

# 地缘裂口

## 摘要

新冠疫情冲击之下，供需缺口、天量货币及供应链阻滞造成全球的通胀格局，全球宏观进入“复苏+去杠杆”的异步结构。市场经历了交易通胀预期、交易通胀、交易滞胀预期，如今站在了交易复苏预期与交易衰退预期双选的混沌路口。通胀驱动着宏观前行，美国1月CPI涨7.5%，40年来最大增幅，美国先财政补贴实际购买力，阻断国内通胀可能引发的需供螺旋下跌，向全球输出通胀，全球共治通胀局面下，非美资产贬值，次中选优支撑美元资产；后以雷霆万钧加息预期治理通胀，引发“利率冲击”，权益杀估值，利差接力支撑美元。中国以“保价稳供”阻断通胀，1月CPI涨0.9%，中美“价差”支撑人民币，形成人民币美元双雄的格局。

美国充分就业疏导供应链阻滞、加息遏制货币，通胀治理一旦成效，中美“价差”下行，人民币或进入贬值区间，届时汇率冲击、利率冲击及利率倒挂冲击之下，全球权益和大宗将处于硬核的去杠杆去金融化进程。目前处于利率冲击向汇率冲击过渡的间隙，一季度政策安抚的情况下，权益市场小反弹，中观不乐观，做好股指期货对冲。从地缘主导回归到经济主导，能化可能随原油呈现缓涨急跌局面；有色在“低库存”和“旺季”下得到支撑；稳经济政策下，黑色产业链还有一定的需求拉动；农产品的供给受地缘创伤，价格会维持高位；贵金属的地缘影响已经钝化，逐渐受经济复苏预期影响，震荡格局。

## 一、利率之刃

### （一）利率冲击：杀估值

图 1：美国 10 年国债利率与中国沪深 300 指数走势对比





数据来源：同花顺、长江期货

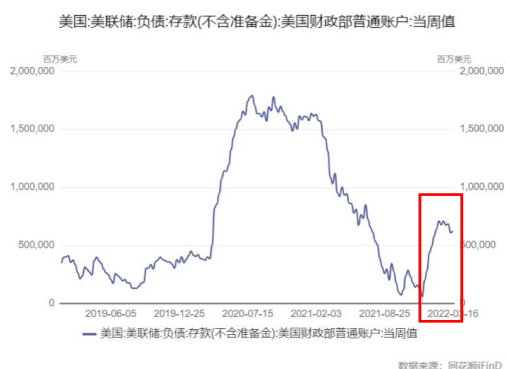
图1所示，美国10年国债收益率（蓝色）和中国沪深300指数走势（绿色）绝大部分时间是呈现反向关系，尤其在近期时间窗口。根据股票定价理论（公式1），权益估值与贴现因子（ $=1+\text{利率}$ ）呈反比。因而权益市场的变化聚焦于利率的变化，关注利率拐点和斜率的趋势性窗口显得尤为重要。本轮美国加息时间窗口较长，美债利率现仍处于不断攀升的状态，权益市场仍有一定的下探空间。

$$\text{权益估值（理论定价）} \downarrow = \frac{\text{未来现金流}}{\text{贴现因子} \uparrow}$$

公式1：股票定价理论

图2：美国财政部普通账户：当周值

图3：美国逆回购协议：当周值



数据来源：同花顺、长江期货

在锁定利率冲击逻辑后，主要关注TGA账户和逆回购变动。图2、图3所示，（1）TGA账户近期发债“蓄水”；（2）近2万亿美元的天量逆回购持续维持高位。两者的实质影响远大于Taper执行量，实际流动性收缩强于流动性预期管理。叠

加通胀数据刺激，利率持续攀升，对权益持续性杀估值。两者的影响远大于Taper 执行量，当天量逆回购持续或TGA高能“蓄水”时，利率会维持上行趋势。近期美国逆回购、TGA账户数据出现拐点，其目的是令市场的流动性缓和，美债利率攀升的速度减缓，从而减小对权益市场的冲击。

## （二）利率倒挂预期：杀风偏

图 4：美国国债收益率 10 年 vs 2 年

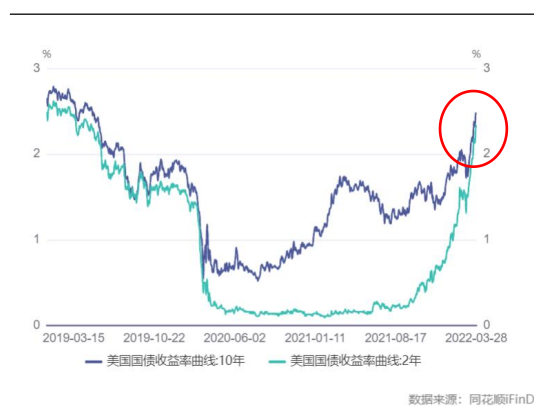


图 5：美国国债收益率 10 年-2 年的差值



数据来源：同花顺、长江期货

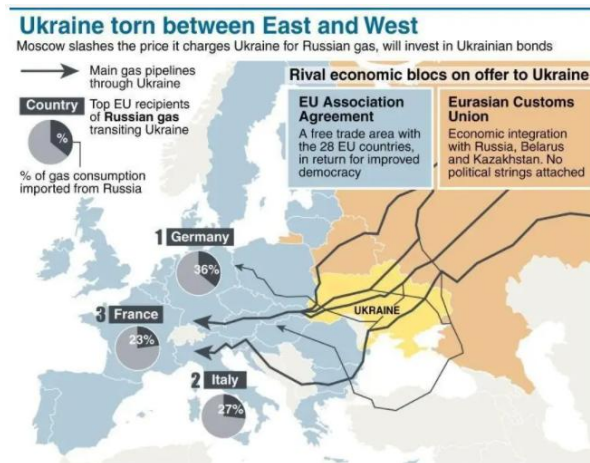
图 4 所示，短端利率美国 2 年国债收益率曲线（绿线）快速拉升，不断逼近长端利率美国 10 年国债收益率曲线（蓝线）。图 5 为长端利率和短端利率的差值，当差值为负值，即利率倒挂。加息预期及后期的加息动作都会促使其差值变小，利率倒挂预期增强，导致短端投资风险偏好下降，对近期的经济预期不佳。现在利率倒挂处于初始阶段，市场预期今年近 9 次 25 个点的加息，会使利率倒挂持续更长时间，风险较大。利率倒挂会促使估值模型分子缩水，利率冲击导致估值的分母变大，风偏下行，形成“双杀”，需要特别关注。

## 二、 地缘冲击

乌克兰问题短期强化疫情时期的供需缺口，改变了供需的结构，延长了通货膨胀预期持续时间。长期来看，乌克兰问题将影响世界贸易格局以及产业结构。

### （一）能源动脉阻塞

图 6：欧洲能源枢纽——乌克兰

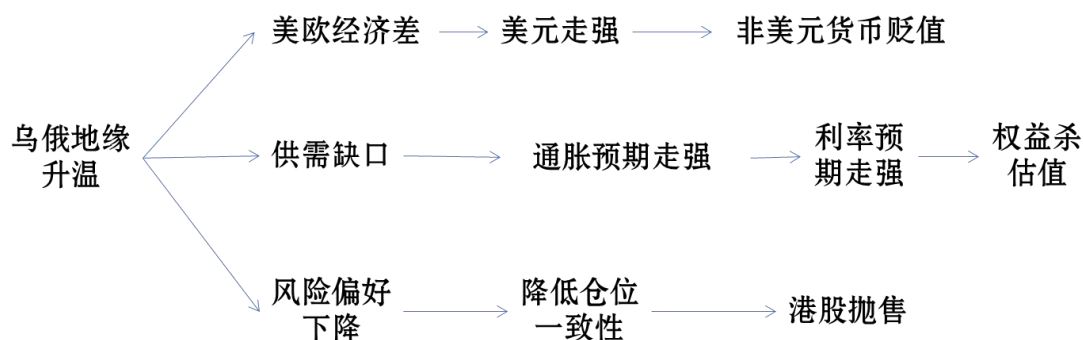


数据来源：Chatham House

乌克兰所处的地理位置以及俄罗斯丰富的能源资源决定了乌克兰在欧洲能源供应的战略地位。俄罗斯是能源等大宗商品出口大国，乌克兰主要出口化肥、农产品等。欧洲多国在能源上高度依赖俄罗斯，乌克兰问题直接导致了欧洲能源危机及大宗商品的短缺，导致大宗商品价格飙涨。故乌克兰问题强化了在疫情背景下的供需缺口，强化了通胀预期。

## （二）地缘升温，风偏下行

图 7：乌俄地缘逻辑推演



乌克兰的地缘升温，导致风偏下行，并且主要有以下三点影响：

- 1) 乌克兰问题拖累整个欧洲经济，导致美国经济增长优于欧洲。美元因此走强，非美货币顺势贬值，资产流向美国，支持后续美国经济复苏。
- 2) 供需缺口在战争格局下走强，通胀预期持续时间走强，利率预期走强，形成权益“杀估值”的局面。

3) 战争导致避险情绪上升，风险偏好下降。降低仓位一致性导致所有指数回调，港股的离岸特征反应更大。

### (三) 地缘何时结束风波

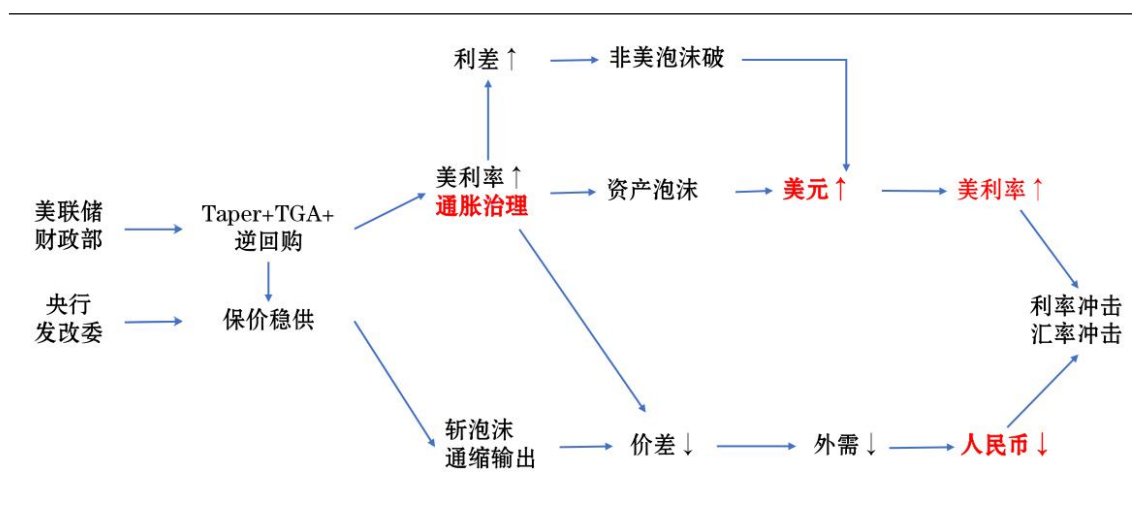
乌克兰问题令俄罗斯陷入不利地位。现阶段，俄乌战争是拉锯战的格局，消耗大量的人力、财力。北约、欧美国家军事上支持乌克兰，经济上制裁俄罗斯，“核威慑”亦频频亮相。战争持续时间越久，军事竞争就越激烈，俄罗斯陷入不利局面会越深。据乌克兰武装部队总参谋部 24 日发表声明，俄罗斯军队被告知必须在 5 月 9 日之前结束在乌克兰的特别军事行动。俄罗斯官方没有确认，但也无否认。

乌克兰问题改变全球贸易格局，即便战争结束，对俄罗斯的制裁也不会停止，则将对俄罗斯经济造成深远影响。战争或将在 5 月结束，但战争的影响短时间难以扭转。整个供给结构仍需时间才可实际恢复，产业的转移将长期受到影响，全球经济承压。

## 三、 汇率之忧

### (一) 通胀末路-美国加息杀币值

图 8：通胀末路逻辑推演



美国治理通货膨胀的措施逐步由财政补贴转变为加息。当地缘降温，美国通胀治理较好的情况下，国际市场对我国的商品需求下降，导致人民币贬值压力较大。

图 9：美国通胀

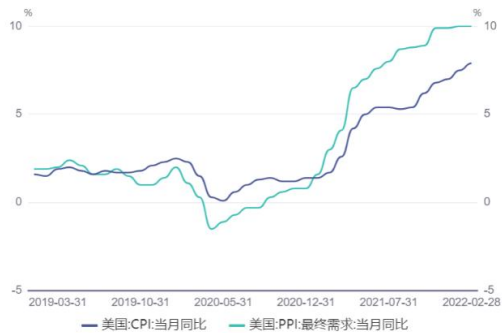


图 10：美国 ADP 就业人数



数据来源：同花顺、长江期货

美国的通胀情况如图 8 所示，CPI、PPI 虽高位持续，但 PPI 趋势走平，表明美国的通胀正在逐步控制。同时，美国的就业市场保持强劲，美国 2 月非农就业人口增加 67.8 万人，失业率下降至 3.8%。如图 9 所示，ADP 就业人数也恢复到疫情之前的水平。就业市场的强劲一方面为美联储加息腾出空间，另一方面会加速供应链阻塞的清理，金融与供给面上同步遏制通胀，通胀控制的效果可能会比预期要好。

## （二）汇率冲击：杀币值

图 11：人民币即期汇率与沪深 300 指数走势对比



数据来源：同花顺、长江期货

图 11 所示，人民币即期离岸汇率（蓝色）与沪深 300 指数（绿色）大部分



时间下呈反向关系，但最近时间窗口却呈现了同向关系。其原因是实际时间窗口里，汇率只是单独支撑中国市场，而利率冲击更大且形成对中美双市场共振，从而造成国内权益市场下行。另一方面，通胀治理及疫情尾声，中美会回到贸易摩擦 2.0 格局。价差下行及贸易摩擦可能加剧，人民币贬值预期将会开始萌发并逐步强化。

图 12：利率冲击转变为汇率冲击的逻辑推演

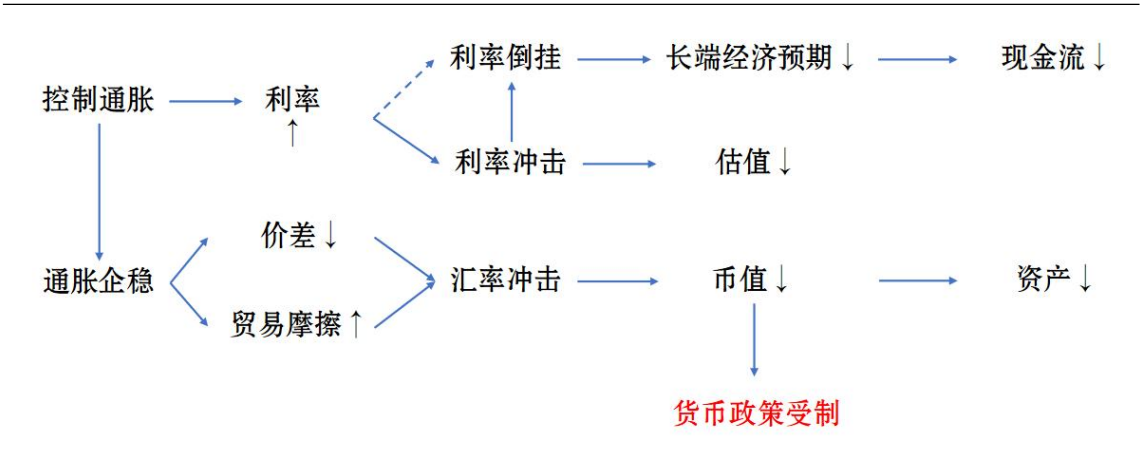


图 12 所示，美通胀企稳过程伴随着利率上行及利率倒挂，会造成权益估值下降。通胀企稳后，价差及可能的贸易摩擦会触发汇率冲击，人民币币值下行预期逐步增大。与此同时，在汇率贬值的情况下货币政策会受到限制，即放水会加速贬值预期。基于这个逻辑，后市会从利率冲击向汇率冲击过渡，会面临估值、币值双损的局面，中期的风险较大。

### （三）国务院金融委会议——安抚市场

近期，金融会议针对市场的担忧点提出以下措施：

- 关于**房地产企业**，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。
- 关于中概股，目前**中美双方监管机构保持了良好沟通**，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市。
- 关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳

妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，**促进平台经济平稳健康发展**，提高国际竞争力。

- 关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作。

上述措施是在市场大幅走弱情况下提出，目的是**安抚市场情绪，解决市场的担忧点，化解潜在的风险**。后续市场走势依托政府后续的稳经济措施。

## 四、结论

整体上，从利率冲击逐步过渡到汇率冲击、从通胀博弈转向通胀末路、从人民币强势的逻辑链逐步瓦解转向新的逻辑链，包括从利率结构来看，都是不利于接下来的国内市场。

股指方面，因为地缘风偏下降造成的空头趋势，政策进行短期支撑。但目前急需面对“利率倒挂”及可能的汇率冲击。在短暂的支撑后，中观不乐观，做好股指期货对冲。

市场逐渐由地缘主导向经济主导过渡，大宗商品有以下逻辑：

1)能化产业链跟随原油波动，上半年受地缘影响供给，下半年受经济增速放缓影响需求，可能会出现缓涨急跌局面。

2)有色上游目前低库存+旺季预期支撑，新旧能源基建在稳经济过程中还会加大投入，对经济一引一托，黑色产业链还有一定的需求拉动。

3)农产品的供给受地缘创伤，价格会维持高位。

4)贵金属的地缘影响已经钝化，逐渐受经济复苏预期影响，震荡格局。



# 宏观金融团队介绍

---

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：

(027) 65261355

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

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。

---