美股正处于一场罕见的内部撕裂之中。收益率飙升、市场广度持续恶化、信用利差走阔，但标普500指数却岿然不动，多空双方陷入僵局，市场情绪日趋焦灼。

周三，高盛单一delta交易台负责人Rich Privorotsky直言，美债利率上行的速度"已经严苛到无法忽视"，实际利率单月涨幅已是2013年以来最差水平之一。他警告称，利率波动率的飙升正在压缩华尔街的风险中介能力，股市所承受的压力远比指数表面所呈现的更为深重。



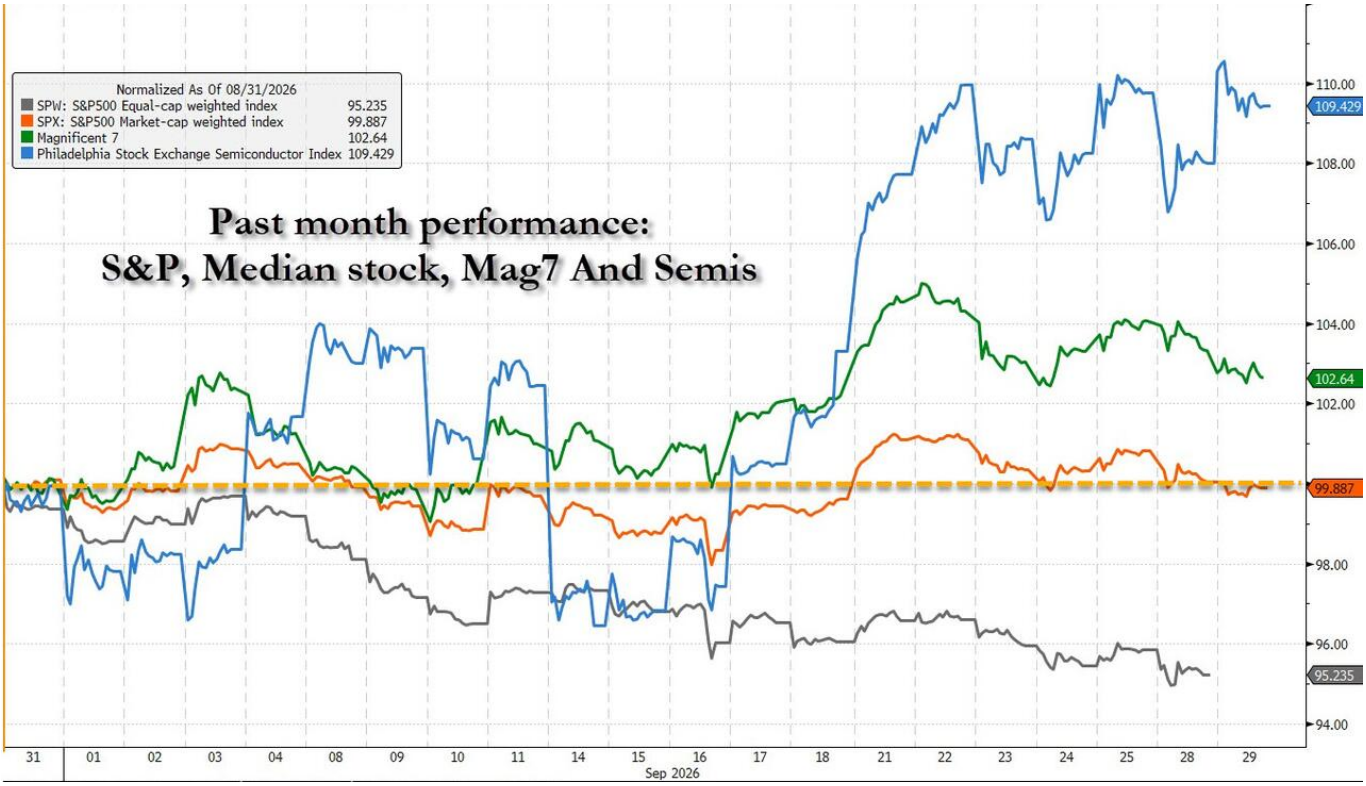
与此同时，季末再平衡压力正在逼近——高盛估算养老金本月底将抛售近创纪录的330亿美元股票，CTA系统性策略也将在未来一周净卖出逾53亿美元罗素2000期货，两股卖压叠加，令市场走向更加扑朔迷离。

BTIG策略师Jonathan Krinsky则表示，他与客户的对话"在过去几周里大同小异，但频率和焦虑程度每天都在上升"。核心问题只有一个：市场广度与利率走势和标普500之间的背离已不可持续，但究竟以哪种方式收敛，无人能够确定。

指数坚挺背后，内部已千疮百孔

标普500指数过去一个月几乎原地踏步，但这一平静表象之下，结构性损伤正在加速累积。

Krinsky指出，过去一个月标普500指数整体持平，但中位数个股已下跌4.5%，指数的稳定完全依赖半导体板块约10%的涨幅来抵消。纳斯达克100指数自8月中旬以来同样几乎零涨幅，但其中仅有10只个股涨幅超过10%，而跌幅超过10%的个股多达23只。"突破买入、追涨动量"的策略正在失效，反而是更多个股在经历更大幅度、更持续的下行。



中盘股的走势尤为值得警惕。中盘股已悄然跌破200日均线，较近期高点累计下跌逾8%。与此同时，纽交所新低股票数量已连续10个交易日超过新高股票数量，这一信号在历史上往往预示着更广泛的市场压力。

高盛的Privorotsky也印证了这一判断：“指数之下的痛苦清晰可见——小盘股、金融股及其他对利率敏感的板块所承受的压力，远超科技龙头所呈现的表面平静。”

高盛：利率上行速度已越过临界线

在当前市场争论中，高盛的判断尤为关键。Privorotsky明确表示，股市此前"令人印象深刻地保持了韧性"，但实际利率的上行速度已触发警报。

高盛的分析框架显示，利率出现两个标准差以上的上行时，股市通常会做出反应—

—关键不在于利率的绝对水平，而在于上行的速度。目前，这一阈值已被突破。实际利率单月涨幅已跻身2013年以来最差区间之列。

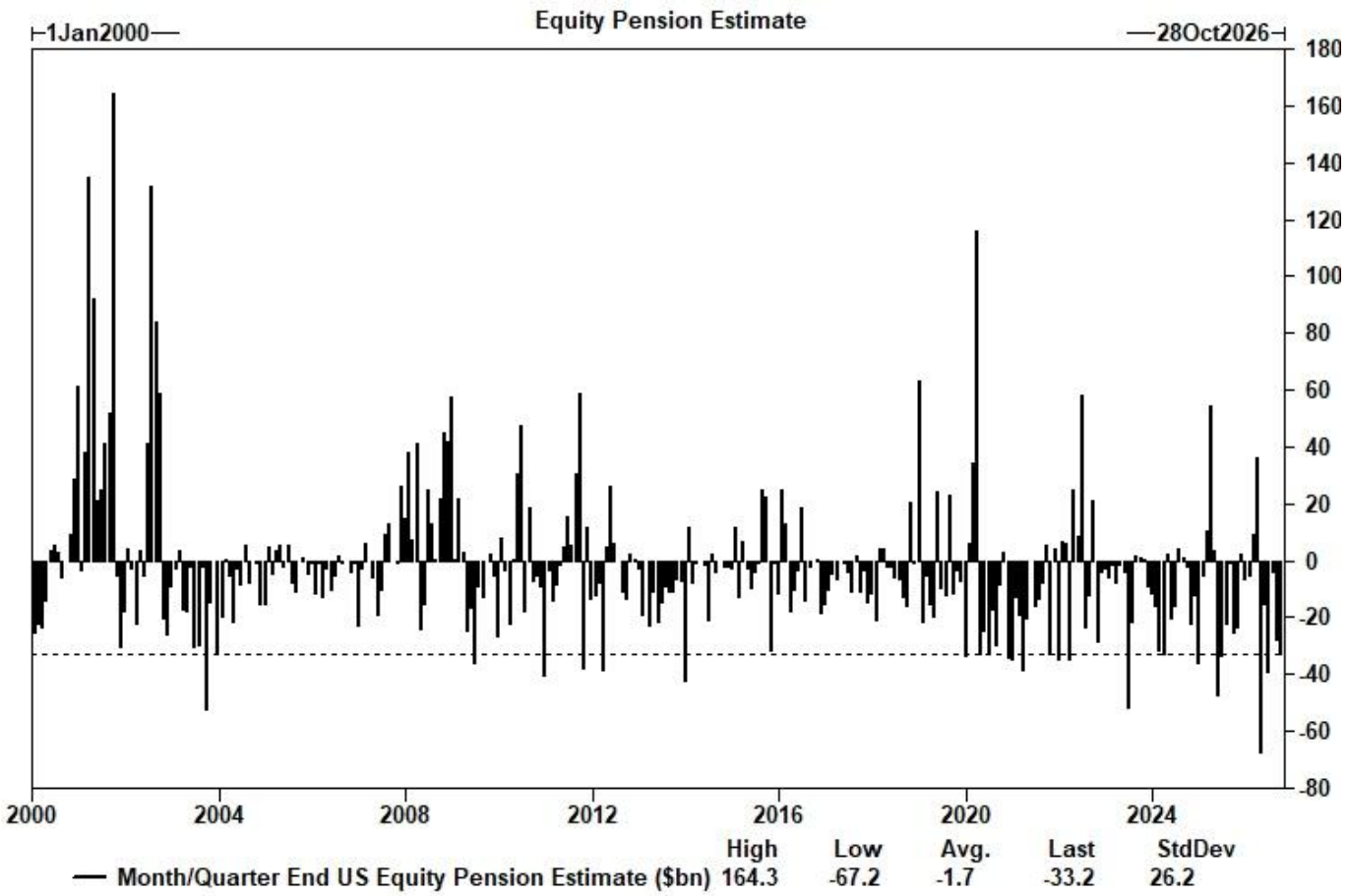
Privorotsky还观察到一个"奇特的价格行为不对称性"：油价和利率同步改善时，利率风险几乎没有反应;但一旦油价上涨，利率便立即承压。他认为，5年和10年期通胀预期仍在跟随能源价格波动，但当前利率冲击中已有相当大比例来自实际利率的上升，而非通胀预期。

他的结论简洁有力："我可以对人工智能及其发展速度保持极度乐观，但在当下，除非能源和利率问题得到解决，这种乐观几乎毫无意义。"逻辑链条清晰：压制油价有助于压低利率，利率企稳则能打开更广泛的股市复苏空间。

季末再平衡与CTA抛压，双重卖压逼近

除基本面压力外，技术性卖压正在季末集中释放。

高盛估算，养老金在月末和季末合计需要抛售约330亿美元股票(月末约110亿美元，季末约220亿美元)，并买入等量债券。这一规模在过去三年所有买卖估算中位于第97百分位，若追溯至2000年1月则位于第98百分位，接近历史极值。



与此同时，高盛CTA模型显示，在价格持平的情景下，系统性策略管理人将在未来一周净卖出约53亿美元罗素2000期货，这是过去六年中最大卖出估算之一。

Privorotsky对此"战术上感到心动"，认为季末和月末因素应对久期资产形成支撑，但他同时坦承，当前局面的核心矛盾在于：养老金再平衡的债券买盘与CTA的股指卖盘，究竟谁先在季末前"眨眼认输"。

多空僵局：谁会先眨眼?

在Krinsky看来，当前市场的本质是一场多空对峙，而双方都还没有被证明是对的。

多头的逻辑是：市场广度正在被充分洗盘，随时可能出现大幅向上修复;利率也将在某个时点急速回落。空头则反驳：广度持续恶化、收益率持续攀升、信用利差持续走阔，标普500不可能长期独善其身。

Krinsky本人倾向于空头立场，但他补充了一个战术性例外——公用事业板块(XLU)。他指出，在RSI低于35之后，XLU在此后5个交易日内上涨的概率为100%，平均

涨幅达2.7%，当前风险收益比具有吸引力。

他的最终判断是：这场背离不会以多头期待的方式温和收敛，"我们认为，这不会结束，直到那些最后的抵抗者最终屈服、向下突破为止。"

信用市场已经开始出现股票波动率所拒绝定价的裂缝——高收益信用违约互换(HY CDX)已升至4月以来最高水平，而彼时VIX为19.23，远高于当前的16.35。这一背离，或许正是下一步走向的最清晰预警。