

中美利差倒挂，人民币贬值压力上升？

近期，中美利差快速收窄的背景下，权益与债券市场上外资大幅流出，两者皆由利差驱动？外资流出会加剧人民币贬值压力吗？本文分析，可供参考。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

➤ 一问：中美利差为何快速收窄？货币周期错位，通胀预期扰动

近期，中美利差快速收窄，10年期国债收益率临近倒挂。2020年11月至12月间，不同期限国债收益率的中美利差相继见顶，随后开始不断缩窄。2021年12月以来，中美利差收窄速度显著加快，4个月间，10年期与2年期国债的中美利差已分别收窄138bp和223bp。当前，2年期与5年期国债的中美利差已经倒挂，而10年期也收窄至3.3bp，离倒挂仅一步之遥。

中美两国货币周期的错位是主因，通胀形势的分化也对中美利差构成扰动。历史上，中美利差主要由中美两国货币周期的分化决定。去年12月至今，美联储完成缩表、开启加息，加速货币政策正常化进程；而我国央行则进行了一次全面降准、两次LPR调降，中美货币周期显著分化。此外，美国通胀高企，我国CPI仍维持低位，通胀形势的分化也影响了中美利差的波动。

➤ 二问：历史上，中美利差如何影响跨境资本流动？冲击债市，扰动股市

2015年以来，套利交易对跨境资本流动影响有所增强，其中离岸市场资金对中美利差的敏感性更高。随着2015年811汇改后人民币汇率弹性的提高，套汇交易对跨境资本流动的影响趋弱，而中美利差的影响有所提高。其中，在岸市场上，银行结售汇的资本项目差额对中美利差的敏感性较低；离岸市场上，近四轮中美利差收窄的中后期，均出现了一定规模的外资流出。

债券市场的外资流向对中美利差更为敏感，而权益市场上外资更多受中美资产价格影响，利差对交易型资金也有扰动。历史上，外资持债与中美利差的相关性较高，2016年2月、2017年1月、2018年10月三次境外持债净流出，均发生于中美利差拐点出现后，以政金债减持为主。权益市场上，中美资产收益率之差对北上资金流向解释力更强，交易盘会受到中美利差扰动。

➤ 三问：本轮中美利差倒挂，跨境资本对汇率影响如何？短期冲击，中期无虞

短期，中美利差倒挂对利率债与北上资金仍有扰动，但汇率受冲击程度或有限。历史上来看，人民币汇率会受证券市场外资流出的扰动，但随着外资净流出结束，汇率将再度企稳。本轮，中美利差倒挂或会对外资交易型资金造成冲击，进而扰动汇率。当前北上资金中交易型资金占比13.7%，外资持有的3.4万亿国债、政金债中，交易型占比同样较低，外资冲击或相对有限。

无论中美利差还是人民币汇率，均是中美经济基本面的映射，基本面分化叠加高位实际利率，将对人民币汇率提供支撑。两国基本面是驱动中美利差、资产价格、人民币汇率的共同因素。从PMI来看，美国经济修复最快的阶段已然看到，而中国PMI正由去年11月底回升。回归基本面后，汇率仍有支撑。此外，剔除通胀后当前实际利差仍居高位，也将对人民币形成支持。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、外资流出超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期

内容目录

一、周度专题：中美利差倒挂，哪些外资可能流出？	4
1.1、中美利差为何快速收窄？货币周期错位，通胀预期扰动	4
1.1、历史上中美利差如何影响跨境资本流动？冲击债市，扰动股市	5
1.3、本轮中美利差倒挂，跨境资本对汇率影响如何？短期冲击，中期无虑	8
二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，美元指数继续走强	11
2.1、权益市场追踪：发达国家市场普跌，恒生指数回落	11
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期债券收益率普遍上行	12
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元汇率走平	13
2.4、大宗商品市场追踪：原油价格小幅回落，贵金属价格上涨	14

图表目录

图表 1: 近期，10Y 和 2Y 国债中美利差快速缩窄	4
图表 2: 当下，2 年期和 5 年期中美利差已经倒挂	4
图表 3: 中美利差与中美两国货币周期密切相关	4
图表 4: 近期，中美两国货币政策再度分化	4
图表 5: 2021 年 12 月以来，美联储不断削减购债规模	5
图表 6: 存款准备金率下调多会驱动国债利率下行	5
图表 7: 通胀走势分化，进一步加剧了中美利差的分化	5
图表 8: 能源价格高涨大幅推高当前美国通胀水平	5
图表 9: 2015 年前，利差与短期资本流动关联度较低	6
图表 10: 2015 年来，利差与短期资本流动拐点较一致	6
图表 11: 2015 年前，汇率预期的变化影响资本流动	6
图表 12: 2015 年来，汇率预期与资本流动关联度下降	6
图表 13: 银行结售汇资本项目差额对利差敏感性较低	6
图表 14: 伴随中美利差持续收窄，证券市场外资流出	6
图表 15: 北上资金净流入与中美利差关系较弱	7
图表 16: 中美权益资产价格变化与北上资金有相关性	7
图表 17: 配置盘资金流出更多受风险事件扰动	7
图表 18: 中美利差对交易盘资金流向有一定影响	7
图表 19: 外资持债规模受中美利差影响	8
图表 20: 历次债市流出中，各券种的流出结构	8
图表 21: 本轮债市外资流出中，各券种占比	8
图表 22: 彭博中国国债及政策性银行债指数期限占比	8

图表 23: 北上资金配置盘与交易盘流入情况.....	9
图表 24: 短期外资流出对人民币汇率有扰动.....	9
图表 25: 境外机构持有的各类型债券结构.....	9
图表 26: 中国债券被纳指数后, 带来大量被动资金.....	9
图表 27: 短期跨境资本流出的主要驱动因素.....	10
图表 28: PMI 来看, 中美经济所处的阶段明显不同.....	10
图表 29: 猪周期对国内 CPI 形成显著拖累.....	10
图表 30: 中美实际利率的利差仍维持高位.....	10
图表 31: 本周, 发达国家股指普遍下跌.....	11
图表 32: 本周, 新兴市场股指走势分化.....	11
图表 33: 本周, 美股行业涨跌互现.....	11
图表 34: 本周, 欧元区行业涨跌互现.....	11
图表 35: 本周, 恒生指数下跌.....	12
图表 36: 本周, 恒生行业涨跌互现.....	12
图表 37: 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行.....	12
图表 38: 本周, 美英德 10Y 利率均上行.....	12
图表 39: 主要新兴市场国家 10Y 国债收益率多数上行.....	13
图表 40: 本周, 土耳其国债 10Y 收益率继续大幅上行.....	13
图表 41: 本周, 发达国家货币兑美元普遍贬值.....	13
图表 42: 本周, 美元指数走强, 欧元兑美元贬值.....	13
图表 43: 本周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	13
图表 44: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔、韩元贬值.....	13
图表 45: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍贬值.....	14
图表 46: 本周, 美元兑人民币走平.....	14
图表 47: 本周, 大宗商品价格涨跌互现.....	14
图表 48: 本周, WTI 原油与布伦特原油继续下跌.....	15
图表 49: 本周, 动力煤价格下跌、焦煤价格微涨.....	15
图表 50: 本周, 铜价上涨, 铝价下跌.....	15
图表 51: 本周, 通胀预期继续回升.....	15
图表 52: 本周, 黄金和白银均上涨.....	15
图表 53: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回升.....	15

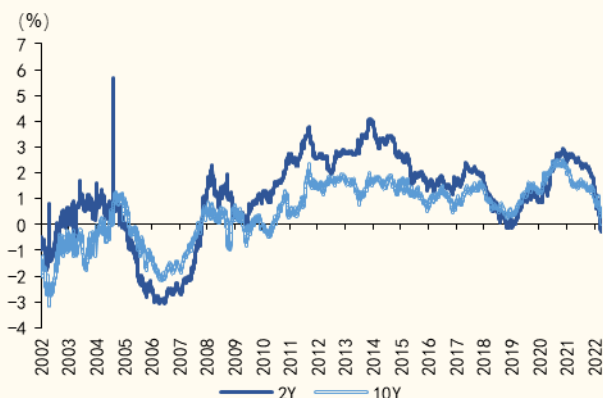
一、周度专题：中美利差倒挂，哪些外资可能流出？

近期，中美利差快速收窄的背景下，权益与债券市场上外资大幅流出，两者皆由利差驱动？外资流出会加剧人民币贬值压力吗？本文分析，可供参考。

1.1、中美利差为何快速收窄？货币周期错位，通胀预期扰动

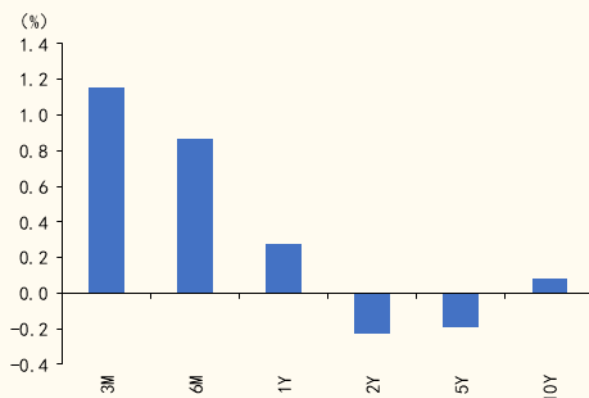
近期，中美利差快速收窄，10年期国债收益率临近倒挂。2020年11月至12月间，不同期限国债收益率的中美利差陆续见顶，随后开始不断缩窄。2021年12月以来，中美利差收窄速度显著加快，此前1年间，10年期与2年期中美利差分别收窄108bp和100bp；而近4个月间，两者已分别收窄138bp和223bp。当前，2年期与5年期中美利差已经倒挂，而10年期也收窄至3.3bp。

图表 1：近期，10Y 和 2Y 国债中美利差快速缩窄



来源：Wind，国金证券研究所

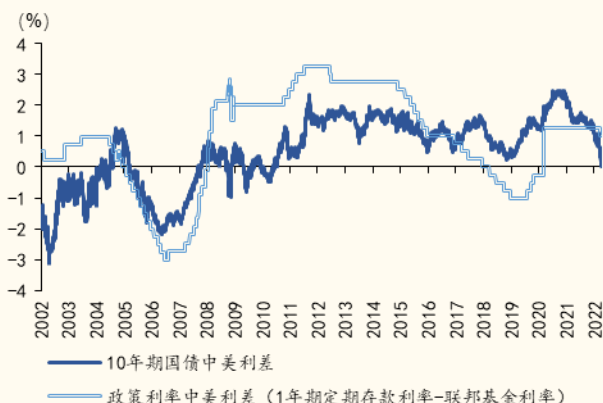
图表 2：当下，2 年期和 5 年期中美利差已经倒挂



来源：Wind，国金证券研究所

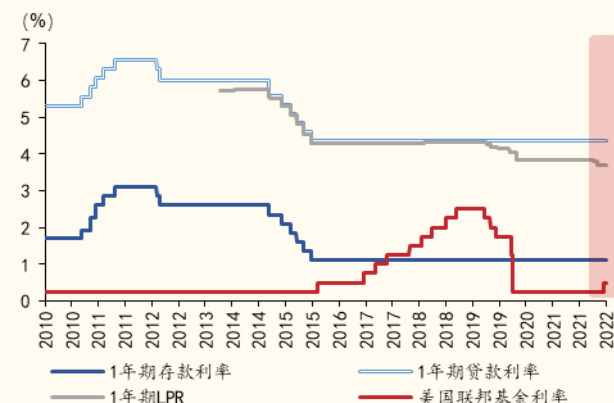
中美两国货币周期的错位是本轮中美利差快速收窄的主因。历史上，政策利率的中美利差与 10 年期国债收益率的中美利差走势较为一致，中美利差主要由中美两国货币周期的分化决定。美国方面，美联储正加速货币政策正常化进程，去年 12 月以来，美联储不断削减购债规模，并于今年 3 月 17 日正式加息 25bp。紧缩性货币政策下，美国 10 年期国债收益率由去年 12 月 1 日的 1.44% 快速上行至 1.72%；而国内方面，面对稳增长的压力，我国货币政策更加主动有为、积极进取，2021 年 12 月 15 日，央行降准 0.5%，并于随后两次调降 LPR，10 年国债收益率也由去年 12 月 1 日的 2.84% 下行至 2.75%。

图表 3：中美利差与中美两国货币周期密切相关



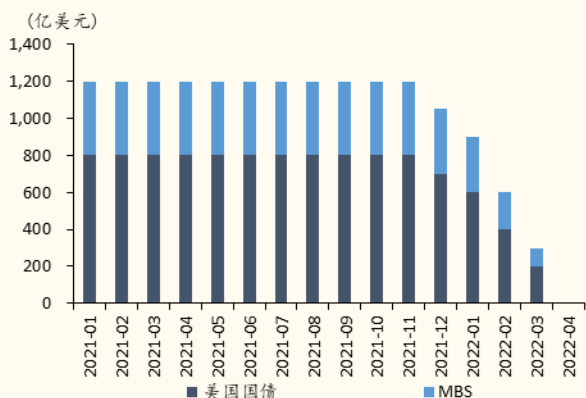
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：近期，中美两国货币政策再度分化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 2021 年 12 月以来, 美联储不断削减购债规模



来源: Federal Reserve, 国金证券研究所

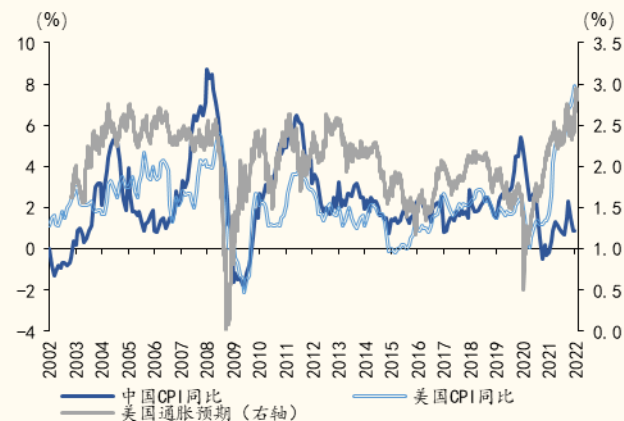
图表 6: 存款准备金率下调多会驱动国债利率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

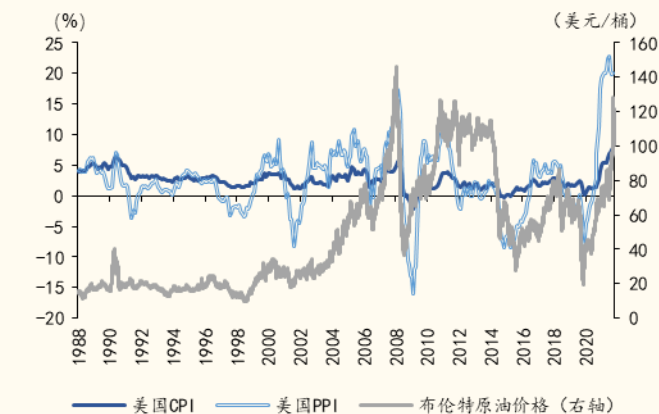
通胀形势的分化对中美利差也构成了扰动。去年以来, 以原油为代表的能源价格大幅攀升, 叠加疫情对供应链的扰动, 美国通胀形势快速恶化。美国 CPI 同比由去年年初的 1.4% 飙升至今年 2 月的 7.9%, 十年期国债收益率中隐含的通胀预期也由 2.01% 上升至 2.87%。而国内方面, 煤炭等能源价格在保供稳价的推进下逐步趋稳, 猪周期的拖累下, 2 月国内 CPI 同比上升 0.9%, 仍维持相对低位。通胀形势的分化同样影响了中美利差的波动。

图表 7: 通胀走势分化, 进一步加剧了中美利差的分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 能源价格高涨大幅推高当前美国通胀水平

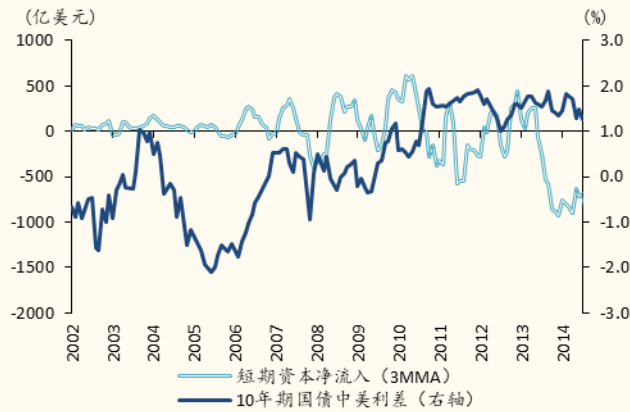


来源: Wind, 国金证券研究所

1.1、历史上, 中美利差如何影响跨境资本流动? 冲击债市, 扰动股市

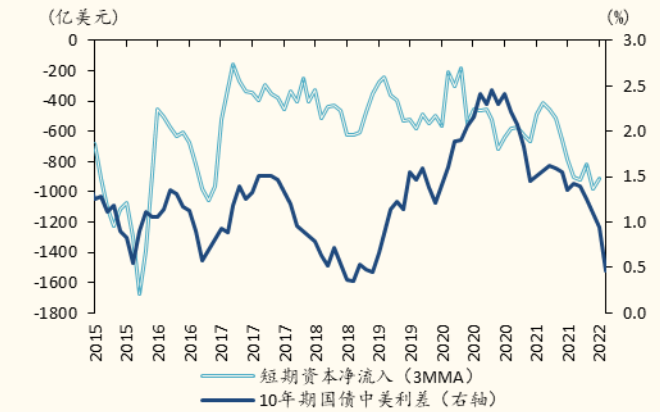
2015 年以来, 随着 811 汇改后人民币汇率弹性的提高, 套利交易对跨境资本流动影响有所增强。根据世界银行口径, 短期跨境资本流动=外汇储备净增加-FDI 净流入-贸易顺差, 利差、汇率预期、资产价格变动等因素均会对短期资本流动产生影响。811 汇改前, 由于人民币汇率长期单边波动, 升值预期的边际变化对资本流动的影响较为明显, 而中美利差与资本流动的相关性较低。随着 811 汇改后汇率弹性的提高, 套汇交易逐步减少, 以 1 年期 NDF 表征的汇率预期与资本流动间的负相关性明显趋弱; 利差与资本流动的相关性则有所提高。

图表 9: 2015 年前, 利差与短期资本流动关联度较低



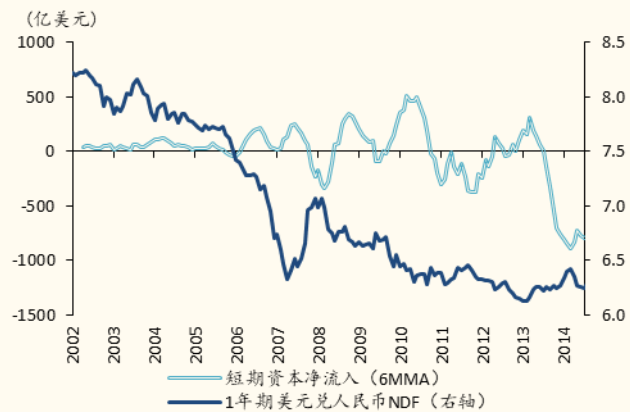
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 2015 年来, 利差与短期资本流动拐点较一致



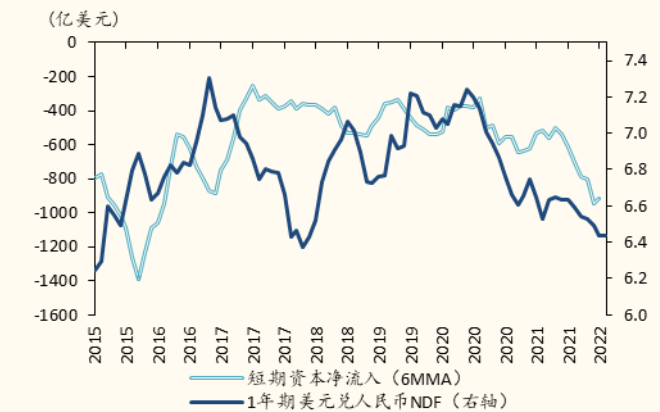
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 2015 年前, 汇率预期的变化影响资本流动



来源: Wind, 国金证券研究所

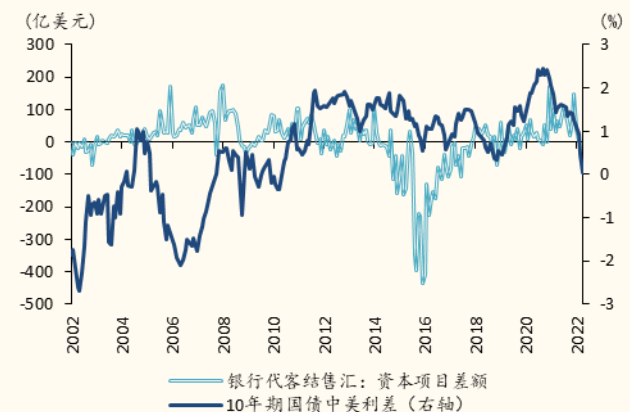
图表 12: 2015 年来, 汇率预期与资本流动关联度下降



来源: Wind, 国金证券研究所

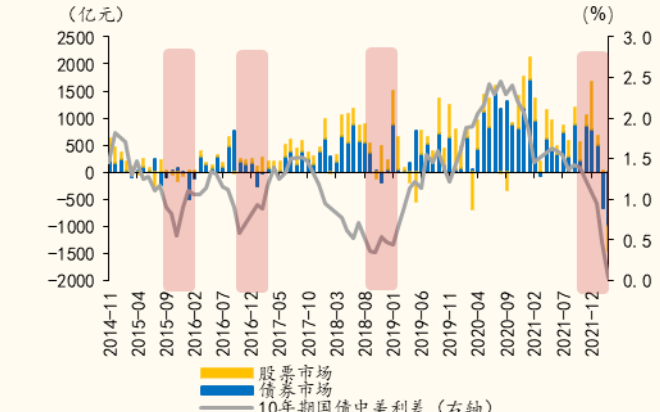
相较于在岸市场, 离岸市场资金对中美利差的敏感性更高。由于“北上资金”、“债券通”等资金在离岸市场上进行结售汇, 因而银行结售汇的资本项目差额通常被用来刻画在岸市场的短期跨境资本流动。从历史上来看, 在岸市场的短期跨境资本流动对中美利差的敏感性较低。而从北上资金和外资持债规模数据的变动来看, 2015 年 8 月、2016 年 7 月、2017 年 11 月和本轮, 中美利差持续收窄的中后期, 均出现了一定规模的短期跨境资本流动。

图表 13: 银行结售汇资本项目差额对利差敏感性较低



来源: Wind, 国金证券研究所

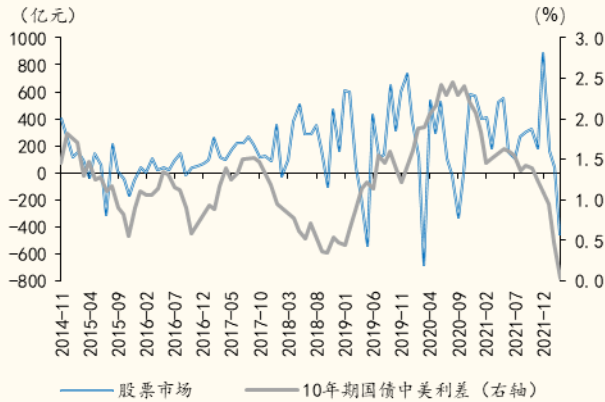
图表 14: 伴随中美利差持续收窄, 证券市场外资流出



来源: Wind, 国金证券研究所

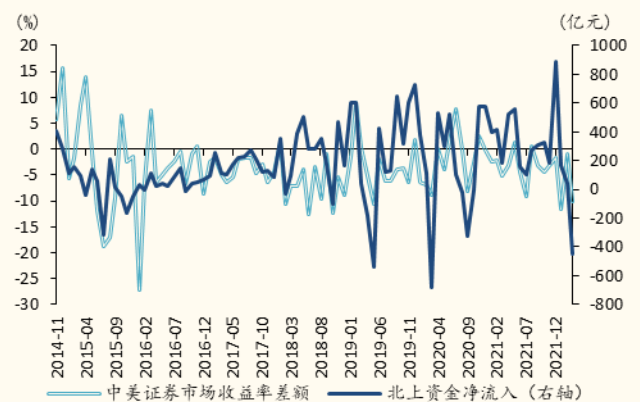
权益市场上外资更多受中美资产价格影响，中美利差对交易型资金也有扰动。整体来看，北上资金净流入与中美利差的关联性并不明显，上证指数和标普500的月收益率之差对北上资金流向的解释力更强。根据港交所中央结算系统持股商类型进行拆解，2019年以来，配置盘资金整体持续流入，仅在19年5月、19年9月、20年3月和今年3月风险冲击下才出现净流出，与利差关联度较弱；而交易盘资金则会受到中美利差一定程度的扰动。随着俄乌冲突的缓和，配置盘资金已企稳，而交易盘在资产价格与中美利差影响下仍在流出。

图表 15: 北上资金净流入与中美利差关系较弱



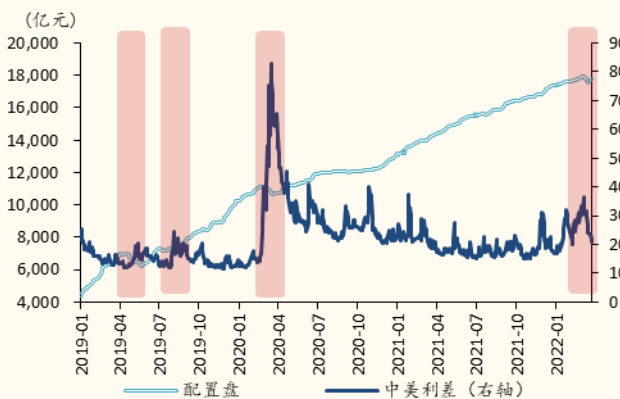
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 中美权益资产价格变化与北上资金有相关性



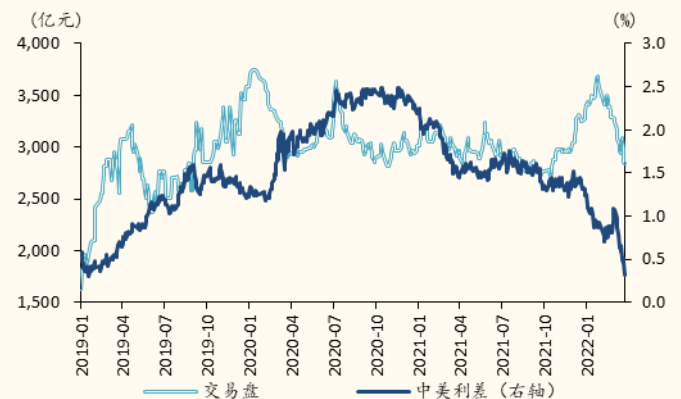
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 配置盘资金流出更多受风险事件扰动



来源: 港交所, 国金证券研究所

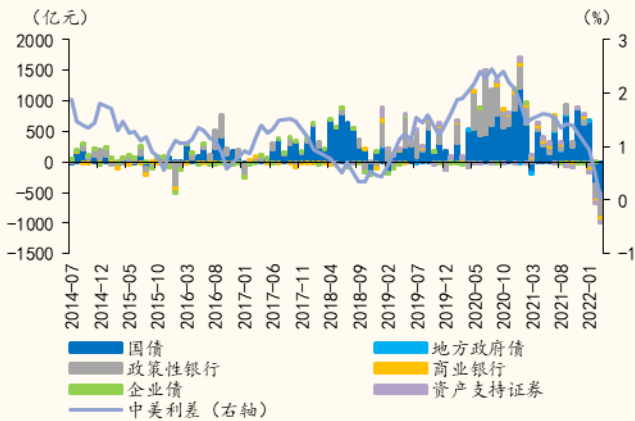
图表 18: 中美利差对交易盘资金流向有一定影响



来源: 港交所, 国金证券研究所

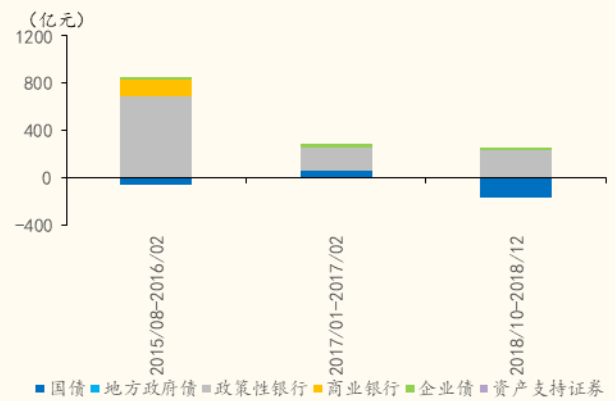
债券市场的外资流向对中美利差更为敏感，本轮中，国债流出占比更高。相较于权益市场，外资持债规模与中美利差的相关性更高。历史上，2015年8月至2016年2月、2017年1月至2017年2月、2018年10月至2018年12月曾出现过三次境外机构持债的快速净流出，三轮分别减持795亿元、287亿元和90亿元。其中，减持普遍发生于中美利差拐点出现后的几个月，以政金债为主。区别于历史上前三轮，今年2-3月，债券市场上外资累计流出1648亿元，其中国债占比达53%。期限结构来看，减持更多发生于1-5年期国债与政金债。

图表 19: 外资持债规模受中美利差影响



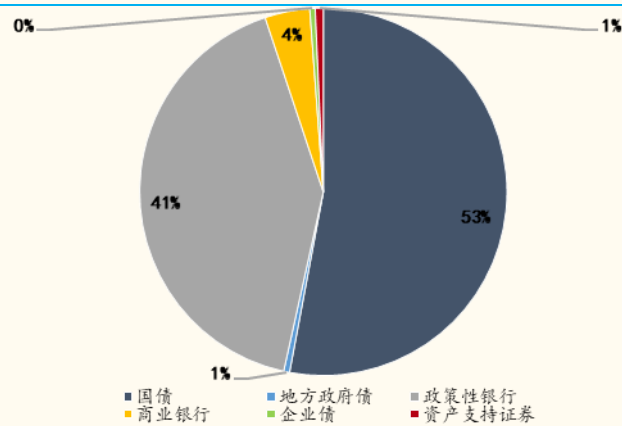
来源: 中债登, 国金证券研究所

图表 20: 历次债市流出中, 各券种的流出结构



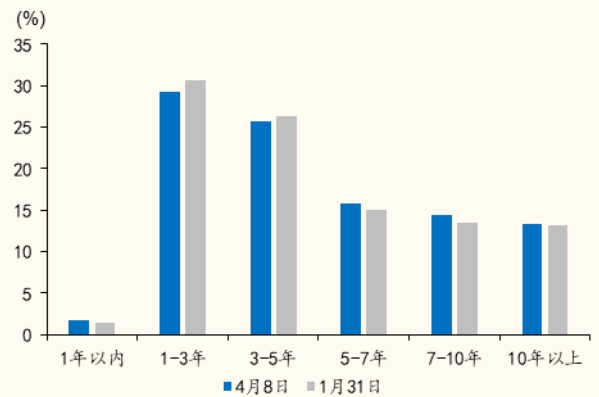
来源: 中债登, 国金证券研究所

图表 21: 本轮债市外资流出中, 各券种占比



来源: 中债登, 国金证券研究所

图表 22: 彭博中国国债及政策性银行债指数期限占比

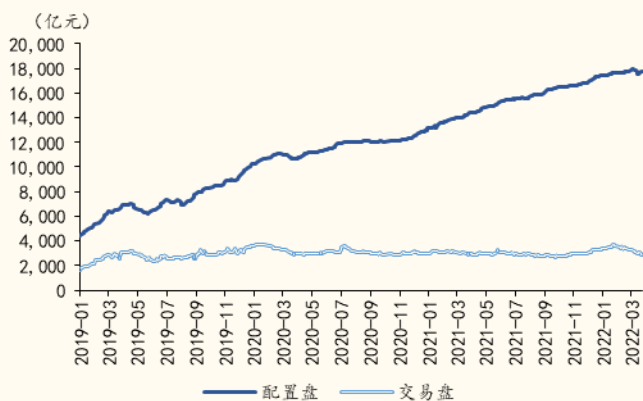


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

1.3、本轮中美利差倒挂, 跨境资本对汇率影响如何? 短期冲击, 中期无虞

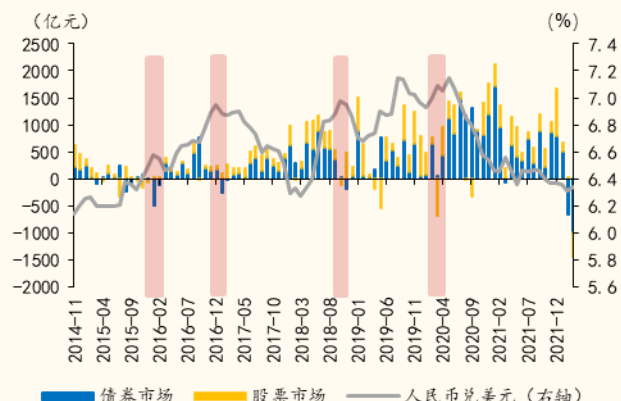
短期, 中美利差倒挂对利率债与北上资金仍有扰动, 汇率或将受到一定冲击。根据利率平价理论, 中美利差收窄会引起套利资金外流, 进而冲击人民币汇率。从历史上来看, 2016年2月、2017年1月、2018年10月、2020年3月, 汇率均受到证券市场外资流出的扰动, 随着外资流出结束, 汇率再度企稳。本轮中, 中美利差倒挂或将对外资中交易型资金造成一定扰动。当前北上资金中交易型资金占比 13.7%, 外资持有的 3.4 万亿利率债中, 仅追踪三大债券指数的配置力量已有约 2.2 万亿, 交易型占比同样较低, 外资扰动的冲击或将有限。

图表 23: 北上资金配置盘与交易盘流入情况



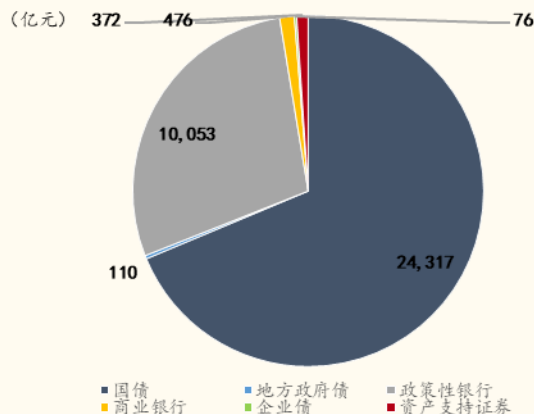
来源: 港交所, 国金证券研究所

图表 24: 短期外资流出对人民币汇率有扰动



来源: Wind, 中债登, 国金证券研究所

图表 25: 境外机构持有的各类型债券结构



来源: 中债登, 国金证券研究所

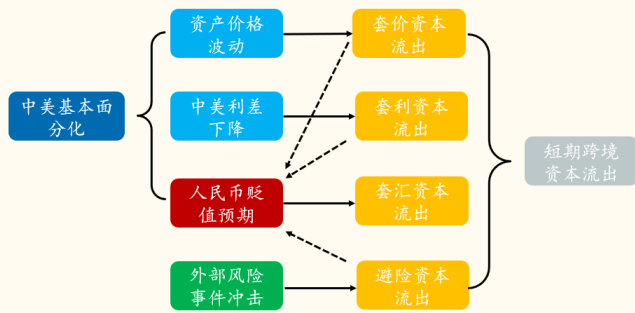
图表 26: 中国债券被纳入指数后, 带来大量被动资金

	彭博巴克莱指数 (BBGA)	花旗全球主权债指数 (WGBI)	摩根新兴市场指数 (GBI-EM)
供应商	彭博	富时罗素	摩根大通
创立时间	1984	1999	2005
债券类型	主权债、信用债等	主权债	主权债
纳入时间	2019年4月开始纳入, 分20个月逐	2020年9月确认将中国国债纳入WGBI指	2020年2月28日开始纳入, 分10个月
跟踪基金规模	约3万亿美元	约3万亿美元	约2000亿美元
中国债券占比	6.03%	5.25%	10%
预计流入规模	约1800亿美元	1500亿美元	约200亿美元

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

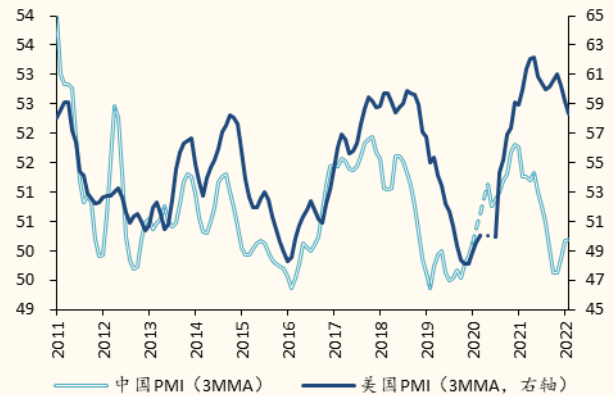
本质上, 无论是中美利差还是人民币汇率均是中美经济基本面的映射, 回归基本面前, 人民币汇率仍有支撑。无论是中美利差、人民币汇率还是中美两国资产价格, 都是两国基本面在不同市场的映射。中期来看, 汇率与跨境资本流动将回归基本面, 后者还会受外部冲击的一定扰动。从中美两国的制造业 PMI 走势来看, 美国经济修复最快的阶段已然看到, PMI 的圆弧顶正逐步构筑; 而中国制造业 PMI 正从去年 11 月开始底部回升。回归基本面前, 人民币汇率仍有支撑。伴随着俄乌冲击下市场情绪的修复, 避险资本的外流也无需过分担忧。

图表 27: 短期跨境资本流出的主要驱动因素



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: PMI 来看, 中美经济所处的阶段明显不同

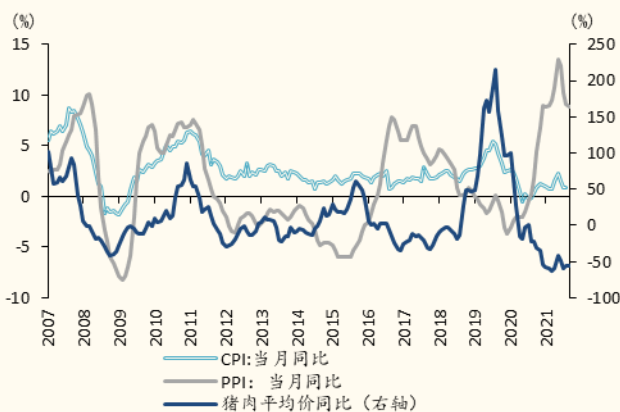


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 虚线部分剔除了疫情爆发初期的异常值

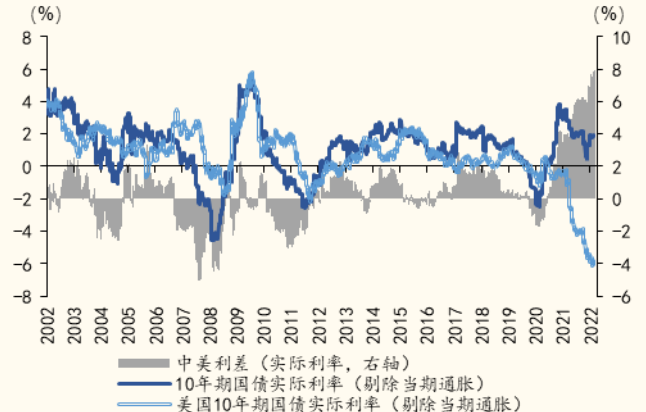
此外, 中美实际利率的利差仍居高位, 对人民币汇率形成支持。受猪周期的拖累, 本轮中能源价格快速推高了我国 PPI, 但并未显著影响 CPI。2 月, CPI 同比上行 0.9%, 仍维持在相对低位。截至 2022 年 2 月 28 日, 剔除通胀因素后, 10 年期国债实际利率的中美利差仍高达 7.95%, 处于近 20 年高位水平。当前维持高位的实际利差将对人民币汇率形成支持, 并弱化短期外资流出。

图表 29: 猪周期对国内 CPI 形成显著拖累



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 中美实际利率的利差仍维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1) 当下中美货币周期再度分化, 驱动中美利差不断收窄, 2 年期与 5 年期国债的中美利差已经倒挂, 而 10 年期也收窄至 3.3bp。此外, 美国通胀高企, 我国 CPI 维持低位, 通胀形势的分化也影响了中美利差的波动。
- 2) 2015 年以来, 套利交易对跨境资本流动影响有所增强, 离岸市场资金对中美利差的敏感性更高。其中, 债券市场的外资流向对中美利差更为敏感, 而权益市场上外资更多受中美资产价格影响, 利差对交易型资金也有扰动。
- 3) 短期, 中美利差倒挂对外资与汇率或有扰动, 但交易型资金占比较低, 冲击或将相对有限。无论中美利差还是人民币汇率, 均是中美经济基本面的映射。中期, 基本面分化叠加实际利率高位, 将对人民币汇率提供支撑。

二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，美元指数继续走强

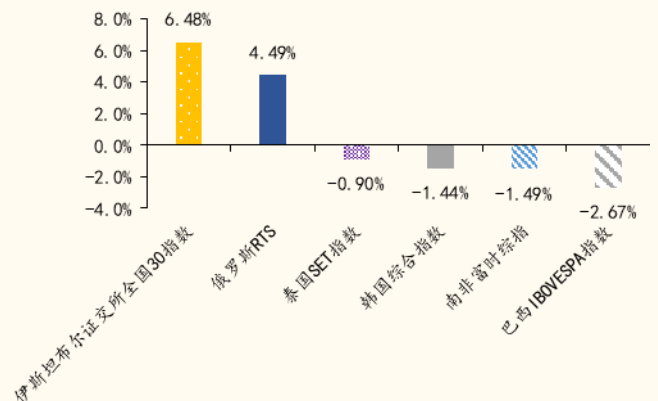
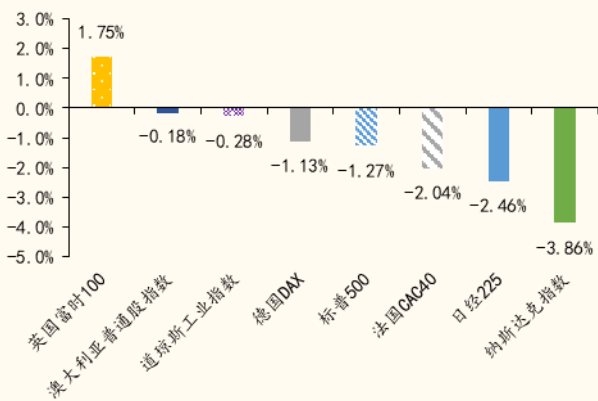
2.1、权益市场追踪：发达国家市场普跌，恒生指数回落

发达国家股指普遍下跌。纳斯达克指数、日经 225、法国 CAC40、标普 500、德国 DAX、道琼斯工业指数和澳大利亚普通股指数分别下跌 3.86%、2.46%、2.04%、1.27%、1.13%、0.28%和 0.18%，仅英国富时 100 上涨 1.75%。

新兴市场股指走势分化。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、俄罗斯 RTS 指数分别上涨 6.48%、4.49%，巴西 IBOVESPA 指数、南非富时综指、韩国综合指数和泰国 SET 指数分别下跌 2.67%、1.49%、1.44%和 0.90%。

图表 31：本周，发达国家股指普遍下跌

图表 32：本周，新兴市场股指走势分化



来源：Wind，国金证券研究所

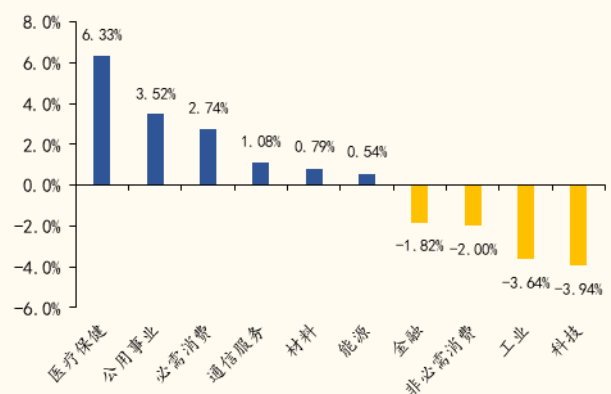
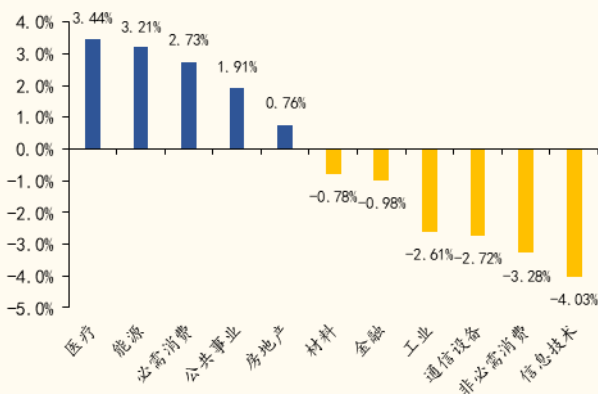
来源：Wind，国金证券研究所

美股行业涨跌互现。其中医疗、能源和必需消费领涨，分别上涨 3.44%、3.21%和 2.73%；信息技术、非必需消费和通信设备领跌，分别下跌 4.03%、3.28%和 2.72%。

欧元区行业涨跌分化。其中医疗保健、公共事业和必需消费领涨，分别上涨 6.33%、3.52%和 2.74%；科技、工业和非必需消费领跌，分别下跌 3.94%、3.64%和 2.00%。

图表 33：本周，美股行业涨跌互现

图表 34：本周，欧元区行业涨跌互现



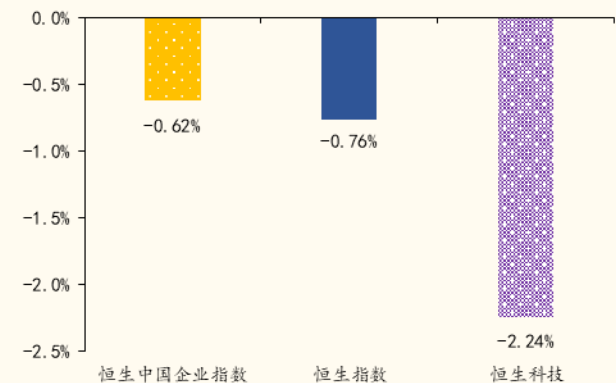
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

香港市场普遍下跌。恒生科技、恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌 2.24%、0.76%和 0.62%。行业方面，地产建筑业、能源业和原材料业领涨，分别上涨

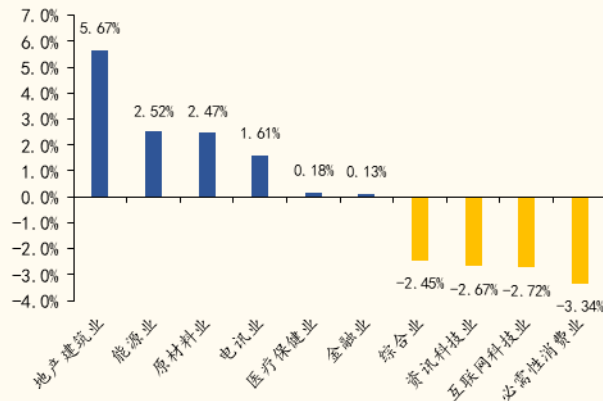
5.67%、2.52%和 2.47%；必需性消费业、互联网科技业和资讯科技业领涨，分别下跌 3.34%、2.72%和 2.67%。

图表 35: 本周，恒生指数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 本周，恒生行业涨跌互现

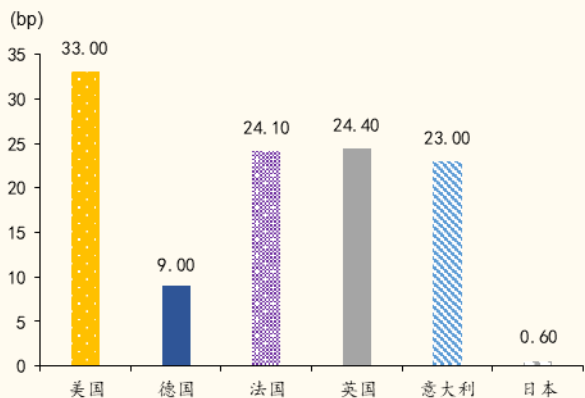


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2. 债券市场追踪: 发达国家 10 年期债券收益率普遍上行

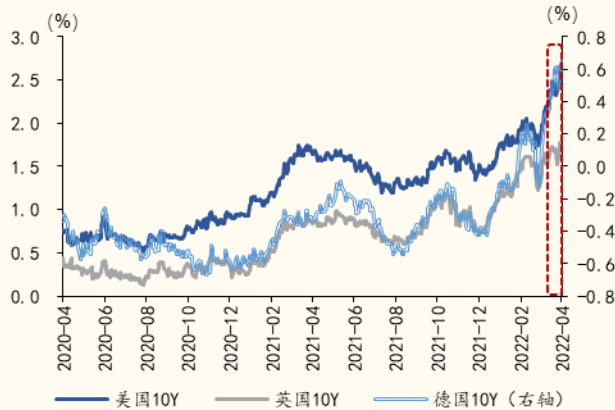
发达国家 10 年期债券收益率普遍上行。美国 10Y 国债收益率上行 33.0bp 至 2.72%，英国和德国 10 年期国债收益率分别上行 24.4bp 和 9.0bp 至 1.77% 和 0.65%。法国、意大利和日本 10 年期国债收益率分别上行 24.1bp、23.0bp 和 0.6bp；

图表 37: 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 本周，美英德 10Y 利率均上行

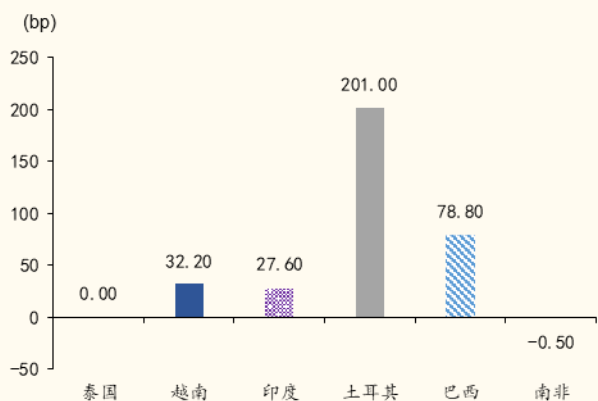


来源: Wind, 国金证券研究所

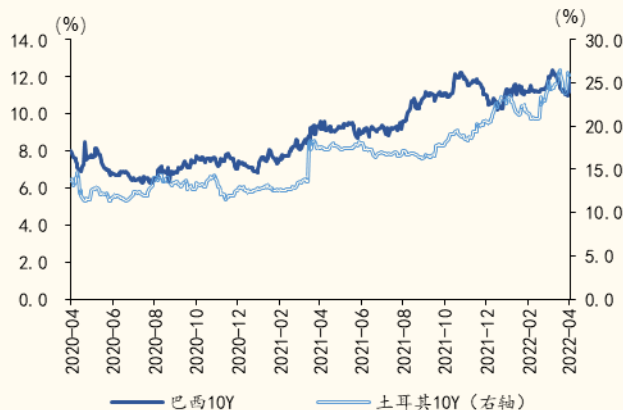
新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。土耳其 10Y 国债收益率大幅上行 201bp 至 25.85%，巴西 10Y 国债收益率上行 78.8bp 至 11.81%。越南和印度 10 年期国债收益率分别上行 32.2bp 和 27.6bp，南非 10 年期国债收益率下行 0.5bp，泰国 10 年期国债收益率维持不变。

图表 39: 主要新兴市场国家 10Y 国债收益率多数上行

图表 40: 本周, 土耳其国债 10Y 收益率继续大幅上行



来源: Wind, 国金证券研究所



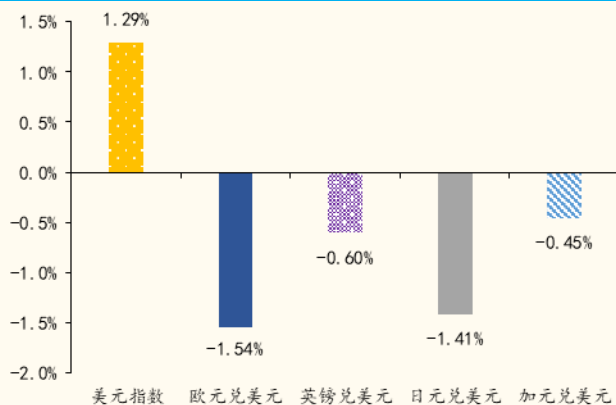
来源: Wind, 国金证券研究所

2.3、外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元汇率走平

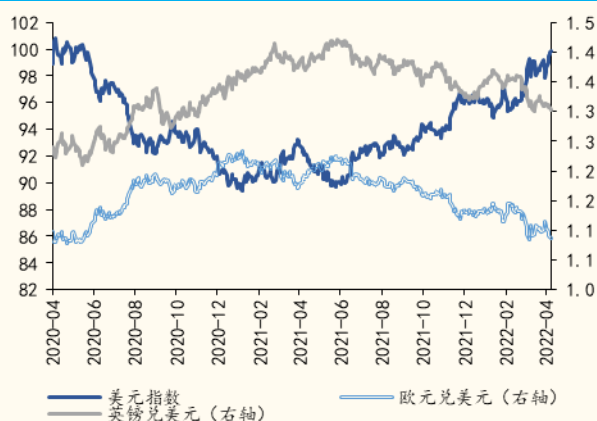
美元指数走强。欧元、日元和英镑兑美元分别贬值 1.54%、1.41%和 0.60%。雷亚尔、韩元、土耳其里拉和印尼卢比兑美元分别贬值 0.87%、0.76%、0.43%和 0.06%，菲律宾比索兑美元汇率不变。

图表 41: 本周, 发达国家货币兑美元普遍贬值

图表 42: 本周, 美元指数走强, 欧元兑美元贬值



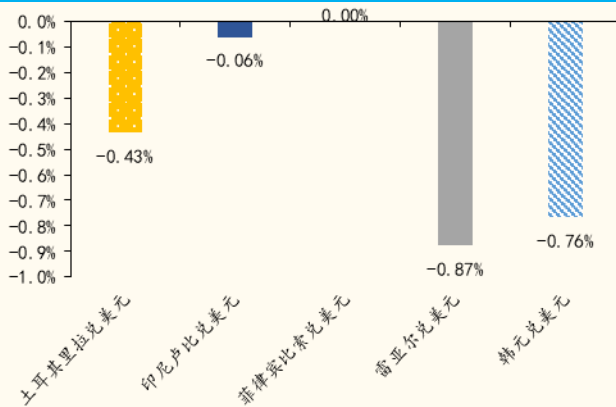
来源: Wind, 国金证券研究所



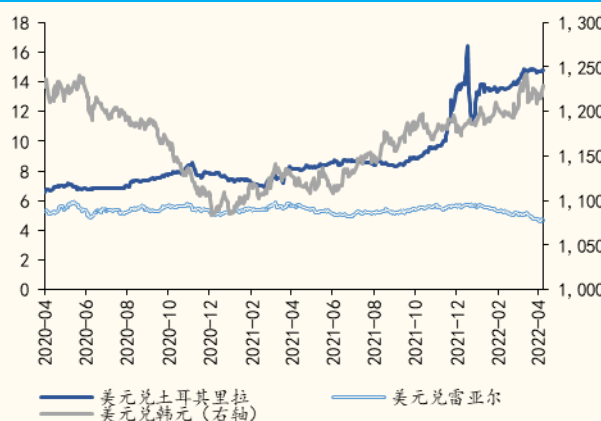
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 本周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值

图表 44: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔、韩元贬值



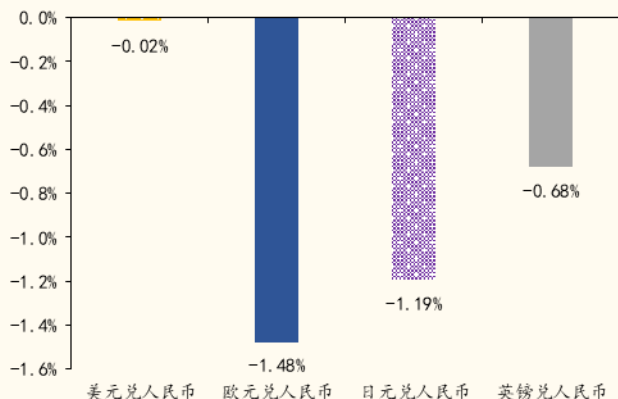
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

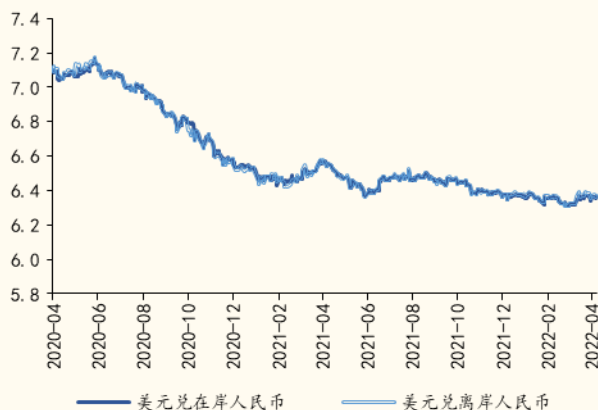
人民币兑美元汇率走平。欧元、日元、英镑和美元兑人民币分别贬值 1.48%、1.19%、0.68%和 0.02%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 10bp 至 6.3615，美元兑离岸人民币汇率上行 11bp 至 6.3689。

图表 45: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 本周, 美元兑人民币走平



来源: Wind, 国金证券研究所

2.4. 大宗商品市场追踪: 原油价格小幅回落, 贵金属价格上涨

大宗商品价格涨跌互现。本周, 原油价格下跌, 贵金属价格上涨, 有色、黑色和农产品走势分化。其中, 下跌幅度最大的是沥青和 LME 铝, 分别下跌 3.31% 和 2.17%; 涨幅最大的是 LME 镍和豆油, 分别上涨 3.82% 和 3.48%。

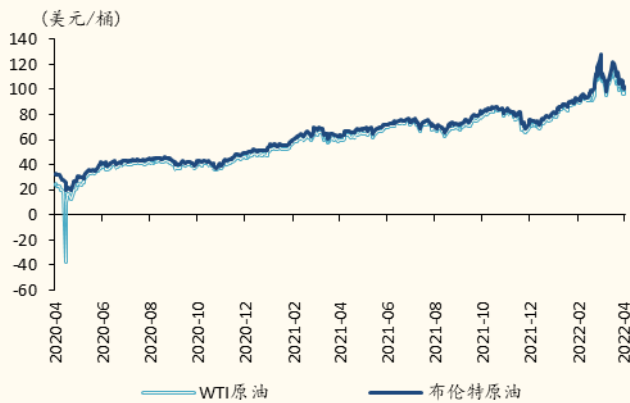
图表 47: 本周, 大宗商品价格涨跌互现

类别	品种	2022-04-08	2022-04-01	2022-03-25	2022-03-18	2022-03-11
原油	WTI 原油	-1.02%	-12.84%	8.79%	-4.23%	-5.49%
	布伦特原油	-1.54%	-13.48%	11.79%	-4.21%	-4.61%
贵金属	COMEX 黄金	1.14%	-1.56%	1.29%	-2.81%	0.94%
	COMEX 银	0.69%	-3.75%	2.10%	-4.10%	1.44%
有色	LME 铜	1.20%	-1.68%	1.36%	0.64%	-2.44%
	LME 铝	-2.17%	-4.84%	8.30%	-3.71%	-5.51%
	LME 镍	3.82%	-12.18%	-14.29%	-23.15%	71.73%
	LME 锌	-0.31%	4.08%	6.64%	-3.30%	-3.32%
黑色	动力煤	-0.30%	-7.29%	6.02%	-1.35%	-0.74%
	焦煤	0.06%	5.06%	2.51%	-3.69%	7.52%
	沥青	-3.31%	-2.16%	8.28%	-8.68%	10.10%
	铁矿石	0.33%	7.98%	1.88%	0.98%	0.49%
	螺纹钢	-1.64%	2.61%	1.12%	0.61%	0.27%
农产品	生猪	-2.23%	2.16%	0.12%	-3.71%	-5.03%
	棉花	-0.71%	0.21%	1.03%	0.35%	1.14%
	豆粕	-1.15%	-10.92%	3.88%	0.93%	7.28%
	豆油	3.48%	-0.63%	-3.14%	-2.32%	-2.05%

来源: Wind, 国金证券研究所

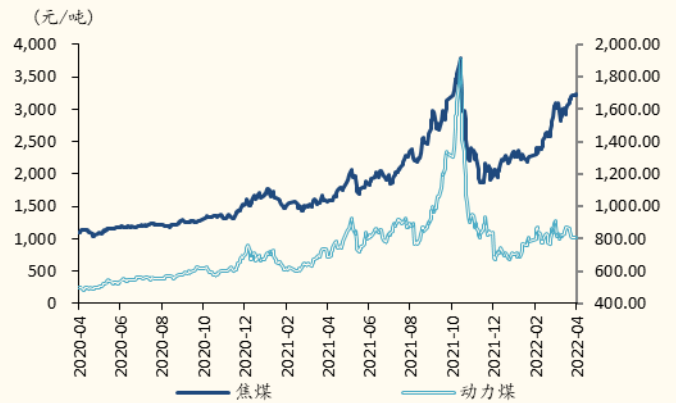
原油价格下跌, 黑色金属走势分化。WTI 原油、布伦特原油价格分别下跌 1.02% 和 1.54% 至 98.26 美元/桶、102.78 美元/桶。动力煤价格下跌 0.30% 至 804 元/吨, 焦煤价格微涨 0.06% 至 3221 元/吨。沥青、螺纹钢价格分别下跌 3.31%、1.64% 至 3772 元/吨、5025 元/吨, 铁矿石价格上涨 0.33% 至 910 元/吨。

图表 48: 本周, WTI 原油与布伦特原油继续下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

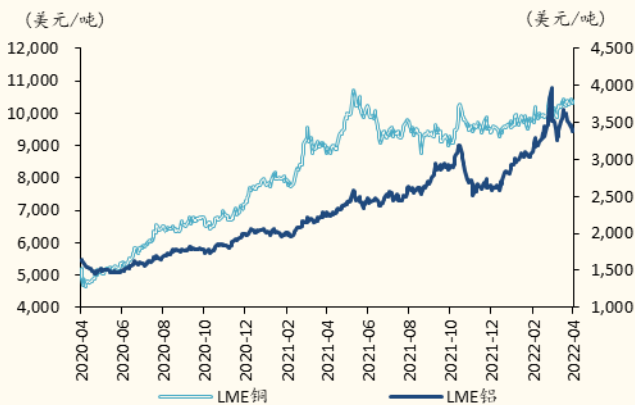
图表 49: 本周, 动力煤价格下跌, 焦煤价格微涨



来源: Wind, 国金证券研究所

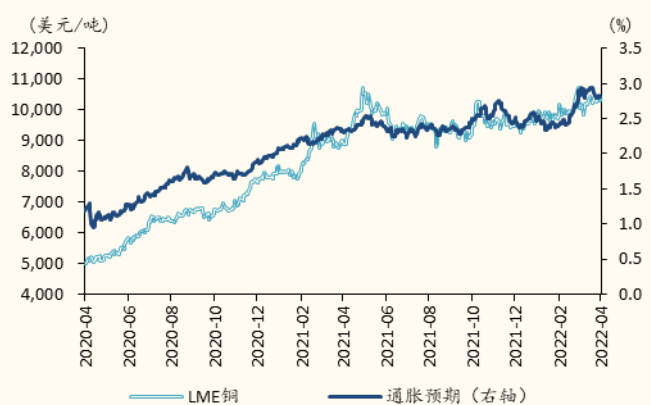
铜铝价格分化, 贵金属价格上涨。LME 铜价格上涨 1.20%至 10378 美元/吨, LME 铝价格下跌 2.17%至 3421 美元/吨。通胀预期从前值的 2.80%回升至 2.82%。COMEX 黄金、COMEX 银分别上涨 1.14%、0.96%至 1945.60 美元/盎司、24.82 美元/盎司。10 年期美债实际收益率从前值的-0.41%回升至-0.16%。

图表 50: 本周, 铜价上涨, 铝价下跌



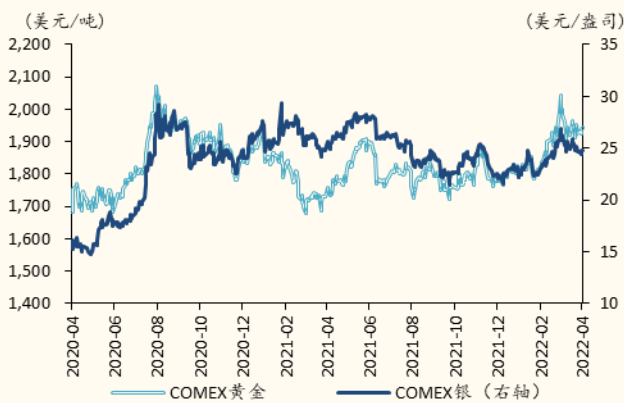
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 51: 本周, 通胀预期继续回升



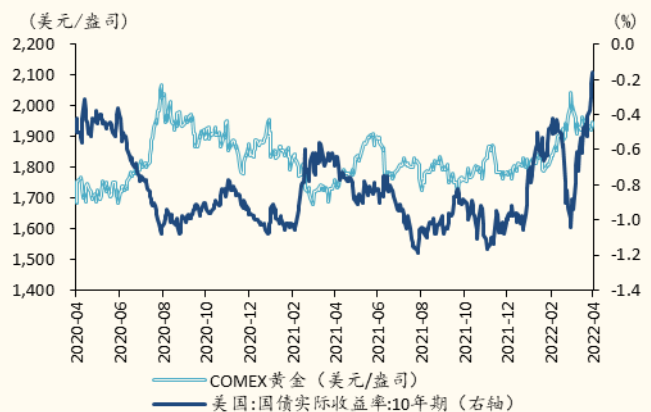
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 本周, 黄金和白银均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回升



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示:

- 1、**美联储货币政策收紧超预期:** 全球流动性收紧, 资本市场面临较大的下行压力。
- 2、**外资流出超预期:** 受中美利差持续收窄、避险情绪等扰动, 外资持续、大幅流出中国市场。
- 3、**全球需求和供应链中断恢复不及预期:** 全球滞胀压力持续较大, 需求回落超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402