

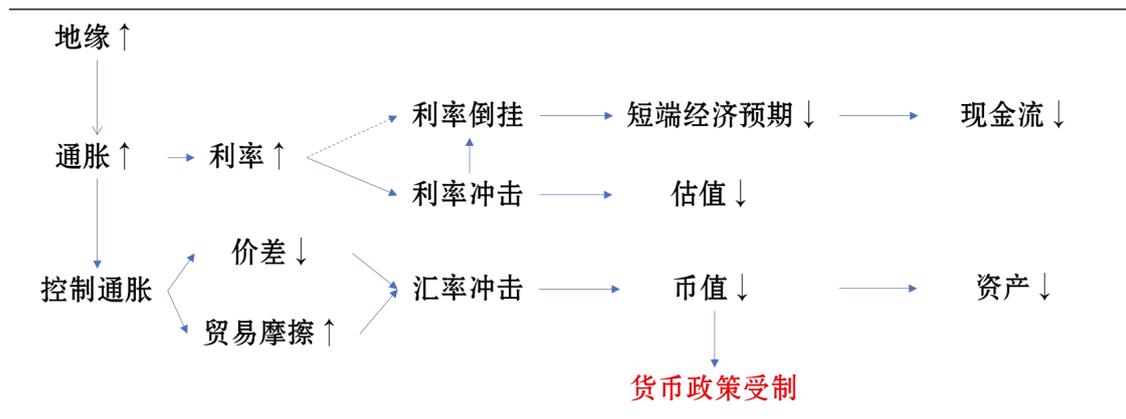
鸣金之势

摘要

本月央行外汇存款准备金率调整后汇率逐步企稳，叠加整体疫情防控有序解封，国内供应链堵塞缓解，权益市场迎来月度反弹。鸣金之势从三个维度出发解读近期权益及大宗市场：1) 美国国债利率短期震荡，中美利差稳定，**利率冲击钝化**；2) 中国疫情逐步控制，复工复产打通供应链，**人民币汇率企稳**；3) 俄乌地缘钝化，通胀进入负反馈阶段，金融市场汇率冲击逻辑会逐步向实体经济衰退预期逻辑转换。权益市场月度反弹尾声，6月整体震荡偏弱。大宗商品整体偏空，先做空成材利润，再做空原料。具体表现为：1) 能化产业链跟随原油波动，地缘方面的钝化、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，强预期与弱现实兑现过程，缓涨急跌。4) 农产品的供给需要种植周期，价格会维持高位。5) 贵金属由地缘逻辑切回经济放缓逻辑，触底。

一、利率冲击钝化

图 1：利率汇率双杀逻辑图



中观逻辑下，美联储加息导致利率上升。利率冲击导致估值水平的下降，利率倒挂体现短端的经济走弱的预期。本次利率倒挂窗口较短，在后续美联储持续收紧货币政策下，利率或将继续上行，后期较长时间的利率倒挂对实际经济预期的影响将更加强烈。而美国通胀企稳后，价差下降及中美贸易摩擦会触发汇率冲

击。非美货币贬值下货币政策受限，非美资产缩水，各国市场面临估值、币值双损的局面，权益市场承压。

（一）美联储政策分歧维持利率

图 2：美国财政部普通账户：当周值

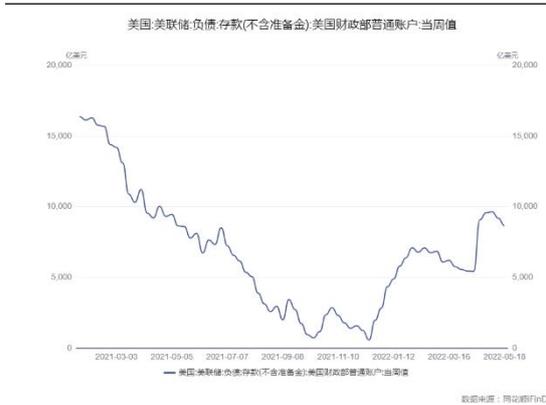
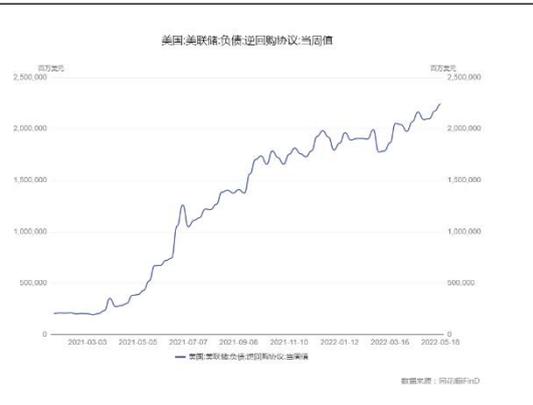


图 3：美联储：逆回购协议：当周值

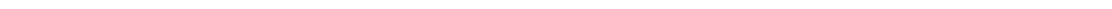


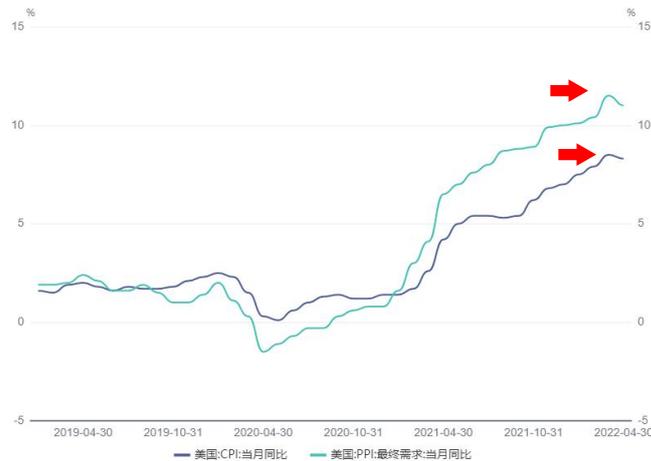
数据来源：同花顺、长江期货

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。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 账户在收水两次后在向外释放流动性，而逆回购一直处于逐渐攀高的收水状态，现阶段两者存在分歧。前期两者回收流动性共振导致美债收益率水平迅速攀升，而近期两者的分歧导致当前利率水平维持在 3.0% 附近。

（二）美国通胀见峰，但超预期

图 4：美国 CPI、PPI 数据：当月同比





数据来源：同花顺FinD

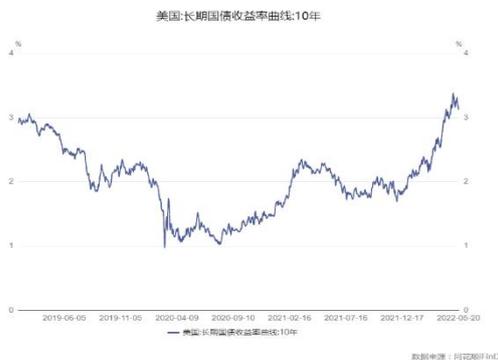
数据来源：同花顺、长江期货

当前美国最新CPI、PPI数据最高点已过但同比的降幅不及预期，通胀整体呈现见峰逐步过拐点的格局。从通胀补偿名义利率的角度看，利率向上的空间较小。短期内，利率冲击进入缓和阶段。

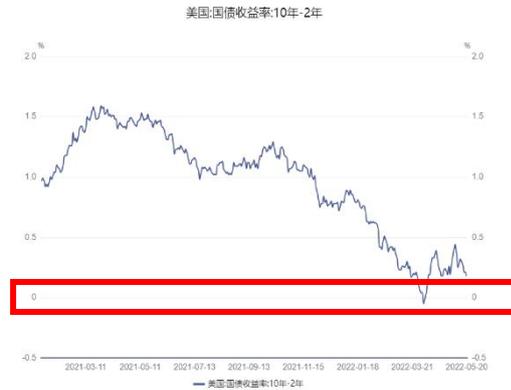
（三）利率冲击缓解，利率倒挂缓和

图5：美国：长期国债收益率曲线：10年

图6：美国：国债收益率10年-2年



数据来源：同花顺FinD



数据来源：同花顺FinD

数据来源：同花顺、长江期货

最新十年期国债利率数据高峰调头，利率冲击得到缓解；而10年期和2年期的差值在FOMC会议后尚未进入0或负值的范围。表明利率倒挂缓和，也说明了利率冲击进入了钝化的过程。

二、 汇率企稳

(一) 汇率冲击综合逻辑

图 7：汇率冲击—逻辑汇总

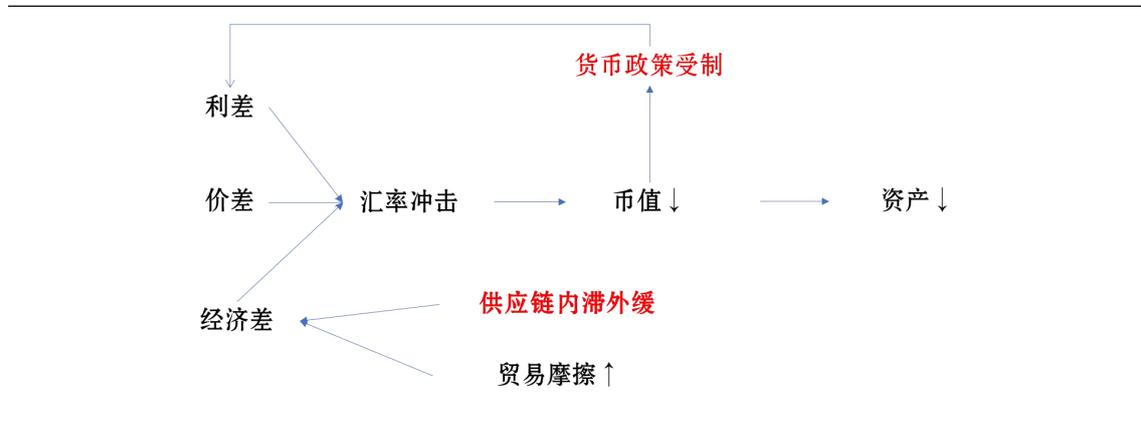
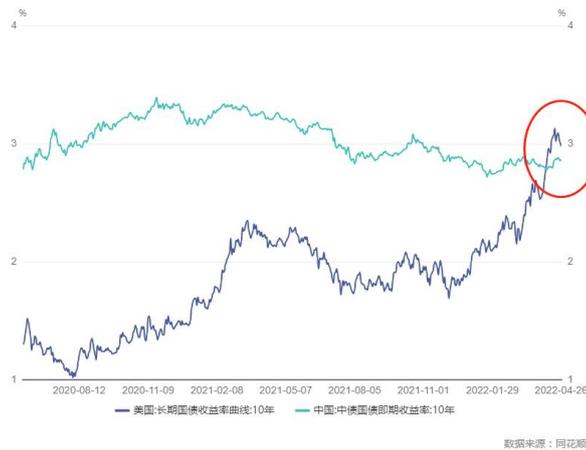


图 8：汇率冲击：中美利差短期稳定



数据来源：同花顺、长江期货

汇率冲击主要由利差、价差和经济差共同产生。从上述三个角度分析汇率：

1) 利差影响：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。如图8所示，前期美债利率攀升，中美利差逐步减小，人民币贬值；现阶段美债利率没有继续上行，利差预期相对稳定，近期利差影响缩小。

2) 价差影响：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，较低的这个商品价格令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。

3) 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。在国内防疫措施生效，美国疫情反弹后，供应链格局或反转，对人民币形成支撑。

(二) 疫情数据异步，供应链格局反转

图9：WHO：新增确诊数：美国

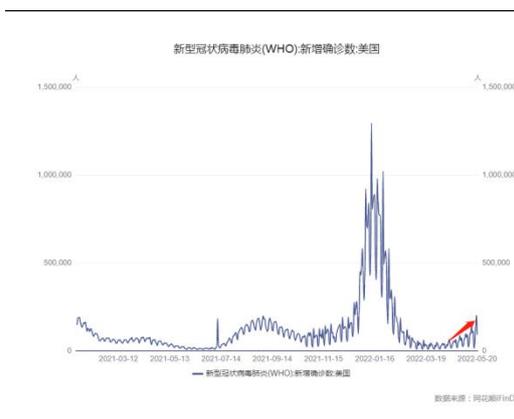


图10：上海疫情数据



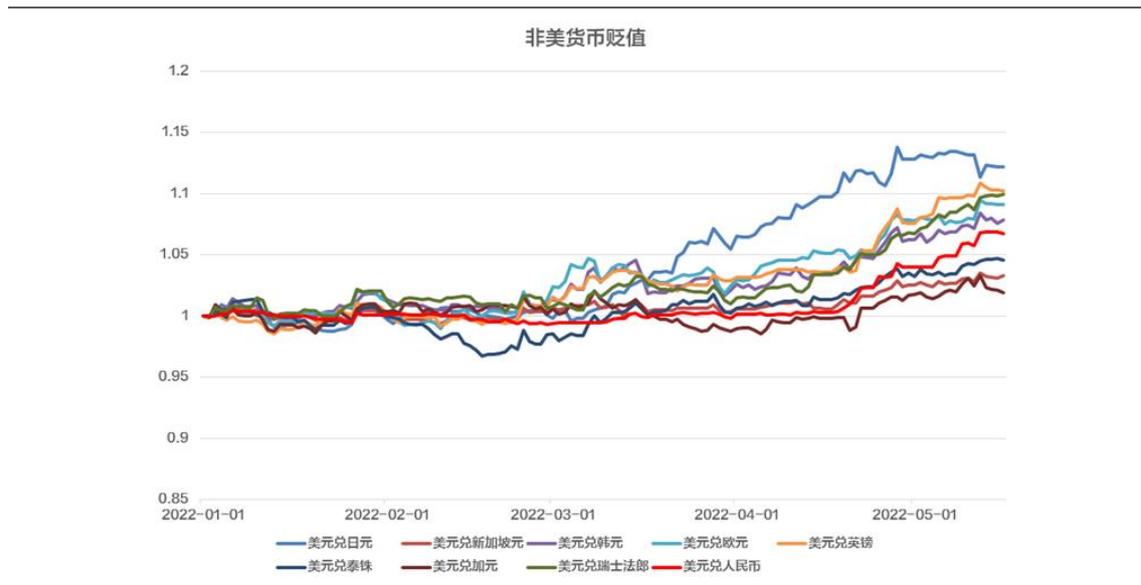
数据来源：同花顺、长江期货

从疫情数据来看，国外新一轮疫情的数据可能再次开始上行，而我国的防控效果又将逐步显现。基于疫情的防控情况，外部供应链可能再次进入逐渐阻滞的

状态，而国内供应链逐步疏通。疫情防控的优势可能引导人民币再次进入升值的区间。并且，全球又出现新疫情“猴痘”的情况，国内疫情防控措施也会相对叠加经济优势。供应链格局反转，对人民币汇率有一定支撑。

（三）汇率冲击过峰，经济衰退预期起

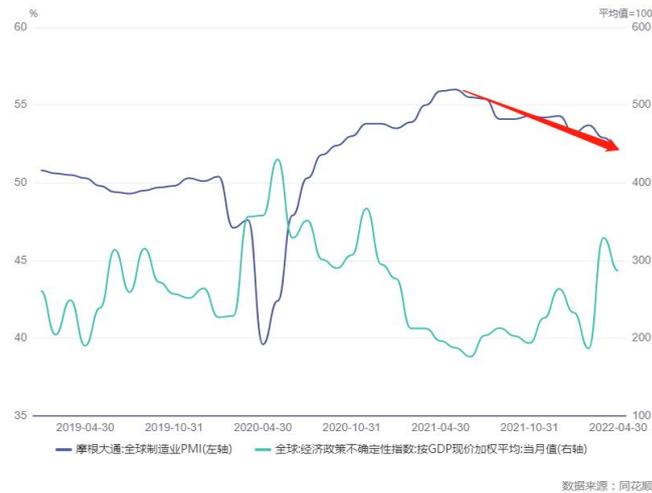
图 11：非美货币贬值对比



数据来源：同花顺、长江期货

如图 11 所示，非美货币均有较大幅度的贬值，但快速贬值的窗口已过，汇率市场企稳。美元兑人民币为图中的红线，前期快速贬值，但在降低外汇准备金率的支撑下，人民币币值逐步稳定。

图 12：全球 PMI



数据来源：同花顺、长江期货

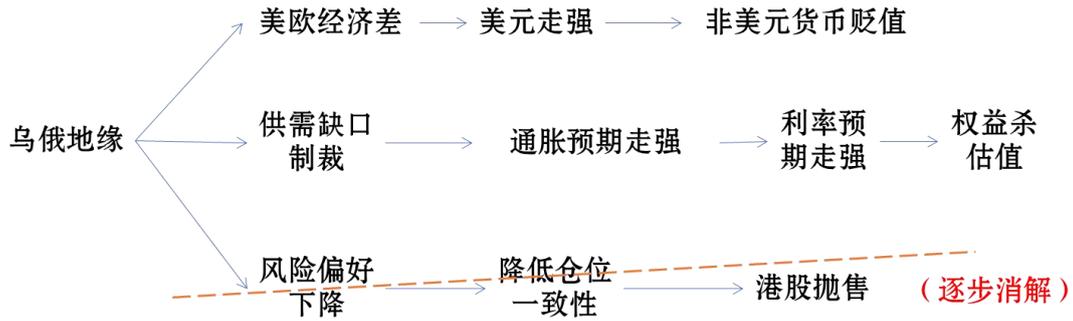
在汇率逐步稳定的情况下，实体经济的增长对市场影响更显著。当下所处的经济大周期：经济放缓，全球金融去杠杆的过程，经济复苏难度较大。上半年逻辑关注金融市场，下半年过渡到关注实体经济上来。如图 12 所示，全球 PMI 在 2022 年呈现下降的趋势，表明全球经济复苏的速度已经放缓，逐步步入衰退周期。

综合回顾利率冲击及经济格局，(1) 中央政策疏通供应链，疫情数据表明“动态清零”有效，复工复产后经济有望回暖。(2) 利差企稳、价差以及经济改善三层逻辑下汇率企稳的根基较为牢靠，汇率短期内不会再创造新低。(3) 外汇存款准备金率在 5 月 15 日从 9% 下调至 8%，5 月 13 日离岸人民币汇率触及最高点，人民币汇率企稳。(4) 汇率短期企稳，衰退预期主导市场，下半年全球经济或步入衰退周期，权益大宗承压。

三、 衰退预期

(一) 俄乌地缘钝化

图 13: 俄乌地缘逻辑



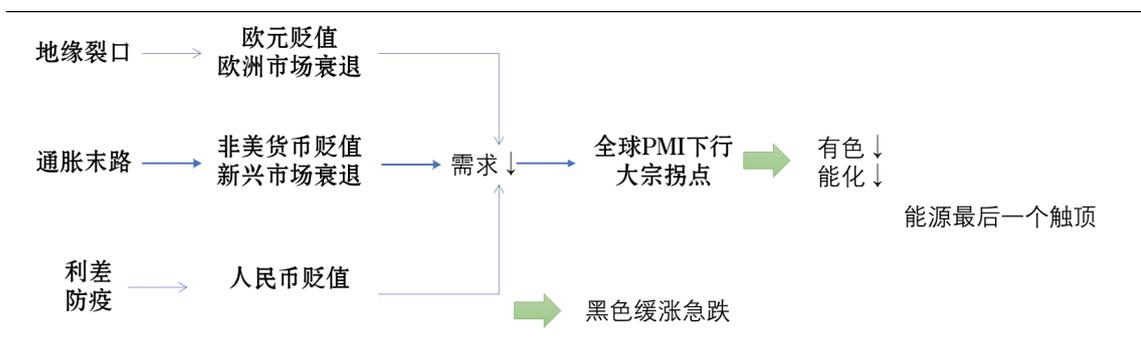
乌克兰问题现存主要影响：1) 乌克兰问题拖累整个欧洲经济，导致美国经济增长优于欧洲。美元因此走强，非美货币顺势贬值，资产流向美国，支持后续美国经济复苏。2) 供需缺口在战争格局下走强，通胀预期持续时间走强，利率预期走强，形成权益“杀估值”的局面。

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。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”，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。

现阶段，俄乌地缘的影响逐步钝化，焦点逐步从俄乌地缘转向亚太地缘。

(二) 通胀负反馈阶段——全球经济衰退

图 14：全球经济衰退逻辑



全球通胀数据高位持续，欧美国家为应对通胀而收紧货币；再从PMI数据反应全球经济衰退。从局部来看：1) 俄乌危机拖累欧洲整体经济。2) 在经济差的影响下，美元走强，非美货币持续贬值，新兴市场经济承压。3) 中美利差以及

防疫导致的供应链堵塞共同导致经济预期下降，人民币走弱。4) 美国货币政策盯住通胀，随着财政补贴的下降，居民实际购买力下行，消费端拉垮经济增速。

上述影响导致全球的需求下降，全球经济衰退。具体来看：需求下降导致，有色、能化大宗走弱，并层层传导；在我国房地产及政策影响下，黑色呈现缓涨急跌的局面。

四、 结论

整体来看，利率冲击、汇率冲击高峰已过。在外汇存款准备金率下调后，人民币汇率企稳。国内疫情坚持“动态清零”后逐步控制，复工复产助力供应链恢复。俄乌地缘逐渐钝化，地缘焦点转移至亚太。通胀步入负反馈阶段，全球或将步入经济衰退周期。

股指方面，汇率企稳后，月度反弹接近尾声。全球性经济衰退预期加强，6月权益市场震荡偏弱。

供应链缓解供给压力也释放需求。短期，制裁预期改善，地缘预期改善。中长期，全球经济减速，大宗整体偏空，**先做空成材利润，再做空原料：**

1) 能化产业链跟随原油波动，地缘方面的钝化、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，强预期与弱现实兑现过程，缓涨急跌。

4) 农产品的供给需要种植周期，价格会维持高位。

5) 贵金属由地缘逻辑切回经济放缓逻辑，触底。

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

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

中级黄金分析师。

电话：

(027) 65261355

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。
