

以逸待劳

摘要

本文为 2023 年 8 月 30 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。

8 月整月上证指数小起大落，走出 2023 年截至目前的最低点 3053.04，而后在周末降临的印花税大招刺激下又走出单日高开 5% 又回落 200 个点至涨幅仅 1.13% 收盘的过山车行情。市场情绪低迷。Jackson Hole 会议及近日经济金融数据显示加息的“最后一击”近在咫尺。外部宏观预期波动加剧。客观数据下，欧元对美元潮汐形成大坝效应正在弱化，非美货币贬值压力又回。月底国内政策频出，似为应对内外冲击，但有效性和时效性仍需谨慎观察。

从交易预期来看，9 月上旬有政策支撑股指期货尚可多头继续持有，但考虑到 9 月 FOMC 决议以及下调存量房贷利率的落地情况，并不能忽略盘面下跌的可能性，上证指数震荡区间大约在【3080, 3200】，若资金接力持续，或能上探 3330 压力位。因而这一阶段谨慎高抛低吸更为合适。国债期货端继续延续股债跷跷板效应，近月或有继续宽松的预期存在，更宜跨期套利或久期套利操作。倘若参与外盘资产配置，也可考虑持有长久期美债，获得票息收益的同时在可在加息末端切入降息预期升温的过程中获得债券价格上行的价差收益。

大宗商品方面，考虑到**短期**需求端推动库存周期及宏观紧缩周期结束的**预期**：

1) 外盘原油先有短暂加息暂停预期下的上行至压力位 85 美元，由于需求恢复但减产未能弱化，仍有一定上行空间，叠加美国未来补库需求和高油价拉通胀的压力博弈，能化原料跟随原油上行后震荡而后走弱；能化成品因需求端有政策支撑有一定上行驱动；

2) 有色铜铝锌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，小金属品种偏震荡；

3) 黑色板块短期受能耗碳中和政策支撑上行，但中长期仍回归基本面需求不足；

4) 黄金在 9 月 FOMC 前保持震荡，区间【1931, 1985】，中长期仍重视多头

避险保值功能；

5) 考虑到厄尔尼诺及台风强降雨天气的影响以及三四季度需求变化，农产品与食物相关高位品种在前期多头持有后配入套保策略，生猪套利空间缩小，进入震荡状态。

一、 风险渐现 美中不足

(一) 数据矛盾 美中不足

《风物长宜》中介绍的财富效应的强化逻辑在美股的走势中得以充分体现。将过去 70 年非衰退型熊市复苏与衰退后复苏的股市走势做成基带区间，图 1 所示前美股走势更符合非衰退型熊市复苏。与此同时，图 2 所示美股与全球权益比值走势中 1970s Nifty 50 大牛市泡沫和 2000 年互联网泡沫后的衰退可谓乐极生悲的典型代表。尽管当前阶段的共识为“在制造业回流和 AI 创新下，软着陆概率较大，美国经济最多只出现温和衰退”，但美股似乎重新来到了泡沫聚集区间。比对美国最新各类数据，图 3、4 所示能源、商品和食品通胀的下跌冲抵服务通胀，服务通胀粘性保持；而美国通胀意外指数却回落至临界值附近，似乎不必困扰。图 5、6 所示住房和能源（占比偏低）之外服务通胀几乎不变，住房服务初步转头；但美国最新全国房价指数同比几乎止跌，20 城房价环比四连涨，房价回暖。图 7、8 所示美国最新失业率几乎创下 50 年新低 3.4%，新增就业数量稳定，劳动力市场强劲造顶；而美国 7 月 JOLTS 职位空缺超预期降至两年多最低，又显得劳动力市场似在降温。图 9、10 所示美国名义工业生产（包含量和价）已回到疫情前水平，而美国耐用品工业订单回落，同比增长-5.2%，侧面反应基本面需求开始转头冷却迹象。

美联储加息决议核心关注点为劳动力市场降温和薪资回落，进而房价回落缓解服务压力与涨薪需求。拆分职位空缺人数下行的行业及其薪资变化发现职位空缺人数和薪资增速并不单一线性相关，比如教育&医疗行业薪资增速跌到 3.3%。而制造业职位空缺人数减半下薪资增速从 3.7%涨到 5%。从而得出职位空缺的变动对于薪资增速的影响可能不大。

图 1：美国过去 70 年非衰退型熊市复苏 VS 衰退后复苏的股市走势 图 2：美国通胀意外指数

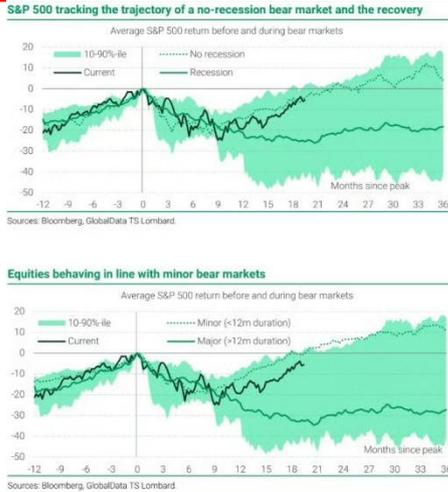


图 3：美国 8 月 CPI 分项变量

Chart 9: Global stocks massively underperforming US (tech) stocks
US vs Global equities (relative price performance)



Source: BofA Global Investment Strategy, Global Financial Data, Bloomberg



图 5：美国住房、服务、核心商品价格指数走势



图 6：美国名义/实际全职时薪

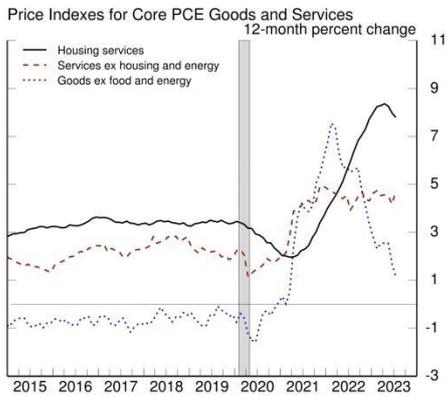


图 7：美国新增非农就业人数及失业率



图 8：美国 JOLTS 职位空缺分项



图 9：美国名义工业生产指数

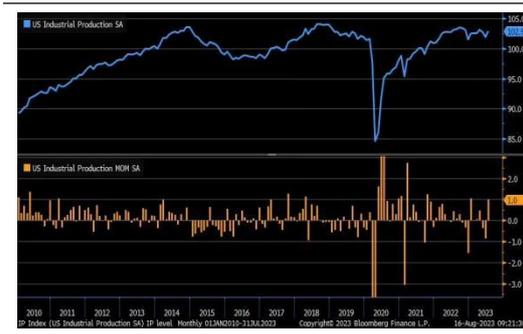


图 10：美国耐用品工业订单



数据来源：GFD, BGIS, 同花顺, Bloomberg, FRED, 长江期货

(二) 金融市场 风险渐现

《风物长宜》中介绍商业地产价格指数略微跌至水下，图 11 所示月度跟踪下重回“0”之上，延续上期结论金融压力没有明显暴露的情况下，信用风险正在悄然出清。图 12 所示美国未来三年高级债券集中到期，高利率下付息还本资金需求较高，担忧后置。图 13、14 所示，在这一轮宽松下美国房地产总价值已达到新高 46.8T，而当前私人部门的债务收入比 Debt-To- Income 高达 40.1% 超过 2006-2007 年房屋泡沫期的 39.1%。考虑到美国 8 月企业活动接近停滞，基于对庞大服务业的新业务需求萎缩，增速创下 2 月以来最慢；考虑到 8 月咨商会消费者信心指数显著回落，不得不留意当前的“房屋泡沫”是否会成为图 2 中泡沫聚集区的刺破推手。

图 11：美国货币基金总资产规模和家庭部门占比

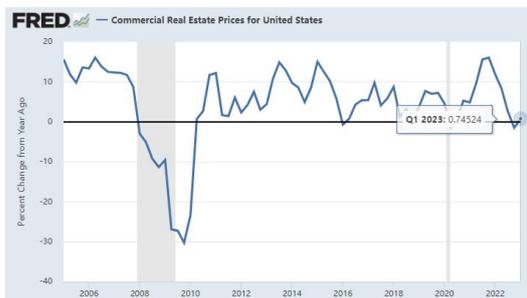


图 13：美国房地产价值走势图

图 12：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

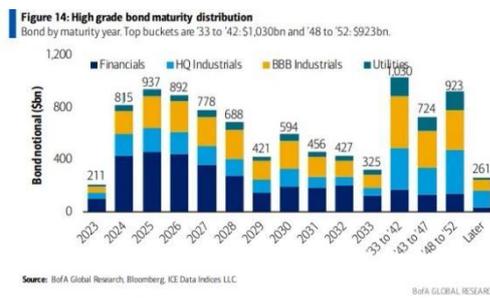
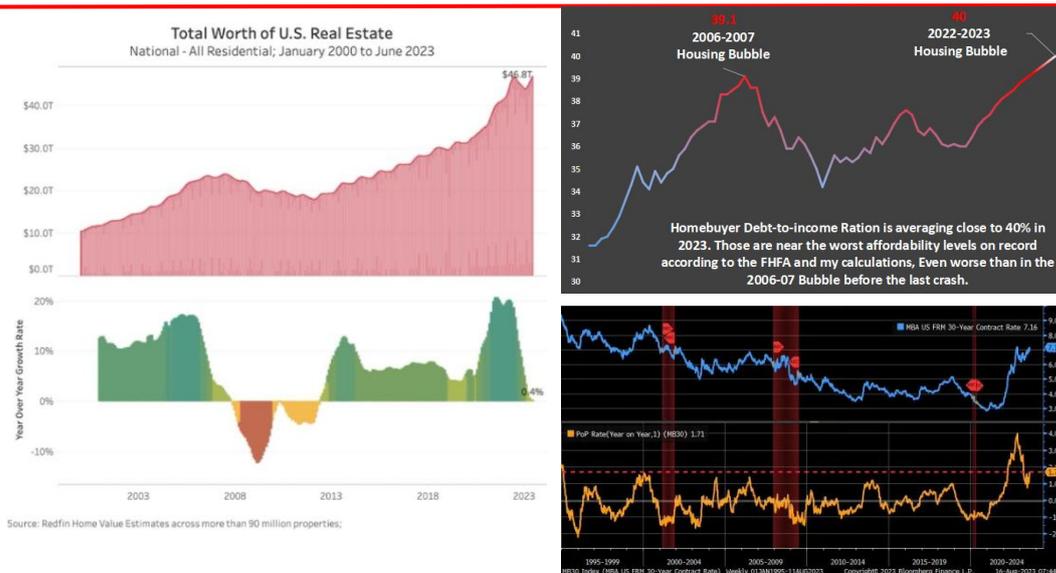


图 14：美国私人部门在房地产板块债务收入比值走势图及 20 年房贷利率走势图



数据来源：FRED，同花顺，长江期货

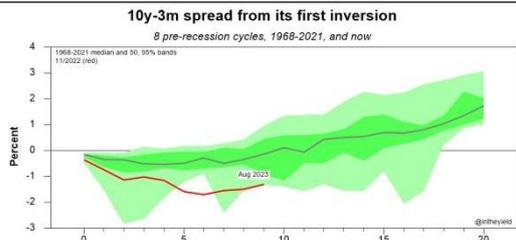
(三) 历史回声 经验外推

图 15、16 所示，参考美国历史上衰退时期 10 年-3 个月美债利率的倒挂情况，当下与 1970s 和 1920s 基本处于同一水平，同时参考 1968 年倒挂的修复情况，不免认为当前利率倒挂的修复可能符合“Deeper, Longer, Slower”的特点。而图 17 所示 1966-1976 年因为加息节奏误判而导致的通胀反弹现象也给美联储敲响警钟。若出现新的外生冲击，如能源战争引导价格飙升，美国通胀重新进入上行通道，则美联储还未降息就开启新一轮加息，经济脆弱性加剧；若利率维持高位期间，美欧英或非美主要发达经济体的房地产和金融市场出现了足以触发系统性风险的事件，被动降息宽松，周期重启，重蹈覆辙。当历史规律不具有一致性和普遍性时，基于历史经验线性外推就充满了陷阱。

因此，提高对金融市场风险的灵敏性尤为重要。《风物长宜》中追踪出美国 2023 年相较 2022 年企业破产申请数量大幅上升。继续追踪美国公司债券/投机性债券的违约率可发现图 18 所示，极速加息周期下伴随补贴消耗及高利息支付不力，企业违约率一直在上升；同时银行业信贷收缩，较高资金成本下企业很难获得贷款或是再融资。若看作企业违约周期开启，高收益违约率到 2023 年底可能达到 6%。进而历史经验外推下，美国经济可能在 2024 年末需要应对衰退的问题。

图 15：比对 1968 年衰退时期 10 年-3 个月美债利率倒挂情况 图 16：1920s 起至今 10 年-3 个月美债利

月美债利率倒挂的修复情况



率倒挂

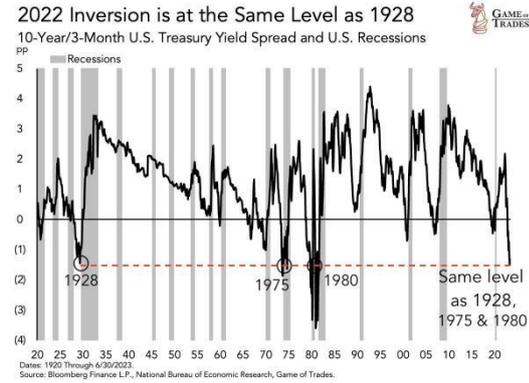
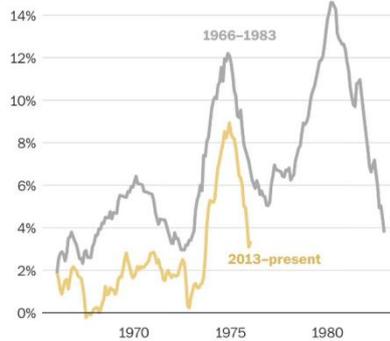


图 17: 1970s 美国通胀反弹现象

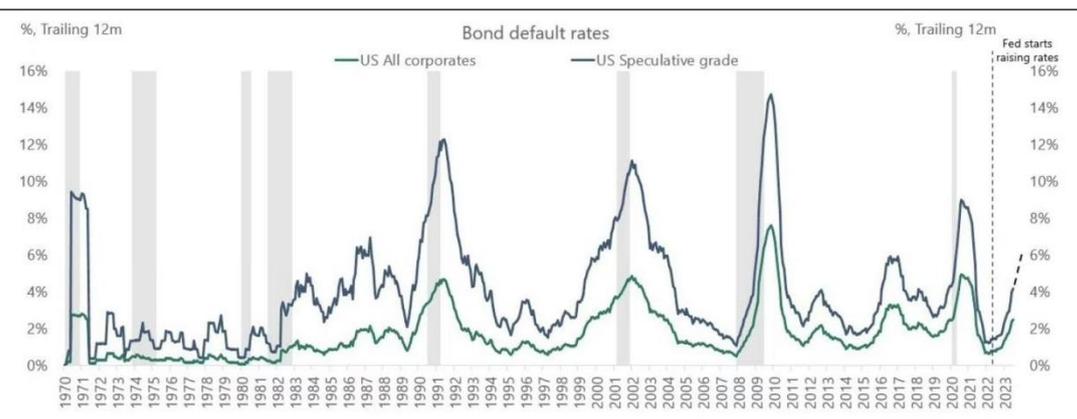
The last decade of U.S. inflation mirrors 1966 to 1976

Consumer Price Index year-over-year percent change



Monthly data; seasonally adjusted.
Source: U.S. Bureau of Labor Statistics
THE WASHINGTON POST

图 18: 历史上美国公司债券与投机性债券违约率走势图



数据来源: Bloomberg, 长江期货

(四) 短期美元震荡居多 警惕欧元大坝弱化

图 19-23 所示, 8 月法国服务业虽通胀压力有所缓解大, 但制造业产出则连续第七个月位于收缩区间。德国服务业 PMI 八个月来首次陷入萎缩, 预计靠服务

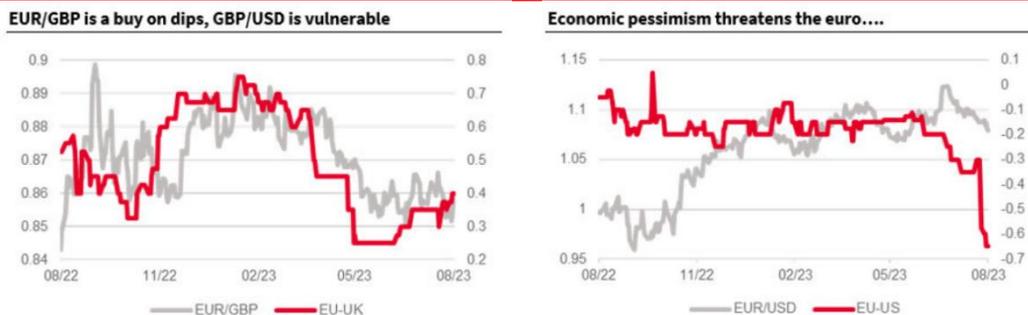
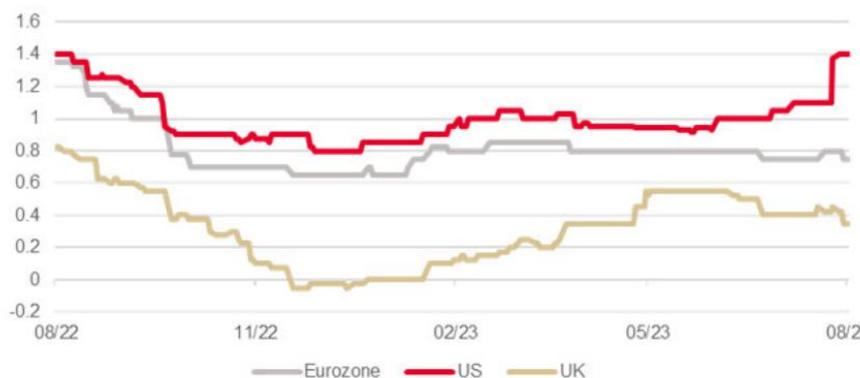


图 23：欧英美经济走向预测

Consensus forecasts GDP growth in 2023-2024 (averaged)



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

(五) Jackson Hole 会议 - 全球经济结构性改变

本次 Jackson Hole 会议上，鲍威尔就中性利率 2% 的坚定目标和审慎关注市场数据做出加息决议做了阐述。态度表达上因数据依赖以及避免重蹈 1970s 通胀反弹的覆辙而中性偏鹰，实则从另一角度解读或是终点在即外鹰内鸽。会议前，10 年美债利率 4.34% 见顶。高利率保持下全球外需面临进一步收缩预计在超额储蓄耗尽达到相对低点。英国央行副行长表示利率需要再更长一段时间内保持高位，与美联储态度保持一致。通胀结构上，中性通胀目标需要商品价格同比跌至 -1% 并叠加服务价格明显回落，可能性较低。信用结构上，私人部门没有得到直接抑制，企业的名义产出并没有得到有效抑制，资产负债表韧性意味着美国商品通胀压力和薪资增长压力可能继续并存。产业结构上，甚至因为制造业回流及 AI 创新支持继续加息。图 24 所示高盛预期 8 月 CPI 同比反弹，9 月有 25 基点加息空间，之后通胀自然回落，9 月数据为“达摩克利斯之剑”。

日本首相在本次会议里强调不会结束宽松政策，但从经济数据角度，基于日本服务业 PMI 上扬、经济韧性及日元贬值压力，日本收紧货币政策的落棋已在议

程。基准日债收益率在7月日本央行灵活YCC之后已经开始缓慢拉升。倘若日债收益率继续上行，日本投资者或加速抛售海外长期债券，如国、法国、荷兰和德国等。这种日资回流带来的抛售他国债券很可能引发他国债券收益率上升，加速日本投资者抛售海外债券的趋势，而他国投资者也可能因为价格亏损而开启抛售。这一螺旋加速在2022年英债流动性危机上已有先例。

图 24：美国通胀回落预测

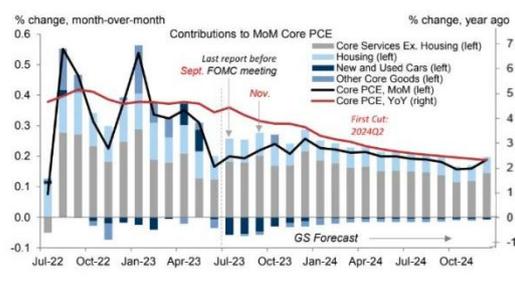


图 25：美债收益率走势图



Source: Department of Commerce, Goldman Sachs Global Investment Research

数据来源：长江期货，同花顺，Sachs Global Investment Research, DoC, 东方财富

二、 坚守变局 其命维新

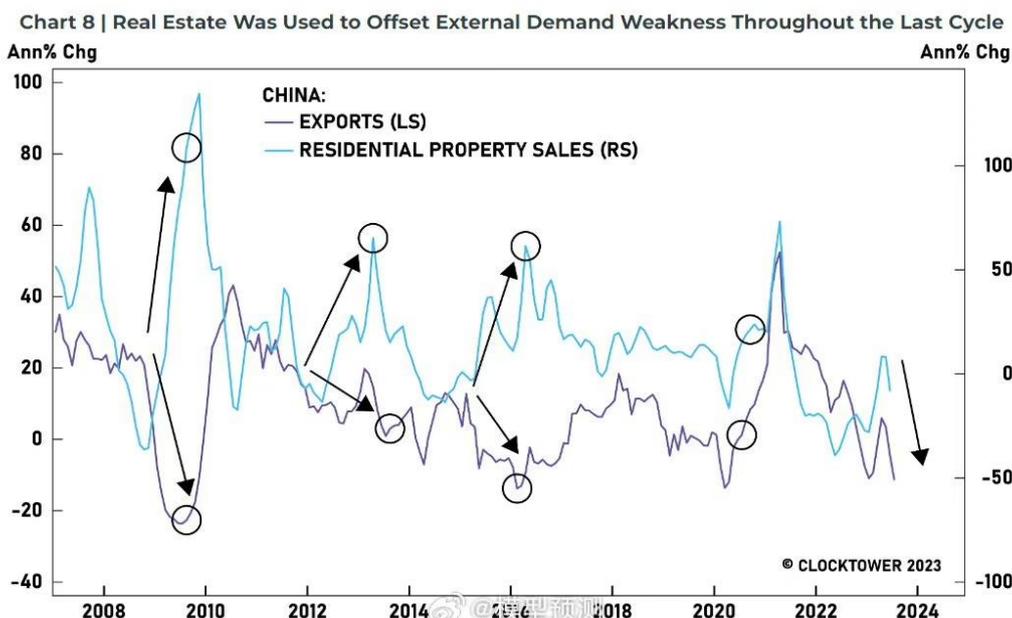
（一）出口周期与中国的“超额储蓄”，房地产大概率不会再“被选中”

各国经济增速能够保持，还是要回到供需基本面上。首先是需求层面上。中国版“超额储蓄”主要来源于过去三年的“被动储蓄”模式。图 26 所示，算术坐标下居民储蓄从 2018 年末至 2022 年底加速增长，居民部门实际储蓄比长期趋势高出 25 万亿人民币（25% 国家 GDP）；但细看对数坐标下居民储蓄仅回到长期趋势，看不到超额储蓄，同时在 2023 年的还贷潮消耗下，居民储蓄曲线应有向下延展的曲度存在，这会直接导致客观意义上房地产消费需求不及预期。图 27 所示历史上中国出口数据来到低点时都会配合房地产爆发来对冲外需减少。但这次，从短期居民储蓄需求能力到中长期的人口结构都不支持房地产泡沫轮动，历史经验外推不难得有较大概率失效。再看供应层面上。2017 年对房企融资的大力收紧迫使地产美元债的大幅增量在三年止步期和一年加息期下拖住地产摇摇欲坠。地产及地方政府化债融资压力飙升，债务内化对银行信用结构考验极高，因而银行利率下调也收到净息差压力的掣肘。随着存款利率下调倒推资金入市，以及 5 年 LPR 不降为存量房贷利率下调留出空间，这无疑是国家对活跃股市和房地产存量资金的有效支持。

图 26: 中国居民部门储蓄趋势图



图 27: 中国出口需求与房地产牛市的走势相关



数据来源：长江期货，Bloomberg，Clocktower

(二) 中国历史经验：从困顿中走出牛市

8月中国公布的经济数据概括为：7月我国出口同比增速超预期续降至-14.5%，高基数和弱需求的共同影响下出口走弱趋势仍在延续；海外需求持续回落，我国对主要贸易对象出口同比大多回落，但我国对俄罗斯出口持续增长，中俄贸易合作正不断深化；出口代表性商品中，汽车、船舶是本月出口增速的主要贡献，此外，上游工业品价减量增，下游商品表现疲软7月我国进口同比降幅扩

大至-12.4%，内需仍待修复。展望下半年，外需或继续收缩，我国出口下行压力仍大。但出口的高基数影响正在褪去，且“一带一路”沿线出口及汽车等优势产品出口韧性。看起来确实略悲观，但细看图 28、29 所示中国规模以上企业累计营业收入与利润总额同比增速的月度走势与规模以上工业企业国有企业营业收入走势均在稳步回升，这往往是规模以上工业企业应收利润率回升是 A 股 EPS 即将改善的早期信号。中国 8 月消费者对于未来六个月的信心以及移向更贵消费的趋势回暖上行。尽管“去全球化”下中国出口贸易额在欧美方显著下滑且有东南亚以日韩、越南为代表的加工国切分蛋糕，但中俄的日益紧密和中东合作的激升也可谓“塞翁失马，焉知非福”。

上周日公布的印花税下调政策成功打响了活跃资本市场的有效需求刺激的第一步。对于减持和分红做出规定这一举措是从资本市场供应端对盘面保持合理波动进行调控。通过降低 IPO 积极性、审慎上市来把控融资用途质量，通过“破发不能减持”来降低 IPO 高发行价意愿，通过提高分红要求来平滑企业季报的净利润公布，从而整体上引导市场有序增长，降低市场“坐庄操盘”感，通过资金选择和市场化的方式淘汰“鸡肋”企业。需求端接下来也可能按照“推动保险、社保、年金等长线资金进入权益市场，完善相关制度规定，并逐步通过港股人民币交易柜台为 A 股开源”的路径继续自我完善。整体上看，这种供给端与需求端的改善改革为未来提高 A 股韧性、提高投资者财产性收入做铺垫。以财产性收入增长刺激消费增长、提高企业盈利能力打造经济增长预期，既能为资本市场吸引外资配置又能通过先富带动后富提高居民收入进而形成消费正循环。当然政策的双刃性也需要被继续跟踪。

8 月北向净流出 822.43 亿，超过去年 10 月的 573 亿，创出了北向有史以来最大单月净流出，包括交易盘和年初的配置盘。北向资金进出交易额已成为新的有效宏观因子。从历史上看，引导北向配置盘再度重回净流入，需要汇率回到升值通道以及经济有中长期转向支持，9 月的政策出台和市场指导大概率将基于此开展。人民币离岸汇率区间或在【7.23，7.34】先升后贬。

图 28：中国规模以上企业累计营业收入与利润总额同比增速的月度走势

图 29：中国规模以上工业企业-营业收入国有企业走势与上证指数对比图

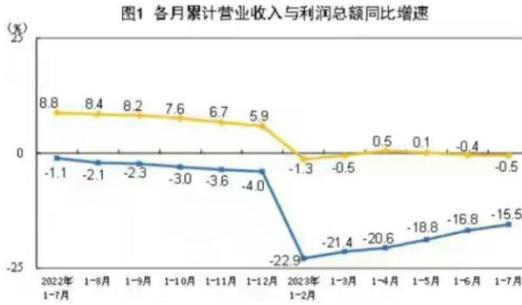


图 30: 中国 8 月消费者信心指数增强

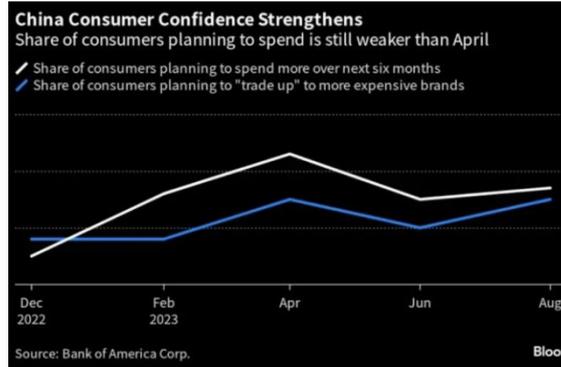


图 31: 沙特阿拉伯与中美贸易额对比

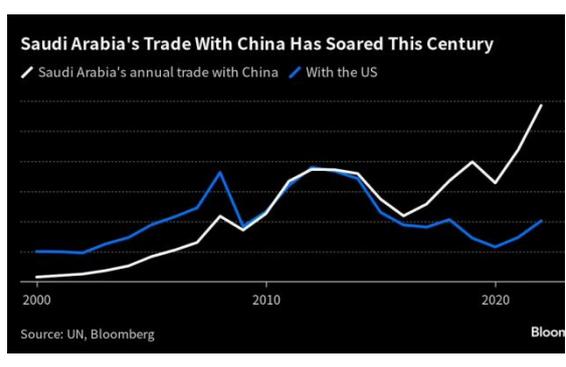


图 32: 活跃资本市场供需端改善的逻辑框架

图 33: 人民币离岸汇率走势

图 34: 人民币中间价对人民币离岸指导



数据来源：长江期货，Bloomberg，长江证券

三、不容小觑 以逸待劳

《风物长宜》中提出的大宏观窗口期仍在（图 35）。全球博弈阶段，2024 年美国大选和金砖国家扩展两大宏观事件的影响不容小觑。

图 36 所示，2018 年特朗普时代开启的中美贸易战一直持续到当前，随之的拜登经济学下芯片科技制裁将中美继续割裂。再次来到美国大选预热窗口，民众调研对拜登的关键词为“糊涂缓慢”不希望其连任，而特朗普更是以自首入狱并 20min 保释金出狱，以坚定的“Never Surrender”头像重回 Twitter。民众对于特朗普的关键词为“奸诈商人”，但在除拜登外的剩余候选人中，特朗普依旧遥遥领先。据此推测 2024 年中美关系仍难和解。

金砖国家的扩展从历史发展角度是一个必然事情，而国际组织也很讲究内部博弈。作为两大经济体的中印，关系微妙。印度的亲美立场使得其与其他国家的价值链合作有限。作为贸易顺差国和资源国的巴西可以成为一种平衡，中非关系和资源共享也是客观优势。金砖扩容之后，印度影响力将大幅下降，巴西与阿根廷，沙特与阿联酋、埃及，中国与了埃塞尔比亚，俄罗斯与伊朗。一个新的贸易“联合国”正在成型。

8 月整月上证指数小起大落，走出 2023 年截至目前的最低点 3053.04，而后在周末降临的印花税大招刺激下又走出单日高开 5% 又回落 200 个点至涨幅仅 1.13% 收盘的过山车行情。Jackson Hole 会议及近日经济金融数据显示加息的“最后一击”近在咫尺。外部宏观预期波动加剧。客观数据下，欧元对美元潮汐形成大坝效应正在弱化，非美货币贬值压力又回。月底国内政策频出，似为应对内外

冲击，但有效性和时效性仍需谨慎观察。

图 35：加息末路大宏观周期窗口变量逻辑推演

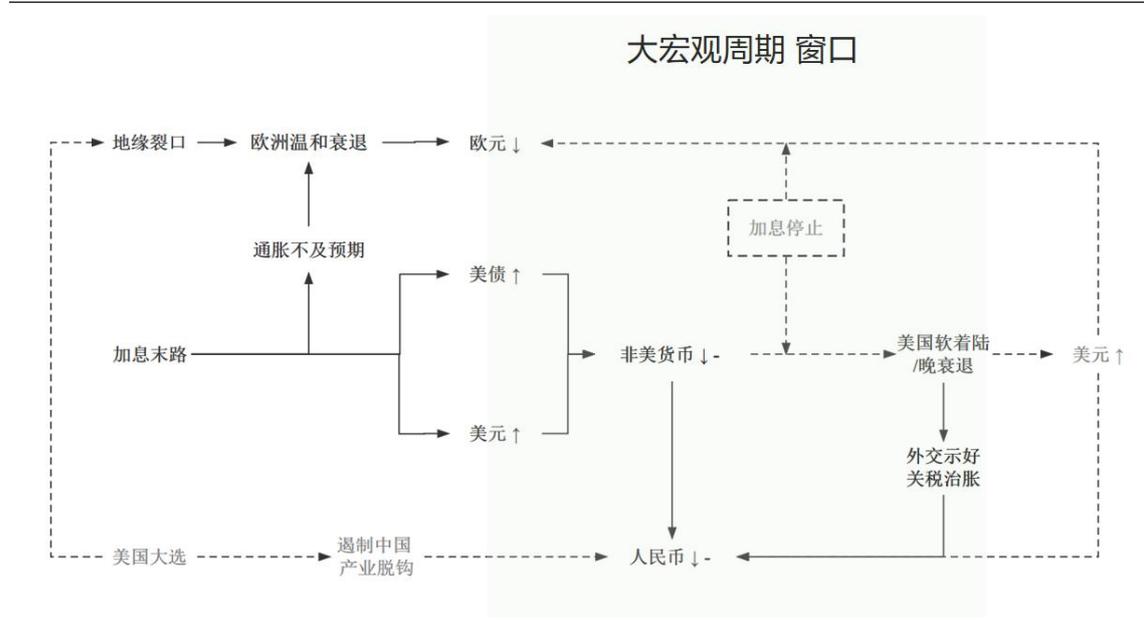
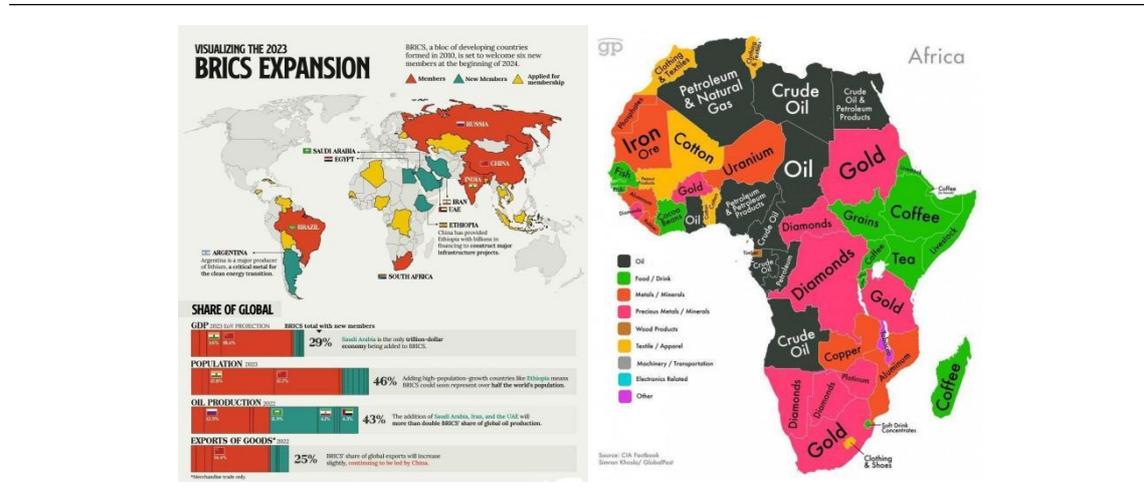


图 36：美国大选候选人代表及民众意愿



图 37：金砖国家扩展



四、结论

从交易预期来看，9月上旬有政策支撑股指期货尚可多头继续持有，但考虑到9月FOMC决议以及下调存量房贷利率的落地情况，并不能忽略盘面下跌的可能性，上证指数震荡区间大约在【3080,3200】，若资金接力持续，或能上探3330压力位。因而这一阶段谨慎高抛低吸更为合适。国债期货端继续延续股债跷跷板效应，近月或有继续宽松的预期存在，更宜跨期套利或久期套利操作。倘若参与外盘资产配置，也可考虑持有长久期美债，获得票息收益的同时在可在加息末端切入降息预期升温的过程中获得债券价格上行的价差收益。

大宗商品方面，考虑到短期需求端推动库存周期及宏观紧缩周期结束的预期：

1) 外盘原油先有短暂加息暂停预期下的上行至压力位85美元，由于需求恢复但减产未能弱化，仍有一定上行空间，叠加美国未来补库需求和高油价拉通胀的压力博弈，能化原料跟随原油上行后震荡而后走弱；能化成品因需求端有政策支撑有一定上行驱动；

2) 有色铜铝锌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，小金属品种偏震荡；

3) 黑色板块短期受能耗碳中和政策支撑上行，但中长期仍回归基本面需求不足；

4) 黄金在9月FOMC前保持震荡，区间【1931,1985】，中长期仍重视多头避险保值功能；

5) 考虑到厄尔尼诺及台风强降雨天气的影响以及三四季度需求变化，农产品与食物相关高位品种在前期多头持有后配入套保策略，生猪套利空间缩小，进入震荡状态。

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”。