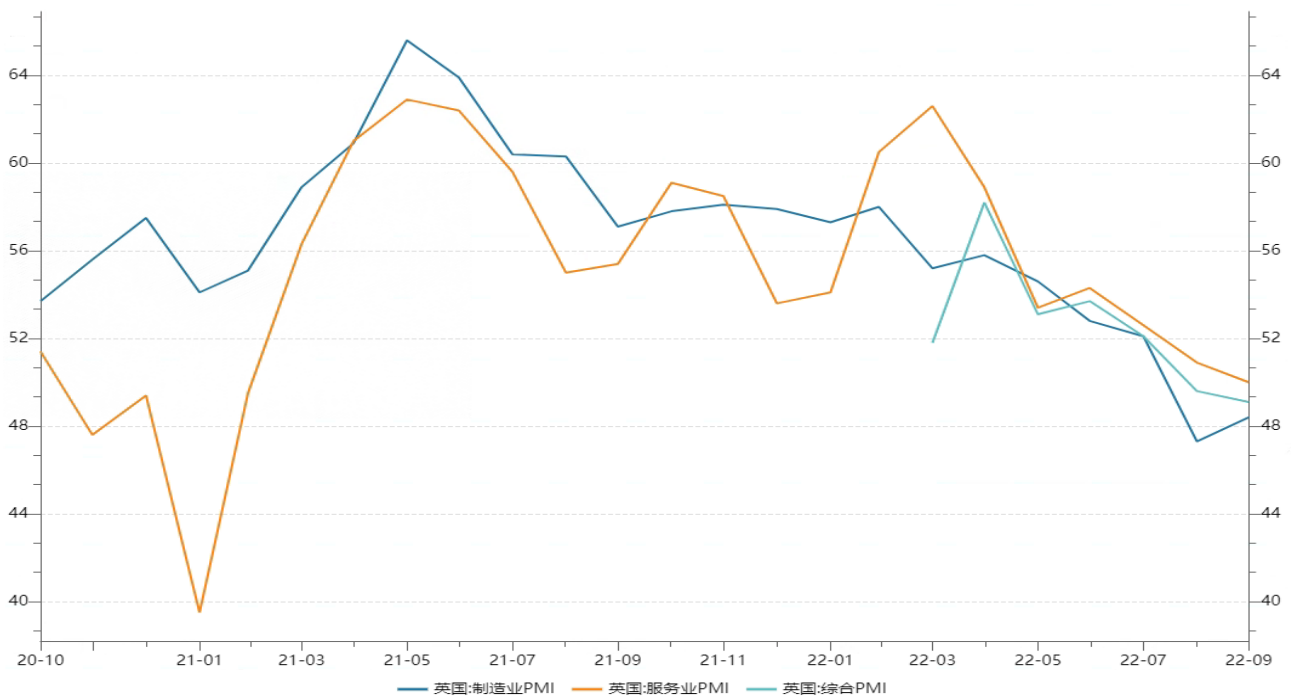


图 1-8 英国 PMI 走势

资料来源：同花顺，方正中期研究院

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。9 月商品出口同比增长 28.9%，预期 27.1%，前值 22.10%。但日元的贬值加剧了国内输入型通胀的压力，贸易逆差短期改善后再度扩大，日本财务省发布统计数据显示，日本本财年上半年(2022 年 4 月至 9 月)贸易逆差达 110075 亿日元，这是自 1979 年有可比数据以来的同期最大值。日本 7 月工业产出月率终值 0.8%，前值 1.00%。日本三季度以来工业产出下降，9 月制造业 PMI 终值 50.8，前值 51。日本 9 月 Markit 综合 PMI 51，前值 50.9。通胀继续上升，日本 9 月全国 CPI 同比上涨 3%，预期 2.90%，前值 3.00%。9 月核心 CPI 环比上升 3%，预期 3.00%，前值 2.80%，为 2014 年以来新高。但日本央行续坚持当前超宽松的货币

政策，9月货币供应M2年率为3.3%，预期3.40%，前值3.40%。为维持利率水平不变，日本央行的整体购债规模进一步扩大。近期提出购买1000亿日元的10-25年期日本国债；购买500亿日元的25年期以上的日本国债；购买1000亿日元的5-10年期日本国债。

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，无法弥补日元贬值造成的贸易逆差。日元的贬值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。

韩国出口出现回落，9月贸易逆差达到37亿美元，连续6个月出现赤字，为25年来的首次。为应对资金的持续流出，韩国央行于10月12日宣布将基准利率上调50个基点至3%，为10年来首次。7月加息50个基点后韩国央行8月一度变得谨慎，但本次再度激进加息说明韩国央行在经济可能衰退和防止资本外流之中选择了后者。

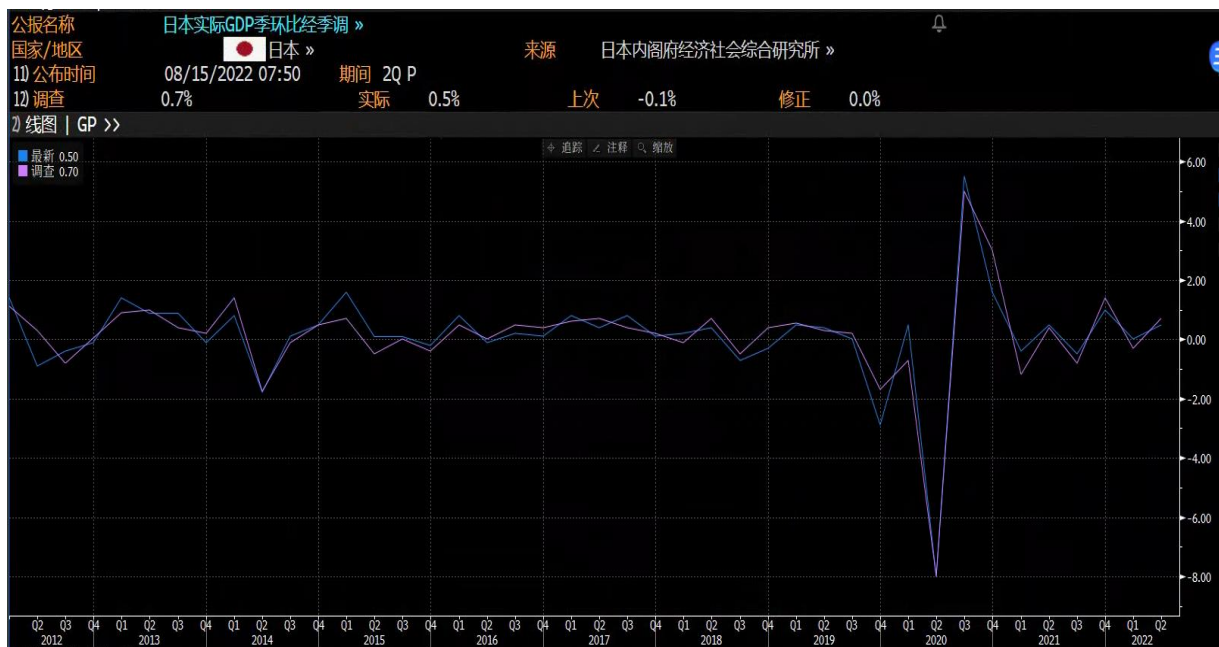


图 1-9 日本实际 GDP 季调环比增速

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

9月国内社融和新增人民币贷款进一步改善。9月新增社融35300亿元，比上年同期多增6245亿元，增速10.6%（前值10.5%），市场预期27250亿元，前值24300亿元。结构也有明显改善，呈现出长期贷款增加、非标收缩减速的良好特征。从结构看，9月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.5%，同比高0.3个百分点。9月新增人民币贷款2.47万亿，同比多增8108亿元。市场预期18000亿元，前值12500亿元。企业中长期贷款在各项贷款中的占比达到54.7%，信托和委外贷款也出现增长。2022

年前三季度社会融资规模增量累计为 27.77 万亿元，比上年同期多 3.01 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 17.89 万亿元，同比多增 1.06 万亿元。

9 月末，广义货币 (M2) 余额 262.66 万亿元，同比增长 12.1%，前值 12.2%，预期 11.9%。M1 同比增速 6.4%，前值 6.1%，M1-M2 剪刀差收窄，经济活力逐步恢复。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，预计 1-9 月投资增速有望进一步上升。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 月通胀压力有所抬升。全国居民消费价格同比上涨 2.8%，涨幅较上个月扩大 0.3 个百分点，但核心 CPI 增速低位下行，总需求仍偏弱。工业生产者出厂价格同比上涨 0.9%，涨幅较上个月下降 1.4 个百分点，连续 11 个月回落。CPI-PPI 价差走扩，有助于下游企业利润空间的改善。四季度国内 CPI 和 PPI 增速预计逐步回落，国内通胀压力减轻，将给予货币政策进一步发力空间，稳增长力度将进一步增强。基建端近期出现赶工迹象，并有望持续至月底。10 月下旬有望迎来专项债发行高峰，同时明年专项债的部分额度也有望提前下发，四季度基建投资增速预期仍较好。9 月社融和新增人民币贷款数据再超预期，市场流动性充裕，制造业投资也有望改善。



数据来源：同花顺FinD

图 1-10 中国 PMI 走势



图 1-11 社融规模增量月度走势



图 1-12 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

二、股票市场

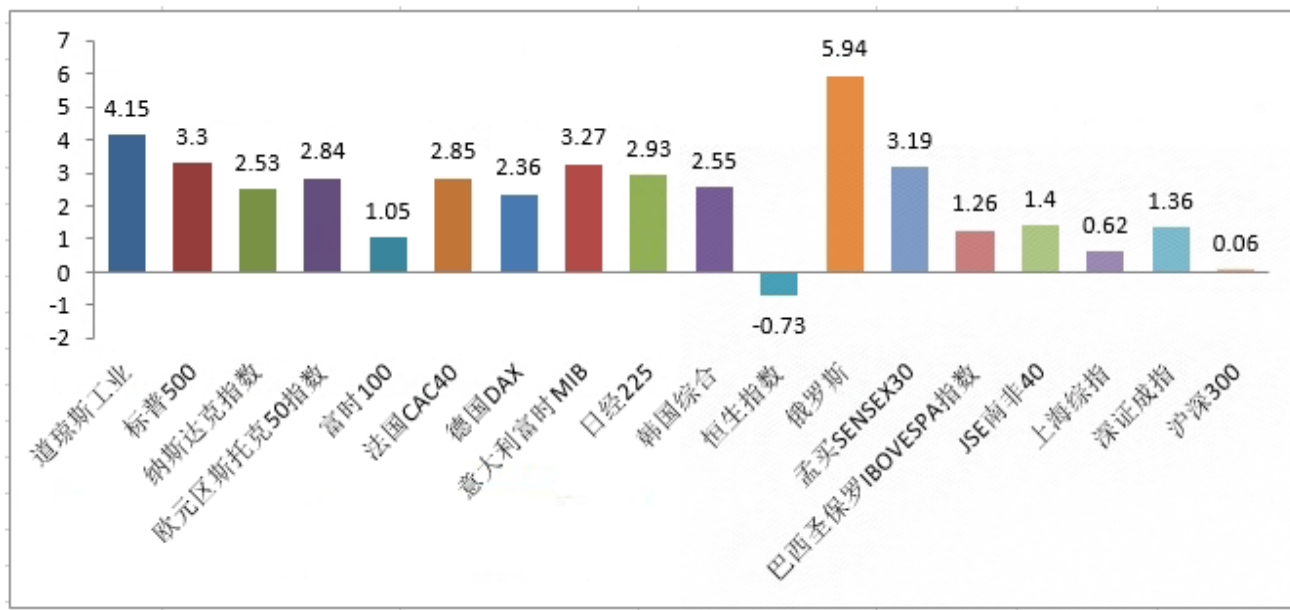


图 2-1 本周全球股市回报率表现



图 2-2 发达市场与新兴市场股市表现

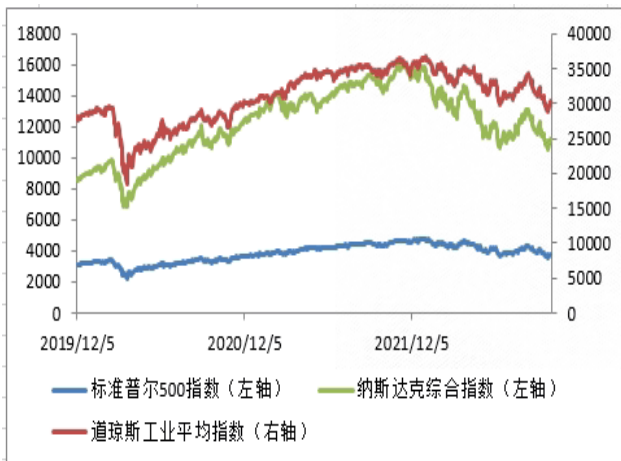


图 2-3 美国股市表现



图 2-4 中国股市表现

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

本周全球权益资产集体反弹，其中美股涨幅居前，单周涨幅创近 4 个月新高。英国股市涨幅在欧洲居后，法国当前通胀压力相对较小，经济基本面更为健康，股市回报继续在欧洲居前。亚太地区日韩股市本周走势强于 A 股和港股，恒生指数本周延续跌势。

9 月美国通胀数据再超预期，但美债 2 年期收益率上冲至 4.5% 以上后回落，美元指数同样冲高回落未破前期高点。市场对美联储继续激进加息的预期快速消化，通胀数据公布后美股三大指数上演日内大逆转，道指创出近两年来最大涨幅。旧金山联储主席戴利 21 日表示，美联储应该避免因为加息太激进而让美国经济陷入“主动低迷”，现在是时候开始谈论放慢加息的速度了。美联储本轮加息周期接近尾声，权益市场对流

动性收紧的反应正逐步钝化。美股后续驱动将逐步从分母端的杀估值切换至分子端业绩的支撑，本周道指和标普的涨幅大于纳斯达克。美股二季度利润为近年来高位，当前美股经济整体仍具韧性，消费和就业强劲。美股正逐步临近本轮下行周期的底部区域，年底有望出现企稳，回报预期将好于欧元区和英国。

与美国不同，欧元区和英国的经济并没有明显的过热迹象，推升通胀的主要因素是能源价格的飙升和持续的供应瓶颈。在经济复苏基础并不牢固的情况下，为抑制通胀欧央行和英央行不得开启加息，四季度经济转入衰退的可能性增大。欧元区和英国的权益资产后续将继续承压，建议规避。相较而言，法国股票市场后续表现将好于其他欧元区经济体。新兴市场中，巴西和印度的权益资产三季度以来回报一直较好，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，叠加日元兑美元进一步贬值，日本股市四季度波动将加大，将面临下行风险。韩国股票市场9月迎来抛售潮，外国投资者单月净卖出2.3万亿韩元的韩国股票。近期韩国央行开始在股债汇市场同时救市。10月12日宣布将基准利率上调50个基点至3%，为10年来首次，但仍未能扭转韩元的贬值趋势。短期来看在美联储货币政策未出现转向之前，资金流出韩国的趋势较难扭转，韩国股市仍将面临抛压。香港权益市场受流动性影响更为显著，本次受美联储加息影响更大，年内回调幅度居前。美联储年内将继续维持激进加息步伐，全球流动性短期难有改善，恒生指数仍难言企稳。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，四季度稳增长力度有望进一步增强。当前国内流动性较为充裕，美联储加息节奏年底可能出现边际放缓，A股当前机遇已大于风险。

三、债券市场

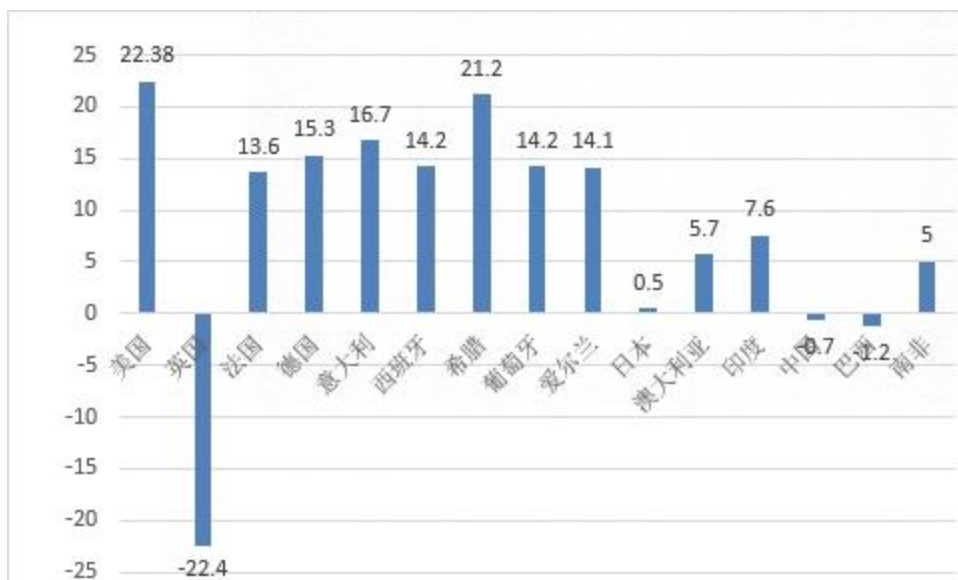


图 3-1 主要经济体 10 年期债券收益率本周变化 (BP)

9月美国通胀数据再超预期，市场预期美联储继续维持激进的加息节奏，美债长短端收益率本周继续上行，均升至2008年以来最高水平。当前的美债利率已基本反应了联储后续可能的加息预期，周末美联储流露出加息节奏在年底可能放缓的迹象，美债利率已临近本轮加息周期的顶点，中长期配置的价值逐步显现。根据美国财政部公布的2022年8月国际资本流动报告，8月份所有海外的美国长期、短期证券和银行流水的净收入总额为2756亿美元。其中海外私人资本净流入为2929亿美元，海外官方净流出为173亿美元。8月份，外国投资者持有美国长期证券增加了1752亿美元。其中，外国私人投资者持有的美国长期证券增加了1850亿美元，外国官方机构持有美国长期证券减少了98亿美元。

欧元区债券收益率本周继续上行，法国债券市场表现相对坚挺，重债务国10年期国债利率与德国的利差进一步走扩。英国国债收益率下降。英国央行在上周再度进行两次加码干预，即加大购债力度，扩大购债范围，但仍未能缓解债市的波动。英国央行自9月底开始的短期救市行动在本周已结束。但10月17日英国新财政大臣发表讲话，将撤销特拉斯减税计划中几乎所有的减税措施，并暗示在未来几周可能会加紧削减财政支出。本周四晚间英国首相特拉斯宣布辞职，至此本轮减税计划几乎被完全逆转，英国国债收益率开始出现回落。9月欧元区和英国的通胀压力无明显缓解，欧央行和英央行下一阶段将面临较大的加息压力。本周市场对英国11月加息幅度的预期有所下降，但年内加息路径较欧央行仍将更为陡峭。英国和欧洲当前的基准利率离本轮加息顶点仍有较大距离，未来较长一段时间内对英债和欧债均应继续规避。

日本10年期国债收益率近期再度升破日本央行0.25%的上限目标。日本央行继续维持宽松的货币政策，加大购债力度。提出购买1000亿日元的10-25年期日本国债；购买500亿日元的25年期以上的日本国债；购买1000亿日元的5-10年期日本国债。韩国财政部亦于9月30日紧急回购2万亿韩元债券，缓解债券市场的卖出压力。在美联储加息节奏未出现放缓之前，日韩债券市场仍将继续承压。巴西债券市场继续受到资金青睐，巴西10年期国债收益率本周继续回落，延续股债双牛的走势，短期可尝试持续持有。

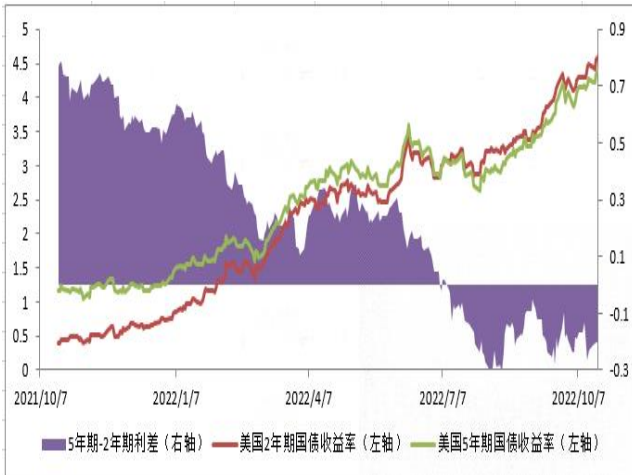


图 3-2 美国国债期限利差

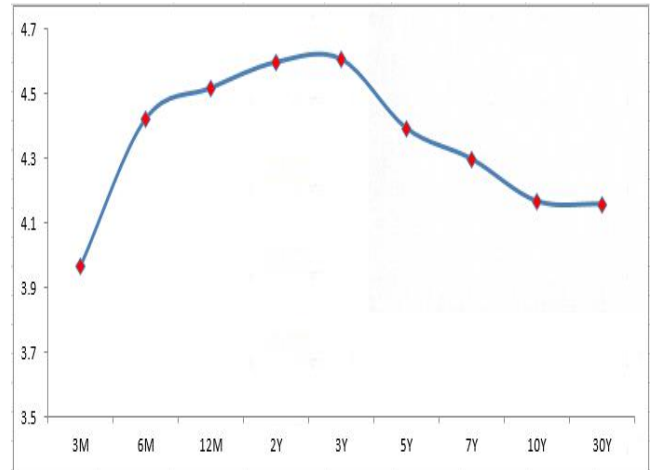
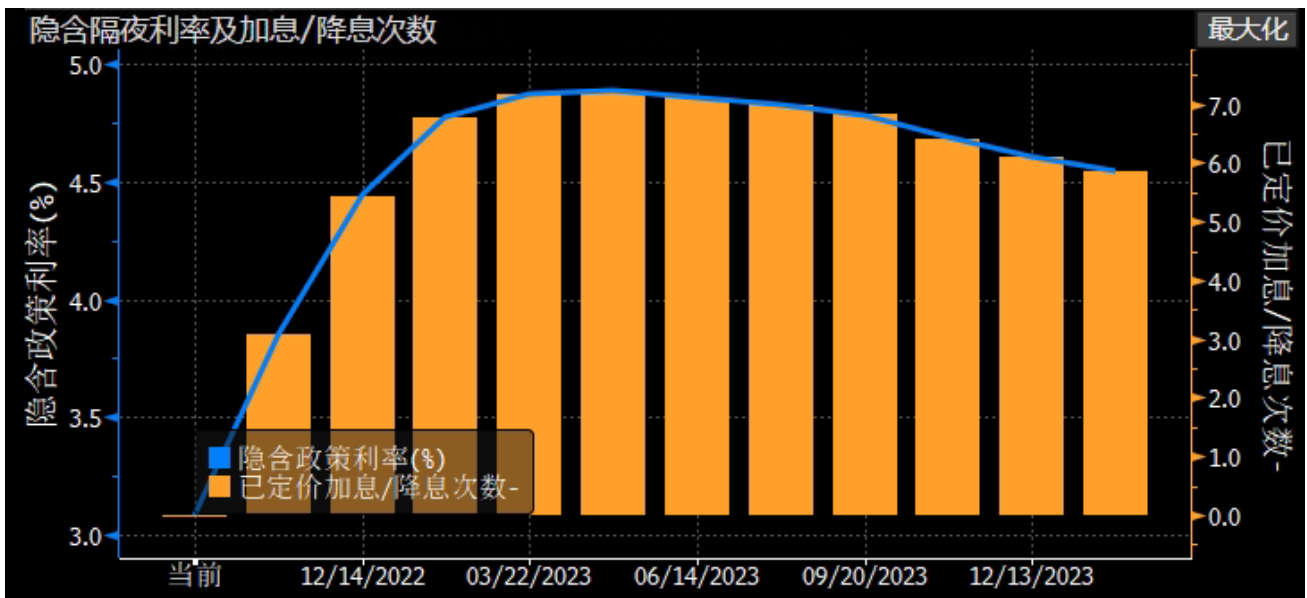


图 3-3 美国利率期限结构



图：3-4 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

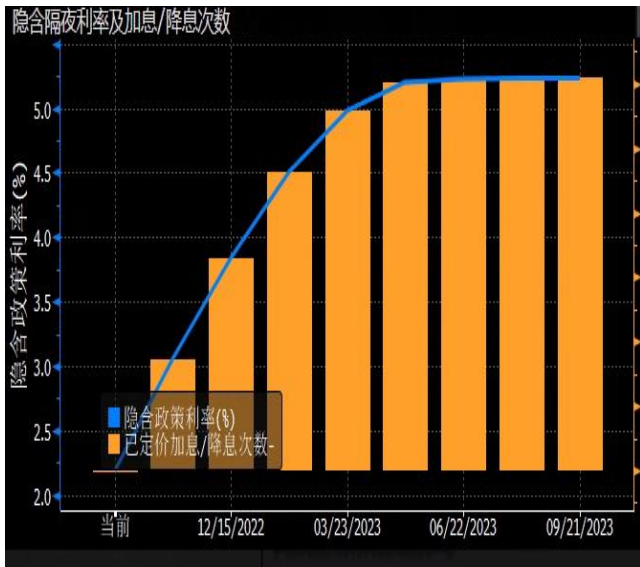


图 3-5 英国央行隐含加息次数

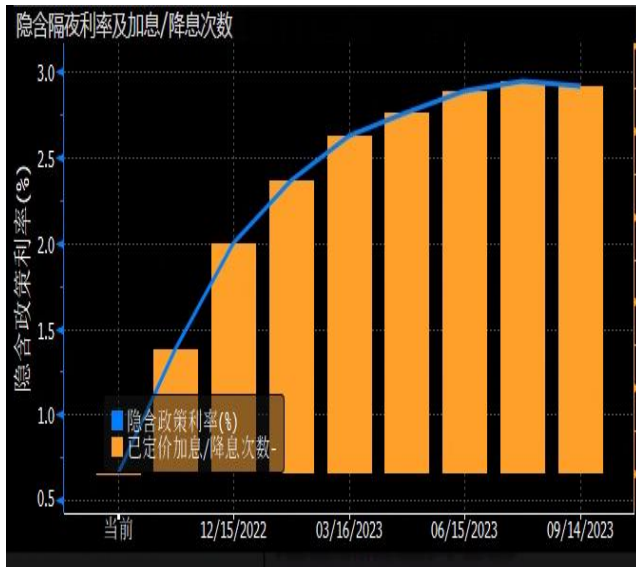


图 3-6 欧央行隐含加息次数

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

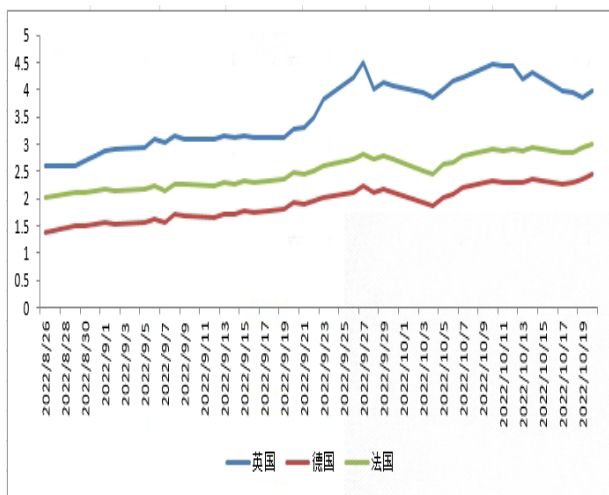


图 3-7 英、法、德十年期国债收益率走势

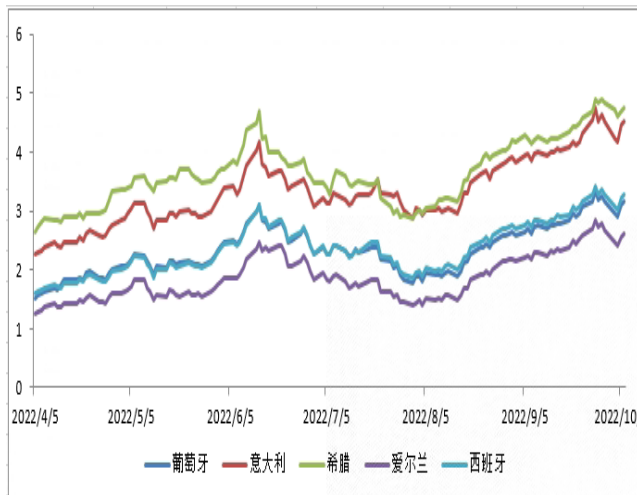


图 3-8 欧洲其他经济体十年期国债收益率走势

资料来源: Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

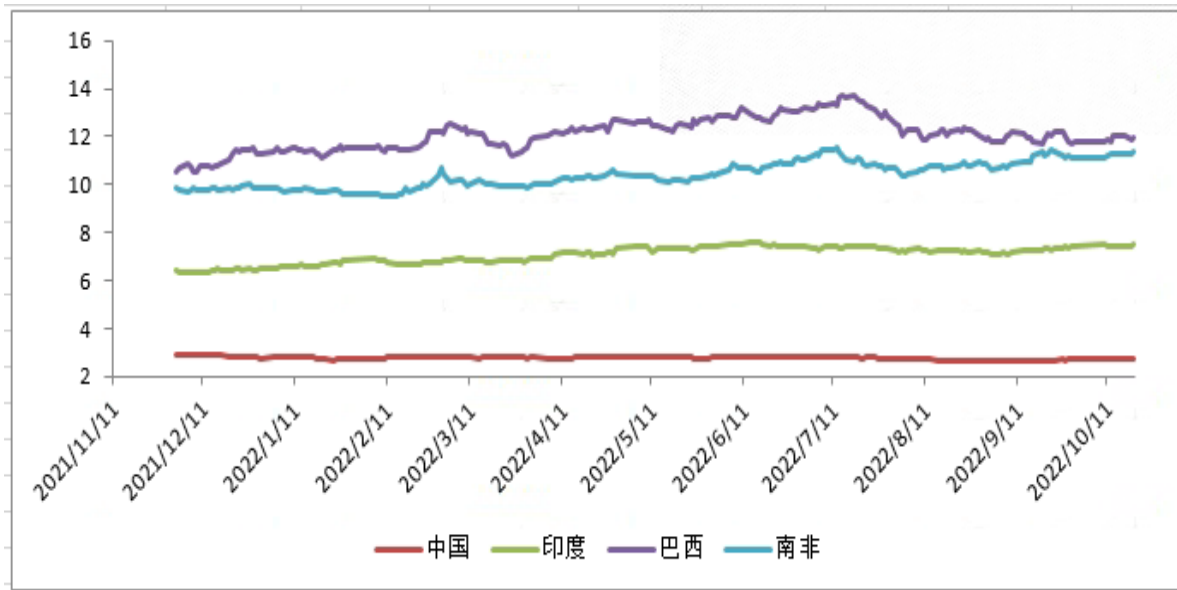


图 3-9 金砖国家十年期国债收益率走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

国内债市本周小幅走弱，市场风险偏好有所抬升。9月社融和信贷数据进一步复苏，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。但在美债利率持续上行的背景下，中美利差倒挂程度本周进一步加深。当前国内10年期国债利率已降至历史低位水平，在美债利率持续维持高位的情况下进一步回落空间有限。随着后续稳增长力度的进一步增强，宽货币向宽信用有望传导，国内债券市场收益率将逐步向上修复。



图 3-10 中美 10 年期国债利差走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

本周国内股债指数的比值继续回落，降至低于近5年均值的1.59倍标准差附近，当前的股债指数比值处于近5年来3.5%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。

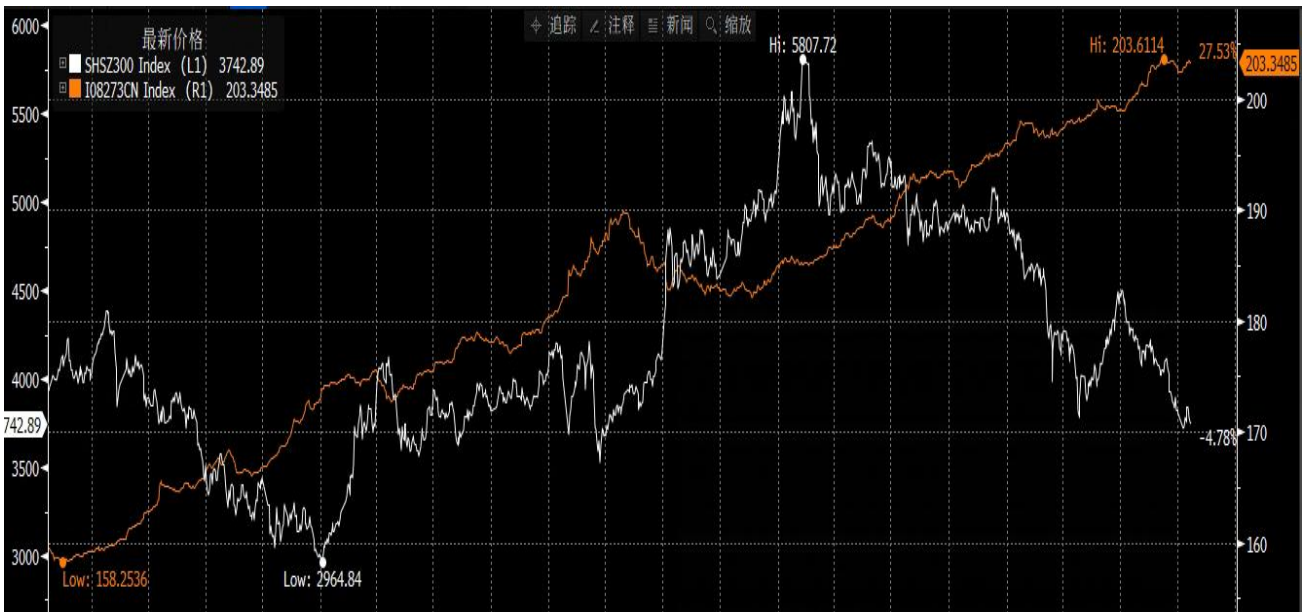


图 3-11 国内股债指数走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

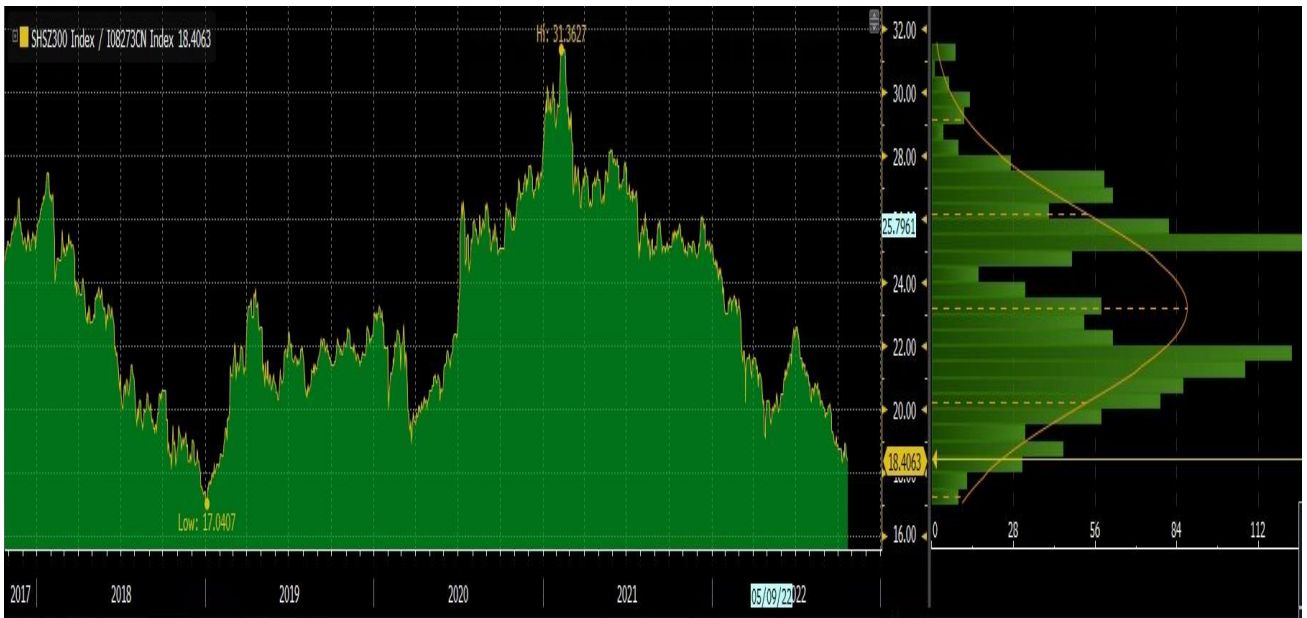


图 3-12 国内债股指数比率变化

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

四、外汇市场



图 4-1 美元指数与欧元汇率走势图



图 4-2 美元兑人民币汇率走势图

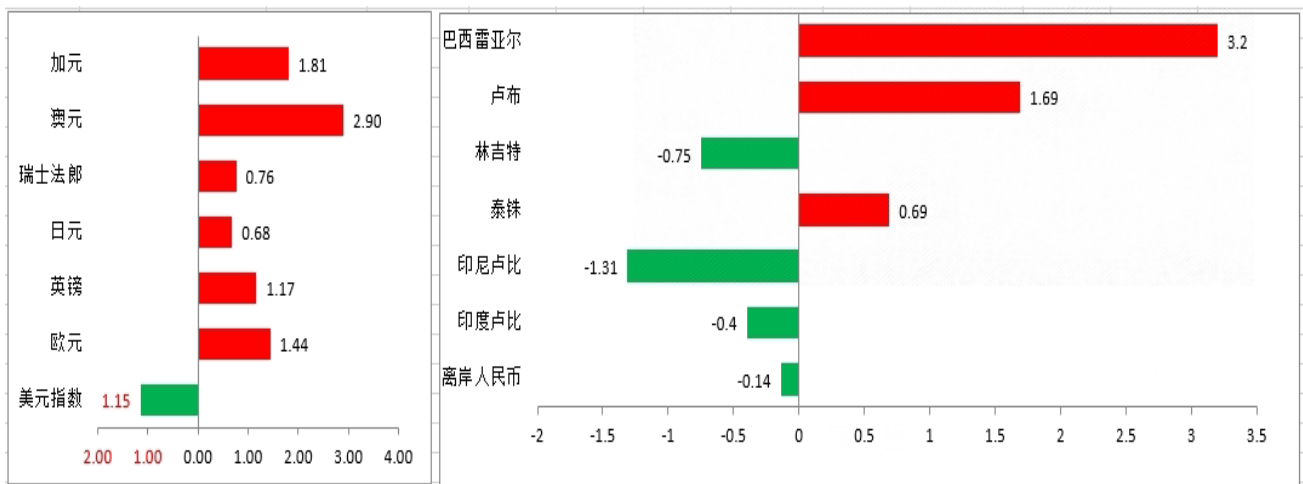


图 4-3 本周全球主要货币兑美元汇率表现

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

美元指数本周冲高回落，临近周末随着美联储表露出加息节奏在年底可能出现放缓，美元指数明显回落。本周美元指数累计下跌 1.15%，全球主要非美货币兑美元本周多数走强。巴西继续受益于股债双牛，资金持续流入，雷亚尔本周兑美元升值幅度居前。尽管日本央行近期开始兑外汇市场进行干预，持续卖出美国国债，加大对日本债券的购买规模，但日元本周兑美元汇率仍一度升破 150 关口，创 1990 年以来新低。周末随着美元指数的回落，日元才出现短期反弹。而前期跌幅较大的英镑，随着英国减税财政刺激计划的退出，短期汇率得以企稳。日元和英镑本周兑美元均出现小幅升值。除此之外，韩国央行近期也开始出手干预汇市。面对汹涌的贬值潮韩国央行 10 月 12 日宣布将基准利率上调 50 个基点至 3%，为 10 年来首次。7

月加息 50 个基点后 8 月韩国央行一度开始变得谨慎，本次再度激进加息说明韩国央行在经济可能衰退和防止资本外流之中选择了后者。但本次加息未能扭转韩元的贬值趋势，海外资本继续抛售韩元，韩元兑美元汇率跌破 1400 韩元的关口，为 13 年来最低。年初以来韩元兑美元累计贬值近 20%。当前欧元区经常账户赤字扩大到 2008 年 11 月以来最大，主要由商品贸易赤字贡献。输入型通胀压力短期仍将持续，且工业产出继续受限，欧元区经常贸易赤字短期难以明显扭转。资本项目下虽然美联储加息节奏可能放缓，欧元区未来加息压力更大，但欧美利差的收窄无法吸引资金回流，美元资产当前更具配置价值。预计欧元兑美元的弱势短期难以出现趋势性的扭转。英镑随着英国央行重启缩表和加息将逐步企稳，镑美利率有望阶段性回升，但中期依旧承压。日元随着美联储加息节奏的逐步放缓，同时在日本央行的干预下跌势将逐步放缓。短期来看，美元指数进一步创新高的动能正在衰竭，但短期仍将维持高位运行。

人民币兑美元汇率本周波动较大，累计小幅走弱，中美利差倒挂程度加深。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%。美联储加息节奏年底有望放缓，当前美债利率已临近本轮加息顶点，中美利差的倒挂压力后续有望缓解，同时国内出口韧性料仍可持续。相较其他主要货币而言，人民币本轮贬值幅度相对较小，后续兑美元汇率走势仍将相对坚挺，中长期不具备持续贬值的基础。

五、商品市场

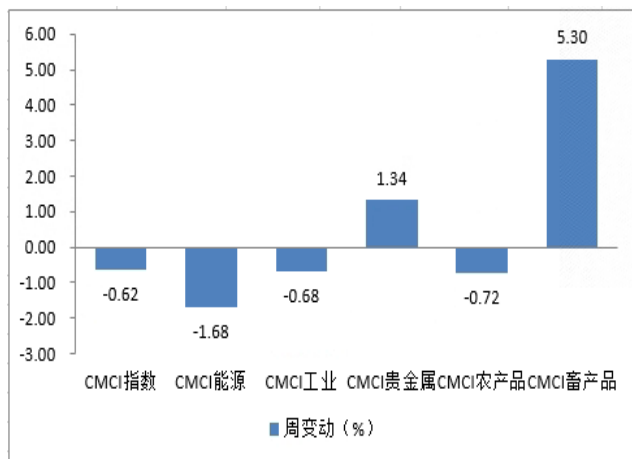


图 5-1 全球大宗商品各板块涨跌幅

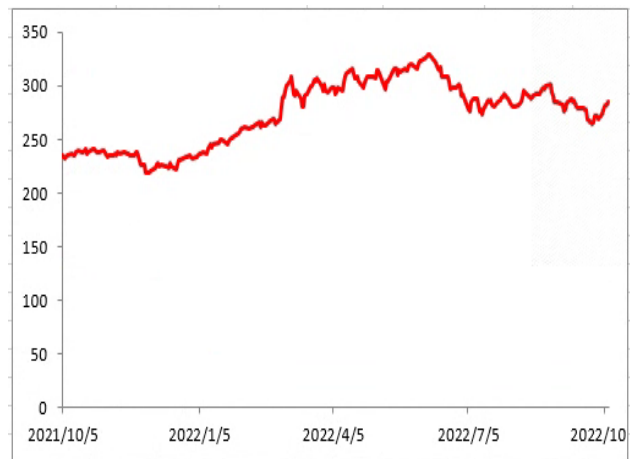


图 5-2 TR CC/CRB 商品价格指数走势

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

美元指数本周冲高回落，全球资本市场风险偏好临近周末有所抬升，商品市场呈现先抑后扬的走势，跌幅收窄。CRB 商品指数本周累计下跌 1.57% 降至 272.36。彭博 CMCI 指数累计下跌 0.62%。各商品板块价格指数涨跌互现，畜产品价格涨幅居前，贵金属价格小幅反弹，工业品和能源价格小幅下跌。

原油受衰退预期以及强势美元影响从 9 月开始价格中枢下移，回落至俄乌冲突之间的价格水平。虽然近期 OPEC+ 减产 200 万桶/日 4 价格迎来短期反弹，但上涨缺乏持续性，本周原油价格震荡走弱。美国进一步释放石油储备，对冲 OPEC+ 的减产影响。美元指数仍维持高位，美国当前正处于主动去库存周期，欧洲经济衰退将至，总需求曲线未来将继续下移，原油价格将继续承压。

贵金属方面，9 月美国通胀数据再度超预期，美债利率升至 2008 年以来新高，贵金属价格本周初以来继续下跌趋势。但随着周末美联储出现转鸽迹象，美元指数快速回落，黄金价格出现止跌反弹，收复周初以来全部跌幅。美联储加息节奏年底有望出现放缓，美债实际利率临近本轮周期顶点。贵金属价格的底部近期有望显现。

有色金属价格三季度以来的走弱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。中长期角度来看，本轮美元的强势临近尾声，基本金属宏观层面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，低库存下价格弹性较好，具备阶段性反弹动力。铜作为对美元流动性和宏观更敏感的品种，在当前库存降至极低水平的情况下有望率先启动反弹。

黑色金属价格本周下跌。节后短期补库后下游整体采购意愿回落，成材价格冲高回落，钢厂利润处于低位，对炉料端补库意愿不强。但国庆节后下游终端消费持续改善，基建端出现赶工。本周成材库存进一步去化，降至近年低位水平。10 月下旬有望迎来专项债发行高峰，同时明年专项债的部分额度也有望提前下发，四季度基建投资增速预期仍较好。9 月社融和新增人民币贷款数据再超预期，市场流动性充裕，叠加钢厂限产，四季度黑色系整体估值水平随着稳增长力度的增强有望抬升。

六、房地产市场

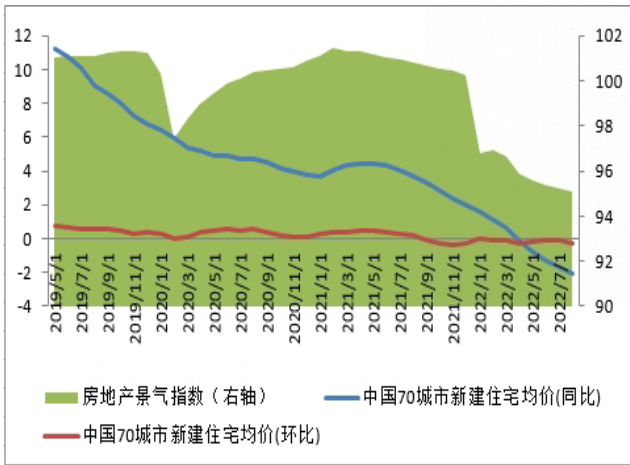


图 6-1 国内房地产行情

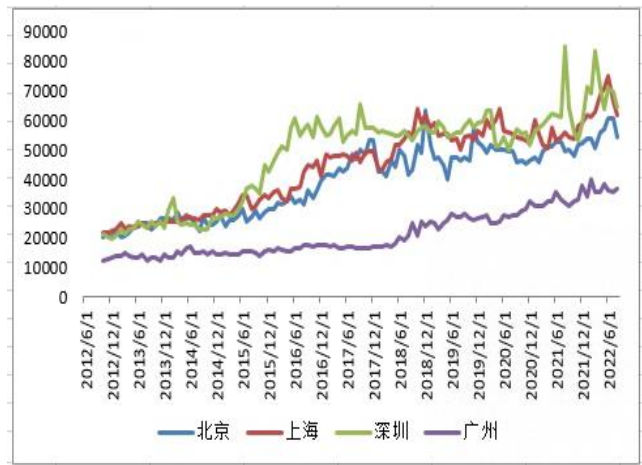


图 6-2 国内一线城市房价指数变化

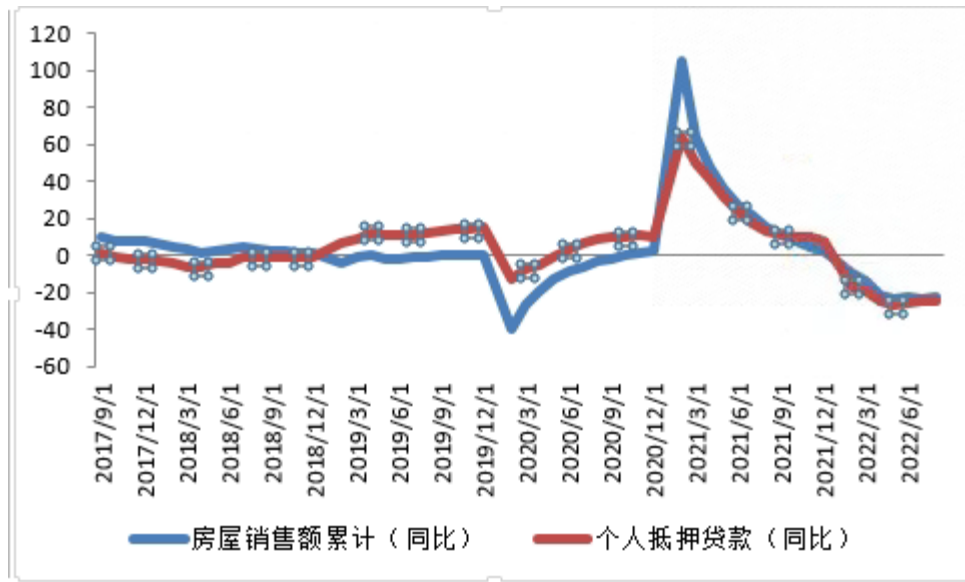


图 6-3 国内房屋销售及个人抵押贷款同比变化

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%。9 月社融和人民币贷款数据进一步改善，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，对宽信用的传导仍需时间。

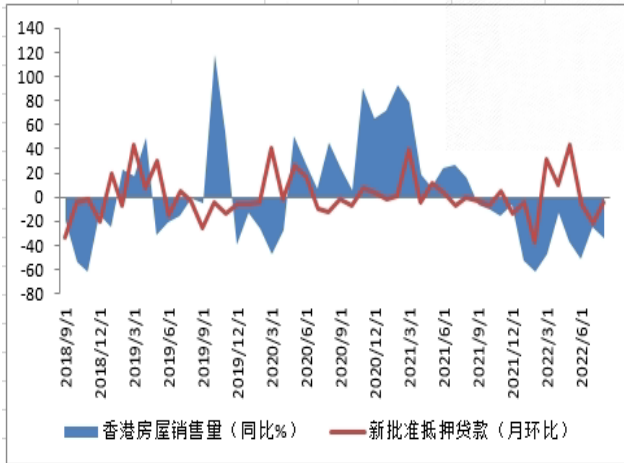


图 6-4 香港房屋销售情况

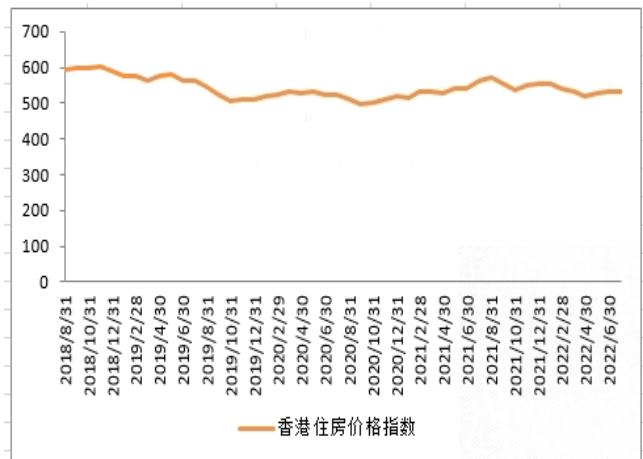


图 6-5 香港住房价格指数

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。9 月香港房屋销量同比降幅再度扩大，8 月新批准抵押贷款环比继续回落。最近一期中原城市领先指数继续下降。美联储即便后续加息幅度放缓，但名义利率将维持高位运行较长一段时间，香港基准利率短期难以下行，香港地产市场量价齐跌的趋势仍将持续。

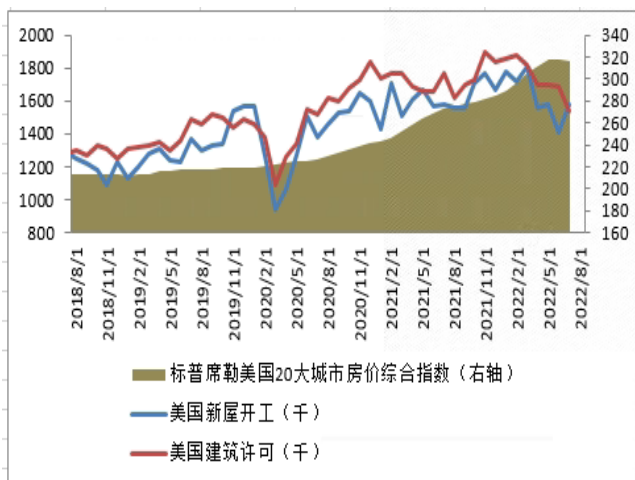


图 6-6 美国房地产行情

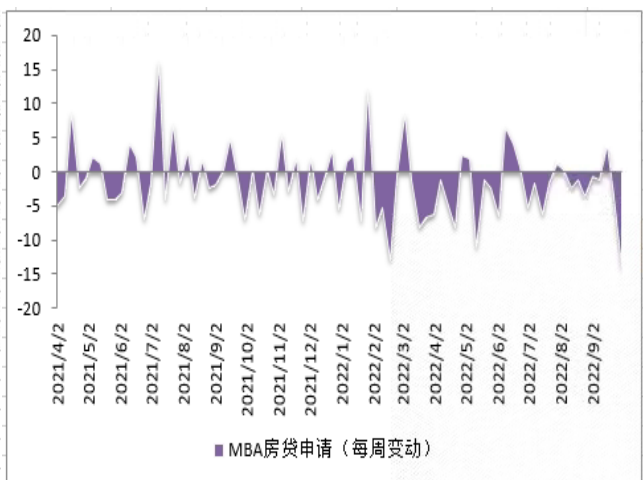


图 6-7 美国 MBA 房贷申请周度变化

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 8 月虽然出现反弹。但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。8 月美国房地产销售市场放量下跌，9 月新开工出现环比下降。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，近期抵押贷款利率已升至 6.94%，为 2002 年以来最高。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 房贷申请综合指数进入 10 月后继续刷新历史新低。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。美国 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，房屋价格将进入下行通道。

八、大类资产配置建议

美股对美联储继续激进加息的预期已基本消化，随着美联储加息节奏年底可能出现放缓，美股正临近本轮下行周期的底部区域，年底之前有望出现企稳。欧元区和英国的权益资产后续将继续承压，建议规避。相较而言，法国股票市场后续表现将好于其他欧元区经济体。新兴市场中，巴西和印度的权益资产仍将是四季度全球权益资产的避风港。日本股市波动将加剧，A 股配置的机遇已大于风险。债券市场方面，美债利率临近本轮加息周期顶部，后续进一步上行空间有限，美债从中长期来看已具备配置价值。欧洲和日韩债券资产继续规避。外汇市场方面，非美货币兑美元的贬值压力有望短期缓解，美元指数进一步创新高的动能正在衰竭，但短期仍将维持高位运行。商品市场方面，基本金属价格有望迎来阶段性上行修复，铜和贵金属短期价格弹性更好，能源价格近期仍将承压。地产方面，国内地产销售四季度有望延续弱复苏。但地产投资增速仍面临下行压力，对宽信用的传导仍需时间。香港地产市场量价齐跌的趋势仍将持续。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，房屋价格将进入下行通道。

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。