

货币与战争 ——风险管理四季度报告

东证衍生品研究院 吴奇翀
从业资格号：F03103978
投资咨询号：Z0019617
2023年10月

一、4Q23的潜在风险由“双方”转为“三方”

- 美国：通胀可能二次抬升，高利率下明年货币政策转向
- 中东：巴以冲突短期影响有限，长期催生新的能源危机
- 中国：已过最大压力期，需求侧修复高度不宜过度乐观

二、截至3Q23上市公司风险管理回顾

美国：通胀可能二次抬升，高利率下明年货币政策转向

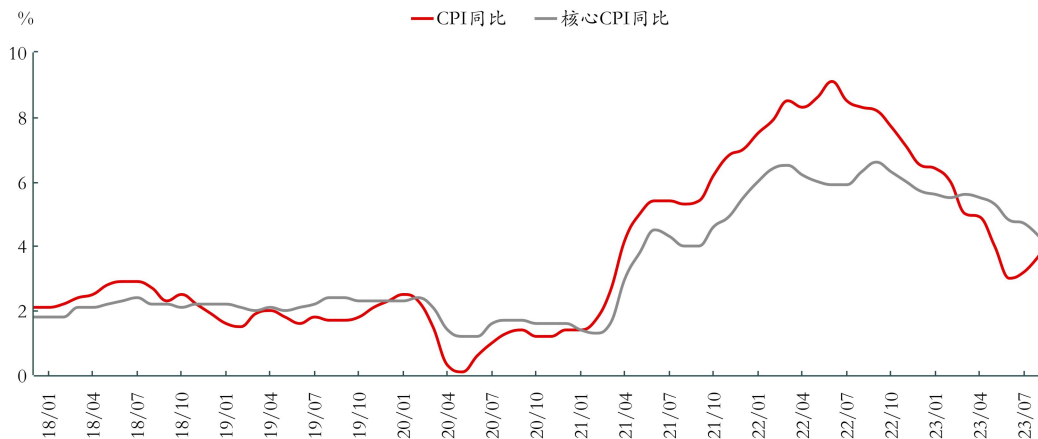
衍生无限未来

美国通胀数据高于市场预期

- 8月美国CPI同比增3.7%，高于前值3.2%，季调环比增0.6%，高于前值0.2%；
- 核心CPI同比增4.3%，低于前值4.7%，连续5个月回落，季调环比增0.3%，高于前值0.2%。

- 能源为通胀的主要上拉项，符合我们半年报的预估；
- 汽车行业罢工可能推高车辆与核心商品通胀；
- 房租通胀放缓，但薪资通胀仍是核心通胀的“顽疾”；
- 核心矛盾从“加息”预期转变为“降息”预期。

核心商品项占CPI权重、同比及环比变动



美国 CPI 分项权重、同比及环比变动

CPI分项	权重 (%)	2023年5月未经调整 (%)		2023年季调环比 (%)		
		同比	环比	3月	4月	5月
所有项目	100	4.00	0.30	0.10	0.40	0.10
食品	13.436	6.70	0.20	0.00	0.00	0.20
家庭食品	8.632	5.80	0.10	-0.30	-0.20	0.10
谷物烘焙	1.168	10.70	0.10	0.60	0.20	0.00
肉禽鱼蛋	1.799	0.30	-0.90	-1.40	-0.30	-1.20
乳制品	0.799	4.60	-0.60	-0.10	-0.70	-1.10
水果蔬菜	1.467	2.70	1.40	-1.30	-0.50	1.30
非酒精饮料	1.043	8.70	0.30	0.20	-0.10	0.70
其他食物	2.354	9.20	0.10	0.40	0.20	0.40
非家用食品	4.804	8.30	0.50	0.60	0.40	0.50
能源	6.978	-11.70	-1.20	-3.50	0.60	-3.60
能源商品	3.732	-20.40	-1.70	-4.60	2.70	-5.60
燃油	0.123	-37.00	-7.70	-4.00	-4.50	-7.70
发动机燃料	3.547	-20.00	-1.40	-4.70	2.80	-5.60
汽油	3.459	-19.70	-1.40	-4.60	3.00	-5.60
能源服务	3.247	1.60	-0.80	-2.30	-1.70	-1.40
电力	2.511	5.90	-0.40	-0.70	-0.70	-1.00
燃气服务	0.735	-11.00	-2.00	-7.10	-4.90	-2.60
核心项目	79.586	5.30	0.40	0.40	0.40	0.40
核心商品	21.347	2.00	0.40	0.20	0.60	0.60
服装	2.565	3.50	-0.30	0.30	0.30	0.30
新车	4.278	4.70	0.20	0.40	-0.20	-0.10
二手车	2.673	-4.20	3.20	-0.90	4.40	4.40
医疗保健品	1.456	4.40	0.60	0.60	0.50	0.60
酒精饮料	0.836	4.80	0.50	0.10	0.50	0.50
烟草	0.496	6.30	0.60	0.80	0.10	0.60
核心服务	58.238	6.60	0.40	0.40	0.40	0.40
住宅	34.564	8.00	0.60	0.60	0.40	0.60
主要房租	7.542	8.70	0.50	0.50	0.60	0.50
其他租金	25.432	8.00	0.50	0.50	0.50	0.50
医疗服务	6.423	-0.10	-0.10	-0.50	-0.10	-0.10
医生服务	1.799	-0.10	-0.50	-0.20	0.00	-0.50
医院服务	1.909	3.70	1.00	-0.40	0.50	1.00
运输服务	5.884	10.20	0.80	1.40	-0.20	0.80
车辆保养修理	1.106	13.50	0.60	0.30	0.50	0.60
车辆保险	2.591	17.10	1.70	1.20	1.40	2.00
机票	0.630	-13.40	1.30	4.00	-2.60	-3.00

美国：能源为通胀的主要上拉项，符合我们半年报的预估

衍生无限未来

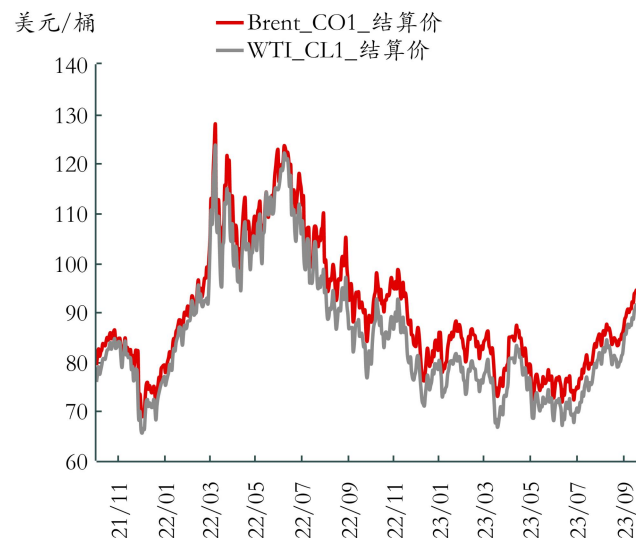
■ 能源价格对2H23通胀下拉力量减弱在我们料想之中

- 需求侧方面：
 - 海外央行持续加息影响较弱，消费状态保持复苏；
- 供给侧方面：
 - OPEC+成员国兑现原油减产承诺；
 - 美国活跃钻机数减少，页岩油增产节奏不及预期，墨西哥湾受极端天气影响产量减少，原油库存处于历史较低水平。

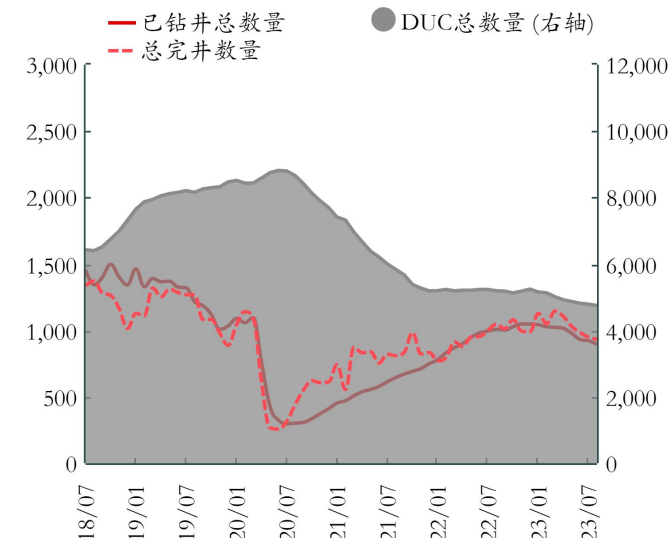
■ 能源价格回升是当前通胀超预期的最大根源

- 能源在CPI中占6.96%（能源商品3.68%、能源服务3.28%）；
- 石油是“工业血液”，原油是“大宗商品之母”；
- 能源价格回升将加剧通胀风险。

原油期货价格走势



EIA DPR页岩油钻井、完井、DUC数（个）



能源项占CPI权重、同比及环比变动

CPI分项	权重 (%)	2023年8月未经调整 (%)		2023年季调环比 (%)		
		同比	环比	5月	6月	7月
能源	6.961	-3.60	3.30	0.60	0.10	5.60
能源商品	3.682	-4.20	6.10	0.80	0.30	10.50
燃油	0.115	-14.80	9.10	-0.40	3.00	9.10
发动机燃料	3.509	-3.70	6.10	0.90	0.20	10.70
汽油	3.428	-3.30	5.90	1.00	0.20	10.60
能源服务	3.28	-2.70	0.30	0.40	-0.10	0.20
电力	2.559	2.10	0.20	0.90	-0.70	0.20
燃气服务	0.721	-16.50	0.60	-1.70	2.00	0.10

美国：汽车行业罢工可能推高车辆与核心商品通胀

衍生无限未来

■ 核心商品通胀有所缓解，但存在快速回升风险

- 8月核心商品通胀连续3个月回落，环比降0.1%；
- 二手车和卡车通胀同比跌6.6%，环比降1.2%，前值-1.3%；
- 除二手车外的核心商品通胀环比增0.1%。

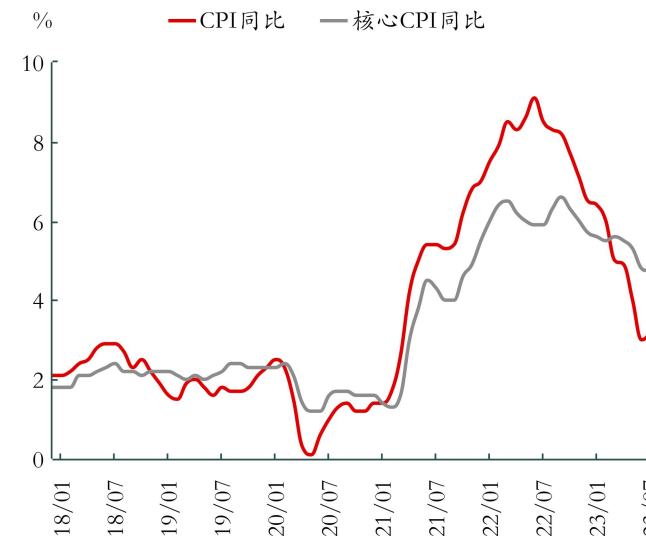
■ Manheim指数下行，但汽车行业罢工可能推高车辆通胀

- ∴ Manheim二手车价格指数前数月回落；
- ∴ 二手车价格环比较7月有所回升；
- ∴ Manheim二手车价格指数持续回落；
- ∴ 预计二手车零售价格进一步下行；
- 但全美汽车工人联合会针对美国最大的三家车企——通用、福特和克莱斯勒母公司斯泰兰蒂斯的罢工可能推升车辆通胀；
- 罢工持续且范围扩大会导致部分车型产量减少及车价上涨。

Manheim指数下行



核心商品通胀可能抬升



核心商品项占CPI权重、同比及环比变动

CPI分项	权重 (%)	2023年8月未经调整 (%)		2023年季调环比 (%)		
		同比	环比	5月	6月	7月
核心项目	79.624	4.30	0.20	0.20	0.20	0.30
核心商品	21.208	0.20	0.00	-0.10	-0.30	-0.10
服装	2.496	3.10	1.60	0.30	0.00	0.20
新车	4.264	2.90	0.00	0.00	-0.10	0.30
二手车	2.766	-6.60	-1.40	-0.50	-1.30	-1.20
医疗保健品	1.464	4.50	0.60	0.20	0.50	0.60
酒精饮料	0.834	3.70	0.10	0.00	0.10	0.00
烟草	0.498	5.60	0.60	0.10	0.50	0.60

美国：房租通胀放缓，但薪资通胀仍是核心通胀的“顽疾”

衍生无限未来

■ 房租通胀放缓是CPI降温的最大驱动力

- 8月美国房租通胀环比增0.3%，前值0.4%，持续放缓；
- 房价上涨领先房租通胀约1.5年，未来有望持续放缓；
- 房租通胀放缓是CPI降温的最大驱动力。

■ 失业率保持低位，薪资增速持续放缓，职位空缺率下降

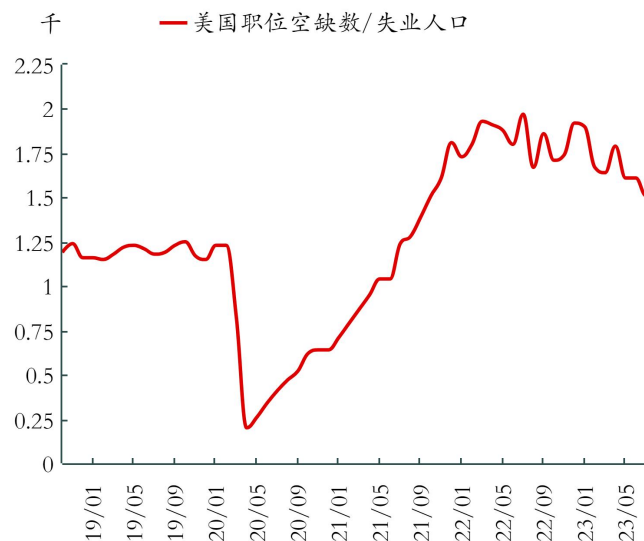
- 9月美国新增非农就业33.6万人，远超市场预期，保持较强韧性；
- 失业率3.8%，保持在历史低位；
- 劳动力参与率62.8%，较疫情前水平低0.5个百分点；
- 9月30日当周初请失业金人数 20.7万，保持在历史低位；
- 非农平均时薪同比增4.2%，前值4.3%，环比增0.21%，前值0.24%；
- 8月美国职位空缺人数大幅反弹至961万，连续3个月下跌终止；
- 劳动力市场紧张程度有所放缓，但仍然较为强劲。

■ 只有在劳动力市场降温之时，核心服务通胀方能有缓和之机

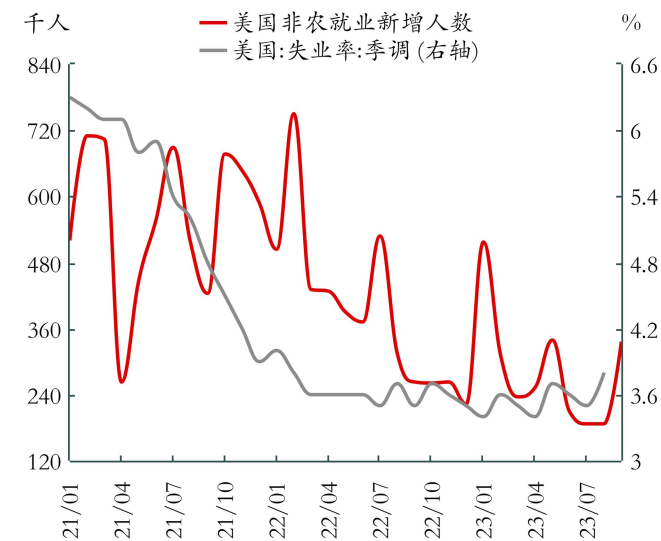
- 汽车行业罢工可能将使薪资通胀持续时间加长；
- 同时，罢工活动可能对其他行业产生示范效应，推动更多行业为寻求提高薪酬福利而开展劳资谈判与罢工；
- 因此，我们认为，短期内美国薪资通胀在仍将持续。

■ 综上所述，我们在半年报的观点“2H23核心服务通胀受就业市场强韧性的拖累”维持不变。

1.51的比值为2021年9月以来最低



美国就业情况



核心服务项占CPI权重、同比及环比变动

CPI分项	权重 (%)	2023年8月未经调整 (%)		2023年季调环比 (%)		
		同比	环比	5月	6月	7月
核心项目	79.624	4.30	0.20	0.20	0.20	0.30
核心服务	58.416	5.90	0.30	0.30	0.40	0.40
住宅	34.81	7.30	0.30	0.40	0.40	0.30
主要房租	7.585	7.80	0.50	0.50	0.40	0.50
其他租金	25.616	7.30	0.40	0.40	0.50	0.40
医疗服务	6.347	-2.10	0.20	0.00	-0.40	0.10
医生服务	1.792	0.30	0.10	0.70	0.20	0.10
医院服务	1.912	3.00	0.70	0.40	-0.40	0.70
运输服务	5.92	10.30	1.00	0.10	0.30	2.00
保养修理	1.131	12.00	1.10	1.30	1.00	1.10
车辆保险	2.697	19.10	2.10	1.70	2.00	2.40
机票	0.537	-13.30	-2.80	-8.10	-8.10	4.90

美国：核心矛盾从“加息”预期转变为“降息”预期

衍生无限未来

在经济数据方面，美联储大幅上调2023年美国经济增长的预期

- GDP增速上调至2.1% (4Q23) 、1.5% (4Q24) ；
- 失业率下调至3.8% (4Q23) 、4.1% (4Q24) 。

通胀可能二次抬升，符合半年报的预估

- 在半年报《防守反击：2H23的潜在风险》中，我们认为美国通胀存在二次抬升的风险，当前能源项通胀、核心商品通胀、核心服务通胀皆抬升印证了这一观点；
- 这也可能致使美联储重启加息以降低“双峰通胀”的可能性，尽管目前9月FOMC会议已在年内第二次暂停了加息；
- 又∵美国经济下行较慢，
- ∴年底核心通胀大概率超过3%。

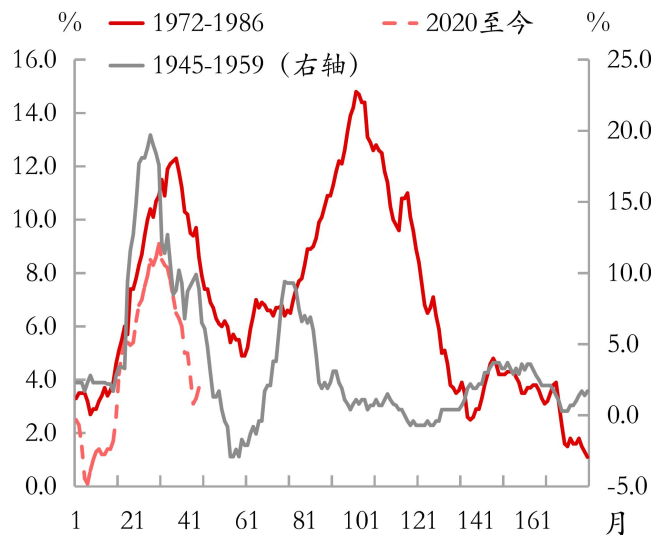
从9月FOMC会议点阵图的区别来看

- 2023年终点利率中枢为5.6%，年内或有1次加息；
- 超6成成员认为年内还有1次加息。

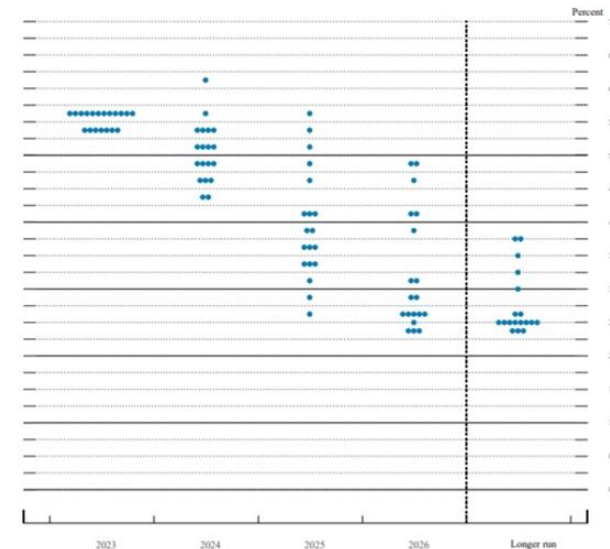
“加息”预期不再是核心矛盾，“降息”预期才是

- 芝加哥商品交易所“美联储观察”（Fed Watch Tool）显示；
- 11月不加息，高利率水平维持到明年（“Higher For Longer”）
- 明年6月货币政策或开启降息。

CPI同比——“双峰通胀”略有抬头



2023年9月FOMC会议点阵图



截至2023年10月10日市场预测的利率区间概率 (%)

区间 (bp)	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	86.4	13.6	0.0
2023/12/13	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	72.4	25.4	2.2
2024/1/31	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	68.5	23.5	2.0
2024/3/20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	22.3	56.8	17.9	1.5
2024/5/1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	10.2	36.7	40.5	11.0	0.9
2024/6/12	0.0	0.0	0.0	0.3	5.4	23.3	38.6	26.0	6.0	0.4
2024/7/31	0.0	0.0	0.2	3.3	16.1	32.4	31.0	14.0	2.7	0.2
2024/9/18	0.0	0.1	2.1	11.0	25.9	31.6	20.8	7.2	1.2	0.1
2024/11/7	0.1	1.2	6.8	19.0	29.0	25.8	13.5	4.0	0.6	0.0
2024/12/18	0.8	5.0	15.0	25.7	26.9	17.5	7.1	1.7	0.2	0.0

美国：鲍威尔发言后美联储的操作基本与市场观点一致

- **2月1日，第一次会议：**鲍威尔强调“今年不宜降息”（“it will not be appropriate to cut rates this year”）、“我们需要在更长时间内保持较高的利率”（“we'll need to keep rates higher for longer”）、“在一段时间内保持紧缩”（“maintaining a restrictive stance for some time”），同时提出“反通胀进程首次启动”（“for the first time that the disinflationary process has started”）——**市场认为美联储加息进程仍在继续，但已逐渐进入尾声阶段，事实证明确实如此；**
- **3月22日，第二次会议：**鲍威尔表明假如劳动力市场供需平衡，且通胀下降，最有可能的就是“今年不会看到降息”（“don't see rate cuts this year”），同时指出由于银行系统的危机可能会导致家庭和企业信贷条件收紧，因此“判断货币政策应对为时过早”（“too soon to tell how monetary policy should respond”），**“如果我们需要加息，我们会的”**（“if we need to raise rates higher, we will”）。但由于其提及**“我们看到了信贷紧缩的可能性”**（“we see the likelihood of credit tightening”）——**市场认为这是对外释放出即将暂停加息的信号，从结果来看符合市场彼时的观点；**
- **5月3日，第三次会议：**鲍威尔认为通胀会下降，但需要时间，因此**“降息不合适”**（“it would not be appropriate to cut rates”）。累计加息500bp后，鲍威尔指出**“货币政策是紧缩的”**（“policy is tight”），**“实际利率远超中性利率”**（“meaningfully above ... the neutral rate”）。若把信贷紧缩放在首位则离暂停加息**“不远了”**（“we may not be far off for”）。当然，**“未来政策行动将取决于事态发展”**（“future policy actions will depend on how events unfold”）——**结果再次印证了市场暂停加息的观点；**
- **6月14日，第四次会议：**鲍威尔提出**“通胀风险仍在上升”**（“the risks to inflation are to the upside still”）、**“通胀压力居高不下，离2%较远”**（“inflation pressures continue to run high ... back down to 2 percent has a long way to go”）、**“可加息，但要温和”**（“at a more moderate pace”），因此**“未来通胀大幅下降时降息才合适”**（“it will be appropriate to cut rates at such time as inflation is coming down really significantly ... a couple of years out”），同时**“委员会中没有人认为今年会降息，我亦然”**（“not a single person on the Committee wrote down a rate cut this year, nor do I”）——**通胀居高不下，市场认为7月加息，与事实相符；**
- **7月26日，第五次会议：**鲍威尔认为**“通胀感觉在下降，当我们对下降感到满意就降息”**（“it just is a sense that inflation is coming down, and we're comfortable that it's coming down, and it's time to start cutting rates”）、**“今年不降息”**（“cutting rates ... won't be this year”）、**“明年降息”**（“cutting rates next year”），他强调**“我们将继续加息，直到通胀降到2%”**（“we would keep hiking until inflation gets to 2 percent”）、**“如果通胀真实持续下降，利率就无需处于限制水平”**（“if we see inflation coming down credibly, sustainably, then (federal funds rate) don't need to be at a restrictive level anymore”）——**市场二次暂停加息的观点也得到了印证；**
- **9月20日，第六次会议：**鲍威尔认为**“劳动力市场强劲”**（“strong labor market”）、加息对经济的影响要**“考虑到滞后因素”**（“taking into account lags”），**“委员会中12人认为今年还要加息一次”**（“12 wrote down another single hike in one of the next two meetings”），因此**“考虑到已取得的进展，后续将谨慎行事”**（“given how far we have come ... proceed carefully”），其中**“谨慎行事”**（“proceed carefully”）提及六次。
- **没有进一步偏鹰，市场认为美联储在11月议息会议中将继续暂停加息。**

美国：居民消费需求较为稳定，但实际上暗藏危机

衍生无限未来

“Higher For Longer”，与居民需求相关的贷款利率亦大幅上行

- 房地产贷款——30年期抵押贷款利率达7.49%，为2002年12月以来新高；
- 汽车贷款——48个月新车贷款利率达7.59%，60个月新车贷款利率达7.81%，分别为2007年11月、2006年8月以来新高；
- 个人贷款——24个月个人贷款利率达11.48%，信用卡平均利率达20.68%，分别为2008年8月、1994年有数据以来高点。

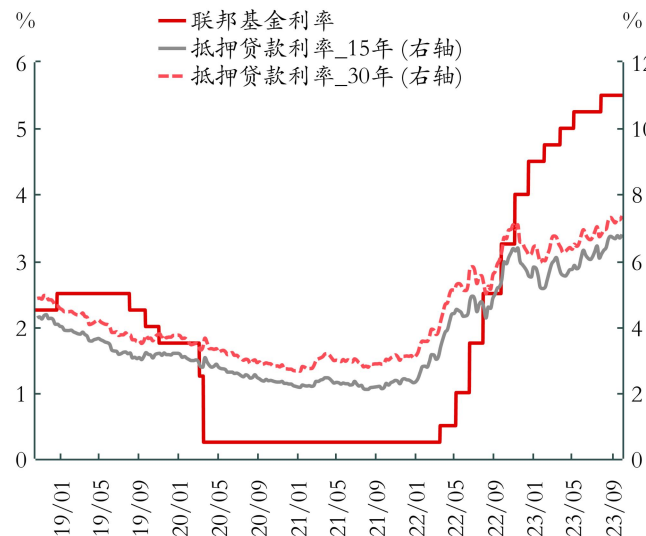
贷款利率高企，但居民消费需求较为稳定

- 美国家庭财富水平大幅提升，家庭持有资产结构——股票超25%、房地产超25%、债券超5%，为家庭净资产的提升贡献了主要力量；
- 美国家庭超额储蓄积累丰富，为消费提供了强力的支撑；
- 美国家庭抵押贷款利息支出并不高，债务中抵押贷款超70%，鉴于采用长期固定利率合同，利息支出甚至低于疫情前的水平。

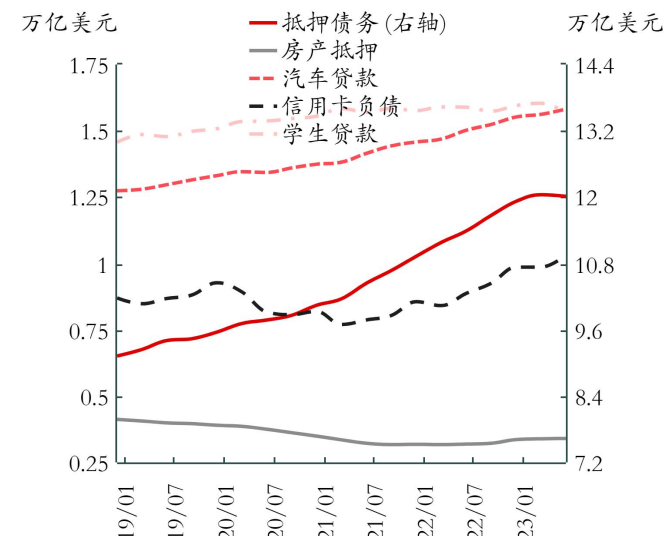
暗藏危机

- 美国家庭财富大部分集中于高收入群体，超70%集中于收入前20%的群体，前1%拥有超26%的净资产，后20%仅拥有3%；
- 美国家庭超额储蓄亦集中于高收入群体，近80%集中于收入前50%的群体，前25%拥有50%左右的超额储蓄，后25%仅拥有6%；
- 美国居民债务拖欠率提升，1H23抵押贷款拖欠率升至2.56%，为2Q20以来高点，汽车贷款拖欠率升至7.28%，为1Q18以来高点，信用卡贷款拖欠率升至7.2%，为1Q12年以来高点。

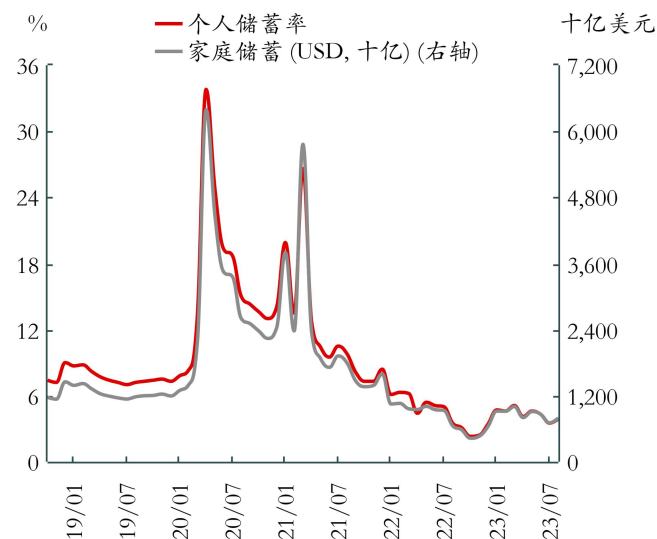
美国抵押贷款利率与联邦基金利率



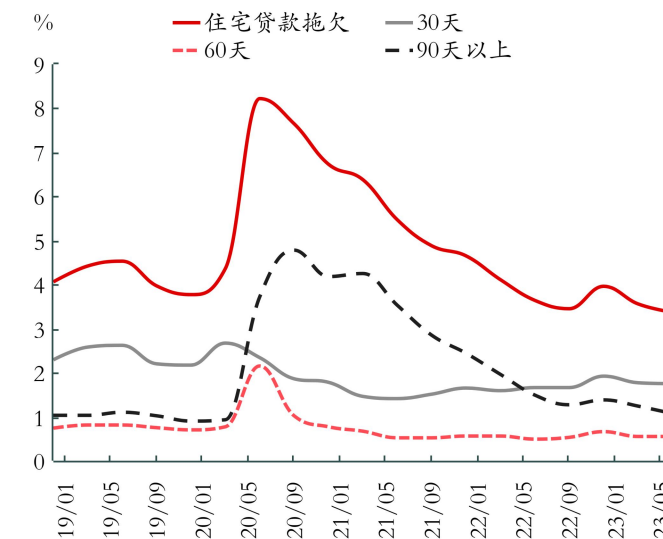
美国个人贷款数据



美国个人与家庭储蓄



美国住宅贷款拖欠率



■ 未来的宏观交易的阶段

- “Higher For Longer”为主导，美元走强，市场风险偏好较低，金融属性较强的商品承压；
- 今年年底前各类商品由基本面矛盾主导，走势有所分化，但整体承压是主线；
- 一旦衰退信号出现，大宗商品将迎来一波衰退交易，高估值商品将优先跌落；
- 美联储由鹰转鸽，商品市场开始反弹。

■ 4Q23大宗商品走势以承压式区间震荡为主

- ∴ 美联储存在年内加息的可能，但美国经济短期内不会硬着陆，巴以冲突加剧大宗商品供应危机；
- ∴ 大宗商品存在较强的底部支撑。
- 因此，即便是价格承压，但向下空间不大；
- 同时，受限海外金融环境整体偏紧，即便商品有所反弹，向上空间亦不大。

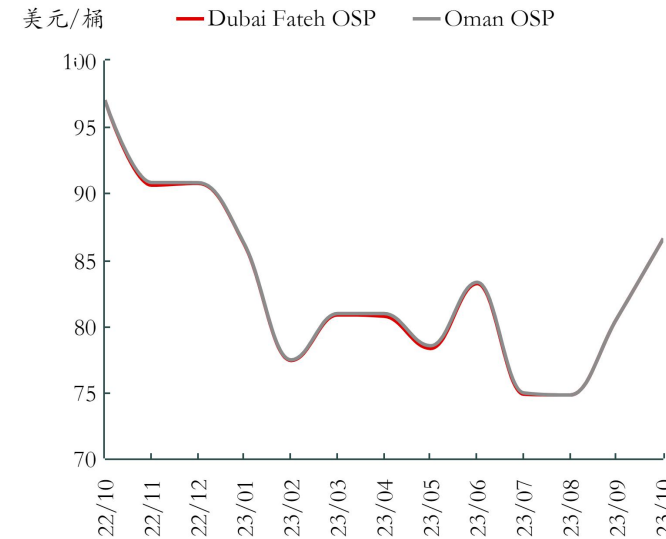
■ 大宗商品市场的中期节奏

- 2023年年内，大宗商品交易由各自基本面矛盾主导，美联储再加息一次概率较高，因此衰退概率加大；
- 1H24，中期可能触发下一轮衰退交易，宏观共振下行；
- 2Q24至3Q24，美联储由鹰转鸽，市场开始反弹。

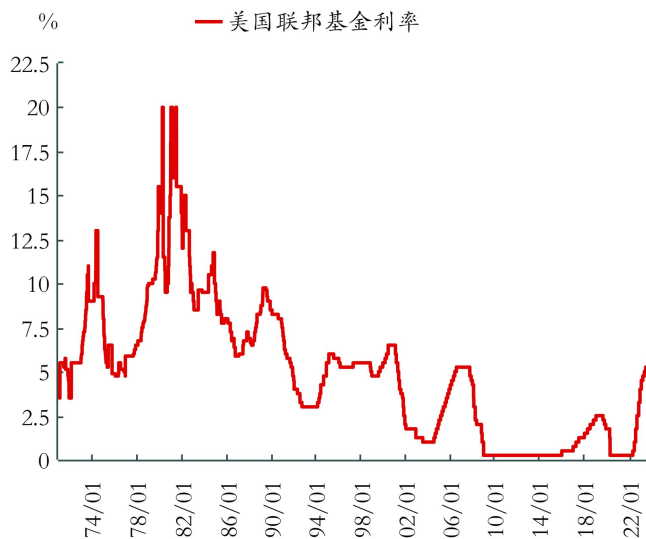
宏观金属——铜



宏观能源——原油



美联储加息预期会引发衰退交易



四季度大宗商品价格预计承压式区间震荡



一、4Q23的潜在风险由“双方”转为“三方”

- 美国：通胀可能二次抬升，高利率下明年货币政策转向
- 中东：巴以冲突短期影响有限，长期催生新的能源危机
- 中国：已过最大压力期，需求侧修复高度不宜过度乐观

二、截至3Q23上市公司风险管理回顾

中东：巴以冲突短期影响有限，长期催生新的能源危机

衍生无限未来

■ 巴以冲突未来的三种走向

- 中东局势保持现状，短期内结束概率较大；
- 引发“第六次中东战争”，升级为持久战为小概率事件；
- 巴勒斯坦取得优势，仅为极小概率事件，忽略不计。

■ 对大宗商品尤其是油价存在一定影响

- 可能会带动整个国际能源价格波动；
- 但不具有持久性，冲突得到控制，则影响相对有限；
- 冲突扩大则影响到中东主要产油国，能源存在大幅涨价动力。

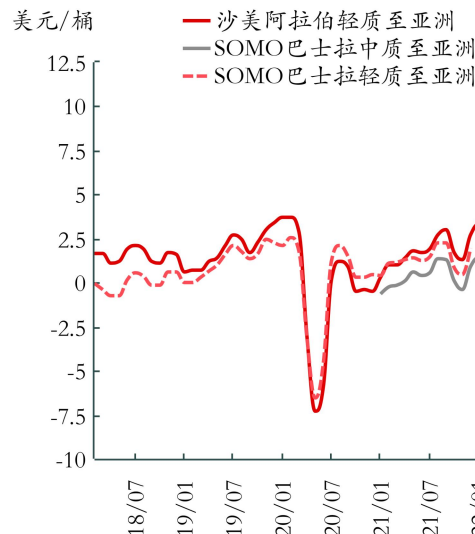
■ 全球经济韧性强，供应链完备，短期内可消化冲突带来的影响

- 俄乌战争爆发后，国际能源价格短期内剧烈上涨；
- 在其他地区能源替代俄罗斯后，能源价格出现大幅下降；
- 目前巴以冲突的影响弱于俄乌战争；
- 短期来看，冲突影响有限。

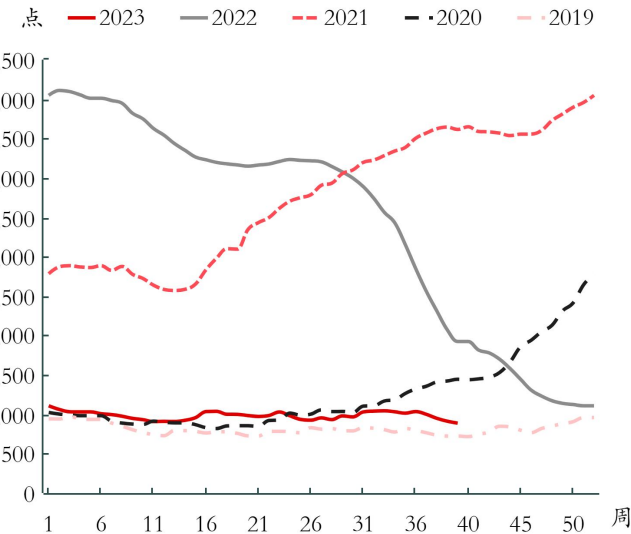
■ 能源替代难度加大，长期催生新的能源危机

- 俄乌战争尚未结束，中东战事再起，将提升能源替代难度；
- “俄乌战争”+“巴以冲突”，双方叠加则影响加重；
- 长期来看，存在催生新的能源危机的可能。

沙特&伊拉克 OSP



SCFI综合指数



历次中东战争回顾

	时间	交战原因	交战双方	战争结果	人员伤亡	金价波动	油价波动
1	48/5/15-49/3/10	阿拉伯国家反对以色列建国	阿拉伯国家联盟、巴勒斯坦 VS 以色列	以色列获胜，划分巴以停火线	阿盟死亡3700-7000, 巴勒斯坦死亡3000-13000人 以色列死亡6373人	-0.06%	4.74%
2	56/10/29-56/11/7	争夺苏伊士运河	埃及VS 英法联军、以色列	英法联军、以色列军事上获胜	埃及军死广约1600人 以色列军死约200人	-0.11%	0.00%
3	67/6/5-67/6/10	阿拉伯国家和以色列的多重矛盾	埃及、叙利亚、约旦等阿拉伯国家 VS 以色列	以色列获胜，占领了埃及的西奈半岛、叙利亚的戈兰高地、约旦河西岸地区、耶路撒冷及加沙地带	阿拉伯国家死亡2万人，受伤4万人 以色列死亡900人，受伤4500	0.00%	0.00%
4	73/10/6-73/10/26	埃及叙利亚试图夺回西奈半岛和戈兰高地	埃及、叙利亚 VS 以色列	以色列军事上获胜,埃以双方停火和谈	阿拉伯国家死亡8500余人 以色列死亡2800余人	-2.81%	51.85%
5	82/6/6-82/9/29	以色列希望消灭巴勒斯坦解放组织	叙利亚、巴解组织 VS 以色列	以色列战术获胜，但未能消灭巴解组织	叙利亚、巴解组织伤亡7000人 以色列伤亡2000人	28.55%	-1.88%

中东：巴以冲突快速结束，中东局势保持现状，对市场影响较小

衍生无限未来

■ 阿拉伯国家保持克制，中东局势保持现状

■ 巴以冲突短期内结束概率较大

■ 以色列油少气多，石油自给率低，天然气产量增长较快

- 截至2022年，以色列油气探明可采储量分别为1.74亿桶和1.0138万亿立方米，分别占全球的0.01%和0.3%，油气产量分别为0.04万桶/日、212.9亿立方米，分别占全球的0.004%和0.5%；
- 石油自给率仅为1.76%，超80%进口于俄罗斯与哈萨克斯坦；
- 天然气产量增长较快，2013年塔玛尔气田投产后，由净进口国转为净出口国，2022年出口92亿立方米。

■ 巴勒斯坦则是以农业为主的国家

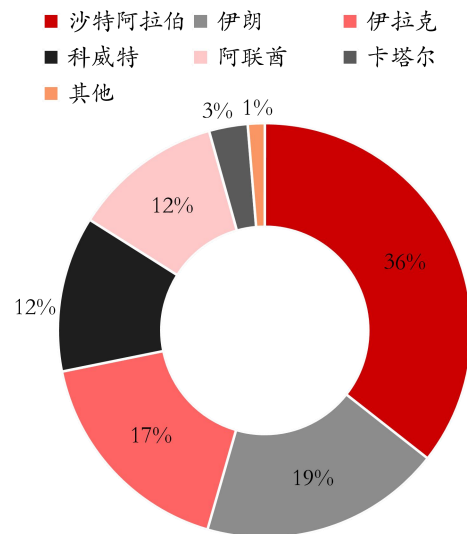
■ 对市场影响微乎其微，不足以引发能源危机

- 巴以不是中东主要的石油产地，分别为0.01万桶/日和0.04万桶/日，两者相加不足全球原油产量的0.01%；
- 巴以的原油消费量亦较小，分别为0.08万桶/日和2.52万桶/日；
- 海上油气田、油气运输码头、地下与海底油气管线受攻击概率较小，假设塔玛尔气田暂时停产，亦对全球油气供给几无影响。

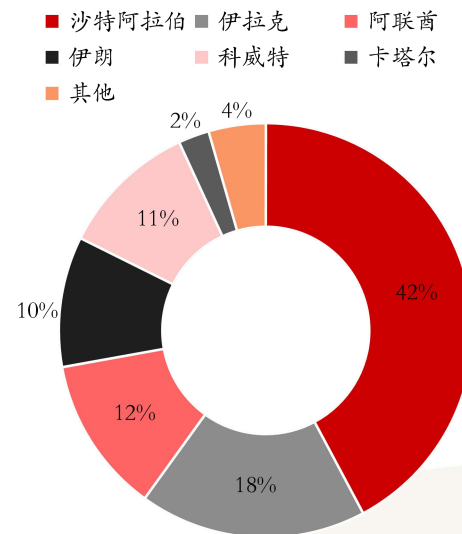
■ 巴以冲突快速结束，则对市场影响较小

- 市场将回归既往趋势，美国通胀问题重新成为市场焦点；
- 美国维持在中东的影响力，稳定油价，保持美元统治地位，同时降低通胀压力。

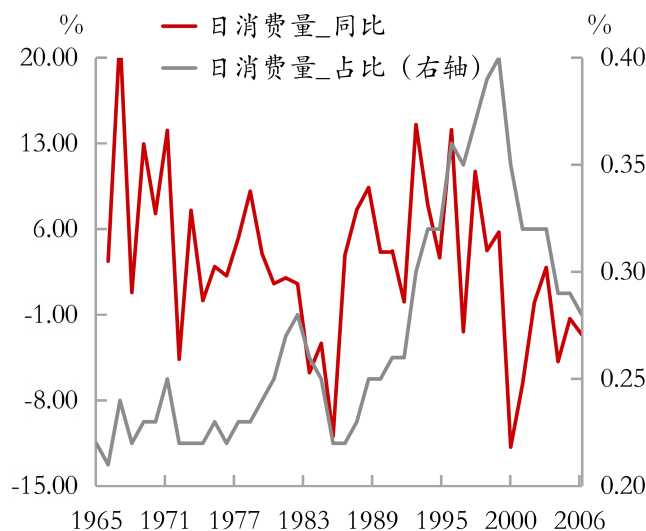
巴以占中东原油已探明储量较少



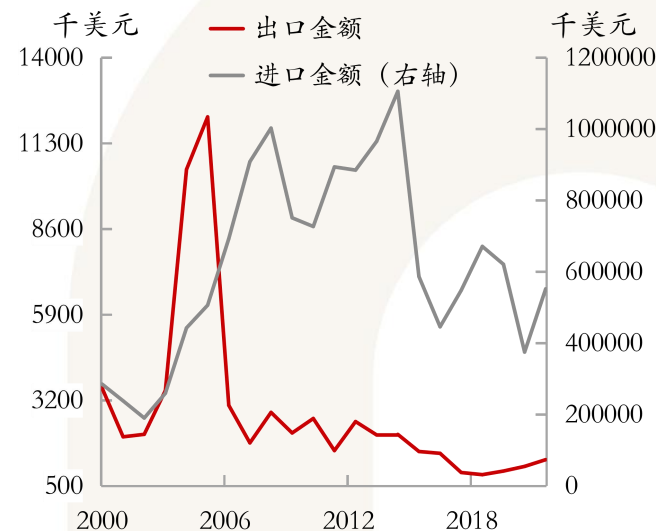
巴以占中东原油日产量较少



以色列原油消费量并不高



巴勒斯坦原油几乎完全依赖进口



中东：巴以冲突升级为持久战，通胀压力将引发一系列不良后果

衍生无限未来

- 阿拉伯国家、美国卷入战争，引发“第六次中东战争”
- 但巴以实力差距明显，升级为持久战为小概率事件

避险资产价格持续走强

- 市场避险情绪将继续俄乌战争后再次推升至新高；
- 黄金、美元等避险资产价格有望持续走强。

能源价格将会得到推升

- 巴以不是中东主要的石油产地，但美伊关于恢复伊朗石油供应的前期努力将付诸东流，西方国家对伊斯兰国家对抗升级将带来原油供应的萎缩，**原油价格再次推升至新高度**；
- 全球约1/3液化天然气交易和运输需通过霍尔木兹海峡，一旦伊朗关闭该水道，**天然气价格将大幅抬升**。

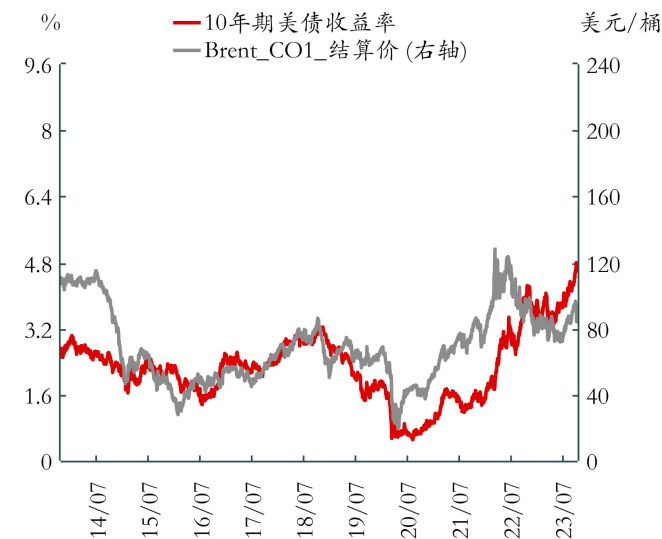
发达国家通胀压力将引发一系列不良后果

- 原油价格提升将增加发达国家通胀压力；
- 美国——高利率环境将维持更长时间，经济“硬着陆”风险增加，美债利率将上升到更高水平，全球风险资产保持承压；
- 欧洲——能源价格高涨带来的高通胀，迫使欧元区被动加息，加快欧洲经济衰退，一定概率将会陷入滞胀周期，打击欧元；
- 日本——输入型通胀持续增长，致使日本央行放弃超宽松货币政策的预期，海外投资转移至国内，引发全球资本流动性危机。

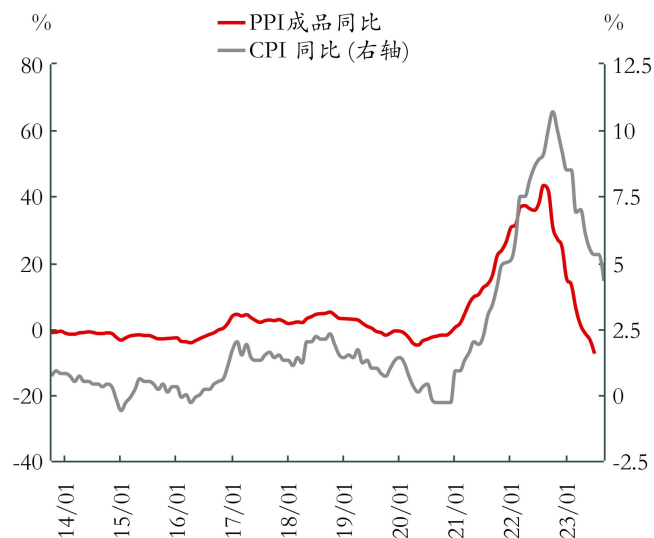
避险资产价格有望持续走强



高利率下美国经济“硬着陆”风险增加



高通胀下欧洲经济将加快衰退



输入型通胀迫使日本放弃超宽松货币政策



中东：巴以冲突加剧全球海运贸易复杂性

衍生无限未来

■ 巴以冲突对海运的影响

- 以色列最大石油进口港——阿什克伦港已不再接收新船靠港；
- 驶往以色列方向的船舶战争险上涨；
- 部分公司经取消近期以色列靠港计划。

■ 2022年以色列海运贸易及船舶活动

- 海运进口量超4000万吨，占全球海运进口量0.3%，主要商品为：原油为1300万吨，煤炭700万吨以及成品油500万吨；
- 海运出口量超1000万吨，占全球海运出口量0.1%，主要商品为：成品油600万吨，钾肥400万吨，占全球海运钾肥贸易量9%。
- 港口船舶靠港量7410次，以总吨计，靠港量共1.33亿总吨，占全球船舶总靠港量的0.2%。

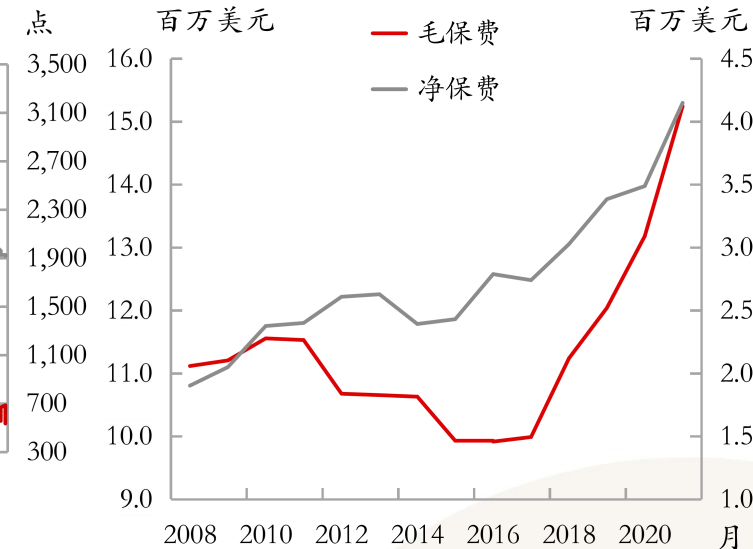
■ 钾肥生产商的生产与运输有较大的影响

- 以色列化工集团（ICL）是全球第六大钾肥生产商、第二大溴素供应商，钾肥年产能约400万吨，溴素年产能约28万吨；
- 以色列钾肥出口的重要枢纽——阿什杜德港口位于加沙地区以北，当前处于紧急状态；
- 我们预计巴以冲突致使全球3%至9%的钾肥供应面临威胁，下游化肥价格存在一定上涨风险。

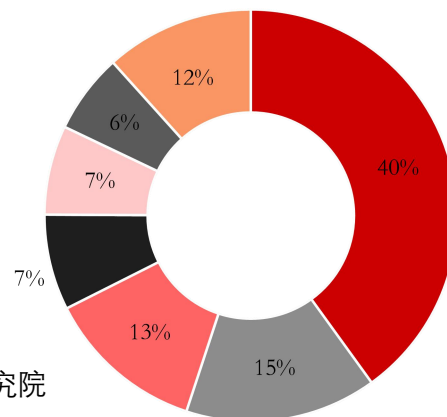
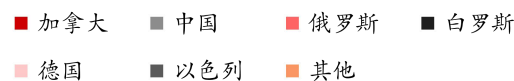
集装箱运价有上升可能



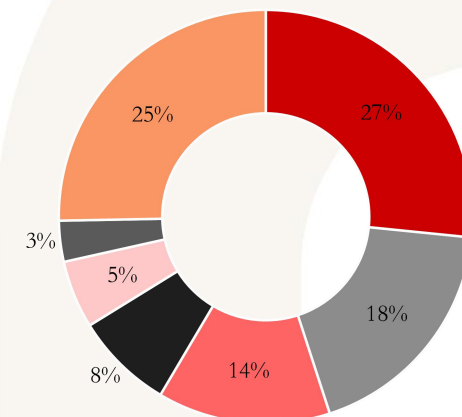
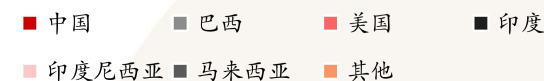
以色列方向海运、航空等运输保险费在提高



以色列钾肥产量占全球近7%



中国是最大钾肥进口国，受影响最显著



一、4Q23的潜在风险由“双方”转为“三方”

- 美国：通胀可能二次抬升，高利率下明年货币政策转向
- 中东：巴以冲突短期影响有限，长期催生新的能源危机
- 中国：已过最大压力期，需求侧修复高度不宜过度乐观

二、截至3Q23上市公司风险管理回顾

中国：已过最大压力期，需求侧修复高度不宜过度乐观

衍生无限未来

■ PMI升上荣枯线

- 行业景气全面改善，引领制造业PMI升上荣枯线；
- 服务业PMI结束连续5个月的环比下降；
- 建筑业PMI连续2个月环比上升。

■ 居民消费逐渐复苏

- 需求侧修复高度保持谨慎；
- “疤痕效应”导致不宜过度乐观。

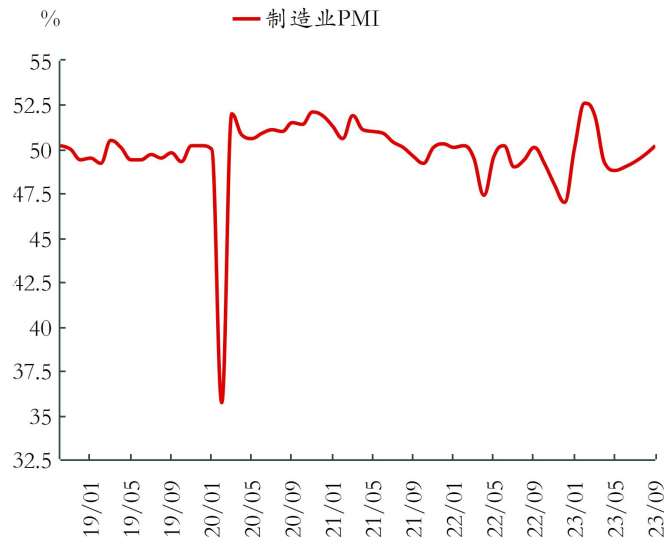
■ 房地产长期预计保持低位

- 房地产拖累明显，基建支撑较强；
- 房地产短期即将筑底；
- 房地产长期预计保持低位。

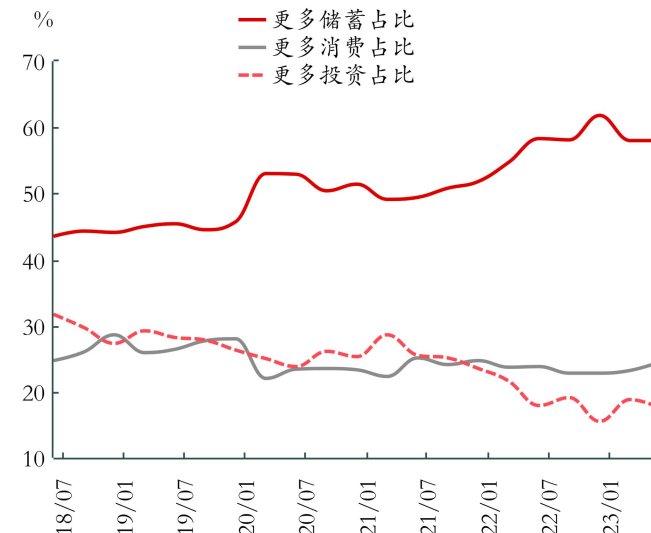
■ 发达国家降通胀需求带动中国出口向好

- 9月出口大幅改善，环比数据十年同期新高；
- 前期出口环比大幅下滑形成的低基数效应；
- 发达国家降通胀需求急切，带动中国出口向好，但外需的不确定性拖累我国出口数据的可能性仍存。

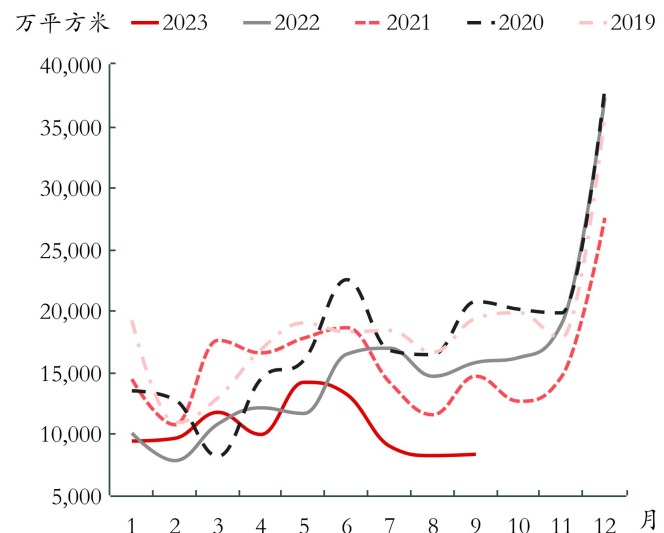
制造业PMI升上荣枯线



中国居民未来资产配置决策



100大城市土地成交面积



9月环比出口数据大幅改善



中国：制造业PMI升上荣枯线，经济已过最大压力时期

衍生无限未来

■ PMI升上荣枯线

- 9月制造业PMI50.2、服务业PMI50.9、建筑业PMI56.2，均在荣枯线以上，环比分别上升0.5、0.4、2.4；
- 制造业PMI自今年4月以来首次回归扩张区间，连续4个月回升。

■ 行业景气全面改善，引领制造业PMI升上荣枯线

- 13个细分行业景气环比上升，工业品价格反弹、库存周期进入去库尾声、出口好转带领景气回升；
- 2个细分行业景气环比下降，农副食品环比降5.8，地产投资增速降幅收敛但仍低导致非金属矿制品环比下降0.2。

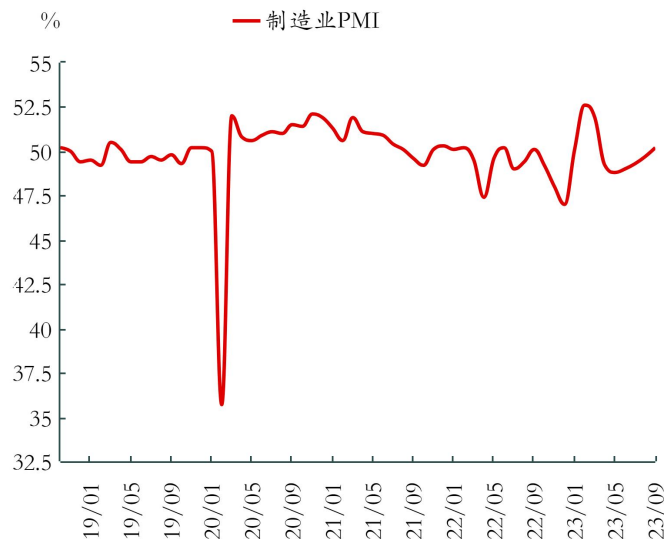
■ 服务业PMI结束连续5个月的环比下降

- 制造业景气回升带领生产性服务业景气回升；
- 尽管接触类服务业景气下行，但中秋国庆假期的消费数据表现可观，后续数据可期。

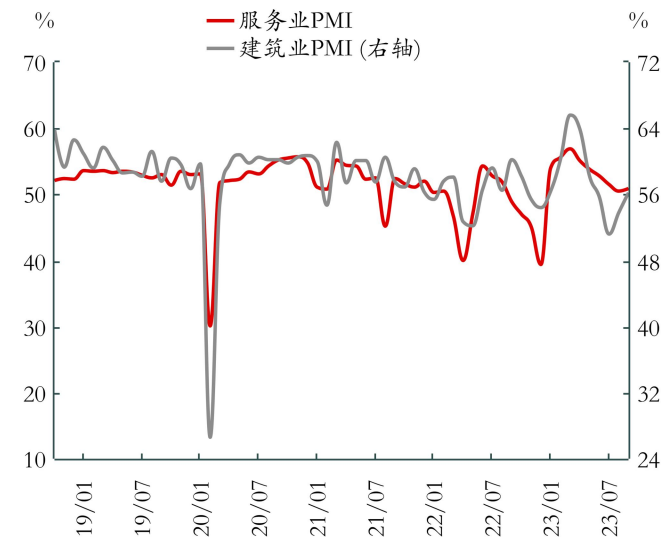
■ 建筑业PMI连续2个月环比上升

- ∴ 新增专项债9月底前发完、项目建设专项债10月底前使用完，∴ 财政支出力度加强；
- 资金依然紧缺，房地产投资偏弱，短期增速只是降幅收敛；
- 房地产政策频出，销售环比有所回暖，但整体一般。

制造业PMI升上荣枯线



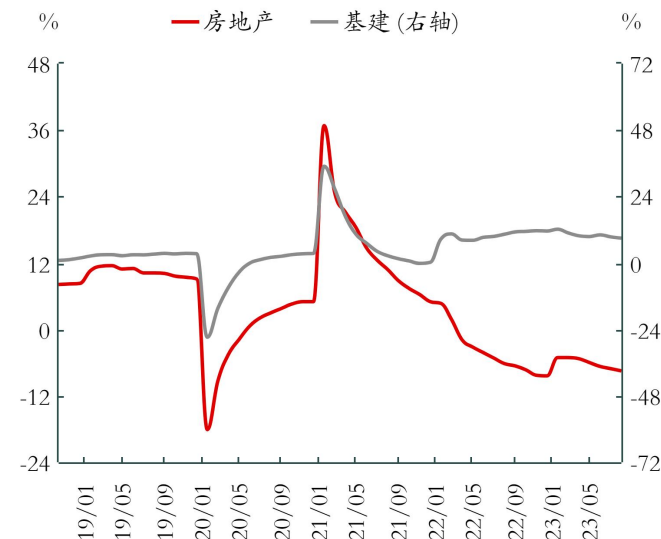
制造业PMI保持回升



服务业后续数据可期



房地产投资明显弱于基建



中国：居民消费逐渐复苏，需求侧修复高度不宜过度乐观

衍生无限未来

■ 年初的部分观点——消费复苏程度取决于收入预期、储蓄情况和消费者信心三方面

- 如果房地产回暖，则居民对房价的预期将有所上升，而消费者对收入的预期亦会随之上升，否则对收入预期只降不增；
- 超额储蓄带来全面持久消费复苏的观点过于乐观，凯恩斯用三个心理规律解释有效需求的不足，其中一条是边际消费倾向递减规律，即居民收入增加，随之而来的是用于消费的比例下降，而超额储蓄更多由高收入人群贡献，中低收入人群贡献度不高；
- 消费者信心指数有望“触底反弹”，基于疫后“疤痕效应”合理时长，我国消费者信心恢复至疫情前50%至75%的水平需要一年左右。

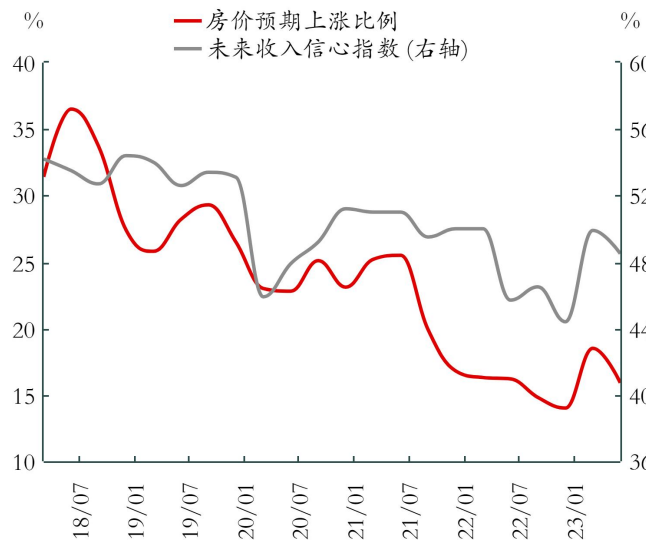
■ 预计4Q23居民消费温和回升

- 房地产短期即将筑底，长期预计保持低位；
- 中低收入人群收入持续改善，带动限额以下商品零售增速持续回升，预计由社零下拉项转变为上拉项；
- 3Q23以来稳增长政策逐渐发力，暑期与长假国内接触型服务消费需求火爆，叠加多项政策助力居民减轻支出负担，消费者信心有所恢复，限额以上商品零售预计持续回暖。

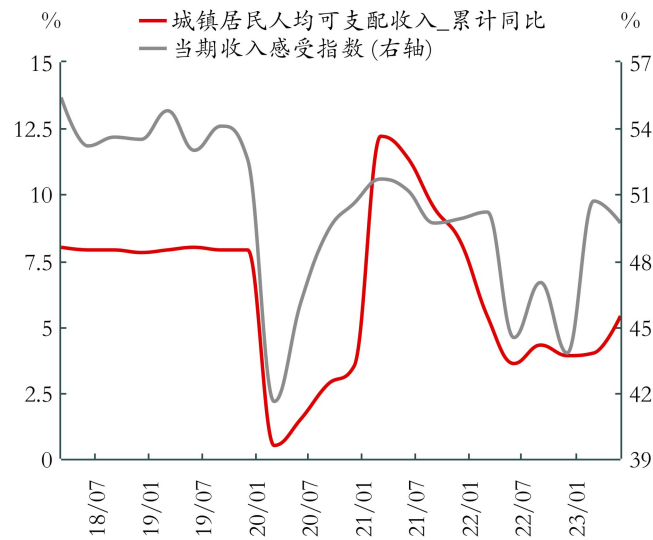
■ 需求侧修复高度保持谨慎，“疤痕效应”导致不宜过度乐观

- “疤痕效应”合理时长仍需一个季度以上时间的考验，当前国内居民可支配收入增速、边际消费倾向尚弱于2021年；
- 民营企业遭受多轮冲击，增加投资意愿不足，导致民间投资负增长，成为整体投资增速低迷原因之一，预计将制约需求侧修复高度。

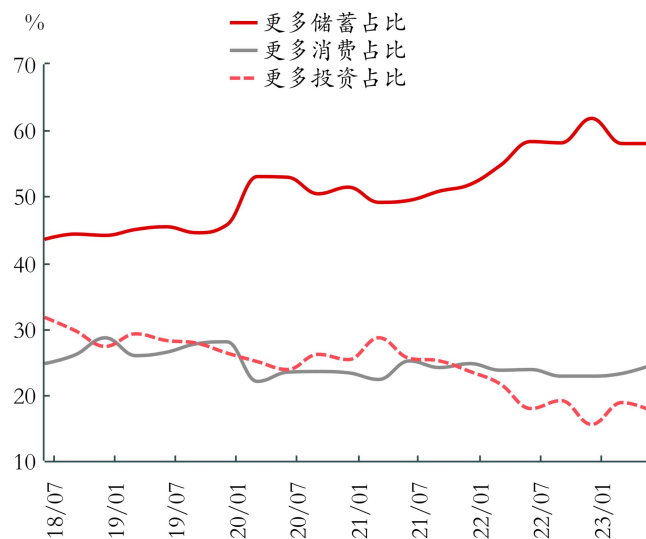
中国居民对房价及收入的预期



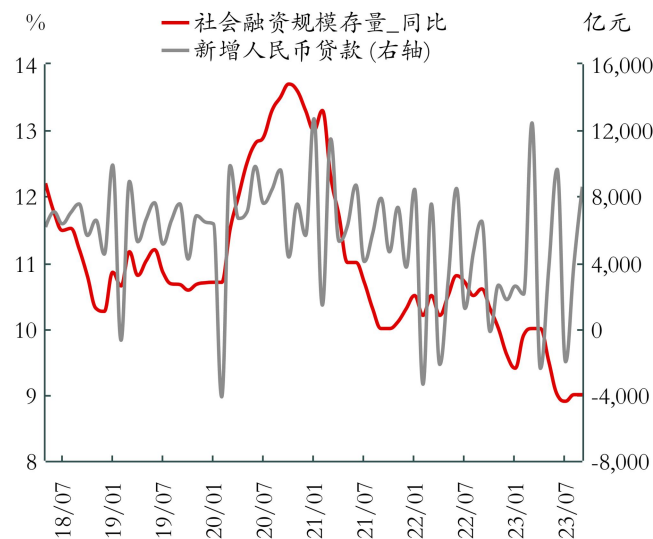
中国居民部门收入情况



中国居民未来资产配置决策



中国社融同比和居民新增贷款



中国：房地产短期即将筑底，长期预计保持低位

衍生无限未来

■ 房地产拖累明显，基建支撑较强

- 1-8月固定资产投资同比增3.2%，较1H23回落0.6个百分点；
- 房地产投资同比下降8.8%，降幅较1H23扩大0.9个百分点，拖累整体投资增速；
- 基建投资同比增约8.96%，显著高于2018-2021年的平均增速2.2%，具有较强韧性，对内需构成有力支撑。

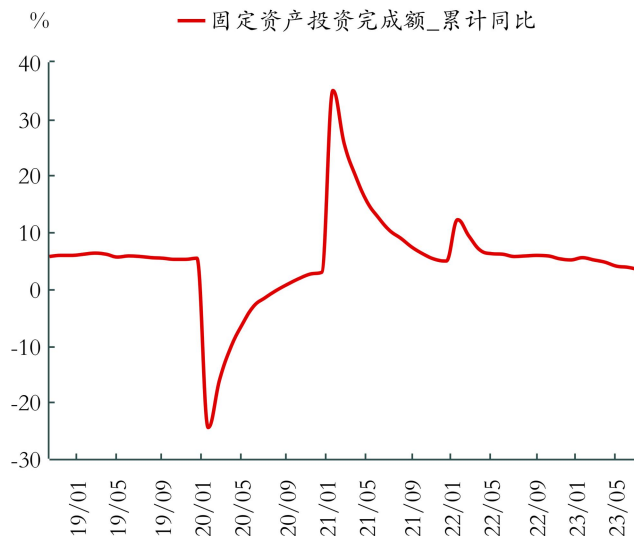
■ 房地产短期即将筑底

- 供给侧——
 - 前期销售低迷、开工下行、拿地偏弱等因素均制约投资增速；
 - 房地产销售面积、开发资金来源、土地成交面积同比增速持续下行，预计房地产投资短期保持负增长，4Q23或进一步加深；
 - 预计4Q23新开工面积环比保持负增长，同比或小幅改善。
- 需求侧——
 - “房价-收入”预期螺旋下跌导致居民购房信心不足；
 - 政策效果集中于二线城市，全国层面的普遍反弹尚待考证；
 - 政策密集出台期已过，销售好转幅度是否达到预期有待观察。

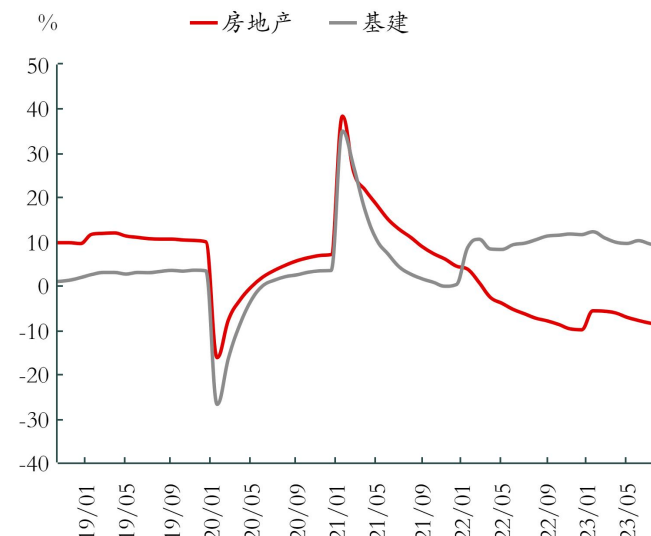
■ 房地产长期预计保持低位

- 预计政策对房地产销售和投资有一定的带动作用；
- 但房企资金压力缓解程度或有限，叠加前述供给侧利空因素；
- 预计4Q23房地产投资延续负增长，销售回暖程度和持续性一般。

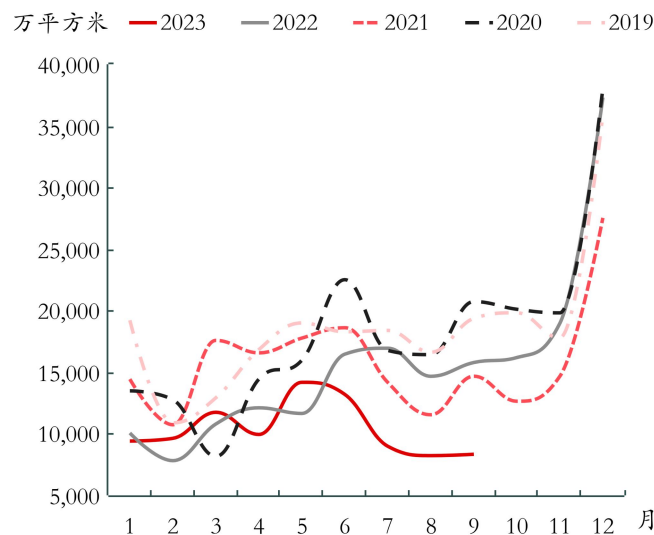
1-8月固定资产投资同比增3.2%



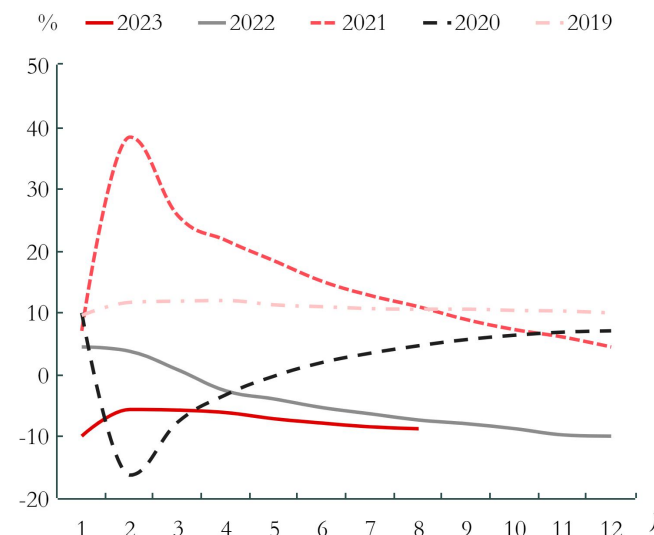
房地产拖累明显，基建支撑较强



地产销售好转幅度有待观察



预计4Q23房地产投资延续负增长



中国：发达国家降通胀需求带动中国出口向好

衍生无限未来

■ 9月出口大幅改善，环比数据十年同期新高

- 9月出口同比降6.2%，环比升5.0%；
- 环比数据为2011年以来同期新，在过去十年中，max=4.6%，average=1.8%；
- 出口大幅改善，压力显著缓解。

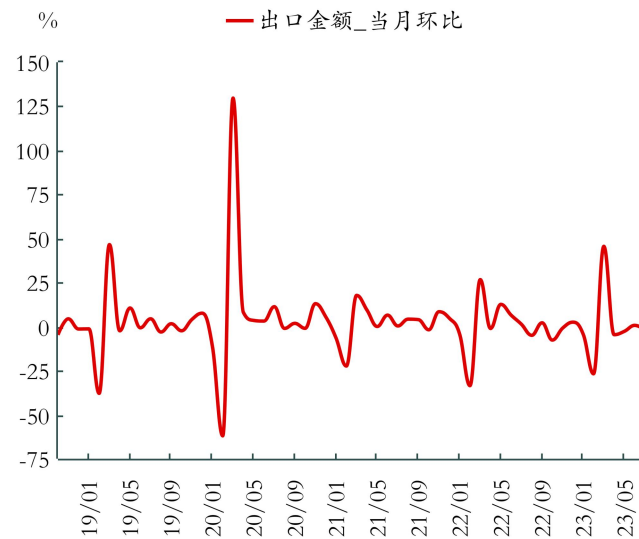
■ 前期出口环比大幅下滑形成的低基数效应

- 此前3Q23出口数据有低基数效应——
- 7月出口同比降14.5%，低于市场预期，环比降1.2%，弱于季节性；
- 8月出口同比降8.8%，低于市场预期，环比升1.1%，持平季节性；
- 低基数效应对9月出口环比大幅改善有推动作用；
- 但显著超季节性，也体现出不考虑低基数效应的前提下当前出口亦向好。

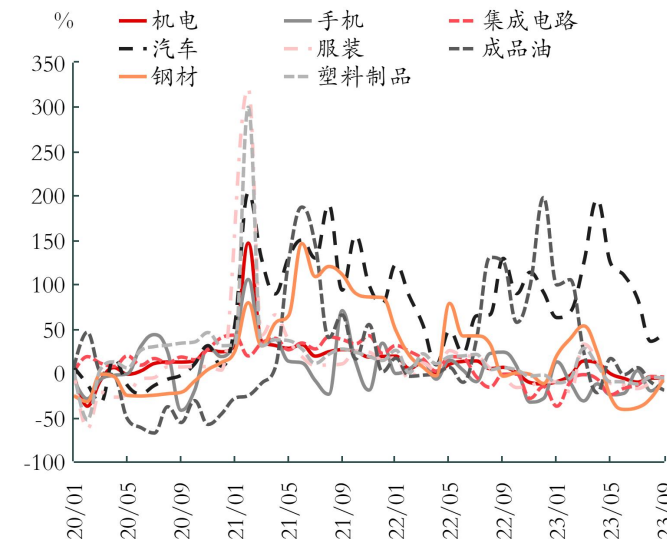
■ 发达国家降通胀需求急切，带动中国出口向好

- 对发达国家和地区出口增速回升6.2个百分点至-9.0%，鉴于发达国家降通胀需求急切，大幅缓解了我国出口压力，**预计至少在3Q24之前，我国出口数据有望持续向好**；
- 对非发达国家和地区出口增速下降0.3个百分点至-6.3%，因此，外需的不确定性拖累我国出口数据的可能性仍存。

9月环比出口数据大幅改善



中国主要商品出口金额当月同比



对发达国家和地区出口增速回升



对非发达国家和地区出口增速一般



一、4Q23的潜在风险由“双方”转为“三方”

- 美国：通胀可能二次抬升，高利率下明年货币政策转向
- 中东：巴以冲突短期影响有限，长期催生新的能源危机
- 中国：已过最大压力期，需求侧修复高度不宜过度乐观

二、截至3Q23上市公司风险管理回顾

截至3Q23上市公司风险管理公告与行业数据

衍生无限未来

■ 截至3Q23，今年上市公司风险管理公告数据

- 已有约1076家上市公司（A股1074家，B股2家）发布了约2613条风险管理的相关公告——
- 套期保值业务公告1109条
- 衍生品业务可行性分析报告581条
- 衍生品交易核查意见公告454条
- 衍生品业务相关制度与办法335条
- 衍生品交易情况报告64条
- 衍生品交易额度公告56条
- 交割库相关业务公告12条
- 衍生品交易核查意见与交易情况联合公告1条
- 衍生品交易额度与可行性分析联合公告1条

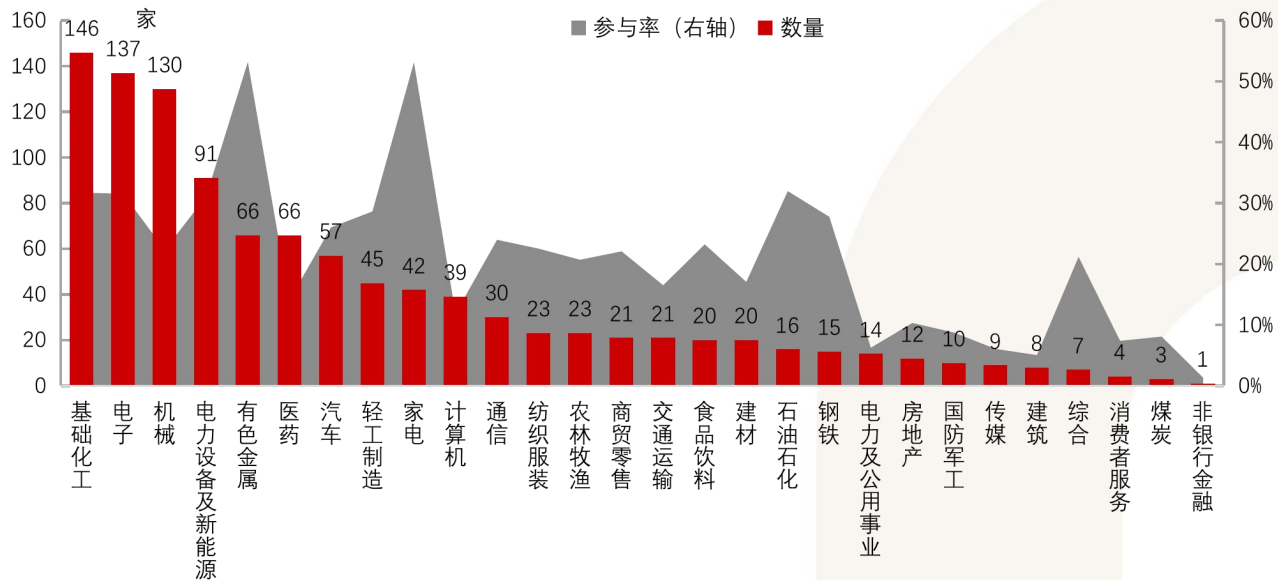
■ 总共涉及28个中信一级行业

- 超过30家公司的行业总共有11个：**基础化工**（146家）、**电子**（137家）、**机械**（130家）、**电力设备及新能源**（91家）、**有色金属**（66家）、**医药**（66家）、**汽车**（57家）、**轻工制造**（45家）、**家电**（42家）和**计算机**（39家）、**通信**（30家）
- 参与率达到了25%的行业有9个：**有色金属**（53%）、**家电**（53%）、**石油石化**（32%）、**基础化工**（32%）、**电子**（32%）、**电力设备及新能源**（31%）、**轻工制造**（29%）、**钢铁**（28%）和**汽车**（26%）

截至3Q23，今年已有约1076家上市公司发布了约2613条风险管理的相关公告



发布风险管理公告上市公司行业分布情况



■ 套期保值业务公告占据了42.44%

- 总共有959家上市公司布了1109条套期保值业务公告
- 商品套期保值业务公告426条
- 外汇套期保值业务公告680条
- 商品与外汇联合套期保值业务公告3条

■ 细分公司数量来看

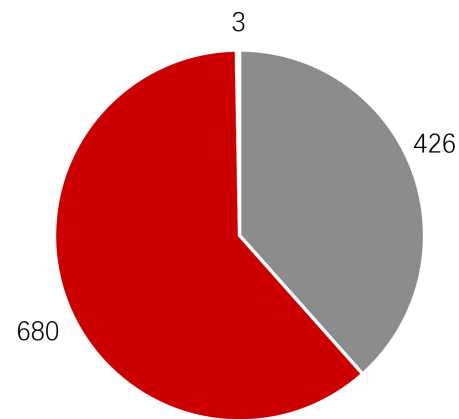
- 发布商品套期保值业务公告的有294家
- 发布外汇套期保值业务公告的有566家
- 同时发布商品与外汇套期保值业务公告的有99家

■ 在发布公告公司的总数量上同比大幅增加

- 供给侧方面，伴随着金融衍生品行业的快速发展，衍生品市场已经成为金融投资和风险管理关注的重点领域，其功能不仅体现在价格发现，也体现在投资配置、风险管理等，使用金融衍生品套期保值已经成为产业企业关注的热点并得到推广
- 需求侧方面，大宗商品价格由于外部环境的影响，比如美联储加息、巴以冲突等原因，存在剧烈波动，同时中美货币政策分化加深，叠加国内近期经济增长承压等因素，人民币汇率双向波动加剧，使用金融工具对冲相应风险成为众多产业企业共同选择的方式方法

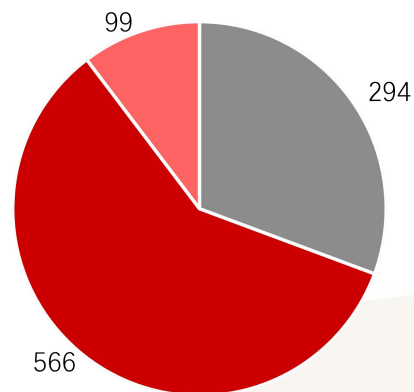
套期保值公告内容

- 商品套期保值业务公告（条）
- 外汇套期保值业务公告（条）
- 商品与外汇联合套期保值业务公告（条）



发布套期保值公告的上市公司数量

- 发布商品套期保值业务公告的公司（家）
- 发布外汇套期保值业务公告的公司（家）
- 发布商品与外汇套期保值业务公告的公司（家）



■ 展望4Q23及2024年，我们认为上市公司存在更多金融衍生品风险管理的具体需求

- 在汇率方面，由于汇率波动较为剧烈，在汇率弹性进一步增强的背景下，进出口企业应当深入贯彻汇率风险中性理念，逐步建立汇率风险管理机制，建议基于内部控制机制坚持套期保值，保持利润稳定，实现生产经营目标
- 在大宗商品方面，由于不同品种所受宏观因素影响的程度不同，叠加各自基本面差异，因此择时进行套期保值是恰如其分的选择，我们在下述报告中，针对有色、黑色和化工产业所涉及部分期货品种，提供了一些风险管理的思路

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS