

南京银行资金运营中心金融市场研究部，印文 刘怡庆

摘要：3 月下旬以来，全球疫情大幅好转，美欧日疫情整体都降至中低水平，韩国和东南亚多国疫情也已降至较低水平，全球产业链预计加快恢复。俄乌战争仍在持续，全球能源、粮食价格高位震荡，发达经济体通胀压力继续增大。美国内需保持强劲，美联储态度愈发“鹰派”，10 年美债收益率急速上行至 2.9%，美元大幅上涨。随着收紧政策正式推进，美债收益率仍有上行动能，短端收益率可能上行更多，美元同样有走升动能。欧元区终端通胀压力可控，俄乌战争对欧元区经济的冲击开始显现，欧央行维持逐步减少宽松政策路径，但对政策收紧仍在犹豫，美欧利差有所走扩，欧元因此大幅走贬，短期支撑仍偏弱。英国央行继续收紧政策，一定程度缓解了美联储大幅收紧的冲击，英镑稍走贬，政策收紧基本被市场消化背景下，英镑短期可能震荡稍走弱。疫情仍在持续对日本经济带来制约，日本终端通胀温和，日央行加码购债，美日利差大幅走升，日元因此大幅走贬，短期仍有走贬趋向。国内局部疫情严峻，政策维持偏宽基调，中美利差倒挂，外资持有境内债券规模加速下降，前期积累的较多贸易盈余带来结汇需求释放一定程度支撑了人民币，人民币整体小幅走贬，在出口韧性逐步弱化和外资不断流出背景下，人民币短期可能继续小幅走贬。

关键词：“奥密克戎”病毒；通胀；美联储；汇率

一、全球疫情状况与影响

（一）全球疫情大幅好转

3 月下旬以来，本轮“奥密克戎”变种病毒引发的感染潮大幅下降至较低水平，全球疫情出现显著好转。至 2022 年 4 月 19 日，全球日度新增感染 78.9 万例，较 3 月中的 220 万例大幅下降，累计感染 5.04 亿例。同时，“奥密克戎”BA.1 型毒株和 BA.2 型毒株的重组毒株 XE 和 XL 产生，其传染性比 BA.2 强，值得关注后续其扩散情况。

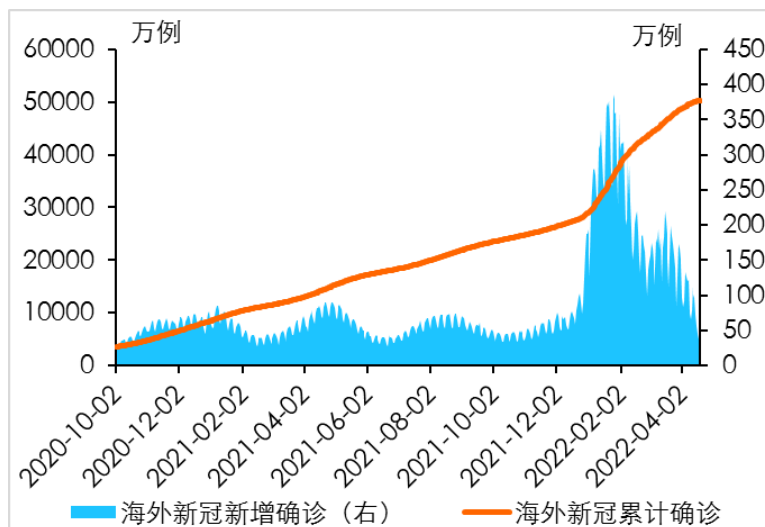


图 1 至 2022 年 4 月 19 日全球新冠日度新增感染和累计感染人数

资料来源：Wind。

全球疫苗接种水平较高和此前大规模感染共同产生了较强的整体免疫水平，这是疫情大幅好转的基础。至 4 月中旬，全球整体每百人接种疫苗剂次达到 145.8 剂次，两针接种剂次比例占比达到约 80%。由于基本形成一定群体免疫屏障，美欧疫苗接种步入平稳状态，增长速度较为缓慢。欧洲主要国家，每百人接种疫苗剂次基本稳定在稍高于 200 剂次水平，美国每百人接种疫苗剂次稳定在 170 剂次水平。日本每百人接种疫苗剂次增速仍较快，接近 210 剂次水平，已达到高水平。中国疫苗接种继续领先全球，且仍呈现一定扩张速度，至 4 月中旬，每百人接种疫苗剂次接近 230 剂次。据中国国务院研究室发布数据估算，至 4 月中旬，中国公众完成全程接种比率达 90% 附近，进一步粗略估计完成加强针接种的比率为 50% 左右。面对传染性极强的“奥密克戎”病毒及其变种，疫苗加强针的接种成为防控关键，当前国内疫情防控压力较大，预计加强针接种率达到 80% 以上能够为一定程度放松提供条件，大概仍需两个多月时间才能达成。

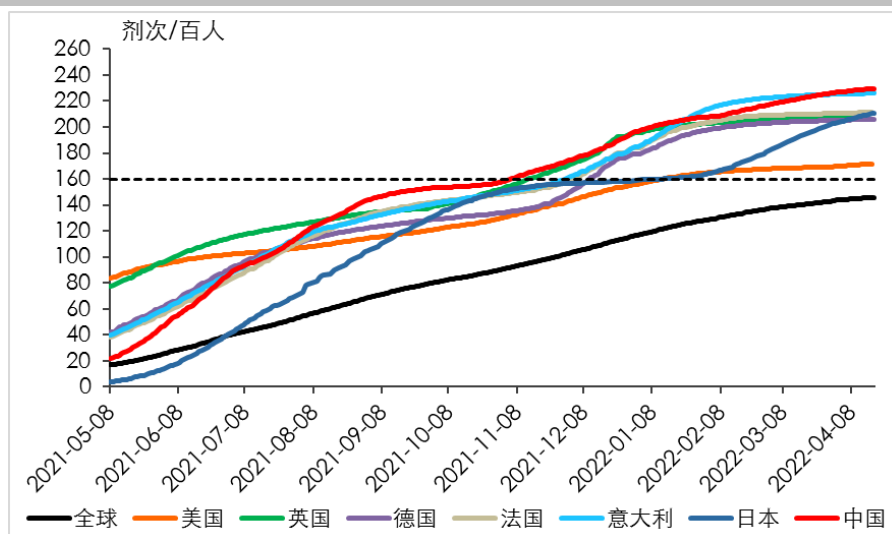


图 2 至 2022 年 4 月 18 日中国和全球主要发达经济体疫苗接种

资料来源：Wind。

随着“奥密克戎” BA.2 变种病毒的扩散，发达经济体疫情出现分化，美国和日本整体低位波动，英国和欧元区疫情偏高水平波动。至 2022 年 4 月 19 日，美国日新增病例五日均值持续处在 3.5 万例上下，主要源于美国因疫苗和感染而产生抗体的人数较多，但 4 月中旬，“奥密克戎” BA.2 病毒扩散仍带来部分地区疫情反弹迹象，美国已延长公共交通口罩强制令至 5 月 3 日。英国疫情宽幅震荡，4 月以来日度新增平均值在 4.5 万例附近，中低水平流行可能成为短期趋势；欧元区疫情先继续反弹至较高水平，后有较多回落，疫情形势同样步入中低水平，日度新增确诊中枢仍然下降至 20 万例，德国放弃了此前废除强制隔离的计划。亚洲地区，日本日度新增病例在 4 万例上下波动，取消疫情防控限制和“奥密克戎” BA.2 的扩散令疫情持续处于中低水平状态；韩国疫情大幅好转，至 4 月 19 日，每日新增病例大幅下降至 10 万例附近。韩国已放宽疫情防控，随着变异病毒出现，韩国疫情可能维持一段时间中低水平传播，全球半导体产业链受疫情制约最坏的时候已过去。

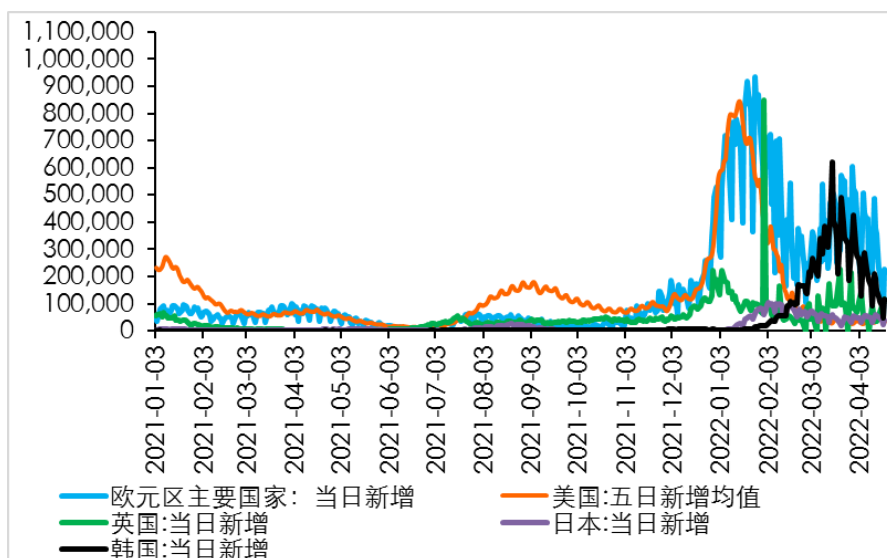


图 3 至 2022 年 4 月 19 日全球主要发达经济体疫情每日新增病例

资料来源：Wind。

由于疫苗接种高，当前欧洲地区和日本死亡率均处于较低水平。至 2022 年 4 月 18 日，欧元区和日本新冠感染死亡率均降低至 0.1%附近。美国由于感染统计人数比实际低，以及独有的肥胖人群偏高特性，死亡率在 2.5%附近震荡。4 月以来，英国新冠感染死亡率也出现一定走升，中枢上升至 0.5%附近。

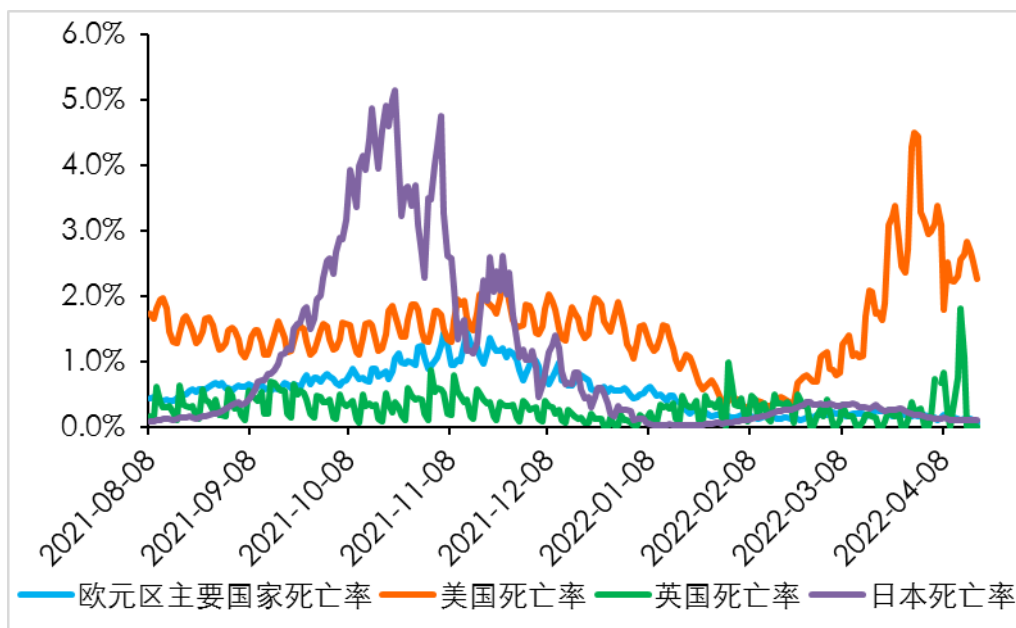


图 4 至 2022 年 4 月 18 日主要发达经济体疫情每日死亡率

资料来源：Wind。

注：美国死亡率计算时考虑了 25 日的峰值差

（二）东南亚主要国家疫情大多降至较低水平

东南亚主要国家疫苗接种继续走高，马来西亚、越南疫苗接种率达高水平，至 4 月 18 日，每百人接种剂次达到 212，加强针的接种已经有一定比例。泰国疫苗接种也较高，每百人接种剂次接近 190。印尼和菲律宾疫苗接种达到中高水平，百人接种剂次分别均刚刚接近 140。

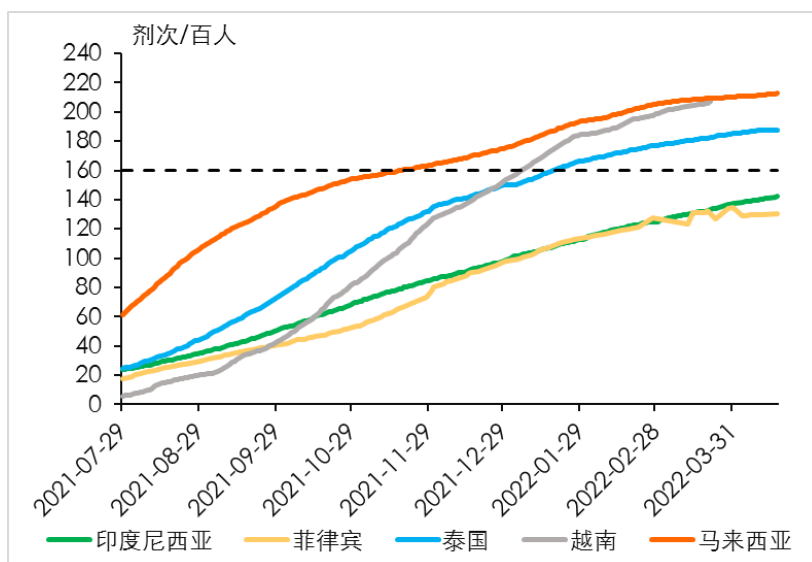


图 5 至 2022 年 4 月 18 日东南亚多国疫苗接种情况

资料来源：Wind。

3 月下旬以来，东南亚本轮“奥密克戎”疫情大幅好转，主要国家疫情水平已降至低位。至 4 月 19 日，越南和马来西亚疫情日度新增大幅下降至 1.4 万例和 6000 例。印尼和菲律宾疫情基本受控。泰国疫情则仍处在中等水平震荡下降阶段，日度新增感染持续在 1.7 万例附近。由于疫苗接种率达较高水平，疫情水平已较低，东南亚多国已放开大部分疫情防控措施，入境旅行也已开通，预计全球产业链将加快恢复。

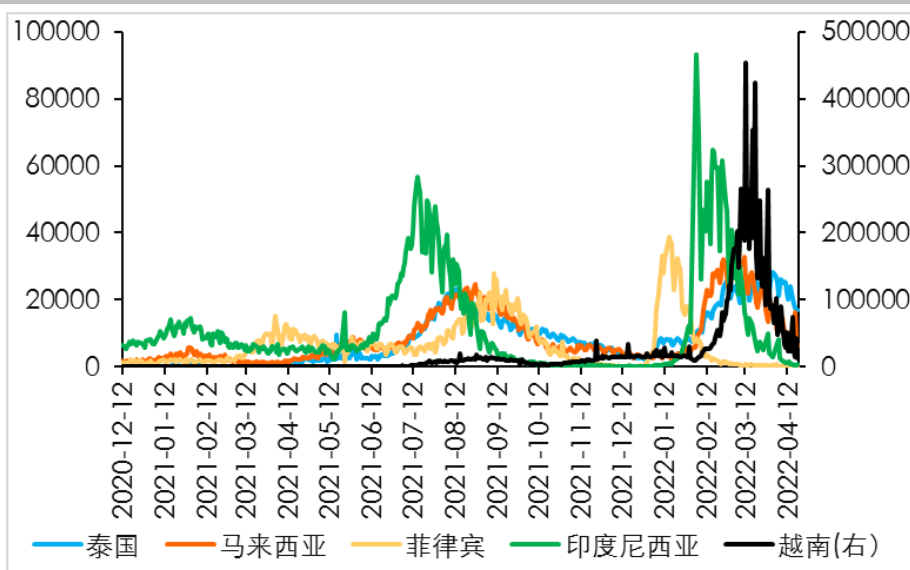


图 6 至 2022 年 4 月 19 日东南亚多国每日新增新冠病例

资料来源：Wind。

(三) 疫情对全球需求影响弱化

对全球需求有指示意义的韩国出口 3 月同比增速为 18.2%，低于上月 20.6%，整体仍处于很高水平，反映全球需求仍然强劲。由于奥密克戎较低的死亡率，全球各国疫情防控不严，且随着疫情的持续好转，防控措施大幅放松，因而本轮疫情对全球需求的影响较小。

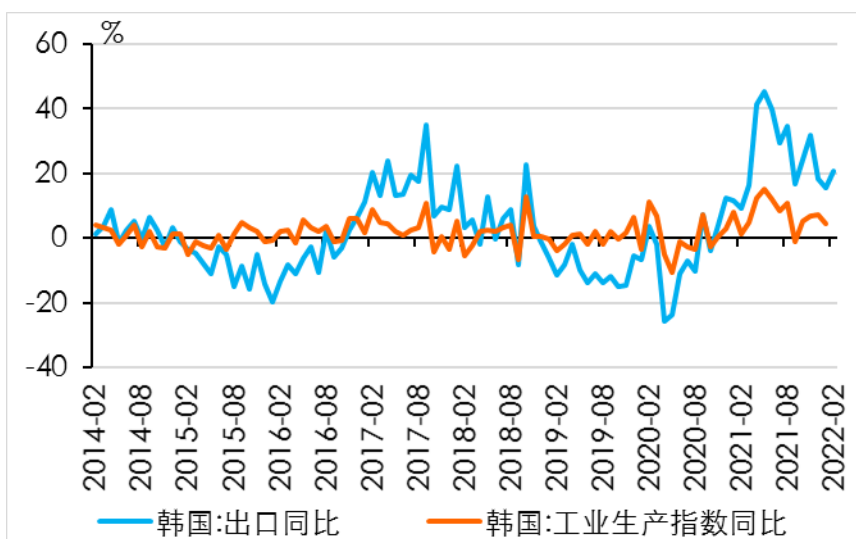


图 7 韩国出口增速和工业生产增速

资料来源：Wind。

二、俄乌战争持续加大美欧通胀压力

（一）俄乌战争进入决战阶段

自 2 月 24 日俄乌战争爆发，至今已有一个半月，俄乌战争仍在继续。由于西方对乌克兰武器支援持续不断，乌克兰军队进行了坚强抵抗，俄罗斯并未能够顺利攻下基辅，也没能占领乌克兰东部的大型城市。俄乌双方数轮谈判也没有实质进展。3 月 25 日，俄罗斯国防部宣布俄军在乌克兰实施的“特别军事行动”第一阶段已基本完成，接下来将会着重解放乌东顿巴斯全部地区。总体来看，俄军已经改变策略，放弃对基辅等需要较长补给线的城市供给，转而重点解决接近俄罗斯本土的顿巴斯地区，俄军重型武器在顿巴斯地区也能发挥优势。与此同时，美国等西方国家继续对乌克兰进行军事援助，美国 4 月 13 日宣布向乌克兰提供 7.5 亿美元额外军事援助，援助武器范围扩大到重型火炮。4 月 18 日到 19 日一夜之间，从顿巴斯到哈尔科夫 500 多公里的战线上，俄军对超过 1260 个乌克兰军事目标发动了攻击，在卢甘斯克和顿涅茨克的多个城市，俄乌军队展开激烈巷战，乌东大战正式打响。乌东大战是俄乌间的决战时刻，俄罗斯在占领乌东顿巴斯全部地区后可能结束军事行动，俄乌战争可能在未来几周有实质性结果。

4 月，欧盟在最新一轮制裁中，首次针对俄罗斯能源实施制裁，对俄煤炭禁运。但对于是否制裁俄罗斯油气，欧盟内部存在较大分歧，未达成共识。在俄罗斯美元和欧元储备被西方冻结情况下，作为反制措施，俄罗斯对欧盟天然气出口要求以卢布或黄金结算，这招致了欧盟的抵制，西方和俄罗斯围绕能源展开了博弈。

（二）全球能源、粮食价格持续大涨

俄乌战争及西方对俄制裁，令俄罗斯对外能源出口减少。同时，俄罗斯与欧盟围绕卢布结算天然气展开博弈，部分欧盟成员国一定程度在寻求从美国进口天然气以替代俄罗斯天然气进口，天然气来源的下降，以及美国天然气更高的成本都令全球天然气价格再次大涨。至 4 月 14 日，纽约天然气期货价格收于每百万英热单位 7.32 美元，比去年底的每百万英热单位 3.76 美元翻了一倍，创 2008 年 10 月以来新高。国际原油价格持续高位震荡，布伦特原油价格 3 月以来一直维持在 100 美元/桶上方。尽管 3 月底，美国总统拜登宣布，未来 6 个月将每天释放 100 万桶战略石油储备，总计释

放近 1.8 亿桶“史无前例”的石油储备，油价仍然保持高位。

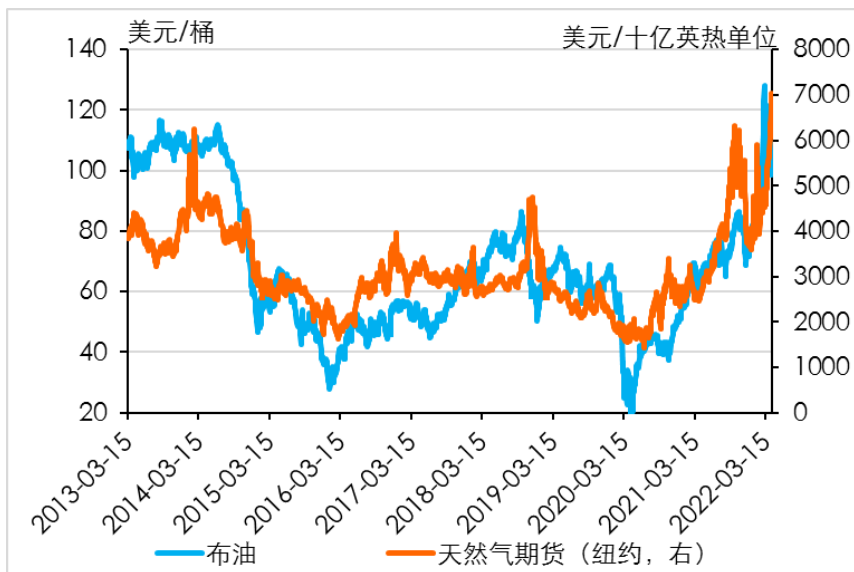


图 8 布油和纽约天然气期货价格

资料来源：Wind。

美分/蒲式耳

俄罗斯和乌克兰是全球重要的粮食出口国，俄罗斯和乌克兰小麦出口合计占全球比重高达 28.6%，乌克兰玉米出口在全球出口额中占比高达 17.2%。俄乌战争已持续快两个月，乌克兰黑海出口受阻，春耕也被严重影响，加之俄罗斯对“不友好国家”限制化肥出口，全球粮食供给正受到巨大冲击。3月下旬以来，全球小麦和玉米价格维持历史高位，玉米价格甚至进一步上冲。至 4 月 14 日，芝加哥玉米期货价格上冲至 783.75 美分/蒲式耳，为过去 10 年来的新高；芝加哥小麦期货价格在 1100 美分/蒲式耳附近波动，为过去 14 年来新高。

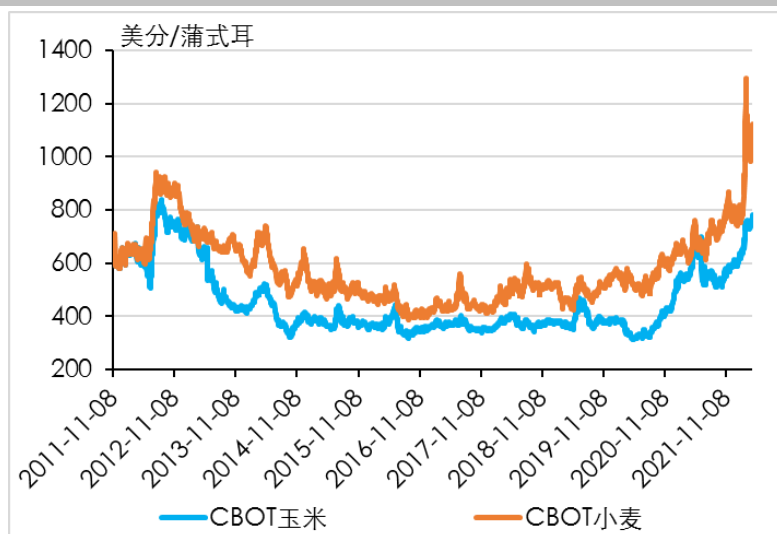


图 9 芝加哥期货交易所小麦和玉米期货活跃合约价格走势

资料来源：Wind。

（三）美欧通胀水平继续冲高

随着全球能源、粮食价格的高涨，主要发达经济体 PPI 增速继续冲高。欧元区 2022 年 2 月 PPI 同比增速高达 31.4%，且高于上月的 30.6%。3 月，美国 PPI 同比增速上行至 11.2%，高于预期 10.6%和前值 10.4%，为 2010 年有统计以来的最大值，环比增速 1.4%，同样创纪录最高值；英国 PPI 同比 11.9%，高于预期 11.1%和前值 10.1%；日本 PPI 同比增长 9.5%，高于预期 9.2%，略低于前值 9.7%。

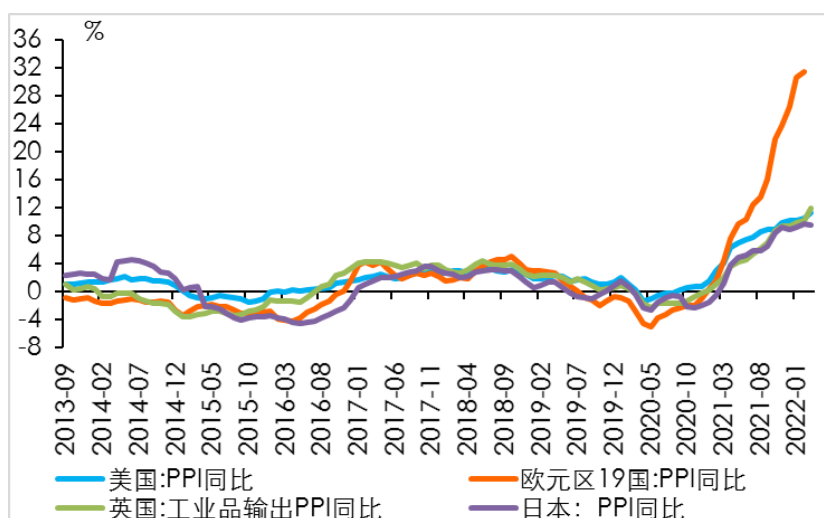


图 10 主要发达经济体 PPI 增速

资料来源：Wind。

由于美欧地区疫情防控已很松，需求保持较强，其终端通胀压力持续加大。2月，美国核心 PCE 同比高达 5.4%，创 1983 年以来最大涨幅，大大高于美联储平均 2% 目标水平。3月，英国核心 CPI 同比高达 5.7%，高于预期 5.3% 和前值 5.2%，大大高于 2% 目标水平。欧元区 3 月核心 CPI 进一步上行至 3.2%，高于前值 2.9%，略低于预期 3.3%，整体水平已开始明显高于欧央行 2% 目标水平。日本由于疫情持续在中低水平流行，经济本身偏弱，终端通胀水平温和走升，3 月核心 CPI 同比增速为 0.8%，高于预期 0.7% 和前值 0.5%，终端通胀压力不大。

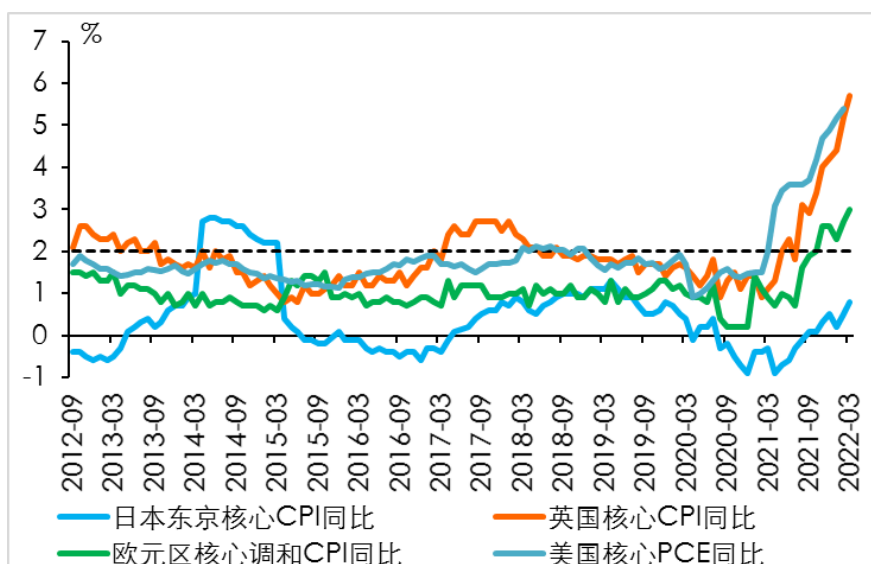


图 11 美欧终端通胀状况

资料来源：Wind。

三、美联储“鹰”冠发达经济体央行

(一) 美联储加息落地，政策收紧阶段加快

3月，美国经济继续保持较好恢复，失业率进一步下降至 3.6%，低于上月的 3.8%，回到疫情前的历史低水平。美国 3 月非农就业新增 43.1 万人，低于预期 49 万人，仍处于强劲水平。同时，非农时薪同比增速进一步上升至 5.56%，高于上一月的 5.19%，大大高于疫情前水平，整体处在历史高位，工资层面也令美国的终端通胀上升压力很大。

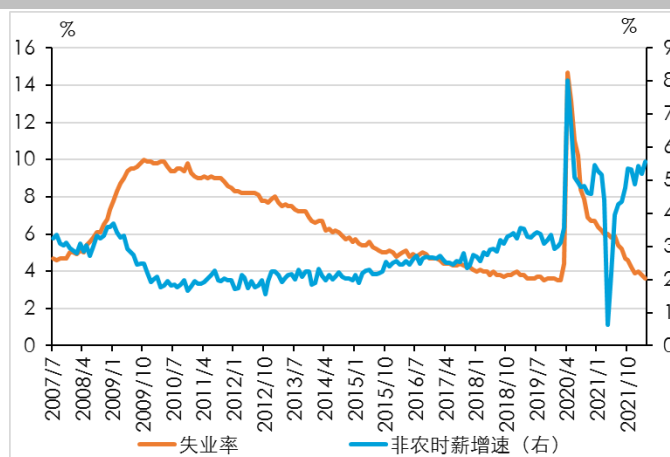


图 12 美国至 2022 年 3 月失业率和非农你时薪增长

资料来源：Wind。

3 月，美国零售销售同比 6.9%，大不及 2 月的 18.2%。从环比看，3 月零售环比增速 0.5%，也不及上月 0.8%，高物价正令美国的商品需求有所放缓，同时随着疫情好转，居民也将更多资金用于服务消费。可以看住，高通胀正对美国需求形成一定削弱。

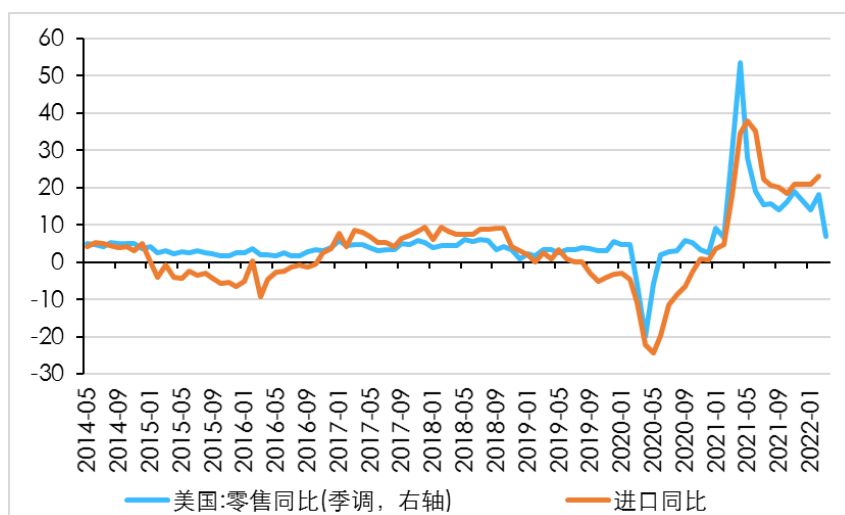


图 13 美国零售和进口增速

资料来源：Wind。

在通胀压力很大背景下，美联储正计划大幅收紧货币政策。4 月以来，美联储资产基本停止扩张。至 4 月 13 日，美联储总资产基本稳定在 9 万亿美元附近，国债持

有规模稳定在 5.76 万亿美元，MBS 持有规模基本稳定在 2.72 万亿美元附近。4 月以来，美联储官员表态基本十分鹰派，多位美联储官员支持 5 月加息 50BP。下一届美联储副主席候选人，美联储传统“鸽派”代表布雷纳德 4 月 12 日表示，目前的通胀水平很高，降低通胀是美联储的首要任务，有关缩减资产负债表的决定最早可能在 5 月做出。布雷纳德的言论较“鹰”，让市场对美联储 5 月开始大幅收紧政策预期进一步增强。

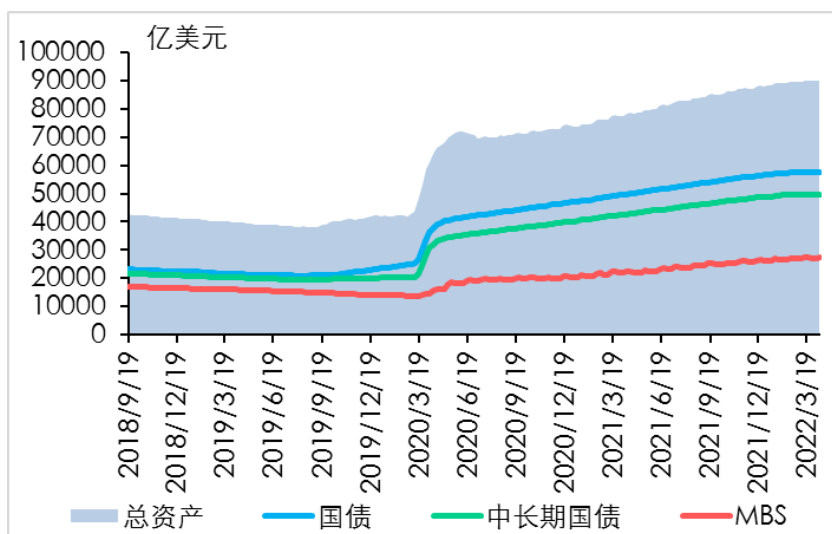


图 14 美联储基准利率和资产规模

资料来源: Wind。

(二) 欧央行维持利率水平，何时正式收紧仍待观察

欧央行 4 月会议，维持边际贷款利率 0.25%，主要再融资利率 0%，存款便利利率 -0.5% 不变，符合市场预期。欧央行重申加快退出债券购买计划，即二季度逐月减少新增购债，三季度结束新增购债，并在随后考虑提高利率。欧央行行长拉加德会后讲话表示，未来几个月，通货膨胀率将保持在高位，许多行业的通胀压力都在加剧，结束资产购买计划到加息之间间隔的一段时间是“一周到几个月”，俄乌冲突严重影响了人们的信心，现在讨论紧缩政策为时尚早，将在 6 月评估结束债券购买的确切时间，面对高度不确定性，将保持政策的选择性和渐进性。

当前，欧央行资产扩张明显放缓。至 4 月 8 日，欧央行资产总额为 8.76 万亿欧元，比前一月同期扩大 800 亿欧元。通胀走升令欧央行开始不断减缓宽松政策，并考虑收紧政策，但由于俄乌战争对欧洲经济带来直接冲击，欧央行在收紧步伐上较为犹

豫，总体来看，收紧步调预计先慢后快。

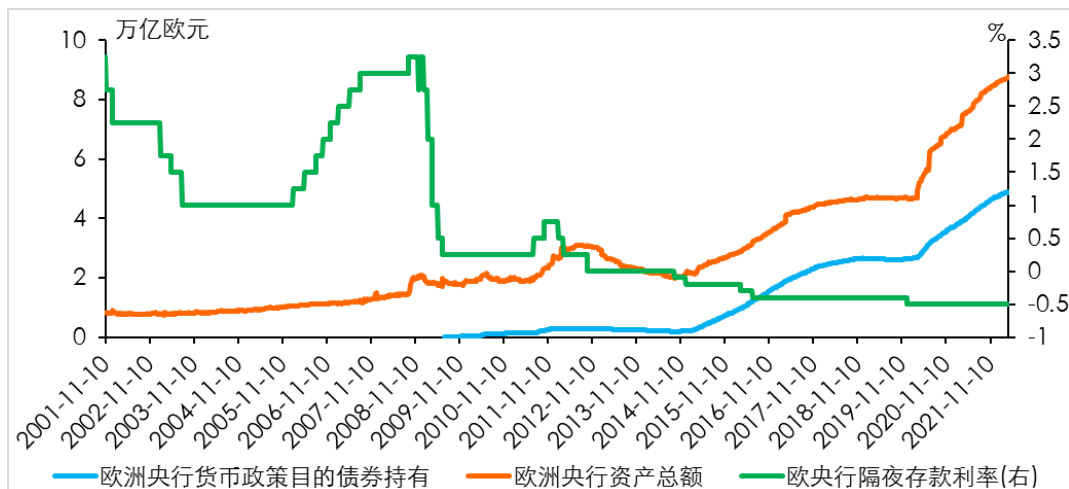


图 15 欧央行资产规模和基准利率

（三）日本央行加码购债，持续控制收益率曲线

由于日本通胀水平温和，疫情形势仍较严峻，日本央行仍维持大幅宽松政策。2021年，日本央行一度减少国债购买，以降低宽松幅度。但自2月开始，日本央行再次恢复国债购买。3月下旬以来，日本央行继续加码购债，以推进收益率曲线控制，维持10年国债0%的目标。3月30日，日本央行宣布购买6000亿日元3至5年期日本国债和7250亿日元5至10年期日本国债，同时宣布在不定期的紧急操作中购买2500亿日元的超长期日本国债。

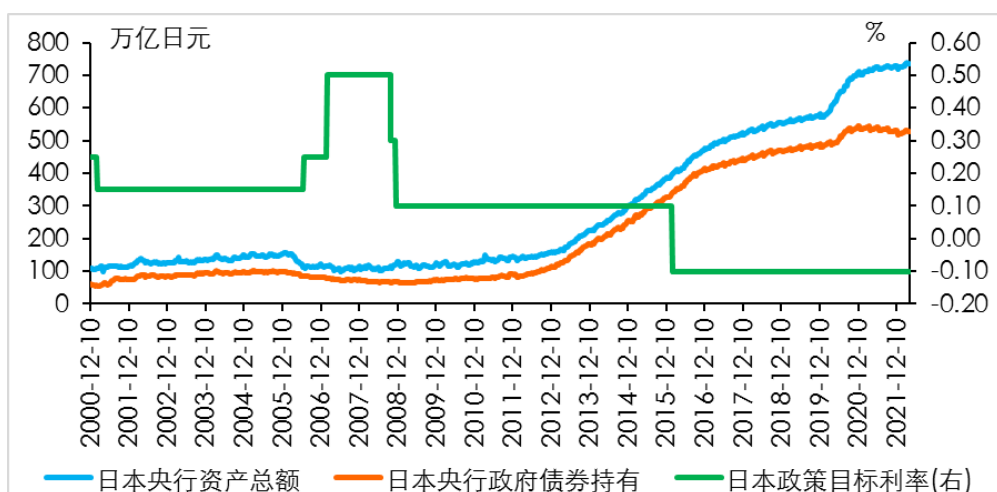


图 16 日本央行资产规模和基准利率

资料来源：Wind。

四、美联储加快收紧预期冲击美债、美元

(一) 离岸美元流动性紧张缓解

3月下旬以来，俄乌战争引发的全球恐慌情绪有所缓解，离岸美元流动性紧张也因此随之缓解，衡量美元流动性状况的3个月 Libor 和美债利差从 50BP 的阶段高点回落至 30BP 附近，欧洲股市也随之步入平稳。

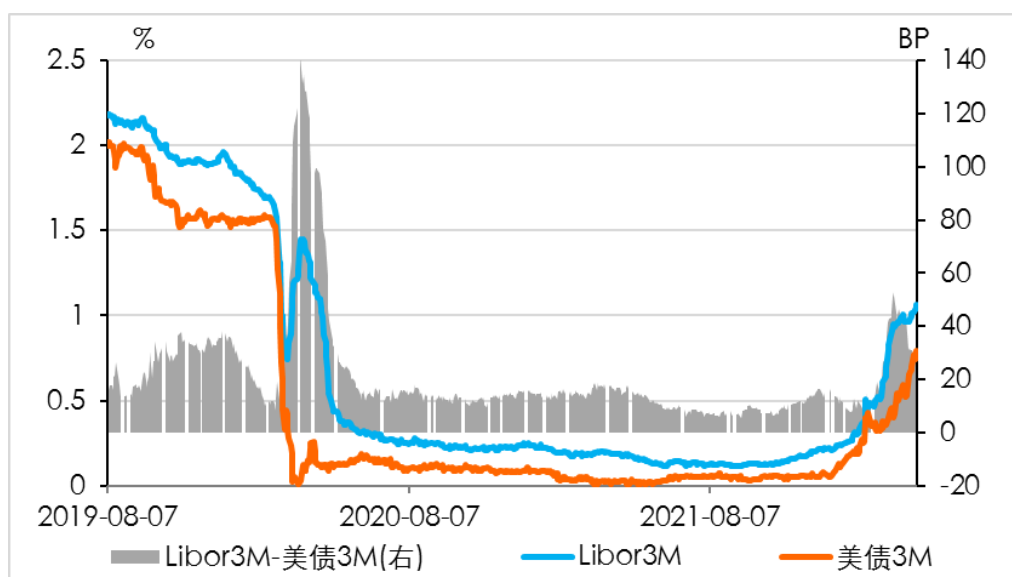


图 17 3 个月 Libor 和美债利差

资料来源：Wind

在岸美元流动性整体仍较充裕，美联储负债端的逆回购规模仍然高达 2 万亿美元，准备金存放规模也较为稳定，处在 3.8 万亿美元附近。在美联储停止 QE 背景下，美联储加快收紧预期推动离岸美元部分回流美国是重要原因。但随着美联储开启大幅缩表，在岸美元的充裕程度预计会大幅下降，离岸美元流动性预计也会再次走紧，这将对美债和非美货币带来一定压力。



图 18 美联储主要负债项走势

资料来源: Wind

(二) 美债期限结构走陡

1. 美债长端收益率大幅上行

3月下旬以来,随着俄乌战争持续加大美国的通胀压力,美联储态度转为极度鹰派,市场形成了紧缩恐慌,美债各期限收益率均出现大幅上行,2年以上上行幅度更大。2年期收益率上行19BP至2.47%,5年期收益率上行37BP至2.79%,10年期收益率急速上行60BP至2.93%。10年期美债收益率已大幅高于疫情前水平,同时关键的2年和10年美债收益率利差一度倒挂。和2014年下半年类似,美联储紧缩恐慌再次大幅推升美债收益率,并且这种推升有过度的趋向。

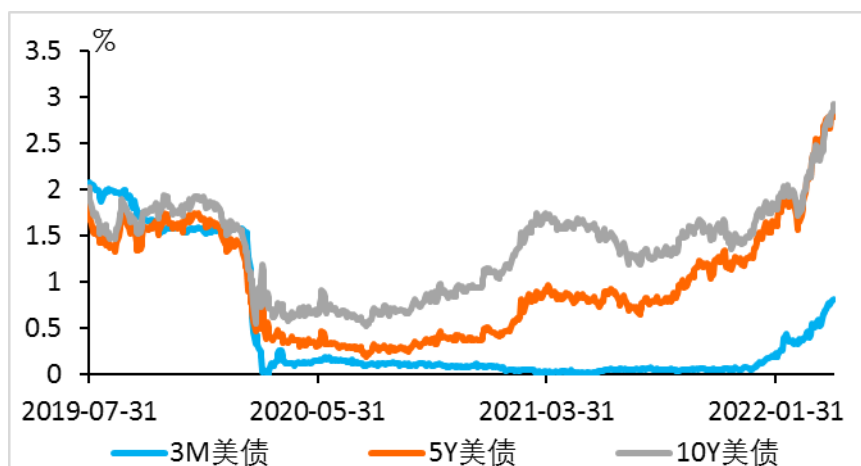


图 19 3M、5Y 和 10Y 美债收益率

资料来源：Wind。

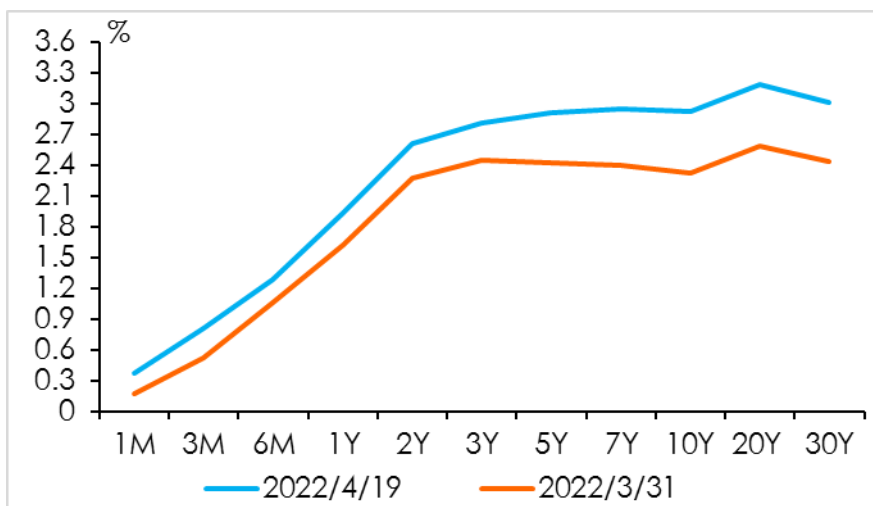


图 20 美国国债期限结构

资料来源：Wind。

2. 美债供需双弱

随着美国财政刺激力度下降，美国国债发行规模整体有所下降。3 月，短期美债发行规模稍降低，中长期美债发行规模下降明显。1 个月至 1 年期美债发行规模合计 7308 亿美元，同比稍下降 500 亿美元；2 年至 30 年期美债发行规模合计 2947 亿美元，同比下降 486 亿美元，由于基数小，整体下降幅度较大。

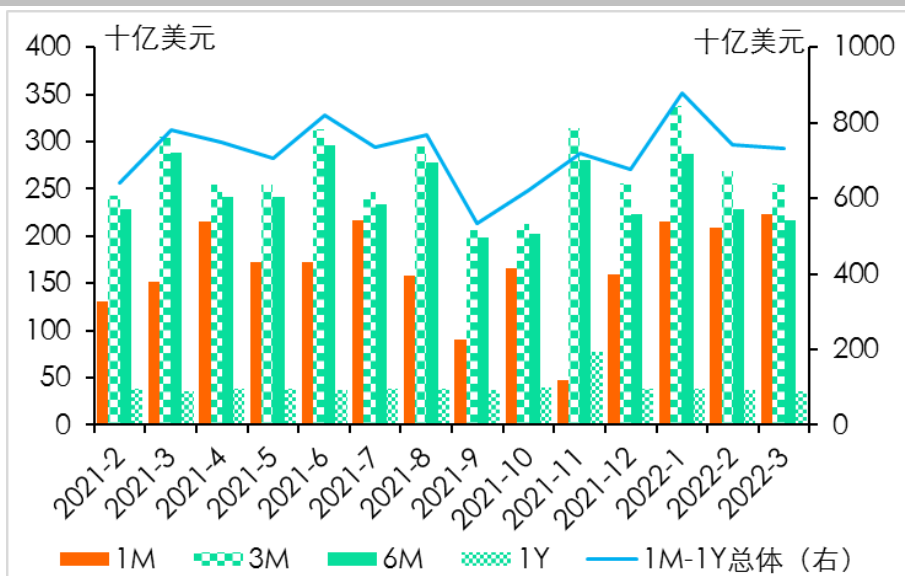


图 21 美国 1M-1Y 国债发行量

资料来源：Wind。

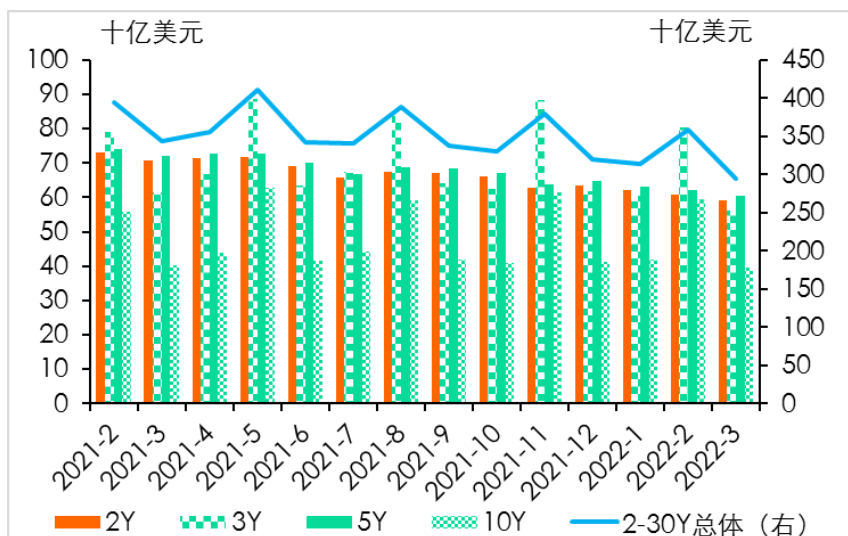


图 22 美国 2-30Y 国债发行量

资料来源：Wind。

3月，在净融资方面，由于短期到期规模大，1个月至1年期美债净融资收缩1260亿美元。中长期美债收益率净融资则扩大1594亿美元。美国财政部继续扩大长期净融资来推动财政资金的长期支撑。

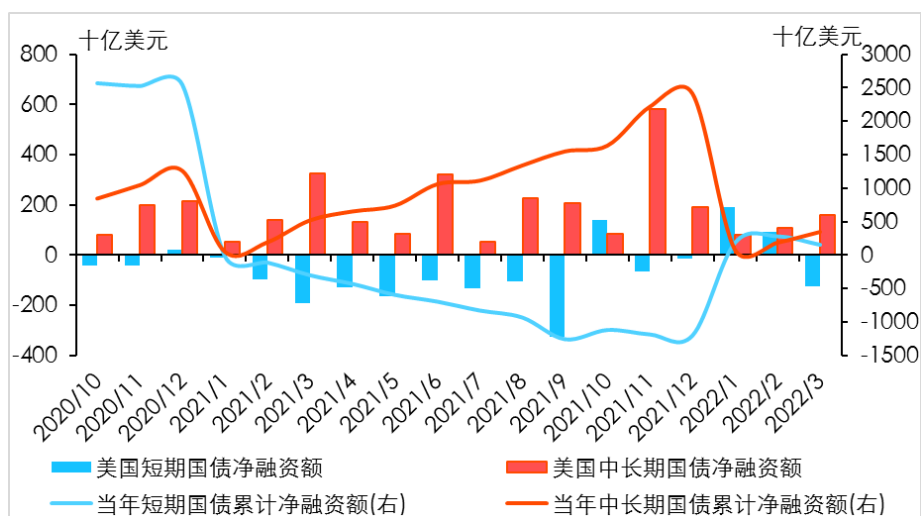


图 23 美国短期和中长期国债净融资额

资料来源：Wind。

随着市场对美联储紧缩的恐慌，以及各期限美债收益率的大幅上行，美债一级需求也很疲弱。3月，2年期美债竞拍倍数为2.23，明显低于历史均值2.59。10年期美债3月和4月竞拍倍数分别为2.26和2.16，均较多低于2.48的历史均值。从供需对比看，需求相对更为疲弱，这也是推动美债收益率上行的一个重要因素。

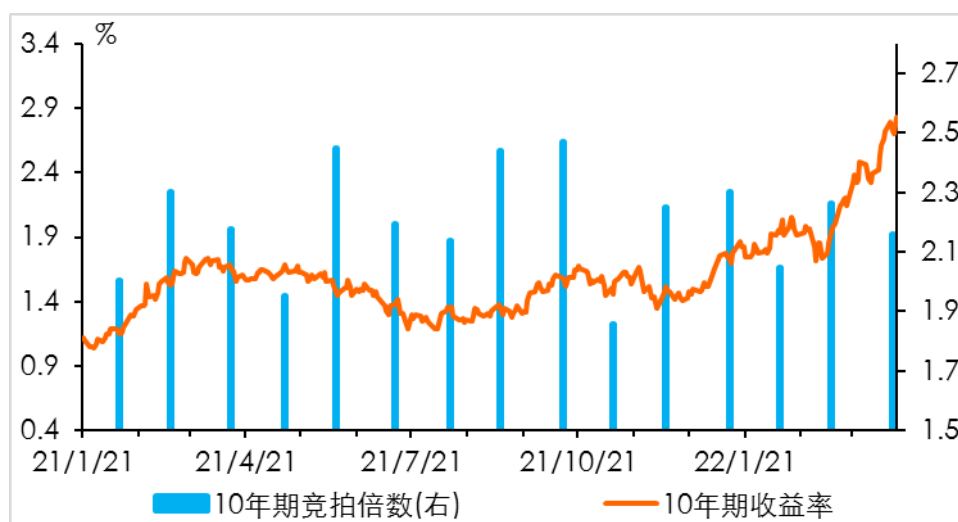


图 24 10年期美国国债收益率和其竞拍倍数

资料来源：Wind。

在期货市场，3月下旬以来，美国国债非商业净多仓大幅下降，其历史分位数从3

月 15 日的 90.3% 迅速下降至 4 月 12 日的 54.8%，反映出市场对美债市场看空力量急速增加。由于这一分位数还未降至历史低位，空头力量有增强空间，后续仍将令美债价格承压。

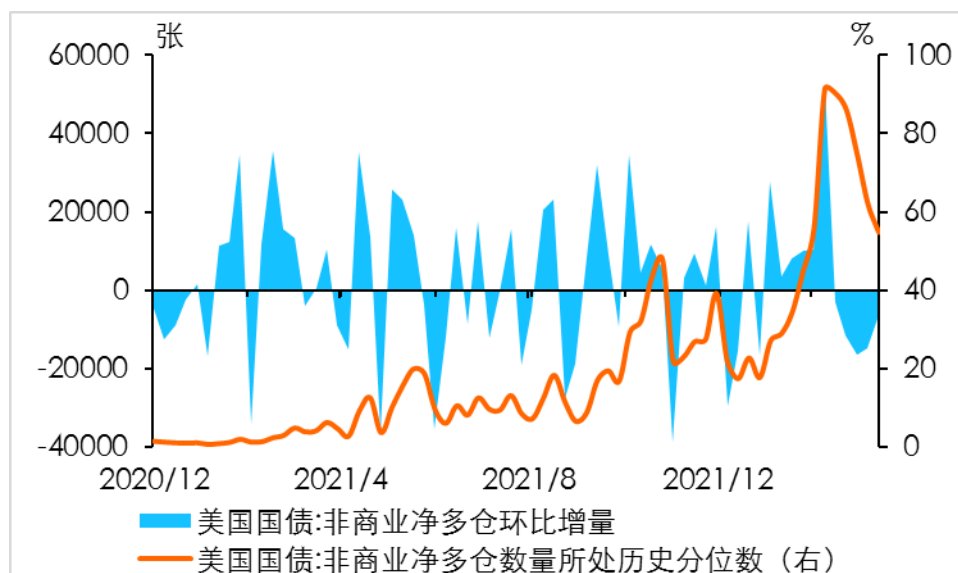


图 25 美国国债非商业净多仓历史分位数和环比增量

资料来源：Wind。

美联储紧缩恐慌背景下，各期限美债收益率短期仍有一定上行动能。5 月美联储大概率加息 50BP，短期美债收益率上行空间将被抬升，预计继续有较多上行。中长期美债收益率上行幅度预计较小。美债期限结构短期预计趋于平坦化。

（三）美元预计继续走强

3 月下旬以来，美国继续冲高的通胀令美联储收紧态度愈发强硬，美联储官员接连发表十分“鹰派”的言论，市场对 5 月加息 50BP 的预期愈发增强，美债收益率大幅上行，美元因此继续大幅走强。至 2022 年 4 月 15 日，美元指数收于 100.52，与上月底相比，大幅走升 2.2%，兑欧元、英镑和日元分别上涨 2.3%、0.6% 和 3.9%。

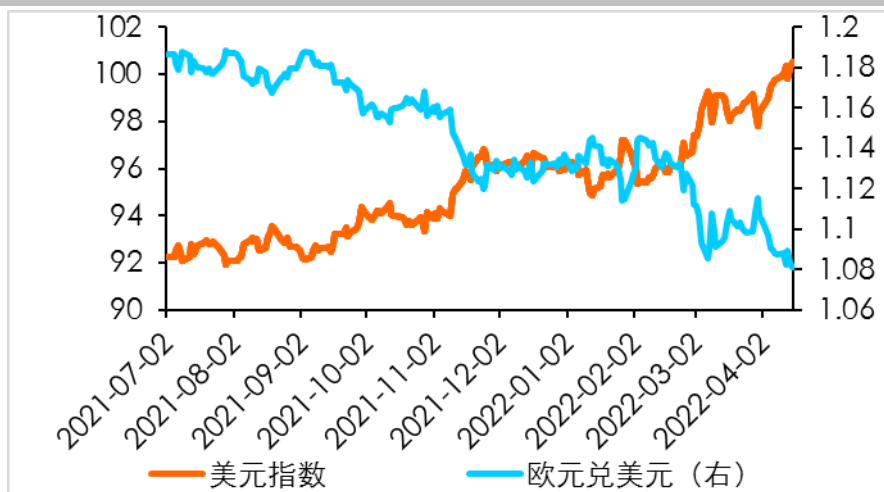


图 26 美元、欧元走势

资料来源：Wind。

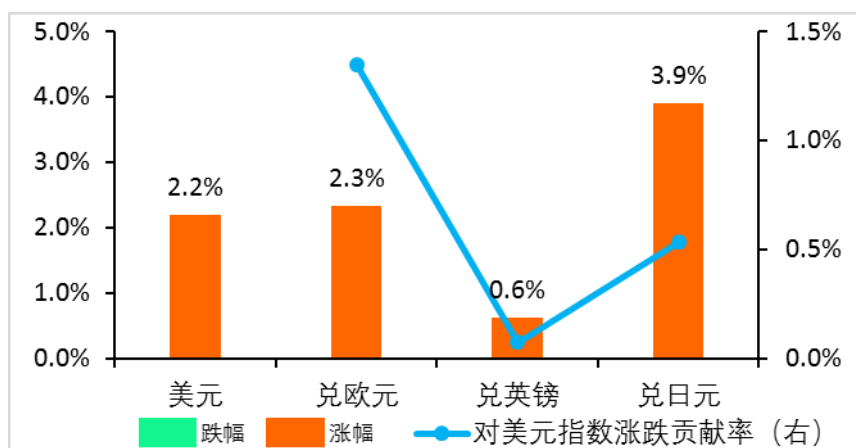


图 27 美元指数和兑主要非美货币 2022 年 4 月 15 日较上月底涨跌

资料来源：Wind。

在多重利多因素支撑下，美元投机净多仓历史分位数均处在高于 80% 的高位，市场整体对美元看多情绪较强。但随着美元的持续走升，看多仓位稍有下降，历史分位数较 3 月时的 85% 中枢稍有下降，反映多头继续有所止盈。

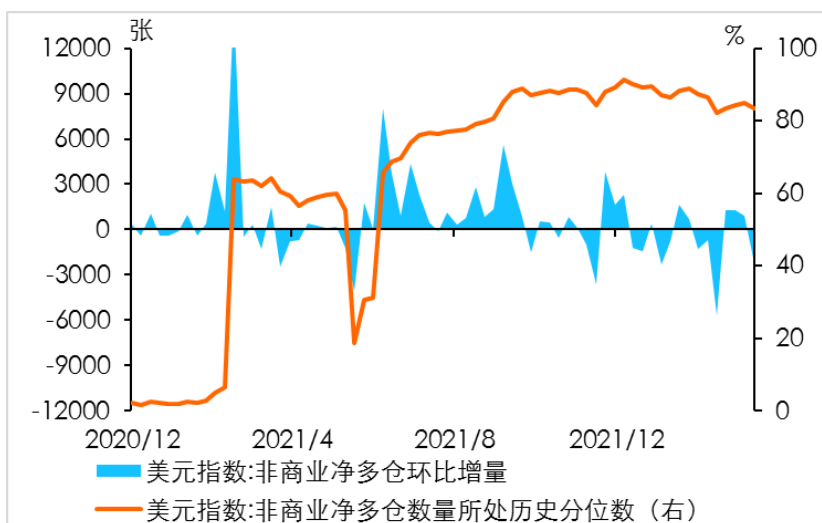


图 28 美元指数投机净多仓增量和历史分位数

资料来源：Wind。

随着美国疫情保持较低水平流行，美国经济恢复的动能再次走强。3月，美国Markit制造业PMI为58.8，高于预期和前值的58.5，制造业景气度再次走升；美国Markit非制造业PMI58，明显高于前值56.5，非制造业的恢复程度更快。而欧元区由于受俄乌战争直接冲击，以及疫情有所反弹，3月制造业景气度进一步下滑，制造业PMI下滑至56.5。由于远离俄乌战场，在经济恢复动能方面，美国明显强于欧元区，这将给美元带来重要支撑。

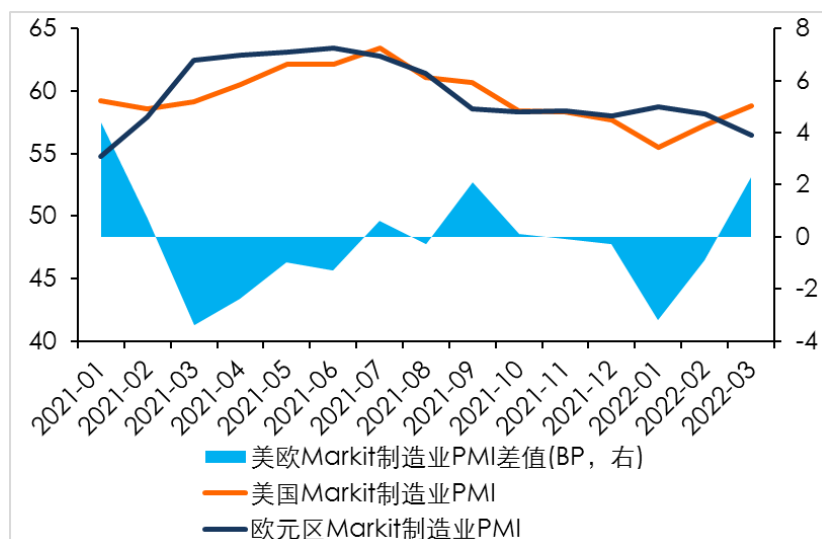


图 29 美欧 Markit 制造业 PMI 差值

资料来源：Wind。

美元短期仍有走升动能。当前美联储收紧意向大幅领先，美国经济预计维持较好恢复。而俄乌战争直接冲击欧洲经济增长，美元的相对吸引力仍强。美联储加快缩表可能引发美元流动性极度紧张，这也将对美元形成推升。美元整体仍有上升动能，预计会继续有所走强。

五、非美货币持续承压

（一）欧元短期支撑偏弱

3月下旬以来，由于欧元区终端通胀压力不是特别大，俄乌战争的持续对欧元区经济带来直接冲击，欧央行只是逐步退出宽松，在政策收紧方面仍未明确路径，“鹰”派态度大不及美联储，同时欧元区经济恢复动能有所放缓，欧元因此大幅走贬。至4月15日，欧元兑美元收于1.11，较上月底大跌2.3%。

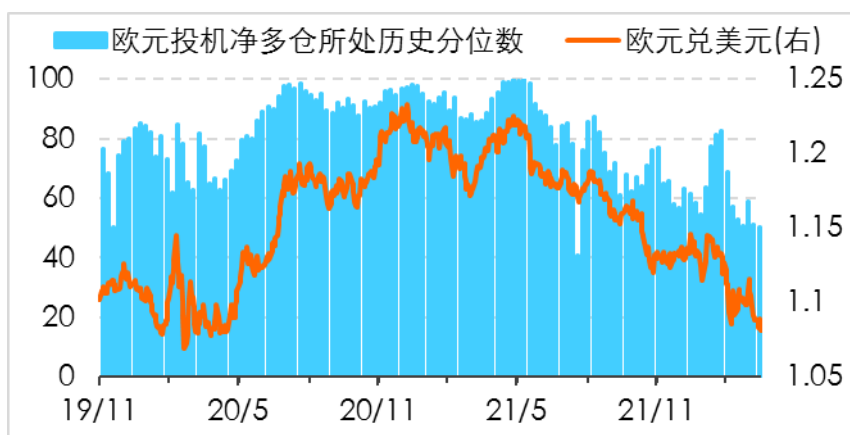


图 30 欧元投机净多仓指数和欧元兑美元走势

资料来源：Wind。

3月以来，欧元区经济扩张有所放缓，主要体现在制造业上。3月，欧元区制造业PMI为56.5，不及预期57和前值58.2，由于受俄乌战争冲击影响，制造业扩张幅度有所放缓；服务业PMI55.6，略高于前值55.5，由于疫情防控措施大幅放开，服务业维持较好扩张。

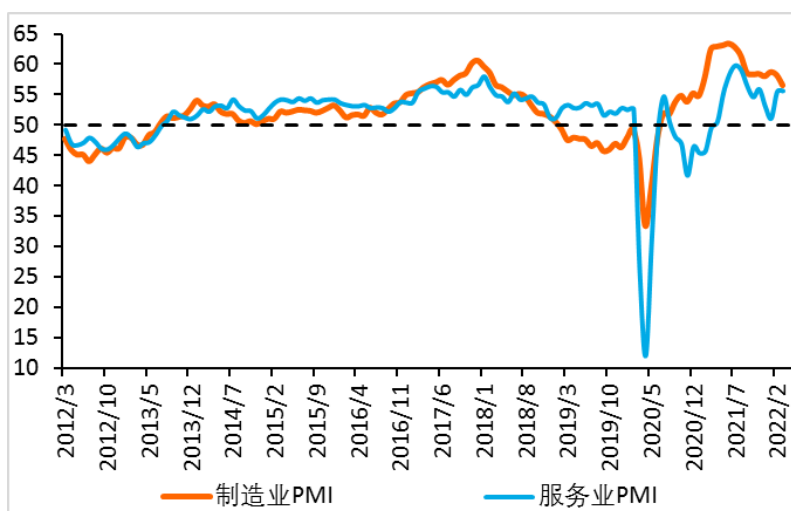


图 31 欧元区制造业和服务业 PMI

资料来源：Wind。

欧元区 2 月零售销售同比 5%，略高于预期增长 4.9%，不及前值 8.4%。受俄乌战争影响，欧元区 3 月商业景气度明显下滑，德国 IFO 商业景气指数 90.8，大不及预期 94.2 和前值 98.9。随着俄乌战争冲击的持续，欧元区经济扩张预计会继续放缓。

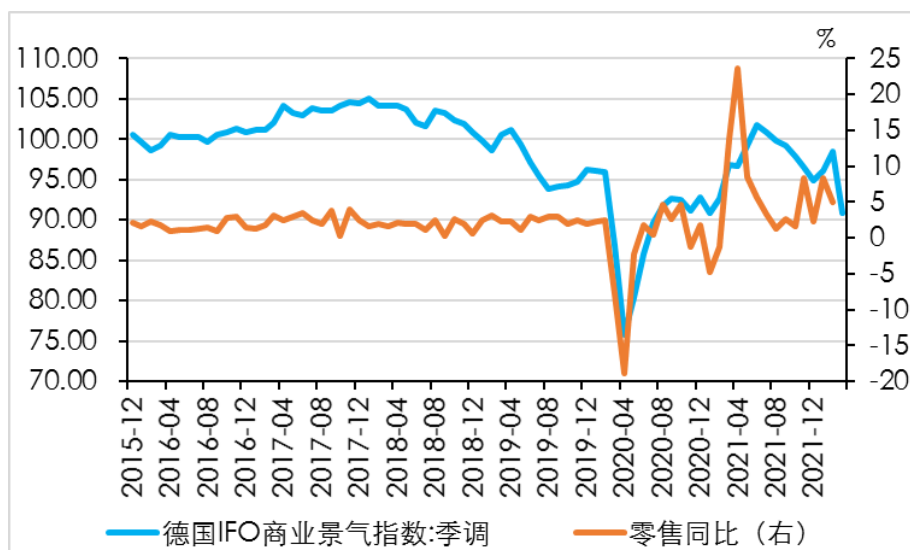


图 32 欧元区零售和商业景气指数

资料来源：Wind。

3 月下旬以来，随着俄乌战争恐慌情绪有所下降，以及欧央行宽松政策的逐步退出，10Y 德债收益率再次大幅上行。至 4 月 13 日，10Y 德债收益率上行至 0.76%。由于 10Y 美债收益率也大幅上行，且上行幅度大于德债，10Y 美德利差走扩至 210BP 附

近，对欧元形成一定打压。短期来看，随着俄乌战争对欧元区经济冲击进一步明显，德债收益率上行可能有所放缓，美德利差可能继续有所走扩，进而对欧元形成一定抑制。

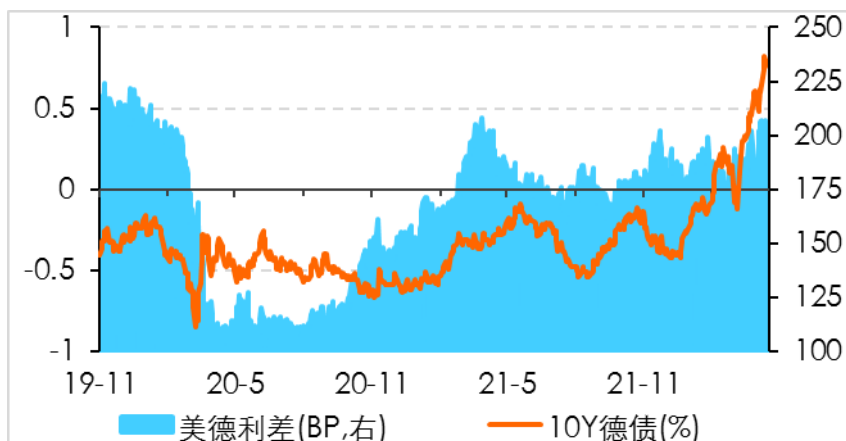


图 33 10 年德债收益率和美德利差走势

资料来源：Wind。

欧元短期支撑偏弱。欧央行政策收紧较缓慢，俄乌战争对欧洲经济的冲击逐步显现，欧元区经济恢复将有所放缓，美德利差趋于走扩，这些都对欧元形成一定拖累。

（二）英镑预计震荡偏弱

3 月下旬以来，英国央行收紧预期放缓，同时美元大幅走升，英镑受抑制而稍有下跌。至 4 月 18 日，英镑兑美元收于 1.3，较上月底下跌 1%。

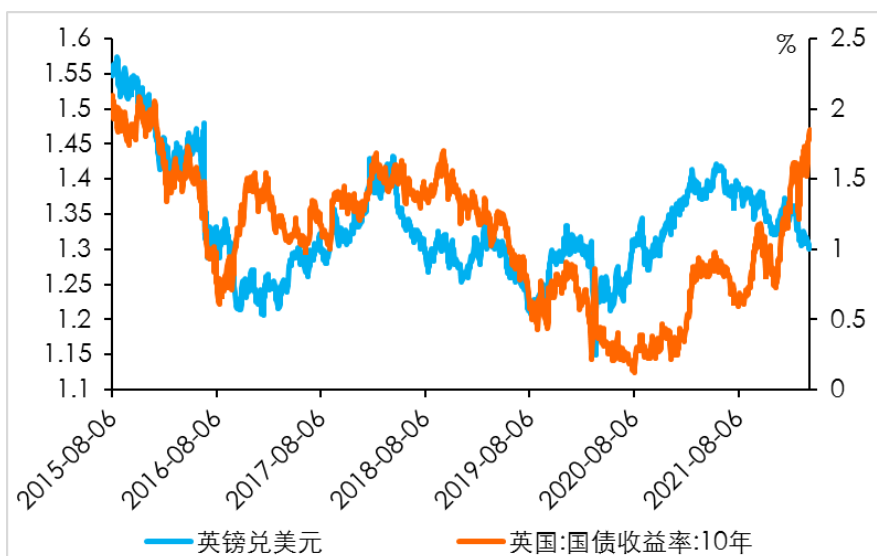


图 34 英镑兑美元和英镑投机净多仓历史分位数

资料来源：Wind。

随着疫情防控措施全面放开，英国经济总体呈现较好扩张，但服务业和制造业扩张程度有所分化，服务业扩张加快而制造业扩张放缓。3月，英国服务业 PMI 达 62.6，高于上月的 60.5，防控措施的全面放开对服务业扩张形成很大推动作用；制造业 PMI 为 55.2，明显低于上月的 58，高通胀和俄乌战争的一定影响开始令英国制造业扩张放缓。由于放开限制后去酒吧餐馆消费增多，英国 2 月零售指数增速 15%，低于前一月的 16.8%。

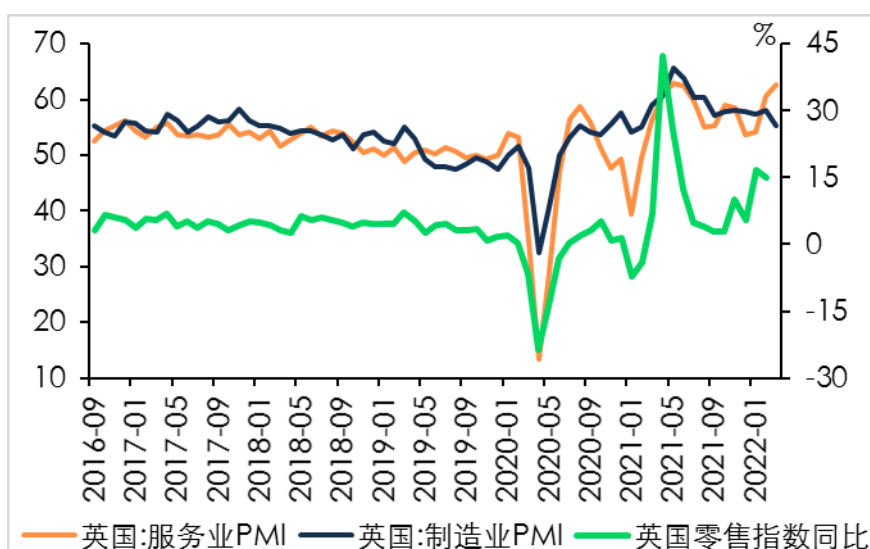


图 35 英国制造业 PMI、服务业 PMI 和零售指数增速

资料来源：Wind。

自 3 月将基准利率加息 25BP 至 0.75% 触发被动缩表后，英国央行资产持有规模出现下降。3 月下旬以来，英国央行资产持有规模维持在 8840 亿英镑附近，预计后续仍会继续收缩。

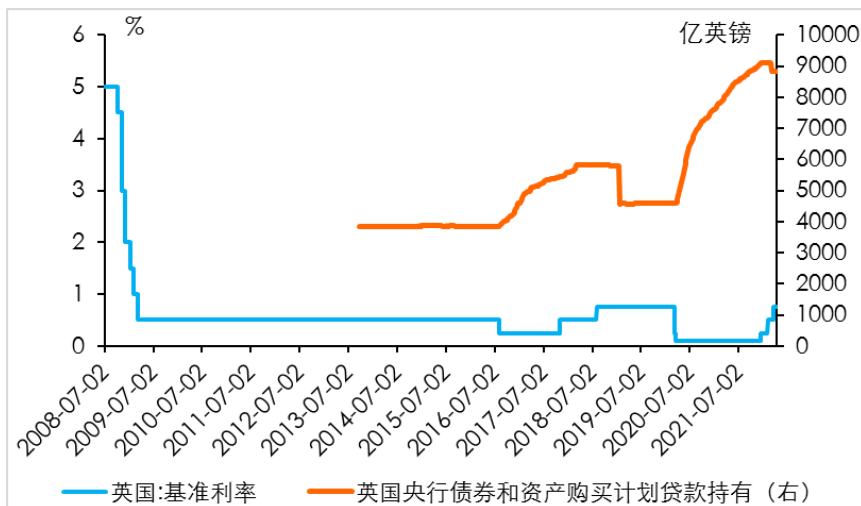


图 36 英国央行基准利率和资产购买

资料来源：Wind。

英镑预计震荡偏弱。服务业的加快扩张和英国央行缩表推进一定程度对英镑形成支撑，同时美联储加快收紧对英镑有一定拖累，英镑短期预计可能呈现震荡偏弱局面。

（三）日元预计有所走贬

3 月下旬以来，日本央行持续对收益率曲线加以控制，大量买入长期日债以压低其收益率，而美联储加快收紧预期高涨，美国国债收益率急速上行，美日利差大幅走升，货币政策措施的背离和美日利差的走扩对日元形成极大冲击，日元持续大跌。至 4 月 18 日，美元兑日元收于 127，较上月底暴跌 4.3%。

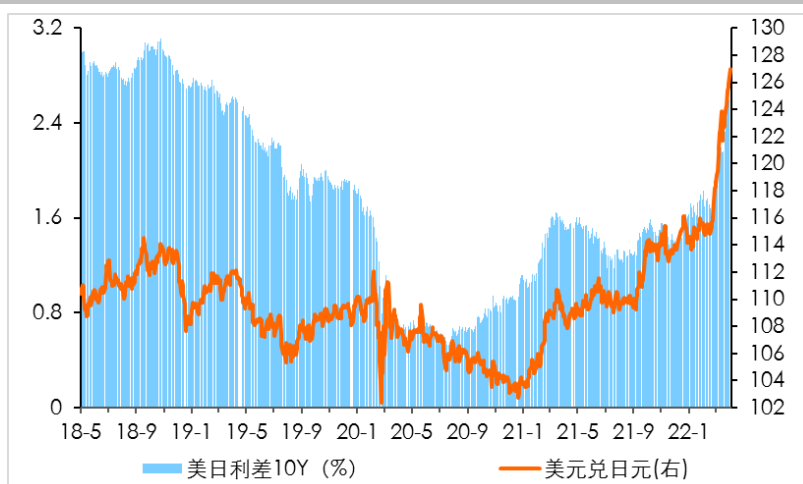


图 37 美日利差和日元走势

资料来源：Wind。

尽管日本不断放开疫情防控措施，但日本民众自我防护意识较强，疫情仍处于流行状态制约了日本经济活力。2月日本零售同比-0.9%，再次收缩。3月，日本服务业PMI49.4，高于上一月44.2，但仍处在收缩区间；4月，日本制造业PMI52.5，低于上月的54.1，制造业扩张有所放缓。随着疫情持续中低水平流行，日本经济预计继续有所承压。

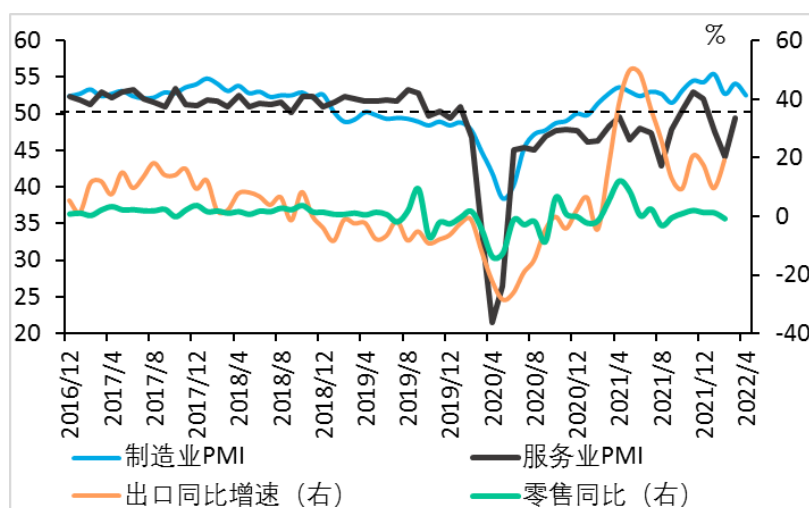


图 38 美日利差和日元走势

资料来源：Wind。

日元短期支撑偏弱。由于日央行维持大幅宽松政策，再次加码购债，加之疫情仍

处于流行状态，美日利差预计继续有所走扩，日元因此支撑偏弱。

六、人民币短期有走贬趋向

3月下旬以来，美元大幅走强，人民币稍有走贬。美联储“鹰派”态度愈发强烈，美债收益率急速上行，中美10年国债利差倒挂，令外资开始加快流出，美元也大幅走强，这令人民币结束之前稳中偏强的态势，有所走贬。4月20日，美元兑人民币显著走贬至6.412，较前一日下跌0.54%，较上月底下跌1.1%。由于出口的韧性和此前大幅顺差外汇结余带来的结汇需求继续释放，缓解了人民币贬值压力，人民币下跌幅度不及美元上涨幅度。

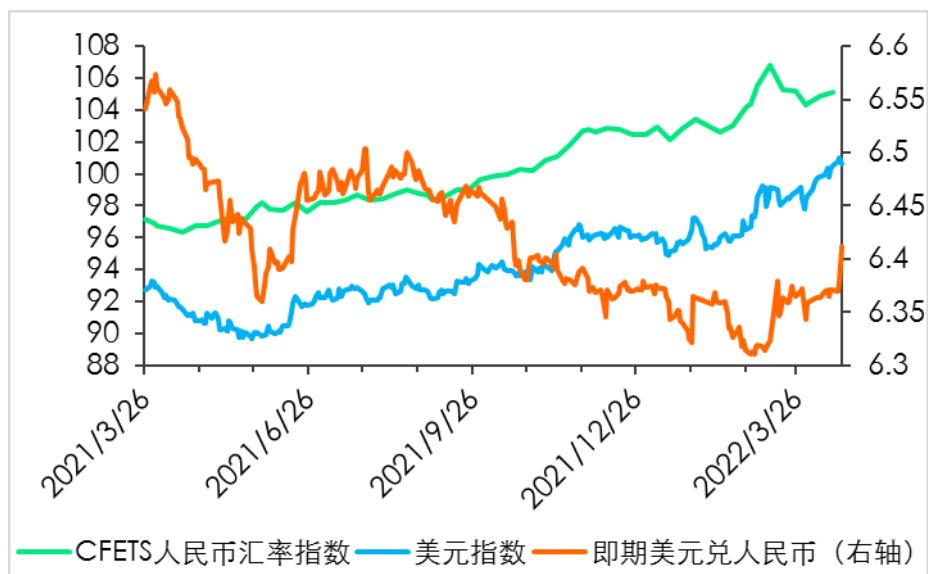


图 39 人民币汇率和美元指数走势

资料来源：Wind。

3月，东南亚疫情较严重，中国替代性出口仍较强，因此在去年同期较高基数基础上，出口增速仍有较好表现，同比增长14.7%。而3月开始，国内局部疫情有所严重化，内需受到明显冲击，因此进口增速大幅下滑，3月进口同比增速大降至-0.1%。出口较好而进口走弱令贸易顺差仍然录得较好水平，3月贸易顺差达473.8亿美元。随着东南亚疫情整体有大幅好转，以及防疫措施逐步解除，中国替代性出口预计有所

下降。国内局部疫情形势仍较严峻，中心城市上海维持全面封锁，苏州也进行了半封锁，部分物流等供应链将受到一定程度阻碍，出口将因此受冲击而有所弱化，贸易顺差可能有所降低，经常项目对人民币的支撑将有所弱化。

为应对极高的通胀压力下，美国开启了对华关税豁免。3月23日，拜登政府确认了549项中的352项关税豁免，豁免期上溯至2021年10月12日，有效期至2022年12月31日。本次豁免产品涉及金额约619亿美元，占美国对华加征关税总金额（2021年为2878亿美元）的约21%，占中国对美总出口总额（2021年为5361亿美元）的约12%。美国对华关税豁免在短期能一定程度提振中国出口，缓解出口下滑的趋势。

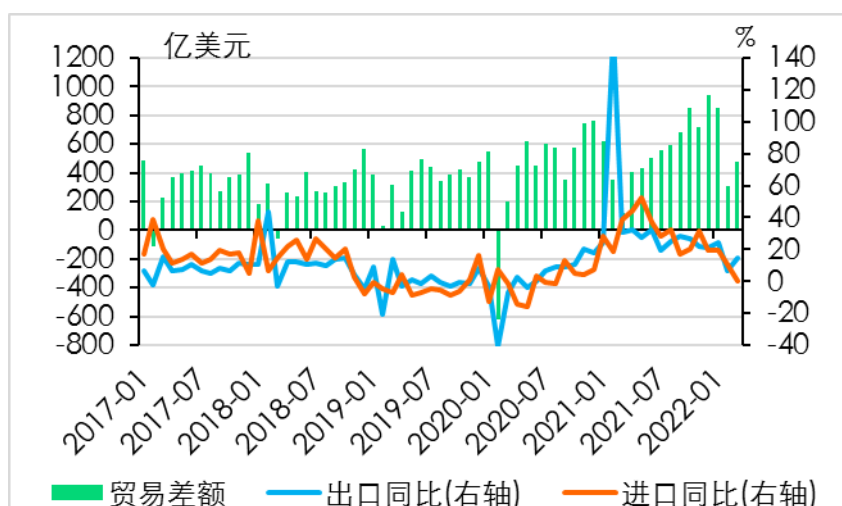


图 40 中国进出口增速和贸易差额

资料来源：Wind。

国内由于局部疫情严重化，以及房地产市场的低迷，经济面临下行压力，央行维持偏宽的政策基调。4月全面降准25BP，并给未跨省经营城商行和农商行额外降准25BP，释放长期资金约5300亿元。央行同时及时开展公开市场操作，加上财政支出加快带动财政资金释放，流动性持续处于稳中偏宽局面。中国10年国债收益率因此持续在2.8%的较低水平附近震荡。而美联储加快收紧预期令美债收益率大幅上行，10年美债收益率上行至4月20日的2.9%附近，已高于中国国债收益率，中美利差出现明显倒挂，外资开始加快流出中国市场。

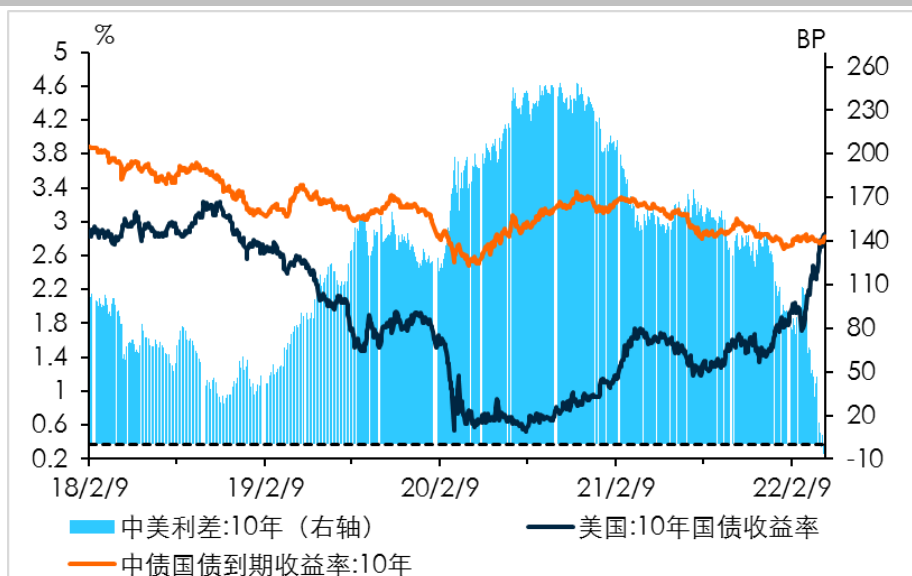


图 41 中美 10 年国债收益率及利差

资料来源：Wind。

3 月下旬以来，股票市场外资恐慌情绪有所平息，沪港通北向资金流动，净流入和净流出交替出现。在高层会议解答市场重要关切后，外资对中国股市的信心有一定恢复。但在中美利差持续倒挂背景下，外资预计短期仍会有一波净流出潮流。

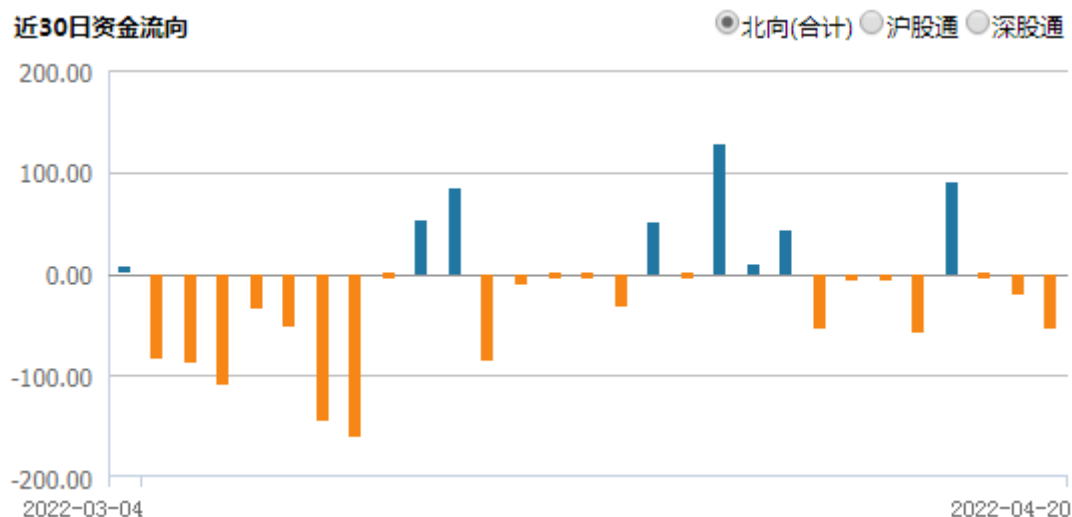


图 42 沪港通北向资金流动状况

资料来源：Wind。

由于债券市场对利率敏感度较强，随着美债收益率大幅上行，外资通过北向通正大幅抛售境内债券。2 月，北向通外资持有量减少 804 亿元，3 月持有量进一步大幅

减少 1125 亿元。由于国内局部疫情冲击，经济面临下行压力，央行政策预计短期继续保持偏宽。随着美联储正式加快收紧货币政策，美债收益率仍可能有所上行，进而推动外资加快抛售境内债券。

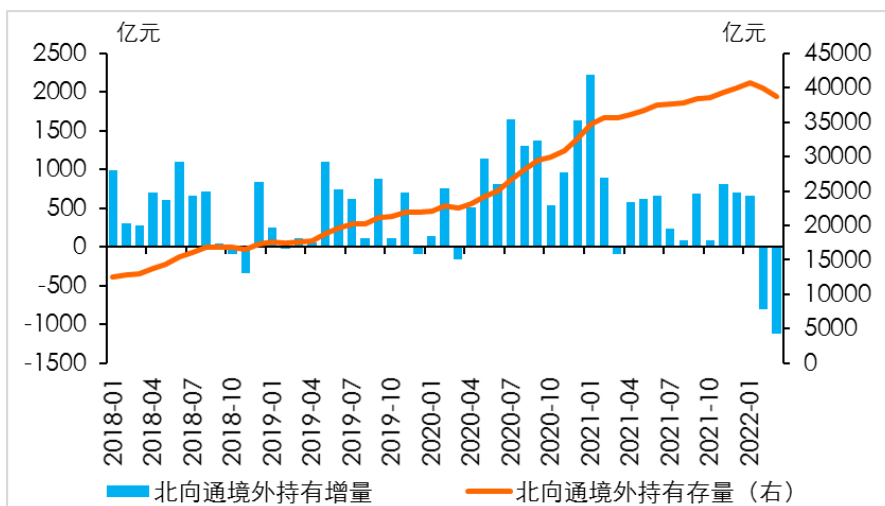


图 43 北向通境外持有增量和存量

资料来源: Wind。

自 4 月 1 日上海全面封控开始，上海疫情状况经历的急速上行阶段，并在 4 月中旬开始呈现下降趋向。管控外感染整体也在 4 月中旬开始下降，预计在 5 月初能实现社会面清零，5 月中旬上海疫情预计基本得到控制。由于“奥密克戎”的超强传染性，局部地区阶段性疫情预计仍会此起彼伏，相应的封控管理预计会较为常见，这会制约后续企业生产和出口状况，降低贸易顺差，进而弱化人民币的支撑力。

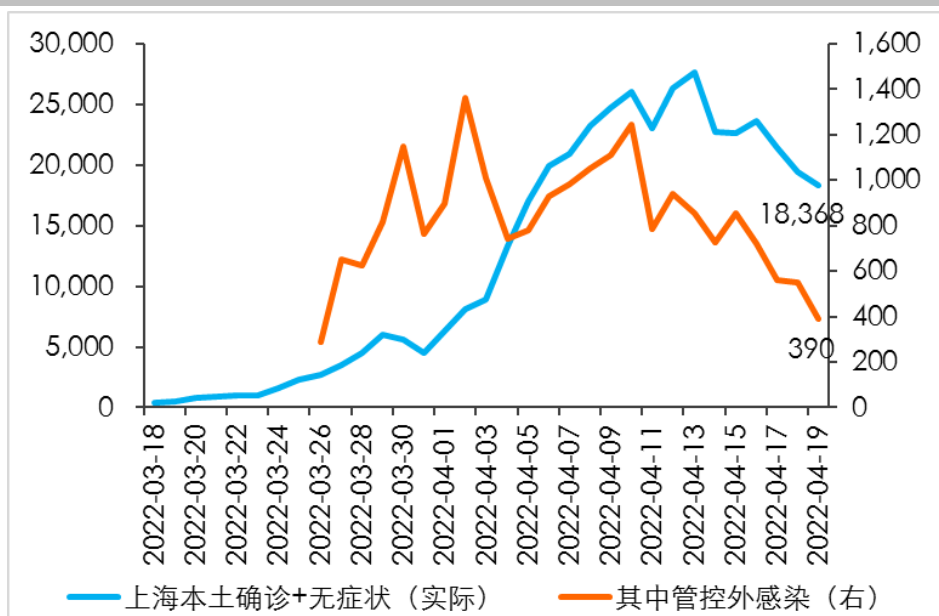


图 44 至 4 月 19 日上海新冠感染状况

资料来源：Wind。

人民币短期面临小幅贬值压力。随着对东南亚替代性出口弱化和疫情对出口的影响，贸易差额对人民币的支撑在弱化，美联储加快收紧货币政策，美债收益率的急速上行，正令外资大幅撤离中国资本市场，资本项目对人民币有一定压力，美元本身的走强也在施压人民币。前期较多贸易顺差积累的结汇需求短期能一定程度缓解人民币贬值压力。综合来看，人民币短期预计小幅走贬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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，我们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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。