



## 研究院 FICC 组

## 研究员

## 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

## 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

## 投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

商品期货: 贵金属逢低做多, 其他整体中性;

股指期货: 买入套保。

## 核心观点

## ■ 市场分析

美国 9 月非农超预期, 25bp 降息步伐成常态。10 月 4 日, 美国 9 月非农数据大超预期, 鲍威尔后续表示年内预计仍将降息 50bp, 经济韧性的背景下, 美国 25bp 的降息步伐或成为常态。市场对降息预期计价充分, 叠加制造业持续降温 and 海外去库周期, 海外宏观整体仍偏温和下行判断, 关注后续经济数据。我们复盘了 1957 年至今的美国 13 轮降息样本, 以降息后一年内是否触发 NBER 的衰退定义来将样本分为降息周期下的衰退和非衰退样本。结论是在降息周期中, 衰退样本整体商品将承压下行, 但黄金仍能取得正收益且跑赢整体商品, 股指同样承压, 非衰退样本则股指、商品表现偏强, 黄金录得上涨但不能跑赢前两者。美国 9 月未季调 CPI 年率录得 2.4%, 为连续第六个月走低, 创 2021 年 2 月以来新低, 但高于市场预期的 2.3%; 数据公布之后, 美元指数波动不大。

国内政策接连发力。9 月 24 日, 一行一局一会的一揽子金融支持经济高质量发展新闻发布会上, 多项重磅政策同时推出, 一是降低存款准备金率和政策利率, 并带动市场基准利率下行。中国人民银行宣布, 近期将下调存款准备金率 0.5 个百分点, 向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元。二是降低存量房贷利率并统一房贷最低首付比例。三是创设新的政策工具, 支持股票市场发展。1、创设股票回购增持再贷款, 引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款, 用于回购增持上市公司股票。首期是 3000 亿, 如果这项工作做得好, 后续可以追加。2、首期互换便利操作规模 5000 亿元, 未来可视情况扩大规模。政策有望提振居民消费和缓解地产链压力。会议传达出加大货币政策调控强度, 进一步支持经济稳增长的态度, 显现出货币政策的宽松态势, 极大提振了市场信心。需要关注政策持续性以及短期内财政政策是否会延续宽松态势, 与货币政策形成实物工作量的政策组合。中共中央政治局 9 月 26 日召开会议, 分析研究当前经济形势, 部署下一步经济工作。会议提出, 要有效落实存量政策, 加力推出增量政策, 进一步提高政策措施的针对性、有效性, 努力完成全年经济社会发展目标任务; 要强化部门协调, 组建有关工作专班, 全系统协同发力, 有力促进经济持续回升向好、金融高质量发展。尽管股票市场在国庆假期后出现见顶回落, 但基于货币政策持续性转松的判断, 我们对 A 股的趋势仍维持乐观。

商品分板块来看。黑色板块对政策情绪最敏感，跟随股指冲高回落，钢材基本面相对良好，纯碱基本面交叉；有色板块也受到市场冲高回落拖累，但有色存在供应偏紧的支撑，工业品板块后续的核心在于国内能否顺利扩财政；能源受地缘影响表现最强，后续事件核心在于伊朗的石油设施以及霍尔木兹海峡是否会受到影响。但中期原油维持偏空配置的观点没有变化，欧佩克增加产量叠加能源转型加速下的需求替代都会导致明年原油市场供应过剩的压力增加；农产品中油脂板块表现最强，拉尼娜发酵下，南美洲干旱导致巴西种植进度推迟；目前黄金的确定性较强，货币政策向实物工作量传导需要时间，商品和股指或表现分化。

### ■ 风险

地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

## 要闻

香港万得通讯社报道，欧洲央行会议纪要显示，预计通胀将在今年下半年再次上升，预计在明年下半年通胀将逐渐向目标回落；近期制造业 PMI 产出出现负面意外，显示短期前景可能面临潜在阻力，欧元区经济前景更加令人担忧；核心通胀和服务业通胀可能会更加顽固，且下降幅度可能不如目前预期的那么大；基线路径达到 2% 在很大程度上依赖于工资增长的降低以及生产率增长的加速；最新的欧洲央行经济预测显示，未来几年通胀率将逐步下降，预计到 2025 年底，通胀率将接近欧洲央行 2% 的目标；根据最新的欧洲央行预测，2024 年的整体通胀率预计为 2.5%，2025 年为 2.2%，将在明年下半年达到 2.0%，2026 年为 1.9%。

香港万得通讯社报道，央行 10 月 10 日发布公告称，为落实党的二十届三中全会关于“建立增强资本市场内在稳定性长效机制”的要求，促进资本市场健康稳定发展，中国人民银行决定创设“证券、基金、保险公司互换便利（Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility，简称 SFISF）”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模 5000 亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。

香港万得通讯社报道，美国 9 月未季调 CPI 同比升 2.4%，预期升 2.3%，前值升 2.5%；季调后 CPI 环比升 0.2%，预期升 0.1%，前值升 0.2%。美国 9 月未季调核心 CPI 同比升 3.3%，预期升 3.2%，前值升 3.2%；季调后核心 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。

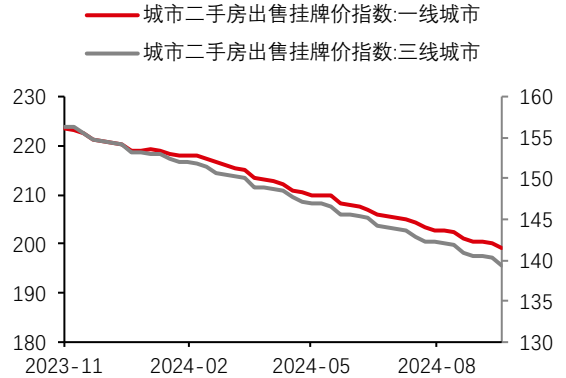
## 宏观经济

图1: 粗钢日均产量 | 单位: 万吨/每天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图2: 全国城市二手房出售挂牌价指数 | 单位: %



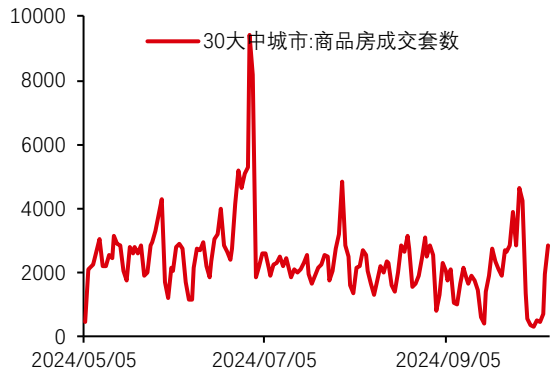
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图3: 水泥价格指数 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 30大中城市:商品房成交套数 | 单位: 套



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 22个省市生猪平均价格 | 单位: 元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

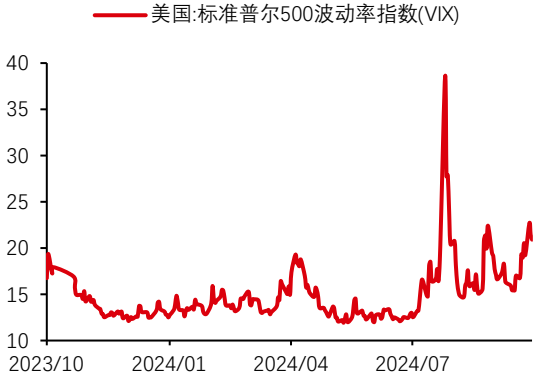
图6: 农产品批发价格指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 权益市场

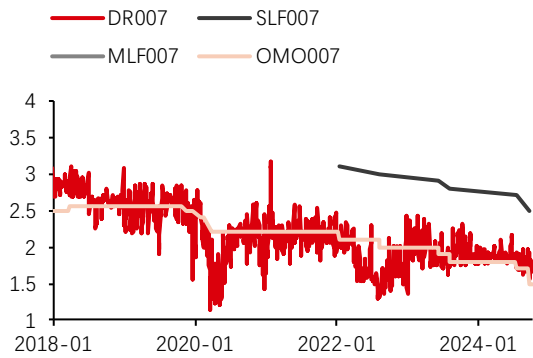
图7: 波动率指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

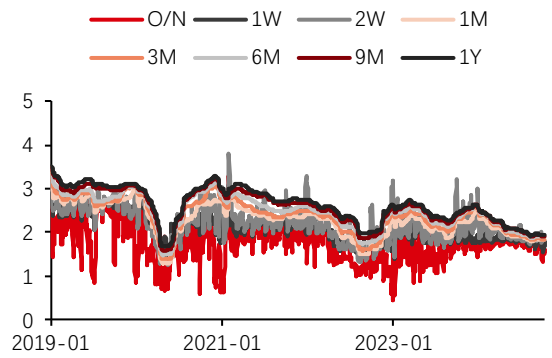
## 利率市场

图8: 利率走廊 | 单位: %



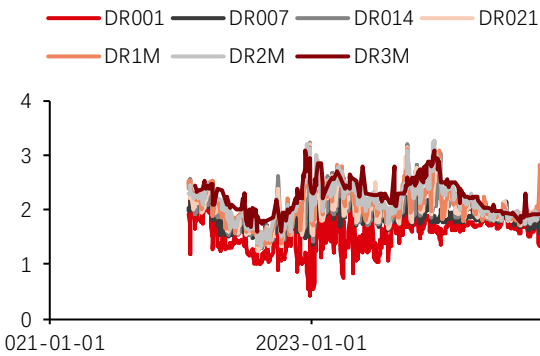
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图9: SHIBOR 利率 | 单位: %



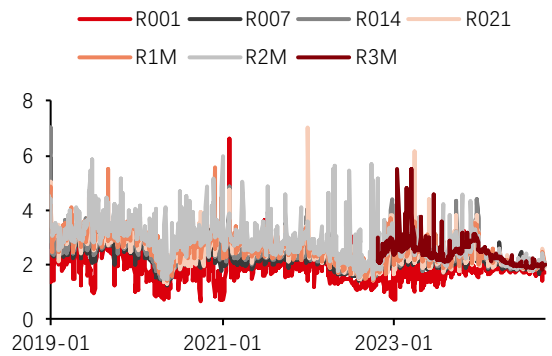
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图10: DR 利率 | 单位: %



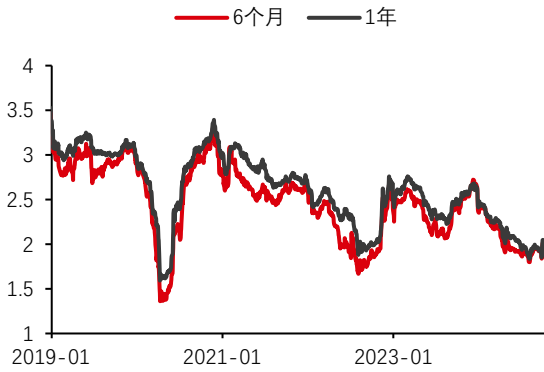
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图11: R 利率 | 单位: %



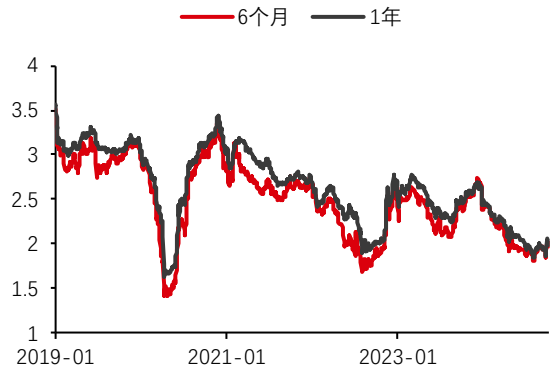
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图12: 国有银行同业存单利率 | 单位: %



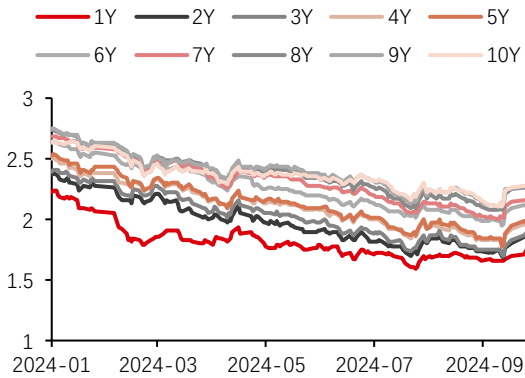
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: 商业银行同业存单利率 | 单位: %



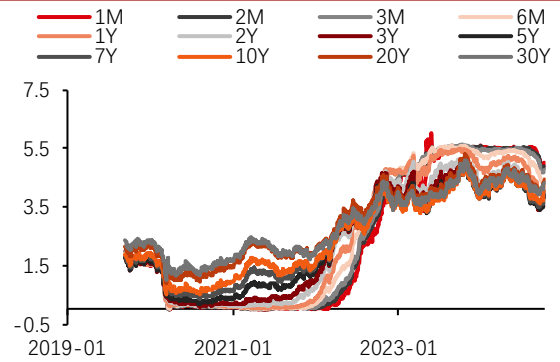
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图14: 各期限国债利率曲线 (中债) | 单位: %



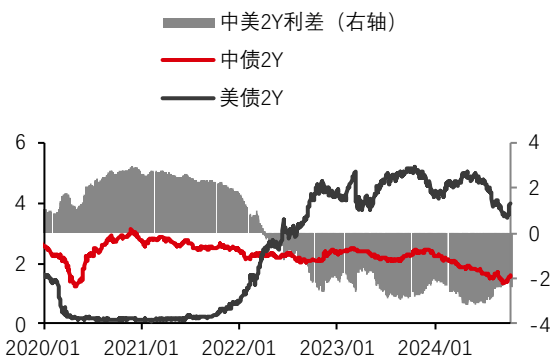
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图15: 各期限国债利率曲线 (美债) | 单位: %



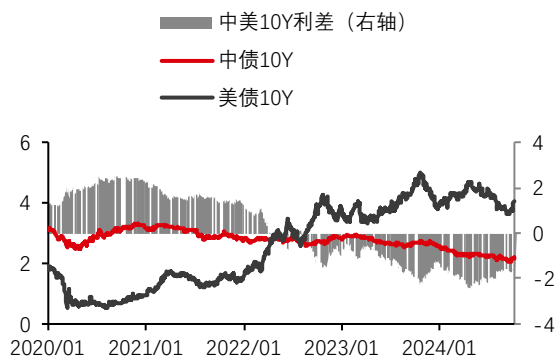
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图16: 2年期国债利差 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图17: 10年期国债利差 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 外汇市场

图18: 美元指数 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图19: 人民币 | 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 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 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com