

以旧换新

摘要

本文为 2023 年 5 月 4 日 15:30 于长江期货视频号《金融期货大事件》直播对应的文稿内容。

二季度以来，美国银行业一波未平一波又起，第一共和银行收购案开启银行业危机 2.0 冲击。外部流动性恐慌、商业地产债务危机及债务上限的叠加让美联储四面楚歌。欧美衰退预期、粘性核心通胀与危机构成的不可能三角下，全球极速错步加息，需求收缩继续，美元与美债利率齐跌，衰退交易再起。实体经济受损，地缘博弈进入新国际格局，形成大体分裂局部融合、“东升西降”的新气象。黄金避险属性推高金价，短期波动剧烈；大宗通胀泡沫连续刺破，供需双弱分化难抵。

外部加息尾声下进入复苏与衰退的博弈节点，国内宽松背景下从强预期弱现实进入弱预期弱现实修订局面，宏观大周期从疫情地缘框架转入资产负债表修复的逻辑切换，回顾中国金融市场历史，老汤新路再次出发。

基于上述逻辑，二季度“交易混沌期”得到以下结论：1) 中特估及一带一路十周年会议为五月关键驱动事件，蓝筹大市值板块 IF、IH 为主要发力标的，股指整体震荡上行。2) 30 年期国债期货上市丰富国债期货久期结构，内外经济数据避险联动推动债市小幅上市，五月随着资金紧平衡或有震荡调整，中长期利率下行仍有空间，政策引导上行为主。3) 4 月房地产上下游弱现实数据公布，中长期利好不足，板块偏弱运行；4) 有色受衰退预期及加息压制，上行动力不足，短期震荡偏弱；5) 能化盯住原油价格，上有顶下有底的区间震荡【70-90】美元，二季度关注衰退预期与亚洲复苏博弈；6) 棉纺板块跟踪消费数据持续性低位震荡，并伴随复苏转强上行；7) 农产品饲料端仍有最后的下行空间，当前需求偏弱，预计二季度见底转向，叠加厄尔尼诺天气驱动上行；8) 贵金属尤其是黄金受衰退及降息预期的事件驱动型上行，高位震荡谨慎配置。

一、不可能三角：危机、衰退、通胀

（一）银行业危机再现，资金避险涌入货币基金，连锁预警需警惕

2023 年 4 月 24 日第一共和银行公布财报后价格大幅下跌，5 月 1 日宣布其被接管及收购。收购消息公布后美国银行板块股价继续屠杀，美联储借出资金周度数据从 1440 亿美元上升至 1552 亿美元，货币基金市场流入 538 亿元美元。图 1、2、3 显示：中小银行流动性回血未能持续；资产规模前 1% 的银行无保险存款占比逼近 50%；2021 年银行存款总额中无保险存款占比达到 1949 年峰值，2022 年该占比虽略有回落但仍超历史上重大经济危机时期。存款储户担忧推动银行挤兑多米诺效应。与 3 月中旬银行暴雷事件不同的是第一共和银行自身现金流加可从美联储借入现金流大约为无保险存款总额的两倍，理论上并不存在流动性风险。而银行被接管收购的过程中尤其是区域性银行，其存款往往会被判定为无粘性，利率上升导致银行资产市价亏损的部分将用过减计资产端的债券及贷款银行股权（一般在中小银行占比 70%）来冲销。储户存款外流进入货币基金赚取高利息收益和股东恐慌权益减计为零引发的股价大幅下跌极大概率形成恶性循环并加剧区域性银行的风险。

美国自 1920 年起银行数量从 31000 家缩减至今天 4100 家。5 月 2 日英国电讯报报道，美国 4,800 家银行中有将近一半正在“耗尽其资本缓冲”，斯坦福大学银行业专家 Amit Seru 教授 4 月份发表的一份报告曾估计，有超过 2,315 家银行的资产价值低于负债。2008 年 3 月摩根大通收购了全美排名第五的贝尔斯登，但仍没能阻止次贷危机的爆发。因而摩根大通收购第一共和银行同样不意味着危机解除，短期内银行倒闭问题或有蔓延，“大鱼吃小鱼”模式再度开启。

与中小银行信贷相关联的商业抵押证券(CMBS)价格低至 2008 年金融危机时期。欧美银行业危机转入新资产负债表调整阶段，信贷紧缩引发大量烂尾项目以及开发商倒闭，从而导致 CMBS 市场债务危机。全球最大的商业房东-黑石集团遭遇到连续六个月撤资并于 4 月只支付 29%撤资金额。商业地产债务危机预警。

图 1：美国中小大银行流动性跟踪

图 2：美国境内无保险存款占比走势

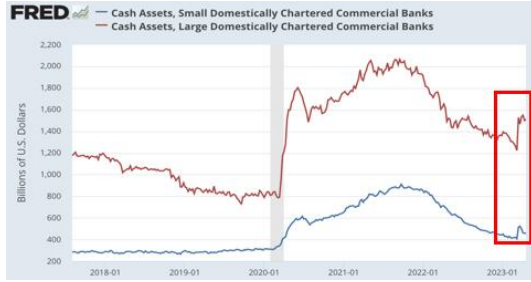


图 3：资产规模银行无保险存款占比走势

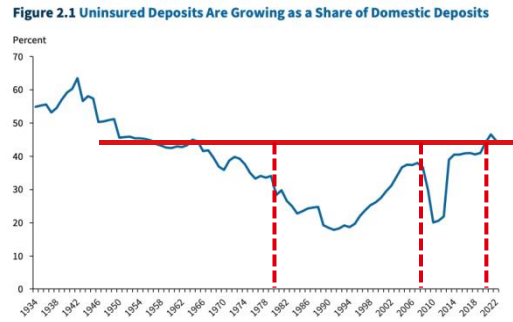
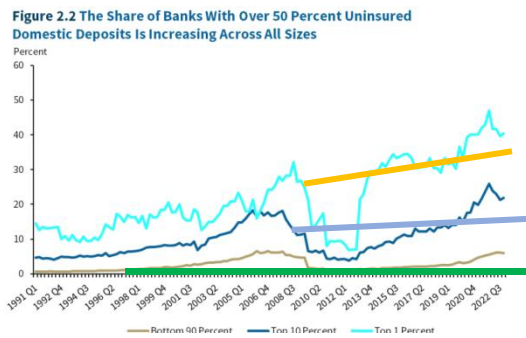


图 4：美国商业地产指数价格



数据来源：FRED, 同花顺, 长江期货

（二）衰退再添新证，治胀与复苏两难其美

银行业危机开启交易衰退 5.0：黄金一路跳升触及 2085 美元，原油下跌触及 63 美元，作为衰退预期反应的快速指标，黄金与原油处于高波状态。图 5 所示国债收益率因避险需求一路走高，然而长端利率修复较弱、上行承压。图 6 所示美债 10 年期与 3 个月期利率倒挂继续深度下探，说明后市对经济预期极度悲观。跟踪美制造业 PMI 走势，图 7 所示制造业 PMI 在过去八次经济衰退中都低于 43，当前制造业 PMI 跌势不停正在逼近水位线，美元指数也难改跌势。

《左右互搏》中讨论了经济衰退到来前失业率往往处于周期性低点。劳动市场紧张短期的根源是婴儿潮一代人员提前退休叠加疫情、移民政策紧缩导致的岗位空缺难以在劳动力市场中寻找到合适的替代者，就业摩擦加剧，供需不平衡，供给缺口短期难以弥合。现阶段超额放水的名义储蓄和通胀结构性回落、实际收入尚能支持服务需求。中长期来看人口结构调整支撑劳动力市场紧平衡。美国 3 月份职位空缺数降至近两年最低（下降幅度高于预期），最新失业率数 3.4% 已经来到历史最低点。4 月 ADP 就业人数 29.6 万（大超预期 14.8 万），同时（图 9 所示）3 月份非农时薪月均环比增速已降低至 0.26%，接近疫情前 0.24% 的水

平。劳动力市场最新数据指向劳动紧张程度的缓解，有助于对抗工资-薪酬螺旋，进而缓解通胀。

图 5：美国国债收益率：3M, 1Y, 2Y, 10Y

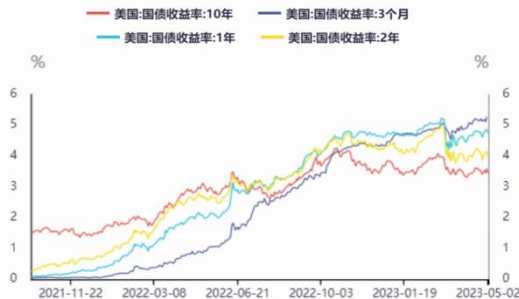
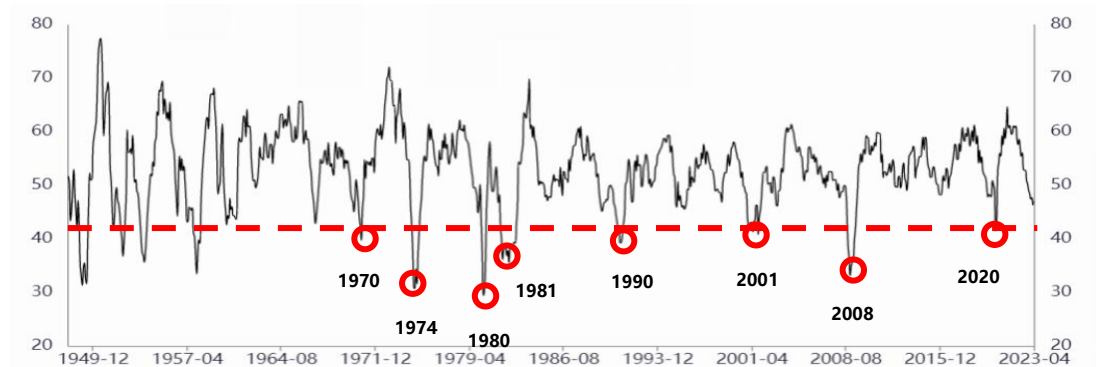


图 6：美国国债收益率利率倒挂



图 7：美国制造业 PMI 指标与历史经济危机时期比对



数据来源：FRED, 同花顺, 长江期货

图 8 所示美国新房购房意愿前景指标回落后转向上扬，前期美国房价下跌尚未传导至租金，前景指标暗示房价下跌跟随转向，服务租金部分跌势有限。结合图 9、10 可回顾美国 CPI 分项对 CPI 的贡献分布。历史规律下，一般非农时薪同比略高于 PCE 同比。预计年末时薪同比增速约在 3.3%，核心 CPI 下半年预计在 3.5%-4.3%。由能源细项及汽车家具类分项拖累 CPI 可知，若经济衰退大概率出现为制造业衰退。而从住房、薪资服务类细项的保持可得出在美联储加息暂停后年内降息较难，过快降息将形成二次通胀，进而演变为恶性通胀。美联储将会继续缩表代替加息，以达到收水效果。

图 8：美国新房购房意愿前景指标

图 9：美国 CPI 分项占比及预测

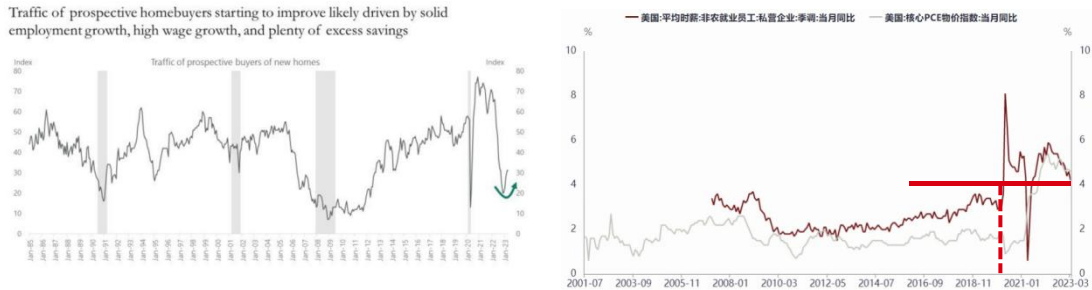
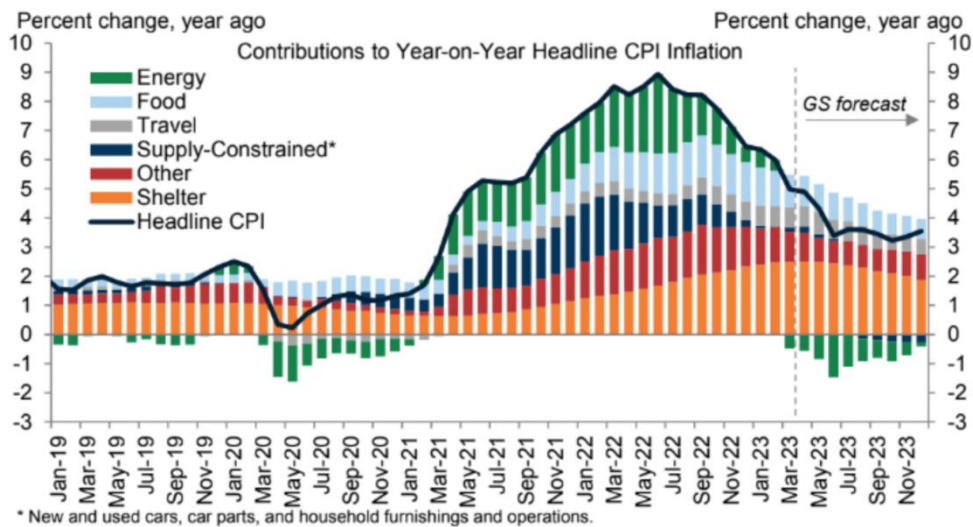


图 10：美国 CPI 分项占比及预测



数据来源：同花顺，长江期货，GS

（二）债务上限与信用危机

债务上限是美国国会为联邦政府设定的为履行已产生的支付义务而举债的最高额度，触及这条“红线”，意味着美国财政部借款授权用尽，除非国会调高债务上限，否则白宫无权继续举债。

2021 年，美国两次提高债务上限，目前的上限是 31.381 万亿美元。2022 年，美国政府债务首次超过 31 万亿美元。这意味着，美国未偿还的公共债务数额超过中国、日本、德国、英国的经济体量总和。债务上限会引发 TGA 加速流失，从而为财政部的各种支出提供资金，抵消缩表计划带来的准备金回笼，甚至有助于提振市场的流动性，引发风险资产的反弹，负向损害加息成果。当前美国税收见顶，而高额利息支出继续攀升。2023 年 5 月 7 日美国财政部长耶伦喊话债务上限问题亟需被解决，否则违约最早会在 6 月 1 日。“债务上限”危机将影响美国政府正常运转，包括占据财政支出大头的养老和医保资金发放；另一方面，“债务上限”危机将增大美国“债务违约”风险，冲击全球金融市场，严重损害

世界经济复苏。图 12 所示美国国债 CDS 价格飙升，美元信用岌岌可危。

图 11：美国税收与付息走势

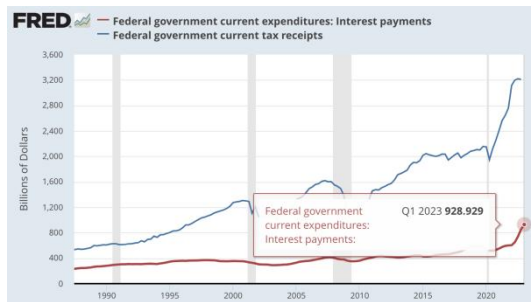


图 12：美国国债 CDS 价格走势

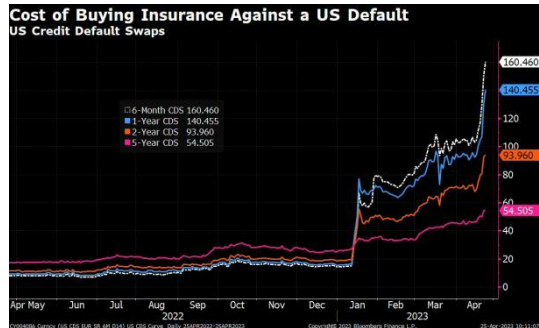
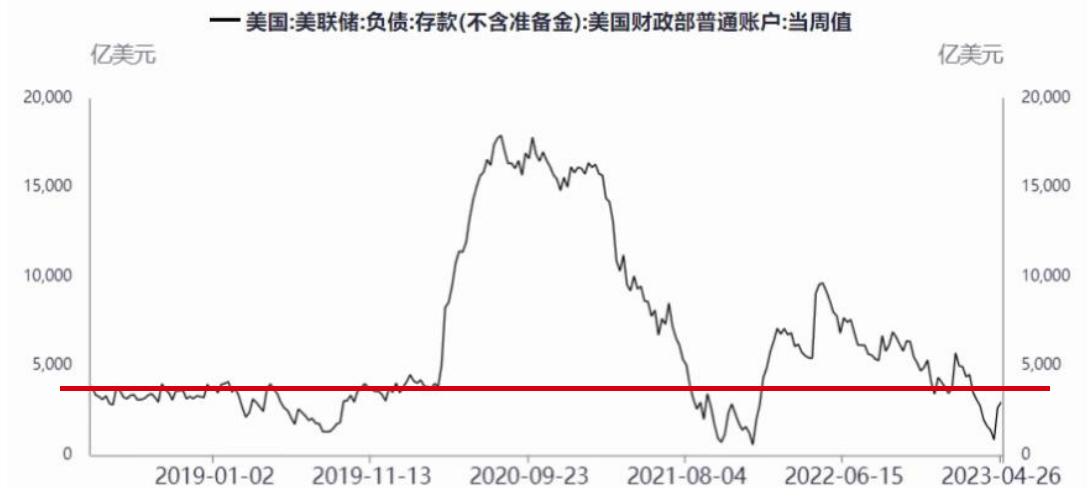


图 13：美国：美联储：财政账户储蓄：当周值



数据来源：同花顺，长江期货

（三）外部加息未止，需求萎缩二季度见底

图 12：欧元区调和 CPI



图 13：主要经济体服务业 PMI 走势

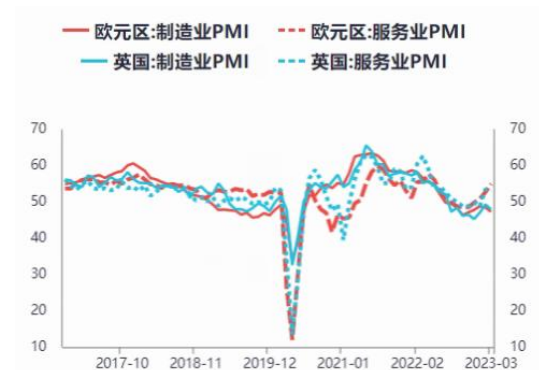


图 14：欧洲主要 GDP 产国制造业 PMI

图 15：欧洲主要 GDP 产国服务业 PMI

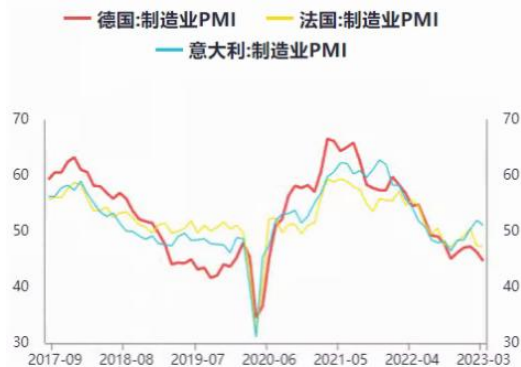


图 16: 欧元兑美元走势



图 17: 欧元区 CPI 分项



Euro area annual inflation and its components, %									
	Weights (%)	Annual rate							Monthly rate
	2023	Apr 22	Nov 22	Dec 22	Jan 23	Feb 23	Mar 23	Apr 23	Apr 23
All-items HICP	1000.0	7.4	10.1	9.2	8.6	8.5	6.9	7.0e	0.7e
All-items excluding:									
> energy	897.7	4.1	7.0	7.2	7.3	7.8	7.9	7.5e	0.8e
> energy: unprocessed food	852.7	3.9	6.6	6.9	7.1	7.4	7.5	7.3e	1.0e
> energy: food, alcohol & tobacco	697.9	3.5	5.0	5.2	5.3	5.6	5.7	5.6e	1.0e
Food, alcohol & tobacco	199.8	6.3	13.6	13.8	14.1	15.0	15.5	13.6e	0.2e
> processed food, alcohol & tobacco	154.8	5.4	13.6	14.3	15.0	15.4	15.7	14.7e	0.7e
> unprocessed food	45.0	9.2	13.8	12.0	11.3	13.9	14.7	10.0e	-1.5e
Energy	102.3	37.5	34.9	25.5	18.9	13.7	-0.9	2.5e	-0.8e
Non-energy industrial goods	262.7	3.8	6.1	6.4	6.7	6.8	6.6	6.2e	0.7e
Services	435.3	3.3	4.2	4.4	4.4	4.8	5.1	5.2e	1.2e

数据来源：同花顺，长江期货

图 12-17 所示，欧元区 CPI 调头但核心 CPI 粘性较强，但食品价格回落开启，制造业 PMI 整体修复力度不及服务业；其中德国作为工业大国制造业 PMI 终值仅 44.5，欧元区制造业衰退现象初现。美联储加息计价暂停，欧元区尚未结束，欧元兑美元升值通道延续。欧美进口需求大概率继续萎缩。

二、以旧换新：重回资产负债表修复

图 18 所示，过去中国经历了杠杆周期、去杠杆、结构性去杠杆到稳杠杆的阶段。从通过修复资产负债表的分母来解决资产负债率过高的问题，重新激活信贷渠道对金融资源的配置功能，到将资产负债表修复的重点放到分子部分，通过直接压低负债来解决资产负债率过高的问题，杠杆率冲击带来信用违约的系统性风险隐患。而后进入同时增加分子分母的形式来降低资产负债率，让分子的增加的幅度远低于分母的增加幅度。理论上要资产价格的增幅大于债务的增幅，这便是结构性去杠杆的通俗说法。

2015 年是国内杠杆分布的转折点，此前整个经济的杠杆，主要由政府部门

和央企部门来承担，在此之后思路大为转变，杠杆主要由居民部门和民企部门承担。这种转变在微观上体现为居民与企业部门资本支出的减少，消费能力的减弱，而在宏观上，则体现为经济对利率的承受力越来越低（经济增长中枢下移）。2019年春节后的判断后，逻辑框架进入贸易摩擦与疫情，目前进入经济复苏阶段中国又要回到资产负债表修复框架，即图20所示。

图18：中国疫情前宏观大周期逻辑回顾

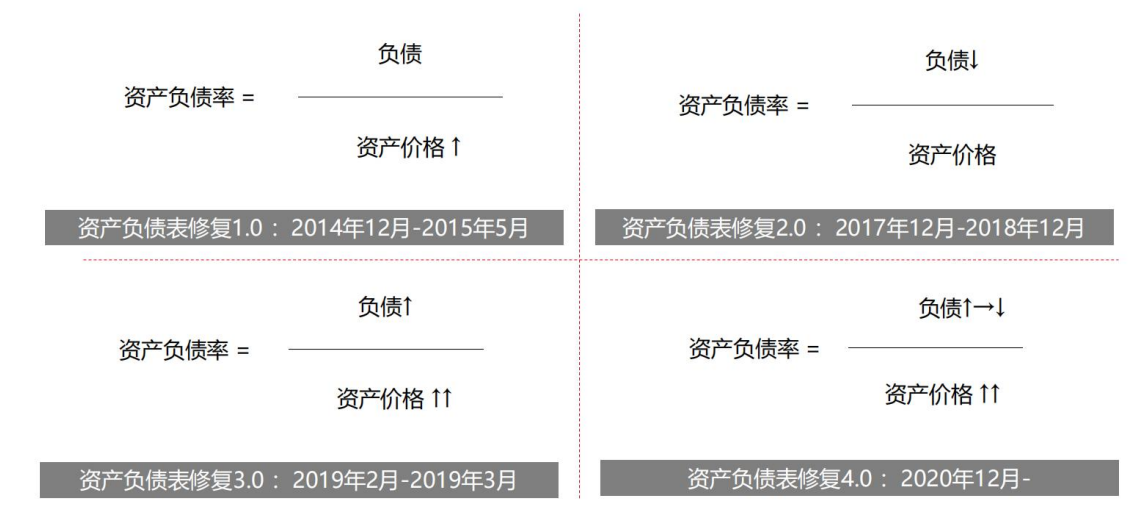


图19：中国疫情期及地缘裂口下逻辑框架

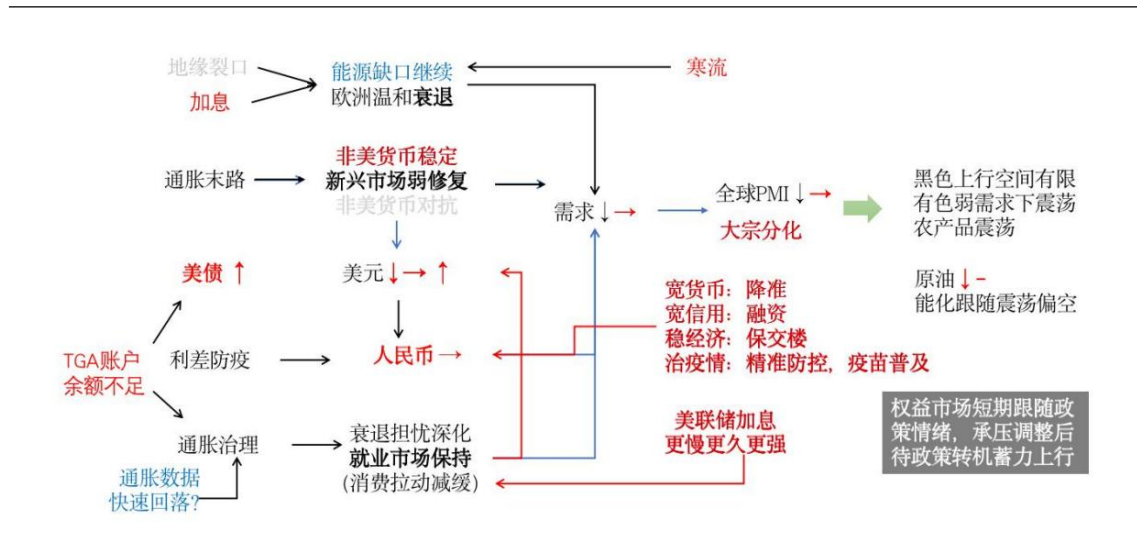
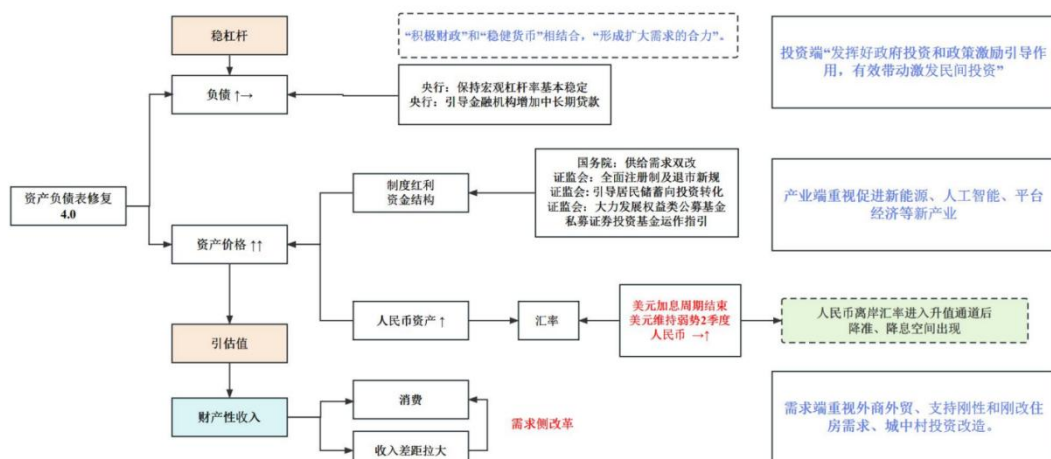


图20：中国重回资产负债表修复4.0



中国4月经济数据公布，制造业PMI重回线下；出口数据略有下滑但仍具韧性。五一消费数据在吃行支出上超预期，但未能在吃行以外的分支达到预期，出行次数虽同比增长20%但消费总额仅同比增长不足1%，即人均消费下降，消费复苏预期减弱。据中指研究院发布的《百城价格指数报告》，百城新建住宅价格在止住“7连跌”及持平后继续转涨，二手房市场挂牌量持续走高，房价走势继续承压。房地产销售数据明显下滑，供给市场扩大，不利于房地产债务化解。

前期经济数据暗示中国进入通缩预期，因而改善预期成为2023年起宏观周期的主调：资产负债表修复4.0。全面注册制及退市新规落地改善股票金融市场的稳定性及质量，引流中长期资金扩容、提升人民币资产价格、提高财产性收入，同时配合需求侧改革，拉动内需消费改善分母资产端。分子负债端继续稳杠杆路线，保持宏观杠杆率相对稳定的情况下，使用积极财政政策叠加稳定货币政策作引，推动民间投资及科技产业发展。改善就业-收入曲线。

图 21：中国历年各月制造业 PMI

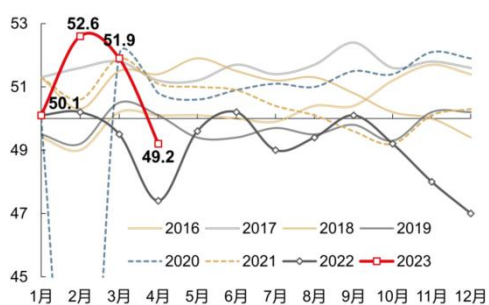


图 23：制造业 PMI 主要分项指标 (%)

图 22：制造业 PMI 新订单、新出口订单及在手订单指数 (%)

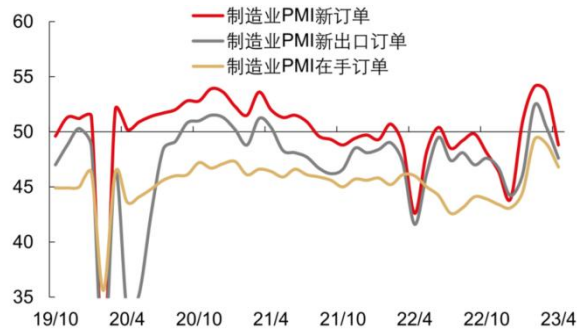


图 24：制造业原材料购进价格及出厂价格指数 (%)

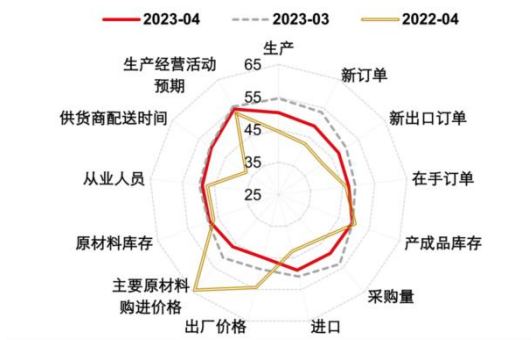
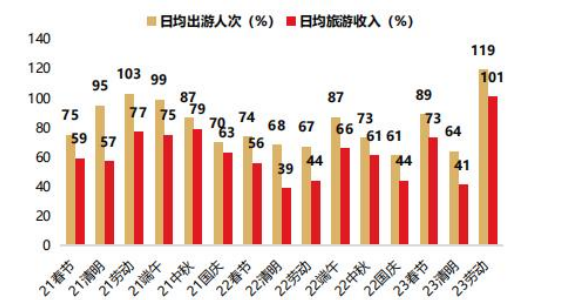
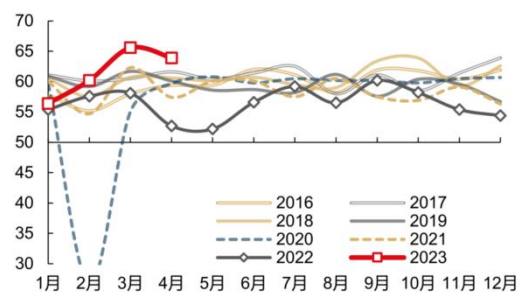


图 25: 历年各月建筑业商务活动指数 (%)



图 26: 旅游人次与收入恢复至 2019 年同期的比例



数据来源: WIND, 同花顺, 长江证券, 长江期货

三、各自为政：地缘博弈新格局

(一) 一拍即合的“去美元化”新国际秩序诞生

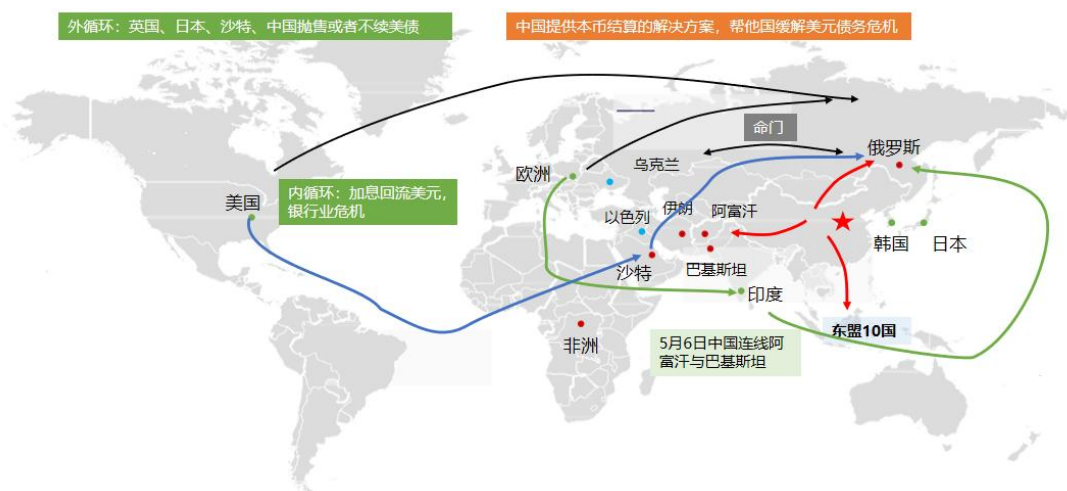
疫情期间天量放水美元贬值，俄乌冲突爆发，美国把俄罗斯踢出了 swift 系统，还冻结了俄罗斯的美元资产，触发了美元支付和美元资产的全球信用危机。美国作为货币霸权国家，一般从内外循环下完成对他国收割以支持本国资产负债表。当下英国、日本、中国、沙特等经济体纷纷抛售美债，外循环中断，美国只能加息实现美元回流完成自己的内循环。内循环下，美债收益率骤升引发银行业危机，既冲击了美元流动性又使资金进入货币基金中避险增加付息成本。美国实际通胀无力缓解，维持高利率态势难改。美元利率和美债收益率远远偏离了美国实体经济的增长速度，大量虚拟金融资产实际处于空转状态。加息导致美元回流，主权国家受美元潮汐运动，纷纷出现了美元荒，大量美元债务违约，对去美元化的要求更为迫切。中国在“天时地利人和”下以本币结算的解决方案帮助他国缓解美元债务危机，必然较易拥有合作盟友。本质上缺美元的国家是“去美元中心化”的主推力。这不仅有利于非美货币升值，还利于各国贸易合作资源分享，便造就了当新国际秩序的开始。

(二) 全球贸易主战场向欧洲及东亚迁移

逆全球化下，美国主要的产业政策有两个。一是靠大力政府补贴的再工业化；但制造业回流本土下，美国最新公布的 GDP 中属于企业投资的贡献值仅 0.1%，其余均来自政府投资。说明制造业回流并没有对美国经济增速有明显帮助。二是将供应链放到国家安全框架下进口的近岸化和友岸化，并通过各种关税工具的使用对商品服务供需引导。从近岸化角度，排除高人力成本的加拿大便是墨西哥北部承担技术提供、中美洲承担纺织服装。但其产业值在短中期无法满足美国的需求缺口。因而主要需求还是流回到拥有相对成熟制造产业链的东亚—两个友岸通道，东南亚（低端产业，包含马来西亚、印尼电子半导体供应链）和韩国（中高端）。因此你会看到一个外贸数字的改变，就是中国对美国的出口会降低，但是中国对东南亚和韩国的出口会大幅度增加。

从贸易角度，美国在国际立场上与欧洲一条线，在贸易上通过沙特买能源卖欧洲；沙特和印度能源储备不足，通过俄罗斯买能源卖欧洲，中国向沙特俄罗斯非洲购买能源储备自用。俄乌地缘裂口改变了贸易路径仅留欧洲为核心被收割国家。而在中美贸易战中，东南亚成为中国第一大贸易地区，进口大规模增加。一旦中欧投资协议签订，另一条转移通道就是欧洲。

图 27：地缘变革下的新贸易格局-向欧洲及东亚迁移



整体上，横向分析中国内外局势，不难得出中国接下来的复苏路径便是通过股票将家庭资产负债表向企业资产负债表转移，企业向地方转移，地方资产负债表向国家资产负债表转移，国家资产负债表向欧洲中东亚太转移。宏观框架

跨入新的逻辑（回到旧的逻辑），这也是未来 3 年的总体框架。

四、结论

整体来看，外部加息尾声下进入复苏与衰退的博弈节点，国内宽松背景下从强预期弱现实进入弱预期弱现实修订局面，宏观大周期从疫情地缘框架转入疫情前的资产负债表修复逻辑，以旧换新再出发。

基于上述逻辑，二季度“交易混沌期”得到以下结论：

1) 中特估及一带一路十周年会议为五月关键驱动事件，蓝筹大市值板块 IF、IH 为主要发力标的，股指整体震荡上行。

2) 30 年期国债期货上市丰富国债期货久期结构，内外经济数据避险联动推动债市小幅上市，五月随着资金紧平衡或有震荡调整，中长期利率下行仍有空间，政策引导上行为主。

3) 4 月房地产上下游弱现实数据公布，中长期利好不足，板块偏弱运行；

4) 有色受衰退预期及加息压制，上行动力不足，短期震荡偏弱；

5) 能化盯住原油价格，上有顶下有底的区间震荡【70-90】美元，二季度关注衰退预期与亚洲复苏博弈；

6) 棉纺板块跟踪消费数据持续性低位震荡，并伴随复苏转强上行；

7) 农产品饲料端仍有最后的下行空间，当前需求偏弱，预计二季度见底转向，叠加厄尔尼诺天气驱动上行；

8) 贵金属尤其是黄金受衰退及降息预期的事件驱动型上行，高位震荡谨慎配置。

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）65261325

网址：<http://www.cjfc.com.cn>

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

电话：

(027) 65261355

研究员

宏观与大类资产配置研究、金融期货期权研究

邮箱：

liming7@cjsc.com.cn

中级黄金分析师

澳大利亚国立大学金融工程硕士。主要对全球贸易体系、金融体系、政治体系输出研究视角和成果，以经济逻辑为主、金融科技为辅，将经济结论转为具体投资策略。在期货日报、文华财经等处发表研究观点，路演投教经验丰富。

2022 年期货日报证券时报中国最佳期货分析师评选“最佳期权分析师”。