

## 逆水行舟

### 摘要

11 月以来，美国经济数据引导加息论调偏鸽调整，12 月 50 基点加息大概率计价。美元指数一路回落至 106 附近为非美货币创造修复空间。能源危机与通胀加息“双重困境”使欧洲率先进入衰退现实，英国紧随其后。日韩新从稳外汇到稳经济暂无担忧。中国从“保交楼、宽货币、强实体、拉内需”多维度出台支持性政策引导市场情绪和外资回流，但下旬疫情走强地方防疫节奏错步，未能预期一致向上。寒流在即，能源仍处矛盾中心，通胀治理与衰退危害进退维谷。外部流动性风险仍在，内部政策还需持续接力，11 月反弹结束，12 月略有拉锯之势。

基于上述逻辑得到以下结论：中国权益市场在 11 月阶段性结束反弹，在流动性紧缩、外部加息、衰退担忧下，伴随政策情绪消退小幅承压，待政策转机蓄力上行。大宗商品短期反弹情绪减退，进入供需并行恢复阶段，此消彼长相互促进，板块内开始分化。1) 能化盯住原油供需预期引导，总体偏空格局，但短期因 OPEC+ 减产政策截断下跌小幅反弹；2) 黑色盯住房地产弱复苏但上行空间有限；3) 有色在低库存支撑与外部衰退情绪带来的弱需求下震荡，新能源相关品种如镍、铜等更具上行驱动力；4) 农产品流动性缓解带来的反弹接近尾声，无明显上行驱动因素，其中生猪偏弱震荡；5) 贵金属继续在前期地缘低点与加息压制的通道里震荡，短期因美元指数走弱而上行。

11 月以来俄乌地缘虽有乌克兰导弹事件，但总体保持相对平静。10 月《风霜扑面》中提出“非美货币反抗”通过抛售外汇储备和美债以达到短期股债汇市场的稳定效应。外部喘息空间配合中国的宽货币稳经济政策，因而判断 11 月国内权益市场走反弹之路。截至 11 月 30 日，反弹逻辑得到兑现和验证，并在地产政策利好刺激下创小高点并划上阶段性句号。

图 1：风霜扑面：11 月反弹逻辑兑现



## 一、加息、衰退“双忍剑”

### (一) 服务韧性支撑，通胀快速回落存疑

美国通胀数据、加息幅度和持续性一直备受关注。最新经济数据显示美国 10 月 CPI、核心 CPI 数据不及预期，通胀同比降幅超过预期。本轮美国高通胀的贡献项主要为能源分项、二手车等耐用品分项、房租分项、医疗服务分项，当前均已出现松动迹象，整体来看通胀同比数据大概率会延续回落趋势。回顾过去五轮加息周期，速度最快的一次是在 1988-1989 年，美联储在 12 个月内加息 325 个基点。而在本轮加息中，美联储仅用 7 个月加息 375 个基点，货币政策紧缩的速度为近四十年来最快。这种极鹰加息下，整体通胀并没有快速回落主要归因于服务通胀韧性。

图 2：美国劳动力成本指数与薪资的走势

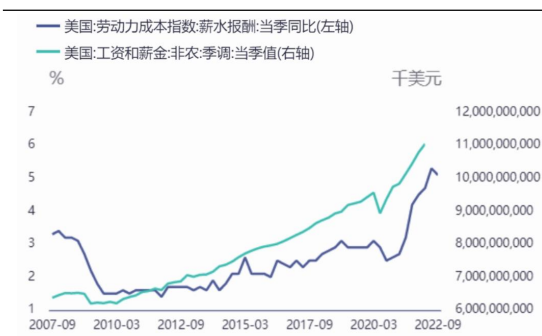
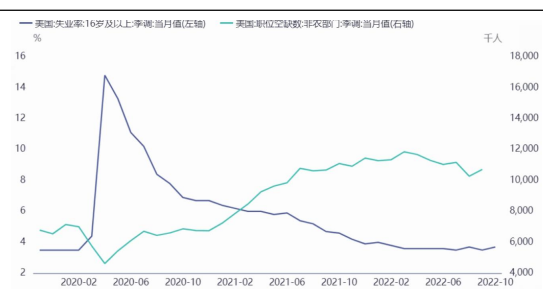


图 3：美国劳动力市场



数据来源：同花顺，长江期货

服务通胀作为主要矛盾可以从薪资增速和劳动力市场来跟踪。薪资增速角度，如图 2 所示，当前美国工资薪金不断攀升，劳动力成本指数高点已过转向回调。

工资薪金的变动通常滞后于劳动力成本指数的变动。在劳动力成本指数下降的情况下，薪资增速可能随之逐步放缓，但目前上涨粘性较大，放缓还需时日。劳动力市场角度，如图 3 所示，失业率保持稳定在底部约 3.8% 左右，职位空缺数有一定回落但近期小幅反弹。由此可知美国当前劳动力市场工资较高，短期内就业市场依然坚挺，随着职位空缺数下降、劳动力成本指数继续下滑，会开始出现疲软迹象，薪资增速见顶。

图 4：大宗商品价格总指数及分类指数

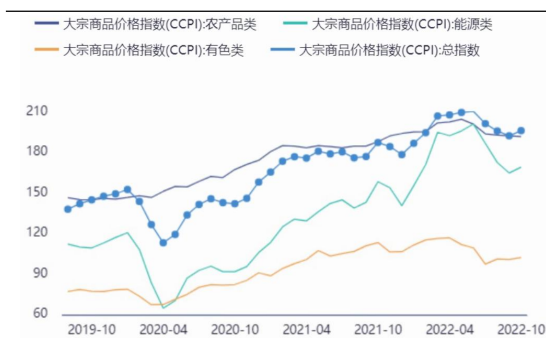


图 5：美国 FHFA 房价指数



11 月基于非美货币反抗的流动性恢复，大宗商品反弹。如图 4 所示，大宗商品总价格指数和大宗商品能源类价格指数（原油、天然气等造成高通胀问题的能源品种）有明显一致性小幅反弹。有色类、农产品类的反弹幅度较小。相较于服务通胀的韧性高位，原材料端的通胀回落趋势保持。房价作为一个国家经济走向的滞后指标。如图 5 所示，FHFA 房价指数当月同比在 10 月底见顶，11 月大幅回落，而住房租金当月同比保持攀升。考虑到房价与租金间的滞后传导大约需要 6-12 月，整体通胀回落的加速具有一定不确定性。

## （二）美债收益率仍有上行风险

图 6：美国财政部普通账户：当周值



图 7：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。美国逆回购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 6、图 7 所示，截至 11 月底美国 TGA 账户逐步放缓流动性释放，当前余额为 4927.54 亿美元，基本上回到 2019 年疫情前夕水平。按照当下的速度，TGA 账户对美元流动性的支持可能于年末或是 2023 年第一季度结束。在逆回购处于高位震荡的前提下，TGA 账户停止流动性释放可能导致美债流动性进一步收缩，引导美债收益率再次上行，从而形成新的短期利差冲击。

### （三）加息与浅衰退共存

图 8：美国：长期国债收益率曲线：10 年

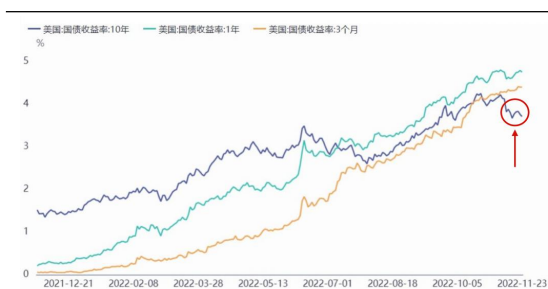


图 9：美国：国债收益率 10 年-2 年



图 10：美债利率走势 3 个月/1 年/10 年



图 11：美国实际利率预警



数据来源：同花顺、长江期货

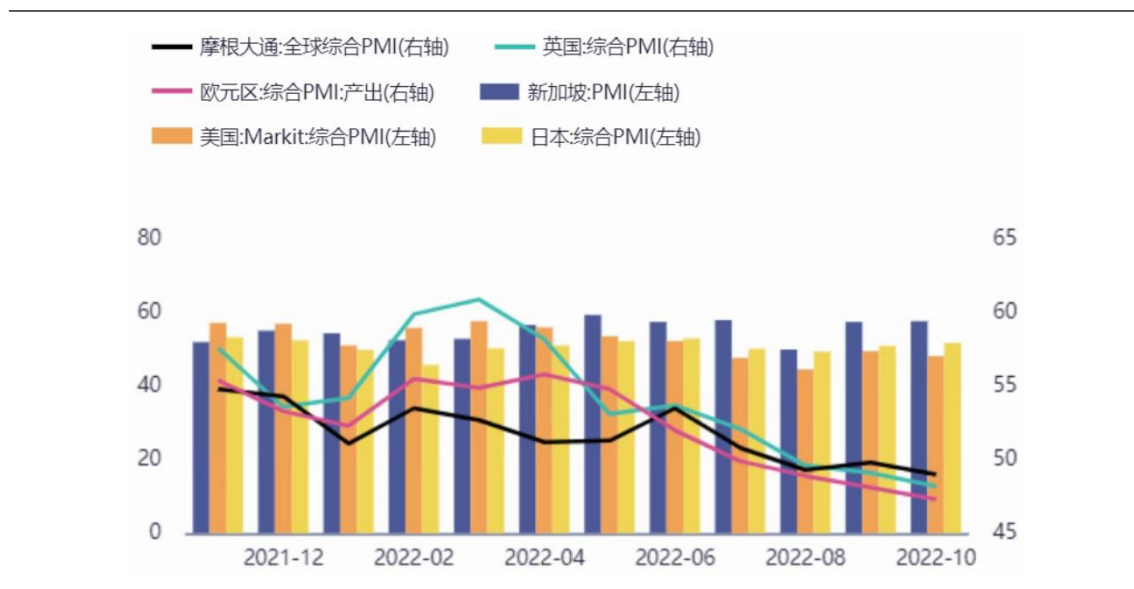
在通胀并未快速回落、市场流动性也有继续紧缩的风险下，持续加息继续深化衰退担忧。图 8 所示美国 3 个月、1 年期国债收益率处于上升但增长斜率放缓的过程中，10 年期国债收益率明显下跌。长端利率高点回落缓解非美货币的利率冲击，但长端利率的持续下跌也暗示市场可能进入交易衰退 3.0。图 9 所示美债 10 年期与 2 年期利率倒挂已是自 1982 年以来的最高值，比肩 1979~1982 年经

济大衰退。其不同点是在达到经济大衰退的利率倒挂程度下，当前美国经济数据和就业市场尚有一定空间应对继续加息引致的利率倒挂深化，进而展现加息与浅衰退共存的状态。

拉长美债利率走势的时间维度，如图 10 所示，当下的长短利率高度已接近 08 年金融危机：横向灰色窄条表示短端利率较金融危机时期尚有不多的上升空间。实际利率作为剔除通货膨胀率后储户或投资者得到利息回报的真实利率，是用以衡量一个国家真实经济水平的指标。如图 11 所示，美国的实际利率自疫情量化宽松时期开始持续暴跌进入负值。美国历史上仅在 1970s 的经济大衰退前后出现负实际利率。从衰退角度，这是来自历史的预警。从 1979~1982 年有效抑制通胀的经验来看，经济衰退后拉升实际利率进入正值，当实际利率在相当长的一段时间内（2-3 年）维持正值后美联储降息宽松，引导市场正常运转。基于上述可推断现阶段认为 2023 年开启降息的可能性很低。美国选择加息和浅衰退的共存的推断相对成立。

#### （四）错步衰退预期下的“既鹰又鸽”，非美货币维稳压力可控

图 12：主要经济体及全球 PMI 趋势



数据来源：同花顺、长江期货

2022 年 10 月份全球制造业 PMI（黑色）为 49.4%，较上月下降 0.9 个百分点，连续 5 个月环比下降，2020 年 7 月以来首次降至 50% 以下。分区域看，欧元区制



制造业 PMI 连续 3 个月在 50% 以下，且降至 48% 以下的较低水平，制造业下行压力继续加大，英国下降水平仅次于欧元区；美国 PMI 连续 5 个月环比下降，降至 50% 附近，制造业增速持续放缓；日本新加坡制造业 PMI 由升转降，制造业增速较上月放缓。如图 12 所示，不同经济体已体现出经济错步衰退的特点。由俄乌战争引发的能源危机料推动欧元区先于英国进入温和衰退。参考全球经济历史，各国央行制定政策、实施政策、根据经济数据反馈不断调整政策力度，在自反馈机制中谨慎地、逐步地降低出现大幅经济衰退的概率。从而形成了美国当下“既鹰又鸽”的加息主调，也就是鲍威尔提出的“更慢、更高、更持久”通胀治理“军规”。

图 13：外汇波动率指数

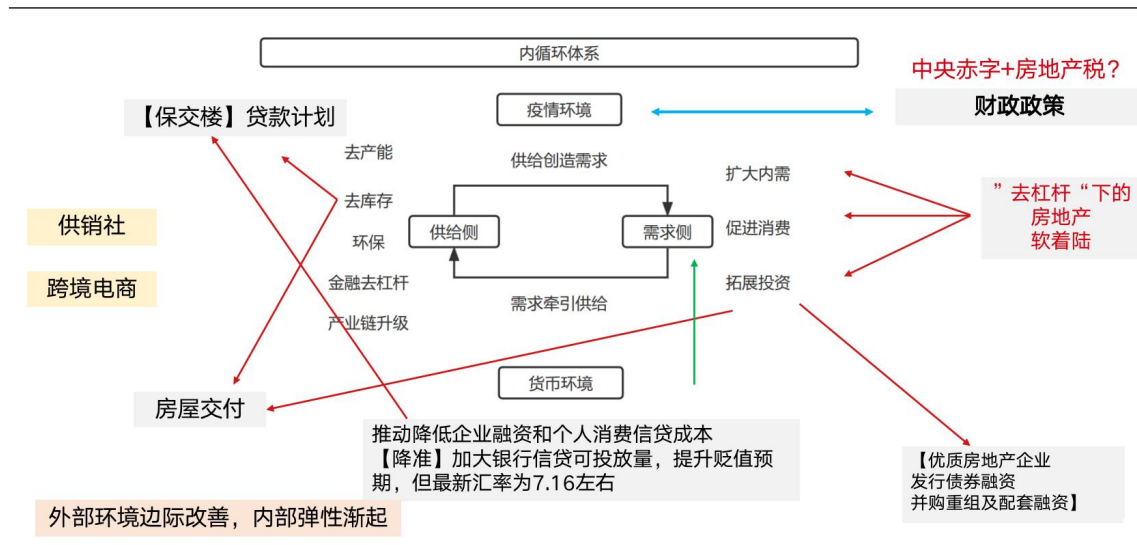


数据来源：Bloomberg, 长江期货

《风霜扑面》中提出一部分非美央行为应对美元强势和本币资产跳水，抛售外汇储备和美债以达到短期股债汇市场的稳定效应，称之为“非美货币反抗”。从美元兑日元、新加坡元、英镑、欧元、加拿大元、澳元等主要外汇日线图来看，非美货币均在明显升值后进入窄幅震荡，稳定效应持续。图 13 所示过去半年内全球外汇波动率指数不断攀升，在 10 月“非美货币对抗”之战后明显回落，总体趋势稳定，非美货币维稳压力可控，不用担心突发大幅贬值波动。这也是全球经济能否通过政策引导进入错步复苏阶段、提升全球需求的关键前提。

## 二、供需双改，民生为先 - 中国式特色转向

图 14：供需双改“组合拳”



2015 年 11 月 10 日首次提出供给侧改革，有劳动力、土地、资本、制度创造、创新等要素，旨在调整经济结构，使要素实现最优配置，提升经济增长的质量和数量。目前已完成了去产能、去库存、环保新能源、金融去杠杆和产业链升级。去杠杆的过程虽痛苦，但从全局上避免了局部产业过热造成的大起大落。而今年首次提出的需求侧改革主要有投资、消费、出口三驾马车，旨在完成扩大内需、促进消费和拓展投资。

抵抗海外宏观冲击的关键点在于国内经济基本面修复，而内需是我国经济基本面稳固运行的基础，也是 2023 年我国经济发展的主线导向。当前影响我国内循环体系的两大核心是货币环境和疫情环境。

“宽货币”有利于供需两侧同步宽松，给供应链各环节注入流动性。我国三季度货币政策报告表示国家目前着力于推动降低企业融资和个人消费信贷成本。11 月代表性措施为 11 月底中国人民银行决定于 2022 年 12 月 5 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元——既释放进一步加大力度稳增长信号，又提供的低成本、长期限资金，通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。在宽货币的基础之下，国家对房地产板块的纾困和刺激政策才能在供需双侧得以发挥。从供给角度，保交楼贷款计划在完成促进房屋交付去库存的同时，也有利于在去杠杆的条件之下对房地产软着陆。从需求角度，房地产作为人

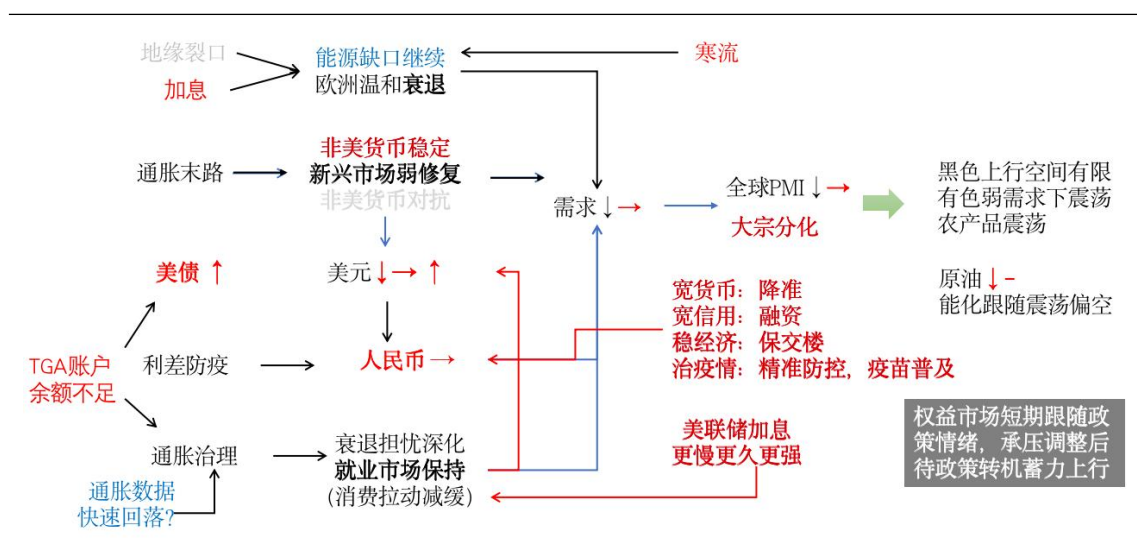




图 12 为经济衰退预期的再修订逻辑，红色字体为 10 月《风霜扑面》的基础上修订的逻辑。

衰退预期引导仍以四条线路分析：1) 寒流来临，欧盟拟同意对俄罗斯出口石油设置价格上限，俄罗斯对此表示不与对俄实施限价的国家进行油气交易，欧洲能源缺口继续，进入温和衰退的同时继续治胀加息，需求继续下降。2) 美国就业市场韧性，虽多重数据显示美国进入浅衰退，但通胀数据尚未快速回落，加息主调“既鹰又鸽”，12 月大概率加息 50 基点已计价，美元指数走弱，谨慎流动性系统风险。3) 非美货币稳定可控，随着美元走弱，新兴资本市场料继续弱修复，需求相对稳定；2023 年若流动性紧缩再次造成短期美元虹吸效应，或迎来小型非美货币反抗 2.0。4) 2022 年美联储最后一次加息已计价，国内经济基本面转向已成为权益市场的主导因素。国内政策制度红利逐步兑现，疫情防控全面优化落实，叠加降准对流动性的宽松补充，经济预期和风偏小幅抬升，料人民币汇率贬值压力震荡下行，11 月反弹之路且行且顺，12 月或随着房地产政策情绪消解后承压小幅回调，再跟随经济工作会议的政策转机继续蓄力上行。

基于上述修订，全球需求震荡偏弱，全球 PMI 下降继续，大宗商品短期反弹情绪减退，进入供需并行恢复阶段，此消彼长相互促进，板块内开始分化。能化盯住原油供需预期引导，总体偏空格局，但短期因 OPEC+ 减产政策截断下跌开启反弹；黑色盯住房地产弱复苏但上行空间有限；有色在低库存支撑与外部衰退情绪带来的弱需求下震荡，新能源相关品种如镍、铜等更具上行驱动力；农产品流动性缓解带来的反弹接近尾声，无明显上行驱动因素，其中生猪偏弱震荡；贵金属继续在前期地缘低点与加息压制的通道里震荡，短期因美元指数走弱而上行。

#### 四、结论

整体来看，通胀继续回落但能否快速回落仍有不确定性、汇率冲击暂时稳定可控，流动性紧缩的系统性风险仍在，或引致美债利率上升，重回利率冲击。美国 12 月大概率 50 基点加息，等待加息靴子落地及 2023 年美联储政策表态，非美货币继续维稳修复，美元继续走软。

权益方面，多个维度形成了 12 月或先承压回调后随政策而起的拉锯预期。

短期，全球需求震荡偏弱，全球 PMI 下降继续，大宗商品短期反弹情绪减退，

进入供需并行恢复阶段，此消彼长相互促进，板块内开始分化。

1) 能化盯住原油供需预期引导，总体偏空格局，但短期因 OPEC+减产政策截断下跌小幅反弹；

2) 黑色盯住房地产弱复苏但上行空间有限；

3) 有色在低库存支撑与外部衰退情绪带来的弱需求下震荡，新能源相关品种如镍、铜等更具上行驱动力；

4) 农产品流动性缓解带来的反弹接近尾声，无明显上行驱动因素，其中生猪偏弱震荡；

5) 贵金属继续在前期地缘低点与加息压制的通道里震荡，短期因美元指数走弱而上行。

### 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>

## 宏观金融研究员介绍

---

**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：

金融期货期权研究、商品 CTA 策略研究

(027) 65261355

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。

---