



关注 Taper 落地后和全球类滞胀情境下的配置策略

➤ 全球宏观及大类配置观点

近期宏观层面发生了下述变化：一、近期全球政府纷纷调控大宗商品价格；二、11月4日凌晨2:00将迎来美联储利率决议；三、拜登重新递交1.75万亿刺激计划；四、中国央行连续净投放。

国外宏观展望：欧美就业市场和出行持续改善：两大因素支撑欧美经济仍有改善空间；其次是后续财政政策将进一步发力。

国内宏观展望：中期国内经济仍趋势性承压，短期或有边际改善：国内经济中期仍将延续低迷态势；国内经济短期存边际修复预期。

大类配置：关注美联储11月Taper落地后的配置机会：历史Taper阶段下，美债利率呈现先涨后跌的规律，建议关注美联储公布Taper后，美债利率见顶回落，新兴市场股指企稳反弹，以及黄金反弹的机会。但需要警惕12月初政府债务上限达成，对市场“抽水”的风险。

大类配置：继续关注冷冬预期下的全球能源失衡问题：目前全球冷冬预期仍在加强，将增加国内用电、用气取暖负荷。而美国冬季采暖需求将上升，或加剧欧美电力供应不足的局面，进而带来更严重的油、气能源短缺的局面。但各国积极应对能源价格上涨的措施也值得关注，伊朗重启谈判将增加长期的原油供给，以及俄罗斯增加天然气供应等。

大类配置：全球类滞胀情境延续，关注原油和黄金的配置机会：我们仍需要继续把握涨价逻辑能够延续的资产，如我们一直看好的外需型能源和有色等板块，此外，具有抗通胀属性的黄金也值得关注。

➤ 商品：商品指数整体震荡，继续看好外需主导型商品，中期回避内需工业品下行风险

在欧美财政支出利好下，外需主导型商品供需面仍有改善的空间。10月28日，拜登向国会民主党人提交了一份最新版的《重建更好法案框架》，该框架规模从最初起草的3.5万亿美元大幅缩水到1.75万亿美元，预计短期内仍有较大概率通过，并且上半年已达成的其中5500亿的基建规划并未缩减。根据我们的历史回顾测算，美国政府的投资刺激将会引领有色和钢材价格的上涨，因此短期对有色商品有一定利多预期支撑。

另类高频数据印证欧美消费项渐进式复苏，叠加冷冬预期，四季度仍利多油气商品。

外需强于内需叠加欧洲电荒减产预期，有色整体降库但品种结构分化。

内需持续下行、供给紧张边际改善，Q4国内工业品价格周期或震荡下行。

➤ 股指：周期板块近期波动料较大，11月IH表现或稍强

类滞胀情境下三大股指走势均偏弱，难有趋势性机会。目前国内PPI仍处高位，PMI数据下行趋势已经确认，类滞胀阶段下，国内股市表现偏弱，过去四次滞胀阶段，国

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

联系人

彭鑫

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

内申万一级 28 个行业均录得下跌，跌幅超过 25% 的有有色行业以及国防军工行业。食品饮料、银行以及非银金融行业相对抗跌，跌幅均在 10% 以下。

降准预期有所落空，未来关注国内信用的拐点。央行“灵活运用 MLF、公开市场操作等多种货币政策工具，适时适度投放不同期限流动性，熨平短期波动”使得市场降准预期落空，近期央行也连续开展较大力度的逆回购操作，降准的迫切性有所降低。

国内信用偏紧局面仍未改变，历史上国内信用偏紧时 A 股表现乏力。近期宽信用的条件逐渐显现，个人按揭贷条件有望边际放松，房地产合理需求将得到释放；另外相关部门高度重视大宗商品保价稳供工作，动力煤期货价格下跌幅度较大，大宗商品价格近期明显下行，通胀压力有所缓解；信贷脉冲领先国内股指大概六个月，未来关注信贷脉冲的拐点。

短期 A 股更多把握以下结构性机会。注外需商品对应股票板块的机会。政府持续调控下，内需型商品大多延续调整，股市提前反应，钢铁板块连续两月跌幅居前；部分外需主导型商品目前相对乐观，冷冬强化需求而供给短期难以放量，原油和以原油为成本的上游商品仍将得到支撑，新能源有色金属受益于欧洲气荒、电荒带来的炼厂减产预期预计仍会偏强，能化有色板块继续关注。**类滞胀宏观情境下关注金融、食品饮料等核心资产的机会。**从另类风格指数来看，近两个月市场风格有所转向，资源股指数出现明显的回调，前期表现一直相对乏力且有避险属性的茅指数近期表现明显相对强势，较为符合前文所说的类滞胀宏观情境下的投资选择。**股指方面可选择做多 IH 或 IF，同时做空 IC 的跨品种组合。**通胀叠加内需商品偏弱，中证 500 指数短期面临压力较大。中证 500 指数或表现最弱，上证 50 指数以及沪深 300 指数偏金融和消费风格，该阶段可把握核心资产，可选择做多 IH 或 IF，同时做空 IC 的跨品种组合。（具体详见我们 11 月的股指期货月报《板块近期波动料较大，11 月 IH 表现或稍强》）。

➤ 11 月总体策略观点：

商品期货：外需型商品（原油及成本支撑链条商品、新能源有色）> 内需型商品（煤炭、黑色建材、传统有色、化工）；

品种强弱排序：原油、黄金、新能源有色（铜、镍）> 煤炭、黑色建材、传统有色（铝）、化工。

股指期货：中性，关注金融、食品饮料等核心资产的机会；股指方面可选择做多 IH 或 IF，同时做空 IC 的跨品种组合。

➤ 11 月重点关注：

一、中国天量逆回购到期的续作情况，央行此前通过 7 天期逆回购，八个工作日内累计向市场净投放了约 9500 亿元，11 月首周每日都将迎来 2000 亿元逆回购到期，关

注到期后的续作情况，看是否会通过定向降准或者 MLF 等工具进行续作。此外，11 月 16 日、11 月 30 日还分别将迎来 8000 亿、2000 亿 MLF 到期。

二、11 月 4 日将迎来美联储 11 月议息会议，本次会议大概率会公布 Taper 的时间表，目前超预期方面在于是否会出现加息相关言论。

三、继续跟踪全球经济数据情况，其中包括 11 月 1 日的欧美制造业 PMI 终值，11 月 23 日欧美 11 月制造业 PMI 初值，11 月 15 日中国 10 月经济数据等数据。

四、美国基建法案进程，目前预算协调法案已经可以启用，但由于民主党内部意见并未统一，导致基建法案进程延后，因此需要跟踪后续进程。

风险点：全球疫情风险；中国货币及财政政策超预期收紧；中美博弈风险再度上升；台海和南海地缘博弈风险。

回顾

近期重要事件回顾：

一、近期全球政府纷纷调控大宗商品价格。国内方面，国务院、发改委、银保监会等多部门均发生调控商品价格，措词严厉打击商品传言。通过增加煤炭、电力供应等保供稳价政策来缓解部分商品供给端压力，甚至正在探索设立动力煤基准价来调控价格，并且表示对于构成违法行为的将追究法律责任。在动力煤等碳元素期货的带动下，铁元素、有色板块等内需主导型商品近两周录得大幅调整。

境外国家也有跟进调控政策，但远不及国内严厉。面对持续上涨的电价和物价风险，境外国家更多的是通过市场化手段来进行调控，法国、西班牙、希腊、捷克等国家通过增加能源补贴和减免相关税费来降低涨价对中下游企业和居民的影响；而俄罗斯方面也有表态将增加向欧洲供应的天然气；此外，欧盟能源部长 10 月 26 日召开紧急会议讨论应该能源价格上涨问题，对天然气实行限价的法国等国主张彻底改革欧盟能源市场，但遭到包括德国在内的 11 个国家反对；原油方面关注伊核谈判，伊朗恢复供应有望增加长期供应，起到抑制油价的作用，尤其在各国抑制通胀需求上升背景下，重启伊核谈判的呼声正不断走高。整体来看，境外国家的调控政策远不如国内严厉。

二、下周将迎来美联储利率决议：11 月 4 日将迎来美联储利率决议，目前基本确定美联储将在会议上公布缩减购债进程，我们预计将从 12 月开始，以每月购买量减少 200 亿至 2022 年中。目前超预期的部分在于，美国通胀的持续走高是否会导致会上提及加息相关言论，导致对明年加息预期的上调。

三、拜登重新递交 1.75 万亿刺激计划。10 月 28 日，拜登向国会民主党人提交了一份最新版的《重建更好法案框架》，该框架规模从最初起草的 3.5 万亿美元大幅缩水到 1.75 万亿美元。目前问题仍在于民主党内部意见尚未统一，无法取得参议院简单多数的票数。

四、中国央行连续净投放：为了平抑政府发债和税期高峰带来的流动性压力，央行已经连续八个工作日进行千亿级别的逆回购操作，总计向市场净投放 9500 亿元流动性，需要关注短期政策工具到期后的续作情况。

图 1： 近期重要市场变化

事件	详情	影响简析
全球调控大宗商品价格	1、国内多部委措词严厉调控商品价格；除了通过增加煤炭、电力供应等保供稳价政策外，甚至正在探索动力煤基准价政策，并且表示对于构成违法行为的将追究法律责任；	境外的调控政策远不及国内严厉

- 2、欧盟各国主要采取补贴、减免税等方式来缓解中下游和居民的成本压力，并且欧盟还否决了法国等欧洲能源改革诉求；
- 3、俄罗斯总统普京表示将向欧洲增加天然气供应。

美国基建法案	拜登重新递交 1.75 万亿刺激计划	民主党内部票数未能统一，西弗吉尼亚州参议员曼钦要求将总规模限制在 1.5 万亿美元，而目前参议院正处 50:50 的僵持局面。
美国货币政策	11 月 4 日将迎来美联储利率决议，目前我们预计将于 11 月公布时间表，12 月正式开始执行至 2022 年年中结束。	考虑到市场基本完成了 Taper 的计价，预计公布后风险资产有望企稳回升。
中国财政政策	专项债放量得到落实，财政部预算司副司长表示将于 11 月底前发行完毕剩余 1.4 万亿专项债额度	稳增长政策发力
欧洲货币政策	欧洲央行 10 月议息会议继续确认放缓 PEPP 购债速度。	有望带动欧债利率回升。

数据来源：华泰期货研究院根据公开信息整理

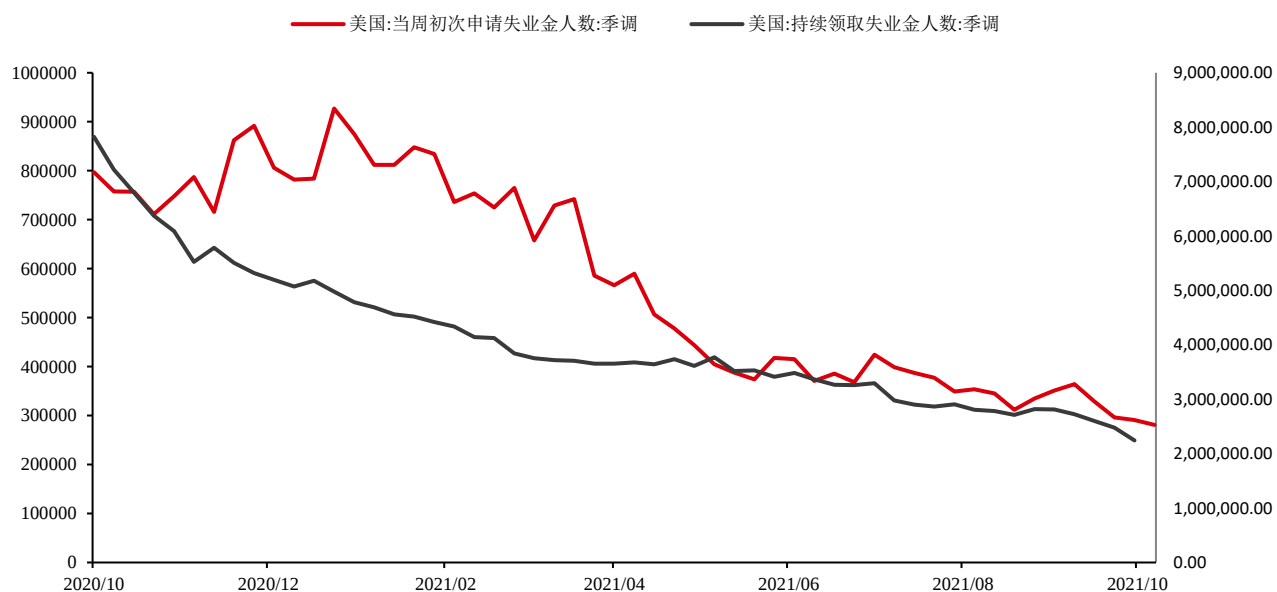
国外宏观展望：欧美就业市场和出行持续改善

两大因素支撑欧美经济仍有改善空间。首先是受疫情困扰，美国和欧洲经济仍未完全修复，服务业和商品消费修复不均衡，无论是从岗位空缺还是零售销售来看，专业和商业服务、教育和保健服务、休闲住宿业三大受疫情影响最大的行业占岗位空缺的 51.5%，疫情仍是限制欧美经济进一步复苏的重要因素。就业进一步改善也将驱动消费好转，而随着 9 月 6 日美国额外失业救助的结束，以及欧美疫情的受控，我们再次看到美国就业市场有加速恢复的迹象，高频的首次申请失业金人数和续请失业金人数均呈现持续下行的态势，显示美国劳动力市场持续改善。

其次是后续财政政策将进一步发力，10 月 1 日过后，美国新财年带来的是新的“预算协调”启用机会，目前正值 1 万亿基建法案的重要谈判阶段。而欧元区 7500 亿欧元的复苏计划目前已经启动，在“恢复和复原机制条例”下，规定资金最少要投向气候目标 37%、数字有关的支出 20%。在上述两国的积极财政下的新能源汽车、节能建筑、风电、光伏和数字货币等相关行业未来 5 年将持续受益，因此我们也看好有色金属商品的后续需求。

图 2： 高频数据显示美国劳动力市场持续改善

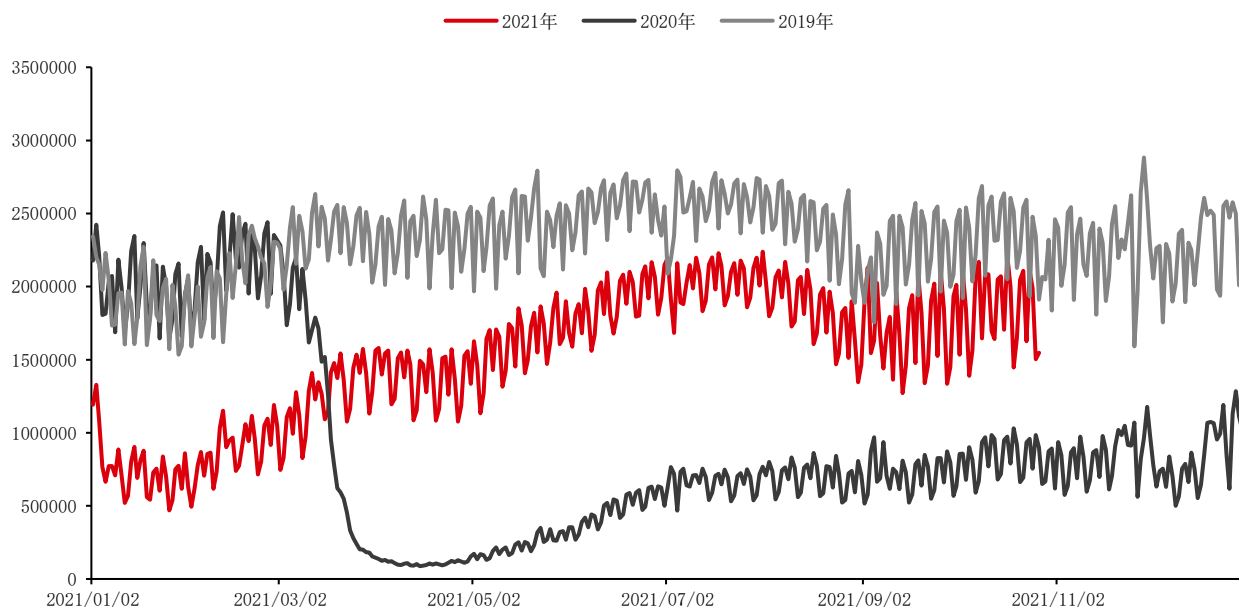
单位：人



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3： 美国机场安检人数

单位：人



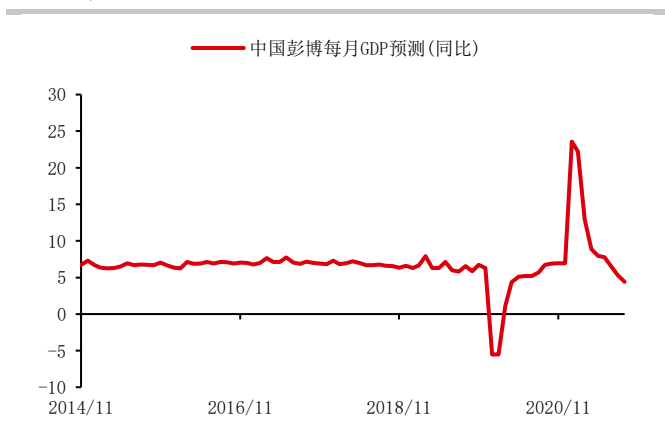
数据来源：Wind 华泰期货研究院

国内宏观展望：中期国内经济仍趋势性承压，短期或有边际改善

国内经济中期仍将延续低迷态势：一方面是地产市场难有起色，三季度开发商拿地断崖式下跌将继续施压后续开工和施工，并且房地产税试点也将继续影响后续开发商拿地意愿。另一方面，动态的经济数据仍不乐观，前三季度居民人均可支配收入增长 10.4%（前值为 12%），收入增长放缓指向消费未来表现仍将偏弱，并且目前前瞻性的金融数据也并未有起色，整体而言四季度 GDP 增速或将进一步下行至 3%-4%。

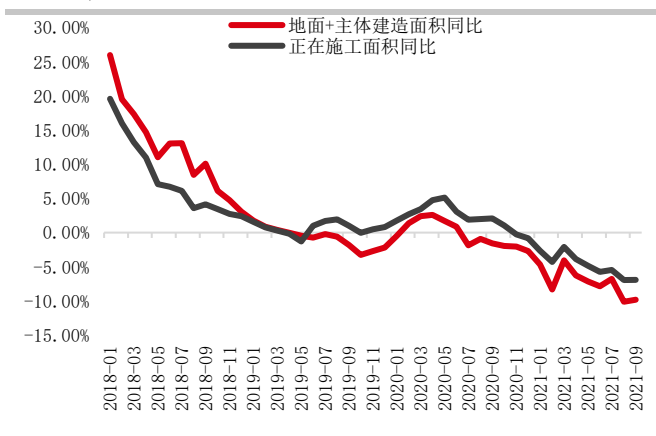
国内经济短期存边际修复预期：我们也看到了短期的积极信号，财政部预算司副司长李大伟表示，2021 年新增专项债额度在 11 月底前发行完毕，根据财政部公布数据显示，前三季度专项债新增 22167 亿元，还有约 1.4 万亿元额度有待发行。近一周微观的运输和施工数据有一定改善，在政府保供稳价政策的帮助下，施工物料短缺的问题有一定缓解，终端施工得到改善。短期可能小幅缓解内需主导型商品的下行压力。

图 4： 9 月国内 GDP 月度增速已经下行至 4.39%
单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

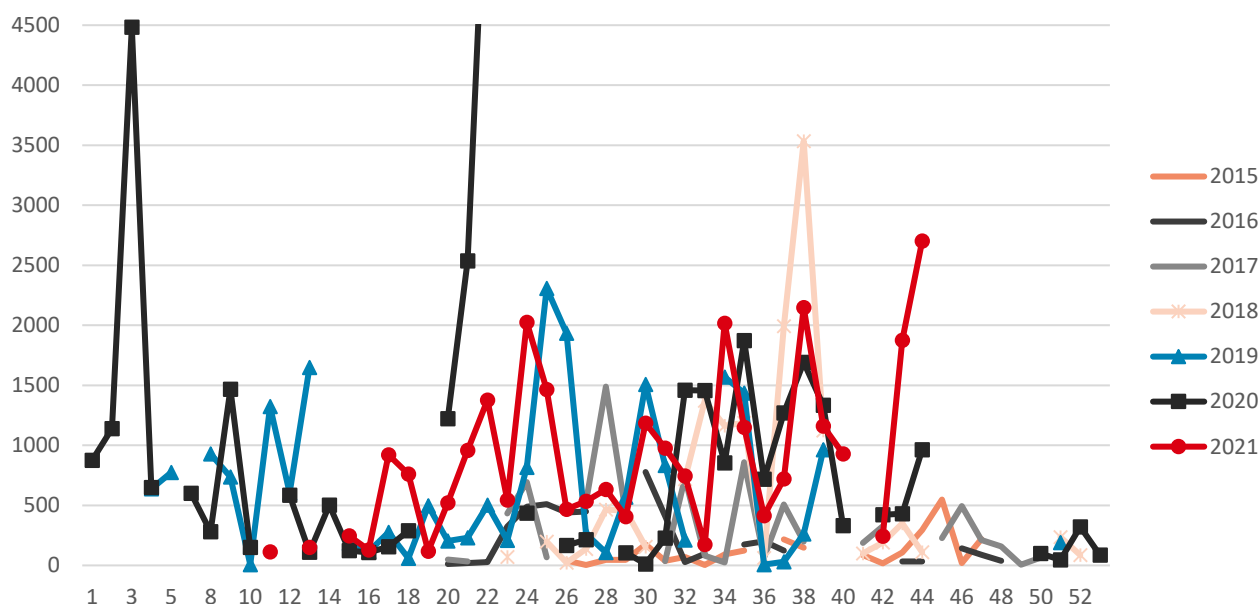
图 5： 全国核心经济带建筑工程开工卫星指数
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6: 10 月下旬地方政府专项债投放近期有所加速

单位: 亿



数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类配置: 关注美联储 11 月 Taper 落地后的配置机会

下周将迎来美联储 11 月议息会议, 关注 Taper 落地后的配置机会。对大类资产而言, 我们为对比紧缩预期和实际执行上的不同影响, 将历史分为正式讨论阶段 (2013/5/22 伯南克官宣讨论 Taper——2013/12/19 美联储公布 Taper 时间表) 和公布并执行阶段 (2013/12/19 美联储公布 Taper 时间表——2014/10/30 美联储停止 QE); 可以关注美联储公布 Taper 后, 美债利率见顶回落, 新兴市场股指企稳反弹, 以及黄金反弹的机会。

正式讨论阶段: 美债利率走高, 新兴市场股指承压, 商品震荡, 黄金承压, 美股延续强势;

公布并执行阶段: 美债利率回落, 新兴市场股指企稳反弹, 黄金反弹, 美股延续强势。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28746

