

## 风物长宜

### 摘要

本文为 2023 年 8 月 1 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。

7 月以来内部上证指数反复在 3150 附近试探，市场情绪低迷。“先导-同步-汇率”冲击下亟需经济数据转向或是政策出台改善悲观预期。全球共治通胀局面迎来加息末路。美国经济数据扰动加息预期引导美元先降后升，利差接力支撑美元。美国充分就业市场疏导供应链阻滞、制造业回流拉动基建隐藏加息遏制效应。信贷收缩影响可控、地缘钝化、债限无忧下海外股市欣欣向荣。这与年初展望的“东升西降、内复苏外衰退”大相径庭。欧元同步加息对美元潮汐形成大坝效应，非美货币得以喘息。7 月公布中国二季度 GDP 同比增长 6.3%，若要达成全年增长目标，下半年纾困托底政策势在必行。8 月若经济数据转向叠加政策持续发力，权益市场可期许反弹，但进入三季度会重新面对各种利空因素集结。

从交易预期来看，8 月上旬股指期货震荡上行维持多头持有，上证指数核心区间【3248, 3330】，前期政策底约为 3150，若政策持续发力二阶压力位约为 3400 左右；当下股债跷跷板效应明显，有效政策极短冲击收益率上行但不改中长期利率宽松状态。大宗商品当下处在内外宏观预期差窗口期，应当谨慎交易。短期跟随政策修复预期的宏观节奏：

- 1) 外盘原油压力位 81.6 美元，考虑美国 EIA 库存不足的补库需求及资源国减产意愿，原油及相关能化产业链有上行支撑，但中长期高价压制需求利空；
- 2) 短期“城中村”改建和房地产托底”及中长期“双碳政策”综合之下，黑色上游有反弹高空的机会；
- 3) 有色受大宏观窗口及国内汽车+高科技产业链+低库存支撑仍有上行空间，先涨后跌多头注意减仓，沪锡多头补涨；
- 4) 内盘黄金高位震荡偏多，外盘受加息预期冲击核心区间【1971, 2013】；
- 5) 考虑到高温与黑海粮食协议，食物相关的农产品上行趋势不变，生猪上行空间有限可近多远空平滑季节效应和 CPI，洪涝对部分油脂品种利空效应明显。

## 一、加息末路？风险后置

### （一）制造业投资：贡献出线

图 1、2 所示，美国芯片法案对在美国建厂的芯片企业提供大约 530 亿美元的联邦补贴既落实了美对中产业脱钩的坚定态度也明显拉动美国制造业投资。而制造业投资快速增长一定程度支持建筑业劳工增长，如 7 月 25 日美国制造业用人缺口达 80 万人。不考虑美国制造业“回流”或是近岸化的长期成本收益问题，若扩张和劳动力缺口趋势持续，则仅制造业投资本身就将提振美国二季度名义 GDP 增速 0.7 个百分点，短期内对美国经济带来强劲的支撑效果。图 3、4 所示，最新非农新开职位表明劳动力供给缺口有所收窄，名义平均时薪与实际平均时薪增速放缓，尽管后者增速较平但未改薪资上行局面。失业率从 3.7% 降回 3.6%，劳动力市场指标仍指向韧性通胀。

图 1：美国制造业总建筑消费



图 2：美国制造业与建筑业劳工数量

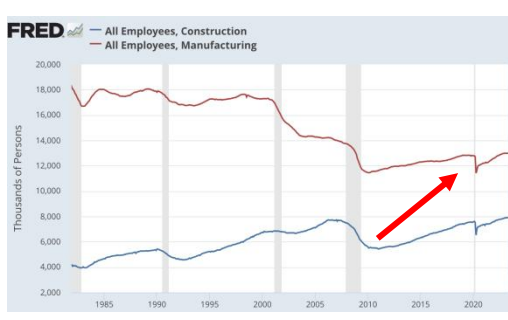
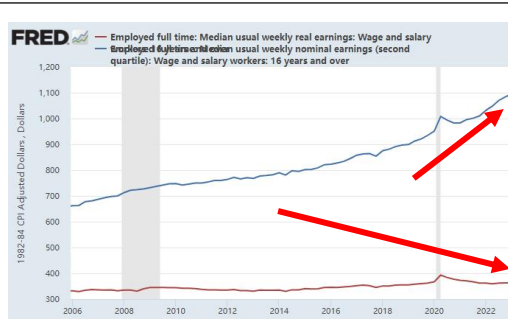


图 3：美国非农新开职位



图 4：美国名义/实际全职时薪



数据来源：FRED, 长江期货

### （二）风险后置：客观跟踪

《以旧换新》中介绍的债务上限问题已过两月，美财政部 TGA 账户从市场收水快速回补至 5000 亿美元，同期逆回购 RRP 也同步放水等量流动性以避免出现

流动性冲击。美国货币基金 MMF 规模继续扩大，家庭部门贡献增量几乎同步增速。大肆举债下 MMF 资金量作为购买增发国债的主力也平衡了前期全球担忧的美债供需缺口。债限问题过去，美债与美元流动性整体相对平稳。

美联储 6 月 30 日对银行业极端压力测试得到的正面可控的结论，而中小商业银行现金资产的稳定及大型银行的流动性回补支持这一结论。尽管当下仍有中小银行破产个例出现，例如：Pacwest 与 Bank of California 完成合并，同时引进私募机构的资金注入和人员管理，极大平滑了负债端出售所带来的冲击。银行信贷持续收缩，有效抵押贷款利率、抵押贷款到期和 CBMS 债务到期量都在上行，商业地产价格指数略微跌至水下但目前尚未构成 2008 年金融危机时的巨幅冲击，这表明当下金融压力没有明显暴露的情况下，信用风险正在悄然出清。长远来看，变相优化私人部门与企业资产负债表也是“危机下的生机”。

图 5：美国货币基金总资产规模和家庭部门占比

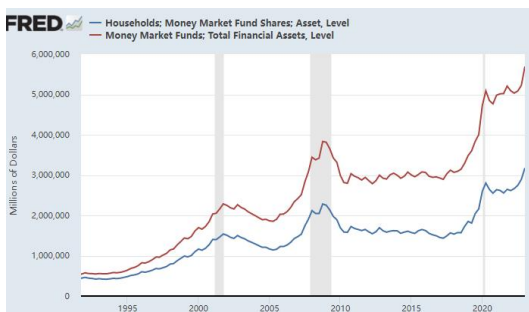


图 6：美国财政部 TGA 账户及逆回购 RPP 周度存款变动季调/实际数据

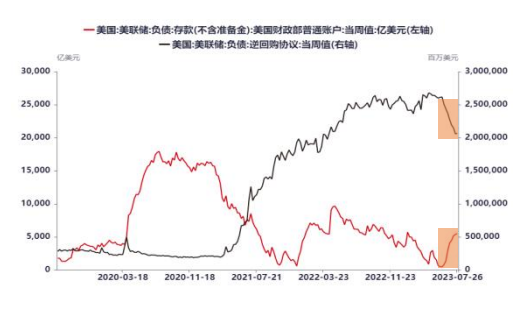


图 7：各规模商业银行现金资产规模趋势

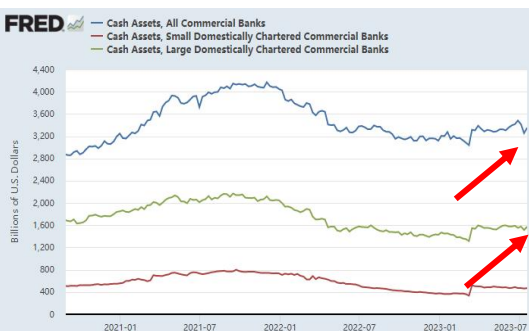
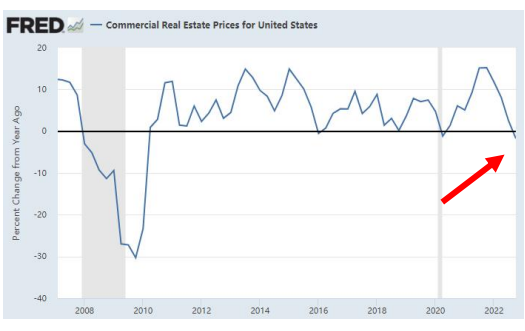


图 8：美国商业地产指数价格



数据来源：FRED，同花顺，长江期货

### （三）加息末路：通胀支撑

极速加息下美国衰退迟迟不到，究其根本还是 2020 年美财政部天量放水至居民名义收入形成的财富幻觉自我强化逻辑。激增收入带来的强劲消费力转化为企业盈利推动美股不顾加息抑制稳步上行，而超额储蓄在资本市场的财产性收入和货币基金市场的投资性收入又反向增厚居民收入。基于此形成自我正向强化的逻辑闭环。随着超额储蓄的消耗和政府补贴的缩减，预计最快明年 3 月可以看到美国消费投资市场的自有现实。从利率倒挂（2023.6.30 倒挂最深-1.06%）和十年美债利率（2022.10 前高 4.25%）来看，9 月仍有 25 基点加息空间。而在此前，美联储加不加息将跟随经济数据一会一议：是补库周期上的通胀超预期反弹还是金融反脆弱失败后的硬着陆，仍是薛定谔状态的存在。

图 9：美国财富幻觉的自我强化逻辑

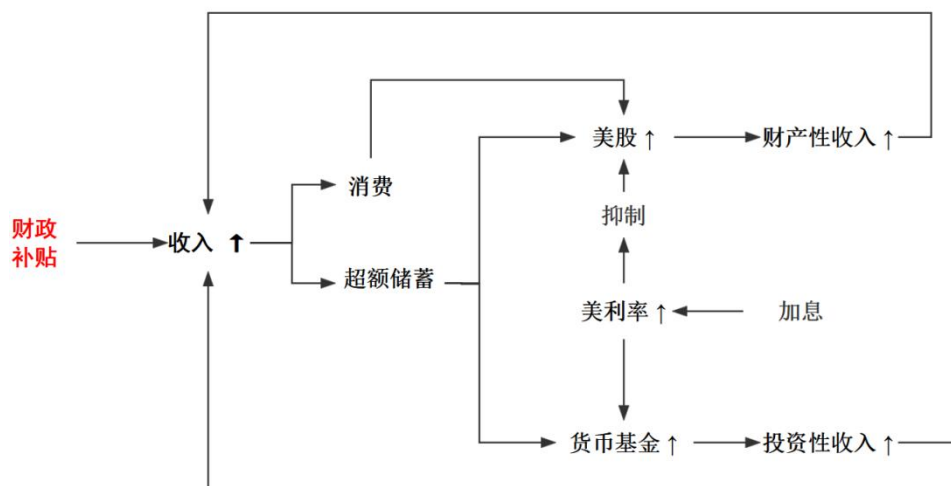
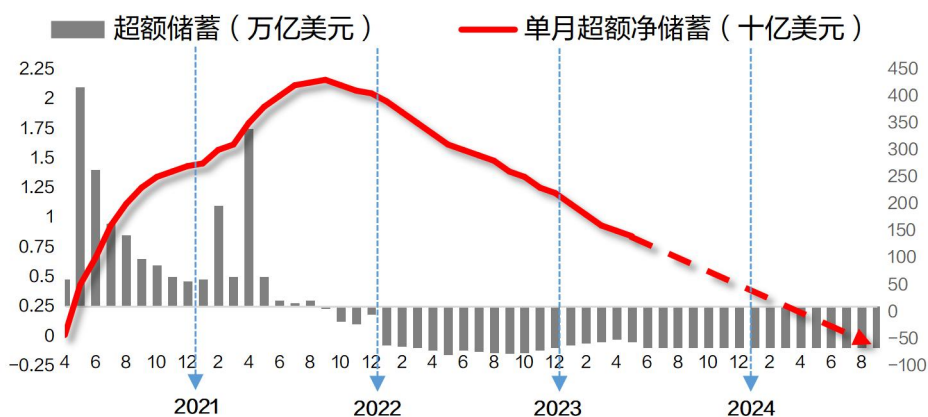


图 10：超额储蓄消耗预测

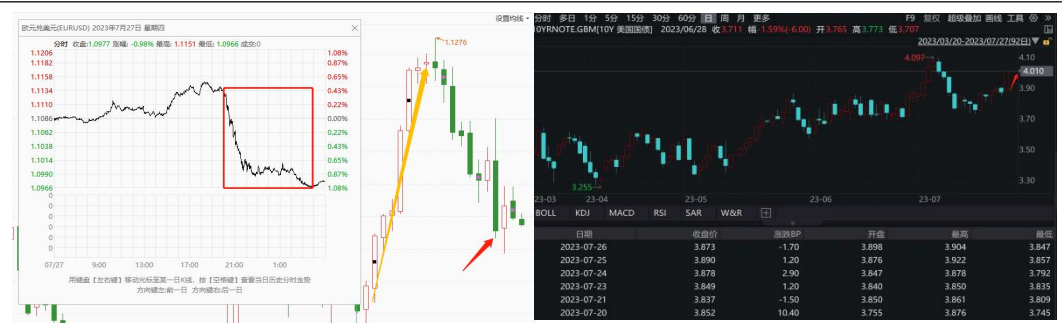


数据来源：Bloomberg, 长江期货

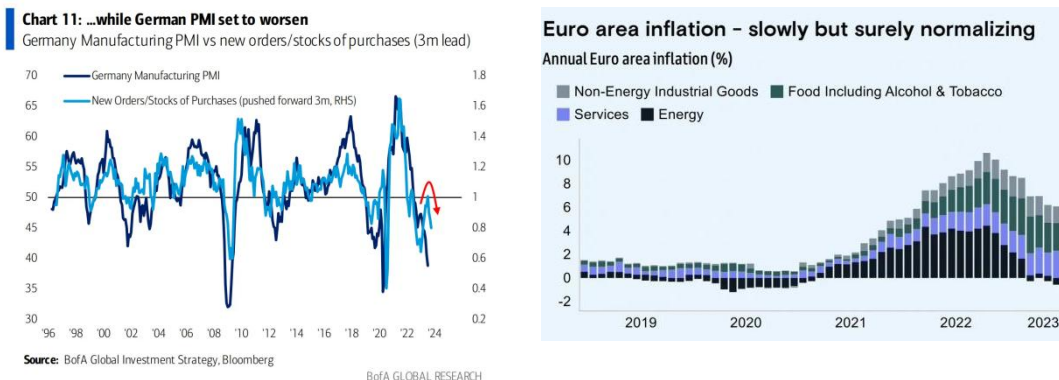
#### （四）扭曲效应：欧元大坝

7月欧美加息同步且符合预期，市场反应钝化。7月27日美国公布二季度GDP数据：第二季度实际GDP年化季率初值升2.4%，预期升1.8%，第一季度终值升2%，修正值升1.3%，初值升1.1%。消息公布，欧元应声下跌，十年美债利率对应上行至4.01%。加息决议冲击不及经济数据的冲击，本质上是经济数据验证了持续加息下美欧经济差扩大，欧元相对贬值从货币需求角度抽走美元、释放了美债收益率上行的幅度，利差冲击下非美货币走弱。人民币离岸汇率重回贬值便是面对美元潮汐欧元贬值弱化大坝扭曲效应的结果。考虑到欧元区通胀缓慢稳步下降，德国作为工业大国PMI转头继续恶化，不免担忧若欧洲通胀数据不及预期将继续重演上述逻辑，对非美货币继续形成利率汇率双击。

图 11：美国二季度 GDP 数据公布引发欧元贬值，美债利率上行







数据来源：BofA Global Research, 东方财富，同花顺，Bloomberg, 长江期货

### (五) 隐藏菜单：日本 YCC

2022 年 12 月 20 日日本央行放宽 YCC 控制区间 0.25%至 0.5%，改善债券市场流动性效果初显并拉升日元适度升值。进入 2023 年日本经济环比动能逐步走强，就业人口稳步增长，且今年“春斗”薪资谈判创近 30 年最大增幅；日本最新 CPI 和核心 CPI 同比约为 4%，而当局更看重的 core-core CPI 当月环比保持上行，2023 财年通胀预期的上升“明确”，这无疑是安倍经济学后日本走出通缩三十年的又一胜利。经济基本面企稳，YCC 在外部加息周期下汇率持续超调贬值，一定程度伤害日本国内需求。在确认由过去三年的输入型通胀转向需求型通胀后，7 月 28 日，日本央行将 10 年期国债利率上限的 0.5%硬约束变更为不超过 1%，宽货币下的灵活 YCC 政策正式出台。这一政策出台主要目的是收窄美日利差，打开日债收益率上行空间，引导利差套息盘平仓。这一调整算的上是日本退出 YCC 政策的第一步，但从当前来看随着日本通胀企稳以及海外资金涌入日股，短期下跌已消化，年内并不会出现货币政策收紧，影响有限不必过度担忧全球金融市场上的又一“黑天鹅”。

图 15：日本 YCC 灵活调整对比

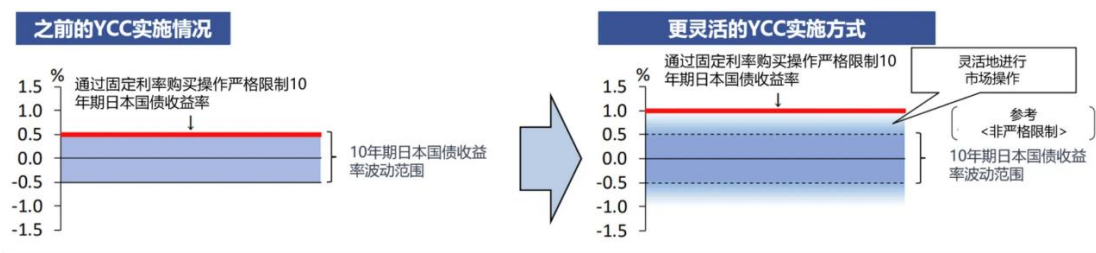
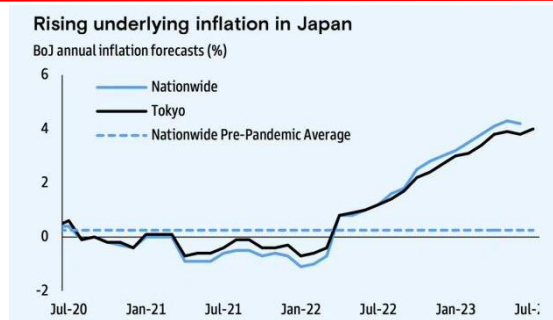


图 16：日本名义/实际薪资增速核心 CPI 图 17：高盛对日本通胀走势预测



数据来源：高盛，日本央行，长江期货

## 二、 困境反转？预期交易

### （一）汇率来到震荡窗口期

《四平八稳》中提出国内外利差持续走阔，贸易摩擦出口市场分割，欧美中经济差是造成汇率冲击的重要因素。基于前述分析国内货币政策当前还有约10BP下行空间，因而中美利差短期扩大的概率较大，或引导资本流出人民币市场。中国出口总量从超预期到除了俄罗斯外的持续拖累，人民币需求的下降不利于人民币币值的保持。股市作为经济的直接反映，美股与A股的走势充分展现了中美两国经济差。伴随下半年中国政策陆续出台以及美国加息尾声对经济的担忧，中美经济差收窄的概率上升，有利于人民币升值。而相比于上半年的中美“争锋相对”，7月美国的频繁访中释放了其为了降关税下通胀的改善态度。中美关系的缓和弱化外资对投资中国的政治风险，短期外资回流亦能支撑人民币资产。综合来看，人民币暴力贬值压力暂缓，震荡区间约为【7.1，7.21】。

图 18：中国出口各国数据变化

指标名称	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
美国	-19.68	-16.28	-5.72	-4.44	-19.63	-15.74	-16.62	-20.98
欧盟	-8.86	-4.96	2.46	3.38	-8.75	-11.08	-16.14	-12.60
东盟	-11.67	-11.29	-0.08	18.53	21.67	-12.39	0.77	1.21
日本	-14.96	-13.52	-3.73	-8.84	2.15	-23.98	-10.52	-15.99
韩国	-17.54	-21.57	-13.94	-11.23	-0.78	-27.99	-19.52	-20.10
非洲	-12.46	3.72	18.50	20.51	7.94	-6.20	-3.00	-1.81
俄罗斯联邦	41.22	40.98	51.51	71.95	41.99	16.28	8.28	23.82
印度	-14.46	-3.11	9.58	14.81	-1.96	-5.39	-2.90	-10.62
英国	-10.63	0.23	-0.04	1.72	-16.78	-11.70	-21.58	-23.34
德国	-7.63	-6.00	-1.80	-1.79	-8.66	-12.17	-20.18	-15.93
法国	4.40	3.02	11.59	5.09	4.76	-19.96	-9.22	-21.09
巴西	0.43	3.45	-15.47	12.15	14.73	2.42	4.29	-7.88
澳大利亚	0.70	1.90	18.20	23.09	21.03	6.23	1.36	-4.24

图 19：离岸人民币汇率走势

图 20：中美十年国债收益率及利差



图 21: 中国 7 月制造业 PMI 解读

中美债券利差 (右轴) 中国国债收益率:10年  
美国:国债收益率:10年

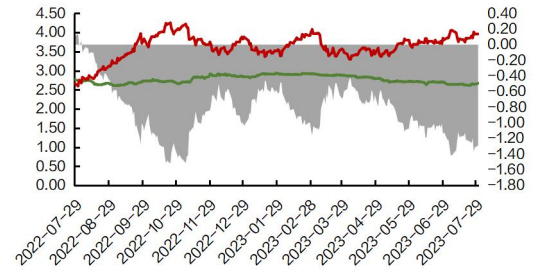


图 22: 中国 7 月各类 PMI 指标走势

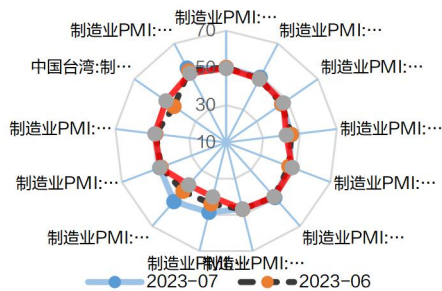


图 23: 中国 7 月订单数量变化

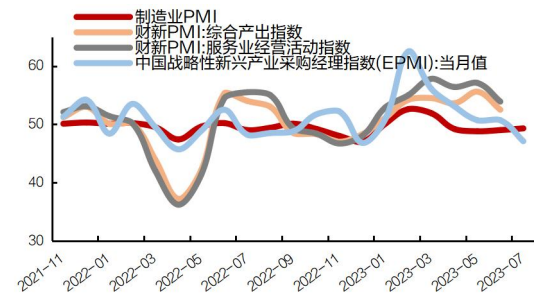


图 24: 各级城市 7 月楼市交易量变化

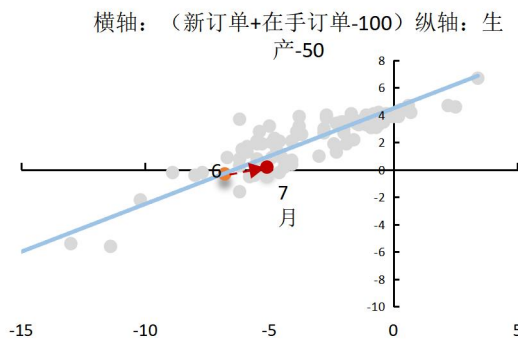


图 25: 沪深 300 指数技术分析





数据来源：同花顺，东方财富，长江期货

## （二）引导资本市场，改善数据边际

5月《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。7月政治局会议首提活跃资本市场表态这条逻辑路径的可行性。国内经济数据来到7月PMI可以看到：制造业PMI延续回升，新订单指数贡献较大，内需推动新订单指数改善，企业经营预期转好；预期转好推动下，原材料价格加速回暖。结构上看，大型企业产需延续扩张，中小型企业新订单指数改善。非制造业PMI延续回落，地产链延续低迷、稳增长支撑增强。代表消费内需和出口的财新PMI延续回落，需求疲弱拖累攻击收缩，外需大幅下降，价格降幅收窄。基本面修复必然缓慢，拐点继续关注8月数据。

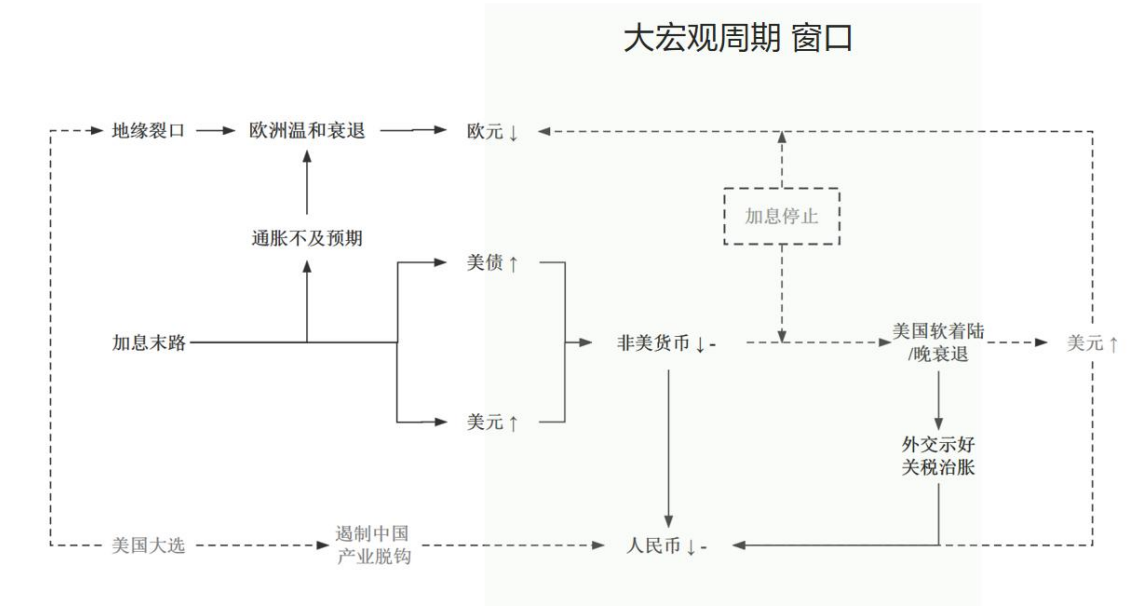
## （二）房地产难转向，城中村看改善

“城中村”改建和以往政策的不同点：以需为导，主打“改建”。根据要求“拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的20%，新建/拆除比例不得超过2”可知当下建筑需求不大，政策带来的增量更多是装修设计需求及基础耗材需求。且增量有很明显的地域性：投资边际效应递减而背景下，符合城市人口净流入、有改造价值、有基建收益三大条件的城市主要集中在北上广深。而过去大力的棚改货币化很难在“化债难、保交付”的背景下重演。

## 三、加息末路

总前所述，当下已处在加息末路的大宏观窗口期中，美元指数重回上行通道，当下欧元大坝扭曲效应仍在。外部加息停止初期欧元区因为地缘拖累和制造业复苏较慢而继续拉开美欧经济差，若美国在高利率保持中顺利软着陆或是晚衰退，美股保持增长或是先涨后跌，则美元指数有上行支撑或是对应先涨后跌。2024年美国大选年来临或将深化俄乌地缘问题用以牵制欧元区复苏，同时继续遏制中国加大产业脱钩力度。届时，全球将在新的大经济周期里博弈共生。

图 26：加息末路大宏观周期窗口变量逻辑推演



#### 四、结论

7月公布中国二季度GDP同比增长6.3%，若要达成全年增长目标，下半年纾困托底政策势在必行。8月若经济数据转向叠加政策持续发力，权益市场可期待反弹，但进入三季度会重新面对各种利空因素集结。

从短期交易预期来看，8月上旬股指期货震荡上行维持多头持有，上证指数核心区间【3250,3330】，前期政策底约为3150，若政策持续发力二阶压力位约为3400左右；当下股债跷跷板效应明显，有效政策极短冲击收益率上行但不改中长期利率宽松状态。大宗商品当下处在内外宏观预期差窗口期，应当谨慎交易。短期跟随政策修复预期的宏观节奏：

6) 外盘原油压力位81.6美元，考虑美国EIA库存不足的补库需求及资源国减产意愿，原油及相关能化产业链有上行支撑，但中长期高价压制需求利空；

7) 短期“城中村”改建和房地产托底”及中长期“双碳政策”综合之下，黑色上游有反弹高空的机会；

8) 有色受大宏观窗口及国内汽车+高科技产业链+低库存支撑仍有上行空间，先涨后跌多头注意减仓，沪锡多头补涨；

9) 内盘黄金高位震荡偏多，外盘受加息预期冲击核心区间【1971,2013】；

10) 考虑到高温与黑海粮食协议，食物相关的农产品上行趋势不变，生猪上行空间有限可近多远空平滑季节效应和CPI，洪涝对部分油脂品种利空效应明显。



**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：

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”。