

## 人民币贬值，“疑云”背后？

近期，人民币兑美元大幅贬值，市场担忧情绪明显加剧。“急贬”背后的原因是什么，贬值压力是否已有效释放，后市如何演绎？本文分析，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：人民币为何快速贬值？俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂的扰动**
- 4月下旬之后，人民币汇率出现“急贬”。2021年6月以来，人民币兑美元分为3个阶段：1) 2021年6月24日至2022年2月17日，美元、人民币双双走强；2) 2月18日至4月18日，俄乌战争爆发后，美元指数上涨5.2%，人民币兑美元震荡走平；3) 4月19日至今，美元指数上涨3.6%，人民币兑美元贬值6.1%，其中4月单月贬值幅度创2010年以来新高。

**俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂扰动是本轮贬值的主因。** 1) 俄乌冲突扰动下，美元指数的快速上行是本轮贬值的外因。俄乌冲突下的基本面、政策面、避险情绪，均对美元形成支撑，人民币被动积蓄贬值压力。2) 疫情持续蔓延下，市场对中国经济的担忧加剧，是本轮贬值的内因。3) 中美利差倒挂的背景下，资金出现快速跨境外流，进一步加剧了本轮贬值的速度。

- **二问：贬值还有多大空间？短期压力已较大程度释放，恐慌式换汇概率较低**
- 交易层面来看，人民币贬值的短期压力已较大程度释放，中期仍将回归基本面。一方面，离岸与在岸价差、掉期率、远期汇率等指标均显示，人民币贬值压力的释放，短期内已集中显现。另一方面，期权市场上，风险逆转指标、3个月减1个月外汇期权隐含波动率之差，这一类交易指标同样指向，人民币贬值的短期压力已较大程度释放，短期内快速贬值压力将有所缓解。

**当下零售商风险暴露比例更低、外汇资产负债情况更为健康，恐慌式换汇概率较低。** 1) 当下30%的企业使用衍生品对冲了暴露的风险头寸，企业部门恐慌式换汇的情形出现概率更低；2) 2021年以来，居民企业部门的外汇资产负债情况改善，短期内换汇偿债压力相对有限；3) 2019年以来，商业银行对外投资和企业账上未结汇资金快速积累，将对人民币贬值形成缓冲垫。

- **三问：中期可能的演绎？利差倒挂延续、贸易顺差缩窄，阶段性仍有压制**
- 中期来看，货币环境的分化下，中美利差倒挂或将延续甚至继续加大，仍将对人民币汇率形成压制。通胀压力下，美联储不断加快政策正常化进程，5月议息会议上，进一步公布了缩表计划。对缩表预期的消化过程中，美债长端利率或延续上行趋势。而国内的货币环境仍维持相对宽松。货币环境分化下，中美利差的倒挂或将延续甚至继续加大，这将对人民币汇率形成压制。

**外需走弱与出口“替代效应”衰减，或导致中期出现贸易顺差收窄的可能，进而对人民币汇率表现形成一定程度的压制。** 2020年6月至2022年4月中旬，人民币持续强势受益于贸易顺差的有力支撑。近期，从PMI等指标来看，外部需求走弱。叠加我国出口“替代效应”的衰减，出口将受到拖累。中期来看，贸易差额或将进一步收窄，并对人民币汇率形成一定程度压制。

**风险提示：**国内经济超预期下行、美联储货币政策收紧超预期、海外黑天鹅事件冲击

## 内容目录

一、周度专题：人民币贬值，“疑云”背后？	4
1.1、人民币为何快速贬值？俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂的扰动	4
1.2、贬值还有多大空间？短期压力已较大程度释放，恐慌式换汇概率较低	7
1.3、中期可能的演绎？利差倒挂延续、贸易顺差缩窄，阶段性仍有压制	9
二、数据跟踪：美国股市“跌跌不休”，美元指数“升升不息”	12
2.1、权益市场追踪：美股连续 6 周下跌调整，欧洲市场普遍反弹	12
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下行	13
2.3、外汇市场追踪：美元指数继续走强，人民币兑美元延续贬值	14
2.4、大宗商品市场追踪：贵金属、有色金属、黑色金属均现大幅调整	15

## 图表目录

图表 1：美元指数与美元兑人民币汇率	4
图表 2：近期，人民币汇率指数快速走低	4
图表 3：近期，人民币贬值速度为 2010 年以来最快	4
图表 4：俄乌冲突后，美欧经济由收敛再度转向分化	5
图表 5：欧元兑美元快速贬值，美元指数走强	5
图表 6：2022 年以来，中美疫情形势分化	5
图表 7：供应链扰动下新出口订单下滑	5
图表 8：上海市整车物流货运流量在疫情扰动中下滑	6
图表 9：近期，出口增速显著放缓	6
图表 10：3 月以来，2Y 与 10Y 中美利差相继倒挂	6
图表 11：人民币汇率与上证指数走势	6
图表 12：中美利差倒挂下，资金外流加剧了此次贬值	7
图表 13：近期，结汇率低于售汇率	7
图表 14：离岸与在岸价差已经收窄	7
图表 15：从掉期率来看，当前掉期率已回落至低位	7
图表 16：1 年期 NDF 的贬值预期得到了一定消化	8
图表 17：离岸人民币 12 个月远期中贬值预期边际走弱	8
图表 18：风险逆转因子已由高位走低	8
图表 19：期权市场显示，短期汇率波动较大	8
图表 20：当下，外汇市场零售商风险暴露比例更低	9
图表 21：本轮中外债偿还压力也相对较低	9
图表 22：2019 年以来，大量外汇在民间累积	9
图表 23：企业居民未结汇资金有望形成支撑	9

图表 24: 未来几个月, 美联储的缩表节奏.....	10
图表 25: 中美利差倒挂或将延续.....	10
图表 26: 银行代客结汇顺差带动人民币升值.....	10
图表 27: 前期贸易顺差对人民币汇率有显著支撑.....	10
图表 28: 滞胀风险上升, 海外需求正逐步走弱.....	11
图表 29: 4月, 韩国出口同比增速显著下降.....	11
图表 30: 进口价格指数或仍将维持相对高位.....	11
图表 31: 4月底, 外贸集装箱吞吐量增速已开始回升.....	11
图表 32: 本周, 发达国家股指多数下跌.....	12
图表 33: 本周, 新兴市场股指涨跌互现.....	12
图表 34: 本周, 美股行业普遍下跌.....	12
图表 35: 本周, 欧元区行业涨跌互现.....	12
图表 36: 本周, 恒生指数涨跌互现.....	13
图表 37: 本周, 恒生行业涨跌互现.....	13
图表 38: 主要发达国家 10 年期国债收益率多数下行.....	13
图表 39: 本周, 美英德 10 年期国债利率均下行.....	13
图表 40: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行.....	14
图表 41: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行.....	14
图表 42: 本周, 美元指数继续走强.....	14
图表 43: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值, 日元升值.....	14
图表 44: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	14
图表 45: 本周, 土耳其里拉兑美元大幅贬值.....	14
图表 46: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍升值.....	15
图表 47: 本周, 美元兑人民币继续升值.....	15
图表 48: 本周, 大宗商品价格多数下跌.....	15
图表 49: 本周, WTI 原油价格上涨, 布伦特原油下跌.....	16
图表 50: 本周, 焦煤、动力煤价格下跌.....	16
图表 51: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	16
图表 52: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落.....	16
图表 53: 本周, 黄金和白银价格均下跌.....	16
图表 54: 本周, 黄金价格下跌, 美债实际收益率回落.....	16

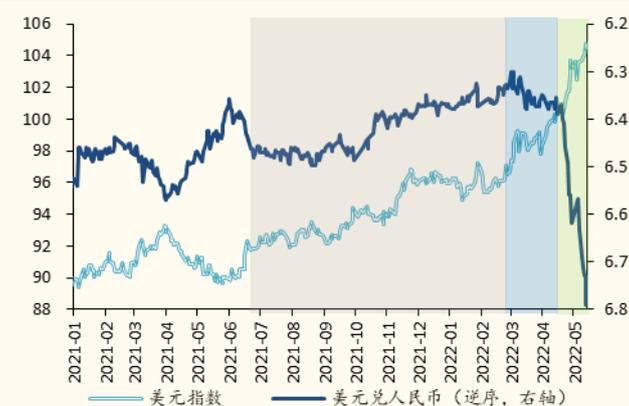
## 一、周度专题：人民币贬值，“疑云”背后？

近期，人民币兑美元大幅贬值，市场担忧情绪明显加剧。“急贬”背后的原因是什么，贬值压力是否已有效释放，后市如何演绎？本文分析，供参考。

### 1.1、人民币为何快速贬值？俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂的扰动

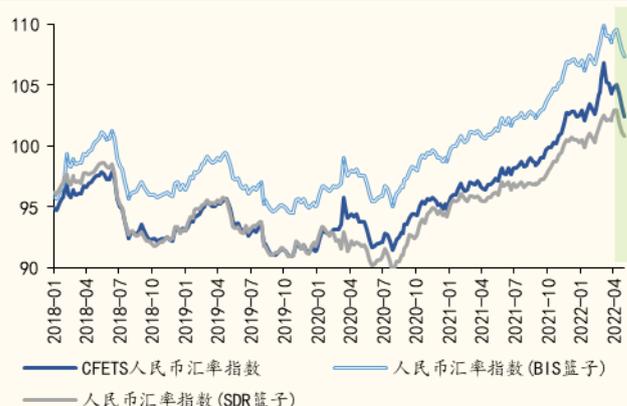
4月下旬以来，在俄乌冲突与新冠疫情的接连扰动下，人民币汇率出现“急贬”。2021年6月以来，人民币兑美元汇率走势可以分为3个阶段。1) 2021年6月24日至2022年2月17日，这一期间，美元走强，人民币兑美元更强<sup>1</sup>，美元指数升值4.4%，人民币兑美元升值2.4%；2) 2月18日至4月18日，俄乌战争爆发后，美元指数快速上行，期间上涨5.2%，而人民币兑美元震荡走平，期间兑一篮子货币仍有2%的升值；3) 4月19日至今，美元指数上涨3.6%，人民币兑美元贬值6.1%。其中4月单月贬值幅度创2010年以来新高。

图表 1：美元指数与美元兑人民币汇率



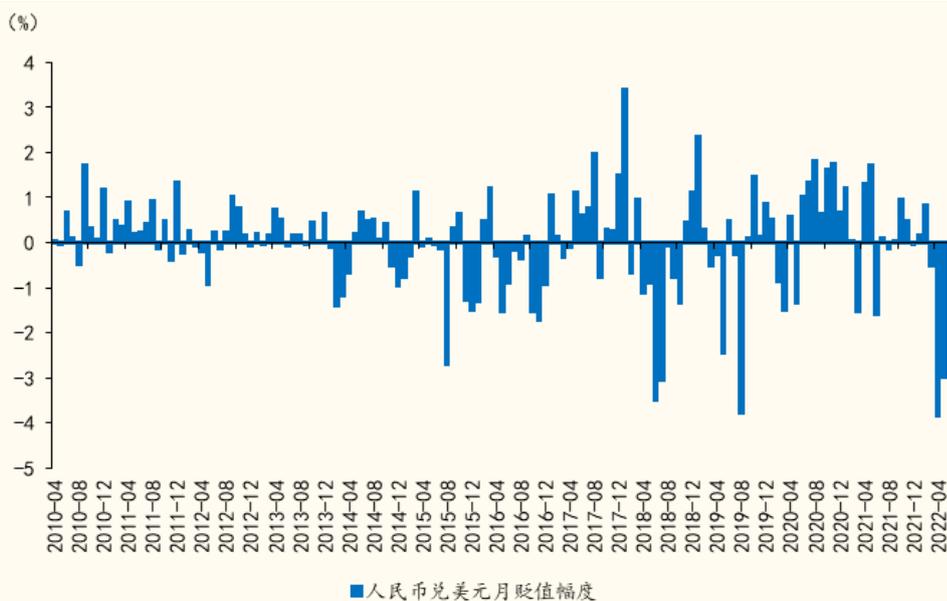
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：近期，人民币汇率指数快速走低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：近期，人民币贬值速度为 2010 年以来最快



来源：Wind，国金证券研究所

<sup>1</sup> 关于美元走强，人民币更强的分析，详情参阅报告《美元加息，人民币汇率会怎样？》。

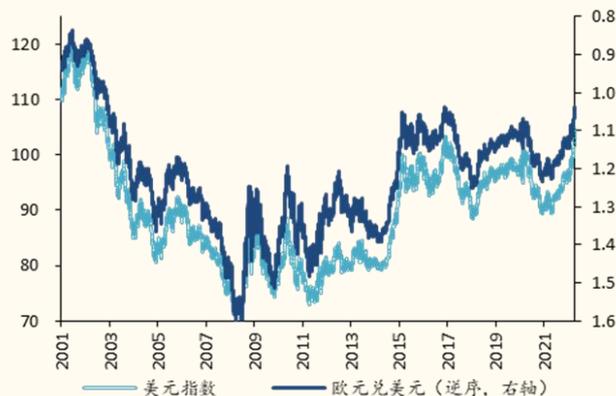
第二阶段中，俄乌冲突扰动下，美元指数的快速上行是本轮人民币贬值的外因。俄乌冲突下的基本面、政策面、避险情绪，均对美元形成支撑，人民币被动积蓄贬值压力。1) 基本面，由于能源结构的不同，俄乌冲突中飙升的油气价格，显著加剧了欧元区滞胀风险，对美国经济的冲击则相对有限，美欧经济由收敛再度转向了分化。2) 俄乌冲突发生后，全球避险情绪升温，资金向美国回流，支撑了美元的强势。3) 政策面，俄乌冲突对美欧经济的非对称性影响，导致欧央行货币政策正常化节奏慢于美国，货币政策分化，对美元形成进一步支撑。<sup>2</sup>

图表 4：俄乌冲突后，美欧经济由收敛再度转向分化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

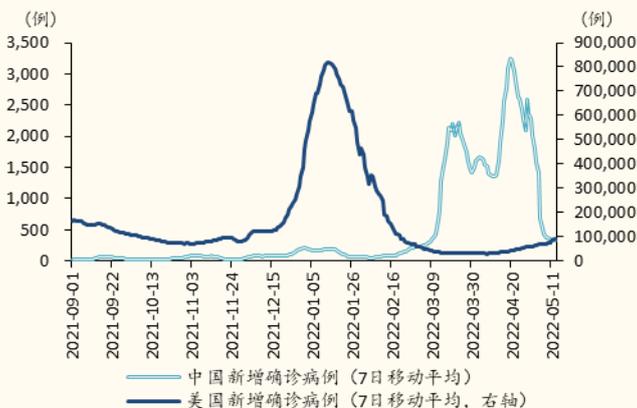
图表 5：欧元兑美元快速贬值，美元指数走强



来源：Wind，国金证券研究所

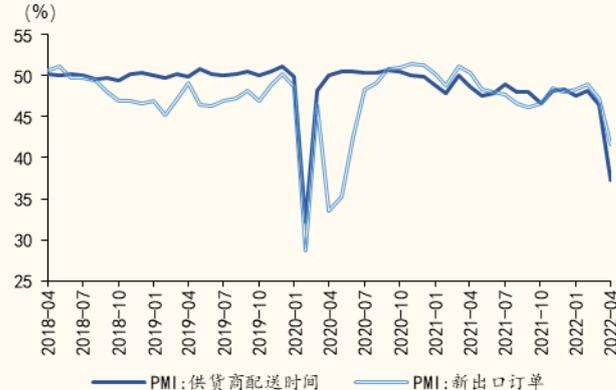
第三阶段中，疫情持续蔓延下，市场对中国经济的担忧加剧，是本轮贬值的内因。3 月以来，中美疫情形势分化，国内疫情持续蔓延，而美国疫情则边际缓和。疫情对基本面产生显著扰动，从出口看，3 月 9 日以来，上海市整车物流货运量急剧萎缩。供应链扰动下，PMI 新出口订单下滑至 4 月的 41.6，出口增速也回落至 3.9%。4 月 18 日，央行印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，提出促进外贸出口发展，引发市场对央行贬值容忍度提升的猜测，叠加 IMF 对中国 2022 年经济增速下修引发的担忧，人民币快速贬值。

图表 6：2022 年以来，中美疫情形势分化



来源：Wind，国金证券研究所

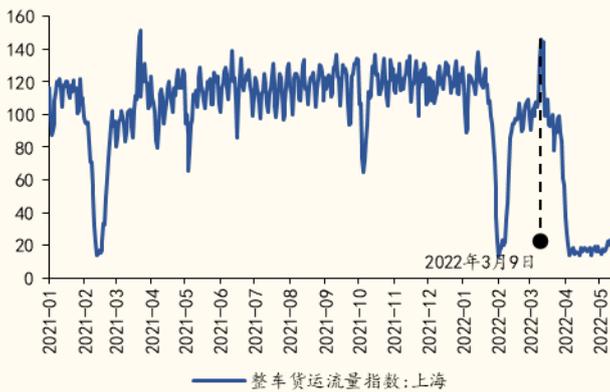
图表 7：供应链扰动下新出口订单下滑



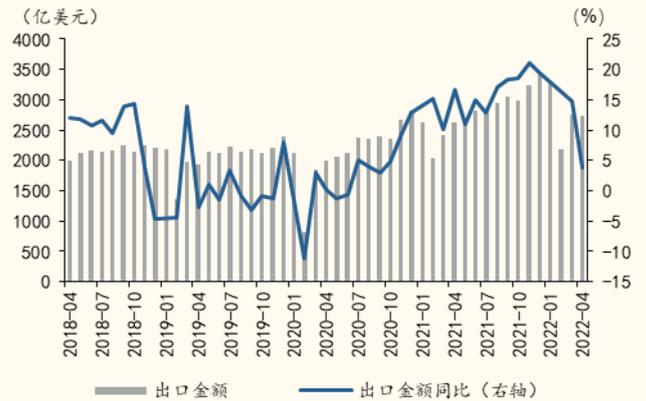
来源：Wind，国金证券研究所

<sup>2</sup> 关于美元指数走强的分析，详情参阅报告《强势美元的背后？》。

图表 8: 上海市整车物流货运流量在疫情扰动中下滑



图表 9: 近期, 出口增速显著放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

中美利差倒挂的背景下, 资金出现快速跨境外流, 并与贬值预期形成负反馈, 这进一步加剧了本轮贬值的速度。从资本项目看, 3月28日和4月11日, 2年期与10年期中美利差相继开始倒挂, 债券市场外资快速流出; 同时, 人民币汇率与上证指数共振下行, 资产价格与贬值预期的负反馈效应也导致了北上资金的流出, 3月以来, 北上资金累计净流出485亿美元。<sup>3</sup>另一方面, 贬值预期的形成对企业居民结售汇意愿产生扰动, 贬值担忧之下, 企业结汇意愿走低, 售汇意愿加强, 结售汇率一度走低至-7.8%, 加速了即期市场上外汇的流出。

图表 10: 3月以来, 2Y与10Y中美利差相继倒挂



图表 11: 人民币汇率与上证指数走势

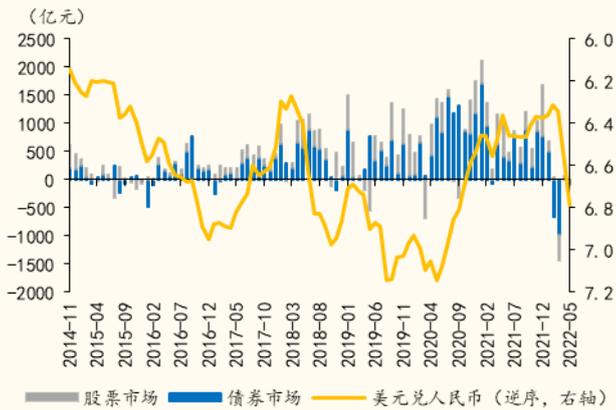


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

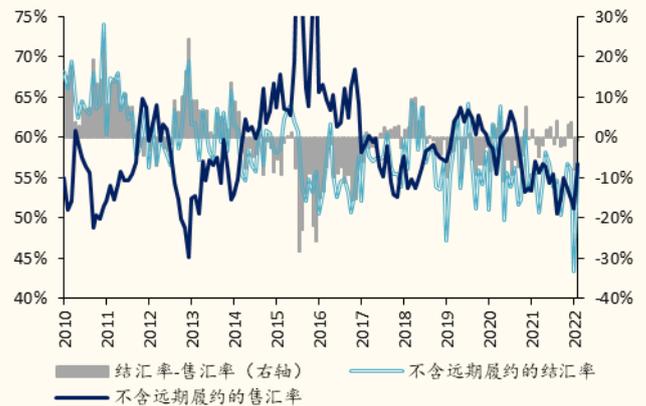
<sup>3</sup> 关于中美利差倒挂与资金外流的讨论, 详情参阅《中美利差倒挂, 人民币贬值压力上升?》。

图表 12: 中美利差倒挂下, 资金外流加剧了此次贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 近期, 结汇率低于售汇率

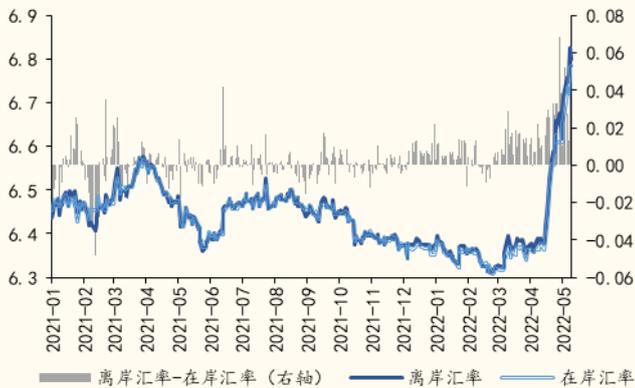


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.2、贬值还有多大空间？短期压力已较大程度释放，恐慌式换汇概率较低

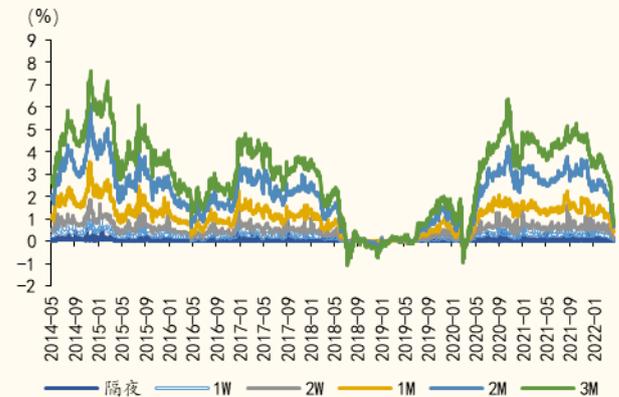
离岸、远期等市场预期显示，短期贬值压力已较大程度得到释放。1) 从离岸与在岸价差来看，5月2日，离岸、在岸价差一度高达685bp，在岸汇率受到离岸市场的显著拉动，而当前该差额仅剩135bp；2) 从掉期率来看，3个月美元兑人民币掉期率较3月7日阶段性高位明显回落，市场对远期汇率有一定消化；3) 从远期汇率隐含的贬值预期来看，无论是1年期NDF还是12个月远期汇率，其隐含的1年期贬值预期均较5月3日明显回落，分别下行1555、685bp，这同样指向，人民币贬值压力的释放，短期内已集中显现。

图表 14: 离岸与在岸价差已经收窄



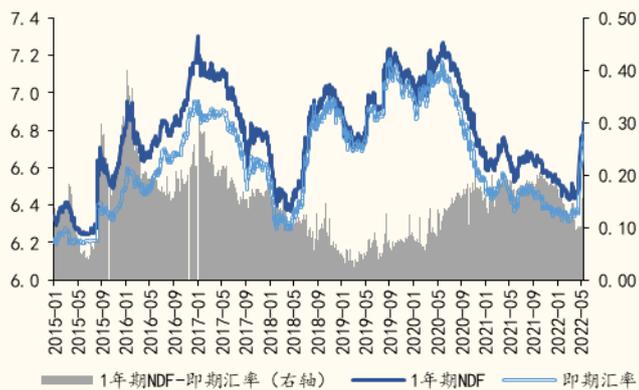
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 从掉期率来看, 当前掉期率已回落至低位



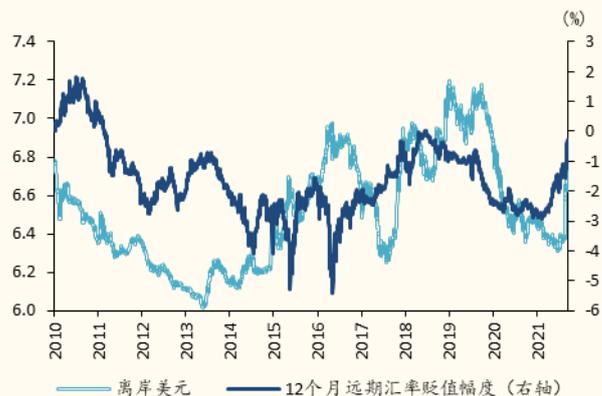
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 1 年期 NDF 的贬值预期得到了一定消化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

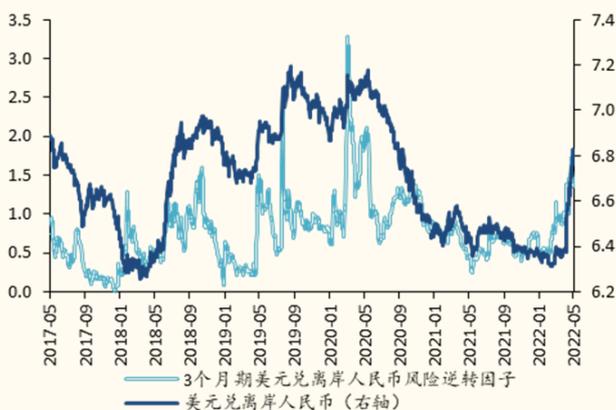
图表 17: 离岸人民币 12 个月远期中贬值预期边际走弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

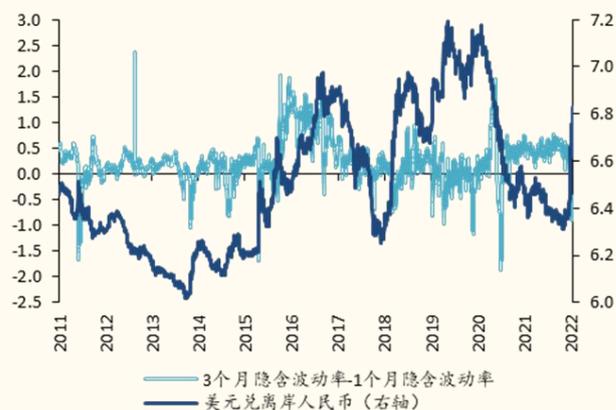
期权市场的交易指标同样指向，人民币贬值压力的释放，在短期内已有集中显现。25Delta 风险逆转指标为买入看跌期权和卖出看涨期权之间隐含波动率的差额。该读数大于 0 时，表示市场看跌人民币兑美元汇率，反之亦然。历史上，风险逆转因子的高位回落往往意味着短期内快速贬值压力的边际缓解。另一方面，3 个月与 1 个月美元兑人民币外汇期权隐含波动率之差刻画了短期汇率相较中期的波动性。该指标快速回落，反映贬值压力在短期内已有较大程度释放。

图表 18: 风险逆转因子已由高位走低



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 期权市场显示，短期汇率波动较大



来源: Wind, 国金证券研究所

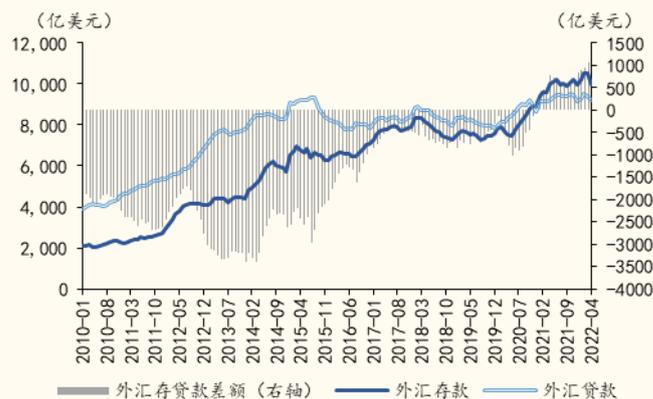
当下零售商风险暴露比例更低、外汇资产负债情况更为健康，恐慌式换汇概率较低。1) 当下 30%的企业使用外汇衍生品对冲了暴露的风险头寸，该比例的大幅提升意味着企业部门恐慌式换汇的情形出现概率更低；2) 2021 年以来，我国金融机构的外汇存款余额已高于外汇贷款余额，居民企业部门的资产负债情况显著改善，短期内换汇偿债的压力相对有限；3) 2019 年以来，随着央行干预的减少，商业银行的对外投资和企业账上的未结汇资金快速积累，2010 年来累计未结汇资金规模已达 4840 亿美元，将对人民币贬值形成缓冲垫。

图表 20: 当下, 外汇市场零售商风险暴露比例更低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 21: 本轮中外债偿还压力也相对较低



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 2019 年以来, 大量外汇在民间累积



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 企业居民未结汇资金有望形成支撑



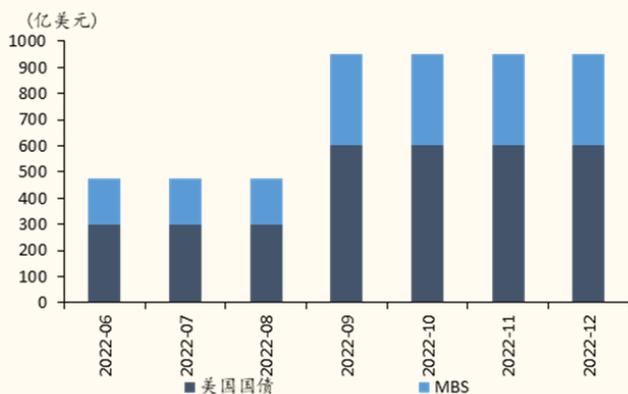
来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3、中期可能的演绎? 利差倒挂延续、贸易顺差缩窄, 阶段性仍有压制

中期来看, 货币环境的分化下, 中美利差倒挂或将延续甚至继续加大, 仍将对人民币汇率形成压制。通胀压力下, 美联储不断加快政策正常化进程。5 月议息会议上, 美联储公布了缩表计划。根据计划, 美联储将于 6 月启动缩表, 初步目标定为每月 475 亿美元, 预计在 1 个季度后达到每月 950 亿美元的缩减上限。对缩表预期的消化过程中, 美债长端利率或延续上行趋势。<sup>4</sup>而国内经济“稳字当头”, 货币环境仍维持相对宽松。货币环境的分化下, 中美利差的倒挂或将延续, 甚至可能继续加大, 这将对人民币兑美元汇率持续形成压制。

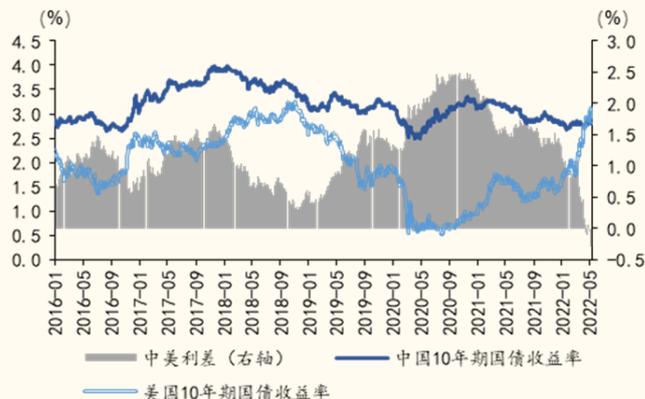
<sup>4</sup> 关于美联储缩表与美债收益率的讨论, 详情参阅《美联储缩表, 这轮有何不同?》

图表 24: 未来几个月, 美联储的缩表节奏



来源: Fed, 国金证券研究所

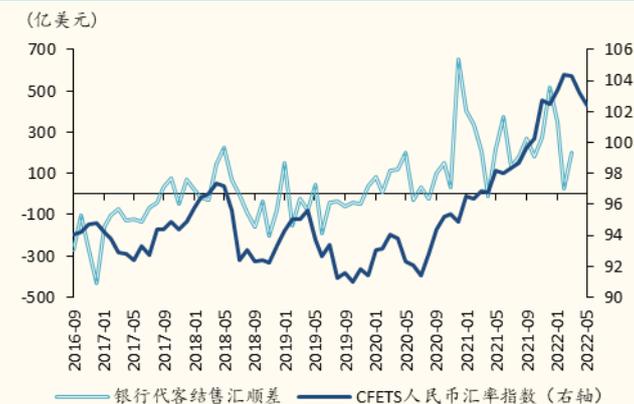
图表 25: 中美利差倒挂或将延续



来源: Wind, 国金证券研究所

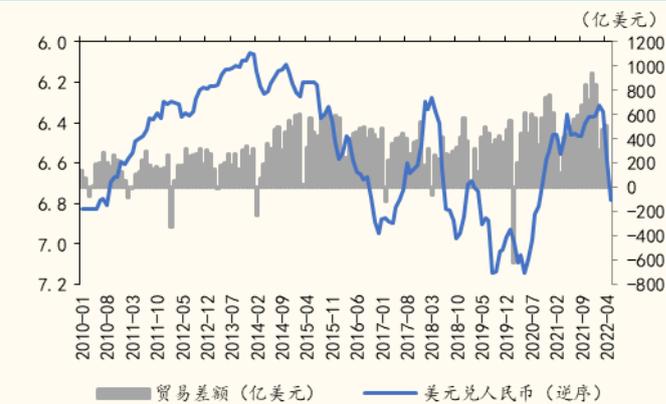
2020年6月至2022年4月中旬, 人民币持续强势受益于贸易顺差的有力支撑。疫情期间, 中国较全球的生产恢复速度较快, 出口的“替代”效应和产业链的竞争优势, 带动中国出口持续超预期。强劲出口的拉动下, 2021年12月单月贸易顺差一度达942.7亿美元, 创历史新高。贸易顺差的推动下, 外贸企业结汇需求不断释放, 银行代客结汇顺差持续居于高位, 支撑了人民币的强势表现。

图表 26: 银行代客结汇顺差带动人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

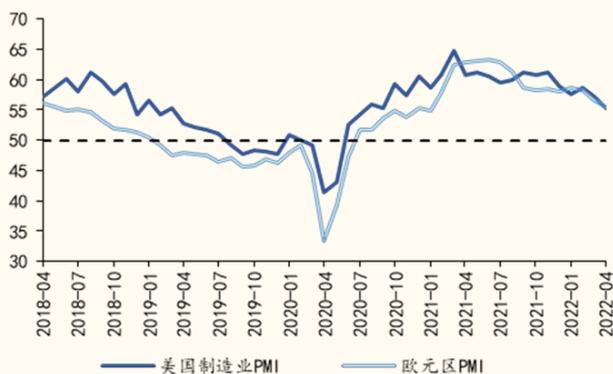
图表 27: 前期贸易顺差对人民币汇率有显著支撑



来源: Wind, 国金证券研究所

外需走弱与出口“替代效应”衰减, 或导致中期出现贸易顺差收窄的可能, 进而对人民币汇率表现形成一定程度的压制。出口方面, 4月美欧PMI较2月分别回落3.2和2.7, 中国出口供给受限情形下, 未受疫情扰动的韩国出口同比增速仍然下行, 进一步反映了全球需求的放缓。同时, 随着海外疫情的缓和, 我国出口“替代效应”也将边际减弱。进口方面, 从外贸集装箱吞吐量数据来看, 国内供应链已开始修复, 需求拉动叠加大宗商品价格维持高位, 进口增速或将回升。中期来看, 贸易差额或将进一步收窄, 并进而对人民币汇率形成一定压制。

图表 28: 滞胀风险上升, 海外需求正逐步走弱



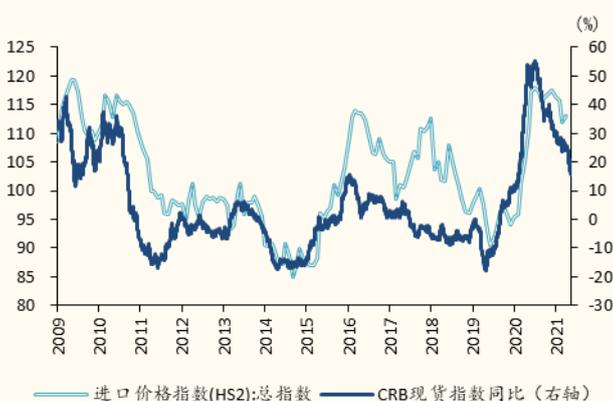
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 4月, 韩国出口同比增速显著下降



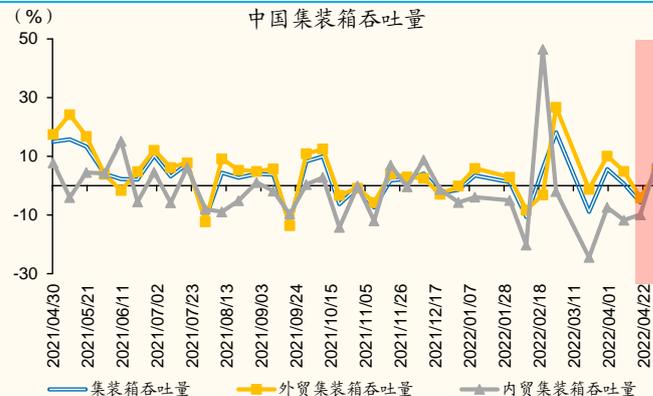
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 进口价格指数或仍将维持相对高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 4月底, 外贸集装箱吞吐量增速已开始回升



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1) 4月下旬以来, 人民币汇率出现“急贬”, 俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂扰动是贬值的主因。1) 俄乌扰动下, 美元指数的快速上行是本轮贬值的外因。2) 疫情持续蔓延下, 市场对中国经济担忧加剧, 是本轮贬值的内因。3) 中美利差倒挂背景下, 资金快速外流, 加剧了本轮贬值的速度。
- 2) 从交易层面看, 短期压力已较大程度释放, 未来恐慌式换汇概率较低。1) 离岸、远期等指标显示, 短期贬值压力已较大程度得到释放; 2) 期权市场的交易指标同样指向, 人民币贬值压力的释放, 在短期内已有集中显现; 3) 当下零售商风险暴露比例更低、外汇资产负债情况更为健康, 恐慌式换汇概率较低。4) 未结汇资金快速累积, 对人民币汇率贬值形成缓冲垫。
- 3) 人民币汇率中期仍将回归基本面, 而从基本面来看, 中美利差倒挂延续、贸易顺差持续收窄, 仍可能对人民币汇率表现形成一定压制。一方面, 美联储加快政策正常化、国内货币环境相对宽松的背景下, 缩表开启后, 利差倒挂或将延续。另一方面, 外需走弱与出口“替代效应”衰减, 导致中期存在贸易顺差收窄的可能, 也会对人民币汇率表现形成一定程度的压制。

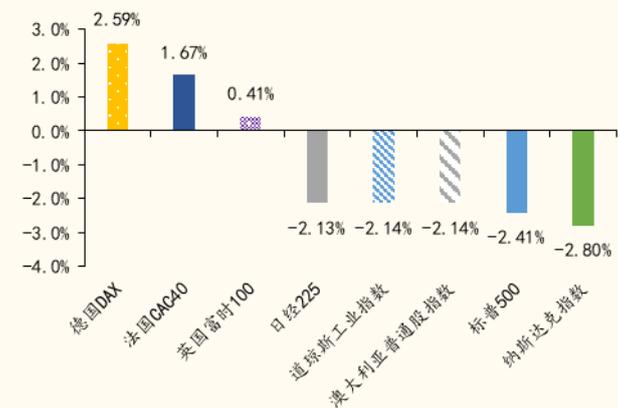
## 二、数据跟踪：美国股市“跌跌不休”，美元指数“升升不息”

### 2.1、权益市场追踪：美股连续6周下跌调整，欧洲市场普遍反弹

**发达国家股指多数下跌。**纳斯达克指数、标普500、澳大利亚普通股指数、道琼斯工业指数和日经225分别下跌2.80%、2.41%、2.14%、2.14%和2.13%；德国DAX、法国CAC40和英国富时100分别上涨2.59%、1.67%和0.41%。

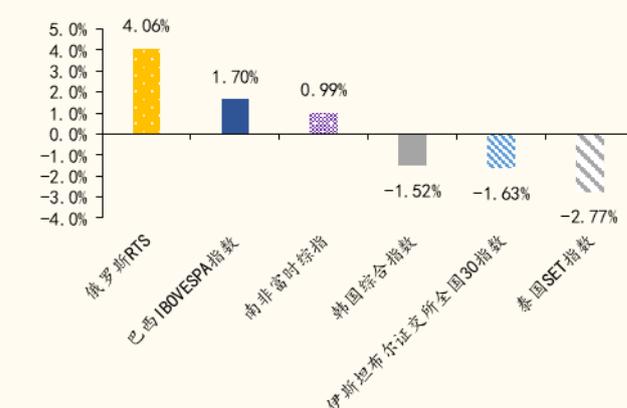
**新兴市场股指涨跌互现。**俄罗斯RTS、巴西IBOVESPA指数和南非富时综指分别上涨4.06%、1.70%和0.99%；泰国SET指数、伊斯坦布尔证交所全国30指数和韩国综合指数分别下跌2.77%、1.63%和1.52%。

图表 32：本周，发达国家股指多数下跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：本周，新兴市场股指涨跌互现

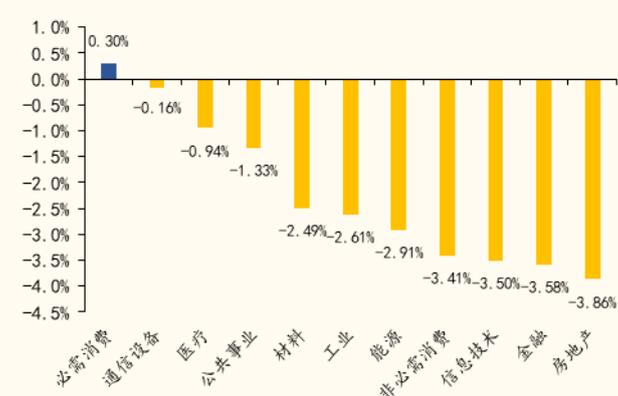


来源：Wind，国金证券研究所

**美股行业普遍下跌。**其中房地产、金融、信息技术和非必需消费领跌，分别下跌3.86%、3.58%、3.50%和3.41%；仅必需消费上涨0.30%。

**欧元区行业涨跌互现。**其中金融、非必需消费和必需消费领涨，分别上涨2.49%、1.79%和1.45%；医疗保健、能源和材料领跌，分别下跌1.87%、0.80%和0.63%。

图表 34：本周，美股行业普遍下跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：本周，欧元区行业涨跌互现



来源：Wind，国金证券研究所

**香港市场涨跌互现，**恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌0.52%和0.04%，恒生科技微涨0.07%。行业方面，恒生行业涨跌互现，医疗保健业、必需性消

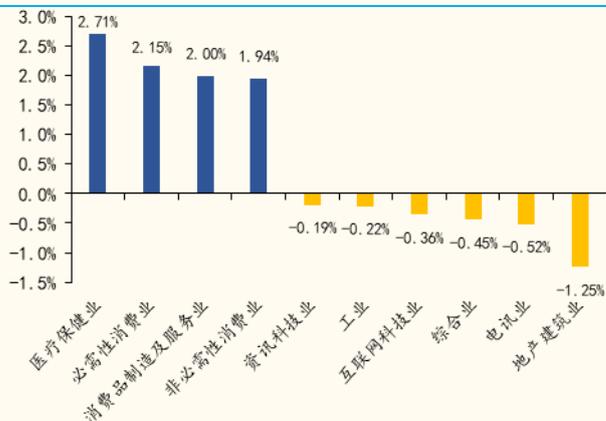
费业和消费品制造及服务业领涨，分别上涨 2.71%、2.15%和 2.00%；地产建筑业、电讯业和综合业领跌，分别下跌 1.25%、0.52%和 0.45%。

图表 36: 本周，恒生指数涨跌互现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 本周，恒生行业涨跌互现

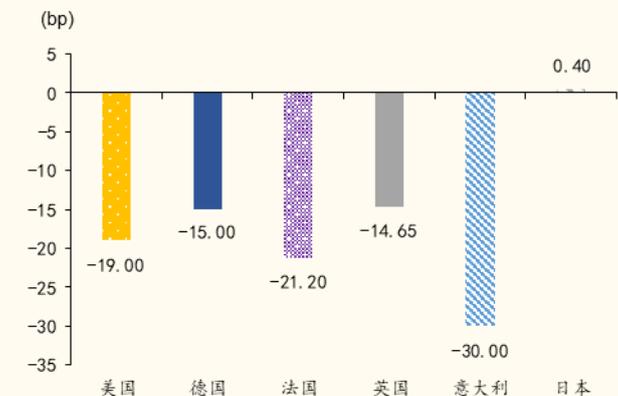


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下行

发达国家 10 年期债券收益率多数下行。美国 10 年期国债收益率下行 19bp 至 2.93%，英国和德国 10 年期国债收益率分别下行 15bp 和 15bp 至 1.86% 和 0.88%。法国、意大利 10 年期国债收益率分别下行 21bp、30bp；日本 10 年期国债收益率上行 0.4bp。

图表 38: 主要发达国家 10 年期国债收益率多数下行



来源: Wind, 国金证券研究所

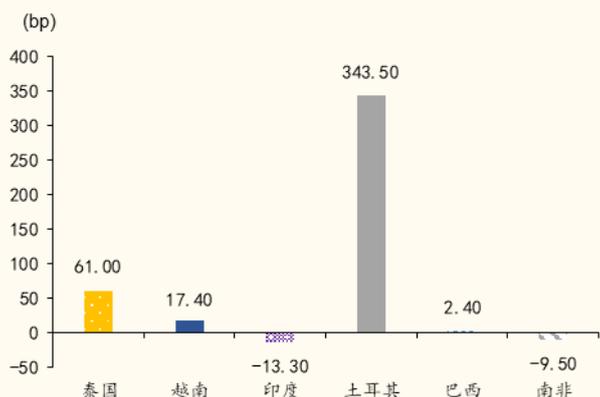
图表 39: 本周，美英德 10 年期国债利率均下行



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 10 年期国债收益率上行 344bp 至 25.17%，巴西 10 年期国债收益率上行 2bp 至 12.70%。泰国、越南 10 年期国债收益率分别上行 61bp、17bp；印度和南非 10 年期国债收益率分别下行 13bp 和 10bp。

图表 40: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行

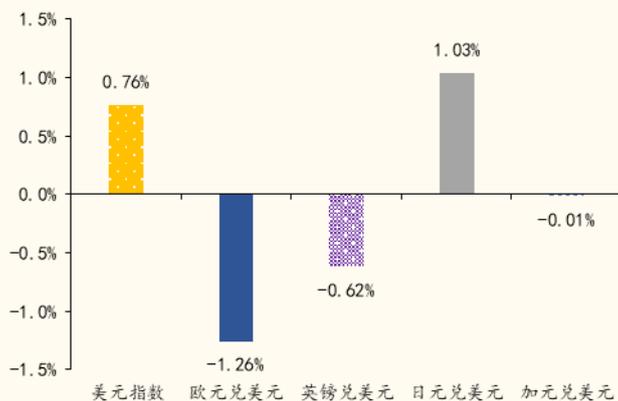


来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3. 外汇市场追踪: 美元指数继续走强, 人民币兑美元延续贬值

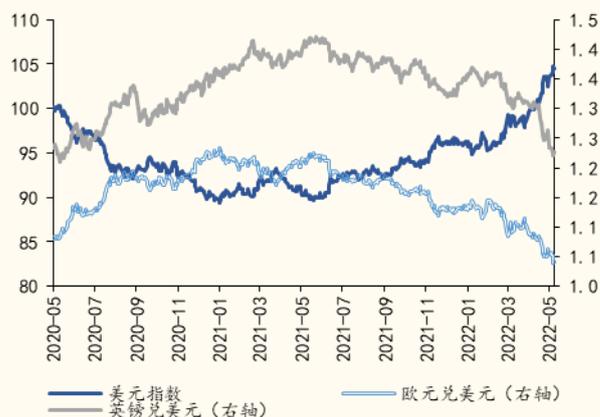
美元指数继续走强。欧元和英镑兑美元分别贬值 1.26% 和 0.62%，日元兑美元升值 1.03%。土耳其里拉、印尼卢比和韩元兑美元分别贬值 3.42%、1.07% 和 0.67%；雷亚尔和菲律宾比索兑美元分别升值 0.45% 和 0.09%。

图表 42: 本周, 美元指数继续走强



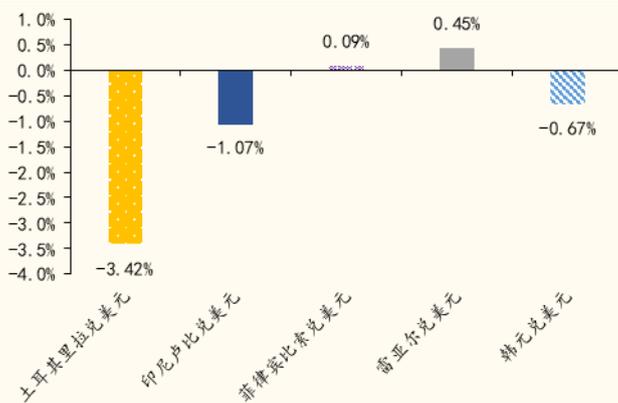
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值, 日元升值



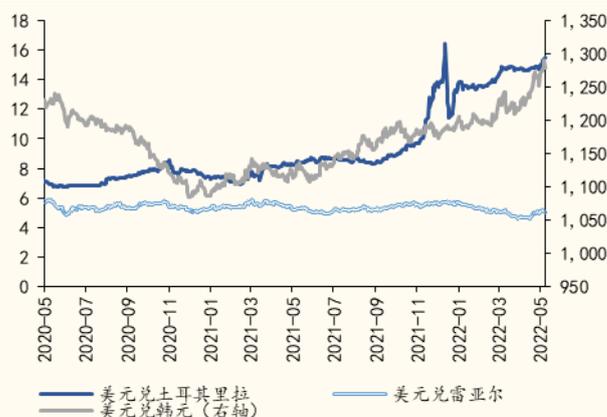
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

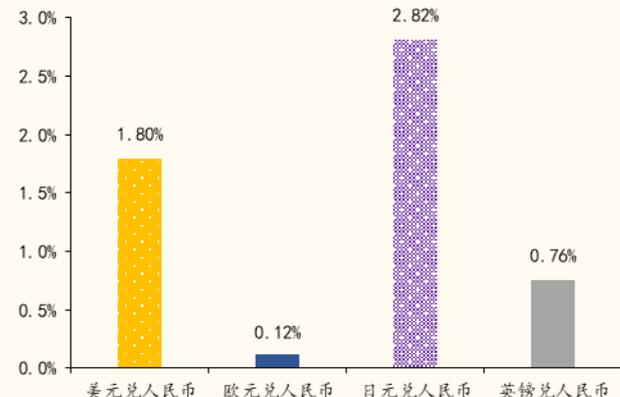
图表 45: 本周, 土耳其里拉兑美元大幅贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元汇率继续贬值。美元、欧元、日元和英镑兑人民币分别升值 1.80%、0.12%、2.82%和 0.76%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 1197bp 至 6.7858，美元兑离岸人民币汇率上行 810bp 至 6.7993。

图表 46: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 本周, 美元兑人民币继续升值



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 2.4、大宗商品市场追踪: 贵金属、有色金属、黑色金属均现大幅调整

大宗商品价格多数下跌。本周, 贵金属和有色金属普遍下跌, 黑色金属多数下跌, 原油、农产品价格走势分化。其中, 下跌幅度最大的是 LME 镍和焦煤, 分别下跌 8.56%和 8.36%; 涨幅最大的是生猪和 WTI 原油, 分别上涨 5.65%和 0.66%。

图表 48: 本周, 大宗商品价格多数下跌

类别	品种	2022-05-13	2022-05-05	2022-04-28	2022-04-21	2022-04-14
原油	WTI 原油	0.66%	2.75%	1.51%	-2.95%	11.37%
	布伦特原油	-0.75%	3.08%	-0.68%	-3.02%	11.06%
贵金属	COMEX 黄金	-3.96%	-0.82%	-2.92%	-1.35%	1.91%
	COMEX 银	-6.11%	-3.18%	-5.85%	-4.20%	3.90%
有色	LME 铜	-3.92%	-3.82%	-4.34%	0.27%	-0.58%
	LME 铝	-4.18%	-5.52%	-5.08%	0.82%	-5.80%
	LME 镍	-8.56%	-7.20%	-1.33%	2.97%	-0.81%
	LME 锌	-8.30%	-6.60%	-6.05%	2.71%	3.70%
黑色	动力煤	-1.82%	2.28%	-1.07%	1.80%	0.47%
	焦煤	-8.36%	-0.64%	-6.79%	-5.62%	-0.45%
	沥青	0.58%	4.10%	5.57%	1.68%	-0.54%
	铁矿石	-6.13%	4.19%	-7.59%	1.46%	-2.47%
	螺纹钢	-4.53%	1.72%	-5.00%	2.05%	-2.10%
农产品	生猪	5.65%	0.16%	3.02%	6.08%	-0.31%
	棉花	-0.93%	2.02%	0.30%	-0.42%	-0.30%
	豆粕	-0.27%	-0.12%	-1.49%	4.52%	2.09%
	豆油	0.20%	-0.49%	3.40%	1.91%	4.45%

来源: Wind, 国金证券研究所

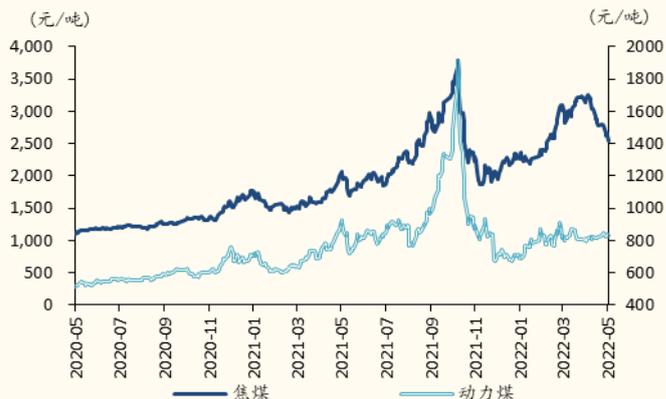
原油价格震荡走平, 黑色金属多数下跌。WTI 原油价格上涨 0.66%至 110.49 美元/桶; 布伦特原油价格下跌 0.75%至 111.55 美元/桶。焦煤、动力煤价格分别下跌 8.36%、1.82%至 2544 元/吨、831 元/吨。沥青价格上涨 0.58%至 4335 元/吨, 铁矿石和螺纹钢价格分别下跌 6.13%、4.53%至 804 元/吨、4615 元/吨。

图表 49: 本周, WTI 原油价格上涨, 布伦特原油下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

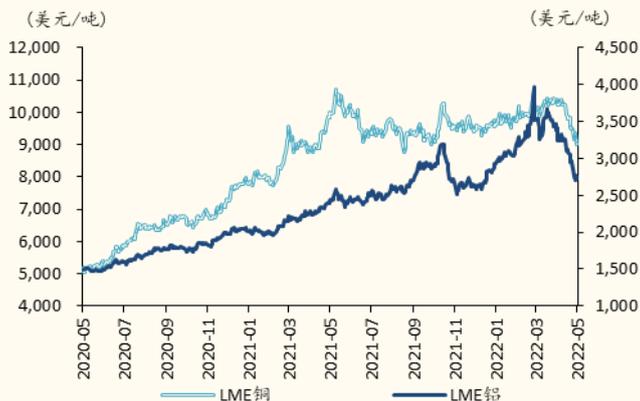
图表 50: 本周, 焦煤、动力煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格共振下跌, 贵金属价格下跌。LME 铝和 LME 铜价格分别下跌 4.18%、3.92%至 2748 美元/吨、9055 美元/吨。通胀预期从前值的 2.86%回落至 2.69%。COMEX 黄金、COMEX 银分别下跌 3.96%、6.11%至 1808.20 美元/盎司、21.00 美元/盎司。10 年期美债实际收益率从前值的 0.26%回落至 0.24%。

图表 51: 本周, 铜铝价格共振下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 52: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 本周, 黄金和白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 54: 本周, 黄金价格下跌, 美债实际收益率回落



来源: Wind, 国金证券研究所

**风险提示:**

- 1、**国内经济超预期下行:** 新冠疫情冲击延续、东南亚出口替代效应显现，导致国内经济超预期下行。
- 2、**美联储货币政策收紧超预期:** 美国通胀形势超预期，美联储加速缩表与加息进程。
- 3、**海外黑天鹅事件冲击:** 俄乌冲突下，海外地缘风险加剧，黑天鹅事件或将再次出现。

**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