

## 四平八稳

### 摘要

本文为 2023 年 5 月 29 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。

5 月以来经济数据公布，中国市场都会面对“先导-同步-汇率”冲击路径。美国的通胀、银行危机、债务上限都缓解，而欧洲的地缘，国内的过剩仍在。整体来看，外部错步加息尾声，需求萎缩现实继续，美国债务上限协议结果与 6 月加息决议或成“小黑天鹅”事件。国内弱现实弱数据阶段持续，去库存加速，价格上行无由杀盈利，货币政策宽松空间有限，财政政策发力受限。“其时而惕，虽危无咎。”基于上述逻辑，二季度“交易混沌期”得到以下结论：

1) 6 月上旬，股指震荡难见上行突破，板块效应和政策短效冲击更为聚集，6 月底或能逐步消化经济数据带来的先导指标冲击-同步指标冲击-汇率冲击，边际效应降低；

2) 6 月随着资金紧平衡或震荡偏弱，中长期利率下行仍有空间，政策引导上行为主。

大宗商品已进入空头情绪与供需心理线博弈阶段，操作较难：

1) 原油价格关注 OPEC+减产及需求修复作为支撑；

2) 有色、能化均受衰退预期及需求萎缩大幅下行，短期震荡偏弱，反弹逢高空；

3) 国内经济数据或给黑色超跌品种带来上行短期情绪，谨慎做多，整体震荡偏多，左侧交易。

4) 棉纺板块跟踪消费数据及上行；

5) 农产品饲料端品种分化，玉米、棕榈油等考虑厄尔尼诺天气驱动上行，猪周期相关油脂油料和饲料养殖供需偏松，继续承压，仍有最后的下行空间，保持在二季度见底的观点；

6) 贵金属继续高位震荡，波动较大，适合超短线投机交易。

## 一、 鹰鸽各半，债务不息

### （一）稳银行，稳货币，稳经济，平利率，平通胀

图 1 所示，3 月中旬银行业危机导致的避险情绪引导美债各期限需求激增，价格上行利率下行，10 年与 3 个月利率倒挂于三月底创历史最高，衰退担忧引发热议。随着第一共和银行收购案落地，市场担忧减退，美债利率修复，于 5 月中旬美债利率加速攀升。近日 10 年与 3 个月利差开始收窄，10 年与 2 年利率倒挂保持相对稳定。图 2、3 所示，结合美国周度存款变动季调/实际数据和大小银行存款总额可以看到，4-5 月中小银行流动性回血未能持续，大银行存款继续流出且小银行存款加速外逃。图 4 所示，资金流进入货币基金赚取高利息收益仍旧是最受欢迎的投资方式。区域性银行的恶性循环风险虽稍有缓解但问题仍在，美国财政部部长耶伦表示短期内银行倒闭问题若有蔓延，“大鱼吃小鱼”模式再度开启，不必过于担心。这一应对模式符合预期，同时符合美国自 1920 年起银行逐步兼并的历史。图五所示，银行业信贷标准提高紧缩，金融环境指数下行，债务危机潜在风险加深。

图 6 所示，美国 M2 同比增速暴跌已达到历史低位-4.6%，货币体量收缩快速。参考美国 200 年货币供应历史上看，暴力货币紧缩均会带来一定程度的衰退。2022-2023 年货币紧缩让货币供应回到水下，技术性衰退概率存在但同时较大概率能在一年内修复。图 8、9 所示，市场对美国经济担忧排序 TOP3 分别是衰退、通胀及银行业危机。根据投资者仓位变动可知，机构投资者现金持有的比例明显上升，对冲资金敞口提高，散户投资者主动管理资金大幅提升，总体风偏下降，资产配置保守化，因而市场对经济衰退的计价较为充分，衰退即使确认也并不担心产生较大边际冲击。

回到通胀问题上，图 10 所示美国买房成本经历过小幅下跌后再次回到上行趋势。而最新公布的美国 3 月标普凯斯席勒（S&P/CS）全国房价指数同比上涨 0.7%，环比上涨 0.4%，是继 2 月环比转涨后，又一次环比上扬。而在 2 月之前，该房价数据已经历了连续七个月的下跌。美国租金成本一路上行未受房价下跌影响。房价向租金传导通常需要 6-12 个月，当下来看，房价下降向租金回落的传导路径恐难达成，核心服务通胀仍需谨慎对待，叠加美国其他经济数据，5 月 FOMC 时对 6 月加息 25 基点的预期概率从 0 上升至当前的 48.9%，6 月加息尚有空间，

甚至出现隔月加息模式。

图 1：各期限美债收益率走势

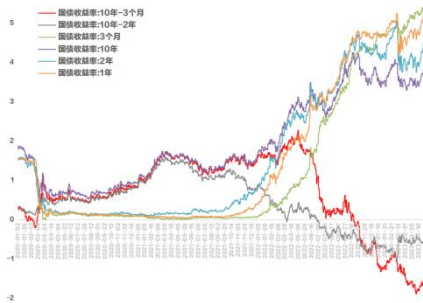


图 2：美国周度存款变动季调/实际数据

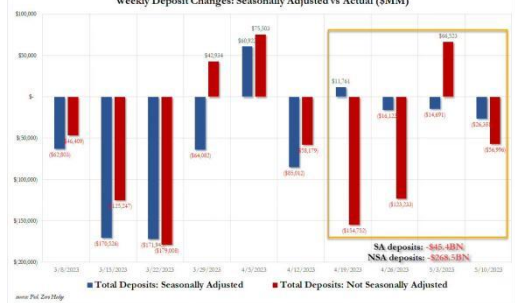


图 3：大小银行无保险存款占比走势

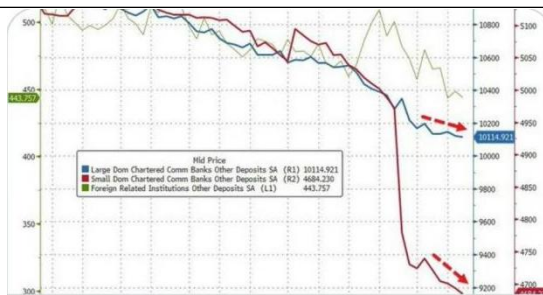


图 4：美国商业地产指数价格

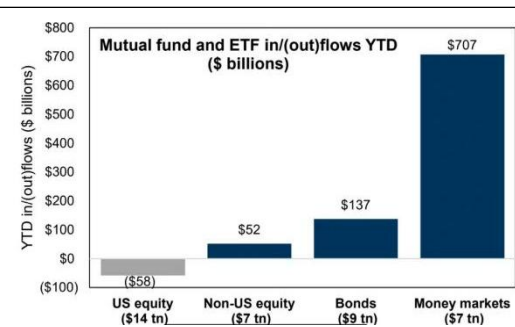


图 5：美国国内信贷标准及金融环境指数

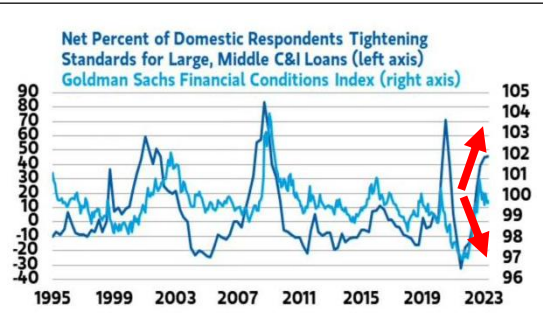


图 6：美国 M2 同比增速走势

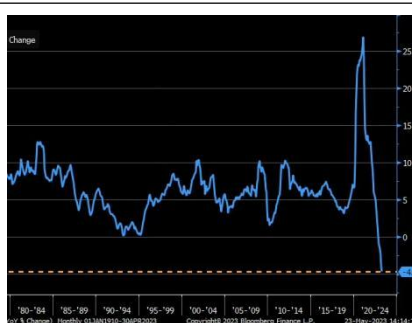


图 7：美国货币供应与历史事件回顾

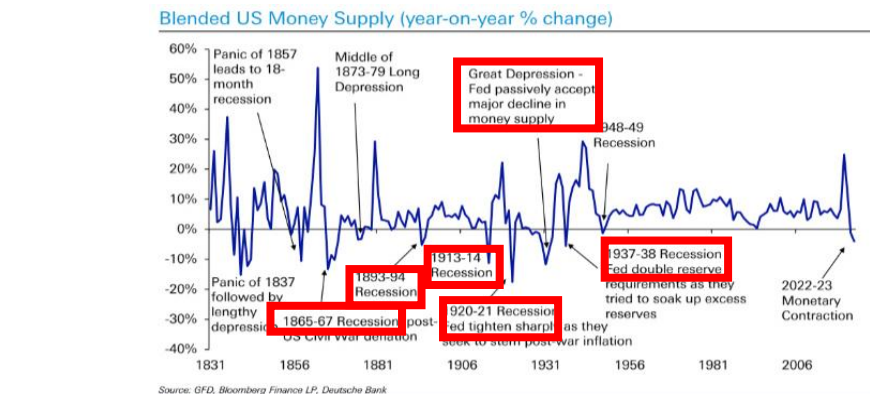
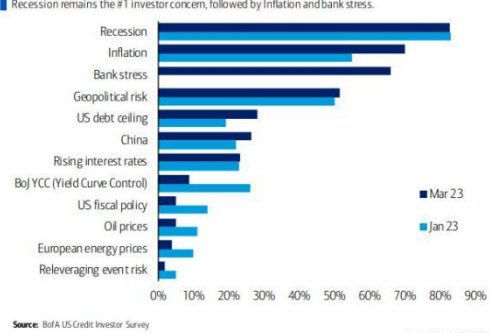


图 8：美国投资者对市场担忧因素的排名

图 9：各类投资者仓位变动 vs 2022 年

Figure 1: Credit investors: What are your biggest concerns?



Institutional positioning is light amid weaker flows

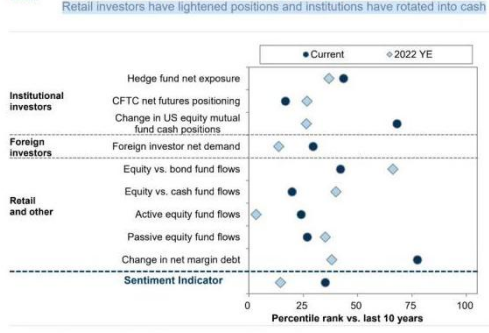


图 10: 美国房价、租金走势

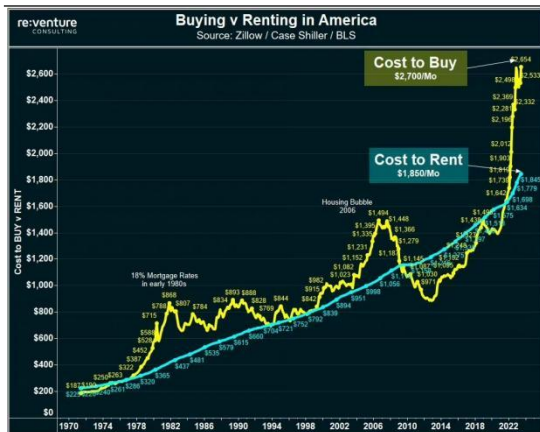
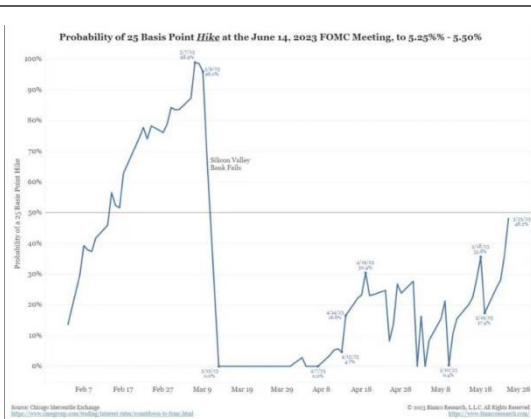


图 11: 6 月加息 25 基点概率走势



数据来源: FRED, 同花顺, Bloomberg, 长江期货

## (二) 稳债务下的政治博弈

《以旧换新》中介绍了债务上限会引发 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。“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; 历史上, 7 位总统在位期间出现政府停摆, 时长从 5 天至 67 天不等, 众数分布在 15-30 天内。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, 损害美元信用。

回顾美国历史上四次债务违约: 第一次: 1862 年初美国政府的即期票据违约原因是财政部试图支付内战的财政困难。作为回应, 美国政府开始印刷纯纸币——美元。第二次: 1933 年美国政府的黄金债券违约。美国政府承诺债券持有人以金币赎回这些债券。此案最终提交至最高法院, 最高法院以 5 票对 4 票的结



果支持政府在选择违约时拥有违约的主权。第三次：1968 年美国拒绝兑现其将其银券纸币兑换成银元的明确承诺。第四次：1971 年美国违背了根据布雷顿森林协议将外国政府持有的美元兑换成黄金的承诺当时美国财长康纳利有一句话：美元是我们的货币，但是你们的问题。无一例外，都以美国自有的方式解决，并不断提高上限来到了当下拜登执政下的 31.381 万亿美元的债务上限预警。事实上，债务上限的协议迟迟不决，究其根本还是两党的政治博弈，打响 2024 年大选的第一枪。

考虑到中诚信国际将美国主权信用从 AAA 级下调至 AA+级，美国主权 CDS 利差飙升至历史最高水平，那是否意味着美债违约概率达到历史最高。其实不然，图 12 所示，CDS 利差是购买方为了避免某债券违约所支付的保费，一旦债券违约，购买方就可以将违约债券交付给出售方，并从后者手中立即获得等同于该债券面值的赔偿。初步看起来，CDS 利差和债券的潜在违约概率正相关。但是，如果 CDS 债务人的债券种类有很多，那么购买方可以选择市面上最便宜交割券 CTD 用于交割：通常要求这张交割券必须在 30 年期以内的可在清算阶段系统里转移。此时购买方相当于违约期权的权利方，一旦触发信用事件，购买方总是可以从市场上购买 CTD 债券，交割给出售方，赚取面值与 CTD 市值之间的差额。这意味着，CDS 利差相当于 = 债券违约率预期 + 被保债券面值与市面上 CTD 券的价格的差额很大，即利差的飙升既可以是违约行权概率高也可能是行权收益大。

而 2023 年以来更多属于行权收益大。自 2020 年天量放水造成美国财政部在近乎为零的利率下发行了很多低息长久期债券，而在极鹰加息利率飙升下债券大幅折价。图 13 所示当前 1 年期美债大约 170 个基点的利差，大致可以折算出市场眼中的美债违约率大约在 3.7%，显著高于 2022 年不足 0.5%的水平但并不如 2011 年债限前夕超过 6%的违约概率那么高。图 14 所示，当前市场上相较于面值最便宜的美债是 2020 年 5 月 15 日发行的 30 年期、票息率为 1.25%的 30 年期国债，其目前的市价大约在 55 美元附近。若美债出现技术性违约购买者从市场上购入这张券，兑付给出售方并获得  $100 - 55 = 45$  美元的利润。也就是说，虽然现在的 CDS 利差看起来比 2011 年要宽，但主要是因为当下美债 CDS 一旦违约行权收益会非常可观，而不是因为行权概率更高。究其本质：2020 年到 2023 年以来，美债利率从 40 年最低走到 40 年最高。

那么，美债收益率自五月中旬以来上行，是否因为市场担忧美债违约，并带来对全球金融市场毁灭性冲击。其实也不然。

与日常的企业债不同，美债没有交叉违约条款，特定美债违约并不必然导致其他美债自动跟随违约。若 6 月上旬美债出现技术性违约，更多是因为美国两党政治博弈而非无力偿付旧债，因而考虑到两党均不能承担债务上限问题带来的罢工失业乃至连锁经济冲击，其持续时间也是极短的一一可能几个小时、几天，但不太可能超过半年。因而违约也将主要集中在 6 月上旬到期的国债，而不太可能扩散至更长久期的债券上。除非市场认为两党债限扯皮会持续超过 1 年以上，否则没有理由做空 1 年期以上的美债，而做空 10 年期美债等同于认为美国政府将对美债永久性违约。短期违约+违约局部将只是局部冲击美债利率。逻辑上，债限导致的财政减支和避险情绪将冲击美债利率下行，同时技术性违约将触发 CDS，市场上的 CDS 购买方将大量购买长久期、低市值的 CTD 债券用以交割，冲击长久期美债利率下行。因而综合参考 2011 年美国债限 X-date 前后美债的走势，预计技术性违约对 1 年期及以上美债利率的冲击是向下的。

当下美债利率上升更多源自经济数据仍旧向好及鹰派发言。从数据上看，自 5 月中旬以来美债利率相对一致上行，从利率角度会使得 CTD 更加便宜提高行权收益部分，若违约概率保持不变，则从而理论上会让 CDS 利差上升。但观察美债 1 年期 CDS 利差发现，实际上 CDS 利差缩窄。因此，CDS 利差下降从逻辑上大概率源于违约概率明显大幅下降；要么就是利率上行源于直接风偏改善或者经济前景修复，鹰派紧缩。

而美国债务上限 Xdate 到来前，一般会针对违约的情景制定相应的方案：（1）提前一天通知美联储转移大额付款的系统和清算行推迟本金和票息的归还，美债交易商对其仍然可以进行报价，现券交易也理论上不受影响。虽然债券可能市价会出现下跌（无法如期折现），但理论上不会永久无法折现。（2）临时当天通知违约，违约债券相关业务报价场内市场全面瘫痪，有一定冲击，但场外市场仍能继续，进行缓冲。

1979 年 4 月末和 5 月美国曾因支付系统问题对部分美债持有者出现过小型技术性违约。且图 16 所示，2011 年债务上限问题出现后，对于续作市场并未出现较大的波动，新债对于利率的冲击也较小。若 6 月上旬美债出现技术性违约，

而续作美债也将偏短债，方便债务滚动，流动性冲击不会过大。

图 12: CDS 市场交易图示

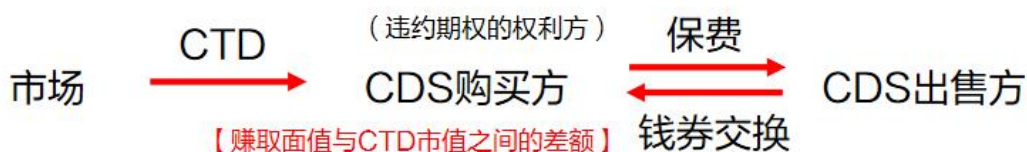


图 13: 美国 CDS 倒退隐含违约概率

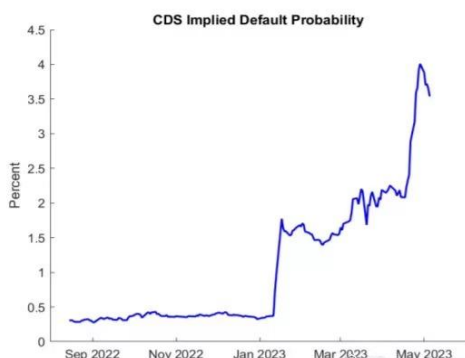


图 14: 30 年美债市场价格走势

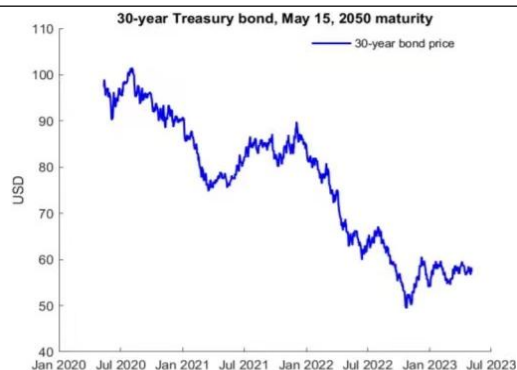


图 15: 2011 年 CDS 隐含违约概率对比

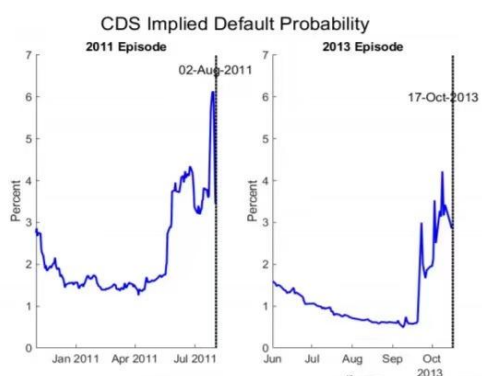
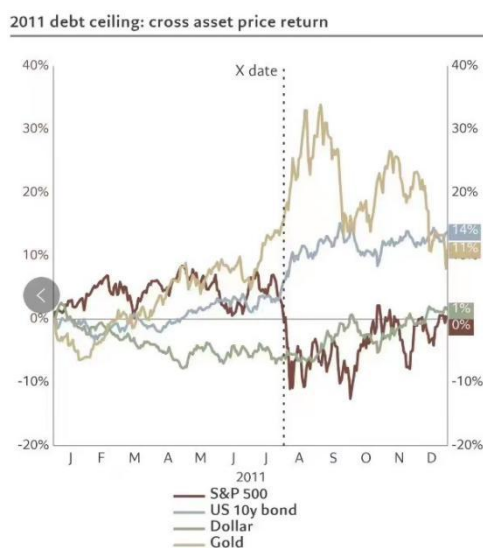


图 16: 2011 年债务上限提高后市走势

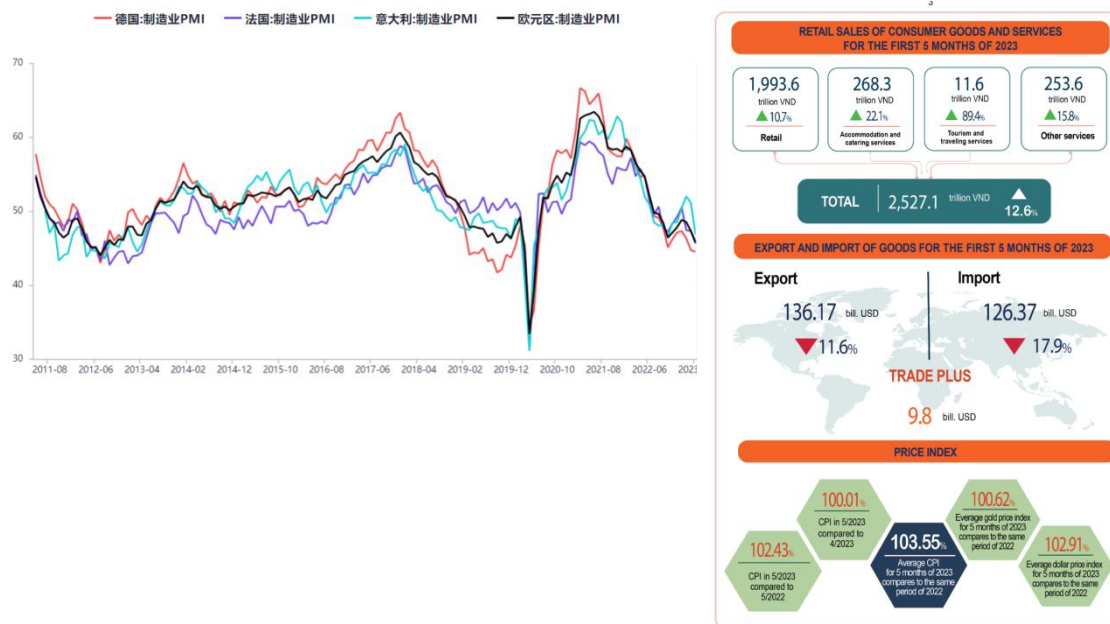


数据来源: Bloomberg, 长江期货

## (二) 外部加息不止，错步衰退难断

图 17: 欧元区主要经济体制造业 PMI 走势

图 18: 越南出口数据统计



数据来源：越南统计局，同花顺，长江期货

图 17 所示，欧元区制造业 PMI 一路向下，主要三大经济体德国、法国、意大利在经历能源危机冲击后，即使天然气价格回到俄乌战争之前，但其制造业仍确认技术性衰退，尤其有“经济火车头”之称的德国。同期，日前，英国《星期日电讯报》援引英国政府官员和超市业人士说法警告，由于英国食品通胀率已经达到 19.1% 的历史高点，英国首相苏纳克正考虑对面包和牛奶等基本商品实行价格上限机制。为此，苏纳克将与各主要零售商达成一项具有强制性约束力的协议。可谓是，通胀之路悠长，加息节奏难改。

图 18 所示，越南统计局数据显示，越南 5 月进口萎缩 18.4%，出口收缩 5.9%，为连续第四个月下降。今年前五个月，越南出口已下降 11.6%，进口萎缩 17.9%。与 2022 年同期相比，按绝对值计算，越南进出口总额下降近 400 亿美元（2022 年同期为 2705.6 亿美元）。作为欧美消费国的东南亚低端加工国，越南出口萎缩还在持续，表明全球需求下行尚未出现拐点。欧美进口需求大概率继续萎缩。

## 二、四平八稳，遵时养晦

### （一）平汇率，平利差

《左右互搏》提出中国接下来宏观周期中政策格局的走向。资产负债表修复 4.0 中财产性收入部分与股票市场的稳定增量紧密相关。当下图 20 所示，离岸



人民币汇率自4月中旬起从6.7一路贬值至7.1。人民币贬值导致人民币资产贬值，资本外流引导资产价格下行，此过程还会加大抛售人民币资产的预期，以达到自我实现。整个过程反制经济复苏，不利于股市稳健。同时，人民币币值下降，在他国同步加息的路径中，我国宽松的货币政策出台受到压制。国内外利差持续走阔，贸易摩擦及供应链供需市场分割至东南亚所带来的经济差，也是造成汇率冲击的重要因素。因而，平汇率、平利差是当下中国经济复苏现实的前提条件。

图 19：中国政策格局运行部分阻滞

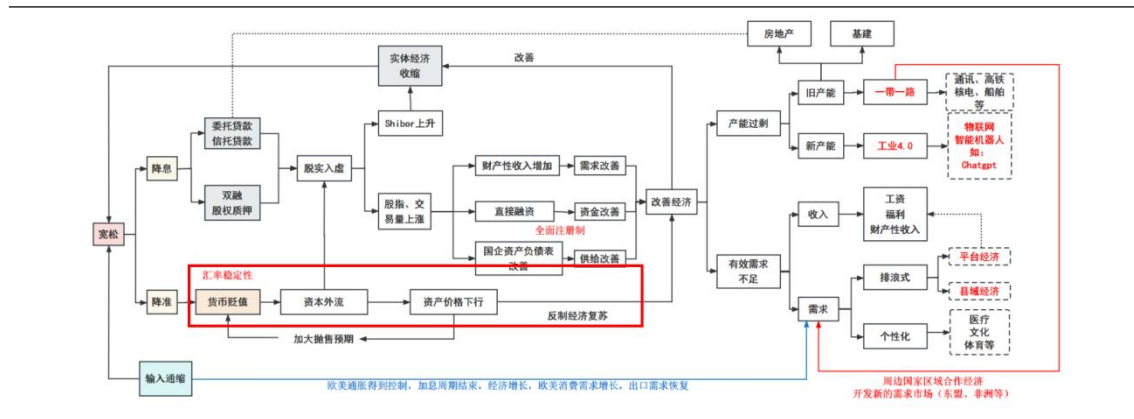
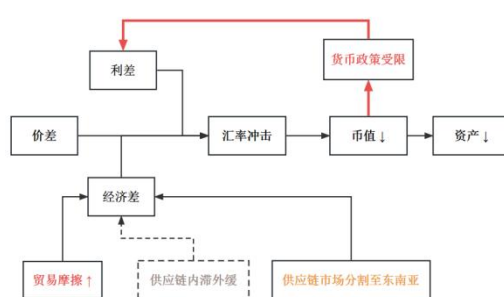


图 20：离岸人民币汇率走势



图 21：汇率冲击抑制货币政策



数据来源：东方财富，长江期货

## （二）稳就业、稳消费、稳投资、稳债务

图 21-31 所示的为 5 月份公布的部分经济数据。4 月 CPI 环比降幅收窄，同比涨幅回落至 0.1%；其中，春节后鲜菜、猪肉价格续降成为 CPI 下降主因，节日消费引导出行价格上涨，非食品类通胀相对保持。4 月 PPI 环比下降 0.5%，同比降幅扩大至 -3.6%；4 月社融新增 1.22 万亿，人民币贷款增加 0.72 万亿；社融存量同比增长 10%，M2 同比增长 12.4%。居民信贷再转负，表明或仍有居民以存款提前还贷、当前居民购房需求仍弱。居民存款季节性减少、且同

比多减，表明居民部分存款或转为投资和消费、及居民提前还贷现象仍存。在去年同期基数偏低的背景下，4月我国出口同比增长8.5%，高于市场预期，反映我国出口增长仍然强劲。出口绝对金额和同比增幅均较上月边际回落，或指向出口超预期更多源于基数而非基本面好转，区域上看，东盟支撑减弱，“一带一路”沿线出口表现亮眼；整体来看，出口回落趋势难改，但幅度或可控。我国16-24岁人口失业率最新数据显示20.4%，细观2023年4月社会消费品零售零售总额主要数据，可以发现化妆品类和文化用品类分别环比下降29.77%和26.14%。从侧面也反映了当下劳动市场环境及消费需求的明显变动。国家统计局公布数据1-4月全国规模以上工业企业利润下降20.6%，中国各省市债务率（宽口径 vs 窄口径）除贵州外，地方政府债务在福建、广西及华北省市均需加强债务管理。地方债务与房地产销售下行引发的地产债务环环相扣，是国内地方资产负债表修复的重点节点。

“先导-同步-汇率”冲击，汇率贬。国内产能过剩问题还在艰难寻找出路，美元升，人民币汇率继续贬，似乎无望，但也存生机，外部的复苏及流动性的恢复，会缓解当前数据下行并在三季度找到拐点。

图 21：中国 CPI 同比和环比

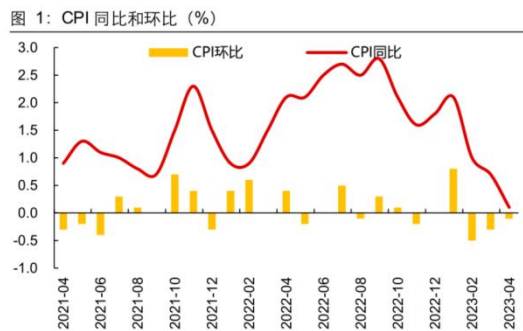


图 22：中国核心 CPI 同比和环比

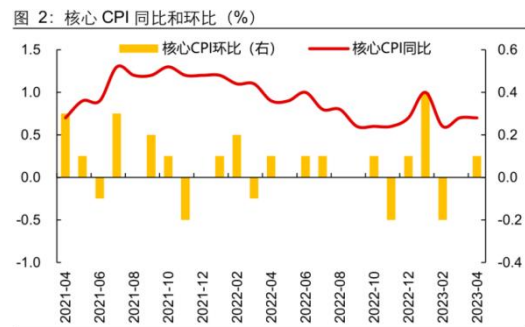


图 23：中国 PPI、PPI 生产资料和生活资料同比走势

图 24：中国 PPI、PPI 生产资料和生活资料环比走势

图 7: PPI、PPI 生产资料和生活资料同比走势 (%)

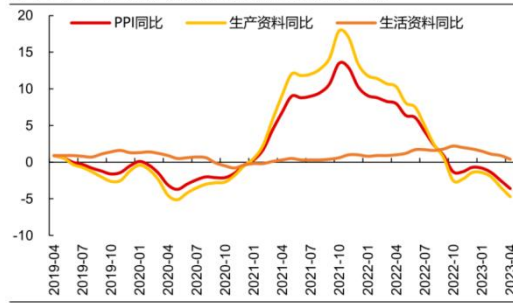


图 8: PPI、PPI 生产资料和生活资料环比走势 (%)

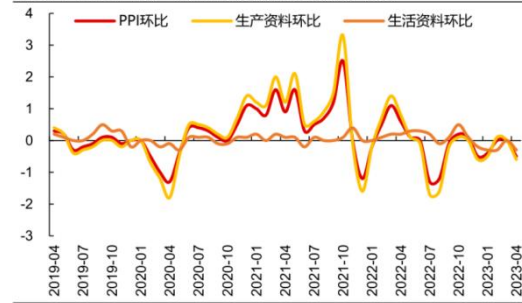


图 25: 各国对中国出口拉动率 (百分点) 贡献值

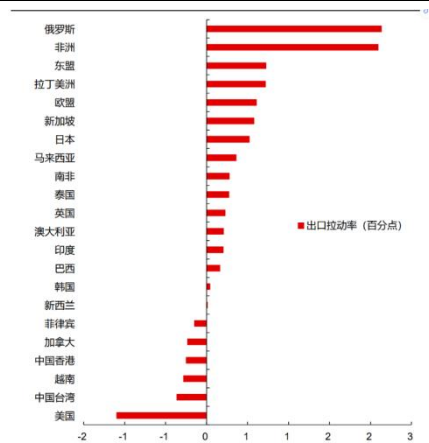


图 26: 中国 4 月社会消费品零售零售总额主要数据

2023年4月份社会消费品零售总额主要数据

指标	4月	3月	环比
	绝对量 (亿元)	绝对量 (亿元)	
社会消费品零售总额	34910	37855	-7.78%
其中：除汽车以外的消费品零售额	31290	33591	-6.85%
其中：限额以上单位消费品零售额	13228	15459	-14.43%
其中：实物商品网上零售额	—	—	—
按经营地分			
城镇	30398	32868	-7.51%
乡村	4513	4987	-9.50%
按消费类型分			
餐饮收入	3751	3707	1.19%
其中：限额以上单位餐饮收入	1011	1077	-6.13%
商品零售	31159	34148	-8.75%
其中：限额以上单位商品零售	12217	14382	-15.05%
粮油、食品类	1395	1608	-13.25%
饮料类	211	230	-8.26%
烟酒类	364	430	-15.35%
服装、鞋帽、针纺织品类	1051	1164	-9.71%
化妆品类	276	393	-29.77%
金银珠宝类	231	288	-19.79%
日用品类	548	670	-18.21%
体育、娱乐用品类	86	95	-9.47%
家用电器和音像器材类	609	723	-15.77%
中西药品类	524	626	-16.29%
文化办公用品类	260	352	-26.14%
家具类	109	134	-18.66%
通讯器材类	410	514	-20.23%
石油及制品类	1926	2129	-9.53%
汽车类	3620	4265	-15.12%

图 27：中国社会融资规模增量、同比变化

图 1：社会融资规模增量、同比变化（亿元）



图 28：历年各月居民中长贷新增（亿元）

图 3：历年各月居民中长贷新增（亿元）

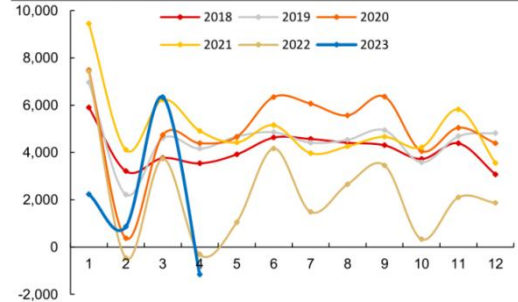


图 29：中国 16-24 岁人口失业率走势

2020年以来，我国16-24岁人口失业率走势图

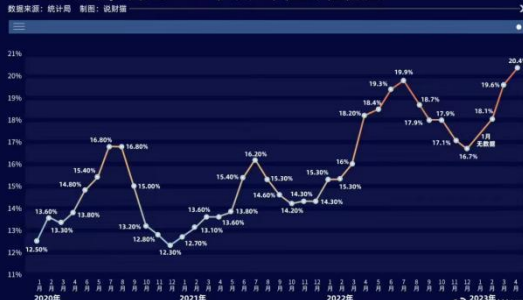


图 30：中国各省市债务率（宽口径 vs 窄口径）

华北三省债务率（宽口径）居全国中位数以下（%）

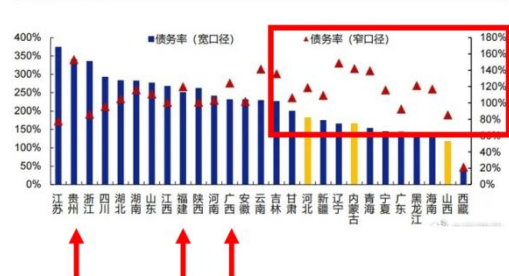
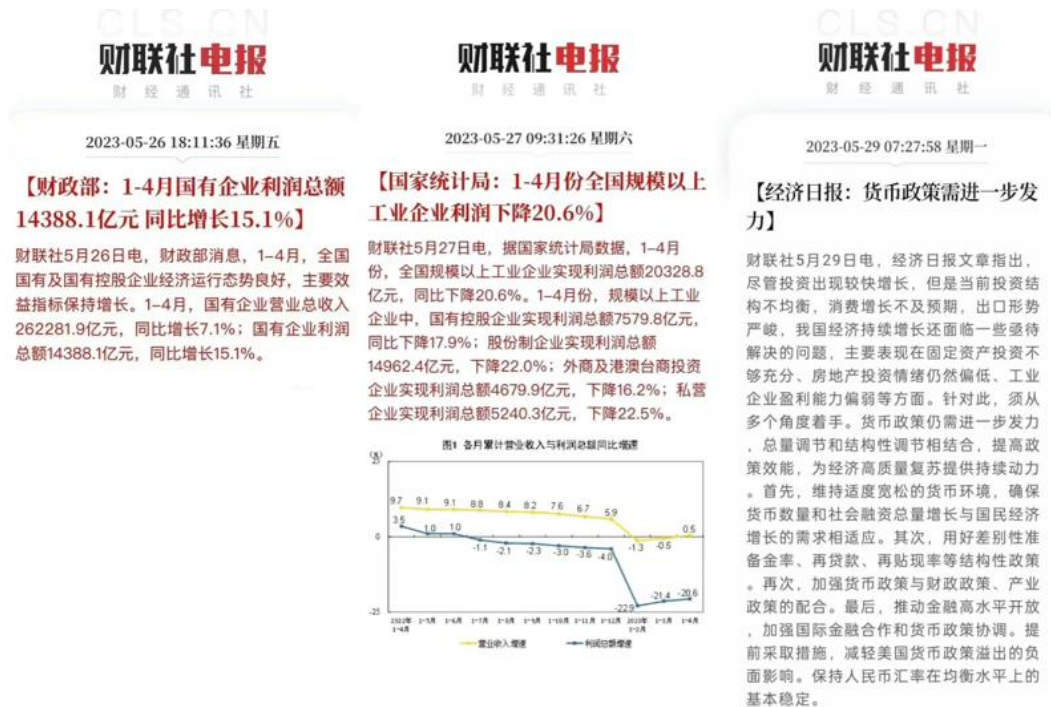


图 31：中国工业企业及国企利润同比增速数据对比





数据来源：WIND，华尔街新闻，财联社电报，同花顺，长江证券，长江期货

图 32：地缘变革强化-两派之争



局势【最优解】- 再融合：中美通缩对通胀，减少制裁和关税——美国利用中国供应链优势降低服务商品成本，中国拉动芯片科技发展，消化过剩产能，优化GDP结构

### 三、结论

整体来看，外部错步加息尾声，需求萎缩现实继续，美国债务上限协议结果与6月加息决议或成“小黑天鹅”事件。国内弱现实弱数据阶段持续，去库存加速，价格上行无由杀盈利，货币政策宽松空间有限，财政政策发力受限。但从国

际格局对比来看，可谓“其时而惕，虽危无咎。”基于上述逻辑，二季度“交易混沌期”得到以下结论：

1) 6月上旬，股指震荡难见上行突破，板块效应和政策短效冲击更为聚集，6月底或能逐步消化经济数据带来的先导指标冲击-同步指标冲击-汇率冲击，边际效应降低；

2) 6月随着资金紧平衡或震荡偏弱，中长期利率下行仍有空间，政策引导上行为主。

大宗商品已进入空头情绪与供需心理线博弈阶段，操作较难：

1) 原油价格关注 OPEC+减产及需求修复作为支撑；

2) 有色、能化均受衰退预期及需求萎缩大幅下行，短期震荡偏弱，反弹逢高空；

3) 国内经济数据或给黑色超跌品种带来上行短期情绪，谨慎做多，整体震荡偏多，左侧交易。

4) 棉纺板块跟踪消费数据及上行；

5) 农产品饲料端品种分化，玉米、棕榈油等考虑厄尔尼诺天气驱动上行，猪周期相关油脂油料和饲料养殖供需偏松，继续承压，仍有最后的下行空间，保持在二季度见底的观点；

6) 贵金属继续高位震荡，波动较大，适合超短线投机交易。

**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）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：

中级黄金分析师

liming7@cjsc.com.cn

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”。