

南京银行资金运营中心金融市场研究部，印文 刘怡庆

**摘要：**4 月下旬以来，全球疫情继续降至低位，东南亚等地区产业链加快恢复。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。美联储加息 50BP，并宣布缩表路径，“鹰派”行动略不及预期，10 年美债收益率高位震荡，美元继续走升。美债收益率大幅上行期已过，在美联储加快收紧推动下，短期来看，美债收益率和美元均预计震荡稍走升。欧元区终端通胀压力增大，欧央行开始考虑收紧政策吗，但俄乌战争对欧元区经济的冲击持续显现，欧元因此有所走贬，短期支撑仍偏弱。英国央行再次加息，但高通胀和俄乌战争令其经济前景大幅下滑，英镑有较多下跌，短期预计震荡走弱。日央行维持大幅宽松，但美日利差大幅趋于震荡，日元震荡略升，美日利差难有明显走升背景下，日元短期可能继续保持震荡。上海继续封控，国内出口增速大幅下滑，中美利差持续倒挂令外资持续流出，人民币因此继续大幅走贬。出口和利差层面短期仍不利于人民币，但随着贬值压力大部分释放，以及监管开始展现维稳态度，人民币短期可能小幅走贬。

**关键词：**新冠疫情；美联储；加息；通胀压力；汇率

## 一、全球疫情状况与影响

### （一）全球疫情降至低位

4 月底以来，本轮“奥密克戎”变种病毒引发的感染潮继续大幅下降至低水平，全球疫情大幅好转。至 2022 年 5 月 15 日，全球日度新增感染 3 日均值降至 42.6 万例，较 4 月底的 55.7 万例进一步有所下降，累计感染为 5.16 亿例。与此同时，“奥密克戎”亚型毒株 BA.2.12.1 和两种新变种毒株——BA.4、BA.5，在局部地区加快扩散，这几种病毒传播速度较 BA.2 还要快上近三成，且具有较强免疫逃逸能力，能够逃避疫苗接种和此前感染所产生的抗体。随着这几种变异病毒的扩散，后续全球仍可能出现新一轮感染潮，值得重点关注。

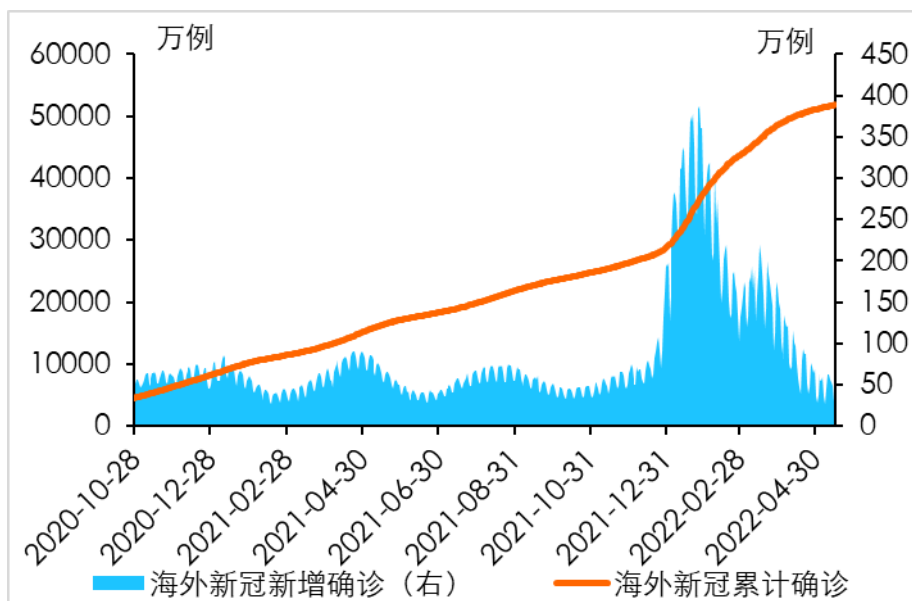


图 1 至 2022 年 5 月 15 日全球新冠日度新增感染和累计感染人数

资料来源：Wind。

全球疫苗接种已达较高水平，加上众多国家大规模感染，整体对新冠免疫力有所增强。但随着加强针推进程度已较高，各国疫苗接种幅度开始放缓。至 5 月中旬，全球整体每百人接种疫苗剂次达到 148.5 剂次。欧洲主要国家，每百人接种疫苗剂次大多处在 210 剂次水平上下，意大利相对高，为 227.5 剂次。美国每百人接种疫苗剂次缓慢上行至 175.2 剂次。日本每百人接种疫苗剂次增速仍较快，达到 219.1 剂次水平。中国疫苗接种继续领先全球，但增长速度也开始明显放缓，每百人接种疫苗剂次达 232.8 剂次。

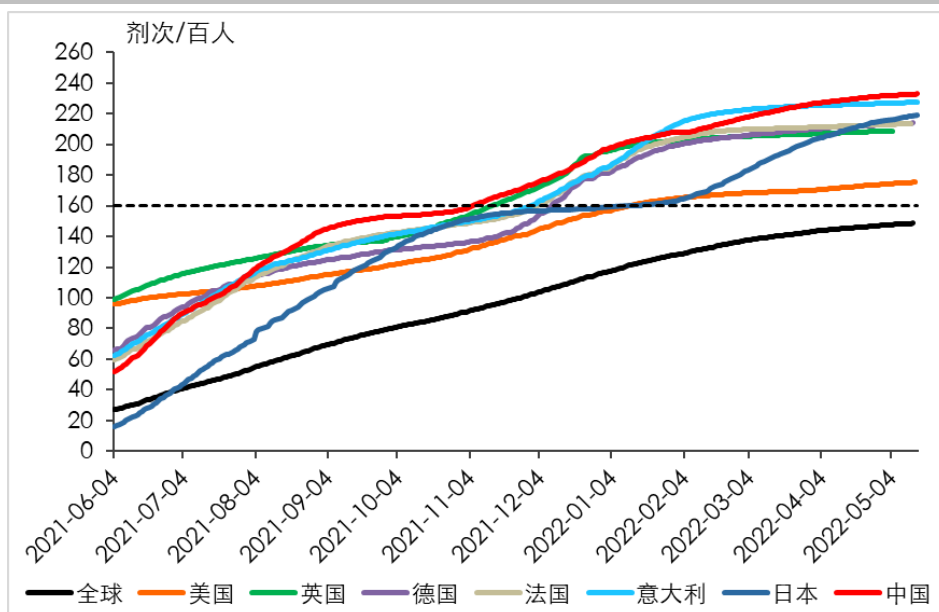


图 2 至 2022 年 5 月 15 日中国和全球主要发达经济体疫苗接种

资料来源：Wind。

据官方统计，当前中国公众完成全程疫苗接种比率达 90%附近，进一步粗略估计完成加强针接种的比率略高于 50%。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。但想接种的人已基本接种完毕，部分人群尤其是老年人群对接种疫苗较为犹豫，这加大了疫情的防控的难度，后续还需政策引导加快这部分人的疫苗接种，这样才能真正有效形成免疫屏障，为降低防控措施奠定基础。预计中国加强针接种率达到 80%以上能够为一定程度放松提供条件，此时百人疫苗接种剂次约为 260 剂。考虑后续政策引导下，接种速度比当前稍有提升，预计这一目标需到 9 月底才能实现，在此之前，“动态清零”仍然是国内疫情防控的主要策略。

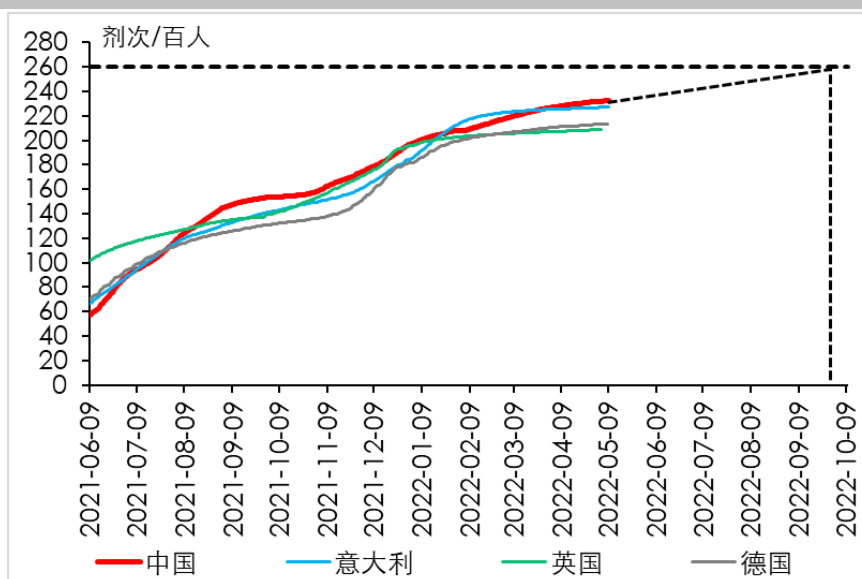


图 3 中国疫苗接种路劲测算

资料来源：Wind。

随着疫情大幅好转，4月下旬以来，美欧多国相继全面放开疫情防控。4月26日，美国正式宣布新冠大流行结束；4月27日，欧盟宣布结束新冠防控紧急状态；5月1日，随着最后一个执行严格防疫措施的地区——苏格兰宣布“新冠阳性者不隔离，不再追踪密接者，不再要求测核酸”，英国全面结束疫情管控。整体来看，主要发达经济体疫情降至较低水平，但在“奥密克戎”新变种扩散的背景下，部分国家疫情有所反弹。至5月15日，由于“奥密克戎”BA.2.12.1变种病毒的扩散，加上疫情防控措施放开，美国日新增病例五日均值自4月中旬的3万例左右较多回升至9万例，后续感染数量预计会继续有所扩大。英国疫情已降低至很低水平，至5月15日，日度新增病例5日均值降至4000例附近，英国社会经济短时期内已摆脱疫情影响。欧元区疫情持续降低至较低水平，至5月15日，日度新增确诊5日均值下降至13万例附近，但法国已发现“奥密克戎”BA.4和BA.5变异病毒感染者，后续疫情存在一定反弹的可能。日本日度新增病例持续在4万例上下波动，疫情持续处于中低水平流行状态。但总体来看，在全球对新冠病毒有一定免疫情况下，新变种病毒引发的重症和死亡率预计处在较低水平，大部分国家疫情防控措施将不会很严，经济社会所受到的影响有限。

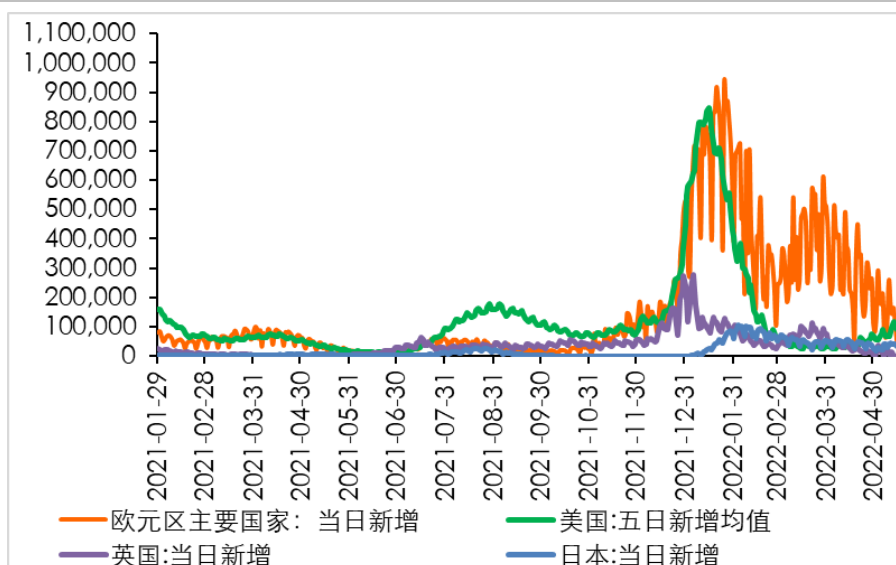


图 4 至 2022 年 5 月 15 日全球主要发达经济体疫情每日新增病例

资料来源：Wind。

## （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，马来西亚和越南接种率达高水平。至 5 月 11 日，马来西亚每百人接种剂次达到 215 剂。泰国疫苗接种也较高，每百人接种剂次达到 192 剂。印尼和菲律宾疫苗接种达到中高水平，印尼百人接种剂次超过 145 剂。

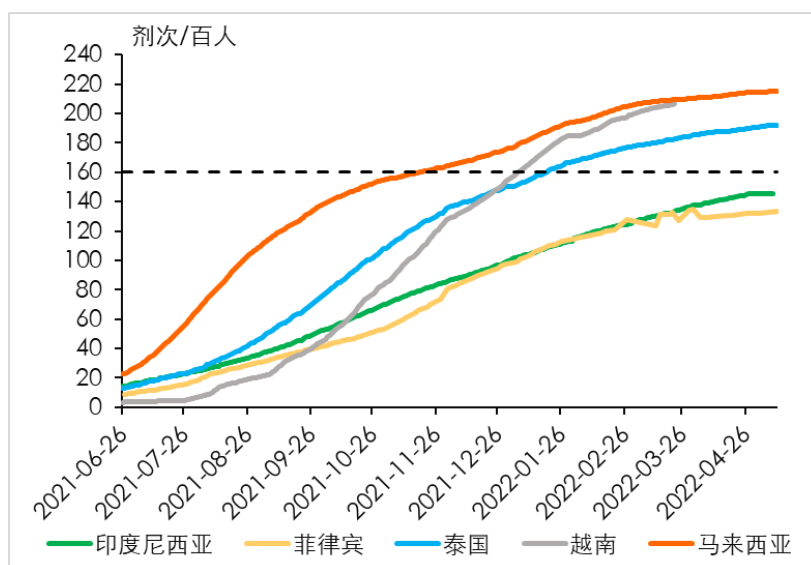


图 5 至 2022 年 5 月 11 日东南亚多国疫苗接种情况

资料来源：Wind。

4月下旬以来，东南亚主要国家本轮疫情均已大幅降至低位，且大多数国家已持续处在低位。至5月12日，越南和马来西亚日度新增感染基本处在3000例以下。印尼和菲律宾疫情持续受控。泰国疫情继续持续好转，日度新增感染降至8000例附近。东南亚多国已结束疫情防控措施，迅速推动其国内生产活动。在疫苗接种较高和此前大规模感染带来的免疫强化情况下，预计即便有新变异病毒扩散，东南亚各国不会再大幅收紧防控措施，生产受疫情的扰动将较小。

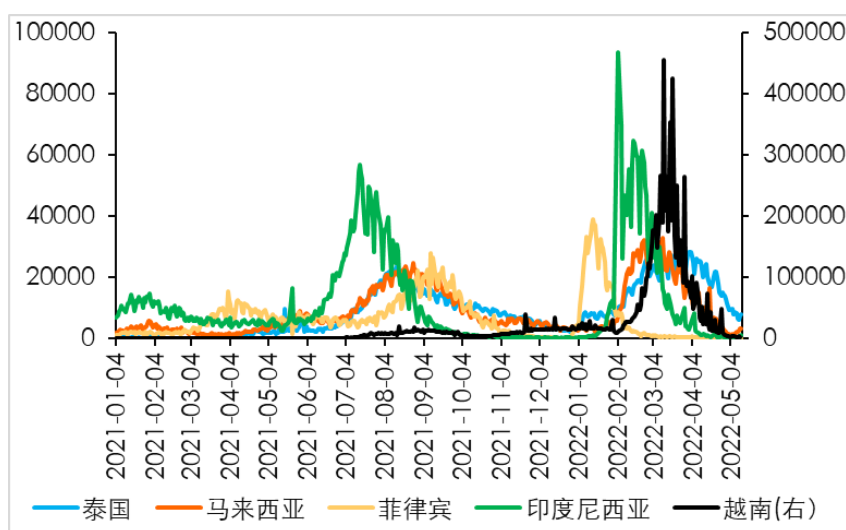


图 6 至 2022 年 5 月 12 日东南亚多国每日新增新冠病例

资料来源：Wind。

## 二、俄乌战争持续加大美欧通胀压力

### （一）俄乌战争新阶段持续

4月19日，俄罗斯向乌东发起进攻，乌东大战正式拉开，俄乌战争进入新阶段。4月22日，俄罗斯军方表示，俄特别军事行动新阶段的任务之一是“完全控制顿巴斯及乌克兰南部”。在美欧不断对乌克兰加强重型武器支援下，俄罗斯战局推进较为艰难，俄乌战争仍在持续进行中，尚未看到快速结束的迹象。

当前俄罗斯已基本控制乌克兰南部大城市马里乌波尔，当地剩余部分乌军和亚速营被围困在亚速钢铁厂中，攻破亚速钢铁厂只是时间问题。同时，早前被俄军攻占的南部赫尔松州正式申请加入俄罗斯联邦。与此同时，西方世界继续加大对乌援助。美

国制定了对乌克兰约 400 亿美元一揽子援助计划，目前仍在国会审批中。欧盟委员会提交了第六轮对俄制裁草案，计划在今年年底前大部分成员国全面禁止进口俄罗斯石油，但由于匈牙利等国的反对，该草案仍未通过。欧盟和俄罗斯围绕卢布支付天然气博弈继续，部分欧盟国家反对，部分国家则有态度软化迹象。俄乌战争及相关政治博弈令全球能源供给持续紧张。

## （二）全球能源、粮食价格维持高位

4 月底以来，随着俄乌战争的持续，以及西方计划加码对俄制裁，世界石油和天然气供给受到约束，同时 OPEC+ 维持小幅增产计划不变，全球石油和天然气价格继续在高位震荡。5 月上半月，布伦特原油价格持续在 100-115 美元/桶的高位区间震荡；纽约天然气期货进一步上冲至 7-8.8 美元/百万英热单位的历史高区间。

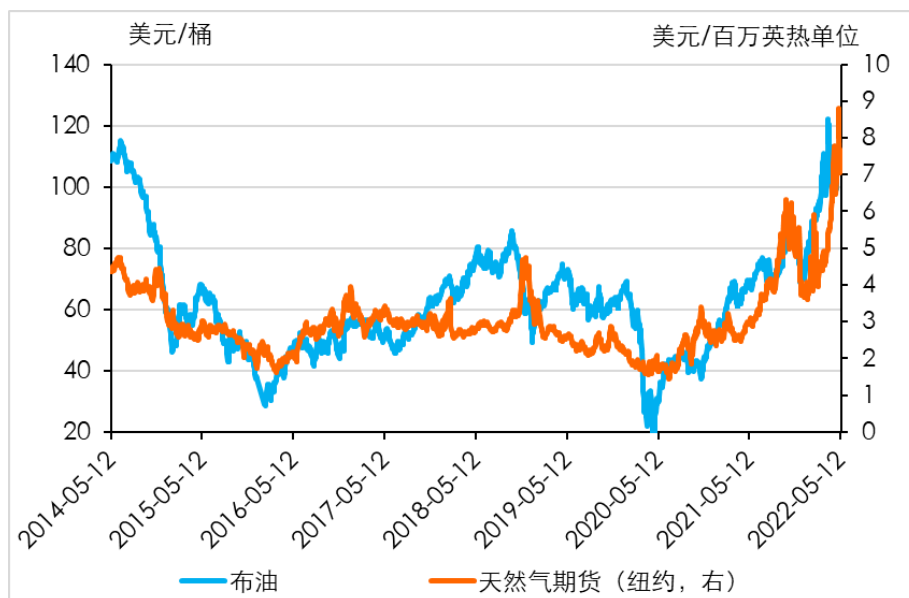


图 7 布油和纽约天然气期货价格

资料来源：Wind。

乌克兰南部战事令乌克兰粮食出港困难，全球粮食供给持续受制约。4 月下旬以来，芝加哥玉米期货价格在 780-800 美分/蒲式耳的历史高区间震荡；芝加哥小麦期货价格在 1050-1180 美分/蒲式耳的历史高位波动。

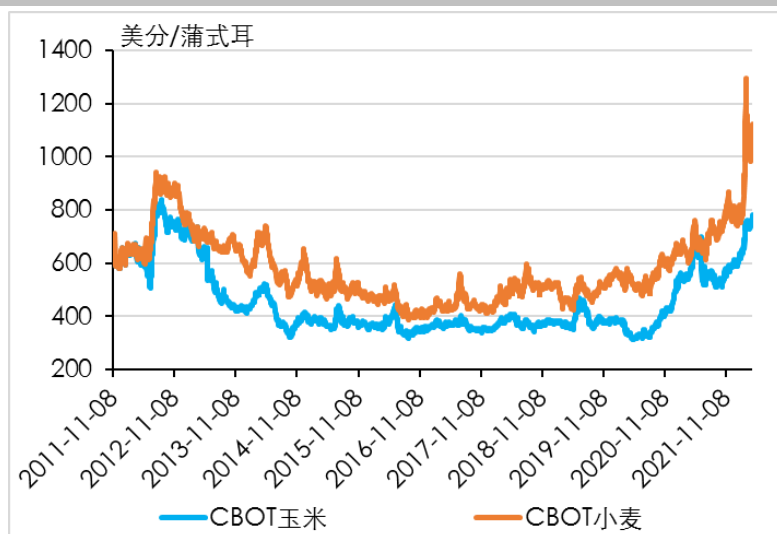


图 8 芝加哥期货交易所小麦和玉米期货活跃合约价格走势

资料来源：Wind。

### （三）美欧通胀水平继续冲高

在全球能源、粮食价格维持历史高位背景下，主要发达经济体 PPI 增速同样盘旋在很高位置。欧元区 2022 年 3 月 PPI 同比增速进一步上冲至 36.8%，大幅高于上月的 31.5%，续创历史新高，俄乌战争爆发导致能源价格高涨，尤其是欧洲天然气价格飙升，令欧元区生产端通胀压力极大。4 月，美国 PPI 同比增速 11%，略低于前值 11.2%，但高于预期 10.7%，仍处在 40 年来高位。随着能源价格结束继续上涨，并趋于高位震荡，全球生产端通胀压力临近拐点，但要明显下滑仍困难。

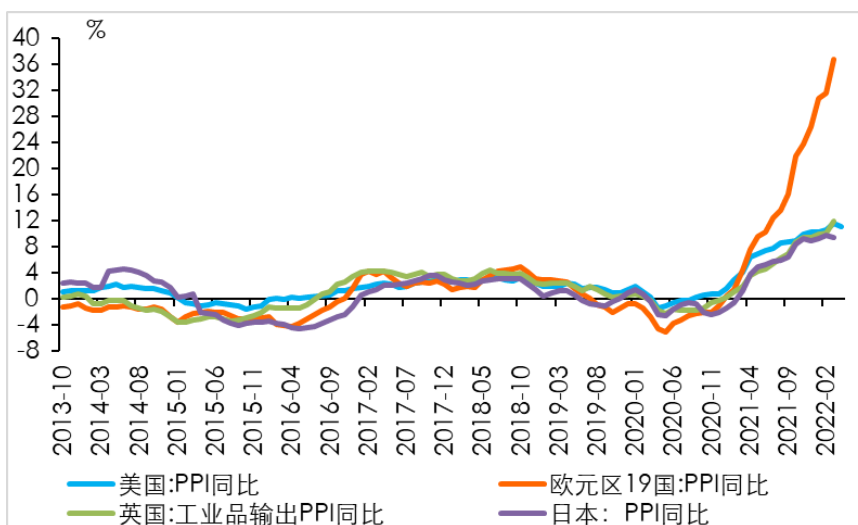


图 9 主要发达经济体 PPI 增速



资料来源：Wind。

由于美欧日地区疫情防控基本解除，需求保持较强态势，同时生产端压力不断向终端传导，其终端通胀压力仍较大，且欧洲地区通胀压力处在持续增大过程中。3月，美国核心PCE同比5.2%，略不及预期5.3%和前值5.4%，虽显示出一定拐点，但仍处于很高水平，大大高于美联储平均2%目标水平；4月，美国CPI同比8.3%，略低于前值8.5%，高于预期8.1%；核心CPI同比6.2%，略低于前值6.5%，高于预期6%，美国通胀显现出拐点，但下行幅度较小，整体通胀水平仍超预期，反映美国通胀压力仍很高。4月，欧元区核心CPI同比3.5%，高于预期3.2%和前值2.9%，创纪录高位，生产端的极高通胀正加快向终端传导。4月，日本东京核心CPI同比增速为1.9%，高于预期1.8%，且大大高于前值0.8%，为7年来最快增幅，这一方面源于生产端通胀压力向终端的传导，另一方面源于此前削减移动通信费用对通胀的抑制作用逐步弱化。

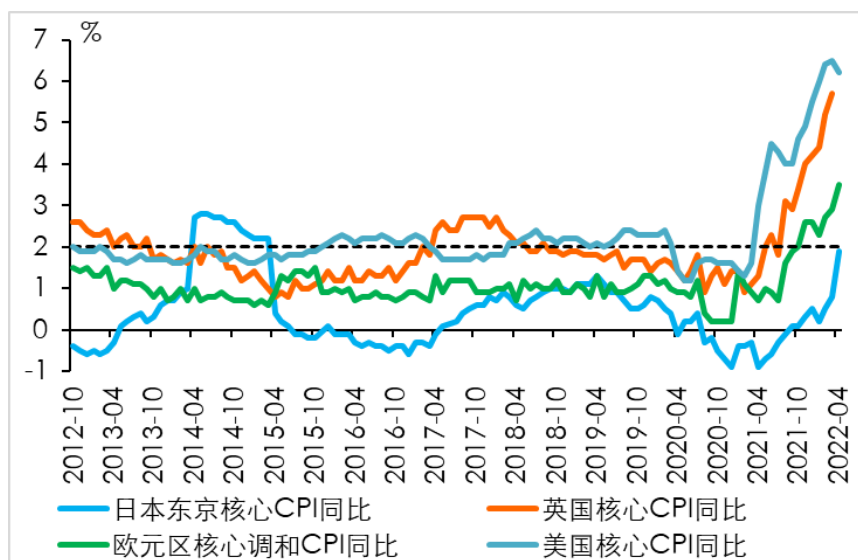


图 10 美欧终端通胀状况

资料来源：Wind。

### 三、美联储“鹰派”态度仍为发达经济体央行之最

#### (一) 美联储大幅加息，“鹰派”气息浓厚

4 月，美国经济继续保持较好恢复，失业率维持在 3.6% 的历史低位，持平上月。美国 4 月非农就业新增 42.8 万人，高于预期 40 万人，略低于前值 43.1 万人。非农最大的就业增长来自于休闲和酒店业，制造业和运输仓储就业扩张也较好，随着经济的不断正常化，美国就业水平保持强劲。非农时薪同比增速 5.46%，略低于前值 5.62%，继续处在历史高位，工资层面显示美国终端通胀压力仍然很大。

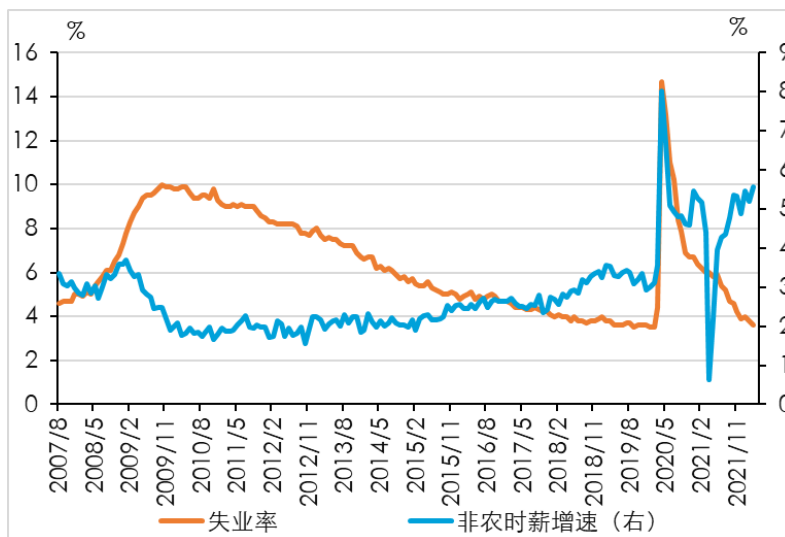


图 11 美国至 2022 年 4 月失业率和非农时薪增长

资料来源：Wind。

3 月，美国进口同比 27%，高于 2 月 23.4%，反映美国内需强劲。

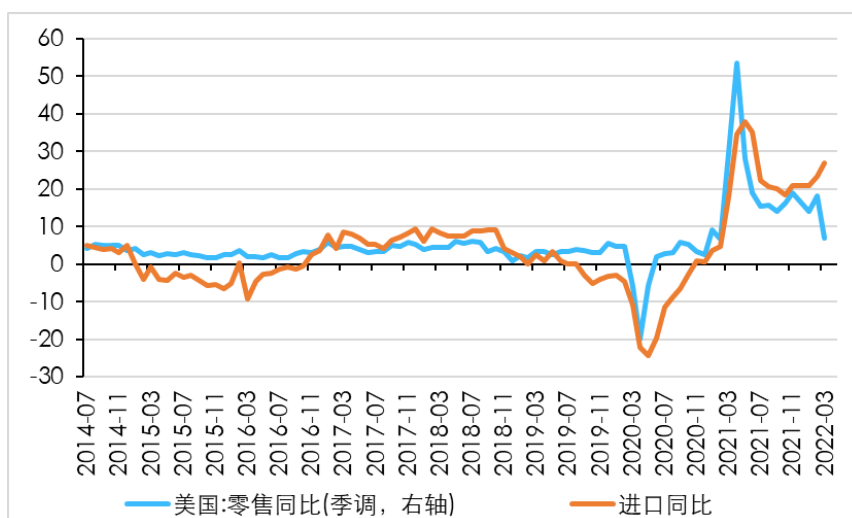


图 12 美国零售和进口增速

资料来源：Wind。

在通胀压力很大背景下，美联储已开始大幅收紧货币政策。美联储5月会议决定，加息50bp至0.75-1.0%；6月开始缩表，初始缩债规模为每月300亿国债、175亿MBS，3个月后达到每月600亿国债、350亿MBS的上限。美联储认为，家庭支出和企业固定投资仍然走强；近几个月来，就业增长强劲；俄乌冲突造成巨大的人力和经济困难，对美国经济的影 响高度不确定；中国与疫情相关的封控可能会加剧供应链扰动，需高度关注通胀风险。鲍威尔会后发言上表示，在接下来的两三次会议上加息50个基点是可能选项，不考虑加息75个基点；加息终点高度仍不确定，但需先加到中性利率水平。

5月会议加息50BP为二十二年来首次，符合市场预期。美联储将缩表时间放到6月1日开始，低于此前5月开始缩表的预期，缩表的幅度也不是很激进。同时鲍威尔排除了一次加息75BP的选项，因而整体“鹰派”论调略不及市场预期。在面临一定经济放缓风险下，美联储再次采取打足市场预期，而实际行动略有放慢的行动。在俄乌战争持续背景下，最新美国通胀压力仍然非常大，且下行缓慢。美联储政策收紧节奏短期预计会比较快，鲍威尔连任美联储主席正式获得国会通过，鲍威尔在接受采访时也表示加息晚了，同时担心美国经济难以实现“软着陆”。因而，预计美联储6、7月大概率均加息50BP。

自4月以来，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。

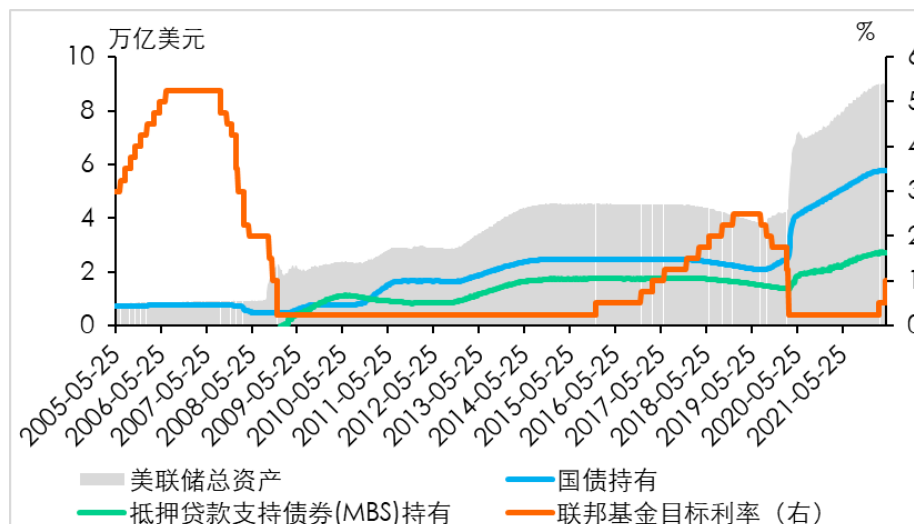


图 13 美联储基准利率和资产规模

资料来源：Wind。

### （二）欧央行有所走“鹰”，考虑逐步收紧政策

由于俄乌战争对欧洲经济冲击比较大，欧央行对政策收紧一直较犹豫。当前，欧元区终端通胀压力愈发明显，欧央行不得不考虑开始收紧政策。欧央行行长拉加德 5 月中旬表示，她“个人预期”欧央行持续至今的债券购买计划可能会在三季度初结束，首次加息将会在净资产购买结束后的“一段时间”后发生，“一段时间”的间隔可能只有短短数周。拉加德同时强调，首次加息后，更倾向于采取渐进的货币政策正常化进程。预计欧央行 7 月可能逐步加息，但整体节奏较慢。

当前，欧央行资产扩张明显放缓。至 5 月 6 日，欧央行资产总额在 8.8 万亿欧元。预计 7 月初将结束资产扩张。

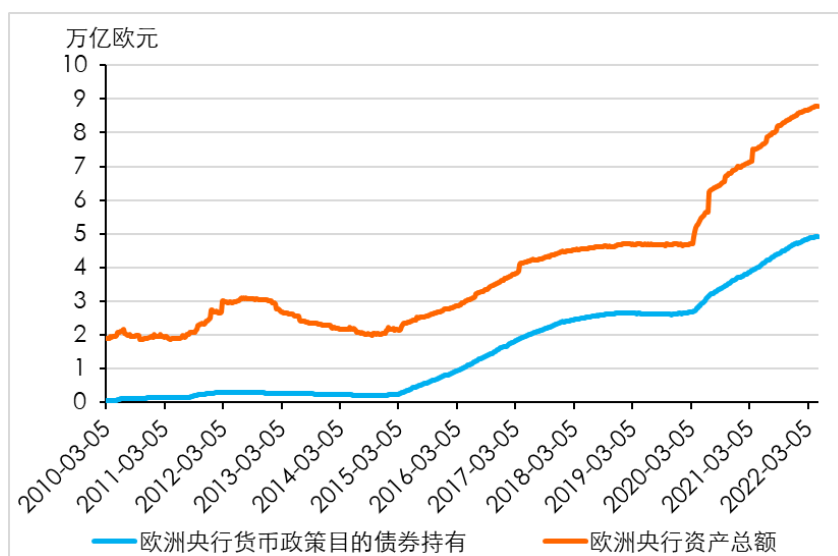


图 14 欧央行资产规模

资料来源：Wind。

### （三）英国央行继续加息，缩表路径存在分歧

面对高通胀压力，英国央行 5 月会议宣布加息 25 个基点，将基准利率从 0.75% 上调至 1.0%，达 2009 年以来最高水平，这是英国央行自去年 12 月以来第四次加息。英国央行货币政策委员会多名成员表示，“今后数月在某种程度上进一步收紧货币政

策可能依然恰当”。基本利率提升至 1%也触发了英国央行主动缩表门槛，但英国央行官员们对货币紧缩的力度和时间存在分歧。

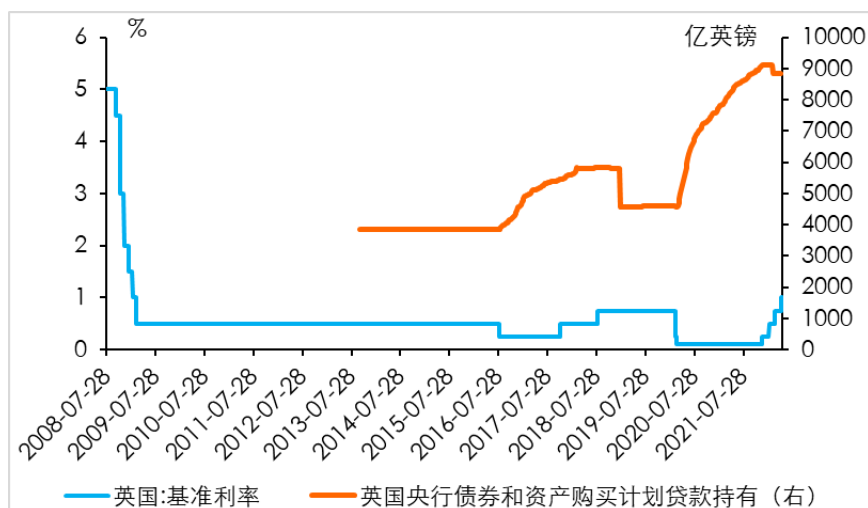


图 15 英国央行基准利率和资产持有

资料来源：Wind。

#### （四）日本央行加码购债，持续控制收益率曲线

由于日本终端通胀压力不大，以及经济增长动能仍不强，日本央行仍维持大幅宽松政策。日本央行 4 月会议维持基准利率在 -0.10% 不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0.0% 附近不变，符合市场预期。在美联储 5 月大幅加息 50BP 后，日本央行行长黑田东彦演讲时强调，不会跟随美联储收紧货币政策；日本央行长期以来一直希望能确保日本国内达到 2% 的通胀率，以及 3% 的名义工资增长率。当前，日本核心 CPI 增速已接近 2%，但名义工资增速仍然较疲弱，3 月同比增速为 1.3%，离 3% 的目标水平仍大，因而日本央行仍坚定推动大幅宽松政策。

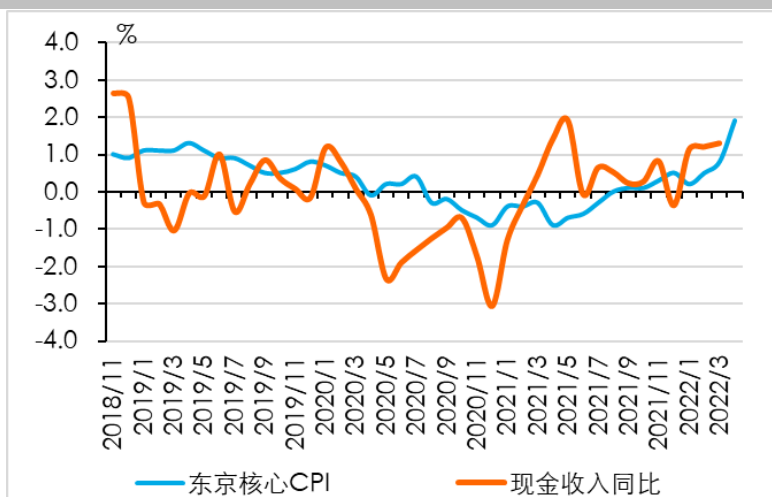


图 16 日本东京核心 CPI 和现金收入同比增速

资料来源：Wind。

至 5 月 10 日，日本央行总资产规模进一步扩大至 739.3 万亿日元，持有国债规模进一步扩大至 534.5 万亿日元。

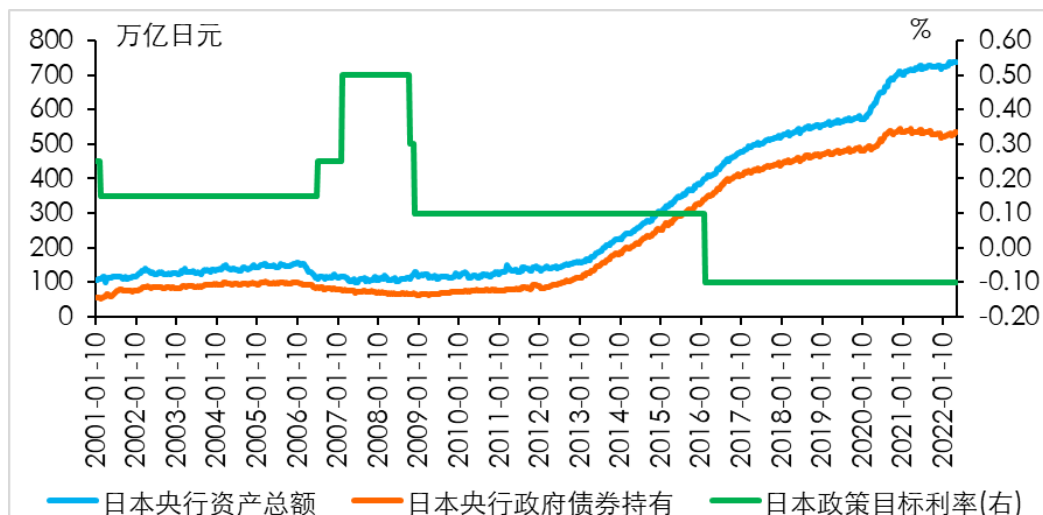


图 17 日本央行资产规模和基准利率

资料来源：Wind。

## 四、美联储加快收紧对美债、美元冲击处于顶峰

### (一) 离岸美元流动性再次走紧

4 月下旬以来，随着美联储资产规模停止扩张，以及美联储加快收紧预期引发市场恐慌，离岸美元流动性再次走紧，衡量美元流动性状况的 3 个月 Libor 和美债利差

走升至 50BP 附近。

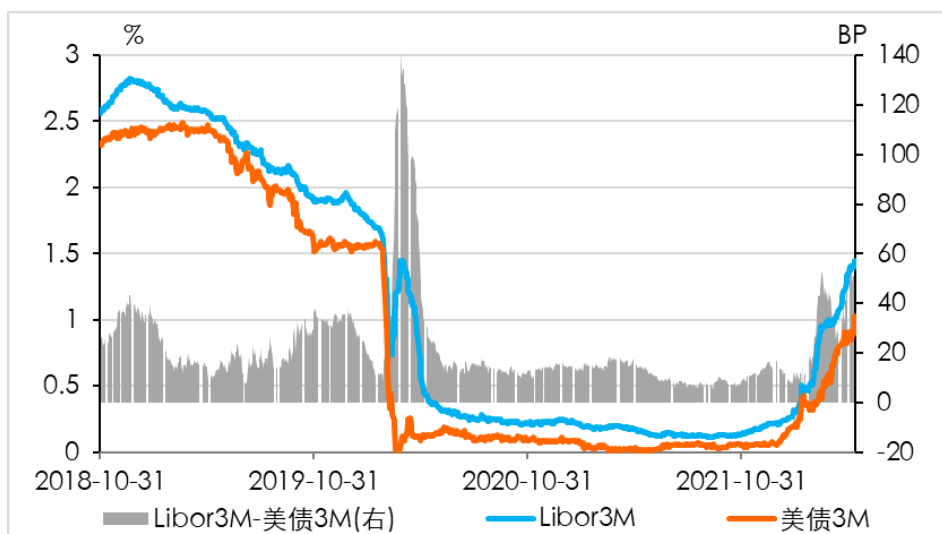


图 18 3 个月 Libor 和美债利差

资料来源：Wind

4 月下旬以来，在岸美元流动性整体仍充裕，同时随着美联储停止资产扩张，以及财政发力减弱导致财政存款大幅上升，其充裕程度边际上开始有一定下降。至 5 月 11 日，美国财政存款规模大幅上行至 9193 亿美元，较 4 月中旬上升了近 3800 亿美元；准备金大幅下降至 3.3 万亿美元，较 4 月中旬下降了近 5000 亿美元；逆回购规模稍扩张至 2.17 万亿美元。

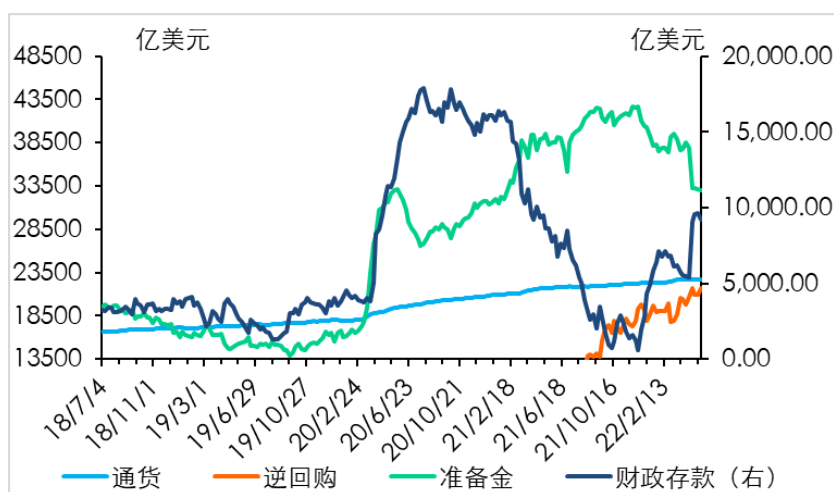


图 19 美联储主要负债项走势

资料来源：Wind

随着美联储开启缩表，在岸美元充裕程度预计会明显下降，离岸美元流动性也会随之继续走紧，这将对美债和非美货币带来一定压力。

## （二）美债中长端收益接近上行高点

### 1. 美债期限结构两端上翘

4月下旬以来，随着美联储加快收紧预期持续增强，以及随后美联储5月会议“鹰派”程度略不及市场预期，美债中长期收益率冲高后有所回落，超长期和短期收益率随着加息落地而持续上涨，美债期限结构呈现两端上翘形态。至5月13日，与4月底相比，3个月期收益率上行18BP至1.03%，2年期收益率下行9BP至2.61%，10年期收益率上行4BP至2.93%，30年期收益率上行14BP至3.1%。其中，10年期美债收益率最高上行至3.12%，美联储会议鹰派不及预期，收益率配置价值凸显，以及部分避险资金买入，推动了中长期美债收益率的高位回落。

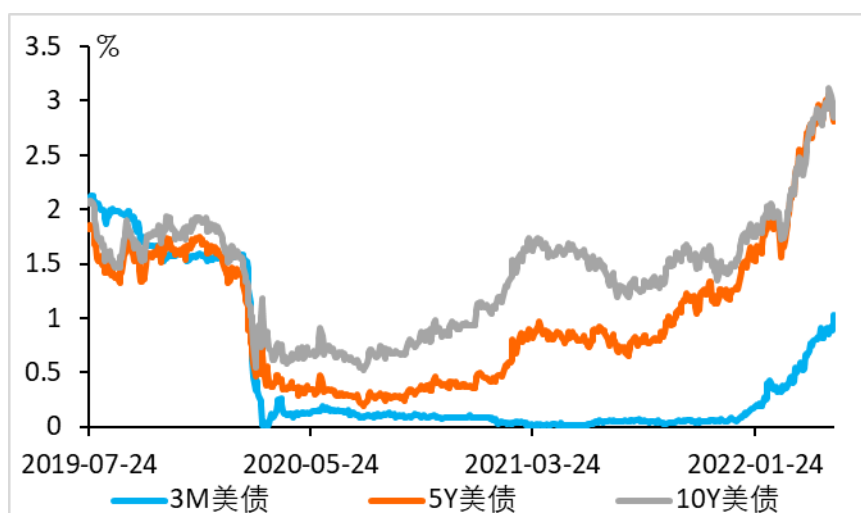


图 20 3M、5Y 和 10Y 美债收益率

资料来源：Wind。



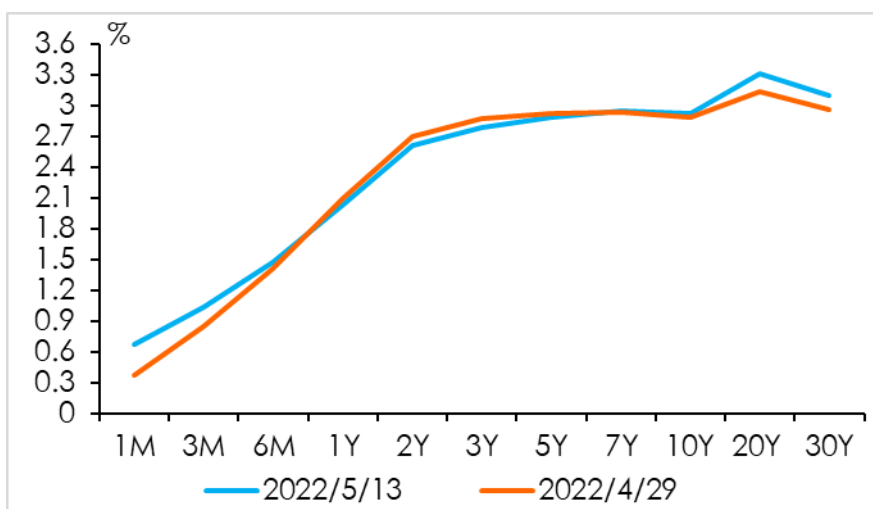


图 21 美国国债期限结构

资料来源：Wind。

## 2. 美债供需双弱

随着美国财政刺激力度下降，美国国债发行规模绝对值和净融资都有所下降。4月，短期和中长期美债发行规模均有明显下降。1个月至1年期美债发行规模合计6572亿美元，同比下降922亿美元；2年至30年期美债发行规模合计2844亿美元，同比下降720亿美元。

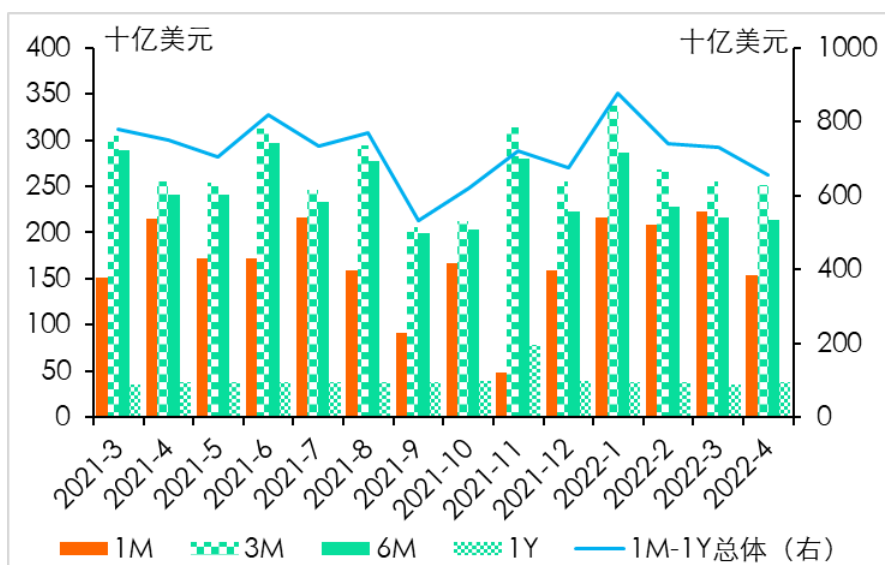


图 22 美国 1M-1Y 国债发行量

资料来源：Wind。

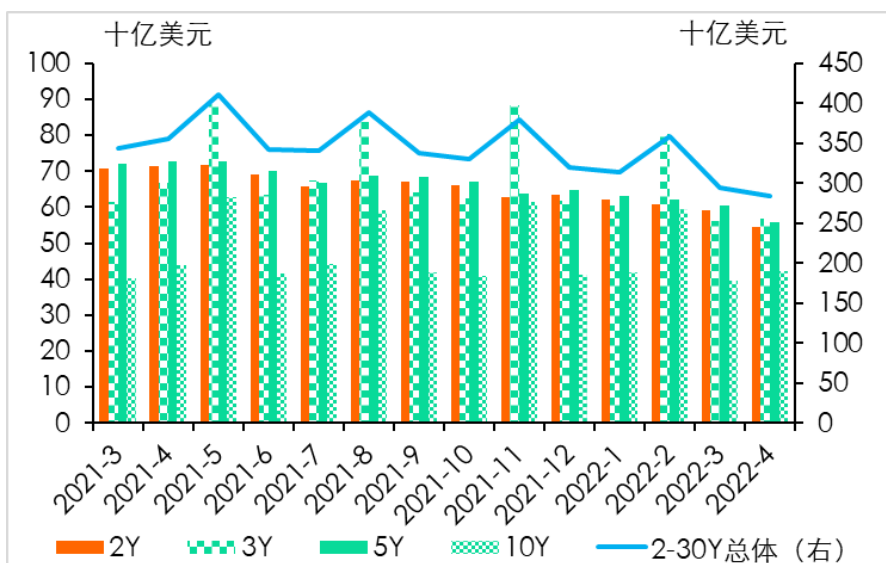


图 23 美国 2-30Y 国债发行量

资料来源：Wind。

4 月，在净融资方面，1 个月至 1 年期美债净融资收缩 1010 亿美元。中长期美债收益率净融资略增加 295 亿美元。长短期合计融资正式转为负。

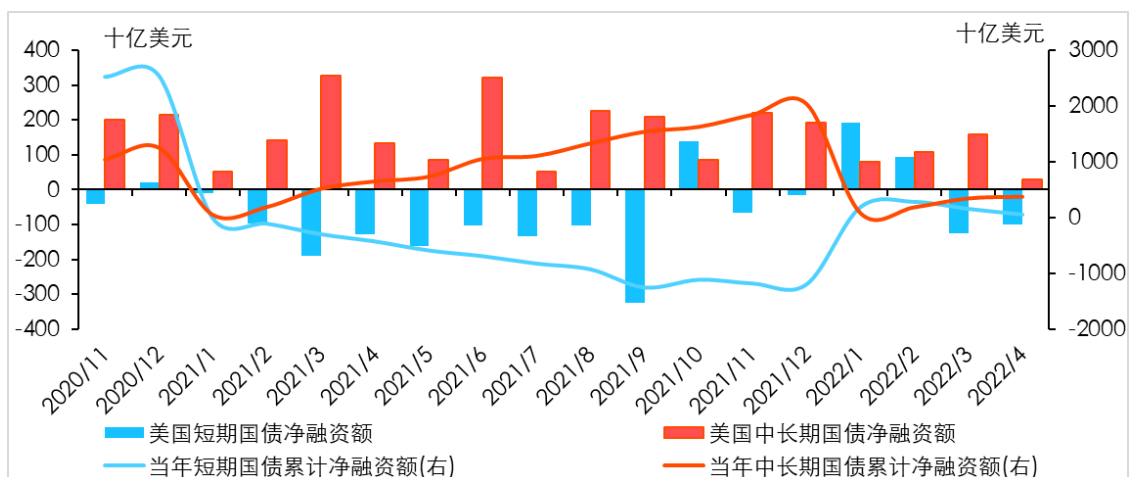


图 24 美国短期和中长期国债净融资额

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。4 月，2 年期美债竞拍倍数为 2.53，略低于历史均值 2.59。10 年期美债 5 月竞拍倍数分别为 1.88，大幅低于 2.48 的历史均值。随着美联储大幅收紧预期基

本被消化，以及美债收益率已上行至高位，美债需求可能有一定改善，进而制约美债后续大幅上行空间。

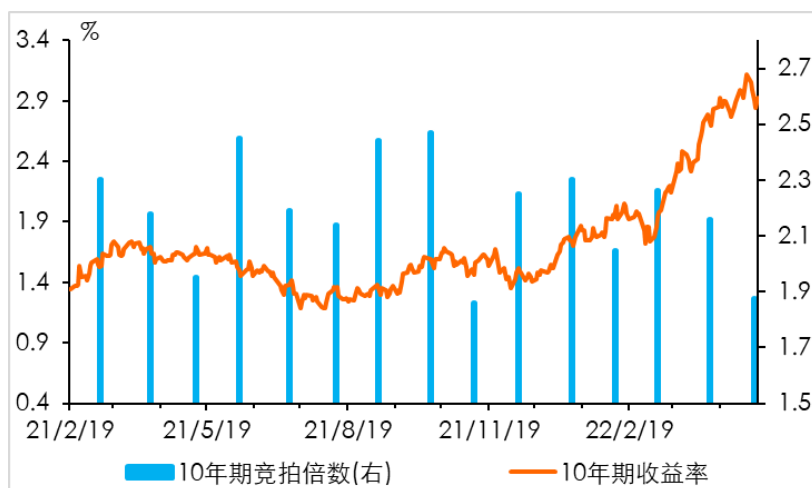


图 25 10 年期美国国债收益率和其竞拍倍数

资料来源：Wind。

在期货市场，4月下旬以来，随着美债收益率上行至高位和美联储会议“鹰派”气息略不及市场预期，美国国债非商业净多仓大幅上升，至5月10日上升至74.4%，反映市场对美债市场再次有一定看多。

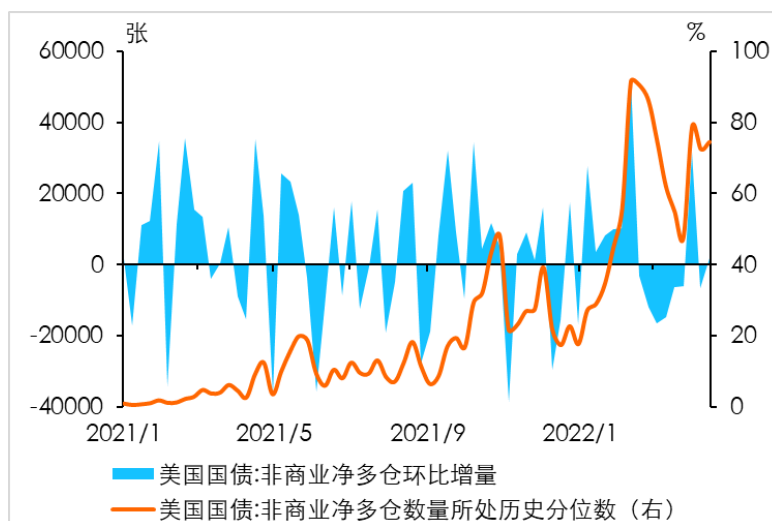


图 26 美国国债非商业净多仓历史分位数和环比增量

资料来源：Wind。

美联储正式大幅收紧政策背景下，美元在岸流动性可能有所走紧，各期限美债收

益率短期仍有一定上行动能。随着美联储后续继续加息 50BP，短期美债收益率预计继续有较多上行。中长期美债收益率随着前期收紧预期的消化，后续上行幅度预计较小，预计短期整体呈现震荡稍走升状态。美债期限结构短期可能平坦化。

### （三）美元预计震荡稍走升

4月下旬以来，美联储收紧态度比其他发达经济体央行都要强，美元因此继续走强。至 2022 年 5 月 13 日，美元指数收于 104.45，与上月底相比，走升 1.2%，兑欧元、英镑和日元分别升值 1.3%、2.5%和贬值 0.5%。

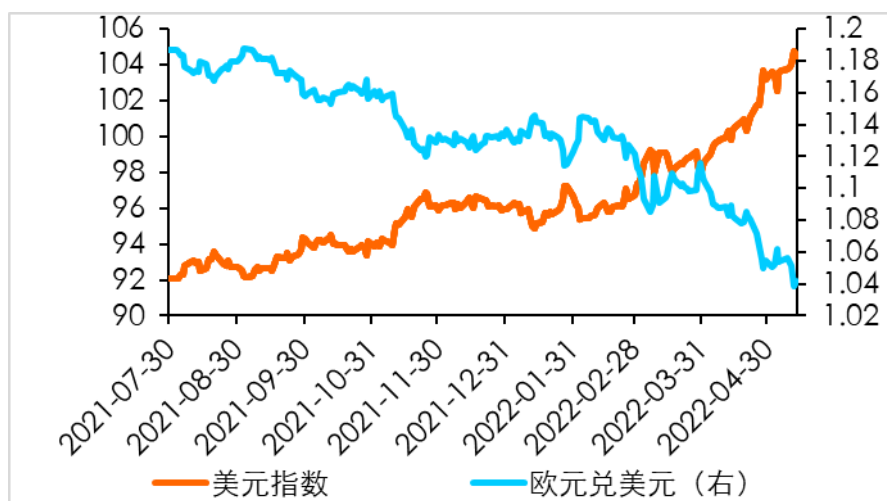


图 27 美元、欧元走势

资料来源：Wind。

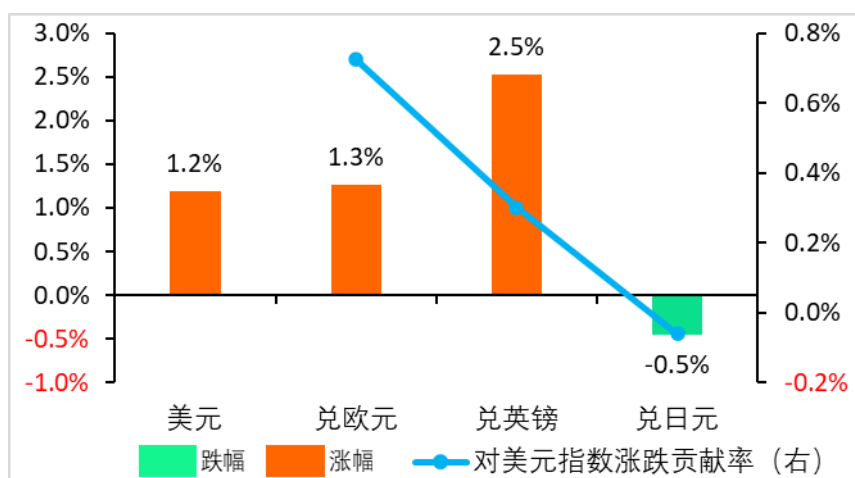


图 28 美元指数和兑主要非美货币 2022 年 5 月 13 日较上月底涨跌

资料来源：Wind。

美元短期预计震荡稍走升。随着美国放开疫情防控，以及受俄乌战争冲击很小，美国经济走势短期预计仍然较好，且可能明显好于欧洲地区。同时，美联储短期正加快收紧，离岸美元流动性可能继续走紧，美元仍有走升动能。而美债收益率急速上行期预计已过，短期可能震荡为主，利差层面对美元支撑弱化。因而美元短期可能震荡稍走升。

## 五、非美货币仍小幅承压

### （一）欧元短期支撑偏弱

4月下旬以来，由于欧央行“鹰”派态度有限，加之俄乌战争冲击影响欧元区经济预期，欧元因此有所走贬。至5月13日，欧元兑美元收于1.04，较上月底下跌1.3%。

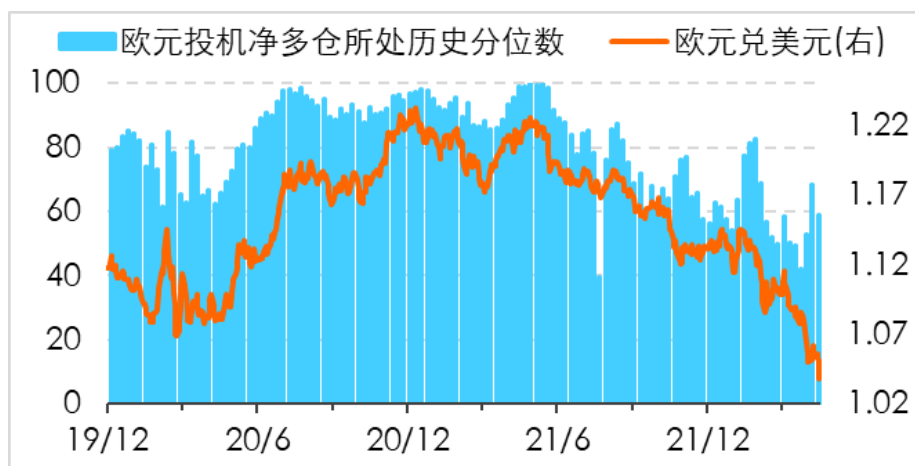


图 29 欧元投机净多仓指数和欧元兑美元走势

资料来源：Wind。

高通胀和俄乌战争对欧元区的冲击有所显现。3月，欧元区零售销售环比下降0.4%，低于预期增长0.1%。德国3月出口环比下降3.3%，同比仅增长0.43%，大幅低于前一月的7.31%。与此同时，欧元区4月经济景气指数和消费者信心指数都有所下降。欧元区经济走弱趋向已较明显。

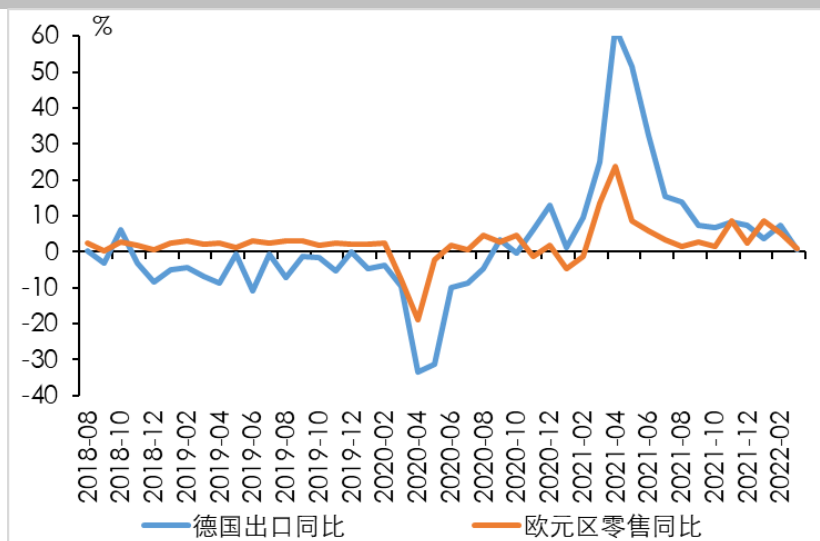


图 30 欧元区零售和德国出口增速

资料来源：Wind。

4月下旬以来，随着欧洲疫情大幅好转，以及欧央行开始考虑收紧政策，10Y 德债收益率先继续冲高后有所回落。至5月13日，10Y 德债收益率上行至 0.88%，中间一度上行至 1.09%。由于 10Y 美债收益率同样先大涨后有所回落，10Y 美德利差在 200BP 附近震荡。短期来看，随着俄乌战争对欧元区经济冲击进一步明显，德债收益率预计难有明显上行，美德利差可能震荡稍走扩。

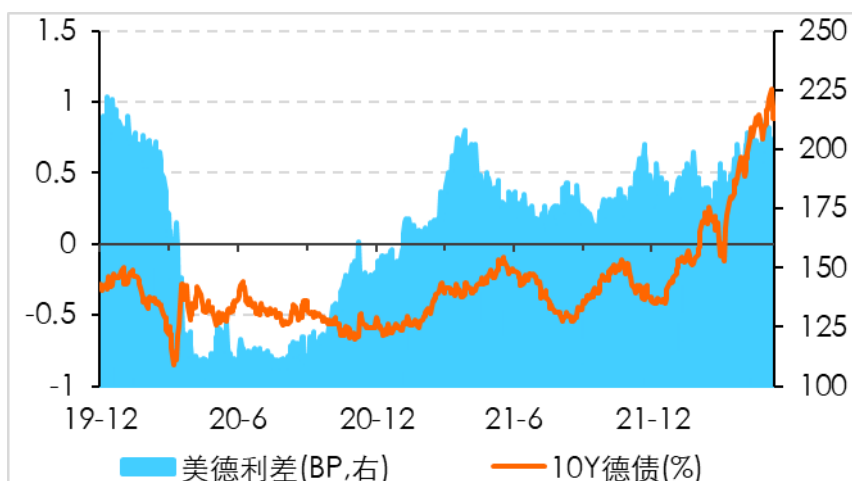


图 31 10 年德债收益率和美德利差走势

资料来源：Wind。

欧元短期支撑偏弱。欧央行政策收紧节奏较缓慢，俄乌战争对欧洲经济的冲击逐步显现，欧元区经济增长将趋于乏力，对欧元将继续形成一定拖累。

## （二）英镑预计震荡走弱

4月下旬以来，尽管英国央行继续加息，但高通胀、俄乌战争冲击，以及脱欧所带来的不利影响持续打压经济前景，英镑大幅下跌。至5月13日，英镑兑美元收于1.23，较上4月底大跌2.5%。

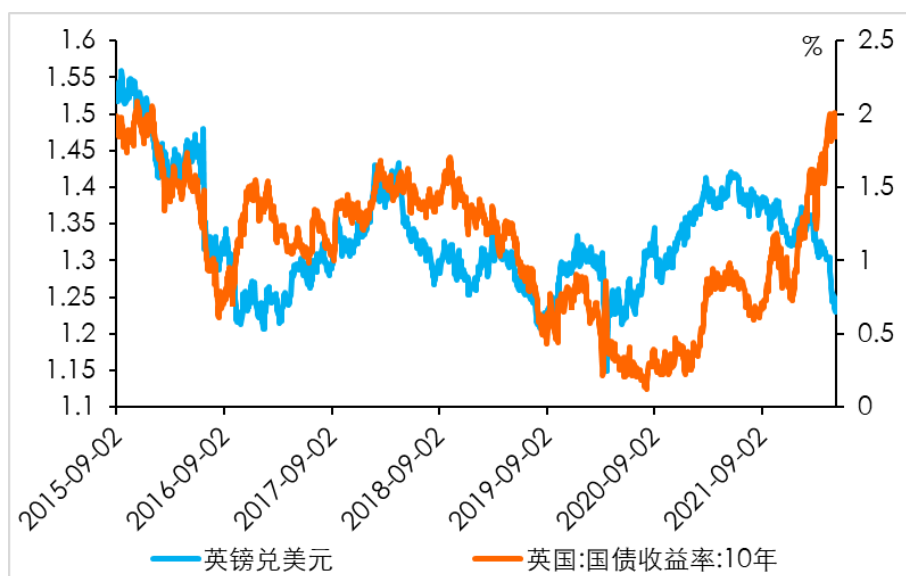


图 32 英镑兑美元和英镑投机净多仓历史分位数

资料来源：Wind。

高通胀和俄乌战争冲击开始令英国服务业放缓，并大大打击消费者信心。4月，英国服务业 PMI 58.9，明显低于上月的 62.6；消费者信心指数大幅下跌至-38，已低于 2020 年新冠疫情大幅冲击英国时的低点。

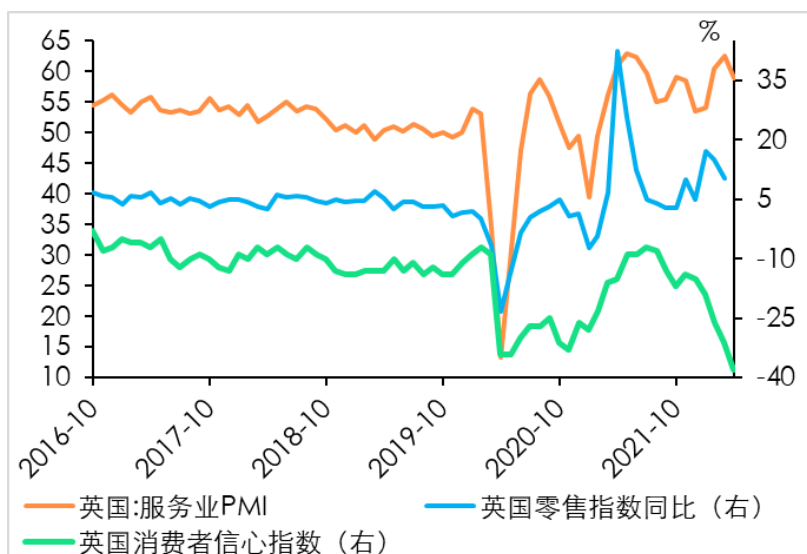


图 33 英国服务业 PMI、零售指数增速和消费者信心指数

资料来源: Wind。

**英镑预计震荡偏弱。**经济在二季度一定程度转差预计会继续拖累英镑，英镑短期预计可能呈现震荡偏弱局面。

### (三) 日元预计步入震荡

4月下旬以来，日本央行继续对收益率曲线加以控制，但美国国债收益率先上升后回落，美日利差先走扩后收窄，日元随之先跌后涨。至5月13日，美元兑日元收于129.2，较上月底上涨0.5%。

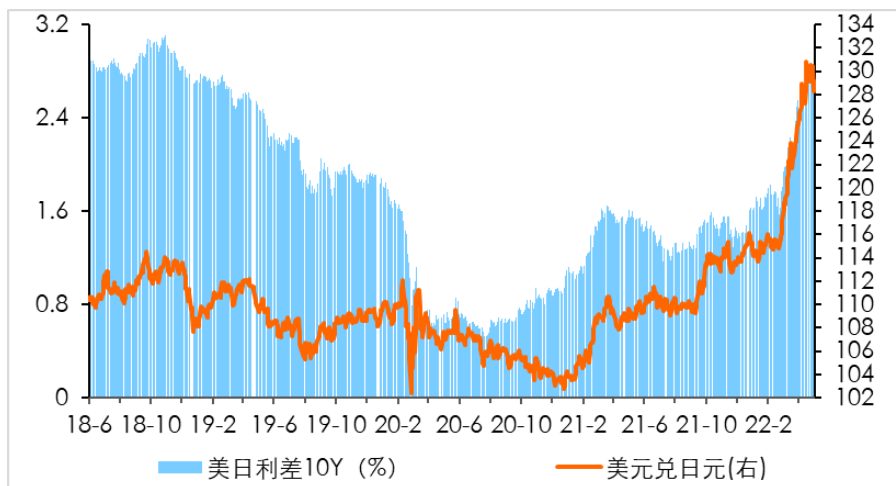




图 34 美日利差和日元走势

资料来源：Wind。

在疫情尚未消退情况下，日本经济活力仍偏弱。4月，日本服务业 PMI 50.7，稍高于荣枯线；3月，零售同比增速 0.9%，虽然高于上月 -0.9%，但增幅较小。日本出口和制造业也有放缓迹象。

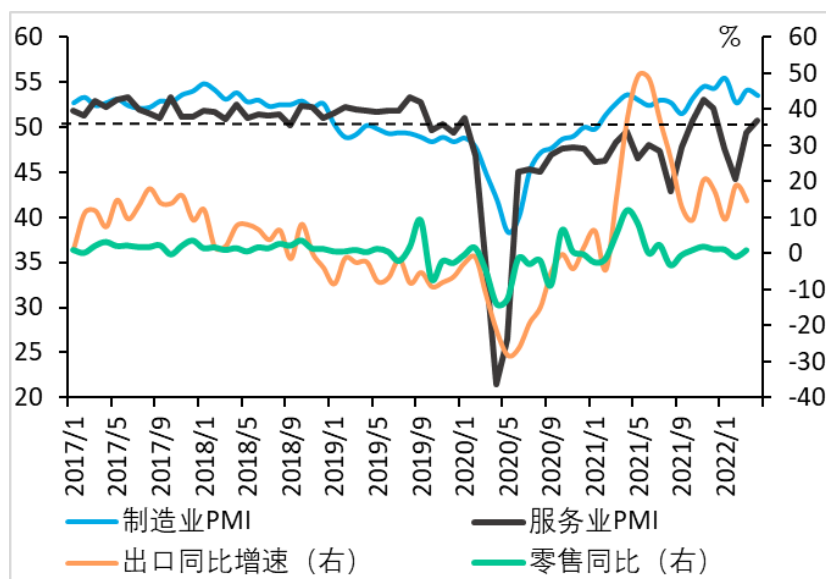


图 35 美日利差和日元走势

资料来源：Wind。

日元短期预计震荡为主。由于日央行维持大幅宽松政策，持续加码购债，10年日债零利率将继续维持，但美债短期预计难有大幅上行，美日利差短期趋于震荡，日元短期因此以震荡为主。

## 六、人民币短期预计小幅走贬

4月下旬以来，人民币继续大幅走贬。上海因疫情持续封锁给国内经济带来很大压力，美元持续走强，中美利差倒挂继续令外资加快流出，人民币因此继续大幅走贬。至5月16日，美元兑人民币走贬至6.8，较4月底大跌3.2%。



图 36 人民币汇率和美元指数走势

资料来源：Wind。

上海封控令中国国内生产和港口出口严重受阻，4 月中国出口同比增速大幅下降至 3.9%。而从 3 月下旬开始，东南亚多国生产迅速恢复正常，海外订单大幅涌进，并挤占了一部分中国出口商品，其中越南 4 月出口同比增速大幅上行至 17.77%，其出口额也达到很高水平。5 月上海继续封控令国内出口继续承压，经常项目短期对人民币形成很大不利。

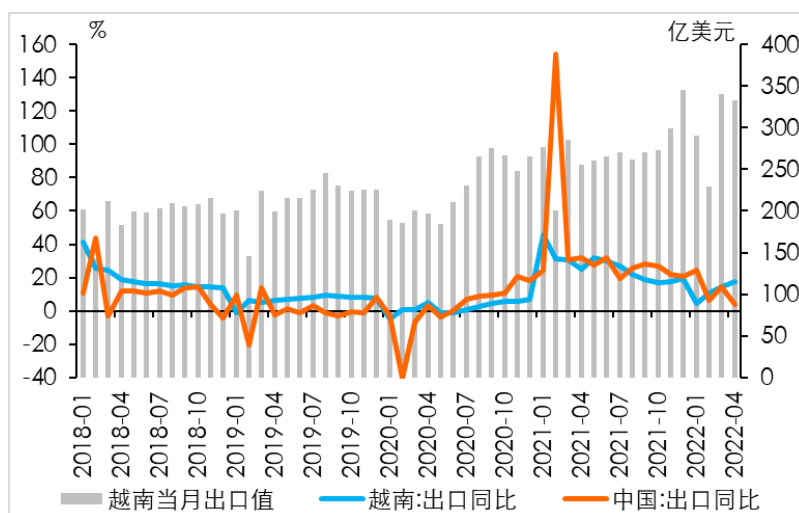


图 37 中国和越南出口状况

资料来源：Wind。

4月下旬以来，美债收益率高位震荡，中美利差持续倒挂。同时，美联储正式加快收紧政策，中国股债市场外资均随之加速流出。

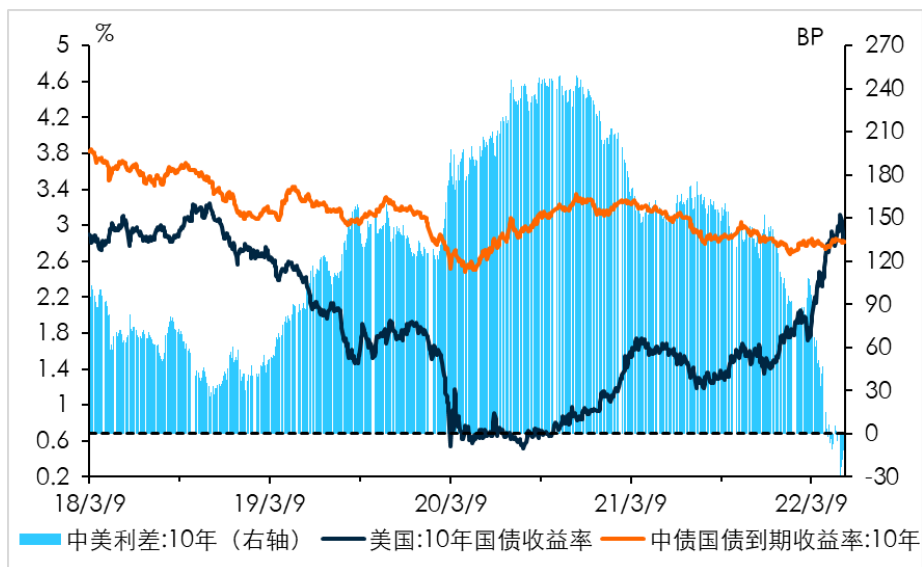


图 38 中美 10 年国债收益率及利差

资料来源：Wind。

5月以来，沪港通北向资金流动继续净流出。至5月16日，北向通资金合计净流出175.11亿元。

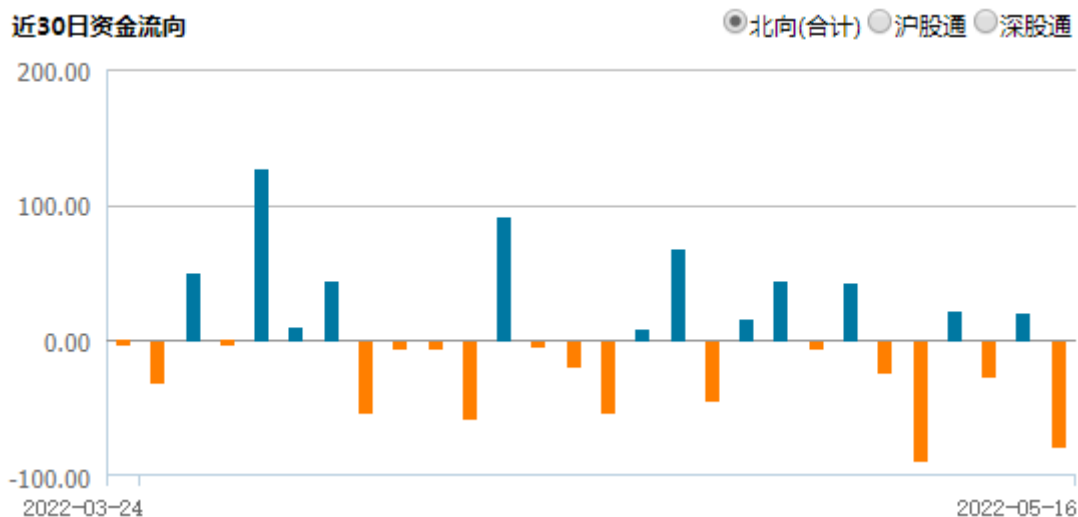


图 39 沪港通北向资金流动状况

资料来源：Wind。

经历了近 2 个月的封控，上海疫情已基本受控。至 5 月 16 日，上海本土新冠感染日新增 896 例，社会面感染连续两天为 0。上海正推动有序复工复产，按计划，6 月 1 日开始大概率全面放开管控。预计 6 月中下旬上海各项社会生产和港口运作才能全面恢复。此外，北京仍存在病毒隐匿传播，疫情防控仍较困难，后续疫情走势需加以关注。由于美国通胀水平十分高，美国总统拜登 5 月中旬表示，可能会取消对中国进口商品征收的部分关税，以帮助控制物价。预计后续部分商品取消关税概率较大，但真正对出口形成促进仍要等到上海的生产 and 港口运作全面恢复。

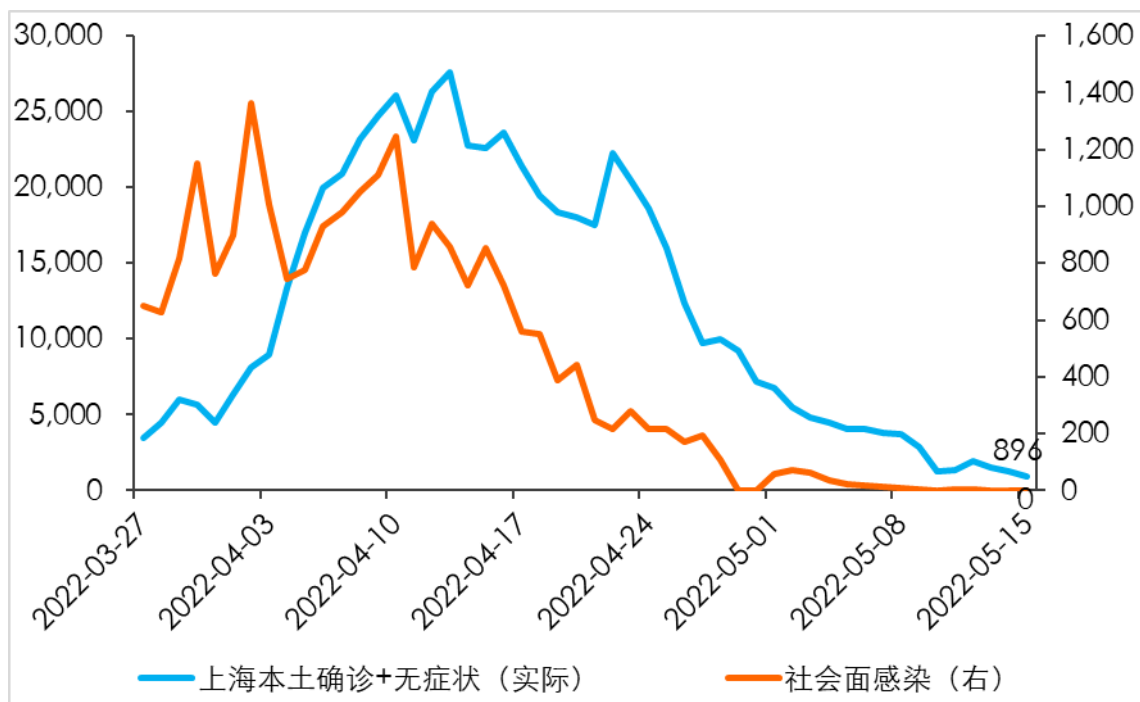


图 40 至 5 月 15 日上海新冠感染状况

资料来源：Wind。

人民币短期仍有小幅贬值压力。由于上海各项社会生产活动要实现全面恢复，预计需到六月中下旬，此前出口相关生产和供应链仍将受阻，国内经济预计仍有一定下行，经常账户短期继续对人民币不利。美联储正式加快收紧货币政策，美元仍可能有所走升，同时外资仍会继续有所流出，资本项目也对人民币形成一定压力。但当前人民币贬值压力已大部分释放，央行也不会坐视人民币过度贬值，若后续人民币有大幅贬值动向，预计央行会接连出台多项政策来稳汇率。5 月 13 日，银保监会表态，不要赌人民币持续单边贬值。监管层已向市场释放出稳汇率信号。综合来看，人民币短期

可能小幅走贬。

## 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。