

风霜扑面

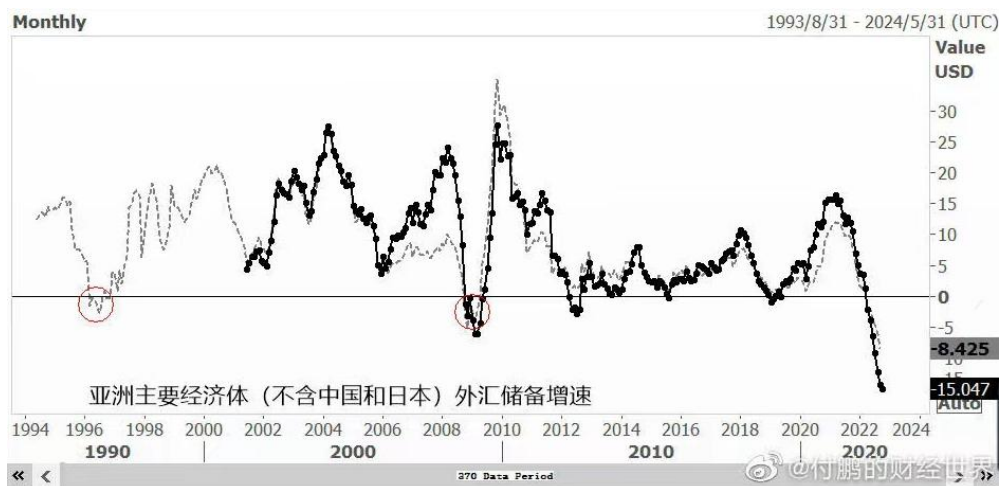
摘要

三季度以来美联储连续极致鹰派加息治理通胀对全球经济造成较大冲击，美元一路强势引发非美资产持续出逃造成非美货币股债汇三杀。欧洲加息对抗能源价格拉升 CPI，对俄制裁继续放缓；日韩新抛售外汇储备稳外汇收成效；美国衰退预期逐步实现引发担忧，新美联储通讯社释放加息预期缓解的信息，叠加中期选举政治性稳经济的需求，有望 12 月加息缓解引导 11 月出现反弹喘息窗口。

基于上述逻辑，得到以下结论：中国权益市场在 10 月大量释放做空情绪后可能在 11 月迎来一定程度反弹，并在连续性政策引导中强化。大宗商品中，1) 能化产业链收到原油压制影响，震荡偏空格局；2) 有色在库存和国产替代等需求驱动下率先反弹；3) 黑色在中国经济复苏，房地产产业纾困预期下迎来弱预期若实现弱反弹，但要防减产要求；4) 农产品的供给因极端天气及种植周期，与粮食相关的品种价格维持高位，与生活用品相关的品种弱反弹；5) 贵金属在地缘支撑与加息压制的通道里震荡。

一、非美货币反抗

图 1 亚洲主要经济体（不含中国和日本）外汇储备增速



数据来源：微博

9 月议息会议美联储从加息放缓直接又转向鹰派，使得全球回到加息压力之下，大宗权益均处于交易衰退 2.0 的逻辑内。而 9 月底开启的“错步加息对抗”

逐步瓦解了上一次的逻辑，因而判断 10 月份是反弹月。延续此逻辑，不管是日韩央行还是英国央行，包括中国央行出台汇率政策，表明一部分非美央行为应对美元强势和本币资产跳水启动自我保护机制，这种非一致性以达到短期股债汇市场的稳定效应，我们称之为“非美货币反抗”。

从外汇战的角度，会先做空日韩新后做空人民币形成外汇冲击。非美货币往往会通过抛售外汇储备来稳定汇率。10 月 21 日，日本央行用约 200 亿美金将汇率从 151.9 拉至 147 左右，4% 汇率波动可谓少见且漂亮的操作。如图 1 所示，日韩新的外汇储备增速已进入负值，若外汇储备不足，这种“抛储”反弹的不可持续性在临界值处会引发瀑布贬值。但从当前小的外汇战果可以看出反抗具有一定作用，做空非美货币的势头并没有高度一致或集中。第一道防火墙有效性在近日得到强化。这释放出非美货币反抗的有效信号，即美元不会继续持续上涨，总体上来看大幅度暴跌已初步结束。

二、加息预期拐点 - 加息紧缩周期或提前结束

（一）美国流动紧缩放缓

图 2：美国财政部普通账户：当周值



图 3：美联储：逆回购协议：当周值



数据来源：同花顺、长江期货

美国 TGA 账户增加表明减少流动性，账户减少表明释放流动性。美国逆回购不同于中国的逆回购政策，美国逆回购增加表明回收流动性。如图 2、图 3 所示，美国 TGA 账户较三季度释放了一部分流动性，而逆回购一直处于逐渐攀高的收水状态。10 月份两者存在分歧，使美债收益率水平不会出现大幅攀升。美国流动性收紧节奏放缓。

（二）利率倒挂严重，经济衰退已成现实

图 4：美国：长期国债收益率曲线：10 年



图 5：美国：国债收益率 10 年-2 年

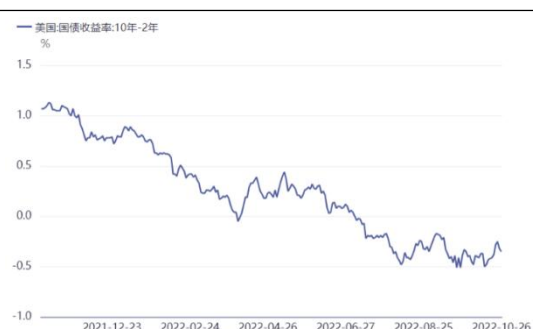


图 6：美国 1 年国债收益率

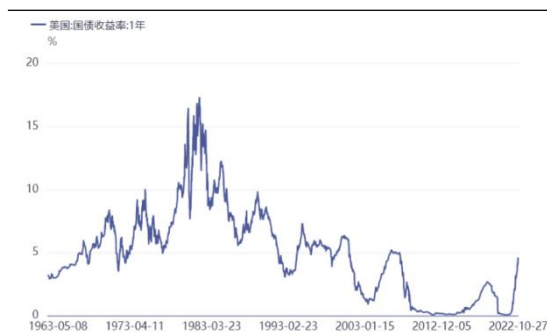
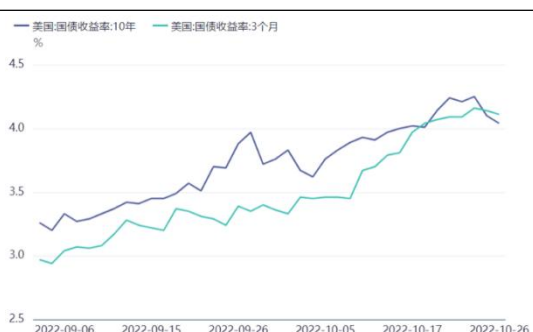


图 7：美国 10 年 VS 3 个月国债收益率



数据来源：同花顺、长江期货

如图 4 所示，美国 10 年期国债收益率触及高点回落，已接近加息目标 4.5%。出于对美国经济增长的担忧，近期 10 年期国债收益率有所下降，表明利率冲击一定程度缓解。美国 10 年期与 2 年前国债收益率差值如图 5 所示，维持利率倒挂。如图 6 所示，短期美债收益率快速上涨，基本上回到了 2008 年金融危机的水平，侧面反映了阶段性加息尾声的预期。如图 7 所示，10 月 26 日十年期美债收益率和 3 月期美债收益率首次出现倒挂。短端利率上涨长端利率下跌下的经济衰退已经不是预期，而是现实。

（三）美国通胀见顶回落

图 8：美国整体通胀率 VS 核心通胀率

图 9：大宗商品价格总指数

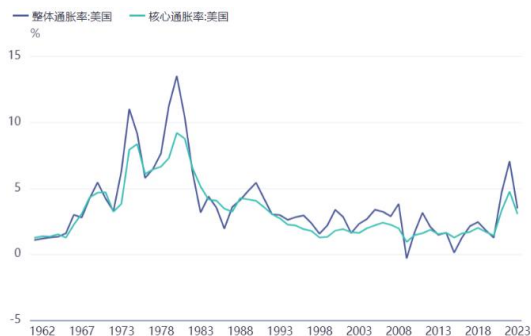
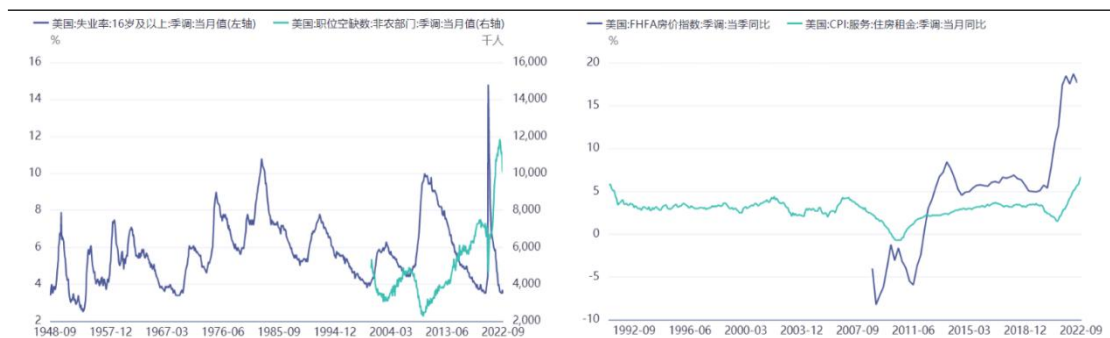


图 10：美国失业率



图 11：美国 FHFA 房价指数



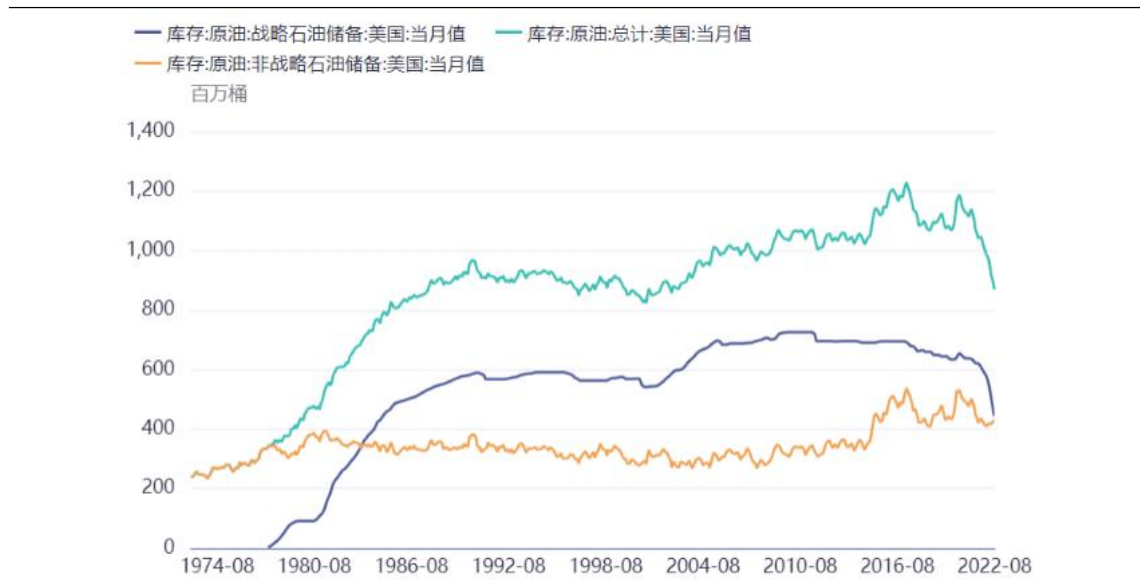
数据来源：同花顺、长江期货

《夏蝉之躁》中提到过美联储的关注点一般有三点：经济增长、就业以及通货膨胀。第一阶段，疫情有所控制后，经济复苏，美联储一直强调“通胀是暂时的”，保持通胀容忍度；同期，非农就业数据上升，失业率下降。第二阶段，通胀高位持续，美联储不得不加息抑制通胀，一定程度上牺牲经济和就业。第三阶段，经济呈现一定衰退趋势，美联储一定程度放宽货币政策以保证经济增长、保障就业。如图 8 所示，当前美国通胀水平已见峰回落，核心通胀率（剔除能源价格和粮食价格后）下降幅度不及整体通胀率跌幅。由于大宗商品商品通胀水平（图 9）回落有比较明显的趋势，那么服务通胀的上行为主要矛盾。如图 10 所示当前美国失业率已降至地位，职位空缺仍保持攀升至高位；如图 11 所示同期美国房价已开始回落但住房租金还在攀升，考虑到住房租金相较房价有一定滞后，那么当房租回落时，美国通胀水平的回落可能就会更加明显。

总体上来看美国通胀水平处于一个见顶逐渐回落并伴随着衰退信号的逐步强化。那么从第二阶段进入第三阶段期间，控制通胀水平的手段非常有可能从加息逐步转为其他手段，如改善学习中国改善供应链，或释放石油储备对抗欧佩克减产。

（四）美国中期选举政治性压通胀

图 12：美国战略石油储备当月值



数据来源：同花顺，长江期货

11 月美国中期选举在即。68%的选民表示，他们认为美国经济处于衰退之中。而有 46%的选民表示，在决定投票给谁时，他们会优先考虑经济问题。

当下的时间窗口与 2018 年很像。2018 年中期选举，鲍威尔带领美联储不断加息，遭遇时任美国总统特朗普的多次公开批评。美国最后通过沙特暗杀事件，与沙特勾兑增产压低油价从而压低通胀预期放缓加息。直到耶伦做出预期管理并于 2019 年春节开启降息扭转整个格局。那么当鲍威尔鹰连任后的极致鹰派再次面对中期选举，政治压力会进一步加大。鹰派态度短时间可能会屈服于政治需求。

最新数据显示，美国总统拜登的支持率跌至 39%，接近其任职以来的最低点 36%，拜登也面临更被动的局面。从经济层面看，他需要更有力度的措施，包括跟沙特商谈增供，以及如 1,500 万桶的战略石油储备的继续释放等来压制 CPI 的上涨，去间接影响美联储的加息放缓。但美国石油战略储备并不具有持续释性。从贸易经济政策层面，拜登还可能创造贸易摩擦，尤其高新技术领域；在基础民生用品价格端进行缓释以解决底层民生问题，从而为了获得更多选票。综合来讲，中期选举的导向是经济上改善通胀，减少流动性紧缩在，增加贸易摩擦，大力支持民生。

上周末新美联储通讯社放出加息放缓的预期。种种迹象显示鹰派收敛，整个货币政策有可能会提前结束，明年转为支持经济增长的可能性。

三、衰退预期再修订

图 12：全球经济衰退预期的再修订逻辑

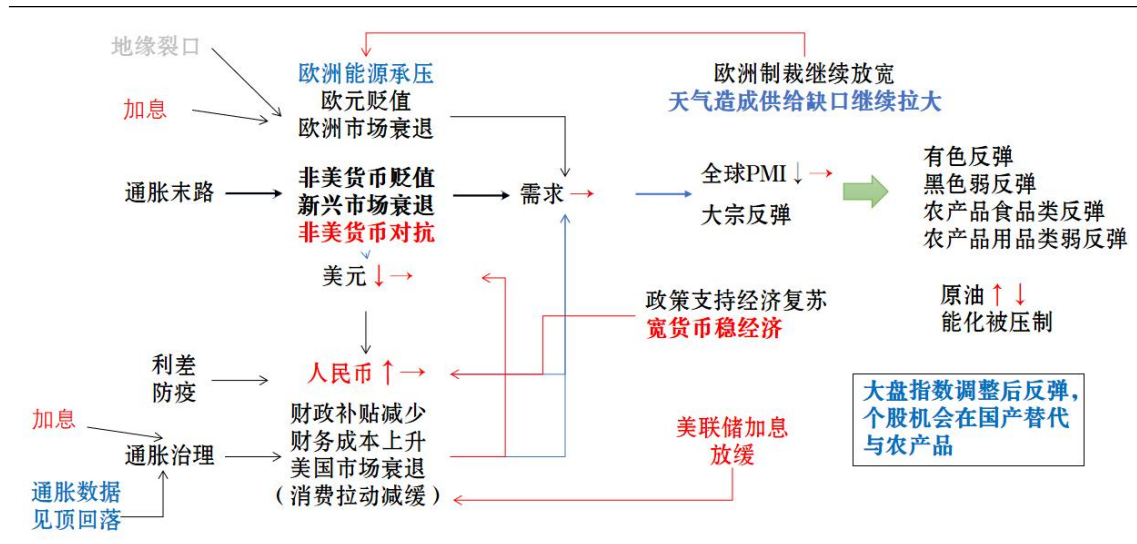


图 12 为经济衰退预期的再修订逻辑，红色字体为 9 月《涸泽而渔》的基础上修订的逻辑。

衰退预期引导仍以四条线路分析：1）欧洲地缘制裁继续放宽，集中解决能源供给和寒冬供暖需求问题，同时欧洲加息 75 基点并从衰退担忧出发表示 12 月决定 QT 关键原则。2）美国因加息导致经济放缓并连续出现衰退迹象，叠加中期选举，后续加息节奏放缓并不断安抚市场，美元强势势头缓解，消费拉动经济复苏。3）非美货币面对汇率大幅贬值抛售外汇储备或政策支持刺激经济，新兴市场的资本外逃或短暂反转，非美货币贬值短期压力减小企稳。4）中期选举恰逢国内二十大胜利召开，我国国产替代逻辑主线与未来贸易壁垒摩擦形成对应。加上国内制度红利连续强化包括转融利率、融资融券标的的扩张，通过降低杠杆成本增加杠杆覆盖面，从存量获得新资金的逻辑，叠加央行维稳人民币的连续政策引导，10 月大量释放做空情绪后，11 月或将迎来相对反弹。

基于上述修订，全球需求部分回升，全球 PMI 下降趋势放缓，大宗商品或将迎来一定程度反弹，有色在库存和需求驱动下率先反弹，强于黑色在房地产产业纾困预期下迎来的弱预期若实现弱反弹。原油在欧佩克减产和通胀打压下大概率震荡，能化产业链收到原油压制影响偏震荡格局。农产品的供给因极端天气及种

植周期，与粮食相关的品种价格维持高位，与生活用品相关的品种弱反弹；贵金属在地缘裂口支撑与加息压制的通道里震荡。

四、 结论

整体来看，通胀高点、汇率冲击高峰已过，当前或进入加息放缓窗口。美国 11 月中期选举会引导通胀继续回落，非美货币进入喘息维稳窗口，美元暂时走软。

权益方面，多个维度形成了 11 月的反弹预期。

短期，全球通胀负反馈弱化，流动性相对恢复，大宗整体有所反弹。中长期来看，料明年上半年加息紧缩周期结束，A 股市场可能由政策主导时期会逐步转入相对正常的市场运行阶段。

- 1) 能化产业链收到原油压制影响，震荡格局；
- 2) 有色在库存和国产替代等需求驱动下率先反弹；
- 3) 黑色在中国经济复苏，房地产产业纾困预期下迎来弱预期若实现弱反弹，但要防减产要求；
- 4) 农产品的供给因极端天气及种植周期，与粮食相关的品种价格维持高位，与生活用品相关的品种弱反弹；
- 5) 贵金属在地缘裂口支撑与加息压制的通道里震荡。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已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，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

公司总部

长江期货股份有限公司投资咨询业务资格：鄂证监期货字【2014】1 号

地址：湖北省武汉市武昌区中北路长城汇 T2 27 层

邮编：430077

电话：(027) 65291394

网址：<http://www.cjfc.com.cn>

宏观金融研究员介绍

李鸣

期货投资咨询证号：Z0017029

期货从业资格证号：F3058939

研究员

电话：

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

(027) 65261355

中级黄金分析师。

邮箱：

liming7@cjsc.com.cn

澳大利亚国立大学金融工程硕士。主要从事股指期货期权研究，商品 CTA 策略研究。侧重于模型量化分析并形成波动率交易策略、投机交易策略、CTA 中短线策略；同时负责国债、黄金的研究工作。在文华财经等处发表研究观点，且有多次全国路演及投教培训丰富经验。
