风险过后，关注机会

策略摘要

回顾10月，市场的波动率如期回升。从流动性的角度，美联储9月的加息以及10月的鹰派都增加了市场的压力，驱动美国长端利率从持续上行转向了阶段性的调整。而国内的宏观政策依然是结构性的，对于“新经济”的倾斜和对于“旧经济”的稳定依然是这里的主线。

展望11月，随着美国“中期选举”这一不确定事件的落地，尽管在明年1月国会正式履职前仍存在时间上的空档，但是我们最大的不确定“投票”已经从象征意义上过去，市场对于负面的定价预期将有所改善。相比较当前市场的持续压力，我们认为11月可能是关注市场拐点的重要时间窗口之一。

市场分析

宏观周期：市场波动，数据回落。中美两大经济引擎从数据层面正在经历短期熄火的压力。从美国来看，尽管PMI仍显示出环比的扩张，但驱动生产力的核心面临短期的压力，其中Alphabet三季度自由现金流意外转负提升了市场对于行业稳定性的担忧。从中国的角度来看，10月PMI环比的放缓结束了景气指数稳定的区间，增加了市场对于经济的下行担忧，存量政策的进一步积极甚至增量政策的预期也存在上升空间。

价格周期：实物上行，资产调整。一方面，10月在地缘压力上升的状态下油价继续维持在相对高位，推动同比意义上的通胀压力短期内仍难消退——10月PPI同比增长美国+6.3%，中国+5.0%——即使地缘在11月缓和，基数效应下的高通胀短期内仍将延续。另一方面，10月资产价格表现出更大幅度的压力，从新兴市场到发达经济体，从科技板块到整体权益资产。这种价格层面的分化将驱动全球财富进入到再次分配。

政策周期：等待政策的扳机落地。10月尽管中国央行将利率锚从存贷款转向隔夜逆回购，新增对于债市的流动性补充政策工具，但是总体仍表现出结构性强于总量性特征。而美联储在10月份的政策态度转变更值得我们关注：一方面在对经济判断转向“强劲”的同时政策函数却进一步向“稳增长”倾斜，尽管“控通胀”没有改变加息的方向，但是在资产价格存在压力的背景下政策边际上出现了缓和，政策的节奏出现了调整；另一方面，美联储也后置了“资产负债表工作组”给出结论的时间，为市场的流动性环境提供短期的暖意（见美联储系列三十六）。

策略

战略上，我们继续维持宏观策略8月份开始的向防守切换。从8月底美联储央行年会上释放收紧信号到9月美联储如期加息，印证了我们这一判断。宏观资产层面，继续战略性维持国债的高配和股指的低配，商品保持中性配置。

战术上，我们将短期的观点从“中性”上调至“积极”。美联储流动性收紧节奏的放缓（10.29）、美国中期选举不确定性的落地（11.3）以及中美自八点共识（9.24）后紧邻的APEC会晤（11.18）和G20会晤（12.14），市场的风险偏好在短期的压力后或将迎来转变，我们认为值得关注美国中期选举投票后的市场机会。

风险

地缘风险超预期升级，中美会晤低预期

目录

一、经济状态：中国景气指数环比放缓 3
二、价格因素：CPI通胀分化，资产价格调整 3
三、政策条件：拐点或已临近 5

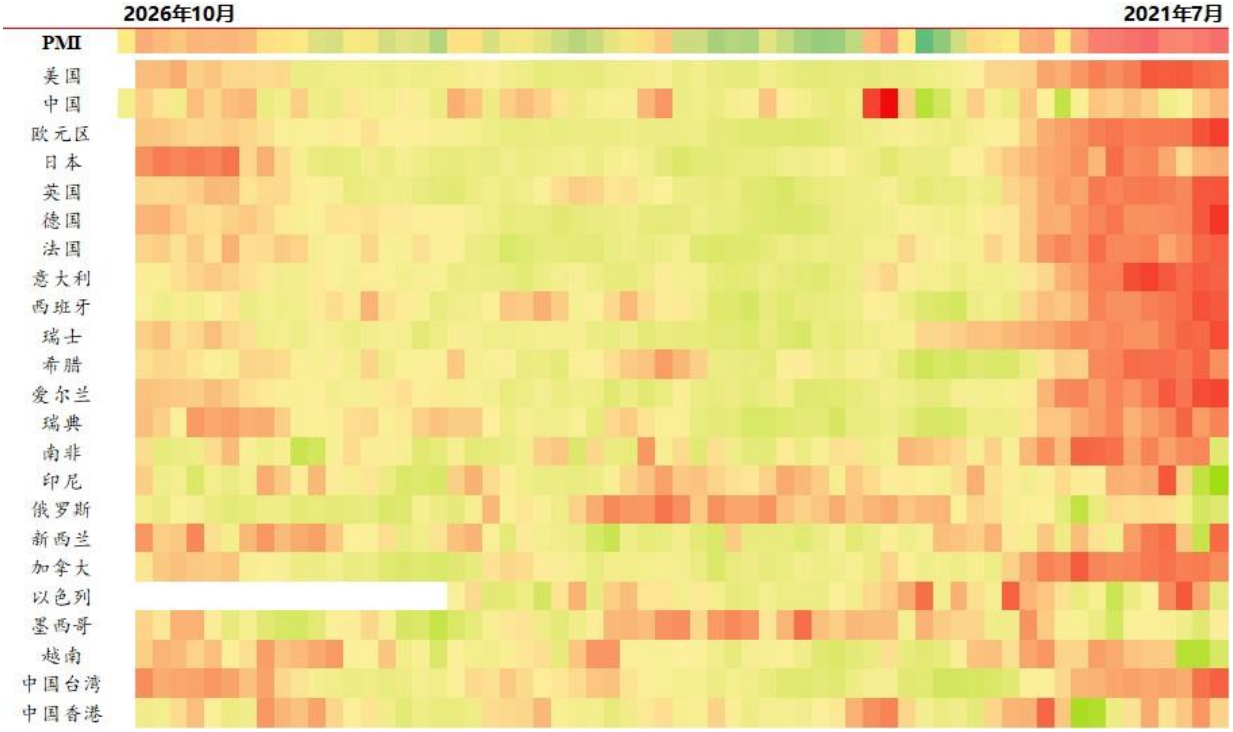
图表

图1：全球制造业景气度热力图 丨 单位：STD 3
图2：华泰宏观热力值丨单位：STD 3
图3：华泰宏观热力值及变动丨单位：STD 3
图4：全球CPI热力图丨单位：STD 4
图5：美国通胀结构 | 单位：%YoY 4
图6：中国通胀和货币环境丨单位：%YoY 4
图7：美联储加减息概率 5
图8：中国2026年财政扩张（净融资）仍待扩张丨单位：亿元 5

一、经济状态：中国景气指数环比放缓

华泰宏观热力跟踪显示景气状况短期出现了一定的调整（受中国10月制造业PMI影响：49.3），需要关注中国以外地区的变动情况（10月综合PMI初值：美国57.6，欧元区51.9，日本52.3，英国53.1）。最新数据显示，尽管9月消费、出口和生产仍保持在扩张的第一象限，但受到中国PMI数据点的影响，景气度已经降至收缩的第三象限。

图1：全球制造业景气度热力图 | 单位：STD



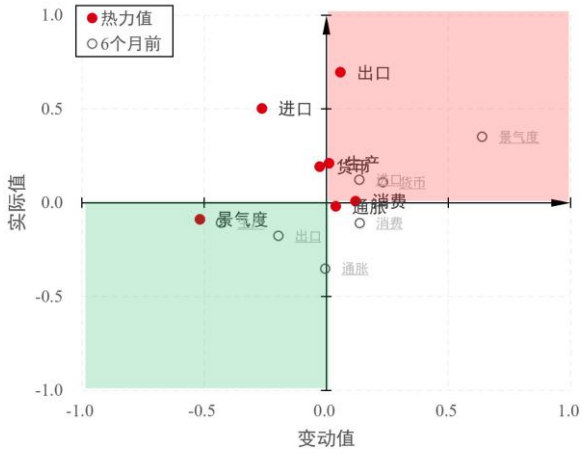
资料来源：同花顺 华泰期货研究院

图2：华泰宏观热力值 | 单位：STD

	实际值	变动值
货币	0.19	-0.03
景气度	-0.09	-0.52
通胀	-0.02	0.04
消费	0.01	0.12
进口	0.50	-0.26
出口	0.69	0.06
生产	0.21	0.01

资料来源：华泰期货研究院

图3：华泰宏观热力值及变动 | 单位：STD

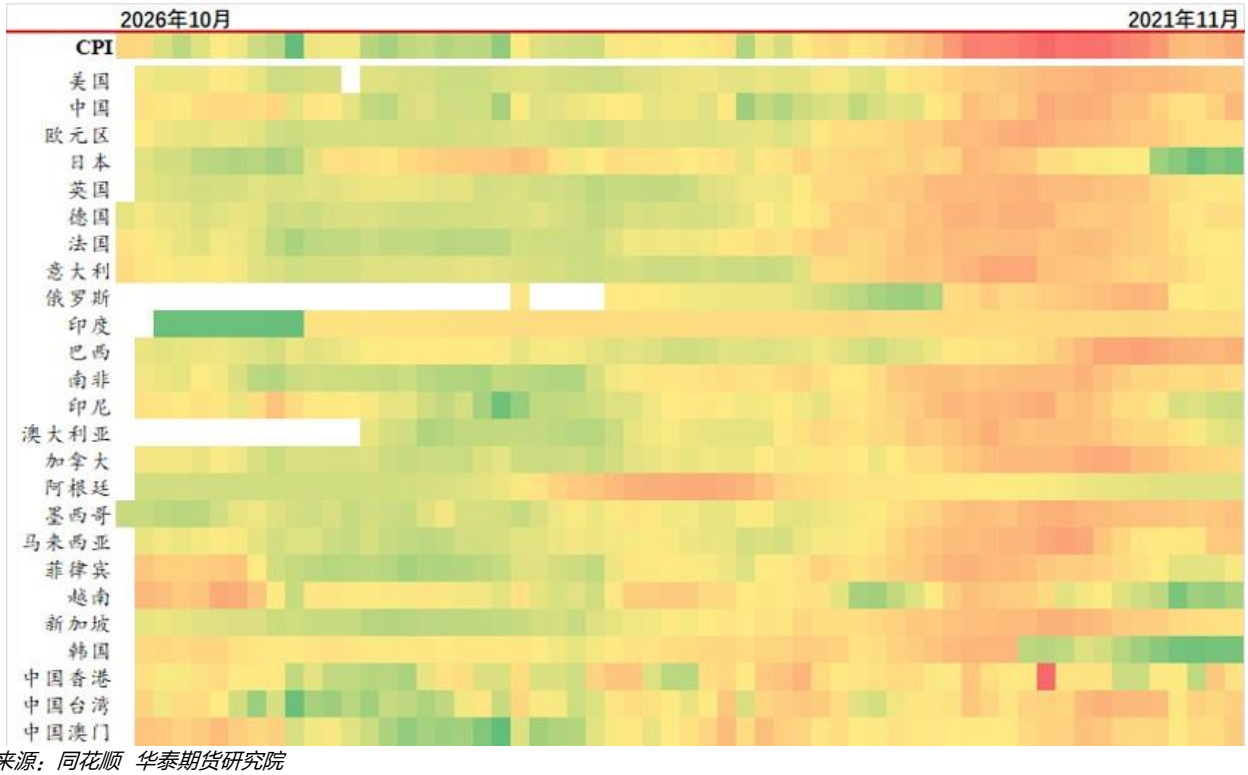


资料来源：华泰期货研究院

二、价格因素：CPI通胀分化，资产价格调整

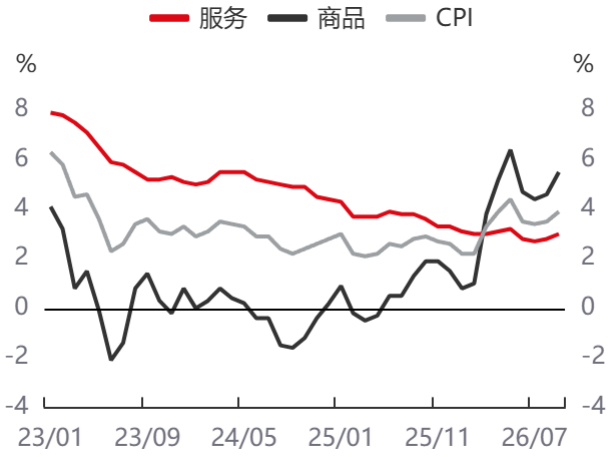
全球10月实物型通胀表现分化：亚洲的越南、菲律宾、中国、韩国，欧洲的意大利、法国以及美洲的美国等保持暖意，但是南美的墨西哥、欧洲的德国、亚洲的越南、贸易型的新加坡等仍趋冷状态。同时10月份全球资产价格出现了较大的回落，波动率有所放大。前者约束了美国转向“降息”，但是后者为美联储的政策转向提供了“加分项”。

图4：全球CPI热力图丨单位：STD



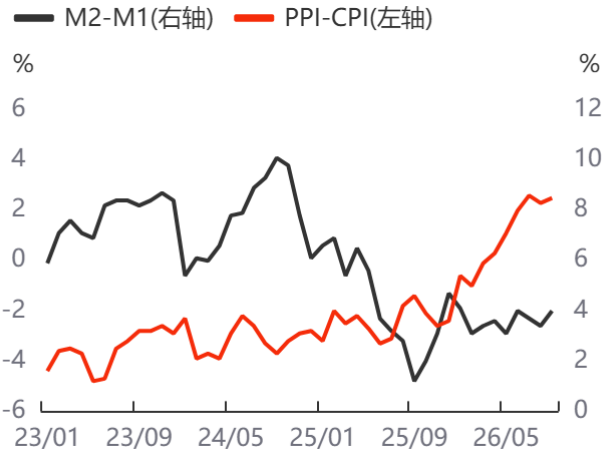
资料来源：同花顺 华泰期货研究院

图5：美国通胀结构 | 单位：%YoY



资料来源：同花顺 华泰期货研究院

图6：中国通胀和货币环境丨单位：%YoY



资料来源：钢联大宗 华泰期货研究院

三、政策条件：拐点或已临近

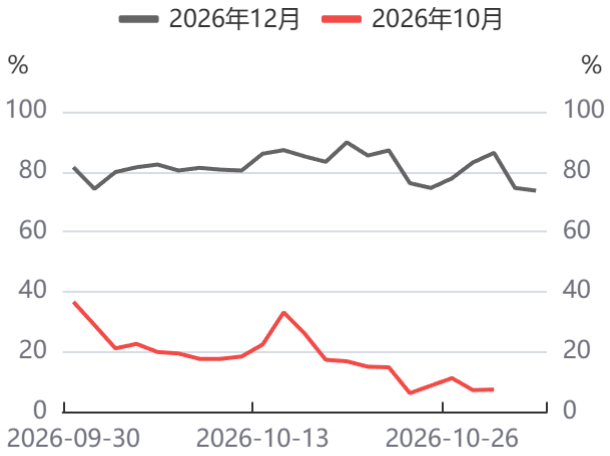
比较政策研究，我们试图回答的是全球的流动性方向是否发生了转变。10月份最值得关注的是美联储货币政策的收紧节奏边际上出现了缓和。

短期，政策在继续推高国内经济的热度。结合美联储会议声明的表述——提升经济增长判断的同时削弱通货膨胀判断——我们认为美联储在11月中期选举投票前释放了强烈的延续经济“热”的政策取向，在市场已经相对明确12月再加息的情况下，美联储的下次利率决议需要“更多信息”才能作出判断的表述隐含了将市场12月高概率加息的定价拉回的政策取向。流动性不那么快撤出的情况下，美债利率短端降、长端升。

长期，政策变动的时点后置，风险加大。美联储主席沃什修改货币政策框架的意图从6月设立5个工作组就已经明确，给了市场明确的变动压力。10月FOMC会议将这种压力后移。一方面，收缩的压力在短期缓和，沃什表示4个工作组仍按原计划2026年底提交成果，但资产负债表组将延后至2027年一季度才提交FOMC讨论，降低了市场对美联储“缩表”的压力定价；另一方面，变动的时间点可能在2027年的下半年，沃什预计从2027年秋季开始有1次FOMC会议讨论长期战略问题，2028年增加到2次，这将是美联储40多年来首次减少议息会议次数。

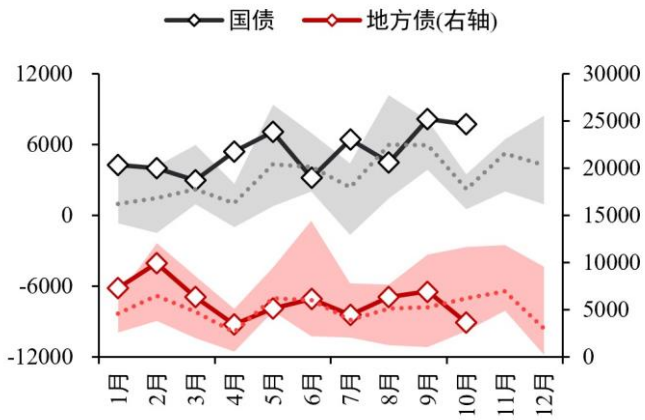
回到国内，8月份许家印宣判和10月黄奇帆被查，都释放了中国经济快速城镇化驱动的金融化告一段落，但市场等待的是下一个金融化的故事。从数据层面来看，2025年中国社会融资中，直接融资增量已经超过了间接融资；在增量改善信号已经发出的情况下，存量债务的压力进入到攻坚时刻。从政策层面来看，“924”的资本市场支持政策、10月设立非银机构流动性支持工具以及月底央行政策利率的换锚（从间接融资形态的存贷款利率转向市场形态的隔夜逆回购利率），都显示出政策层面的准备已完成。11月值得关注的是美国中期选举（11.3）后中美深圳会晤（11.18）对于全球风险管控的可能性，或驱动中国流动性结构的进一步转变。如是，市场对于内需疲弱预期的定价将转变，对于长债利率持续走低的定价风险将上升。

图7：美联储加减息概率



资料来源：彭博

图8：中国2026年财政扩张（净融资）仍待扩张丨单位：亿元



资料来源：同花顺 华泰期货研究院

本期分析研究员



徐闻宇
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人



沈嘉奇
从业资格号：F03157772

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289号

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改， 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元丨邮编：510000
电话：400-6280-888
网址：www.htfc.com

华泰期货 HUATAI FUTURES

华泰期货研究院 Huatai Futures Research Institute

客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房