

日元拐点的预警

——1998/2007/2024三次年中拐点的历史坐标与2026联合
干预后的全球资产预判
2026年三季度策略

西南证券研究院
策略团队 程睿智
2026年8月

01 主流叙事松动过渡期

02 历史回溯：日元三次年中拐点

03 2026年当前背景对比

04 对黄金的指引

05 A股展望

◆ **油 vs 通胀预期：学习效应。**7月油价重新反弹后短端通胀预期不再跟随，使得中期5y5y通胀预期定价反而抬升。

◆ 欧洲通胀预期定价更敏感。

油价 vs 5y5y远期通胀预期

Oil Repriced the War. The Inflation Anchor Refused To.

ICE Brent front month futures settle vs 5y5y forward inflation compensation, daily, January 2025 to July 2026



USD Inflation Swap Rates

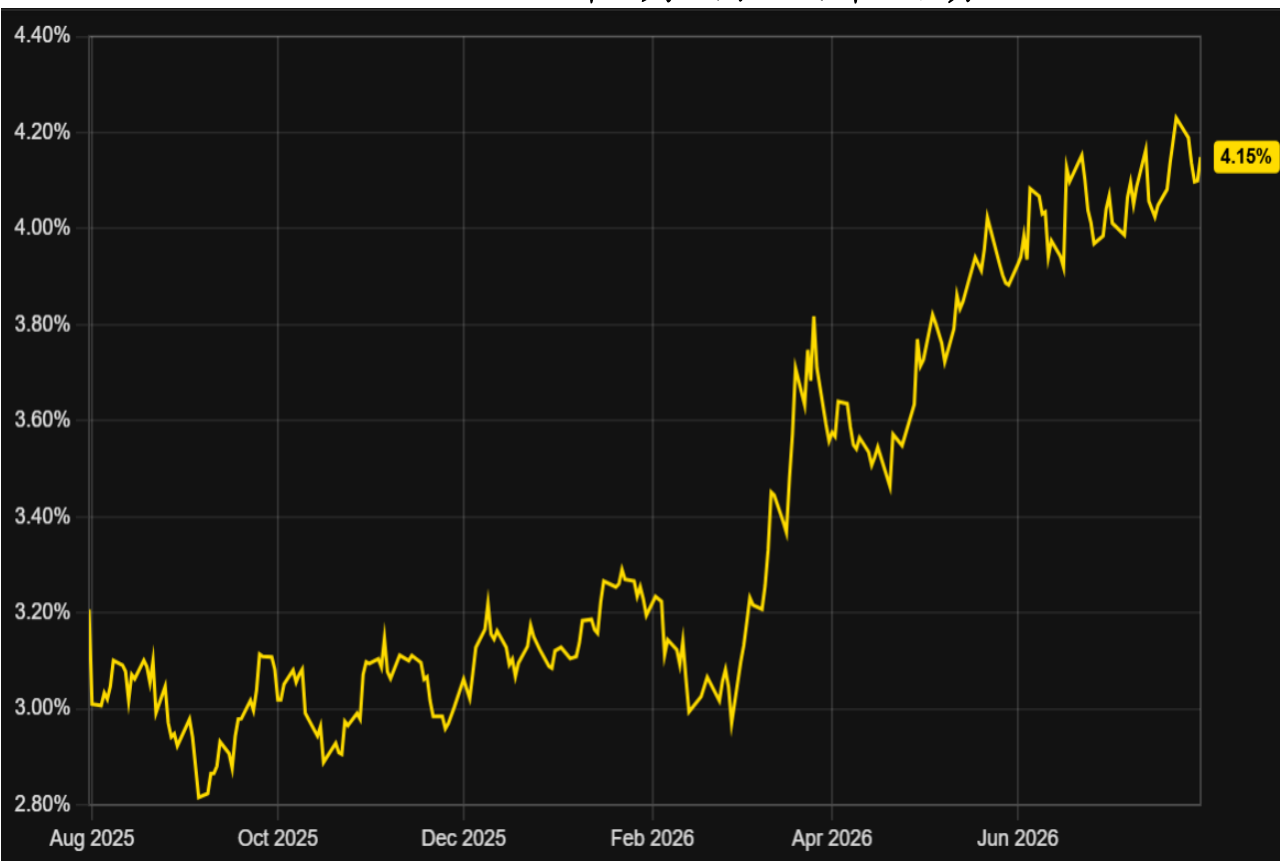
1yr 2yr 5yr 10yr 30yr

美国各期限通胀互换

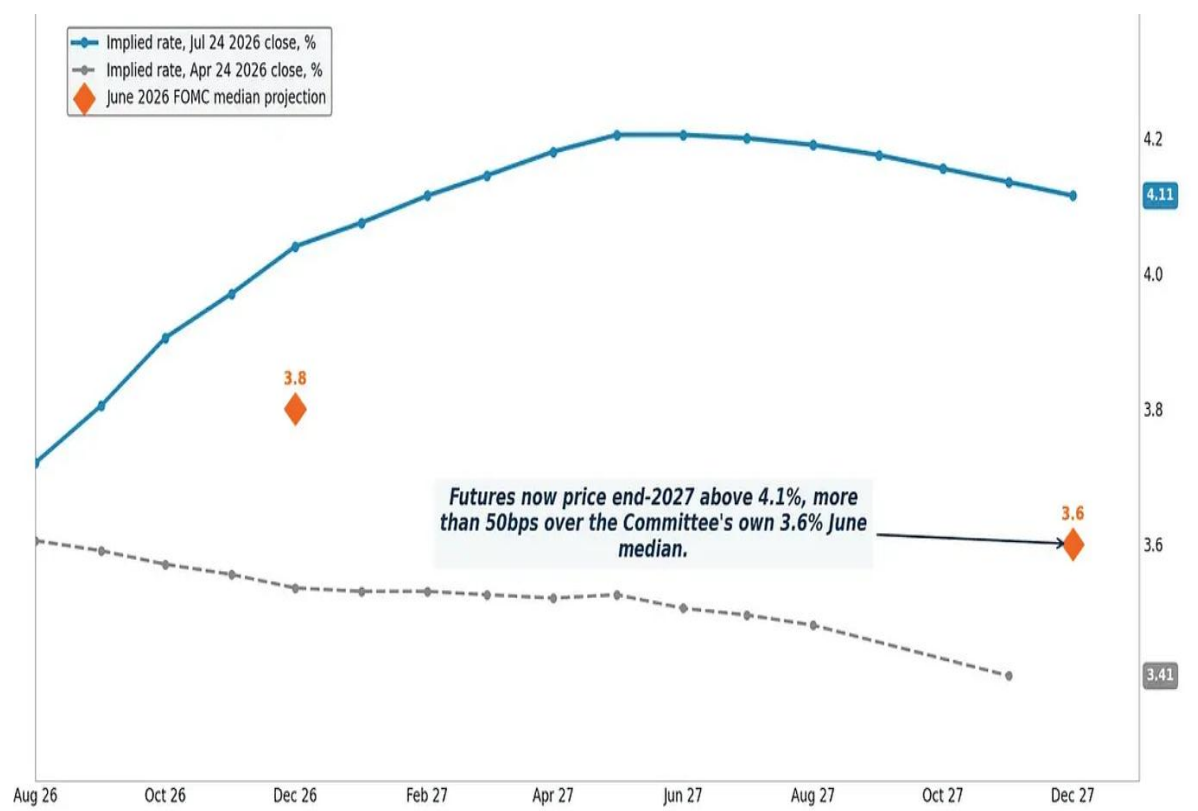


◆ **通胀预期 vs 加息预期：锚定效应，市场依然基于旧框架给联储加戏。** 5月以来加息预期并未理会通胀预期的起落，整体趋势性抬升。联邦基金期货2027年底的利率目标已超过4.1%，而美联储6月份给出的目标中值为3.6%。两年后，两者相差超过50个基点。

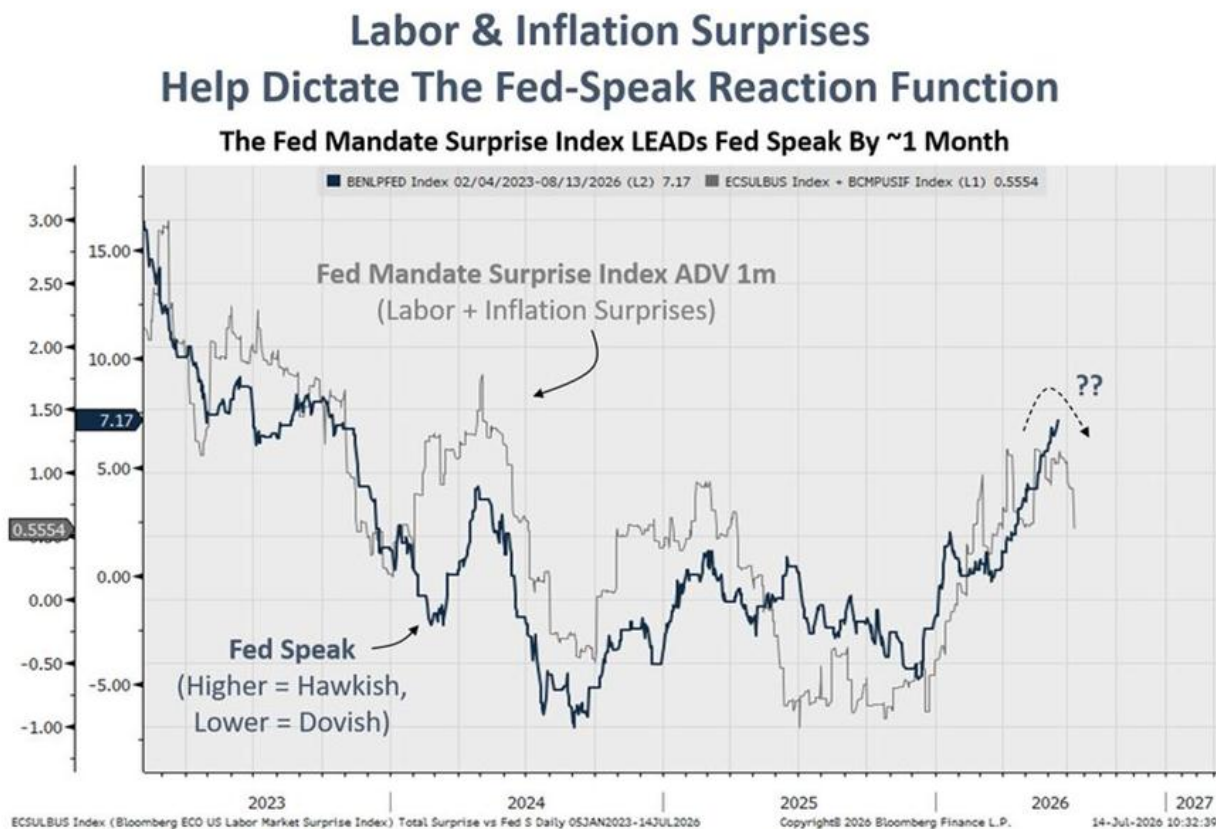
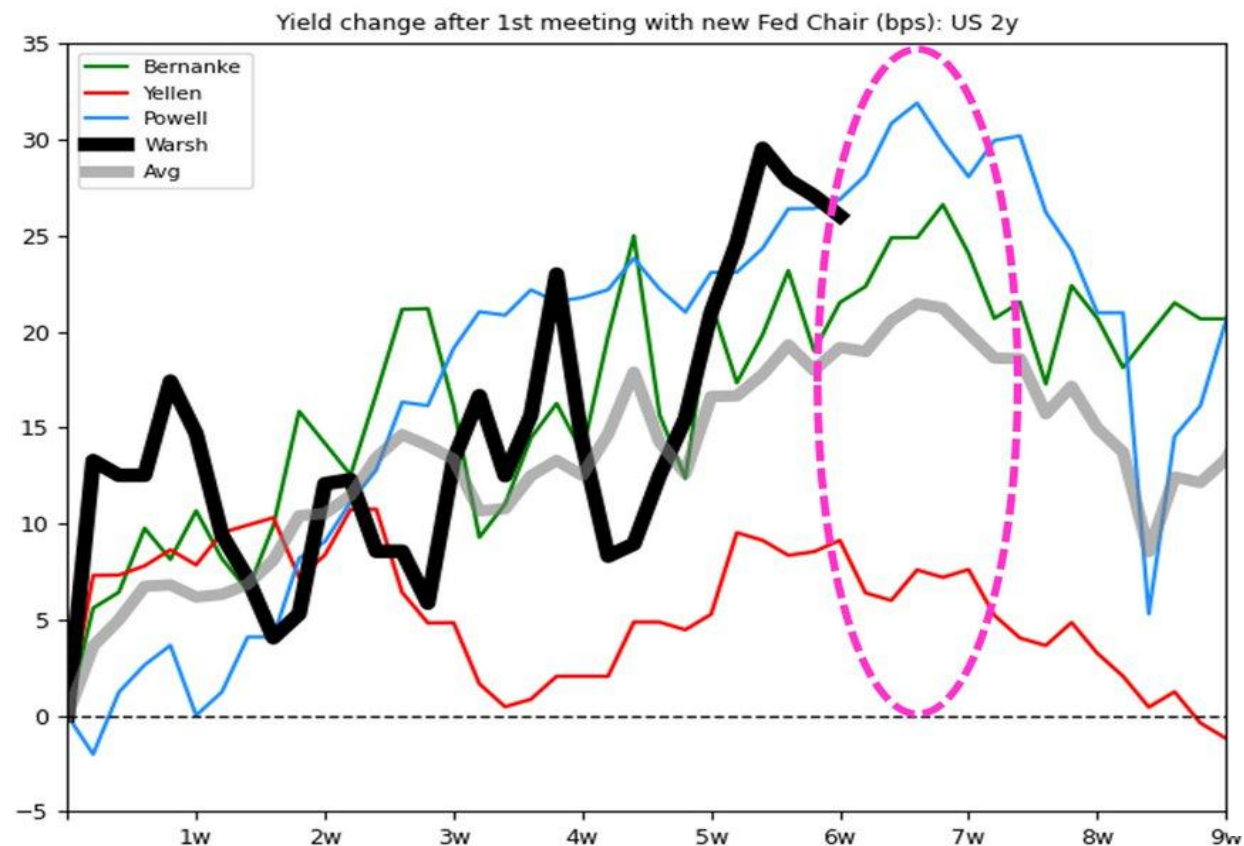
2027年5月终点利率预期



市场加息预期 vs 点阵图



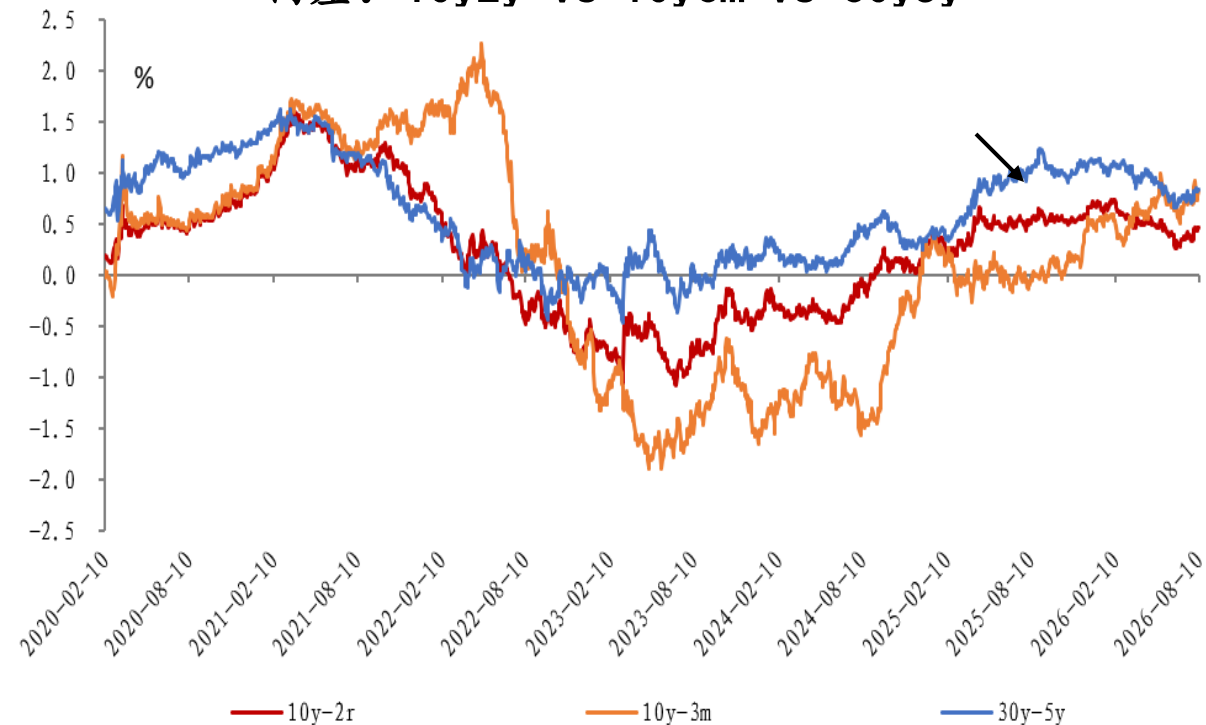
- ◆ 美联储主席换届期间，鹰派情绪总是会高涨，但通常会在新任主席的第二次会议前后达到顶峰。7月后，很可能面临意外的维持利率不变以及鹰派情绪的回调。
- ◆ 劳动力+通胀意外指数领先联储发言鹰鸽指数。



主流叙事松动过渡期

◆ **加息预期 vs 长端利率**：曲线腰部显著上移，暂未完全传导至长端，但短期已有迹象。伊朗战争之后2年期国债上涨96个基点，3年期上涨98个基点，10年期上涨71个基点，30年期上涨52个基点。整条收益率曲线都在走高，近月债券的定价幅度几乎是远月债券的两倍。

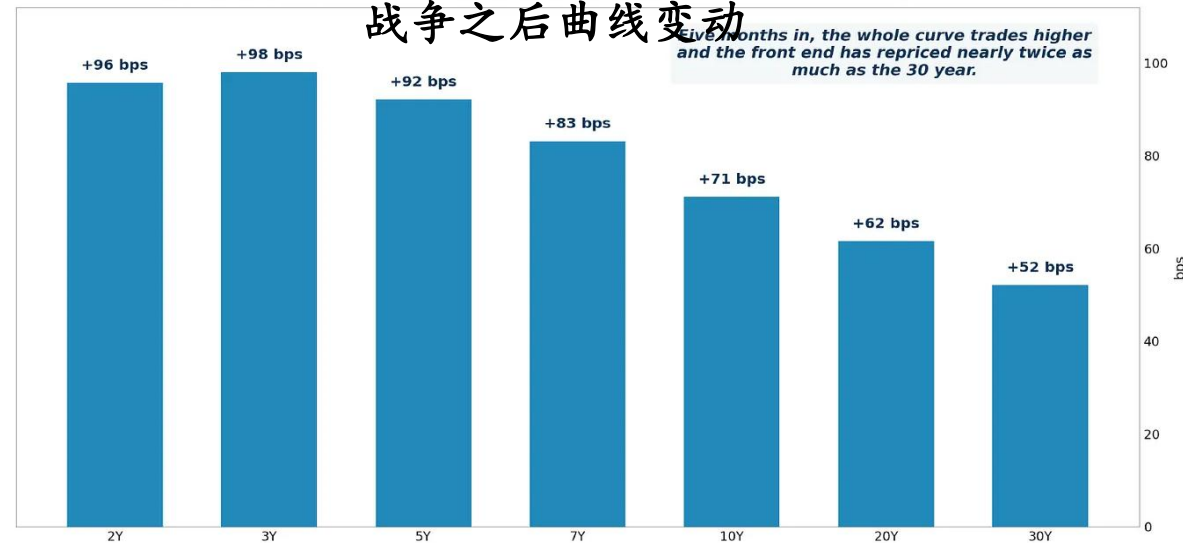
利差：10y2y vs 10y3m vs 30y5y



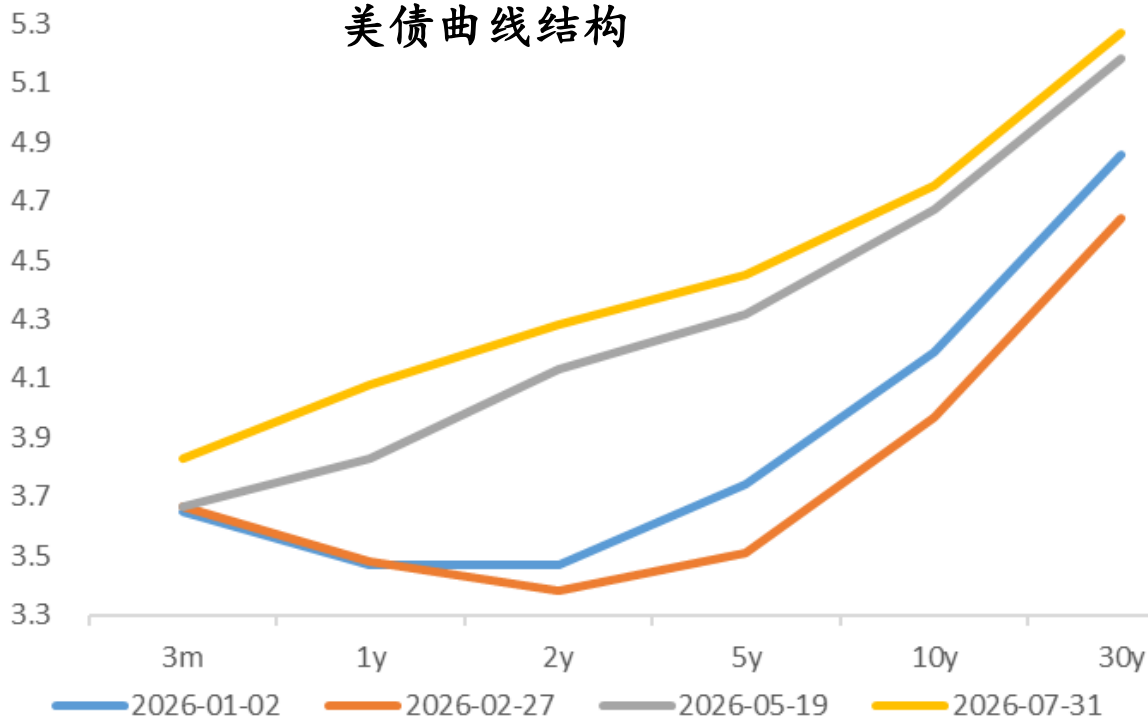
数据来源：wind、lighthousemacro，西南证券整理

The War Repriced the Policy Path More Than the Long Bond
Change in U.S. Treasury yields by tenor, Feb 27, 2026 close (last trading day before the war) through Jul 24, 2026, in bps

战争之后曲线变动



美债曲线结构



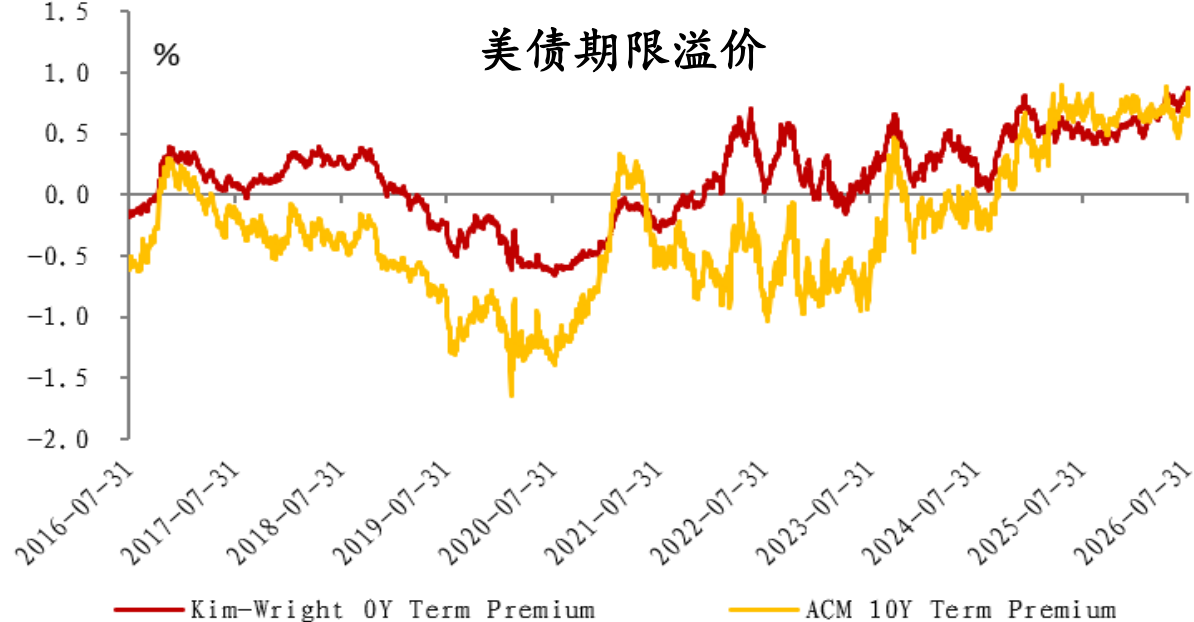
主流叙事松动过渡期

- ◆ **长端利率 vs 美元**：美债利率的上行并未传导至美元。
- ◆ **直接原因**：5月下旬后：美债下美元上；当前是一个反向。
- ◆ **短期原因**：来自日元干预。

日内：美债30y vs 美元指数



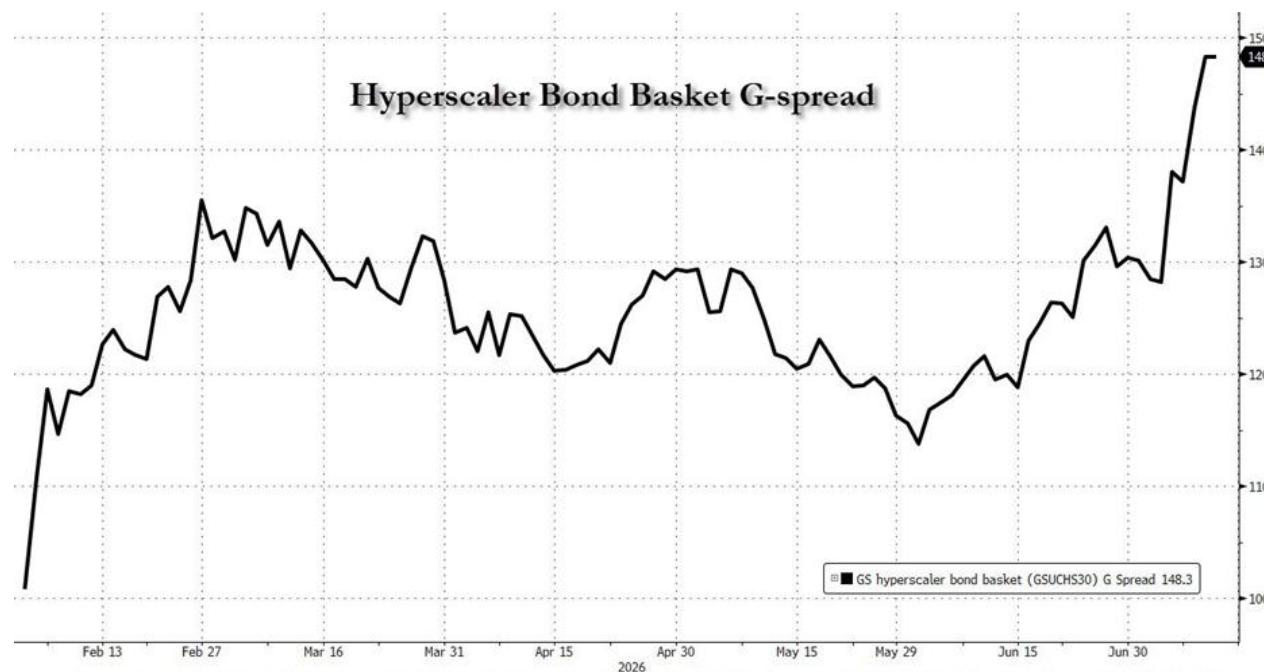
数据来源：wind，西南证券整理



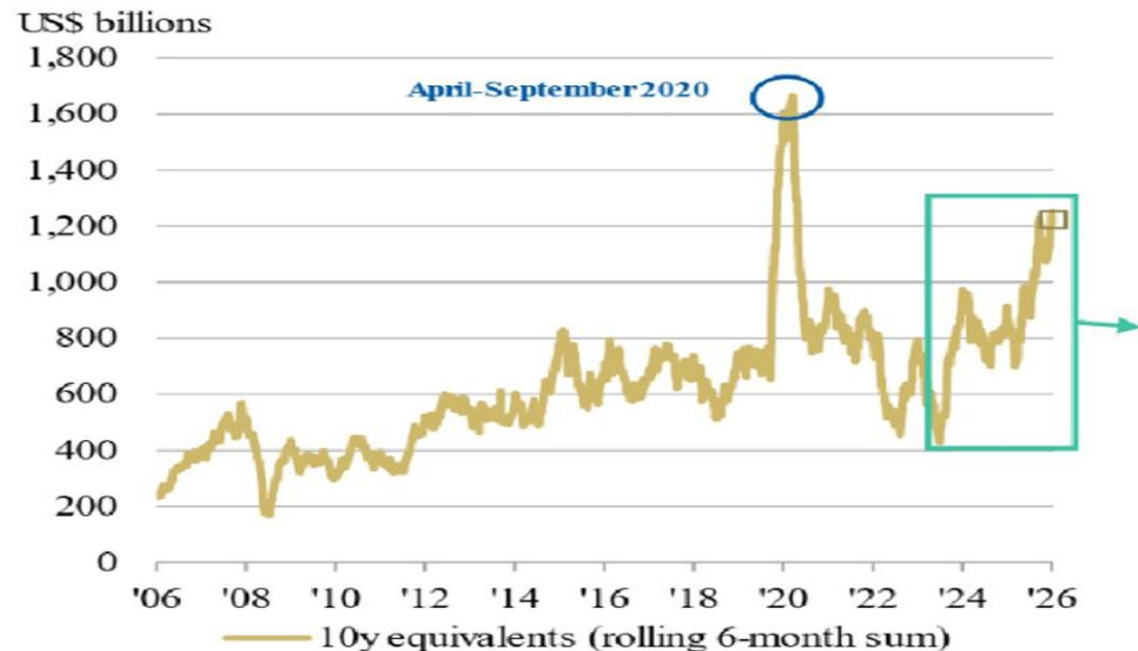
美债10y vs 美元指数



- ◆ 中期原因：AI叙事松动，久期供大于求的不匹配的问题或逐渐凸显。由于超大规模科技公司（Hyperscalers）以及并购交易更倾向于发行长期债券，过去六个月的10年期等效发行规模，是自新冠疫情期间（2020年中期）大规模发行以来最高的水平。
- ◆ Hyperscaler 债券篮子G-spread（企业债到期收益率-同期限美国国债收益率）近期快速走高，10年以上Hyperscaler债券的市场交易利差，已经上升到接近BB级债券的水平。

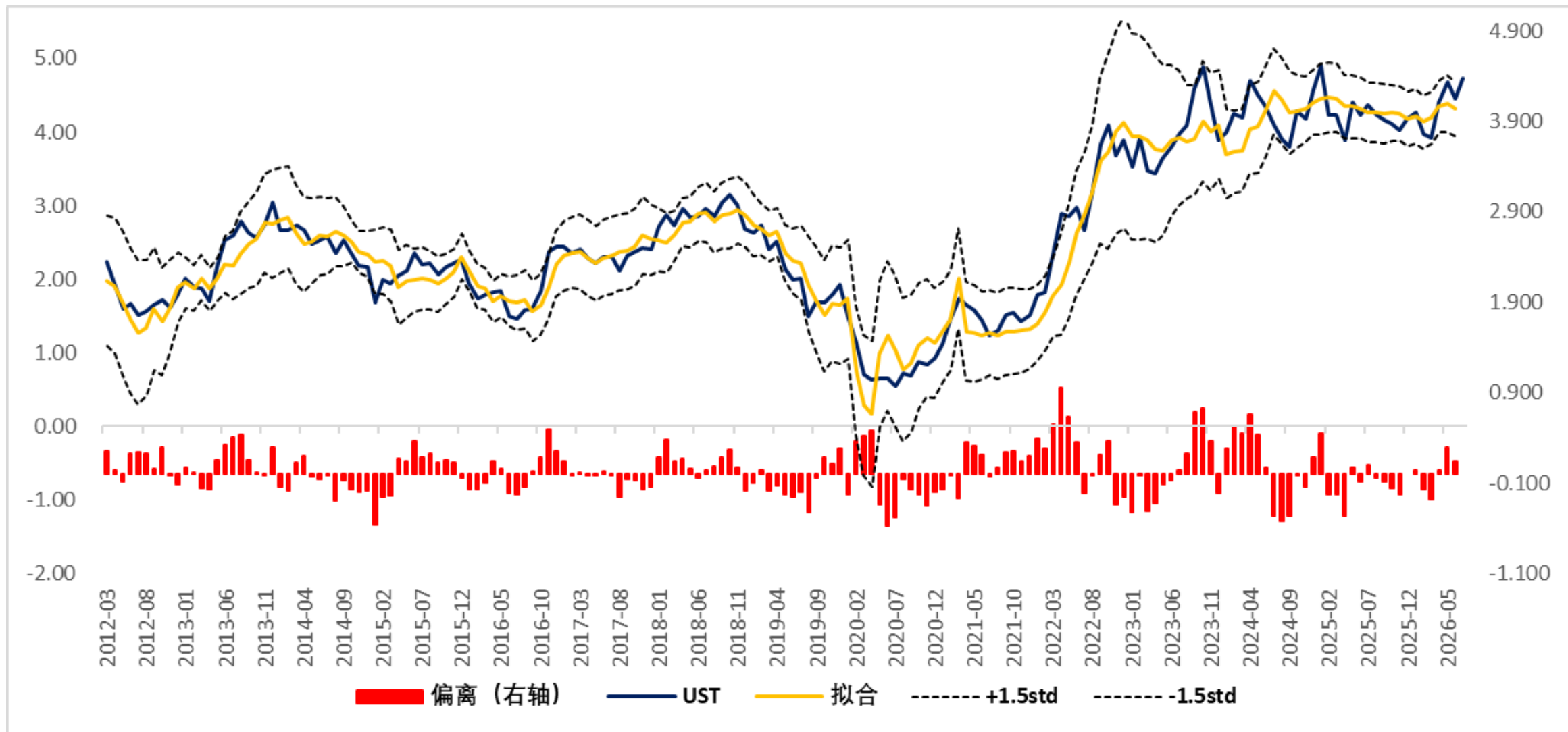


US IG 10y Equivalent Issuance



◆ 美债10y利率基本面交易模型：10y触及上轨4.7

◆ 短期可能回落，但难大幅下行，需要弱数据配合。



01 主流叙事松动过渡期

02 历史回溯：日元三次年中拐点

03 2026年当前背景对比

04 对黄金的指引

05 A股展望

◆ 三次标志性拐点均落在年中：1998年6月、2007年7-8月、2024年7-8月

◆ 表面上的季节性并非因果，而指向一个共同结构

- 年中往往是套息头寸经上半年充分累积、拥挤度达到高位的时点
- 脆弱性因此在年中集中暴露

◆ 更重要的共性在机制层面

- 干预（或加息、政策意外）短期抑制无序波动、清洗部分投机空头
- 但不会自动消除套息交易中已存在的杠杆
- 低波动本身还会通过夏普改善与波动率目标策略把仓位重新吸回
- 直到一个外部催化剂迫使投资者被动平仓

◆ 结构：回溯三次历史 → 对比2026基本面与联储取向 → 拐点后全球资产预判

◆ 背景

- 日本深陷银行危机与通缩，央行宽松救助金融体系；美国经济强劲、失业率约4.5%
- 日元carry盛行，USD/JPY 夏末升至约147的最弱点

◆ 拐点：两级

- 6月17日美日突袭式联合干预，日元一度升值逾6日元，但仅维持约十个交易日
- 8月17日俄罗斯违约 → 渐进反转；9月LTCM解体 → 主经纪商收缩对冲基金杠杆
- 10月7日 USD/JPY 单日约134→120（史上最大单日波动约7%）；10月8日在111-123狂摆
- 触发不是消息，而是仓位与订单流

◆ 资产表现（关键差异）：黄金令人失望

- 金价均值仅约294美元/盎司（1978年以来最低）；空头回补、几乎无新增资金
- 避险资金涌入政府债；背景：长期熊市+央行抛金（《华盛顿协议》前夜）

◆ 背景

- 日本央行停在 0.5%（2007年2月加息后即被卡住）；美国经济见顶转弱、次贷发酵
- 套息规模庞大，澳元 / 新西兰元 / 新兴市场为主要接收端；USD/JPY 6月见顶约 124

◆ 拐点与结构：多波逐级放大

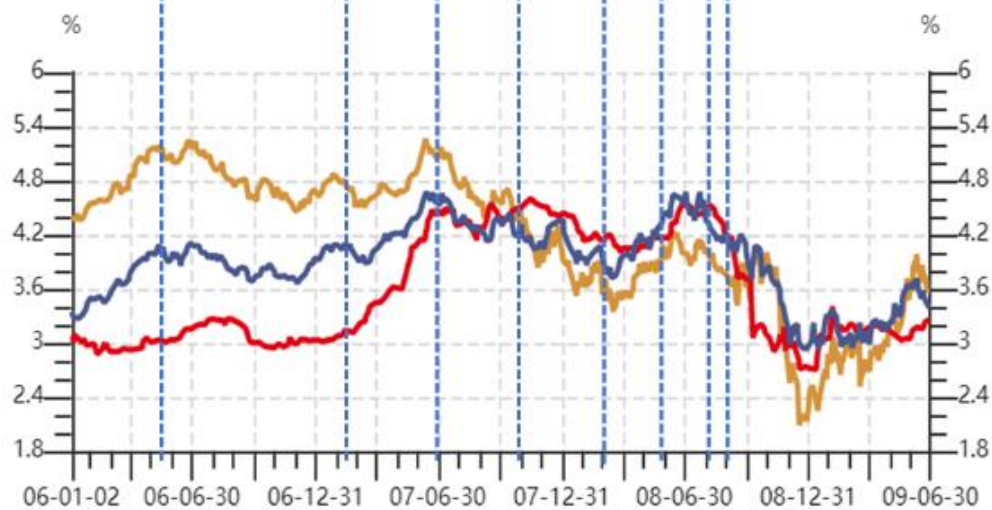
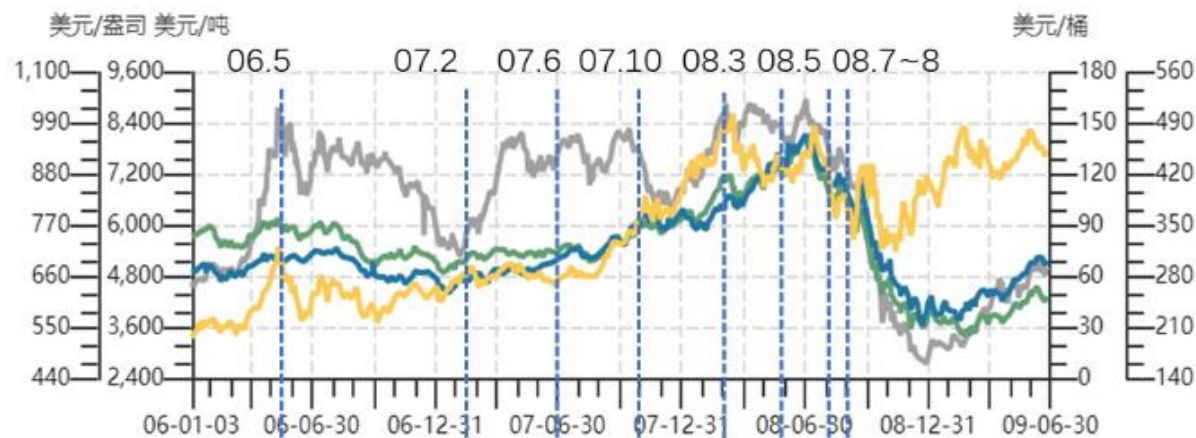
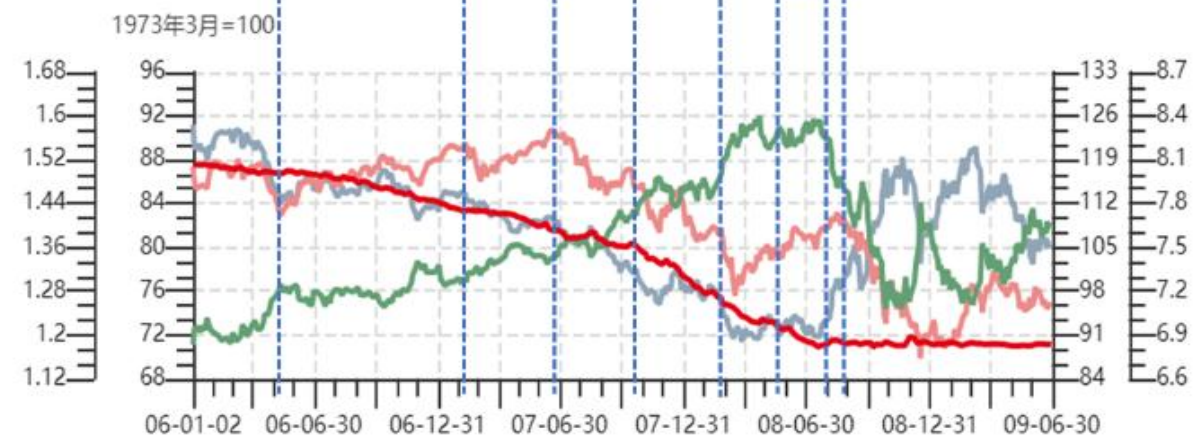
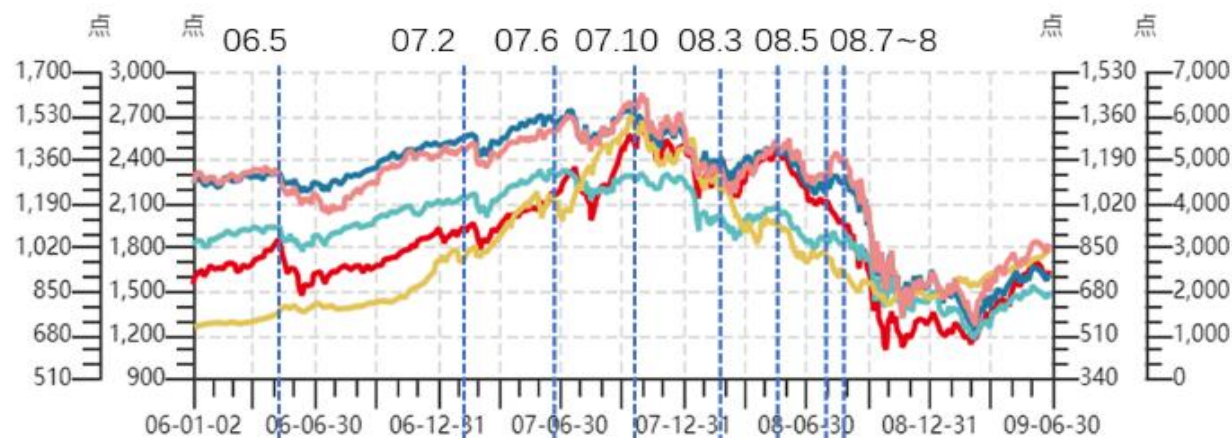
- 2月27日"上海惊魂"为第一次微颤；决定性一击是8月9日BNP冻结三只基金（BIS定为金融危机起点）
- 2008年3月贝尔斯登（105→96）、9-12月雷曼（108跌破90）
- 合计日元升值约29%，美股跌57%、新兴市场跌67%
- 约18个月、四波去杠杆的内生信用周期型崩溃，而非1998式单点外生冲击

◆ 资产表现：黄金强势

- 2007年9月美联储启动降息、美元走弱，金价 650→800 美元以上（季度约+15%~+20%）
- 2008年3月突破 1000 美元；驱动：降息+弱美元

次贷危机大类资产演进节奏

◆ 次贷危机时期的日元拐点同样对大类资产具有领先性



数据来源: wind, 西南证券整理

◆ 大类资产拐点：

- 2007年6-7月：日元见底反转，利率见顶回落，股票商品小幅下行至8月；
- 2007年10月：A股、美股见顶，全球股市下行，铜价三重顶下行，A债利率见顶下行；
- 2008年3月：黄金见顶，铜再次冲高见顶，美欧股市见底，利率见底，日元、欧元见顶，美元见底；
- 2008年5月：美股反弹见顶
- 2008年7月：美元开始反弹，美股见小底，铜见大顶，商品大顶，利率见顶；
- 2008年8月：日元重新开始升值，美股见顶，其他资产进入显著下行趋势。

◆ 总结来说，大类资产拐点顺序：日元底、美债利率顶（2007.6）→ 全球股市顶（2007.10）→ 黄金顶（2008.3）→ 美元底（2008.7）→ 商品顶（2008.7）→ 同步下跌

◆ 黄金提前见底（2008.11）

◆ 背景

- 日央行7月31日加息至0.25%；美国就业转弱、市场憧憬降息
- 日元carry再度膨胀，接收端扩展至美国科技股；USD/JPY冲高至约162

◆ 拐点：双重催化 → 无序逆转

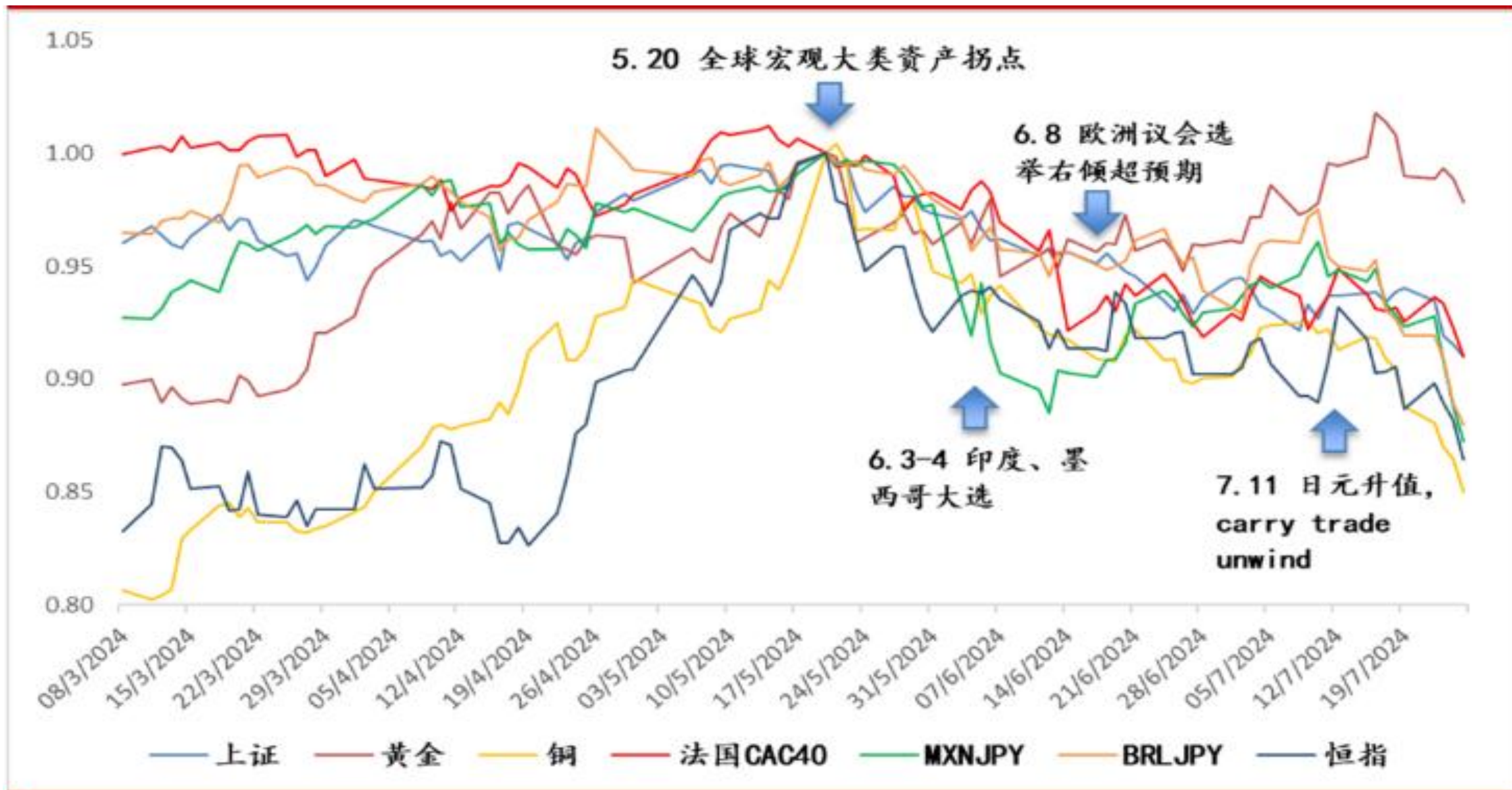
- 7月31日日银加息+8月2日美国弱就业数据
- 8月5日日经225单日暴跌12.4%（1987年以来最大）
- 滞后极短：从加息 / 干预到崩盘仅约三周

◆ 资产表现：黄金强势

- 8月5日因流动性抛售短暂下挫，随后在9月降息50bp、弱美元、央行购金与地缘因素推动下
- 10月末升至约2700-2790美元历史新高（季度涨幅约12%-15%）
- 驱动：降息+弱美元+央行购金

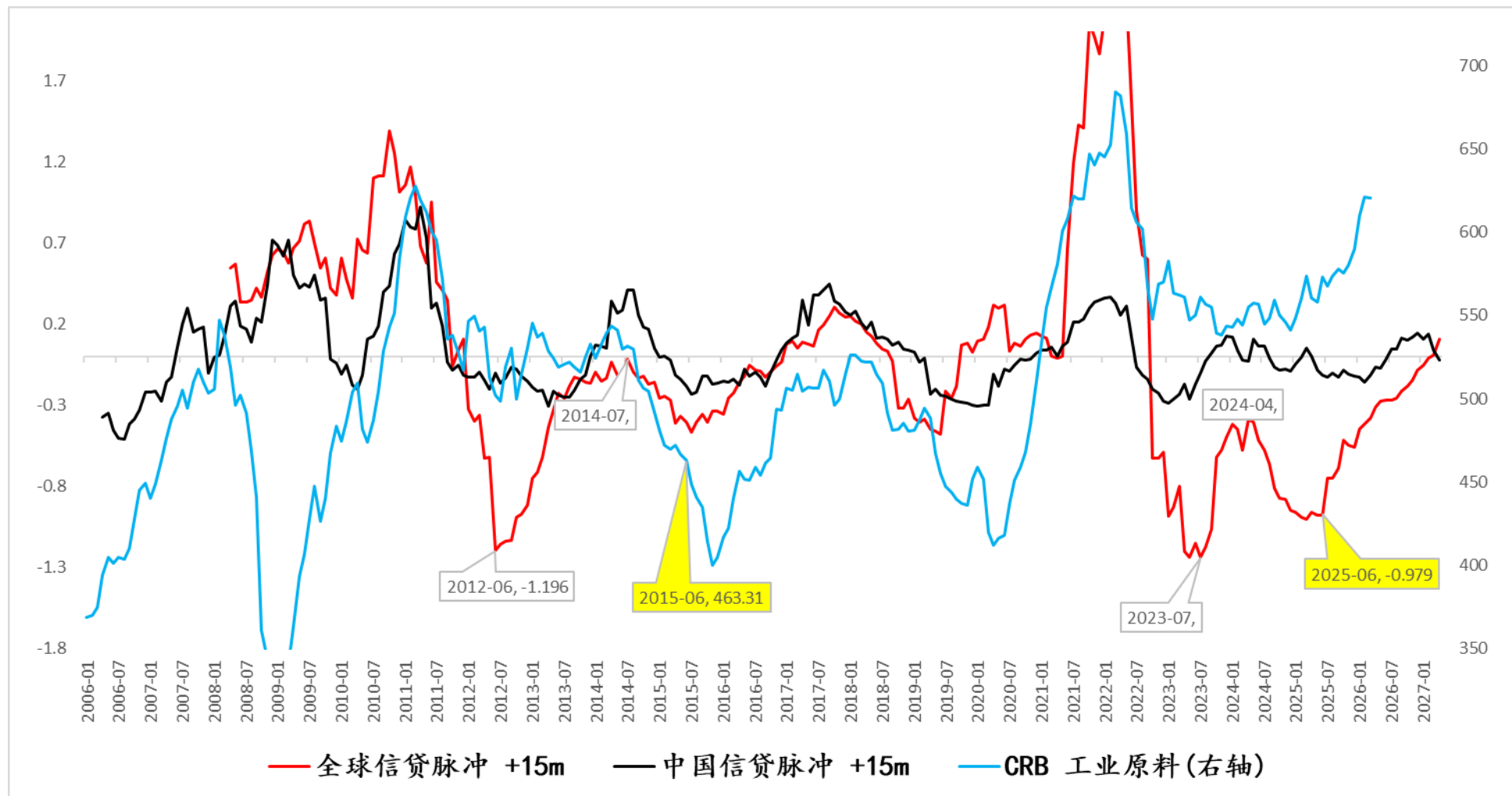
2024年的大类资产宏观拐点：2024.5.20

◆ 全球宏观大类资产的价格的拐点并不是从7月开始的，而是从5月20日就见到了拐点。



2024年的大类资产宏观拐点：2024.5.20

◆ 全球宏观大类资产的价格的拐点并不是从7月开始的，而是从5月20日就见到了拐点。



三次拐点横向对比

维度	1998年6月	2007年7 - 8月	2024年7 - 8月
事件性质	美日联合干预（买日元）	套息逆转（BNP Paribas）	套息逆转（日银加息+弱就业）
拐点催化剂	俄违约 (8/17)+LTCM→10/7-8短挤	BNP冻结基金 (8/9)+次贷	日银加息 (7/31)+弱就业→8/5崩
滞后	约3.5个月	约13 - 19个月（多波）	约3周
日本央行	宽松（危机救助）	停在0.5%	刚起步加息（至0.25%）
美国经济	强劲、低失业	见顶转弱、次贷发酵	放缓、软着陆预期
美联储取向	偏紧→9-11月保险式降息75bp	偏紧→9月起降息	高位→9月降息50bp
拐点后黄金(季度)	失望：无新增资金（涨幅0 - 5%）	强劲（涨幅15%-20%）	强劲（涨幅12%-15%）
黄金结构背景	长期熊市、央行抛金	长期牛市早段	长期牛市、央行购金

注：三次滞后跨越“三周一十四个月”，离散度极大，说明拐点时点由外生催化剂决定、无日历规律；黄金表现的分野不在“是否有危机”，而在“结构背景 + 是否有降息与弱美元”。

01 主流叙事松动过渡期

02 历史回溯：日元三次年中拐点

03 2026年当前背景对比

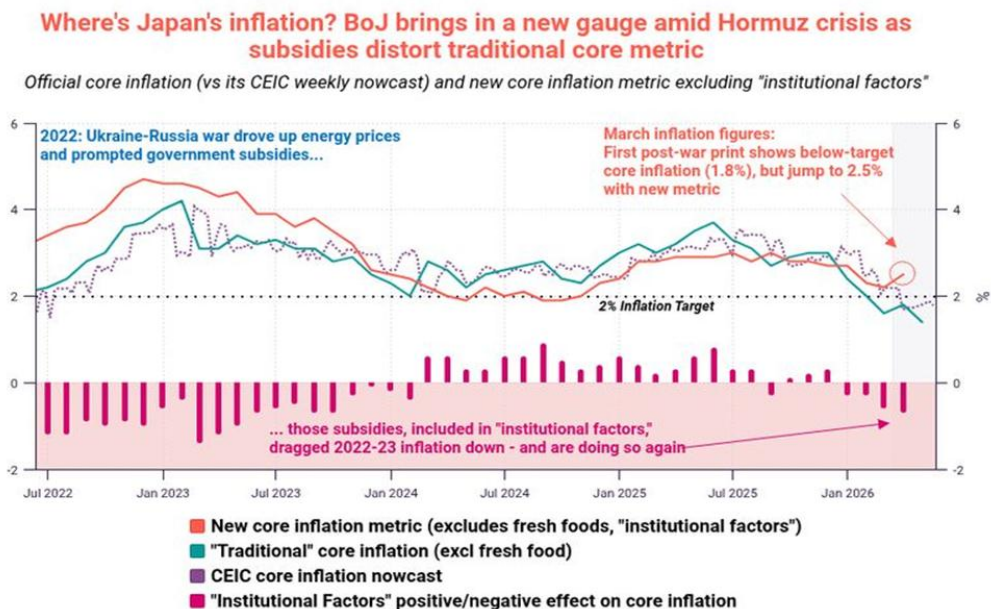
04 对黄金的指引

05 A股展望

日本：财政扩张 × 落后央行

- ◆ 高市早苗"安倍经济学2.0"：约 21.3 万亿日元（GDP约3.7%）财政刺激
 - 食品消费税两年暂停等减税；约 7.2 万亿投向 AI / 半导体 / 量子等17个战略领域
- ◆ 与1997 - 98救助式宽松不同：本轮财政扩张恰逢央行加息周期
 - 日央行已加息至 0.75%、并向 1% 迈进；10年期JGB收益率20年来首破 2%
 - 高市偏好慢加、央行落后于曲线；通胀连续三年高于 2%
- ◆ 日元被狙击的根因：积极财政 + 落后曲线的央行 + 高美日利差
 - USD/JPY 于7月触及约 163，为40年最弱

- ◆ 日本银行上修通胀，为加息铺垫。推出了一种新指标，不仅剔除了波动较大的新鲜食品价格，还剔除了与当前地缘政治形势相关的家庭支持措施：汽油补贴和公用事业补贴。这一新指标将帮助央行在传统通胀数据未能支持紧缩政策时，传达其利率预测。



- ◆ 与三段历史最硬的不对称：美联储鹰派
- ◆ 供给冲击通胀：2026年2月28日美伊战争推升油价
 - 5月CPI一度升至4.2%（三年多最高）、6月回落至3.5%、核心CPI约2.6%
- ◆ 沃什联储：7月29日以 9:3 维持利率于 3.50% - 3.75%（三票主张加息）
 - 沃什明言"对持续高通胀零容忍"、"目标只有一个，就是2%"
 - 市场已从年初降息预期转为定价年内 1-2 次加息
- ◆ 1998/2007/2024 拐点后都有的"降息—弱美元"引擎，在2026当前缺失甚至反向
 - 30年期美债收益率高达约 5.275%，实际利率高企

◆ 本轮干预是递进升级的

◆ 1月 —— 施压阶段

- 纽约联储汇率核查+财相释放联合干预威胁（约158-159）；配合2月8日高市赢得众议院超级多数

◆ 4-5月 —— 日本单边

- 规模约700亿美元，仍未能阻止USD/JPY创新高至约164

◆ 7月 —— 美日联合出手

- 日方7月30日买入约530-590亿美元日元
- 美方7月31日经纽约联储、代表财政部（ESF+SOMA）卖出欧元而非美元买入日元，属储备币种再配置，规模约50-100亿美元
- 日本财务省宣称未来将动用FIMA回购——更多是向美债市场喊话（"无需抛售美债即可获取美元"）的信号，而非新增能力

日元干预的预警

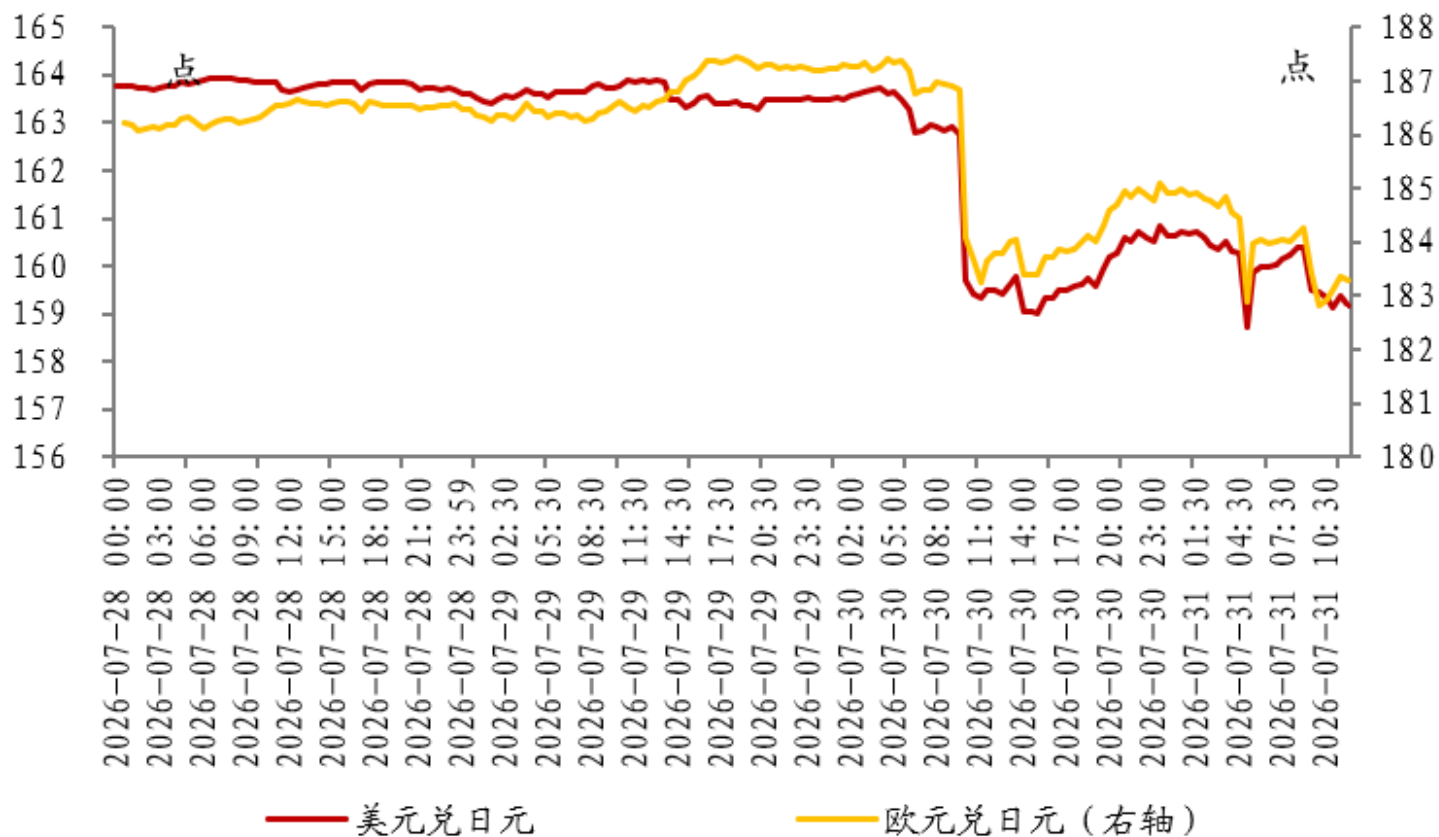
- ◆ 2026年两次日元干预（1月、5月）后均出现的固定模式：日本财务省在USD/JPY接近160时集中干预→日元短暂反弹后重新贬值
→全球短暂risk on→约10个交易日后趋势资产冲顶回落、剧烈崩盘。而且每次都是沃什背锅，一次提名，一次就任。

chengruizar created with TradingView.com, Aug 02, 2026 06:22 UTC



- ◆ 每次干预都相当于打掉一小部分不坚定的杠杆仓位，期权做市商看到realized vol下降，delta-hedging的频率降低，gamma scalping的P&L压力减轻，开始重建short vol仓位（卖出被干预spike高估的implied vol）。这个selling pressure加速了implied vol的回落。CTA/vol-targeting/套利资金重新建立最大多头，市场脆弱度急剧增加。而且每次干预都失败，基于学习效应会让资金对每次干预后的失效更急迫的重新上杠杆。
- ◆ 注意与2024年711套息逆转冲击的不同：资产端叙事松动+负债端扰动：美国衰退+BOJ加息
 - 2024年7月：这是carry trade的资金端危机，触发点是全球衰退。BOJ主动提高借贷成本+美国衰退预期降低目标资产收益，利差两端同步收窄，hedge fund被迫mark-to-market平仓，日元升值触发正反馈，全球资产同步崩跌。美债是避险受益方，VIX单日破60。整个过程是即时的、暴力的、单向的。
 - 2026年1月/5月：这是carry trade背景下的资产端折现率危机，叠加了一个人工制造的“虚假稳定窗口”。JGB收益率上行的根本原因（财政扩张+通胀+BOJ正常化）无法被干预消除，干预只是把它压制了约10天。这10天里市场因vol压缩建立了最重杠杆，然后在JGB重新突破时面对日本机构的延迟再平衡。美债是受压方而非避险方，VIX是缓慢放大而非瞬间破60，崩盘更像是一个渐进式的去杠杆过程而非瞬间爆破。“怪沃什”是事后为时间点寻找叙事锚，而非真实触发器。

◆ **7月联合干预：**日本刚刚启动了其历史上规模最大的日元干预行动，而美国也**30**年来首次加入其中。周四，日本单日购入的日元规模约为**8.45**万亿日元，约合**528**亿美元。随后，纽约联储抛售欧元，为美国国债购入日元。



◆ 所以总结来说：
不加息=干预没意义、美债潜在抛盘；
加息=不需要提前干预，
所以：
既然选择干预+不加息，那么可能还有后手？

◆ 2026同时具备两个方向相反的特征，构成一张"错位"的坐标

◆ 其一：政策背景比历史更鹰

- 1998/2007/2024 联储都在降息；2026不仅不降、市场还在定价加息
- 压制黄金的周期性上行引擎；一旦出事，缺少那记"会间降息"式的安全网

◆ 其二：黄金的结构背景与1998相反

- 1998：长期熊市+央行抛金→"结构背景压倒危机避险"
- 2026：5595美元历史高点后的强牛市回调（当前约4050）、央行购金时代、去美元化与财政主导

◆ 因此 1998 式的"令人失望"较难重演

- 除非避险资金再次偏好政府债与美元而非黄金

◆ 1998的精确教训：拐点当天没有干净的"触发事件"，拥挤的杠杆本身就是触发器

- 一个与日元无关的外生强平（当年是LTCM）一旦启动，一边倒的空头就变成自己的加速器

◆ 正确做法：同时监测两样

- ① 日元空头 / carry杠杆偏斜度（CFTC净空、carry篮子波动、风险逆转偏斜）
- ② 去杠杆火星：信用事件、主经纪商收杠杆、保证金冲击—— 大概率不从日元本身冒出

◆ 配套"美元管道升级阶梯"（0-3档）

- 0档=仅财政部自有外汇干预（当前，买时间）→ 1档=动用外国回购池 → 2档=FIMA由0变正 → 3档=央行流动性互换
- 第2档那第一个非零印数，将比价格更早预示"财政主导"的叙事切换

01 主流叙事松动过渡期

02 历史回溯：日元三次年中拐点

03 2026年当前背景对比

04 对黄金的指引

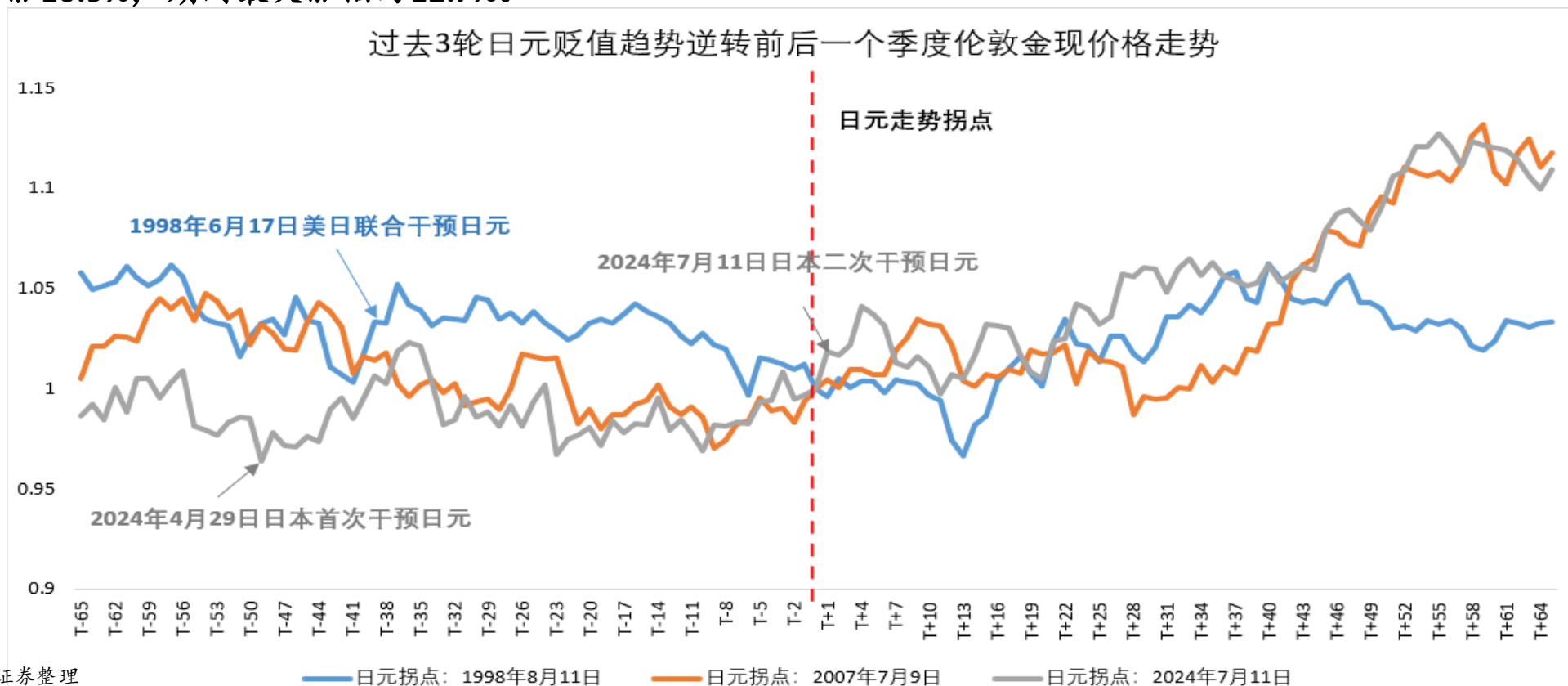
05 A股展望

黄金：季度级行情与涨幅区间

◆ 表象原因：鹰派预期边际转松

◆ 根本原因：美元信用裂痕继续扩大

◆ 日元贬值趋势出现逆转后，国际金价在未来一个季度以内平均上涨8.6%。1998年8月11日：一个季度内伦敦金现上涨3.3%，期间最大涨幅为6.2%；2007年7月9日：一个季度内伦敦金现上涨11.7%，期间最大涨幅为13.1%；2024年7月11日：一个季度内伦敦金现上涨10.9%，期间最大涨幅为12.7%。



◆ 日元：战术走强、结构受制

- 干预+潜在套息逆转推动 USD/JPY 自 163→157 后向 150 一线试探；无序平仓情形下可下探 145-148
- 积极财政与落后曲线的央行构成结构性弱日元下限：买时间、而非逆转趋势
- 操作：约 157 上方逢高沽 USD/JPY，止损与仓位随波动率管理

◆ JGB：结构性上行压力不改

- 财政扩张+央行加息+10年期已破2%
- 30年期JGB是压力点、也是脆弱性节点
- 全球risk-off可能带来阶段性避险买盘、暂时压低收益率，但方向偏上

未来的核心趋势不变，但约束越来越近

◆ 美国债务发散无解：

• 化债三路径封死

路径	旧框架	新框架
财政刺激	需求->增长->债务稀释	FRP即时跳升->利率先涨->债务恶化
财政紧缩	债务削减->信心恢复	乘数陷阱->GDP跌速>债务削减
金融抑制	负实际利率->通胀侵蚀	美元贬值->去美元化->利率反被推高

旧框架（2000-2020）：财政刺激→债务率下降

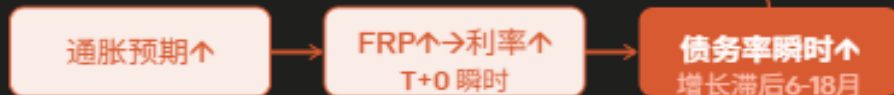


关键条件：① FRP≈0（债务率低） ② Fed Put完整 ③ 全球美债需求强劲 ④ $r^*>0$ 政策空间足

▼ 结构性断裂：三大条件同时失效 ▼

正反馈：债务↑→FRP↑→债务↑
 $h>h_{low}$ → FRP非线性 | Fed独立性受损 | CY转负 | r^* 接近零

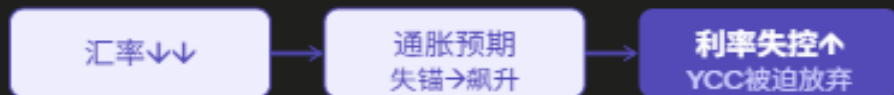
路径A：财政刺激



路径B：财政紧缩



路径C：货币化+YCC



核心断裂：时间不对称性

旧框架：

刺激→增长(6-18月) > 债务成本上升(缓慢)

新框架：

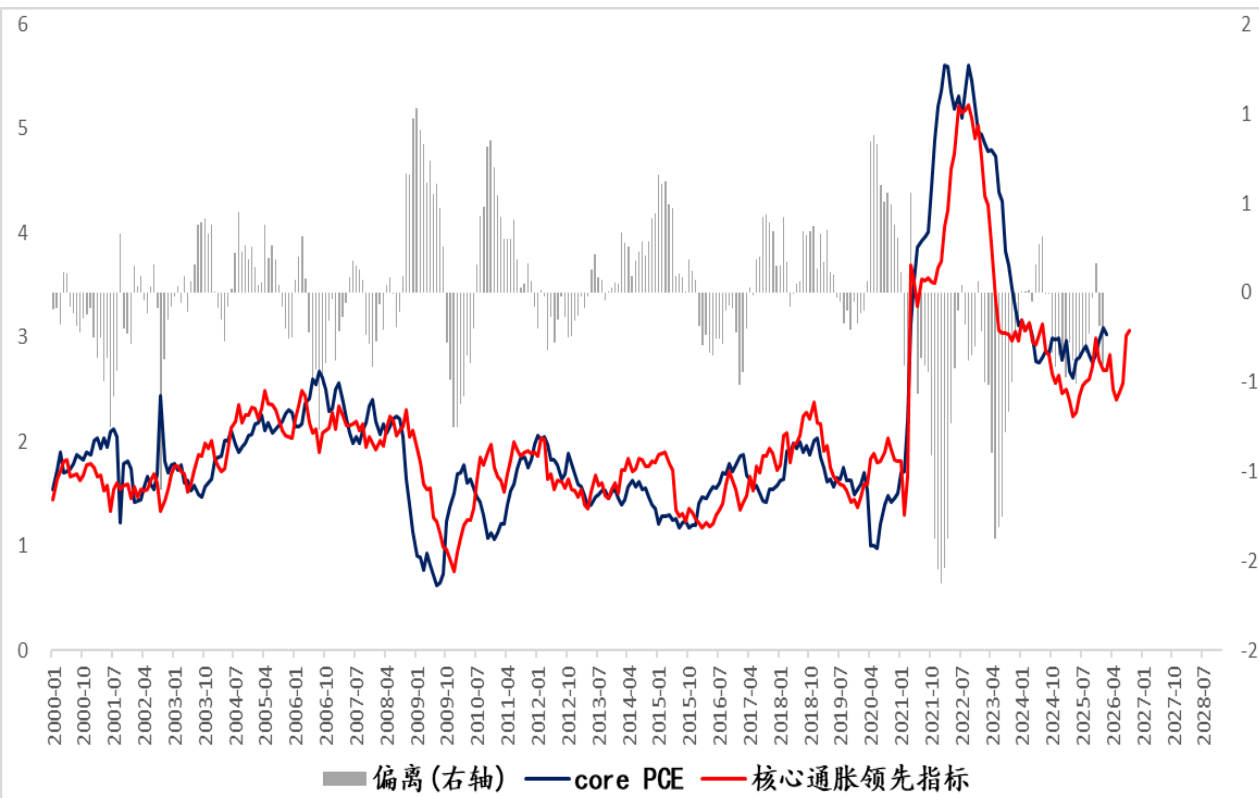
刺激→利率冲击(T+0) >> 增长传导(6-18月)

关键变化：

- ① FRP非线性：每1%赤字 → 额外26bp利率冲击
- ② Bond vigilantes回归：市场提前定价未来路径
- ③ Fed Put不再：财政主导削弱货币政策信用

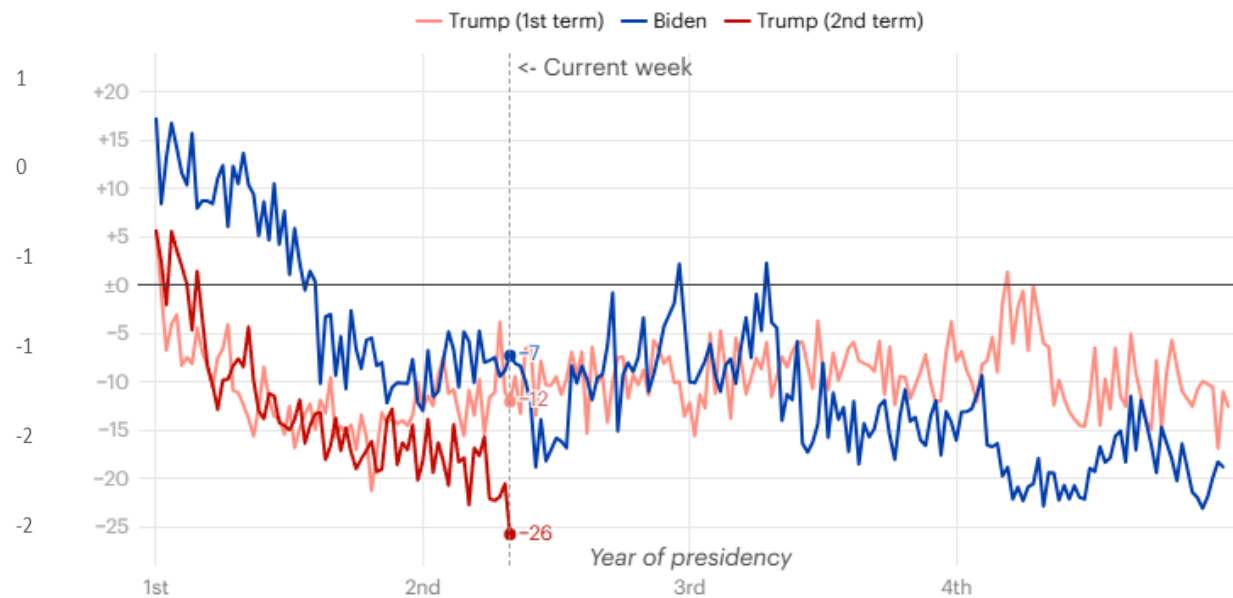
未来的核心趋势不变，但约束越来越近

◆ 通胀有继续抬头之势，尤其是面临支持率越来越低的中选



Net job approval among U.S. adult citizens in Trump's first term, Biden's term, and Trump's second term

Do you approve or disapprove of the way [Joe Biden / Donald Trump] is handling his job as President? (% of U.S. adult citizens who strongly or somewhat approve minus the % who strongly or somewhat disapprove)



Note: Responses of "not sure" are not shown. Data for Sept. 26 - Nov. 14, 2020 is among registered voters only.

YouGov

The Economist / YouGov | January 23, 2017-May 26, 2026 • [Get the data](#)

◆ 别无选择：路径三金融抑制，降低系统发散速度，为AI真正带来生产率提升争取时间。

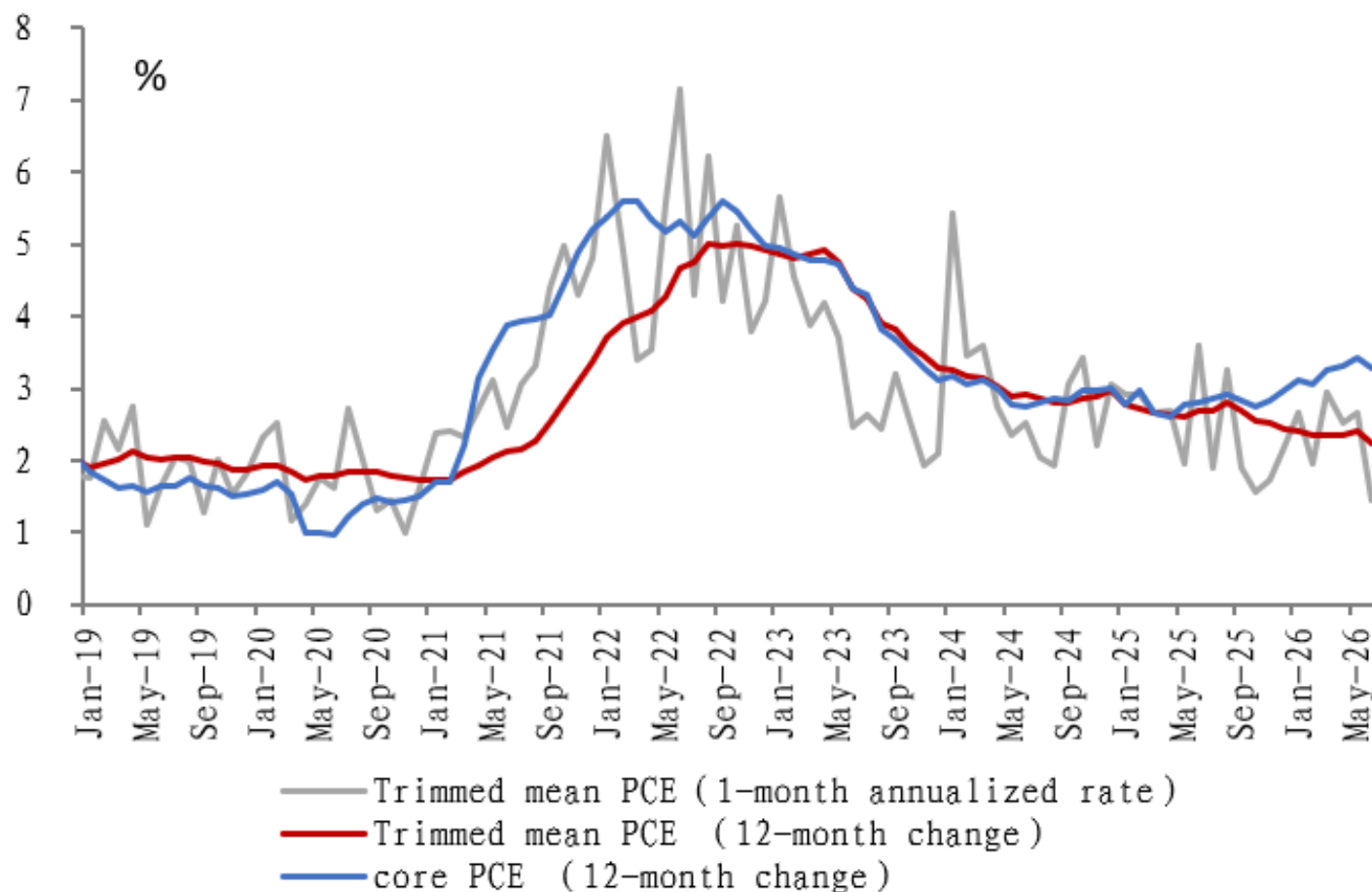
◆ （一）财政主导一：干预联储降息

➢ 沃什的诡计：选择盯住截尾通胀：达拉斯联储经调整后PCE指标6月份的月度年化涨幅为1.4%，为2020年以来的最低水平。过去12个月的涨幅为2.2%，创五年新低。

➢ 偏度陷阱：截尾均值PCE的阈值选择（1977-2009校准）：剔除低于第24百分位数和高于第69百分位数的价格变动，当价格分布从负偏转为正偏时，截尾均值对潜在趋势的衡量存在向下偏差：

2021年通胀飙升期间截尾均值的上升出现延迟；

➢ 选择截尾均值的真正原因：具有天然的滞后性，决策者选择性忽略最具进攻性的价格信号，在技术上制造通胀已受控的假象



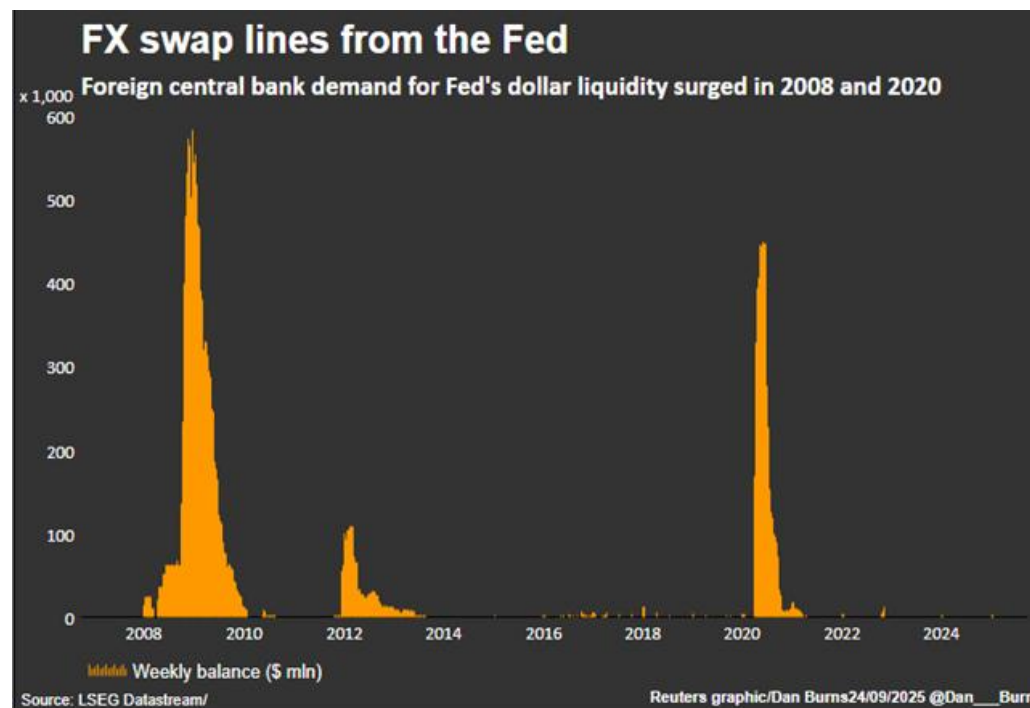
◆ (二) 财政主导二：美元流动性分配权从美联储向财政部转移

◆ 1) 配合干预日元，阻断日债抛售向美债传导

- 26年1月高市解散众议院 -> 日元急贬+日债抛售 -> 美债利率上行
- 干预目标：rate check稳定日元贬值预期，阻断美债流动性冲击

◆ 2) 主导外汇互换通道 (FX Swap Lines)

- 历史：Fed Swap Lines创设于2008年，纯粹技术性稳定工具
- 新框架：额度分配基于战略忠诚度而非市场需要
- - 对维持美债持有国家：充裕低成本额度（持债补贴）
- - 对抛售倾向国家：限制准入（金融威慑）
- 激励继续持有而非抛售，本质是用行政手段替代市场机制
- 从「技术官僚」（Fed）到「经济统筹」（Treasury）的控制权转移
- 风险：过度武器化加速去美元化；被排除在互换网络之外的国家将加速构建替代支付系统



- ◆ （一）美元指数跌破长期上行趋势下台阶时的挣扎
- ◆ 美元指数在跌破长期上行趋势线下台阶时，往往伴随着从“多边协作”向“单边地缘冲突”驱动的定价逻辑转变。
- ◆ 然而最终仍无法阻止美元的下行趋势，仅仅延缓跌速而已：无法阻止全球新的生产中心新加入全球分工体系对美元带来的冲击。



1987 两伊战争护航行动

《卢浮宫协议》信用濒临崩溃背景下，通过军事介入波斯湾维持“石油美元”排他性地位

2003 伊拉克战争

欧元挑战美元地位，萨达姆计划改用欧元结算石油。战争确保石油结算单一美元化

2026 伊朗史诗狂怒行动

债务系统濒临发散，面临公开化去美元化挑战，委内瑞拉军事行动无法挽救美元跌势

◆ （二）美元指数在趋势区间内的小周期拐点的触发

◆ 美元指数在“下台阶”后的低位反转模式。这些绿色箭头所代表的节点，本质上都是通过“制造全球流动性稀缺”或“引爆非美地区尾部风险”，来强制扭转美元的弱势。



典型案例

1992: 欧洲ERM危机, 狙击英镑

1995: 加息, 墨西哥龙舌兰危机

1997-98: 亚洲金融危机

2008.3: 次贷危机深水区, 流动性紧缩开启

2011.8: 美债危机与欧债危机并存

2014.7: 俄罗斯入侵克里米亚+页岩油革命

2018.3: 贸易战+缩表与加息周期

2021.5: 通胀觉醒与加息预期

2024.9: 欧债失控风险

数据来源: wind, 西南证券整理

原理：美元趋势性破位与美元潮汐武器——拉力与推力

◆ 美元潮汐（Dollar Tidal / Dollar Liquidity Cycle）是美国在全球美元体系中最重要"隐性工具"。美元指数下台阶中归纳的底部反转"三板斧"（利率挤压、地缘对冲、危机重置）本质上就是美元潮汐在不同场景下的具体操作形态——它们有一个共同点：**通过制造非美流动性紧缩来虹吸资本回流美元。**

◆ 1990s、2000s的美元破位：**拉力型**

➤ 非美国国家经济吸引力上升，资本主动流出美国追逐更高回报。美元的弱势是全球增长扩散的结果。

◆ 未来的美元破位：**推力型**

➤ 美国自身财政信用恶化，资本被动逃离美元资产。美元的弱势是美国信用受损的结果。

◆ 美元潮汐武器在拉力型区间极为有效，因为初始条件是"非美吸引力上升"——只要摧毁非美的增长叙事或制造金融动荡，资本就没有理由留在外面，自然流回美元。推力型的初始条件是"美国信用恶化"，逻辑链完全相反：

➤ Fed试图紧缩对抗通胀或保卫汇率→利率↑→利息支出↑→财政进一步恶化→FRP加速上升→美债信用折价扩大→外资加速减持美债/美元资产→USD反而走弱（与"正常紧缩→美元强"经验相悖）→进口通胀↑→需要更高利率→循环

◆ 之所以会出现小冲击后的上车机会，本质上是“推力型”美元弱势区间，美元潮汐武器每次尝试性使用都会立即触碰到利率上行债务发散的约束，所以每次都很快产生冲击拐点的上车机会。这个趋势依然会延续下去，直到发生系统的大崩溃。

美元管道：三个科目的解剖

◆ 判断"买时间"还是"真下场"：不看表态、要看美联储资产负债表（每周四H.4.1）

- 三个科目分属资产负债表两端、动用不同主体的钱、发出强弱不同的信号

科目	端	本质 / 谁的钱与风险	信号强度	当前 (7/29)
外国回购池	负债端	外国央行存放于纽约联储的自有美元；动用=花自己的储备，不涉美联储信用创造	温和	\$3345亿（常态）
FIMA回购	资产端	外国央行质押美债、换取美元，避免火线抛售美债；美联储创造美元、为外国美债兜底	强（首次下场）	0（休眠）
央行流动性互换	资产端	美联储对G6央行放美元（外币质押），转贷其境内银行；离岸美元荒信号	最强（系统性）	0（2023.3起休眠）

FIMA细节：定价10RB+25bp（惩罚性后备）、每家上限约600亿美元、历史峰值使用仅约14亿美元（2020年5月）；其换得的美元只能用于卖出美元、买入日元方向的干预。

- 把三个科目串成可跟踪的阶梯（0档=当前所在），配合每周H.4.1判档，可先于价格捕捉"财政主导"切换

档	触发 / 判据	科目 • 数据源	含义	资产指引
0	仅自有外汇干预（卖欧元/现有美元储备买日元）	—	买时间；波动率压低、杠杆潜伏	结构买盘托底；carry或重新武装
1	外国回购池明显下降（周降>200亿/累计>400亿/跌破3000亿）	外国回购池（负债）• WLRRAFOIAL	日本消耗其Fed美元储备缓冲	温和利多黄金；轻度避险
2	FIMA回购由0变正（首个非零印数）	FIMA回购（资产）• H. 4. 1	美联储首次真正下场、为外国美债兜底→财政主导起步	明确利多黄金；美债被托、美元结构承压
3	央行流动性互换动用	央行互换（资产）• SWPT	离岸美元荒、系统性压力	强利多黄金；risk-off、美元近端走强
4	美联储自身宽松/扩表（降息、停缩表、QE）	多科目 • WALCL	完全财政主导	最强利多黄金；曲线陡峭、贬值交易

关键：第0档（当前）恰恰是"危险的平静"——波动率被压、存量杠杆未动；真正的叙事切换发生在第2档第一个非零FIMA印数。本次干预（7/30 - 31）后首份H. 4. 1（约8月6日）是关键一印。

01 主流叙事松动过渡期

02 历史回溯：日元三次年中拐点

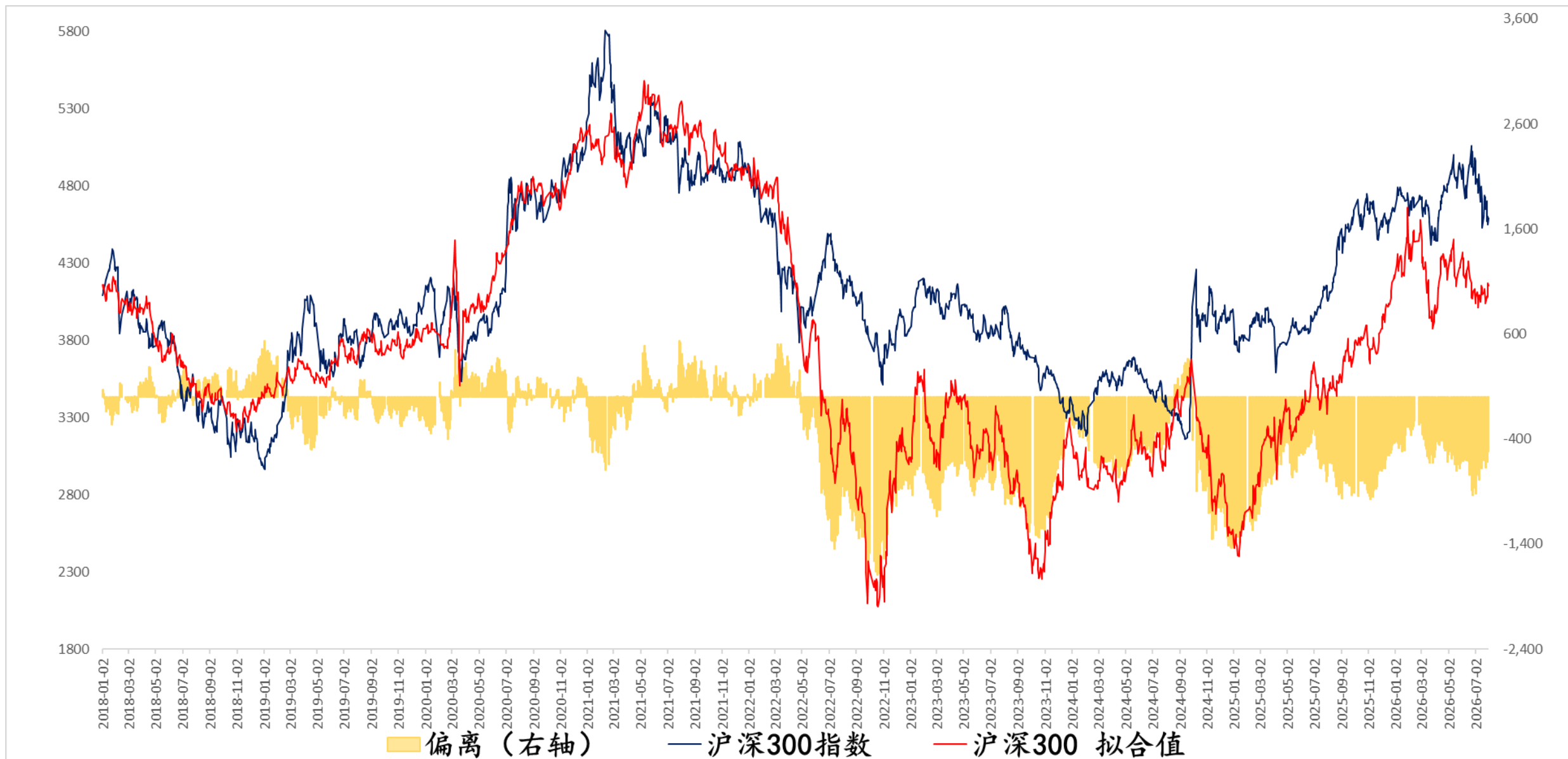
03 2026年当前背景对比

04 对黄金的指引

05 A股展望

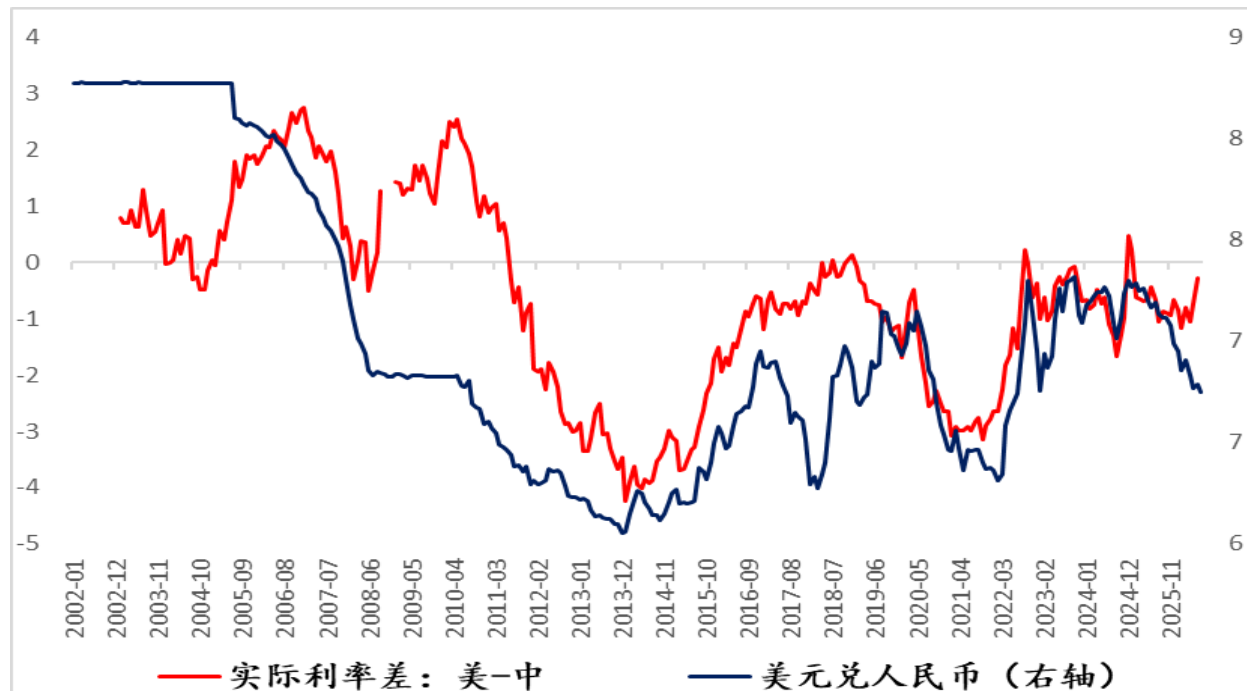
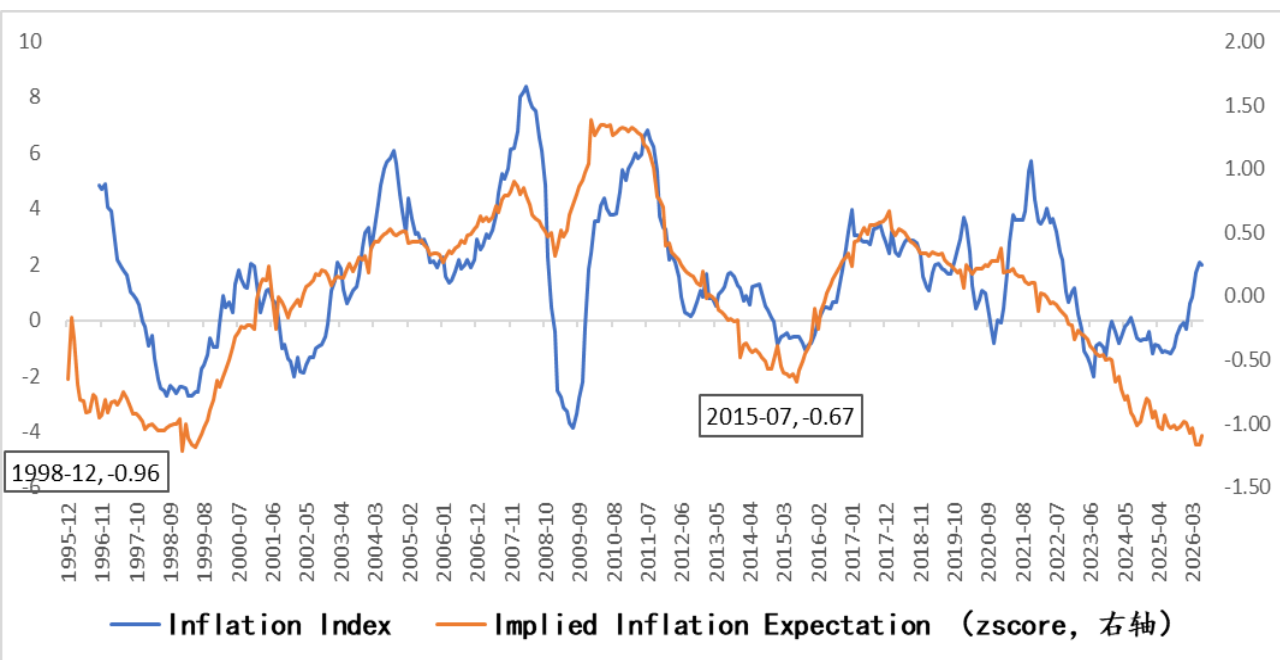
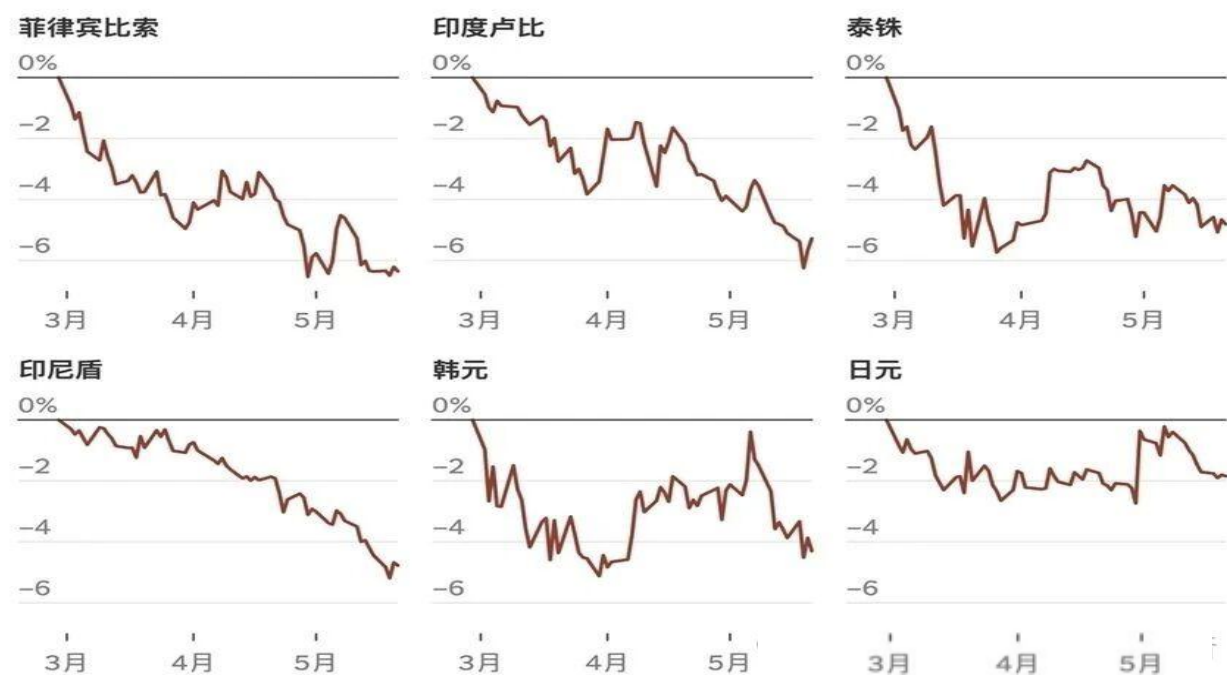
表象：全球宏观因子重新影响A股

◆ 美元+美债+伦铜三因子模型：相关而非因果，非直接影响，而是被共同驱动。



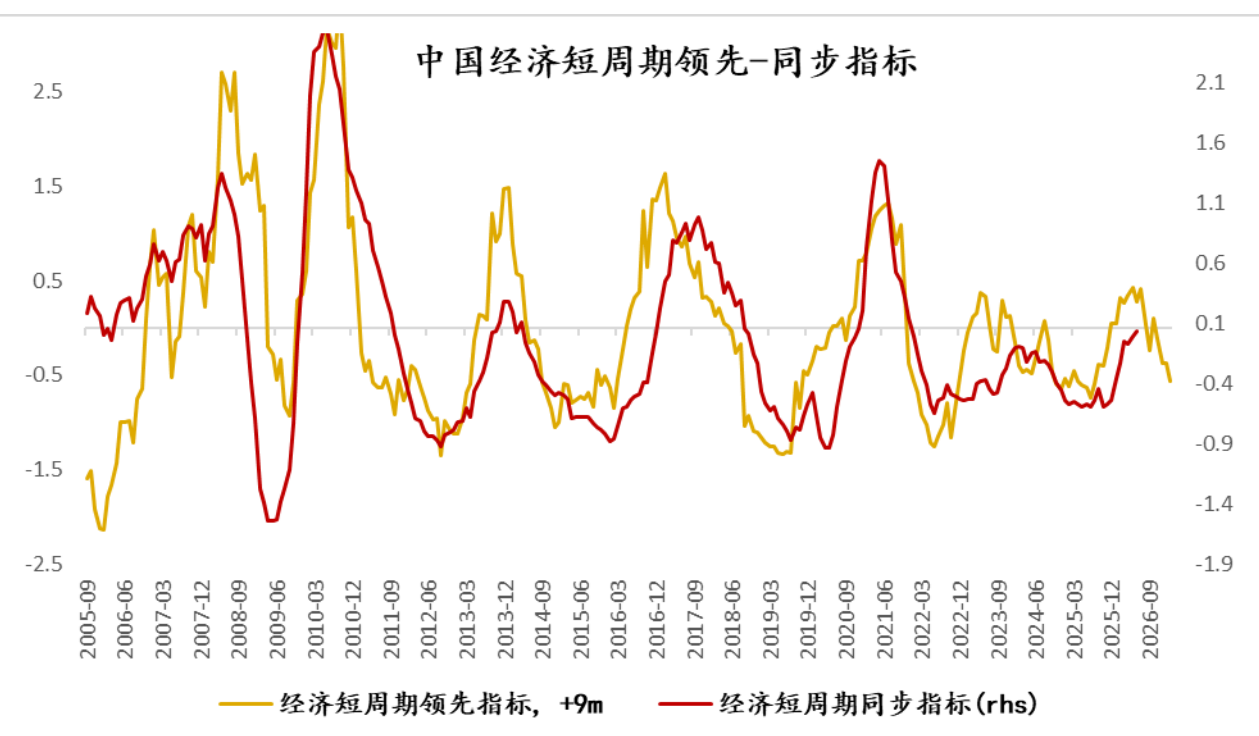
人民币升值过度

- ◆ 通缩预期（存贷款久期之差）加剧，与通胀数据抬升背离；
- ◆ 实际利率被动抬升，但实际利率差变化不大，人民币汇率显示出升值过度的倾向。
- ◆ 亚洲货币整体承压。



经济周期偏弱，如果还有的话

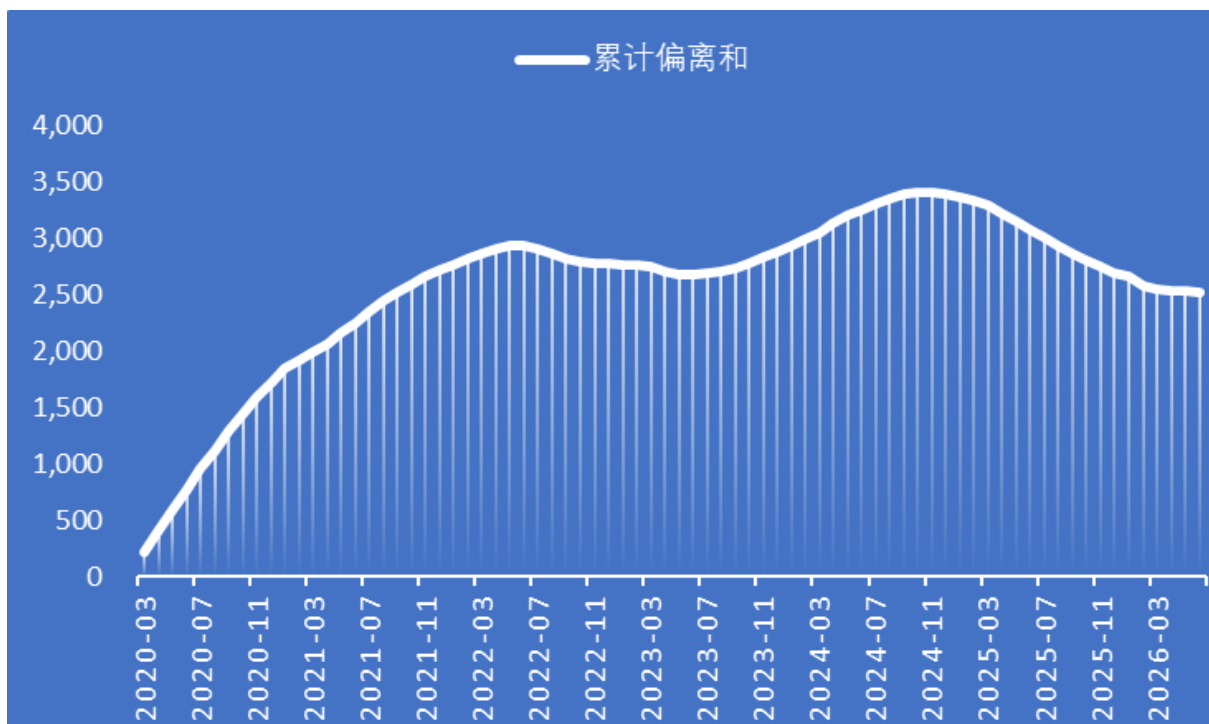
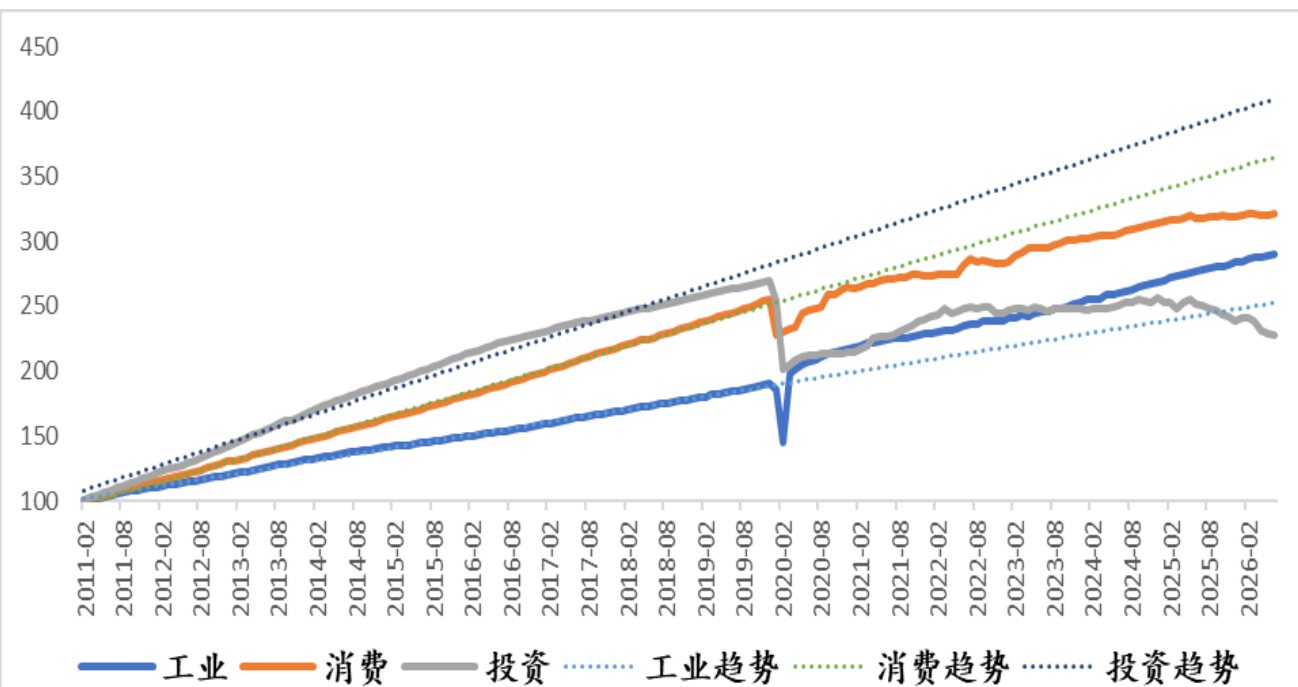
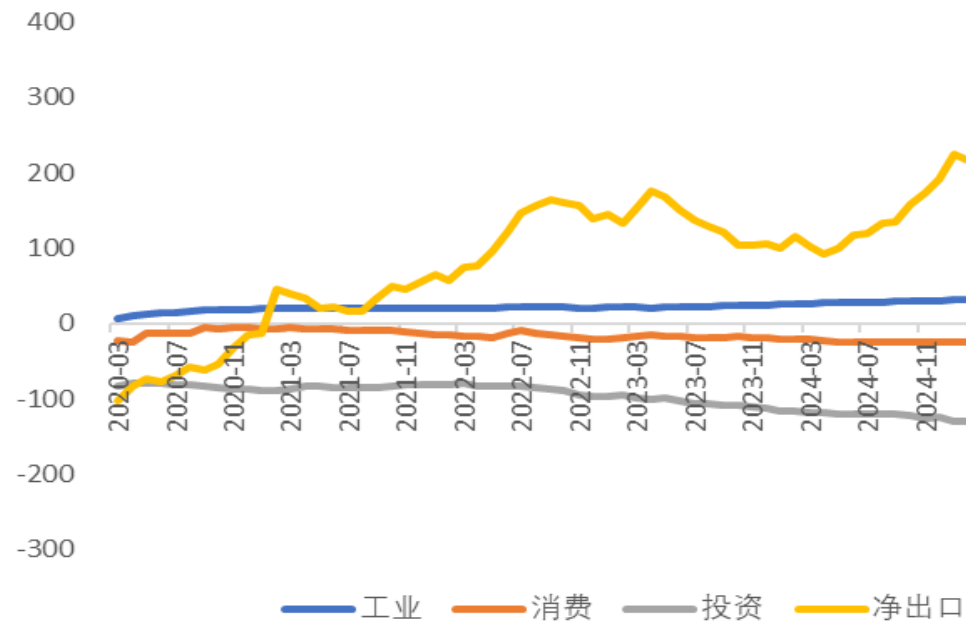
- ◆ 短周期微型复苏结束；
- ◆ 原材料累库。



产能过剩的修复告一段落

◆ 偏离趋势幅度：

生产-（消费+投资+净出口）



- ◆ 支撑位附近震荡筑底；
- ◆ 5月压力位叠加全球风险，触及4260后回落；
- ◆ 宽幅震荡区间：3800—4290。



- 当前全球市场正处于主流叙事松动的过渡期。此前市场仍围绕“通胀反复→美联储偏鹰→利率维持高位”交易，但部分定价开始出现背离：油价反弹并未同步推升短端通胀预期，市场对未来利率路径的定价明显高于美联储点阵图，鹰派预期存在边际修正空间。
- 从利率市场看，短端利率的大幅重估尚未完全传导至长端，美债曲线整体上移但长端压力更多来自供给与期限溢价。与此同时，AI资本开支推动Hyperscaler长期债券发行增加，过去半年10年等值企业债供给接近疫情以来高位，长期信用利差也明显走阔，市场开始重新关注“久期供给大于需求”的问题。
- 历史经验显示，1998年、2007年和2024年的日元拐点均发生在年中，其共同背景并非简单的季节性，而是套息交易在上半年累积后，杠杆和仓位脆弱性集中暴露。干预或政策变化能够短期稳定市场，但无法消除存量杠杆，真正的趋势反转往往来自外部催化剂触发的被动去杠杆。
- 日元升值本身并非全球资产拐点的充分条件，后续走势取决于是否出现新的外部催化剂，以及美元流动性和美联储政策路径是否发生变化。黄金的核心逻辑是美元信用体系裂痕的定价工具：当市场开始担忧财政扩张、美元信用弱化或全球央行降低美元资产依赖时，黄金具备持续重估空间。历史上日元贬值趋势出现逆转后，国际金价在未来一个季度以内平均上涨8.6%。
- 大类资产展望：美债方面，短期10年期收益率在触及高位后存在回落空间，但在财政压力、AI企业长债供给以及期限溢价偏高背景下，利率难以大幅下行；美元方面，市场可能重新交易美国财政信用和美元流动性问题，中长期仍面临压力；权益方面，短期需警惕高估值科技资产因流动性收紧和久期压力出现波动，A股处于支撑位附近，短期或区间震荡；黄金方面，日元拐点通常领先黄金表现，在美元信用裂痕扩大的背景下，黄金有望迎来上涨。
- 风险提示：历史经验的局限性、美国经济超预期上行、AI新场景超预期突破。

分析师：程睿智
执业证号：S1250524050004
邮箱：chengzuoz@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券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。投资者应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，本公司及雇员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。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn	苏湖	销售岗	18913127448	suhul997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn				