

祸水东引

摘要

本文为 2023 年 10 月 31 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。

连续两月外资出走，股债汇三杀局面再现，上证指数最低 2923 险破年线。市场情绪冰点恐慌。9 月 FOMC 后美债长短利率上行，利率熊陡，倒挂快速收窄衰退指向似乎弱化。欧元制造业 PMI 修复不及预期，通胀下行乏力，欧美经济差支撑美元高位，美元黄昏迟迟未及。非美承压，地缘又起，扰动大宗，金油上行。国内利润数据改善，房地产隐患未除；拖累企业居民负债表，中央信用债务置换，政策扭转预期势在必行。

从交易预期来看，特别国债及汇金、保险等长期资金引导入市，11 月上旬股指期货震荡上行，PMI 回落扰动北向资金流入信心，上证指数第一区间【2973,3036】，APEC 会议若顺利推进中美缓和，则上行强压力位为 3103；对应沪深 300 指数第一、二压力位分别为 3622、3738。之后需防守盘面下跌风险。

国债期货 10 月钱紧适当宽松，信心预期还需时日，货币宽松窗口接近，债多预期浓厚。美债配置策略中继续延续长端美债套保组合，票息与价差双收。

大宗商品方面，济预期修复有短期冲击，但宏观叙事下风险暗流，且看且行：

1) 布伦特原油区间【80,93】，当前内外盘油价震荡，工业品因环保及宏观预期转入产业逻辑短期上行，跟踪地缘及需求恢复情况，仍有月末下行压力。

2) 有色铜铝锌因宏观美债利率高点回落压力缓解及减产信息仍有上行支撑，小金属品种震荡走弱；

3) 黑色板块因基建国债拉动短期补库，碳中和政策支撑对应品种上行，但外部定价品种因累库上行空间较小，可考虑技术面布局空头；

4) 黄金锚定十年实际利率+地缘避险，目前高位震荡或有缓慢上行，长期配置需求下可考虑多头持有；

5) 四季度饲料棉纺橡胶等因经济预期修复有短期上行动力，中期考虑供需基本面走势分化，如白糖大豆因种植进度有上行预期；橡胶与天气、原油相关。

一、利率之锚

(一) 经济退热，治胀显像

跟踪美国通胀的主要指标数据如图 1-6 所示，9 月新房销售量（价跌量升）高于大流行前的水平；高利率下现房销售继续下滑；居民消费增长已下行至相对稳定，名义薪资增速同步继续放缓；非农新增职位也继续下行，劳动力市场供需不平问题得以改善；雇佣者的时薪及产出价值都回落至接近疫情前水平；美国居民现金流回到疫情前趋势水平线上，居民部门超额储蓄效用进入尾声；核心通胀降速虽不及理论预期，房屋作为最滞后项目也有了明显下行，参考 2018 年最后一加带来的经济伤害，当前来看 higher for longer, 保持高利率效果好于继续加息。

图 1：美国新房、现房销售走势

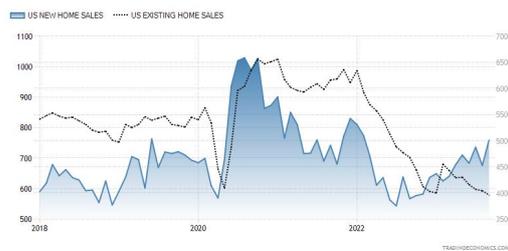


图 2：美国居民消费与名义薪资增速



图 3：美国非农新增职位



图 4：平均时薪及产出增速

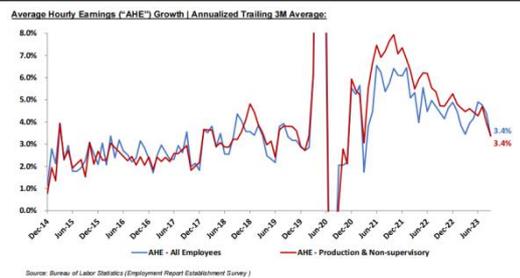


图 5：美国住房、服务、核心商品价格指数走势

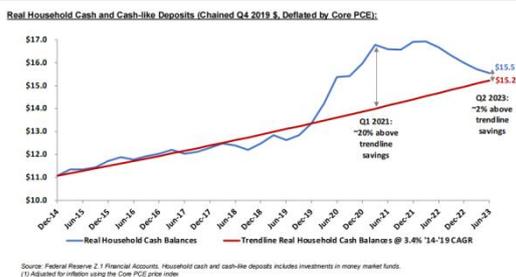
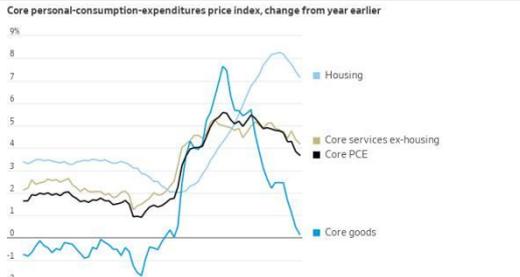


图 6：美国名义/实际全职时薪



数据来源：长江期货，Federal Reserve, Tradingeconomics, Bureau of Labor Statistics

(二) 金融环境趋紧，存量付息及增量需求压制

跟踪美国商业贷款增速、成屋销售，制造业指数，破产、就业数据等金融环境主要指标如图 7-14 所示，自二季度起信用卡零售消费大幅下降（补贴效应逐步消失）；从 2021 年至今，商业银行信用卡违约率飙升超越 1991 年新高。10 月 30 年超长期贷款融资基准利率已达 8%，融资成本均超过投资回报率。高收益公司将在 2025 年迎来集中融资潮，各领域有接近一半贷款在 2025 年到期，初创公司破产清算增量继续扩大，美国破产申请数量堪比危机时期，大小企业总体破产数量上行 预计在 2024 年上半年达到极值。**整体来看，高盛美国金融环境指数趋紧，谨慎过度加息。**

图 7：美国信用卡消费崩塌至疫情前水平

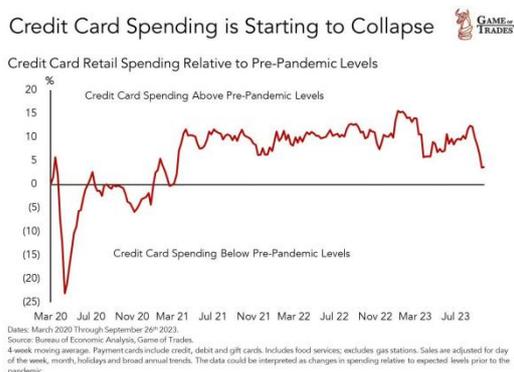


图 8：美国信用卡违约比率上行快速

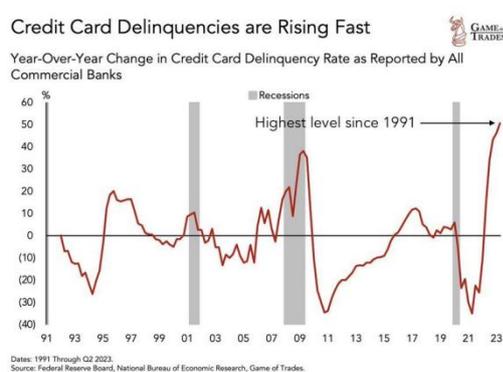


图 9：美国 30 年超长期融资利率

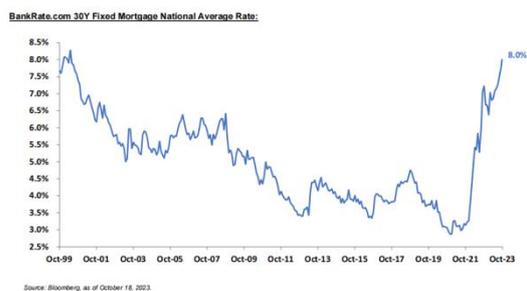


图 10：高收益公司面临的贷款到期潮

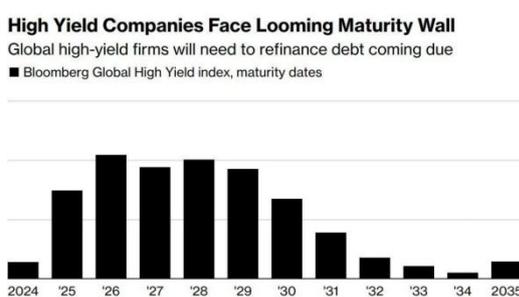
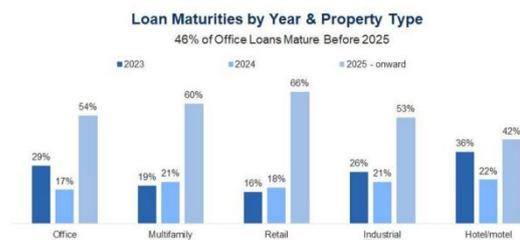


图 11：各物产类型贷款到期年份

图 12：美国初创企业破产清算数量

Nearly Half of Office Loans Mature Before 2025



Data: startups on Carta shutting down due to bankruptcy / dissolution

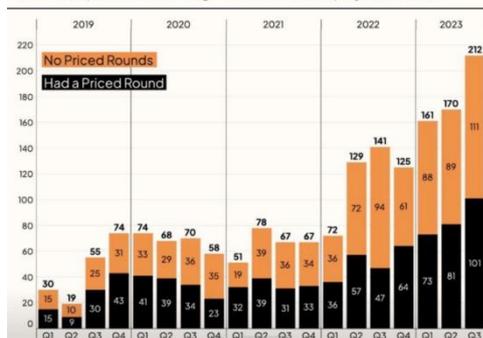
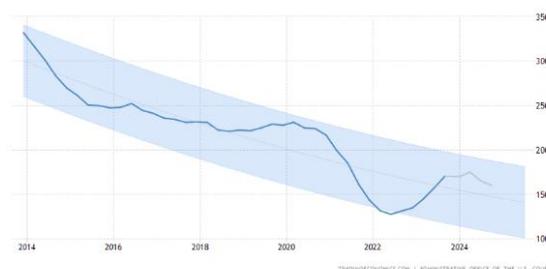


图 13: 美国破产申请数量 (趋势预测)

图 14: 高盛美国金融环境指数



数据来源: 长江期货, Bloomberg, NBER, Game of Trades, Trading economics

(三) 现实预期双修下的美债拐点

美国上半年基本未发债, 全年至少要发的 2 万亿美元债务预期集中在下半年, 大型基础设施建设支出促经济增长的同时, 美国国债已经突破 33 万亿, 实质上是舍利率保国家安全, 体现在制造业回流计划、提高军费开支、医保等方面), 比如让台积电在美国设厂预算的 120 亿美元投资, 现在预期提高至 400 亿美元, 但是提升了美国科技巨头的供应安全程度, 也为后期依靠技术突破给美股带来上涨强动力埋下伏笔。10 月以来, 美国政府通过临时拨款法案避免停摆, 美联储缩表提速抽水 (图 15)。回顾 7 月美联储加息 25BP、9 月维持利率决议前后, 点阵图调整为计价加息一次降息两次; 9 月 FOMC 前后两年浮息债持有期利率分别为 4.94% 和 5.22%, 美债利率上行替代加息 28BP。10 月 19 日 10 年美债利率一度上行至 4.98%, 整体收益率曲线呈现熊陡, 即长端利率上行更多, 短端利率上行相对较少。

利率倒挂快速收窄 (图 17) 的理由如下: (1) 8 月 JOLTS 职位空缺超市场预期, 美债利率上行, 核心 CPI 上升 4.3%, 提高加息预期; (2) 2023 财年前 9

个月的财政收入下跌了 11%，而支出增加了 10%（图 16），财政赤字扩大提升国债供给；（3）需求端：美联储不亲自下场购债，海外国家（中日等或因汇率压力动用外汇储备）承销商/看空者卖空美债；（4）外资银行主要负债是债券而不是商业存款。从近期 CDS 看，解决美国银行流动性问题的方式中抛售长债会引发美债抛售和利率进一步提高。Q4 融资例会公布下修再融资规模（图 18），可以看到对债市几乎没有影响，叠加美国 GDP 增速、耐用品零售数据公布并未对加息预期有较大影响，叠加原油价格区间目前较稳定的条件下，可知是存量美债供需变化引导美债利率加速摸顶。

当然，在存量付息及增量需求压制显现下，10 月 28 日重新测算：按照 9 月 FOMC 会后点阵图两年浮息债持有期利率对应值为 5.13%，但按照最新点阵图计价一次降息三次得出的值为 4.99% 有一定下调，现实与预期双修下，美债利率的拐点区间已经出现。基于长期通胀预期 3% + 实际利率 0.5% + 期限溢价 2% 计算 30 年期美债利率目前上限为 5.5%，结合当前技术面和供需基本面可能导致收益率进一步走高。

图 15: 美国财政部 TGA 账户抽水情况

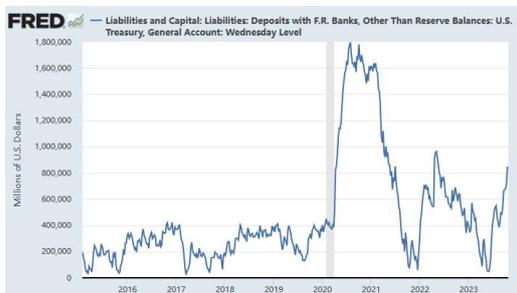


图 16: 美国财政收入与支出比较

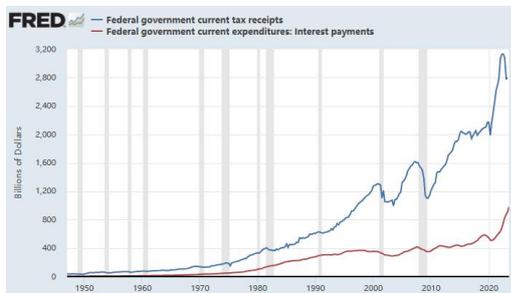


图 17: 美债利率倒挂快速收窄

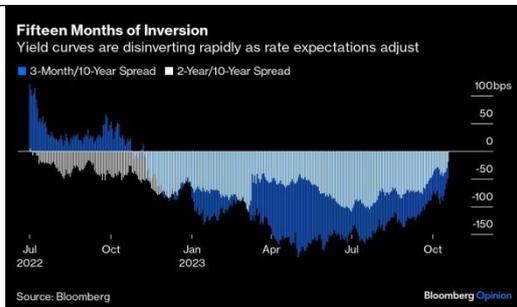
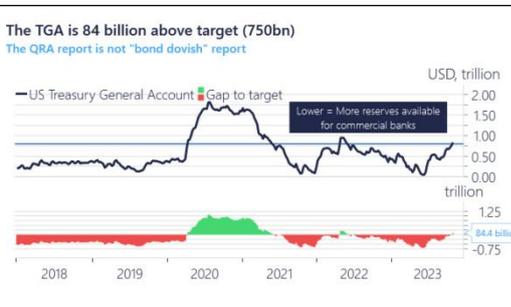


图 18: 美国财政部美债再融资规模略减



数据来源：Bloomberg, FRED, 长江期货

（四）财富效应逻辑阻滞弱化

《风物长宜》里介绍的美国居民财富效应的自强化闭环是美股上行、居民收入储蓄维系的核心逻辑。图 19-23 所示，市场已计价加息结束，货币基金在近日遇到了单日最大流出。高利率下，美债的外资购买者仅占 30%，大部分联美债利息都支付给美国国内投资者，支付给海外投资者的利息占 GDP 比例只有 0.74%。这一点上，“内债不是债”的结果导向似乎更适用于美国。拆解 S&P500 指数的收益发现其滚动上涨的直接原因并非 PE 扩大，而是单纯的美股盈利的再投资。在如此高利率下，美股回购资金压力较大，回购加速下滑，美股长牛难以保持，有潜在螺旋调整风险计价。一旦开启螺旋下跌，财富效应中美股-财产性收入-收入正反馈便加速弱化。财政补贴的超额储蓄效应接近尾声也会弱化美股企业利润，加之货币基金票息收益在经济增速回落中回落，整个财富强化效应的逻辑闭环开启瓦解模式。当然，结合金融环境数据可知美国政府存量付息压力对企业尤其是小企业最大，政府其次，政府信用难以扩张，对居民部门信用侵蚀尚有不足。居民资产负债表会是相对靠后的显像环节。

图 19：市场计价加息结束



图 20：美国货币基金出现最大流出

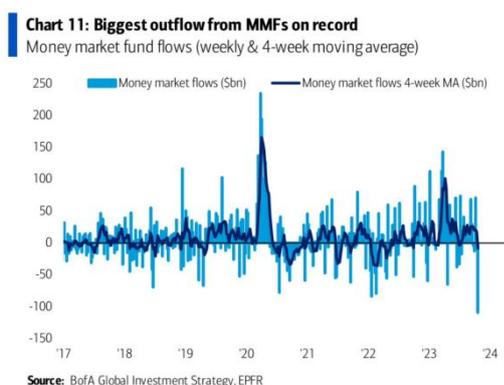


图 21：美国政府付息国内外占比

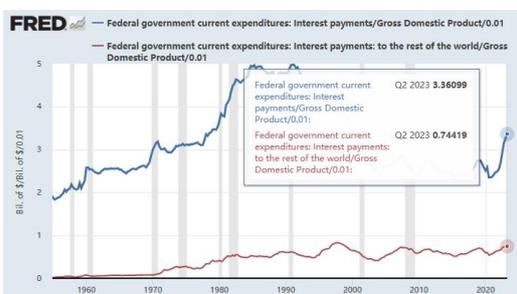
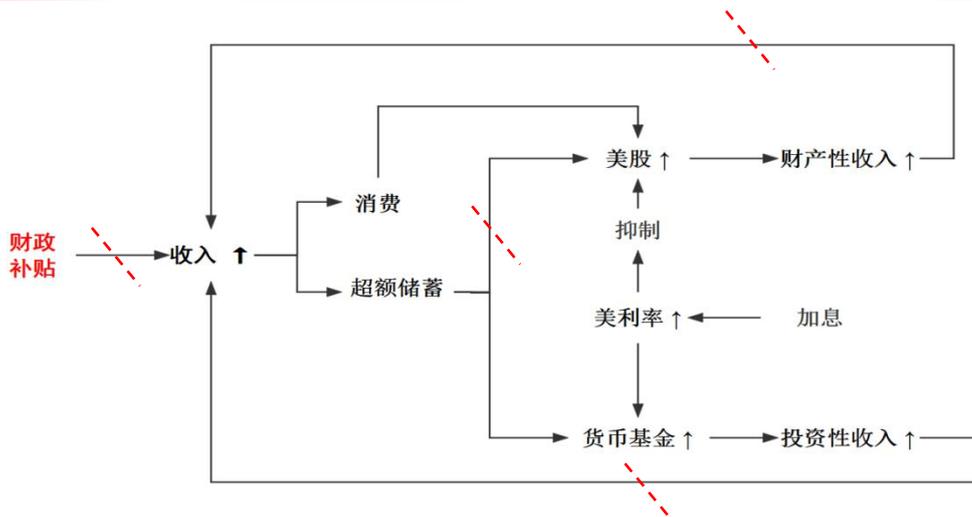


图 22：S&P500 指数收益拆解



图 23：财富效应逻辑阻滞



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

二、 债务之弥

(一) 中央信用托底， 房地产处置继续， 预期扭转正进行

图 24-25 所示，10 月房地产销量数据同环比降幅继续扩大，房地产旧模式下无力转弯。中国居民当前边际消费倾向走势与货币 M1/M2 趋势同步下行，从消费降级、审慎消费和中长贷款规模收缩等现实数据角度可知，趋势难挡。房地产地产拖累建筑链需求，导致上游涉及地产的相关行业产销相对偏弱；房市供需失衡导致开发商无法回款还贷、财政土地租售收入断崖式下跌，严重阻滞中国经济基本面修复及债务杠杆运转；同时也加重居民“不敢花、不想花、花不起”的消费困境和需求回落。因而新一轮“房改”参考新加坡组屋公寓模式，配合各地认房不认贷等相关利好政策，着重解决两点：让刚需“恐高”者有能力购房（释放消费基本面），让具有商品投资属性的房产市场化（释放部分房产的金融属性，为日后房地产税做铺垫）。

最新经济数据显示，9 月上游整体产销动能或较三季度更强，持续为上游周期行业盈利改善提供动力。美元压制如若转弱，或能充分释放上游价格弹性，进一步扩大上游盈利改善的相对优势。外需拉动作用减弱下，PMI 数据重新回落至 49.5，制造业订单代表的内需减弱与图 24 相符。四季度特别国债一万亿增发通过提高中央赤字率“疏通”地方政府承担的过多超过自己非经营性筹资能力的债务，力图阻滞现有的“上级资产负债表会自发地挤压下一级的资产负债表(如企业、居民)”。以灾后重建为支撑基建加力，托底部分建筑链实物量转好。

从整个债务杠杆体系和自上而下的调控体系上看值得跟踪。

图 24：中国居民边际消费倾向走势与货币 M1/M2 趋势相关性较高

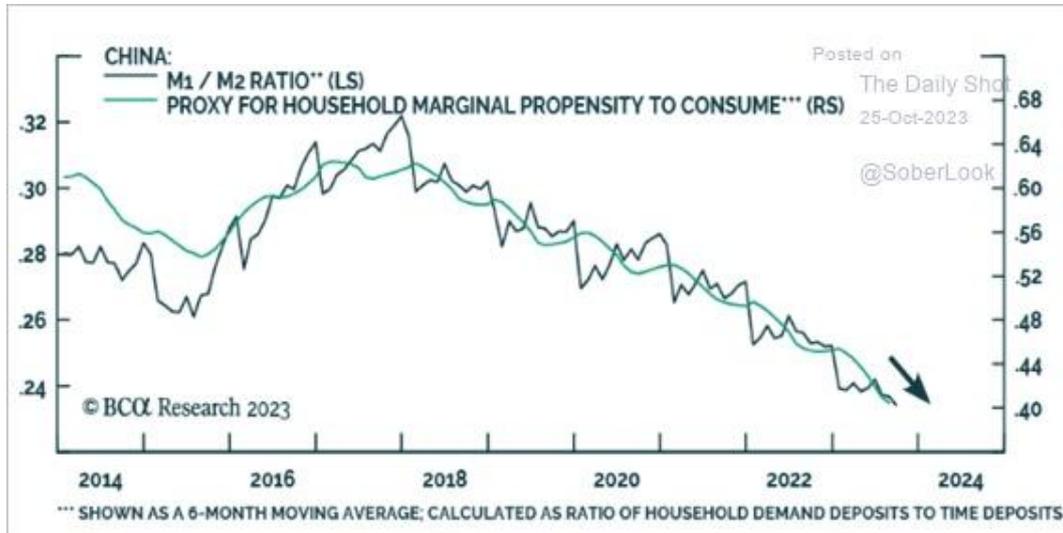


图 25：10 月楼市同环比数据



数据来源：长江期货，The Daily Shot，中指数据

(二) 厚积而薄发，汇市稳蓄力

提高中央赤字率增发国债有利于拉升人民币实际收益率，有利于防范化解平台债金融风险，改善投资回报预期。长期来看外汇有升值预期。图 26-27 所示，外汇外管局公布的数据显示，2023 年 9 月中国外汇收支差额为-539 亿美元，代表贸易的经常项目逆差 93 亿美元，货物贸易的顺差被服务贸易和初次二次收入的逆差抵消，整体出现了贸易逆差；代表资本流动的资本项目逆差 453 亿美元，包含直接投资、证券投资、其他投资等均为逆差。在贸易投资双逆差的局面下，通过人民币中间汇率引导预期，压缩人民币换汇交易是相对合适的维稳方式。

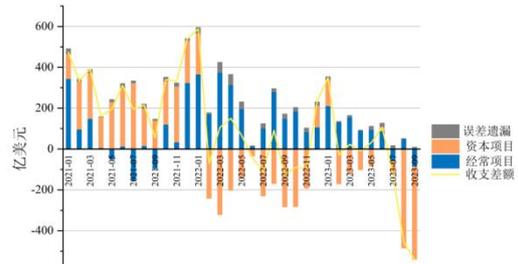
《十面埋伏》中对汇率的预期为【7.26, 7.34】，进而考虑到中美暂时缓和、美

元高位压力和地缘下资金的配置偏好，中间人民币汇率引导汇率预期，汇率或在【7.15,7.18】。

图 26：离岸人民币兑美元汇率走势



图 27：9 月外汇各分项数据

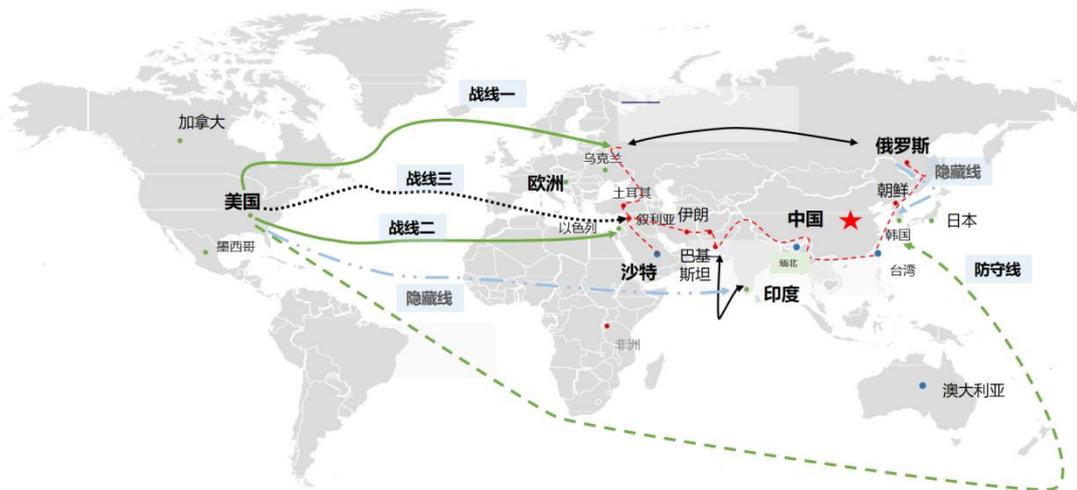


数据来源：长江期货，中国外汇管理局，东方财富

三、不容小觑 以逸待劳

(一) 地缘升级：两派之争

图 28：全球地缘布局



自《以旧换新》起，延续《四平八稳》对全球地缘的追踪，俄乌地缘钝化后终于因长久的宗教信仰冲突在中东区域打开新的战场。首先需要明确的是，所有的战争最后都以利益资源的瓜分为最终目的，以结果导向来看整个战场或从欧洲向中东以及未来可能出现的向东亚太领域推进。

在近四十年的外交政策里，美国坚定不移地支持其在伊斯兰文明冲突中的盟友以色列，本质上除了二战军备交易合作外，美国在淡出中东后需要以色列成为其“抓手”。中东地区战争冲突风险越高，从军工和能源企业角度利润越大。因

而基于中东历史矛盾延伸出来的巴勒斯坦-以色列、伊朗-以色列、伊朗-阿拉伯等之间的冲突从美国角度倒也乐见。美国精英层犹太人居多的背景也对美国立场有一定影响。不论是之前耶伦率先发声美国可以支持双线作战、拜登下令对叙利亚空袭、还是近日 10 月底美国副总统哈里斯表示美国绝对无意向以色列或加沙地带派遣军队，都表达了“支持、需要但不正面参战”的需求。在此基调下伊朗参战概率也暂时得以压制。同期缅北、印巴冲突的发生也算合理，观察图 28 所示的隐藏线路和防守线，去全球化后的全球地缘派别和资源博弈跃然纸上。

拜登一周前宣布将以 79 美元在 12 月、1 月购油补充战略库存或许更能解释地缘没有继续将油价推升至 95 美元以上的隐含原因。地缘暂时缓和以换取油价震荡走弱便是明确的政治需求信号。地缘扩大问题将继续伴随政治斡旋。

（二）欧日经济数据跟踪及展望

欧洲央行在 10 月货币政策会议上宣布维持三大关键利率不变。欧央行行长拉加德表态延续谨慎风格，仍为加息保留开放态度，此次决议全员一致通过，反映官员立场普遍偏鹰。巴以冲突、俄乌地缘叠加四季度冬季需求令能源价格存在较强不确定性，同时工资上涨已成为欧元区通胀的主要贡献，欧央行将在较长一段时间内维持高利率水平已是明牌。回到数据层面，图 29-30 所示，短期欧元区 PMI 修复力度不及其他主要经济体不支持继续加息；考虑到冬季能源和地缘对通胀的推升，对美利差相对保持，避免流动性危机再次出现；长期来看欧洲人口劳动力下滑，经济基本面支撑与美经济差拉开，继续压制欧元，支撑美元。

图 31-34 所示，10 月 30 日日本十年国债利率已升至 0.89%，日本十年国债利率上行其效果与美债利率上行类似，有潜在引导日资回流，加剧美债需求减少，引导美债利率上行，压制非美货币的风险。在次日日本央行会议上，日本首相暗示日本将打开上限限制，或进入 1%-1.5% 利率区间。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，如澳大利亚、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 年英债欧债流动性危机上已有先例。同时作为美债第一大持有国，日本 1.25 万亿美元的外汇储备，已经有 1.11 万亿美元去买了美债，流动现金只剩 1400 亿美元，若日元兑美元回到 150 之上，日本央行可能被迫抛售

美债回购日元来稳定汇率。

图 29: 全球主要经济体制造业 PMI 对比



图 30: 长期欧美劳动力人口对比

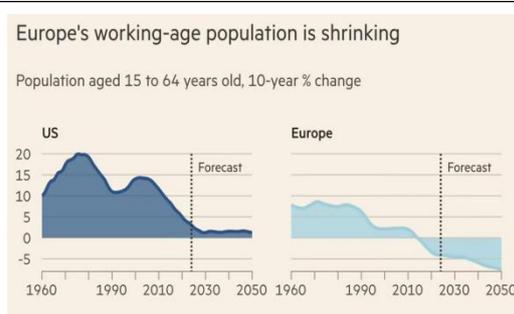


图 31: 日本十年国债利率上行

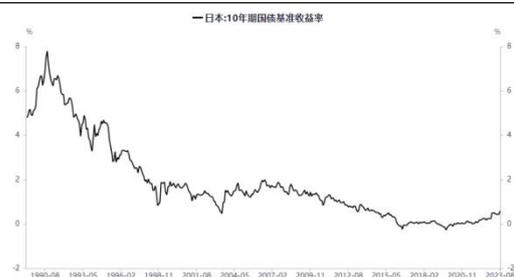


图 32: 主要经济体持有美债数量的变化

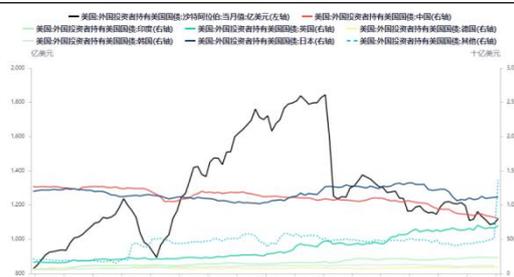


图 33: 日本境外投资全球分布

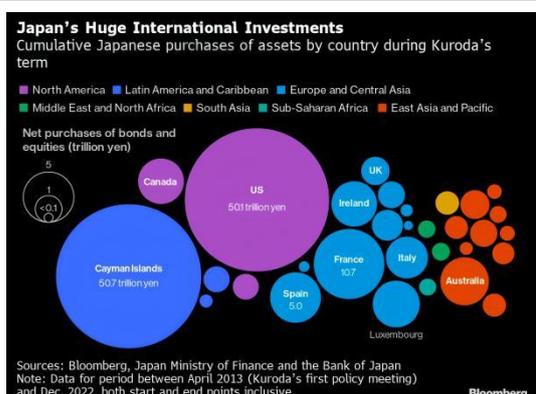
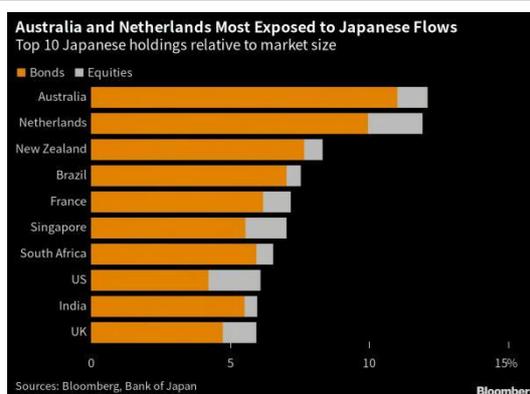


图 34: 日本海外投资持有量分布



数据来源: 长江期货, 同花顺, Bloomberg, UN population Project

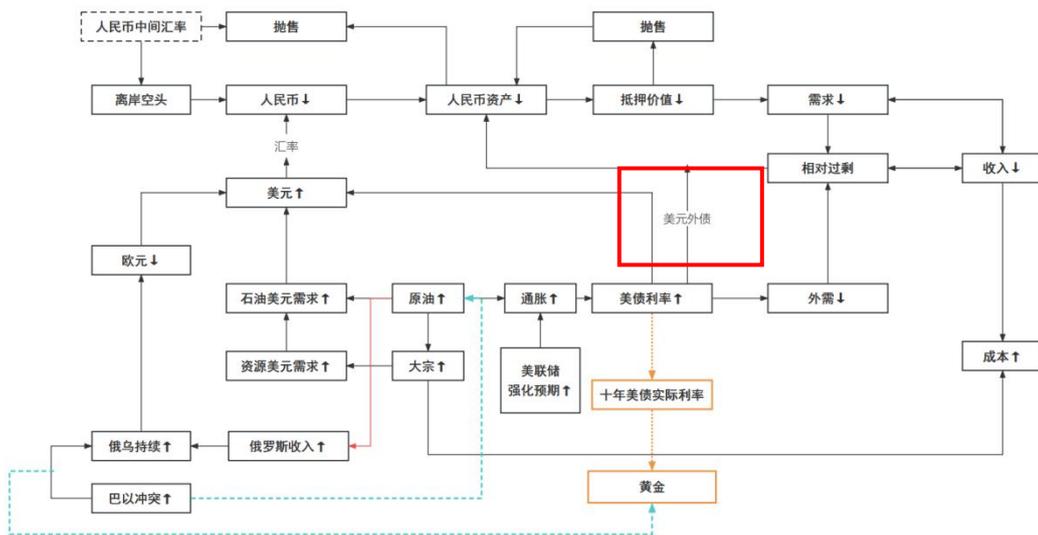
(三) 《十面埋伏》资产资源债务逻辑修订

《十面埋伏》中提出资产的债务通缩资源的债务通胀逻辑。主要的逻辑链条有 (1) 石油美元需求推升油价, 提高大宗原材料价格, 进而推升资源美元需求, 支撑美元指数; (2) 油价上行使得通胀抬头, 强化美联储鹰派预期, 美债利率继续攀升与非美国家利差扩大, 通过汇率冲击引发非美贬值, 非美资产下跌, 引发非美货币抛售加速贬值; (3) 非美货币资产因贬值下跌, 对应抵押价值降低, 双向触发抛售及亏损, 破坏需求-收入循环, 美债高利率通过离岸美元体系压低

全球外需，非美尤其加工国产能相对过剩问题暴露明显，降低利润加速破坏需求-收入循环；（4）大宗价格上行提高上游成本，压缩产业链利润，降低企业居民收入，压制消费需求，需求-收入从多角度进入负反馈循环机制；（5）油价抬升提升俄罗斯收入，延长俄乌对抗时间，能源问题压制欧元区经济复苏和通胀回落，欧元弱势支撑美元高位。由此，美元外循环体系形成非美闭环。

来到 11 月修订如图 X 所示，加入十月巴以地缘对原油带来的波动，考虑政治需求油价暂时震荡，通胀-美债利率的逻辑链条（2）有所缓解。具体到中国，高美债利率对国内房地产美元外债冲击较大，**违约情况恶化, 房地产及相关产业链的循环路径，是亟待阻治的关键节点。**人民币离岸市场，已在前文分析得出在贸易投资双逆差的局面下通过人民币中间汇率引导预期、压缩人民币换汇交易稳住汇率，是汇市上的边际最优选。

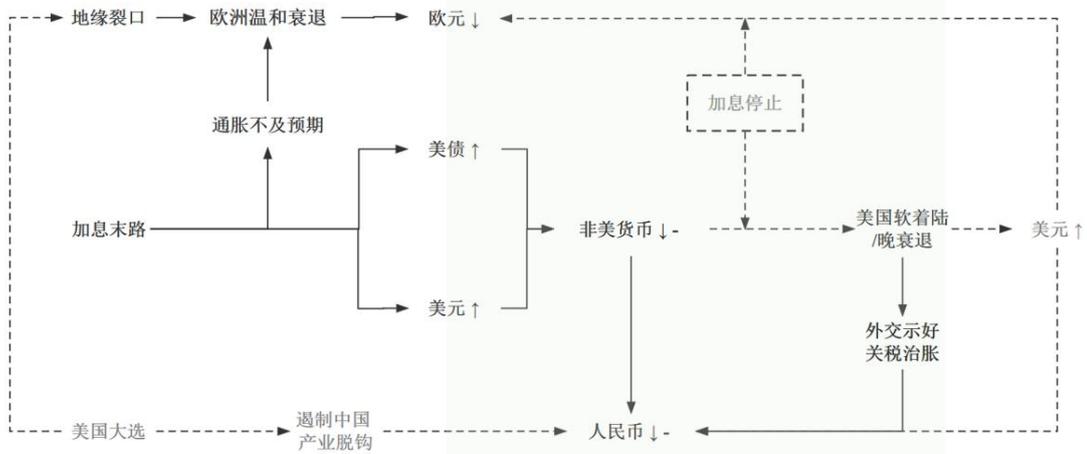
图 35：资产资源债务逻辑修订



《风物长宜》中提出的大宏观窗口期仍在。全球博弈阶段，现已来到外交示好，人民币贬值后震荡，非美市场获得经济修复窗口期。图 36 所示，2024 年宏观叙事重点将落脚到两党派的大选政治因素、美国小院高墙的社交礼仪、大国关系及产业结构上。当前候选人里特朗普保持领先。据此 2024 年或出现更多宏大叙事。

图 36：加息末路大宏观周期窗口变量逻辑推演

大宏观周期 窗口



四、结论

连续两月外资出走，股债汇三杀局面再现，上证指数最低 2923 险破年线。市场情绪冰点恐慌。9 月 FOMC 后美债长短利率上行，利率熊陡，倒挂快速收窄，衰退指向似乎弱化。欧元制造业 PMI 修复不及预期，通胀下行乏力，欧美经济差支撑美元高位，美元黄昏迟迟未及。非美承压，地缘又起，扰动大宗，金油上行。国内利润数据改善，房地产隐患未除；拖累企业居民负债表，中央信用债务置换，政策扭转预期势在必行。

从交易预期来看，特别国债及汇金、保险等长期资金引导入市，11 月上旬股指期货震荡上行，PMI 回落等经济数据扰动北向资金流入信心，上证指数第一区间【2973, 3036】，APEC 会议若顺利推进中美缓和，则上行强压力位为 3103；对应沪深 300 指数第一、二压力位分别为 3622、3738。之后需防守盘面下跌风险。

国债期货 10 月钱紧得以宽松，信心预期还需时日，货币宽松窗口接近，债多预期浓厚。美债配置策略中继续延续长端美债套保组合，票息与价差双收。

大宗商品方面，经济预期修复短期冲击，但宏观叙事下风险暗流，且看且行：

1) 布伦特原油区间【80, 93】，当前内外盘油价震荡，工业品因环保及宏观预期转入产业逻辑短期上行，跟踪地缘及需求恢复情况，仍有月末下行压力。

2) 有色铜铝锌因宏观美债利率高点回落压力缓解及减产信息仍有上行支撑，

小金属品种震荡走弱；

3) 黑色板块因基建国债拉动短期补库，碳中和政策支撑对应品种上行，但外部定价品种因累库上行空间较小，可考虑技术面布局空头；

4) 黄金锚定十年实际利率+地缘避险，目前高位震荡或有缓慢上行，长期配置下多头策略；

5) 四季度饲料棉纺橡胶等因经济预期修复有短期上行动力，中期考虑供需基本面走势分化，如白糖大豆因种植进度有上行预期；橡胶与天气、原油相关。

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.cjfcc.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”。