

宏观及国债11月月报



浙商期货研究中心宏观小组



0571-87215357



浙商期货研究中心



2022年10月30日

目录

CONTENTS

1 海外经济

2 国内宏观

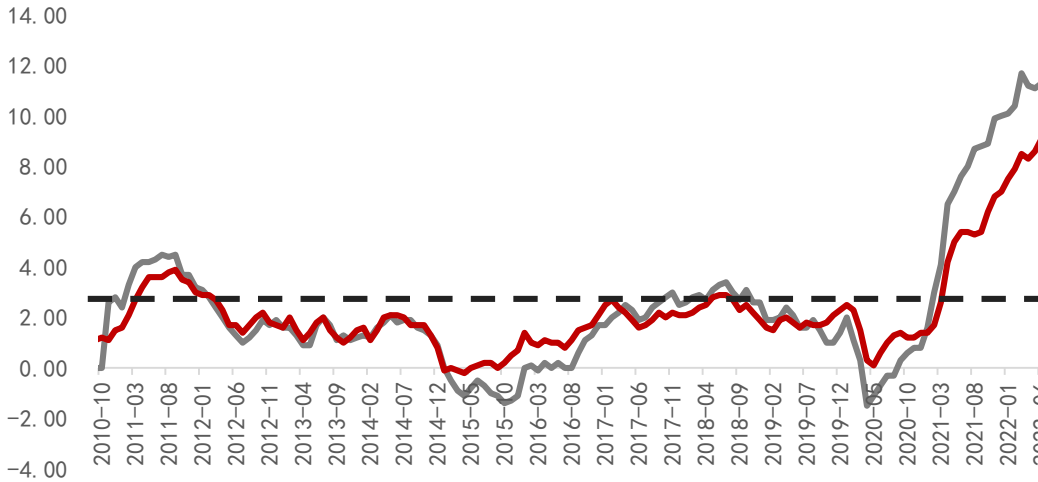
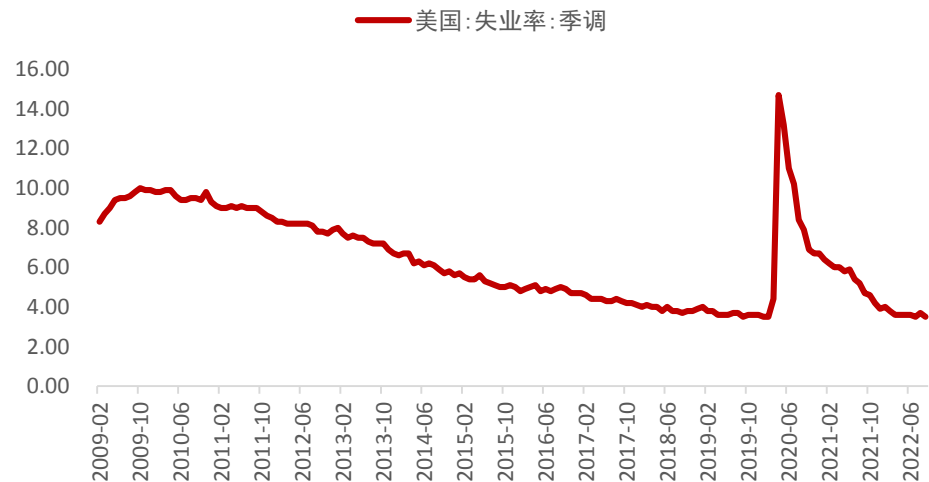
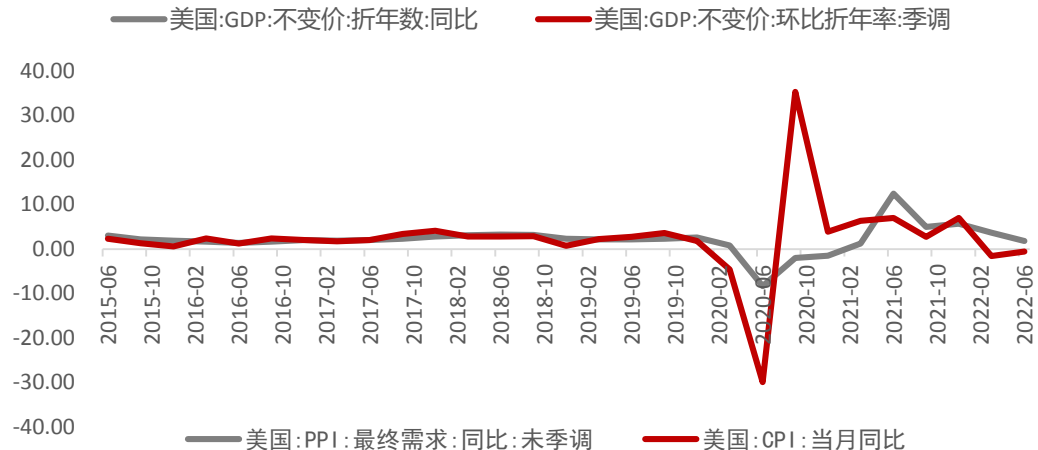
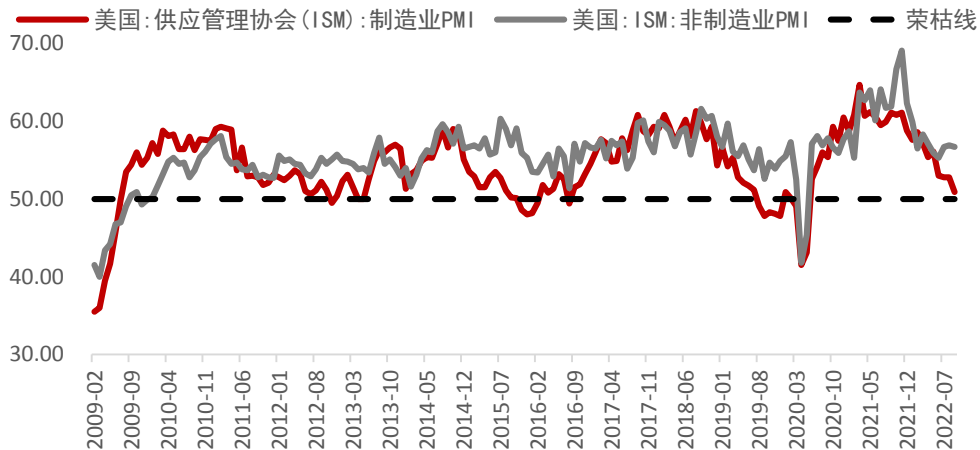
3 国债期货

4 资产配置

1 海外经济

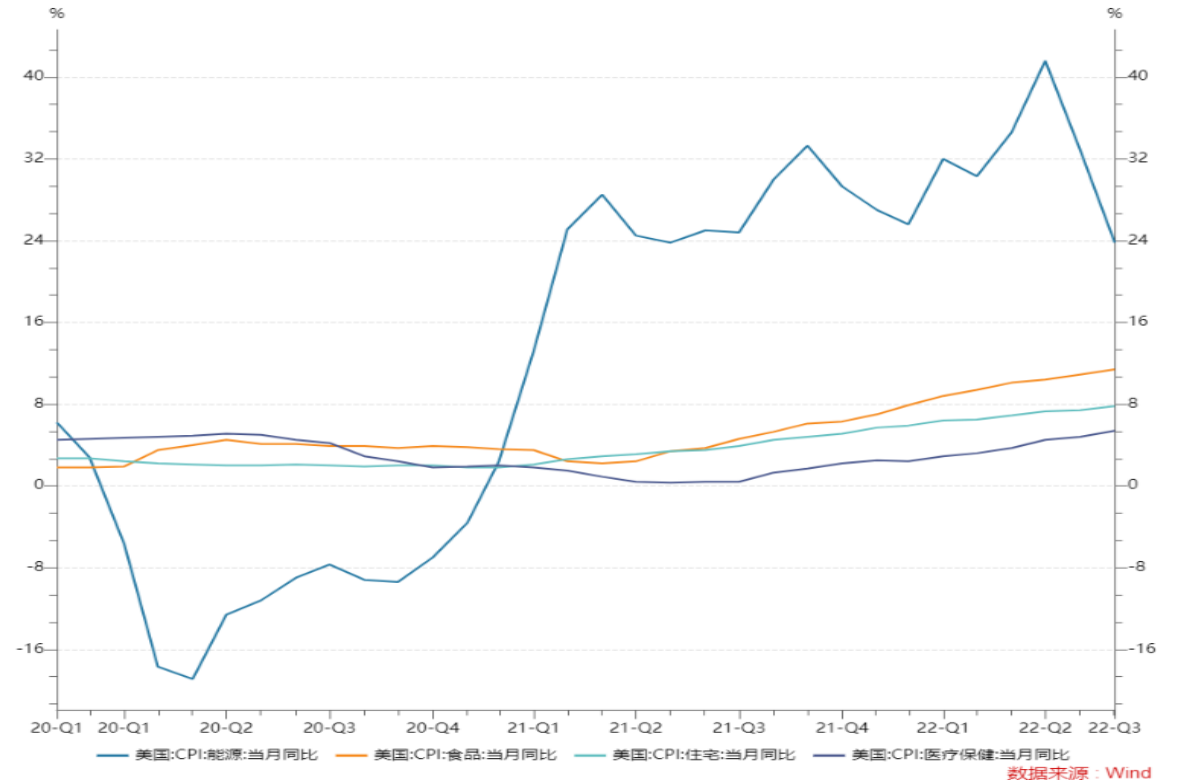
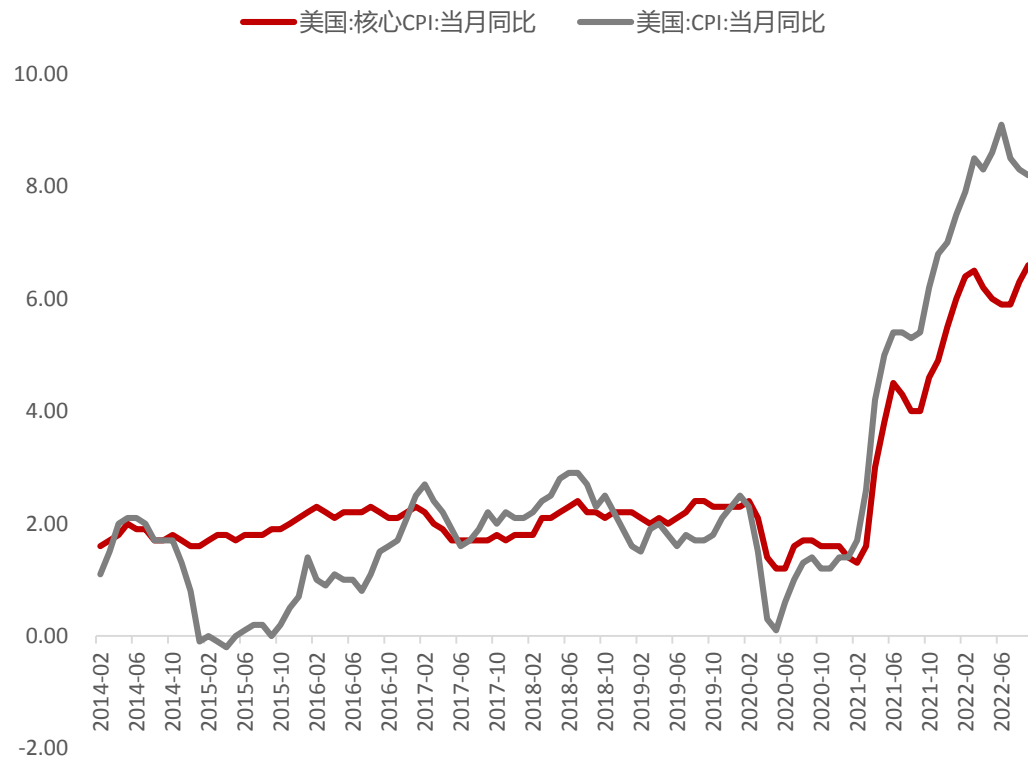
- **经济指标：**美国10月Markit制造业PMI已跌下荣枯线，工业需求持续走弱。在高通胀下，货币政策维持紧缩，美国经济仍将进一步走向衰退。
- **美联储：**美国通胀难以回落，多数联储官员态度偏鹰，但随着美国经济逐步走弱，近期有少数官员表达了对过度紧缩的担忧。加息节奏的预期随之小幅下滑。
- **欧元区：**制造业PMI连续三月低于荣枯线，但由于通胀指标持续走高，欧央行10月继续加息75个基点，未来还有更高加息预期，经济或逐步走弱。

- 9月ISM制造业PMI下滑至50.9%，10月Markit制造业PMI已经跌下荣枯线。
- 失业率虽然仍然维持低位，职位空缺同比持续下滑。美国PPI和CPI出现小幅回落。

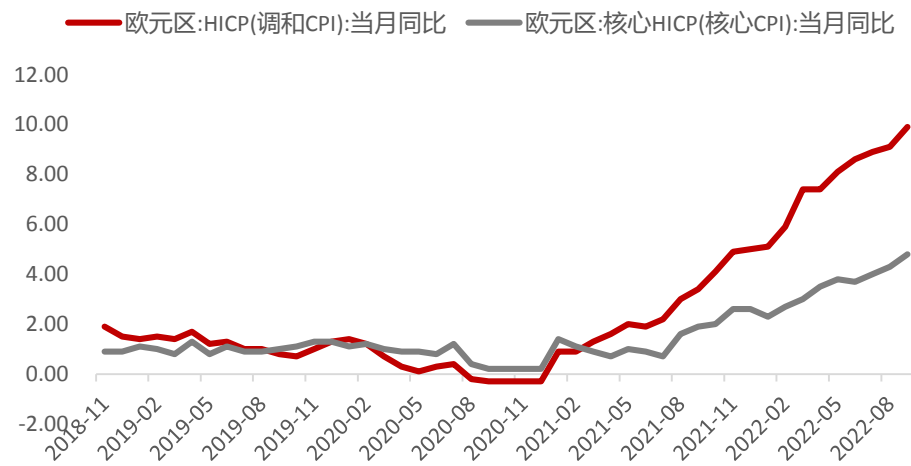
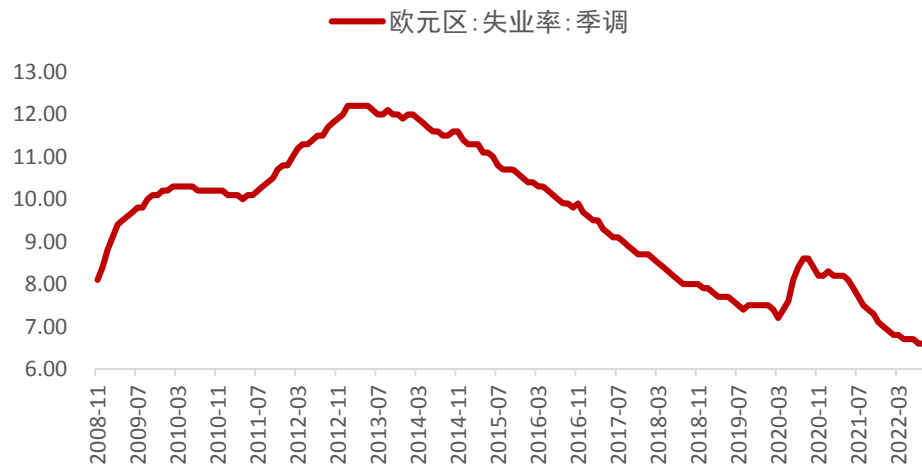
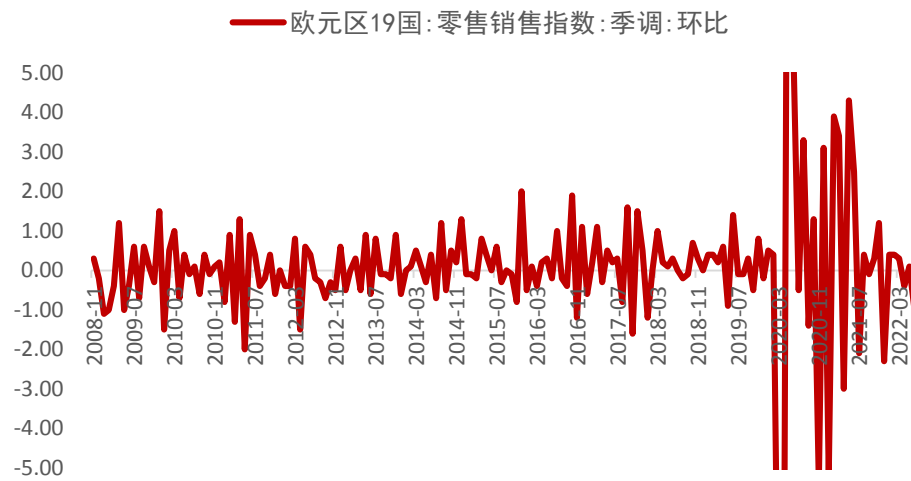
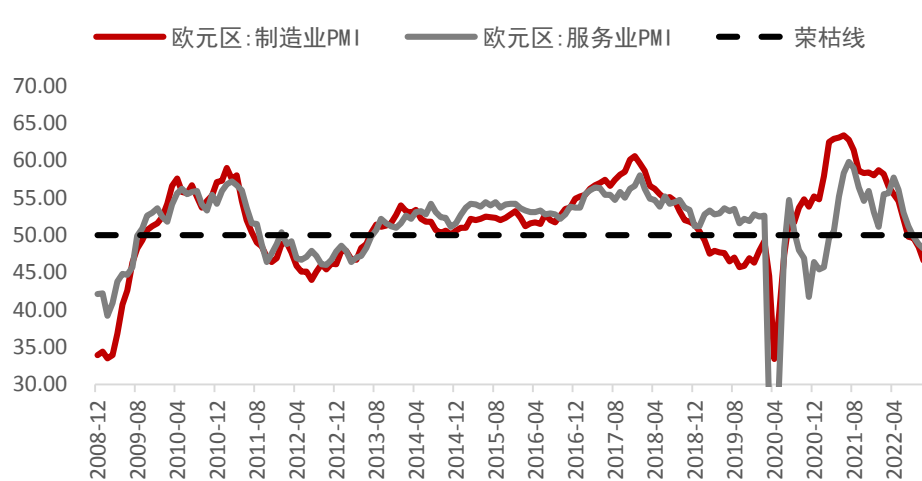


美国通胀压力仍然较高

- 美国9月CPI为8.2%，虽然较之前有所回落但仍小幅超出市场预期。同时核心CPI为6.6%，较之前持续上行，与CPI出现背离。
- CPI分项中能源价格出现回落带动CPI下滑，但房租等核心分项持续上涨，美国通胀压力仍然较高。

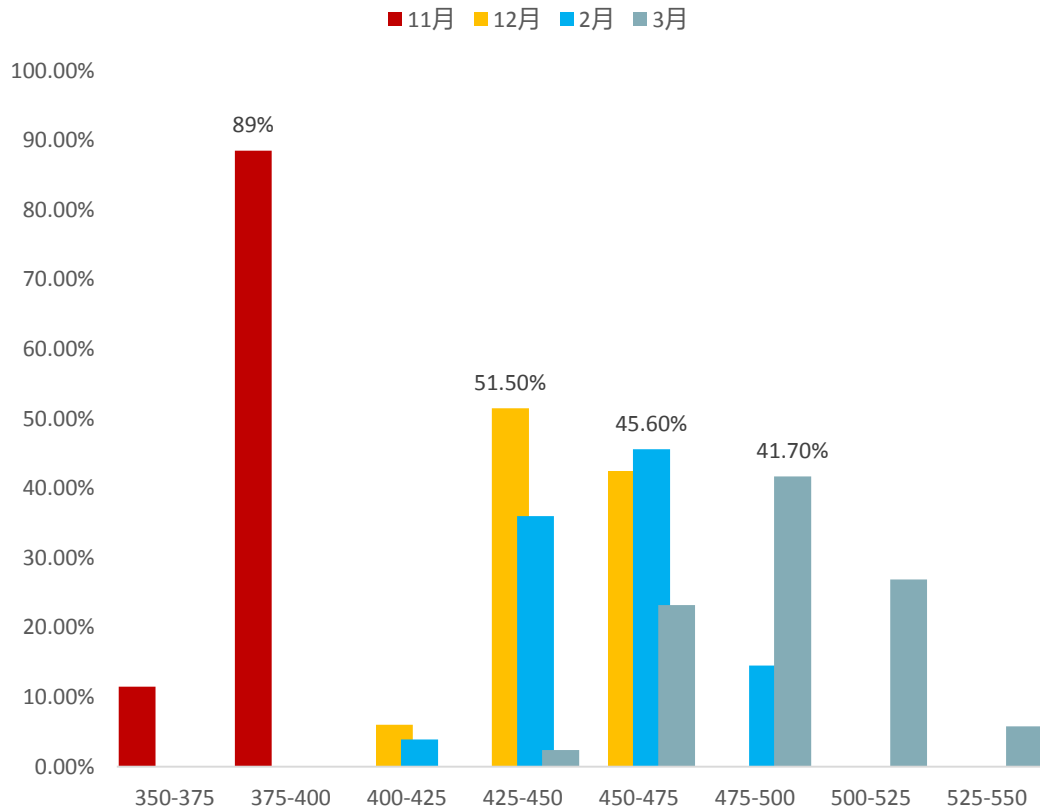


- 10月欧元区制造业PMI46.6%，为连续第十个月下行以及连续第四个月低于荣枯线下。
- 失业率还在低位，但通胀进一步走高，9月已突破到9.9%。



加息预期略有变化

- 联储观察工具显示接下来四次加息预期较之前有所变化。当前11月加75bp概率为89%，12月再加50bp概率为51.5%，明年2月和3月可能会继续加息。
- 10月全球央行继续加息，欧元区加息75bp符合预期，加拿大加息50bp幅度略小于预期。



	美国	欧元区	日本	英国	加拿大	瑞士
12月	未加息	未加息	未加息	加息15bp	未加息	未加息
1月	未加息		未加息		未加息	
2月		未加息		加息25bp		
3月	加息25bp	未加息	未加息	加息25bp	加息25bp	未加息
4月		未加息	未加息		加息50bp	
5月	加息50bp			加息25bp		
6月	加息75bp	未加息	未加息	加息25bp	加息50bp	加息50bp
7月	加息75bp	加息50bp	未加息		加息100bp	
8月				加息50bp		
9月	加息75bp	加息75bp	未加息	加息50bp	加息75bp	加息75bp
10月		加息75bp	未加息		加息50bp	



10月份以来多数FOMC官员对加息态度仍然偏鹰，不过10月下旬有几位官员态度不再强硬。其中有投票权的美联储副主席布雷纳德表现出一定对持续加息的担忧，目前无投票权的旧金山联储主席戴利也表达了不能过度紧缩的偏鸽派观点。

美联储副主席布雷纳德：美联储政策将在一定期限内保持紧缩；美联储**正关注进一步不利冲击的风险**；就业市场出现一些再平衡的初步迹象；美联储将**考虑政策的溢出效应**；支持美联储以依赖数据和审慎的方式行动；美联储非常清楚，**意外的利率或货币变动可能会影响金融脆弱性**。

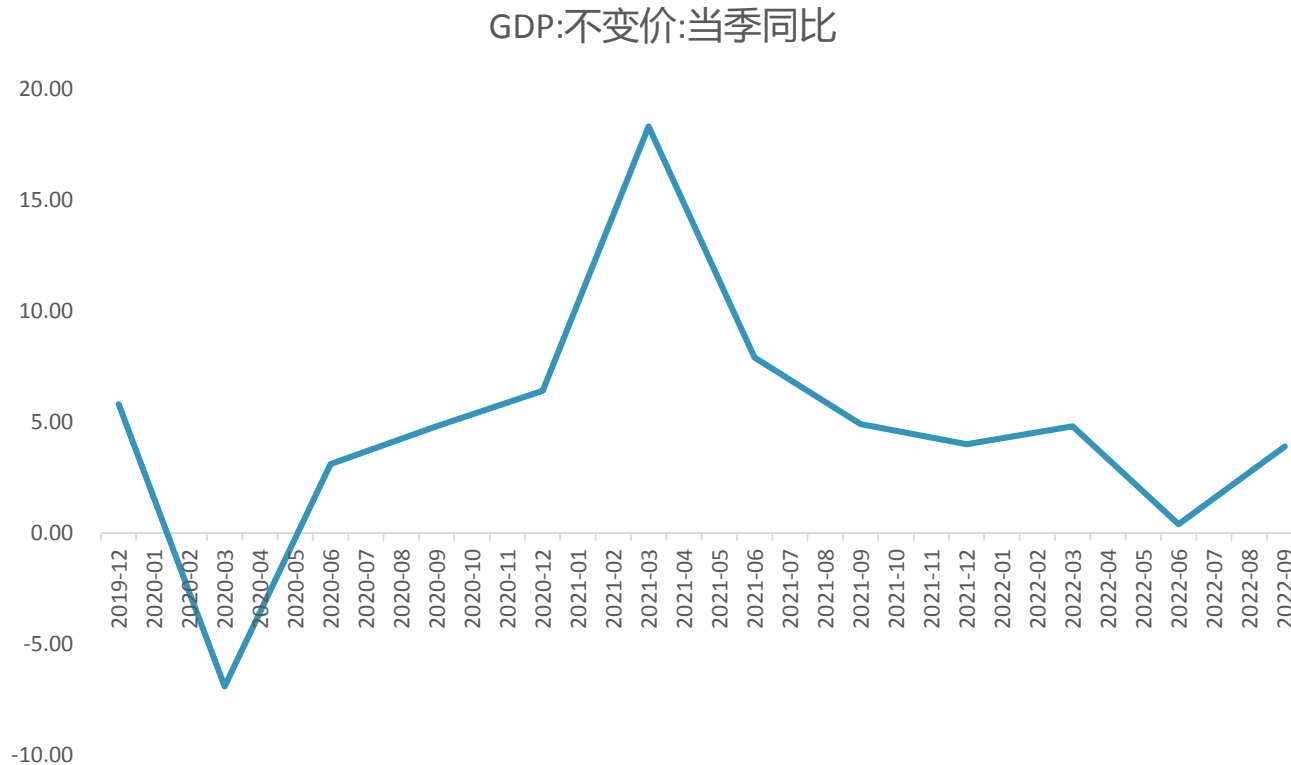
旧金山联储主席戴利：预计联邦基金利率将升至4.5%-5%区间；当前的前瞻指引措施非常有帮助；紧缩货币政策对整体经济有轻微的压制影响；需要关注紧缩的力度，也**不能过度紧缩**；美联储**应该降低每次加息的幅度，以“小碎步”方式继续加息**；当前已经达到或者接近于中性利率水平；眼下美国就业市场十分强劲。

2 国内宏观

- 9月整体经济略有改善，但消费和地产需求仍低于预期。当前经济仍处于强政策，弱现实阶段。一方面疫情再度出现反复，一方面经济动力不足，使得恢复速度偏慢。
- **地产：**房地产成交端出现反复，销售-开工-投资的改善链条仍需观察。政策方面一边有保交楼支持下竣工增速回升，但新开工和施工增速仍继续下滑。
- **基建：**6月天量专项债项目逐步落地，也未受到8月的极端天气影响，9月基建投资增速继续回升，已是连续第五个月上升，对经济形成一定支撑。
- **消费：**9月消费同比受基数影响走弱，但看环比出现小幅回升，后续修复改善仍需观察。

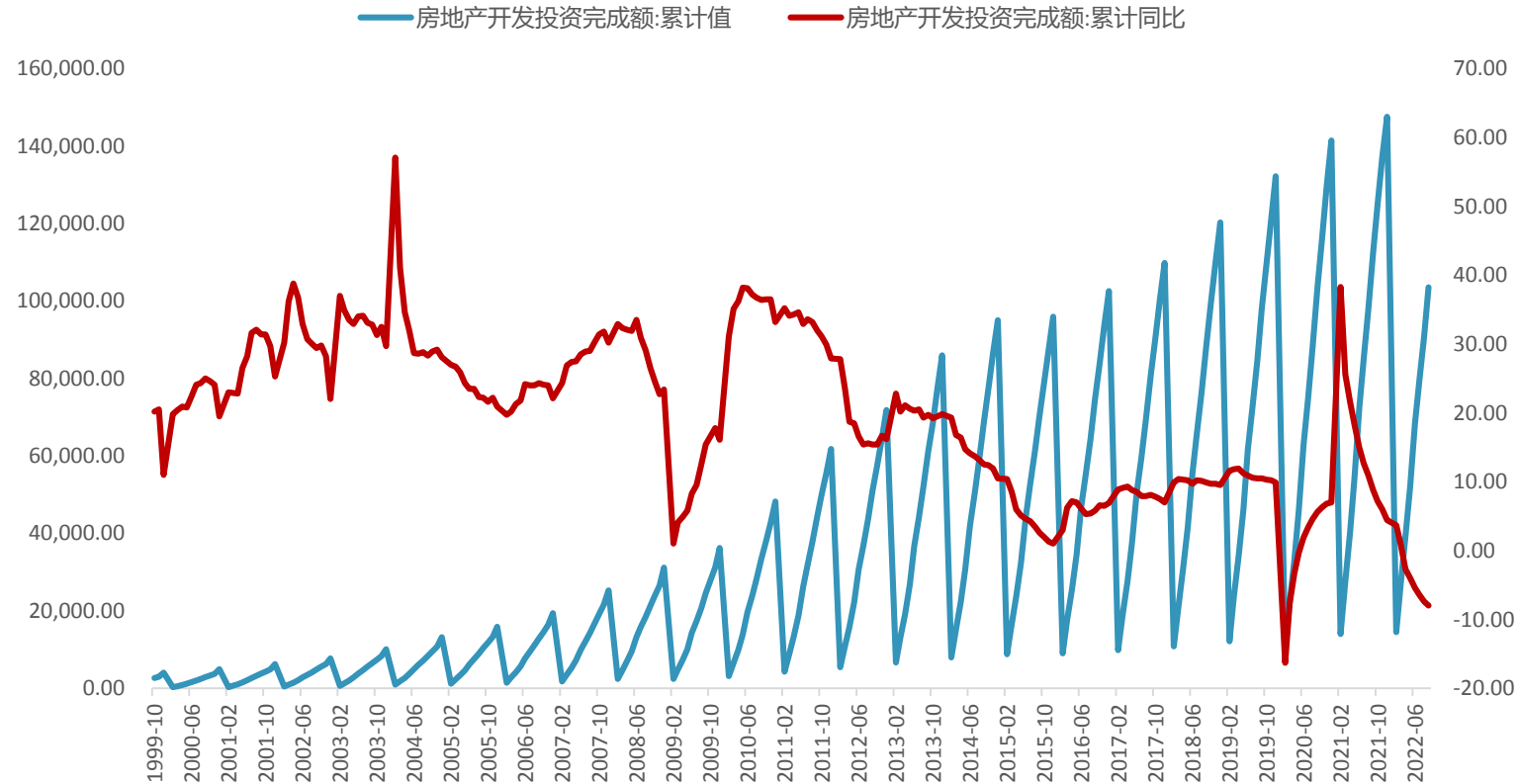
三季度GDP回升好于预期

- 国内三季度GDP增速3.9%，超出市场预期的3.4%。7-8月份受到疫情反复、高温天气以及本身需求不佳的影响，此前市场预期GDP增速会偏差，但实际上工业需求恢复较快，使得GDP增速超出预期。



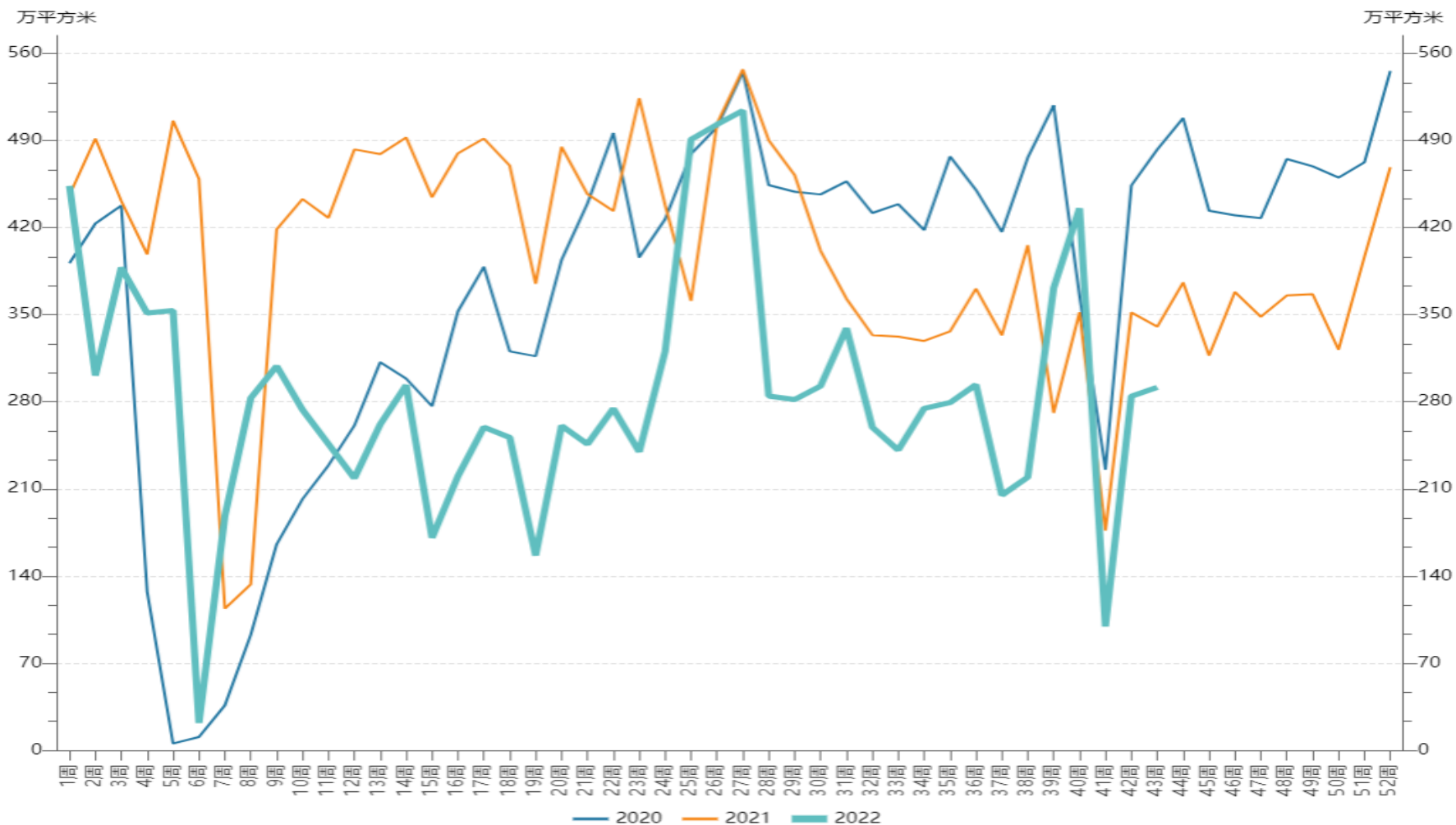
房地产：持续走弱，尚未好转

- 房地产投资数据进一步走弱，9月同比仅为-8.0%。10月份以来地产成交数据前高后低，地产销售，以及房企其它资金来源基本企稳。



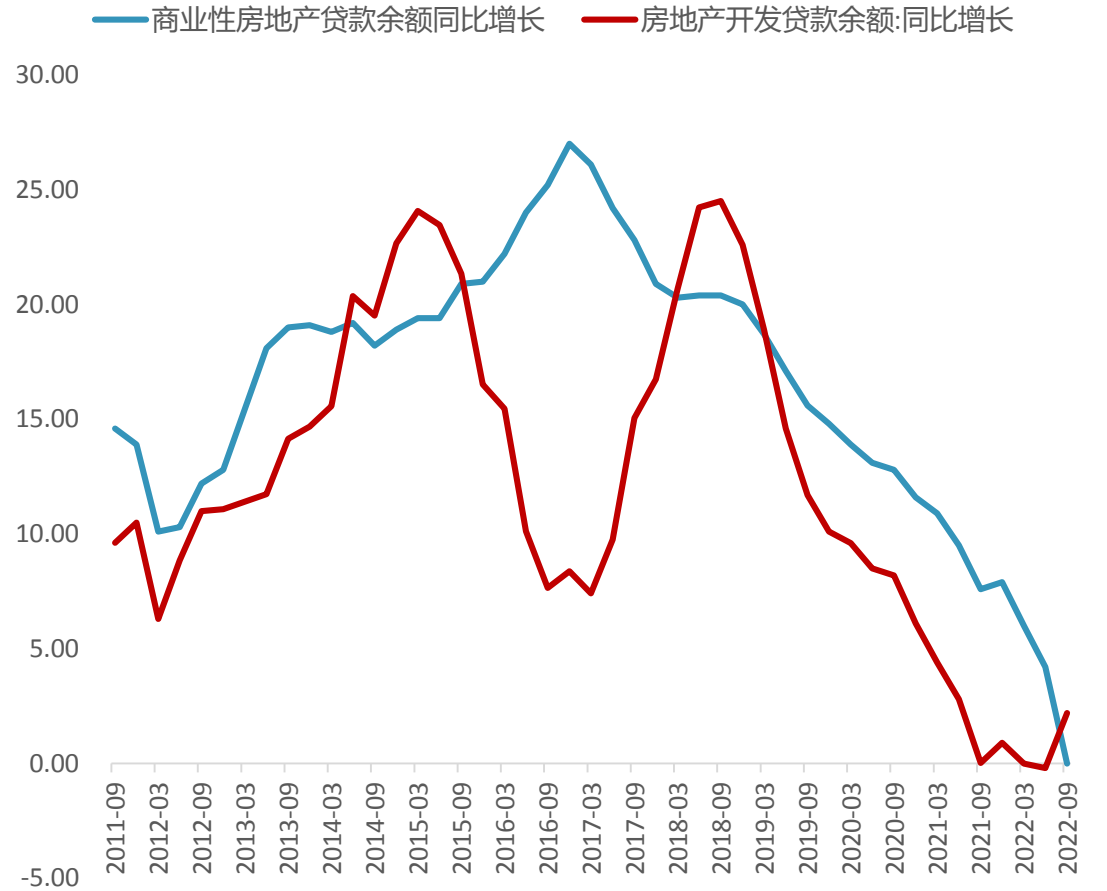
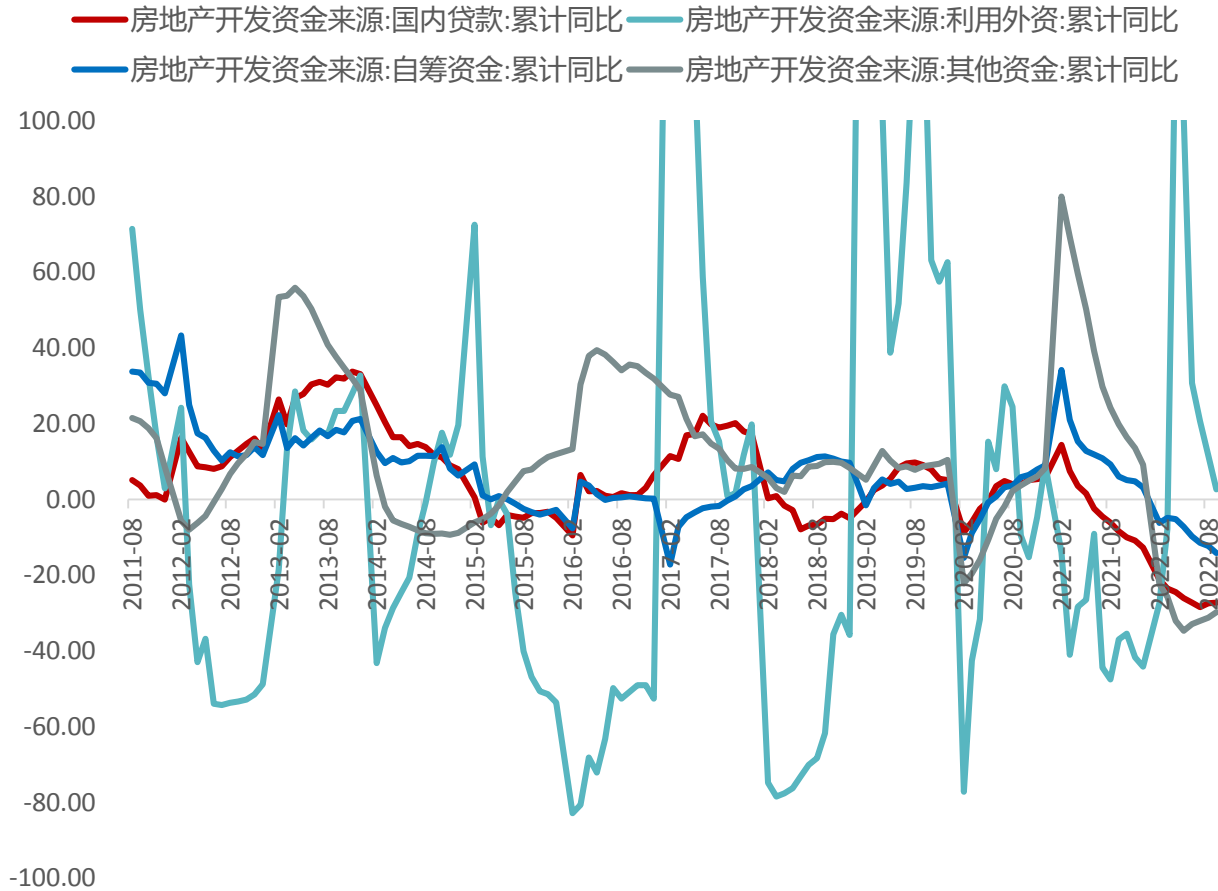
地产成交仍在低位

- 三十大中城市商品房成交面积显示，10月初地产成交明显回升，但中下旬地产成交再度走弱，低于往年同期，整体需求仍偏弱。



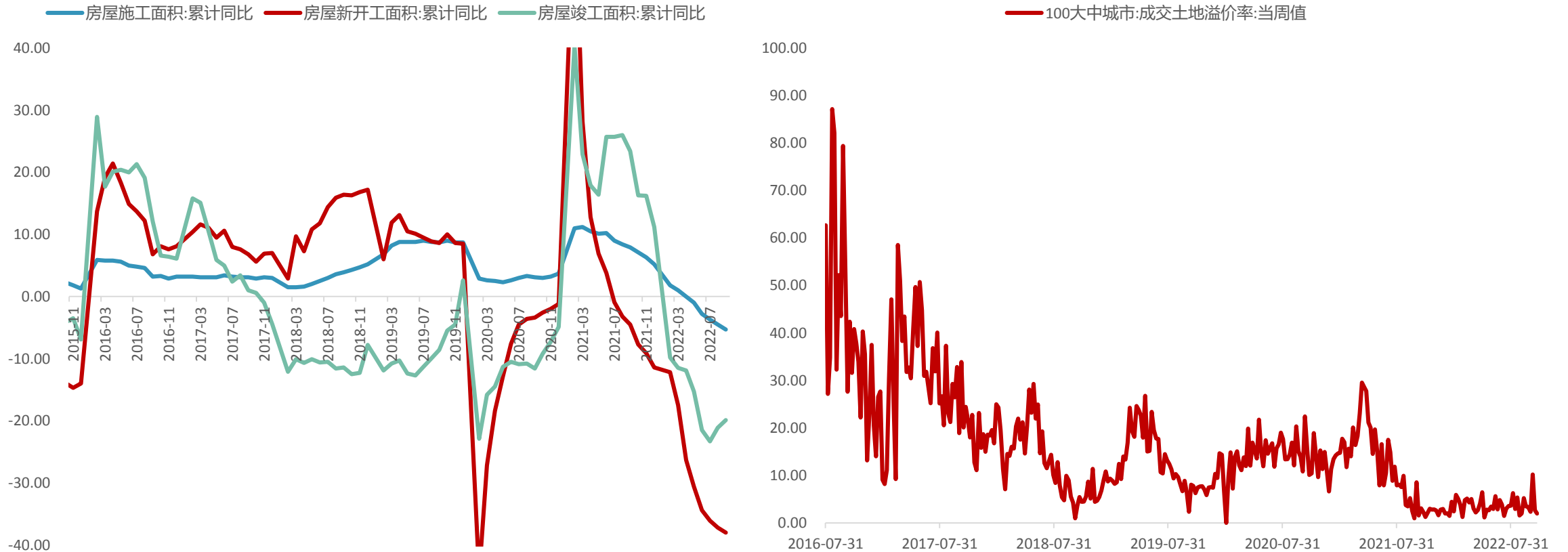
资金来源仍然偏弱

- 地产的资金来源方面，其它资金来源虽然同比最低，但边际继续出现小幅好转，因为其它资金主要来自销售回款，所以可能和近期销售略有回暖有关。国内贷款，自筹和外资同比仍然偏弱。整体上地产资金来源仍然处于低位。

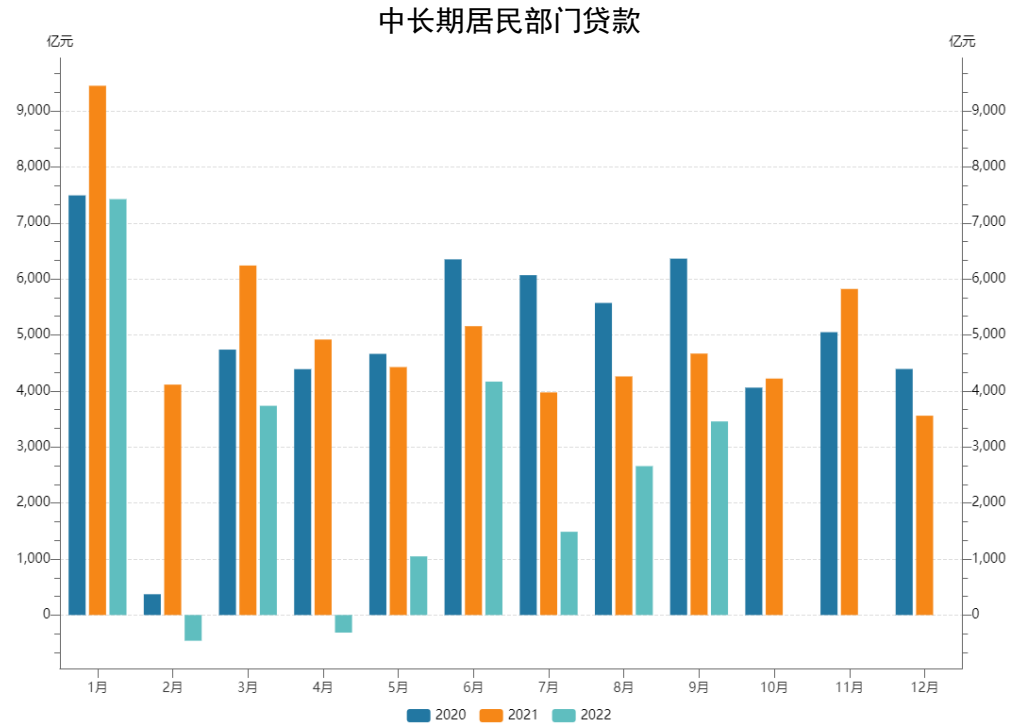
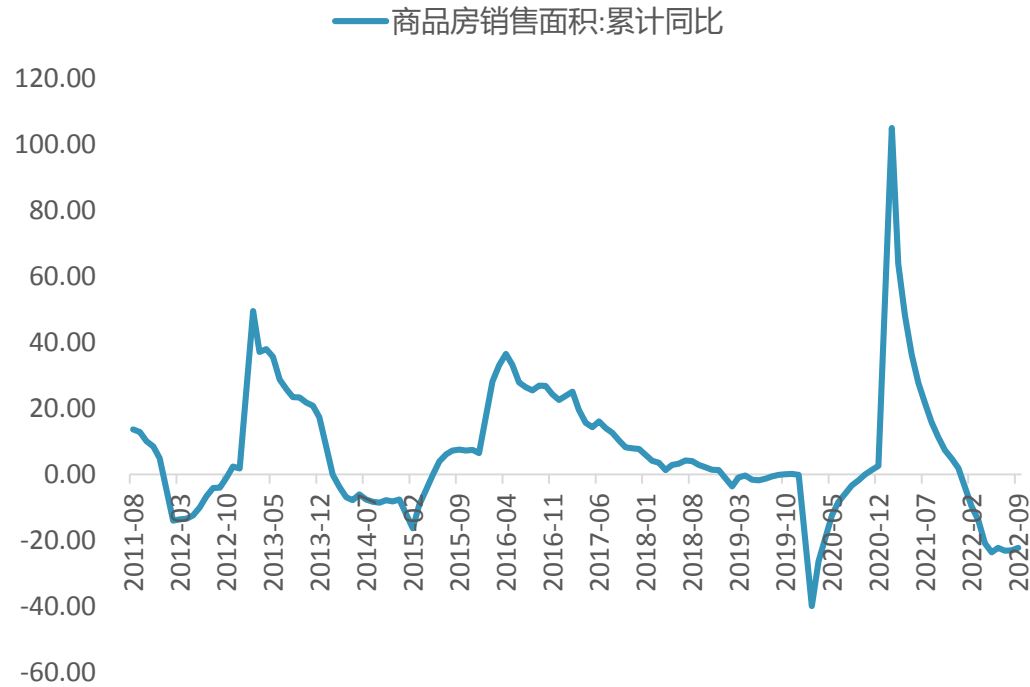


竣工回升不改地产疲软

- 9月地产新开工-38%，施工面积增速-5.3%，均较上月进一步走弱。竣工面积增速-19.9%，连续第二个月出现回升，主要是保竣工政策发力。10月初成交土地溢价率小幅上行，但随后再度回落，维持低位，景气程度偏低。

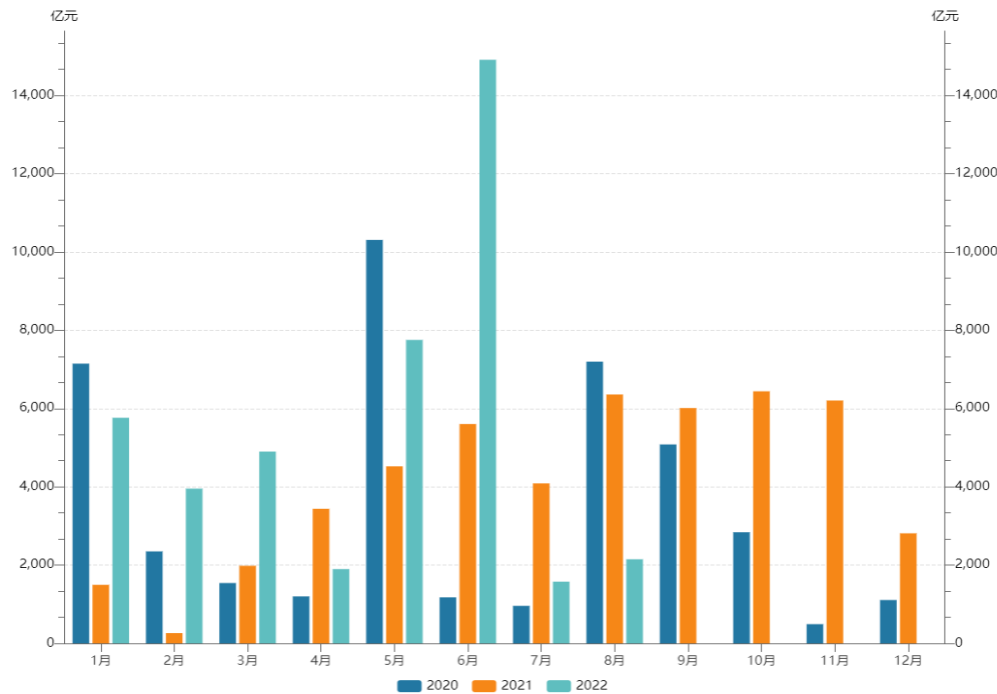


- 9月商品房销售面积同比-22.2%，较8月降幅略有缩小，表明地产需求暂时企稳，但尚未有回升信号。信贷数据中居民中长期贷款多数代表房贷，虽然仍低于前两年同期水平，但较7月低位已连续两月回升。



基建：政策持续加码，增速略低预期

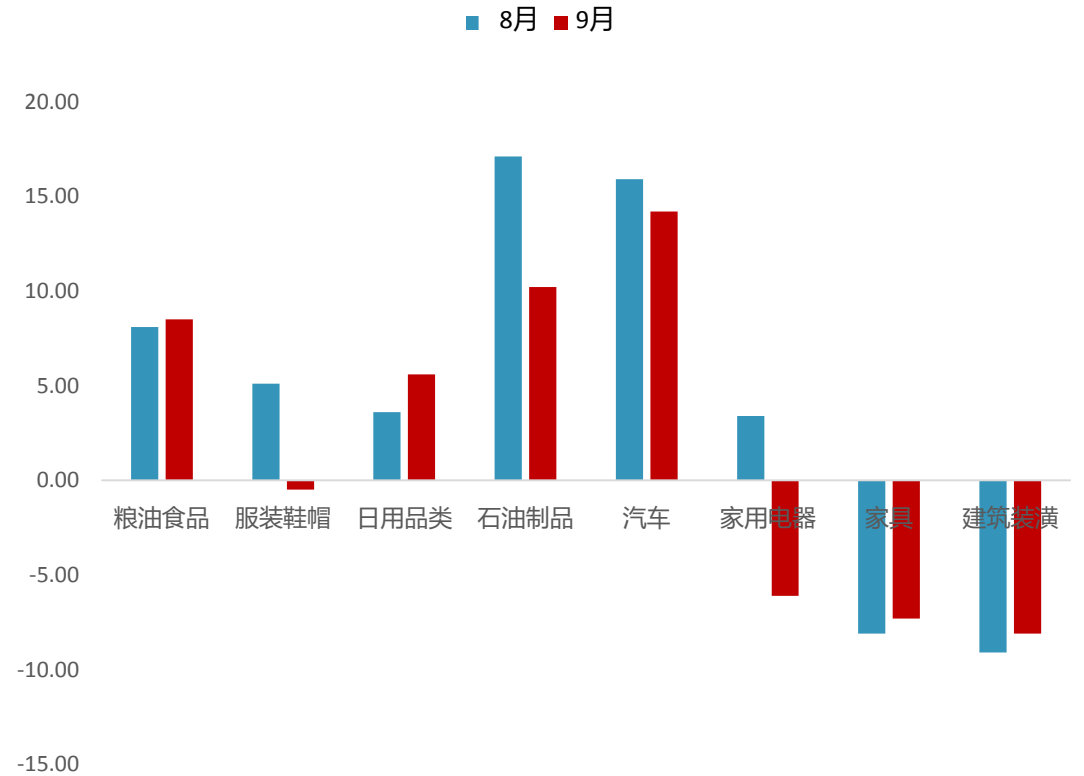
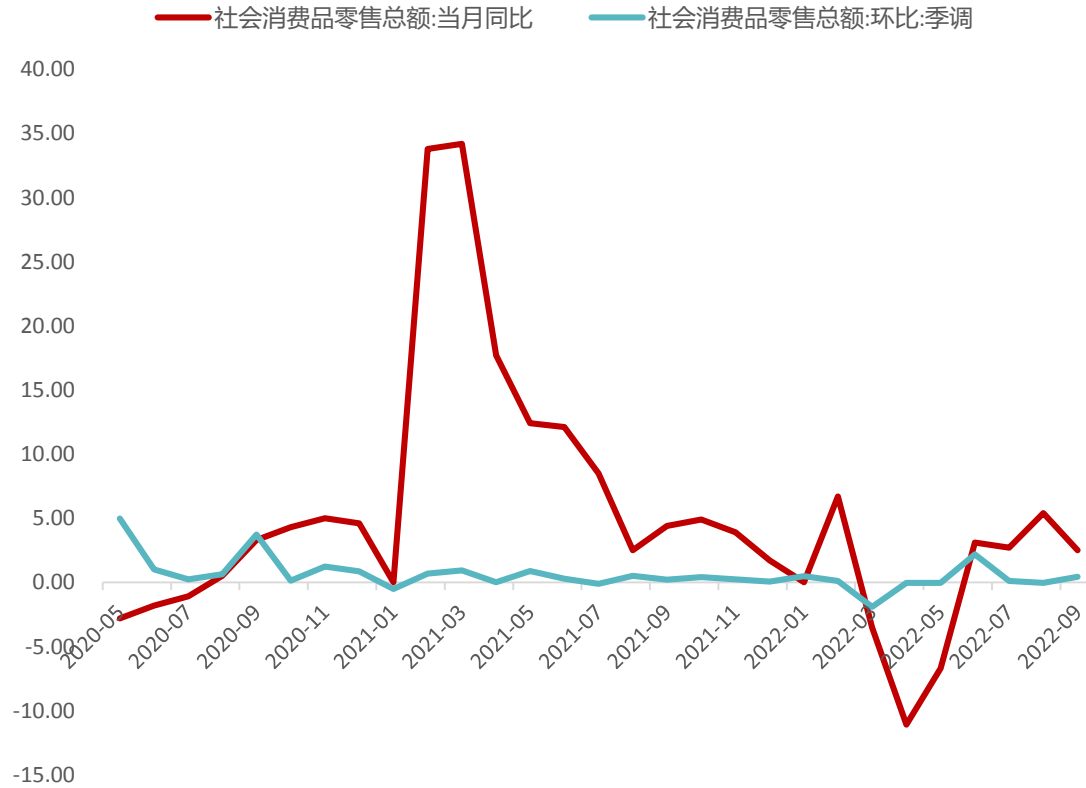
- 9月不含电力的基建投资增速为8.6%，较8月上行了0.3个百分点，已是4月以来连续第五个月上升，对经济形成一定支撑。
- 7、8月转债债发行规模较低，但主要为6月专项债发债规模超1.4万亿，已经把大部分年内份额用完，近期随着项目逐步落地，对基建将形成更多支撑。



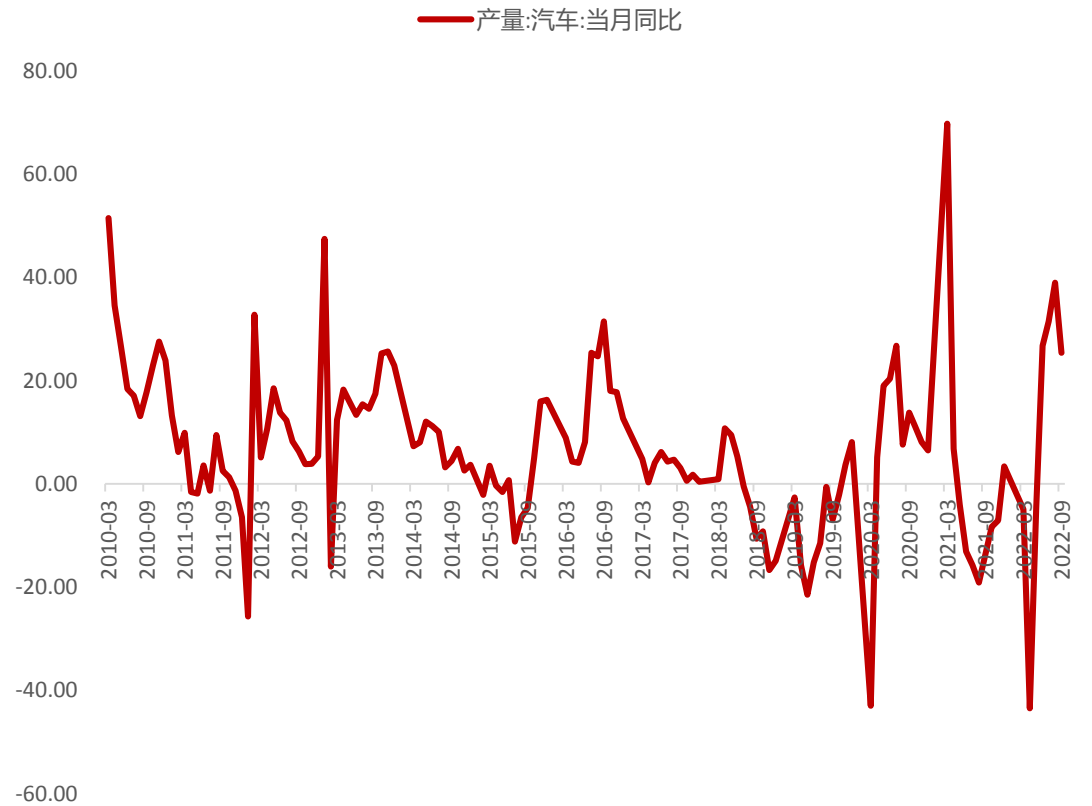
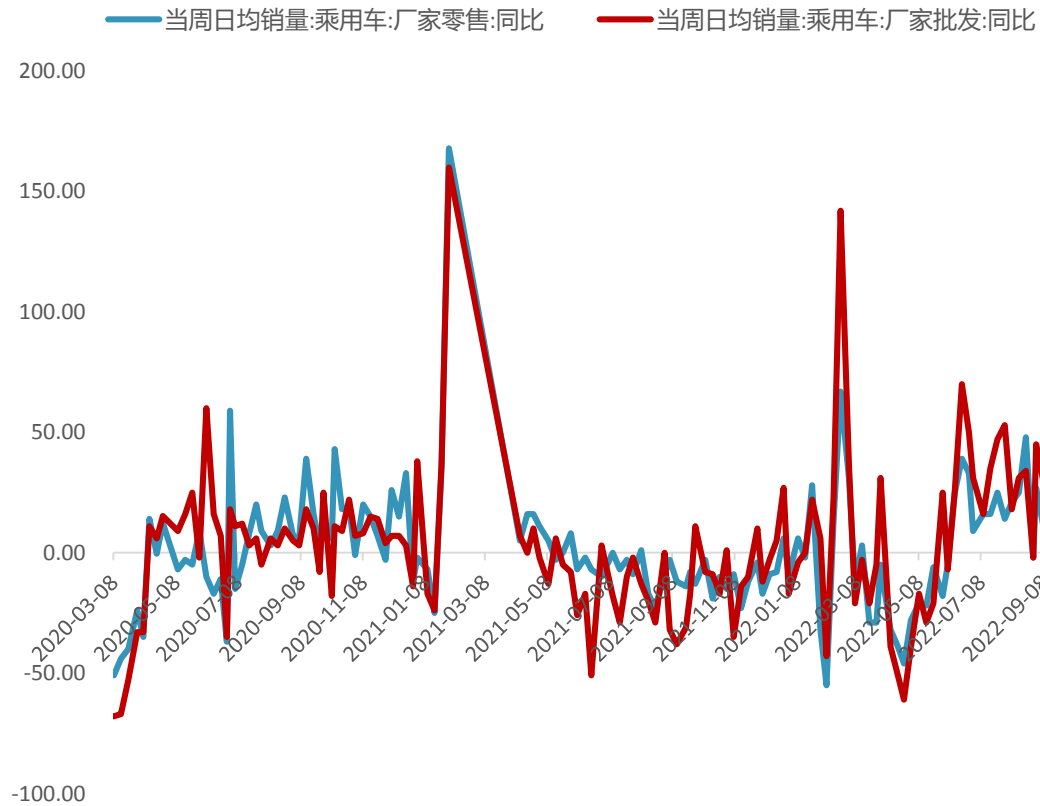
数据来源：Wind



- 9月社会消费增速同比2.5%，出现明显回落；但同时环比0.43%，较上月小幅回升。同比之所以回落主要是去年8月基数太低使得上月数值偏高，实际上大概一直在2.5%左右的增速。
- 限额以上消费分项由于基数回升出现整体回落，粮油和日用品类回升，服装消费却大幅下滑。家具和建材降幅收窄，家电出现大幅下滑。此外石油和汽车也出现小幅回落。

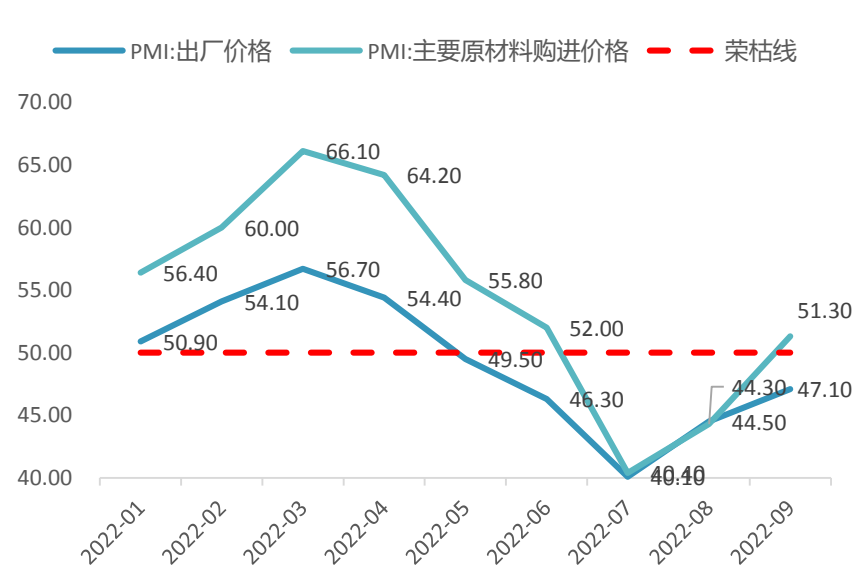
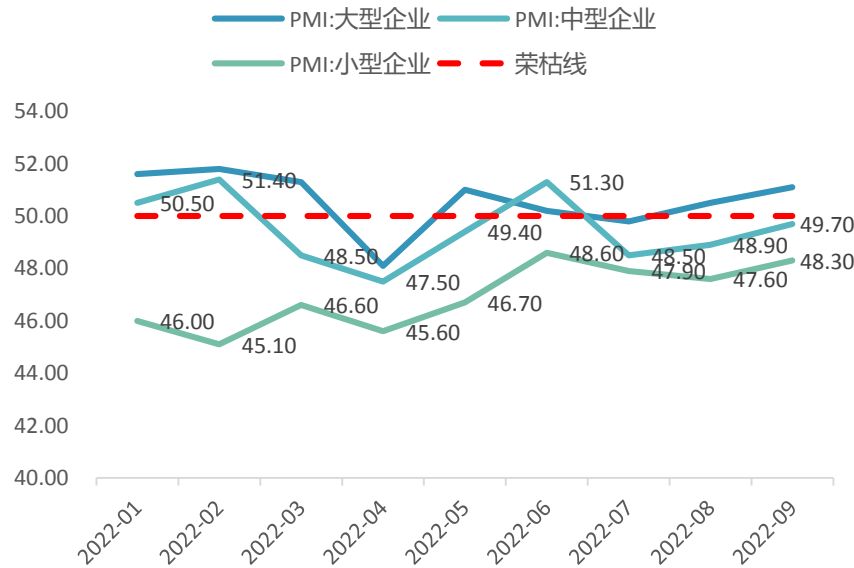
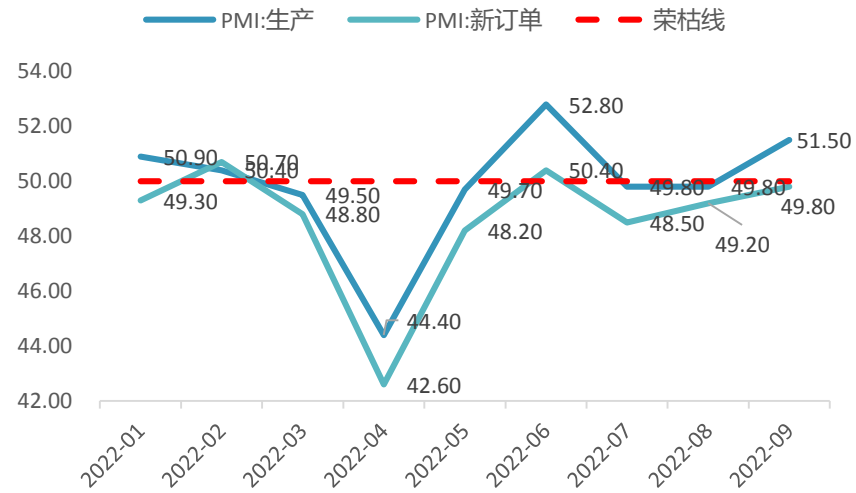
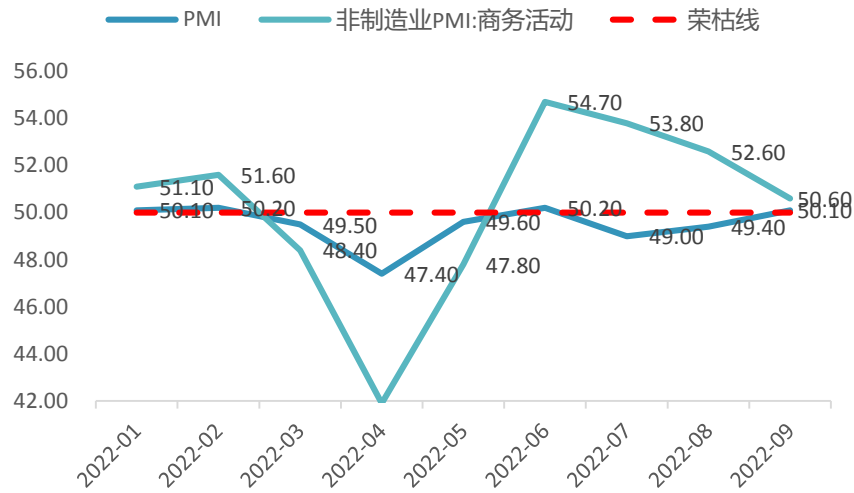


- 10月最后一周汽车周度厂家零售和批发销量同比均略有回升，9月产量小幅回落。



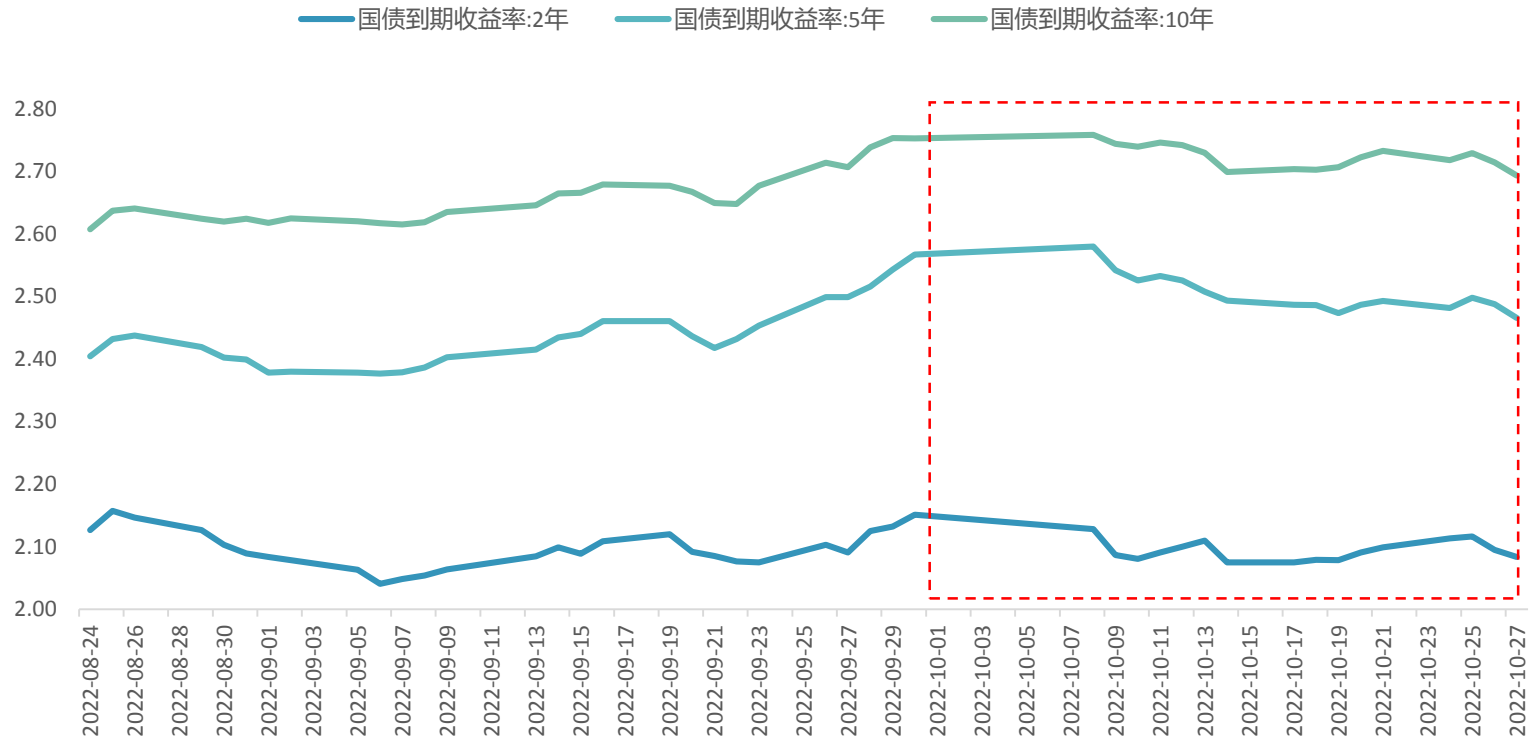
景气指数：持续修复当中

- 9月制造业PMI 50.1，较上月小幅回升，时隔两月重回荣枯线上；非制造业PMI虽然维持在荣枯线上，但已连续3月下滑，或受到疫情影响。其中生产和新订单指标较上月大幅回升，体现出景气度有所修复。



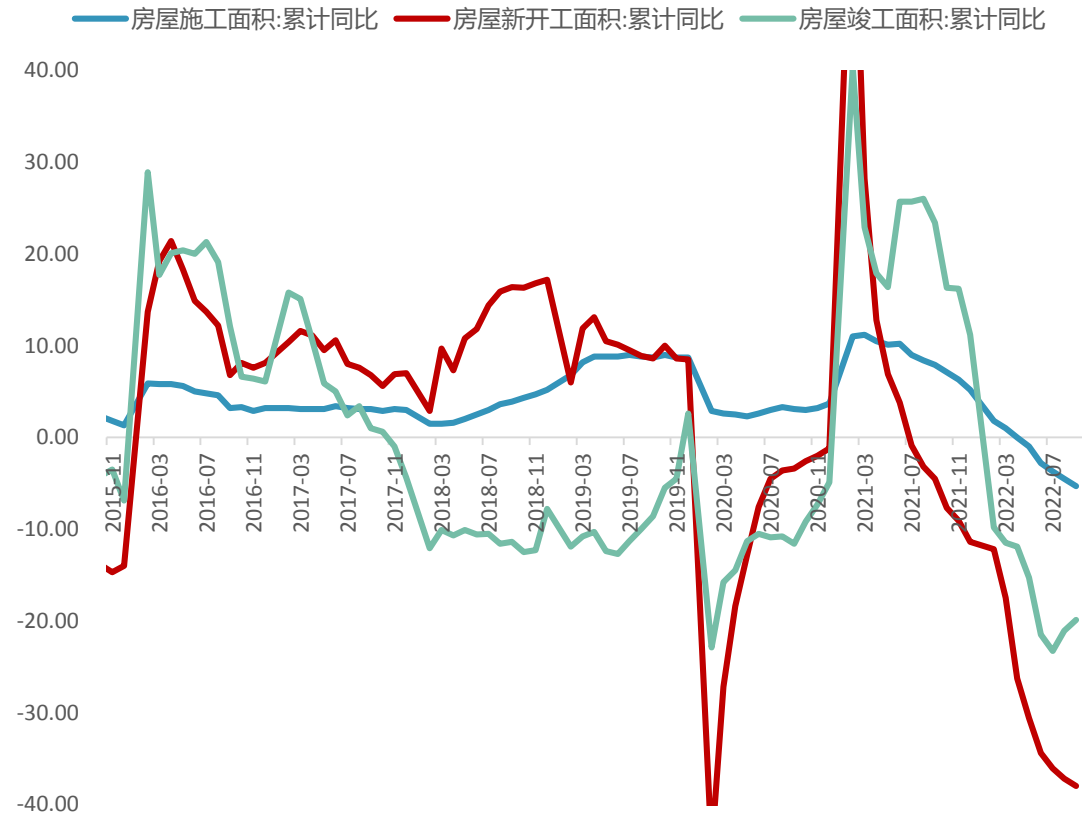
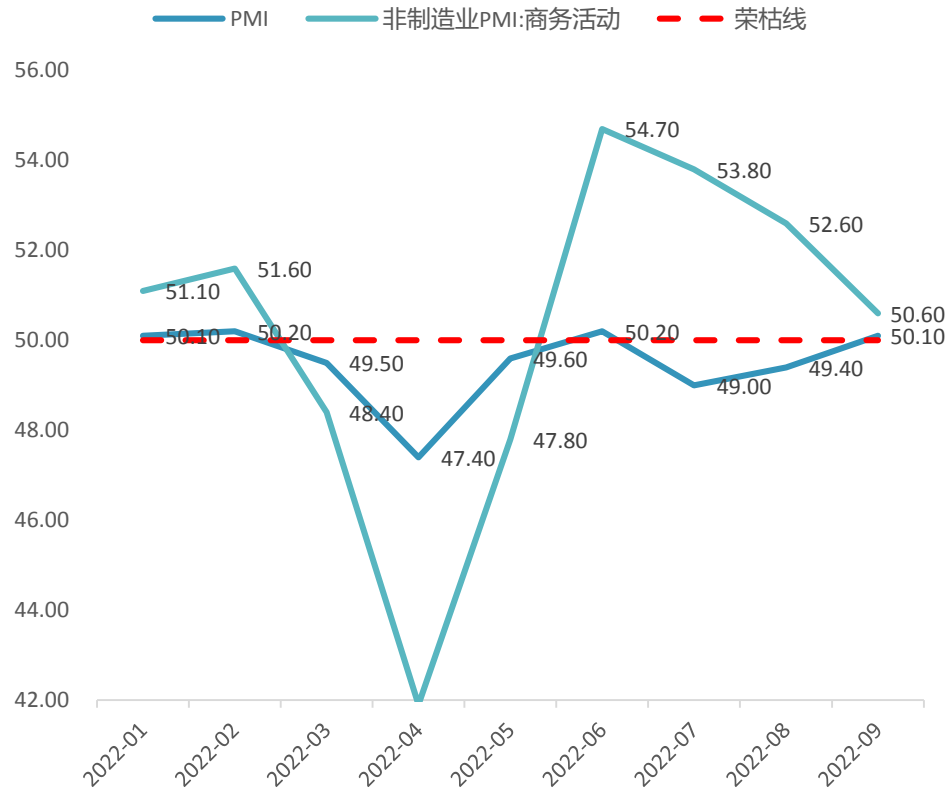
3 国债期货

- 10月各期限债券收益率呈现小幅回落。其中2年期国债收益率波动区间在2.08%-2.13%；5年期国债收益率在2.47%-2.58%；10年期国债收益率在2.69%-2.76%。



主要影响因素之一：经济修复还需时间

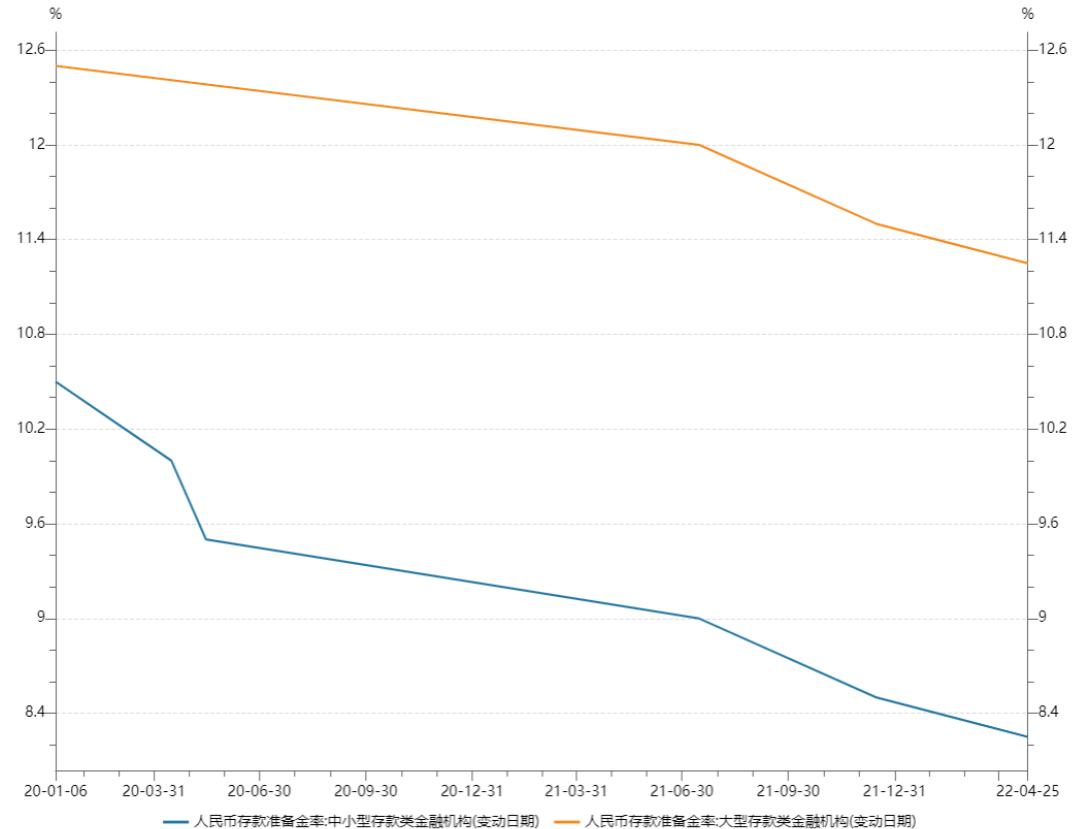
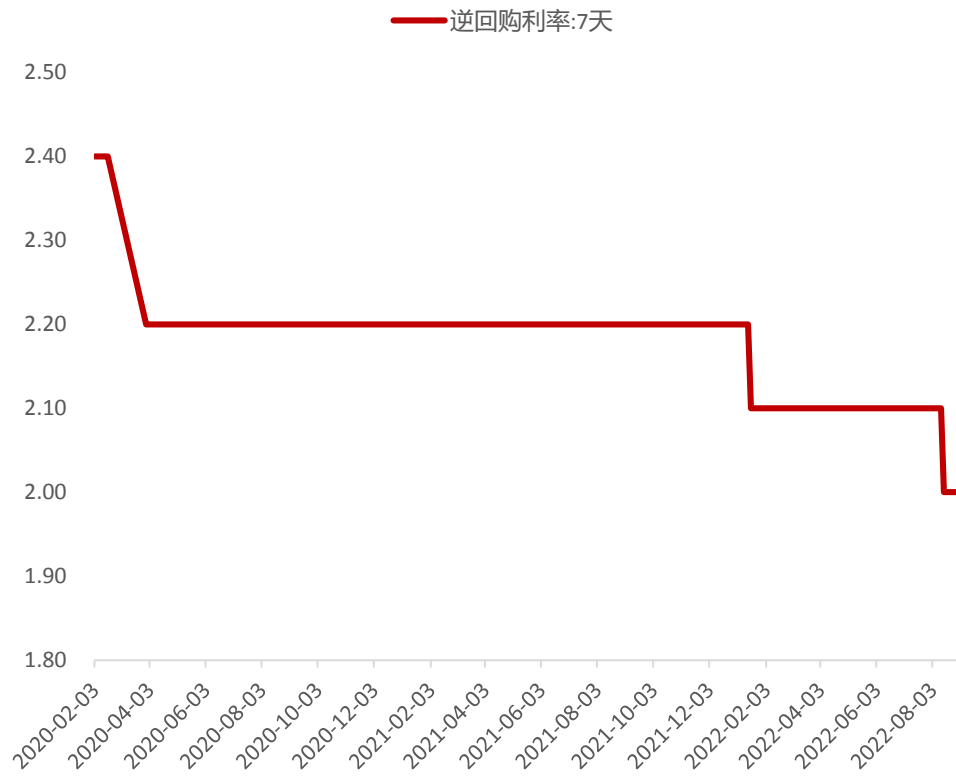
➤ 9月情况较8月略有好转，但整体经济需求偏弱的局面仍存，地产等终端需求均较弱；制造业PMI勉强站上荣枯线，非制造业PMI连续三月下滑，反映出经济修复还需时间。



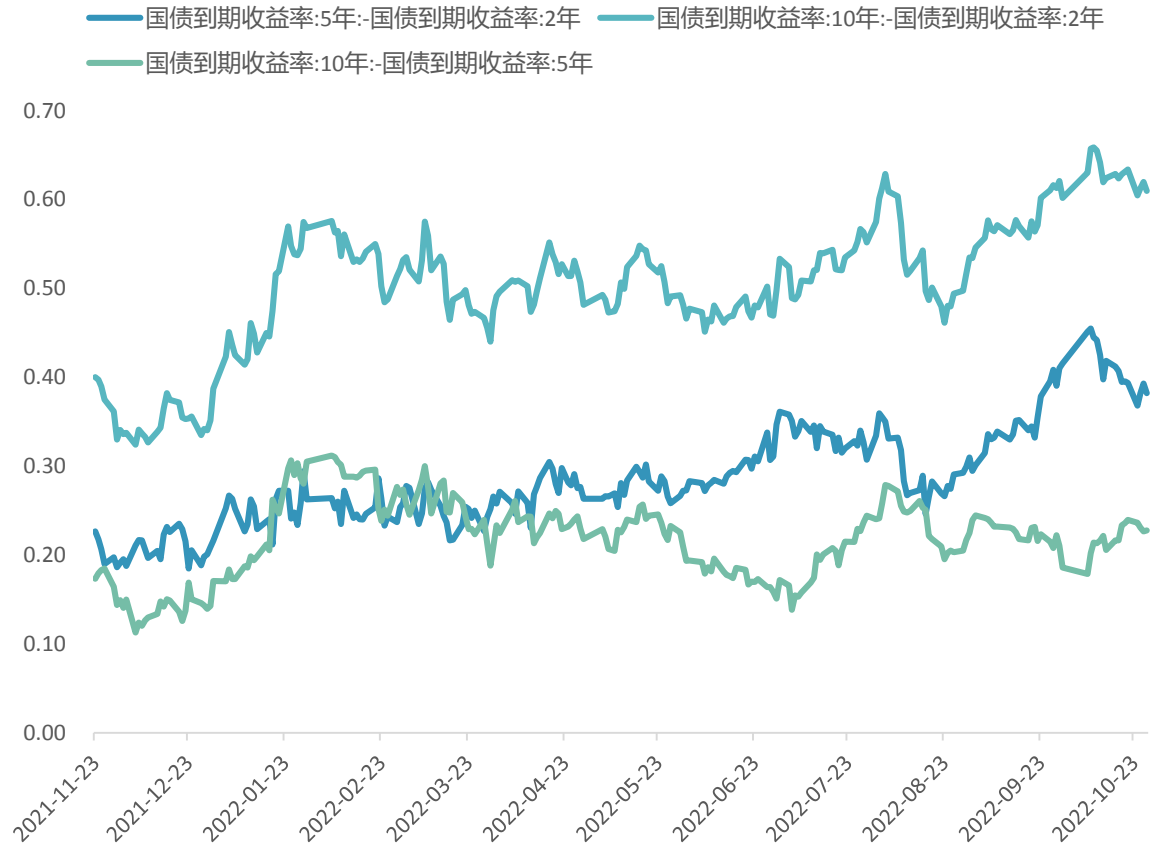
主要影响因素之一：经济仍在低位，货币仍需宽松

➤ 由于今年前三季度经济低于预期，货币政策整体偏宽松。7天期逆回购利率分别在1月和8月两次调降。

不过与前两年各两次降准相比，今年只在4月降准一次，四季度还存在一定的政策空间。



期限利差或转向走平



- 10月国债期限利差出现震荡。其中10-2, 5-2利率先走扩再走平, 分别下行2bp和7bp, 10-5利差上行5bp。
- 从统计角度来看, 三项利差均在均值上方, 且明显高于中位数水平。
- 从基本面角度来看, 短端货币仍然维持宽松预期, 长端则预期震荡, 未来利差预期仍存在走平的可能。

	5Y-2Y	10Y-2Y	10Y-5Y
当前	38	61	23
中值	25	46	20
均值	27	49	22
分位数	27.8%	38.6%	28.3%



- **国债期货观点：**9月各项经济数据略有好转，但改善有限，地产、消费等需求仍在低位。货币政策仍需维持宽松，同时四季度仍存降准空间，债市或维持强势。整体来看，建议期债多单持有，十年期国债收益率区间（2.6%-2.8%）。

4 资产配置



- **债券观点：**9月各项经济数据略有好转，但改善有限，地产、消费等需求仍在低位。货币政策仍需维持宽松，同时四季度仍存降准空间，债市或维持强势。整体来看，建议期债多单持有，十年期国债收益率区间（2.6%-2.8%）。
- **股指观点：**当前市场情绪依旧受到地缘政治不确定性、海外衰退预期以及国内疫情的冲击，资金情绪呈现观望情绪浓厚的情况。本月赚钱效应呈现来回反复态势，北向资金则是整体呈现流出态势，资金情绪不振是当前市场情绪偏悲观的体现。预计后续指数存在中枢继续下行风险，当前操作上建议暂观望。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。
- **贵金属观点：**美国通胀压力仍然较大，美联储多数官员态度偏鹰，接下来四次会议加息预期为75bp-50bp-25bp-25bp。节奏上虽略有缓和，但整体加息幅度小幅增加。贵金属回升为时尚早，建议暂时观望为主。COMEX金区间（1650-1750）。



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

