

白驹之隙

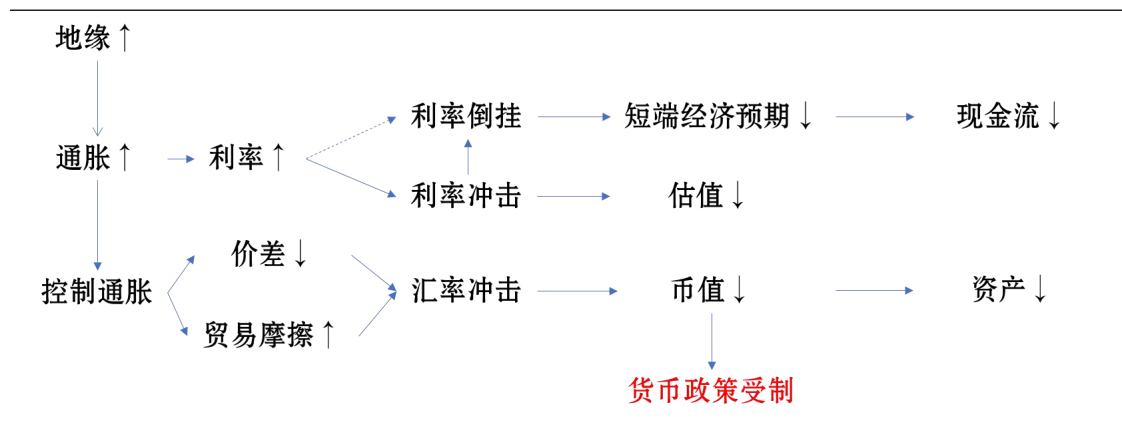
摘要

一季度以来，宏观经济环境快速转换，地缘冲击、利率冲击、汇率冲击接踵而至。利差、价差、经济差失衡之下，人民币快速贬值，权益快速下杀。预期 5 月汇率在央行动作与供应链缓解中一阶放缓，**股指期货或将迎来月度反弹**。乌克兰地缘冲击钝化，美欧开始权衡制裁利弊，普京开始权衡攻守利弊，市场逐渐由地缘主导回经济主导地位，过度预期回归现实供需，**大宗商品整体偏空**。具体：1) 能化产业链跟随原油波动，地缘方面的钝化及耶伦的预期引导，偏空格局 2) 有色对地缘改善的反馈完成后，新旧能源基建政策下，先跌后涨 3) 黑色受国内经济复苏程度影响，解决供应链和提升投资的政策影响之下，产业链上游偏空，下游支撑 4) 农产品的供给需要种植周期，价格会维持高位。5) 贵金属的地缘影响已经钝化，继续震荡。

一、利率、汇率双杀

(一) 利率冲击蔓延到汇率冲击

图 1：利率汇率双杀逻辑图

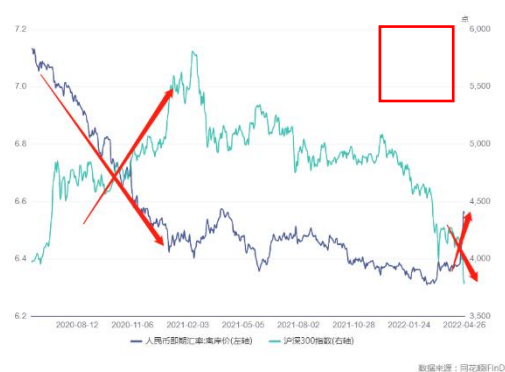
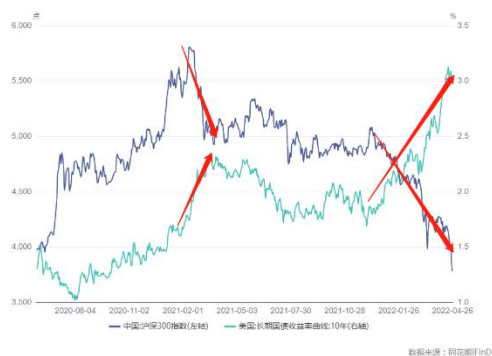


在通胀大背景下，美联储收紧货币政策导致利率上升。不断攀升的利率会产生利率倒挂及利率冲击。利率倒挂是指短期利率高于长期利率的期限结构，投资者卖短期债券买长期债券，从而使短期利率快速上升。利率倒挂反映市场对短端经济预期信心不足，往往伴随经济下行，影响企业的盈利能力，即每股收益下降。利率影响权益的估值水平，利率越高则估值水平越低。现阶段，利率冲击导致估值模型的分子分母“双杀”，权益承压。

美国通胀企稳后，价差下降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。而在货币贬值的窗口采取宽货币是对经济下行的确认，短期市场刺激后会迅速转为利空。基于此逻辑，市场从利率冲击会蔓延到汇率冲击，面临估值、币值双损的局面，权益市场承压。

图 2：利率冲击效果

图 3：汇率冲击效果



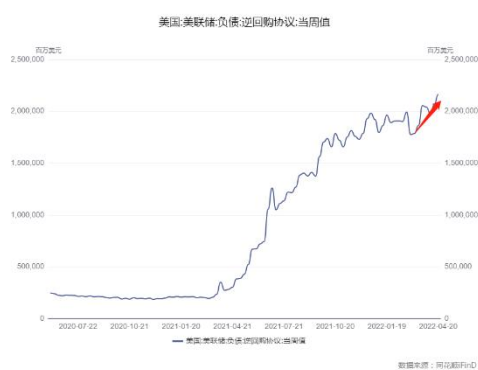
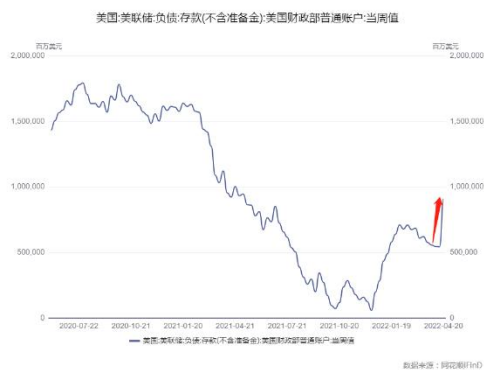
数据来源：同花顺、长江期货

如图 2、图 3 所示，沪深 300 指数与美国 10 年期国债收益率及人民币利率汇率呈现反方向变动，数据上验证了利率、汇率双杀的效果。

（二）利率冲击仍将持续

图 4：美国财政部普通账户：当周值

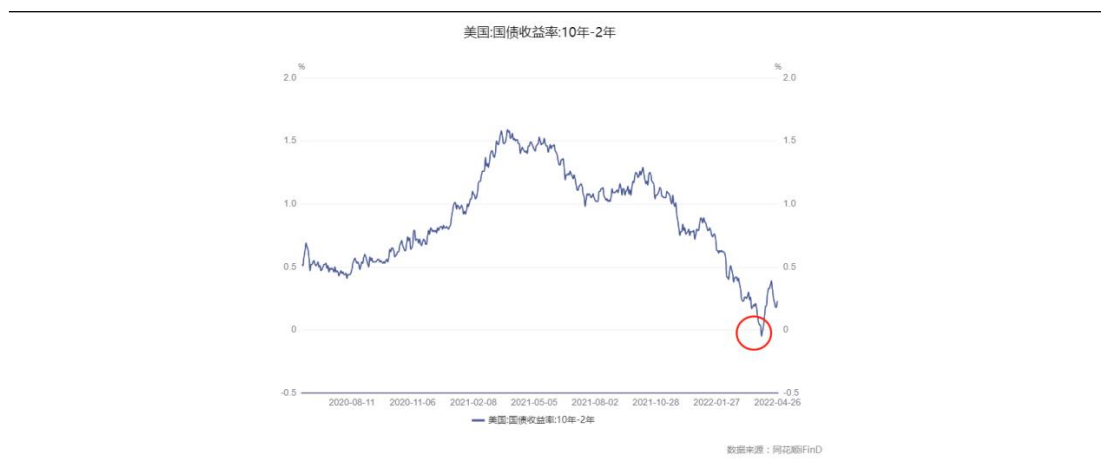
图 5：美国逆回购协议：当周值



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 4、图 5 所示，（1）TGA 账户近期又发债“蓄水”；（2）近 2 万亿美元的天量逆回购持续维持高位。当大量逆回购持续或 TGA 高能“蓄水”时，利率会维持上行趋势。两者数据表明利率冲击或将继续持续，10 年期美债收益率将维持在高位，甚至升至 3% 以上。

图 6：利率倒挂



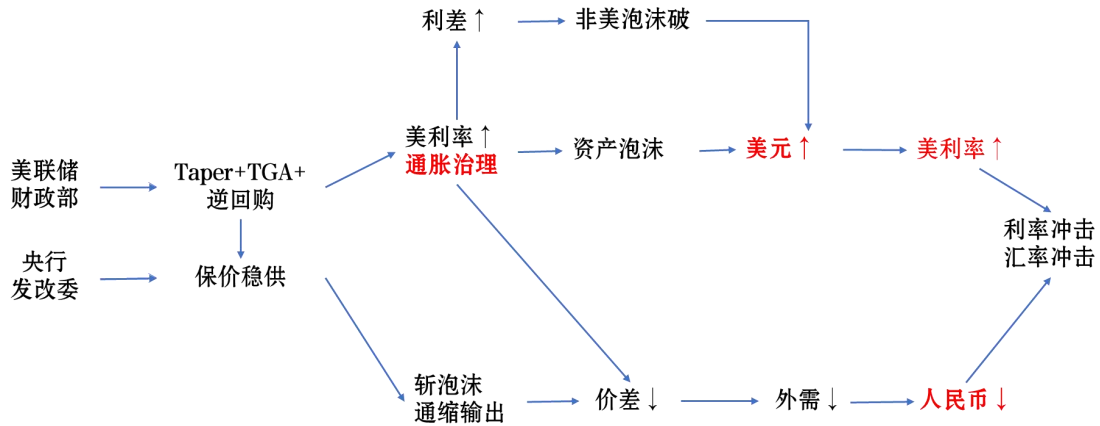
数据来源：同花顺、长江期货

从近期的美国国债收益率 10 年-2 年的差值来看，利率倒挂有一定的缓解。但随后 5 月 FOMC 会议后，差值可能继续向 0 靠拢。即表明现阶段利率倒挂有一定缓解，但利率倒挂的冲击仍未结束。

二、 汇率拐点

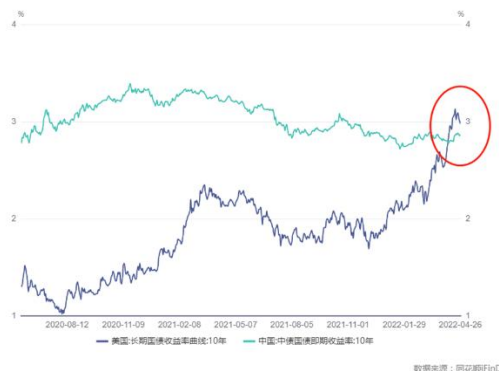
（一）汇率冲击逻辑

图 7：汇率冲击—价差逻辑



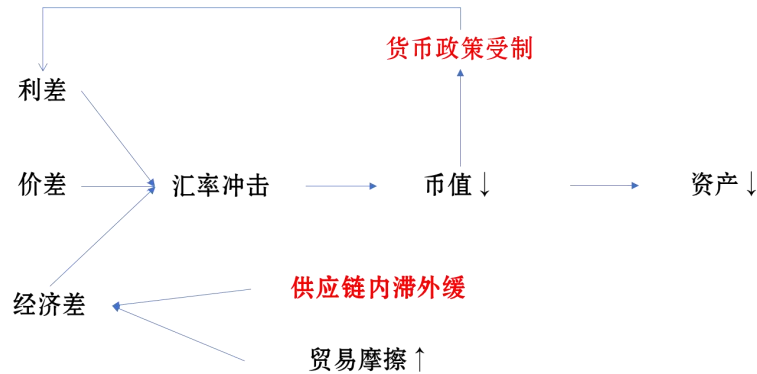
疫情期间，美国通过补贴来弥补通胀，中国通过“保供稳价”在生产端斩断通胀。中美之间不同的抗通胀举措会导致商品的价差，国际市场对中国的商品需求增大，维持人民币强势。现阶段，美国治理通货膨胀的措施逐步生效。在美国通胀治理较好的情况下，价差逐步缩小，国际市场对我国的商品需求下降，导致人民币贬值压力较大。

图 8：汇率冲击—中美利差逻辑



如图 8 所示，美国 10 年期国债收益率不断上升，高于中国 10 年期国债收益率。中美之间的利差直接结果货币在美国的收益更高，导致资本从中国流向美国，从而令人民币贬值，人民币资产贬值，产生汇率冲击。

图 9：汇率冲击—逻辑汇总



汇率冲击主要由利差、价差和经济差共同产生。经济差是各国对疫情不同的政策的体现，国内采取“动态清零”的政策，国际采取“躺平”的政策。在国内 4 月份疫情较为严重情况下，内部供应链阻塞，外部供应链修复，形成经济差预期，导致人民币贬值。国内货币政策受制，利差不断加大，价差逻辑逐步瓦解，叠加疫情导致经济差加大条件下，人民币经历 4 月的快速贬值阶段。

（二）供应链治理支撑人民币

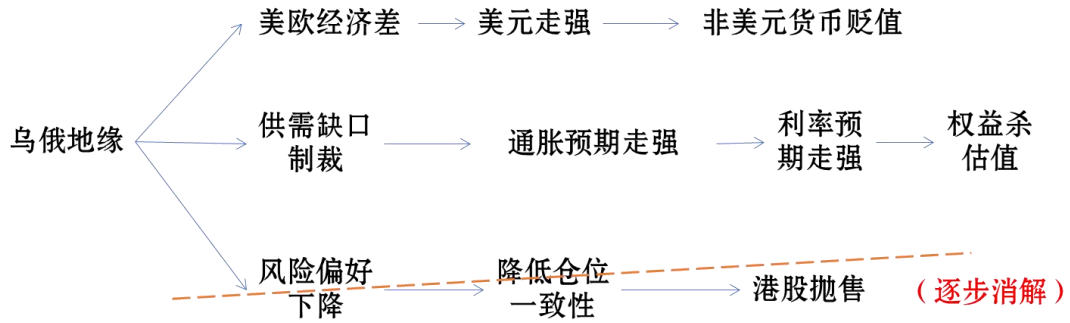
现阶段，美联储仍在不断收紧货币政策来治理通胀，利差会进一步加大，价差逐步减少，上述两方面会进一步令人民币贬值。而近期不及预期的降准表明货币政策受制，经济下行下无法通过收紧货币来支撑人民币。则中国需通过供应链治理，恢复经济预期来支撑人民币。

中国采取“政策+动作”结合的方式恢复供应链，支撑人民币。政策上，刘鹤出席全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议并讲话：部署十项重要举措，要求努力实现“民生要托底、货运要畅通、产业要循环”，以此来保证供应链恢复。动作上，央行宣布，为提升金融机构外汇资金运用能力，决定自 2022 年 5 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%。两者结合，从实际政策和预期引导来保证现阶段的人民币币值的稳定，一阶汇率冲击结束。

三、 地缘拐点

（一）地缘冲击钝化

图 10：俄乌地缘逻辑



乌克兰问题现存主要影响：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。

俄乌问题先前的不确定性导致的恐慌情绪被市场逐步的消解，离岸市场逐步稳定，地缘导致的风险偏好下降正在淡化。

（二）地缘预期的边际变化

地缘预期的边际变化分为制裁预期的边际变化及战争预期的边际变化。

从美国财政部长耶伦言论“欧洲对俄罗斯能源实施禁令可能弊大于利”，表明对俄罗斯的制裁有放松的预期引导。耶伦表示，俄罗斯石油、天然气和煤炭进口是欧洲的关键能源供应，也是莫斯科源源不断的收入来源。欧洲显然需要减少在能源方面对俄罗斯的依赖，但我们在考虑欧洲全面禁止石油进口时需要谨慎。美国国内的通胀仍较为严重，对俄罗斯制裁适当放松有利于从能源端缓解美国通胀，仍能保持美元的强势。

乌克兰问题的战争预期也从俄罗斯进攻转为防御态势。普京下令“取消强攻”亚速钢铁厂，对钢铁厂围而不攻。一方面，战争令俄罗斯代价惨重，不断有人员伤亡，俄罗斯消耗严重。另一方面，北约不断援助乌克兰，使战争陷入僵局。俄罗斯开始对攻守进行权衡，表明其可能会寻找退出战争的契机。

四、结论

整体上，从利率冲击逐步蔓延到汇率冲击、从通胀博弈转向通胀末路、人民币的走势是影响国内市场的关键因素。现阶段，国内供应链修复，央行引导可以稳定人民币币值；乌克兰地缘的影响正逐步钝化，整体市场环境在好转。

股指方面，前期已有较大的回调幅度。汇率冲击在央行动作与供应链缓解中

缓解，待到贸易战再加强；利率冲击钝化但仍将继续。在快速急跌后，股指月度反弹。

市场逐渐由地缘主导向经济主导过渡，供应链缓解供给压力，也释放需求。制裁预期改善，地缘预期改善。大宗商品偏空，具体为：

1) 能化产业链跟随原油波动，地缘方面的钝化及耶伦的预期引导，偏空格局

2) 有色对地缘改善的反馈完成后，新旧能源基建政策下，先跌后涨

3) 黑色受国内经济复苏程度影响，解决供应链和提升投资的政策影响之下，产业链上游偏空，下游支撑

4) 农产品的供给需要种植周期，价格会维持高位。

5) 贵金属的地缘影响已经钝化，继续震荡。

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。
