

稳定币，缘何“不稳定”？

近期，UST 稳定币的脱锚掀起了加密货币市场的剧烈动荡，稳定币为何不再“稳定”，对权益等市场又有多大的外溢效应？本文分析，仅供参考。

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：什么是稳定币？可规避监管、延展上链、与储备资产挂钩的加密货币稳定币是一种与美元或黄金等储备资产挂钩的数字货币，稳定币市场自 2014 年以来快速发展，市值规模已逾 1500 亿美元。首枚稳定币 Tether (USDT) 于 2014 年诞生，开创了兑美元平价的先河。伴随着加密货币市场的快速发展，稳定币的市值规模也快速扩张。当下，稳定币总市值高达 1591 亿美元，其中美元稳定币占据绝对主导地位，市值高达 1580 亿美元。

加密货币市场交易、流通、借贷等需求驱动下，可规避监管、延展上链、币值稳定的三类稳定币应运而生。1) 法币与加密货币的交易易受监管扰动；2) 传统法币无法满足通过智能合约实现的借贷需求；3) 比特币等加密货币币值波动剧烈。稳定币填补了这一空白，迅速成为市场主流。当前，稳定币主要有法币抵押型稳定币、加密货币抵押型稳定币和算法稳定币三种类型。

➤ 二问：为何近期稳定币不再“稳定”？UST 庞氏骗局引爆的情绪震荡

近期，稳定币 UST 兑美元脱锚，引发加密货币市场大幅震荡，UST 看似精妙的设计背后，潜藏着庞氏骗局的危机。UST 生态中的 Anchor 借贷协议提供了远高于其他平台的存贷利率。为吸引借款者，设计者为借款者提供 ANC 代币激励，其价值依赖于 Anchor 规模扩张。去年 11 月市场转熊后，投资者借款意愿走弱，存款大幅上升，Anchor 协议入不敷出，难以维系。

做空力量进一步加速了 UST 泡沫的破灭，造成了 UST 与 LUNA 的螺旋式下跌。5 月 7 日至 8 日，UST 存款大幅流出近 30 亿美元，做空力量的抛售加速了 UST 泡沫的破灭。为了救市，LFG 大举注入 5 亿美元的 UST，并购入了 15 亿美元 BTC。然而 LUNA 价格崩盘下，UST 与 LUNA 的套利机制失灵，LUNA 币值“零下限”约束加速了磁吸效应，使救市资金快速耗尽。

➤ 三问：稳定币风波会外溢吗？加密货币内部传染，外溢效应相对有限

加密货币市场内部，算法稳定币的冲击或向其他稳定币外溢，而挤兑中储备资产的抛售，易加剧其他加密货币的震荡。本轮 UST 风波中，5 月 10 日至 5 月 12 日间，受稳定币脱锚的情绪冲击，其他稳定币币值也出现显著波动，其中，同为算法稳定币的 USDN 调整剧烈。同时，UST 储备资产救市中，大量比特币被抛售；比特币的快速贬值，也迅速向其他加密货币传染。

当前加密货币市场整体规模仍相对较小，向外部市场的外溢效应有限。相较于 48 万亿的美股市值、28 万亿的美债市值和 12 万亿的黄金市值，加密货币市场的 1.2 万亿的市值仍相对较小。但随着比特币等资产规模的扩张，当下加密货币市场已对宏观流动性环境愈发敏感。这也导致了宏观环境变化时，投资者情绪在两市场间相互传染，加密货币与美股市场出现趋同变化。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、加密货币监管政策出现重大变化

内容目录

一、周度专题：稳定币，缘何“不稳定”？	4
1.1、什么是稳定币？可规避监管、延展上链、与储备资产挂钩的加密货币	4
1.2、为何近期稳定币不再“稳定”？UST 庞氏骗局引爆的情绪震荡	5
二、数据跟踪：美债利率继续回落，美国股市强势反弹	9
2.1、权益市场追踪：美股强势反弹，欧洲市场普遍上涨	9
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化	11
2.3、外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元贬值	11
2.4、大宗商品市场追踪：原油价格上涨，生猪继续回升	12

图表目录

图表 1：2020 年以来，稳定币市值规模快速扩张	4
图表 2：美元稳定币在当前占据绝对主导地位	4
图表 3：各国家与地区比特币的合法性	4
图表 4：比特币、以太坊等加密货币市值波动较大	4
图表 5：稳定币成为了加密货币市场最主流的货币对	5
图表 6：稳定币同样是加密货币借贷市场上的主流	5
图表 7：三种类型稳定币的市值分布	5
图表 8：Tether 储备资产分布	5
图表 9：UST 与 LUNA 市值近乎清零	6
图表 10：5 月 7 日以来，加密货币市场巨幅震荡	6
图表 11：Anchor 协议的借贷利率远高于其他市场	6
图表 12：ANC 代币分配中有 40%用于激励借款	6
图表 13：2021 年 11 月以来，加密货币市场由牛转熊	6
图表 14：Anchor 协议上存款快速增加	6
图表 15：Anchor 协议中 UST 存款的变化	7
图表 16：LFG 储备资产快速耗尽	7
图表 17：UST 与 LUNA 陷入螺旋式下跌	7
图表 18：LUNA 数量急剧增加	7
图表 19：其他稳定币价格也出现震荡	8
图表 20：LFG 储备资产结构	8
图表 21：当前加密货币整体市值规模仍相对较小	8
图表 22：标普 500 指数下跌时比特币多数承压	8
图表 23：当前主流稳定币占比	9
图表 24：法币支持型稳定币与央行数字货币异同	9

图表 25: 本周, 发达国家股指普遍上涨	10
图表 26: 本周, 新兴市场股指多数上涨	10
图表 27: 本周, 美股行业普遍上涨	10
图表 28: 本周, 欧元区行业普遍上涨	10
图表 29: 本周, 恒生指数小幅调整	10
图表 30: 本周, 恒生行业涨跌互现	10
图表 31: 主要发达国家 10 年期国债收益率走势分化	11
图表 32: 本周, 美国 10 年期国债利率回落, 英德上行	11
图表 33: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数下行	11
图表 34: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行	11
图表 35: 本周, 美元指数走弱	12
图表 36: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元升值	12
图表 37: 本周, 主要新兴市场兑美元多数升值	12
图表 38: 本周, 土耳其里拉兑美元大幅贬值	12
图表 39: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍升值	12
图表 40: 本周, 美元兑人民币继续升值	12
图表 41: 本周, 大宗商品价格多数上涨	13
图表 42: 本周, 布伦特原油、WTI 原油价格双涨	13
图表 43: 本周, 焦煤价格下跌、动力煤价格上涨	13
图表 44: 本周, 铜铝价格共振下跌	14
图表 45: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回升	14
图表 46: 本周, 黄金和白银价格均上涨	14
图表 47: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回落	14

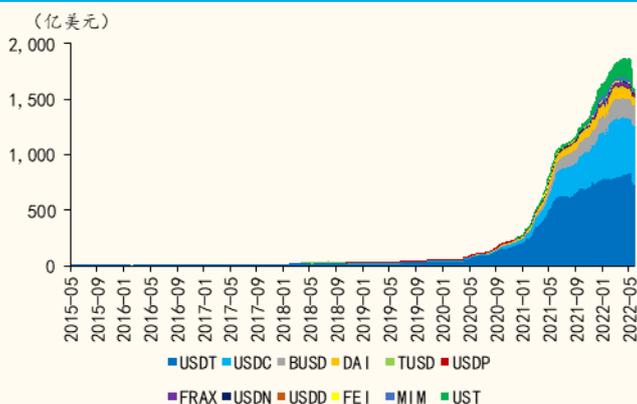
一、周度专题：稳定币，缘何“不稳定”？

近期，UST 稳定币的脱锚掀起了加密货币市场的剧烈动荡，稳定币为何不再“稳定”，对权益等市场又有多大的外溢效应？本文分析，可供参考。

1.1、什么是稳定币？可规避监管、延展上链、与储备资产挂钩的加密货币

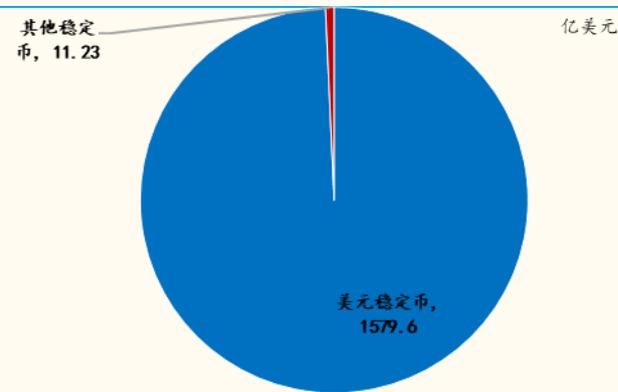
稳定币是一种与美元或黄金等储备资产挂钩的数字货币，稳定币市场自 2014 年以来快速发展，市值规模一度逾 1800 亿美元。首例稳定币 Tether (USDT) 于 2014 年诞生，并维持了与美元 1: 1 的挂钩比例。伴随着加密货币市场的快速发展，稳定币的市值规模也快速扩张。2020 年 1 月，稳定币市值仅有 52.29 亿美元，近 2 年中，USDT 等稳定币市值不断膨胀、新型稳定币层出不穷，稳定币市场的整体规模也在今年 2 月突破 1800 亿美元。当下，美元稳定币占据了绝对主导地位，市值高达 1580 亿美元，远超欧元、黄金等其他类型稳定币。

图表 1：2020 年以来，稳定币市值规模快速扩张



来源：CoinGecko，国金证券研究所

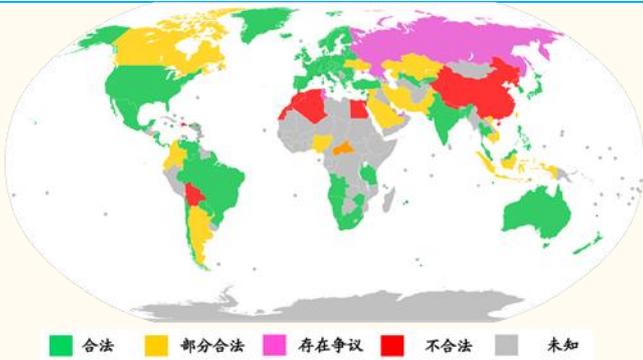
图表 2：美元稳定币在当前占据绝对主导地位



来源：CoinMarketCap，国金证券研究所

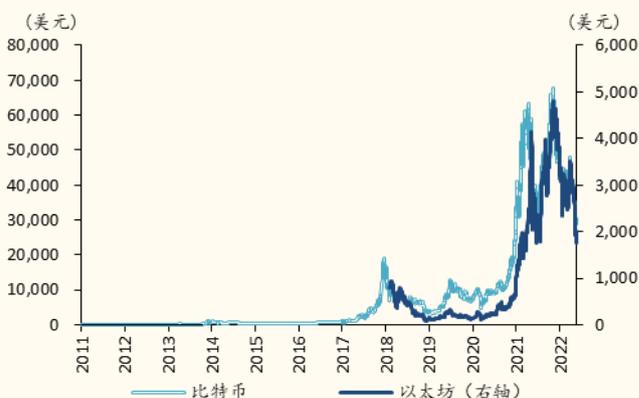
加密货币市场需要币值稳定、可自由流通的通用货币来满足市场交易、流通、借贷等需求，稳定币由这一需求催生。1) 加密货币作为新生事物，许多国家和地区对其合法性仍在不断调整的过程中，这导致法币与加密货币的交易易受监管政策的扰动；2) 随着区块链技术的发展，传统法币无法编程等弊端愈发突出，无法满足加密货币市场借助智能合约实现的借贷等需求；3) 以比特币、以太坊为代表的加密货币自身币值波动剧烈，无法承担满足投资者交易、流通等需求。稳定币恰恰填充了这一空白，并迅速成为交易、借贷市场的主流。

图表 3：各国家与地区比特币的合法性



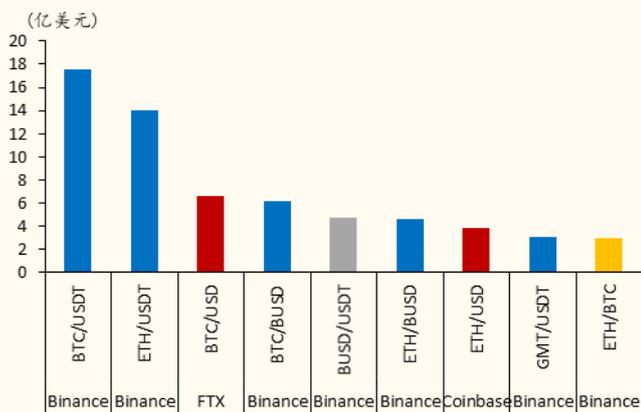
来源：Wikipedia，国金证券研究所

图表 4：比特币、以太坊等加密货币币值波动较大



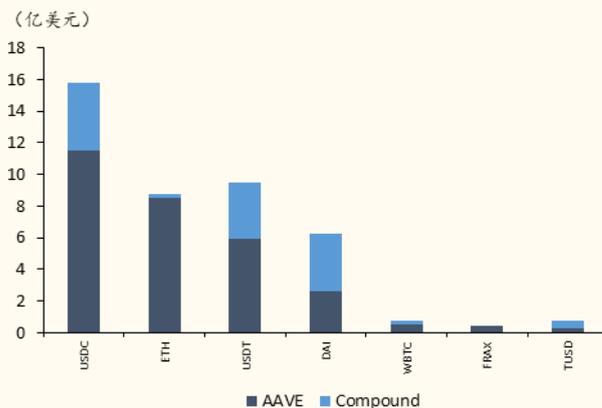
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5: 稳定币成为了加密货币市场最主流的货币对



来源: Binance, FTX, Coinbase, 国金证券研究所

图表 6: 稳定币同样是加密货币借贷市场上的主流



来源: AAVE, Compound, 国金证券研究所

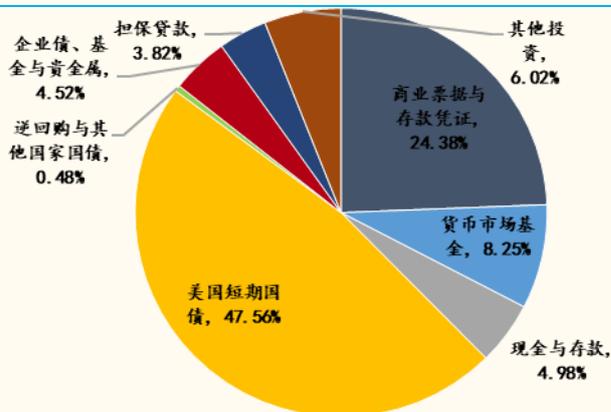
当前稳定币主要有法币抵押型稳定币、加密货币抵押型稳定币和算法稳定币三种类型。1) 以 USDT 为代表的法币抵押型稳定币是目前稳定币的主流形式, 该类稳定币类似于港币, 依托足额的法币资产储备发行; 2) 以 DAI 为代表的加密货币抵押型稳定币依托以太坊等超额资产储备发行; 3) 以 UST 为代表的算法稳定币则没有抵押资产, 其币值的稳定依托于衍生品 LUNA。UST 的算法保证每有 1 单位 UST 发行, 则有 1 美元 LUNA 被销毁, 同时 1 单位 UST 也可以随时兑换 1 美元 LUNA。在套利交易的辅助下, UST 实现了兑美元的稳定。

图表 7: 三种类型稳定币的市值分布



来源: CoinGecko, 国金证券研究所

图表 8: Tether 储备资产分布

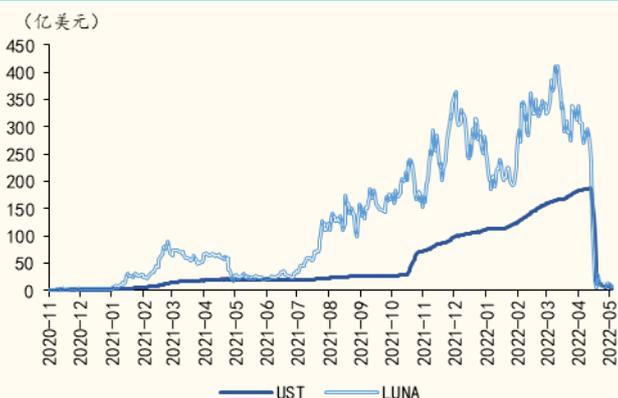


来源: Tether, 国金证券研究所

1.2、为何近期稳定币不再“稳定”？UST 庞氏骗局引爆的情绪震荡

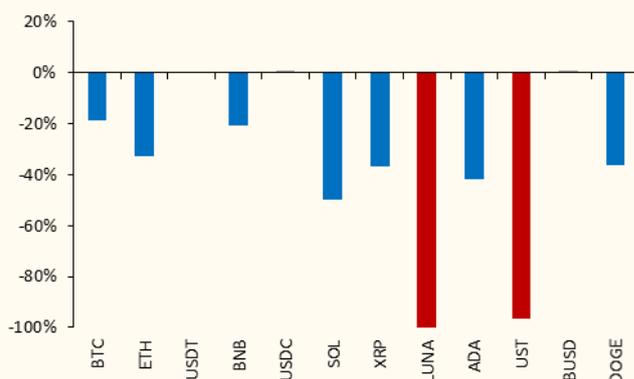
近期, 加密货币市场大幅震荡。稳定币 UST 兑美元的锚定被打破, 其衍生品 LUNA 币值近乎“清零”, 其他主流加密货币也均大幅贬值。此轮震荡始于 5 月 8 日, 第三大稳定币 UST 兑美元的平价率先被打破, 随后 UST 与其衍生品 LUNA 螺旋式下跌, 市值在短短 4 日内几乎清零。UST 风波的情绪扰动下, 币圈整体大幅震荡, 比特币、以太坊和币安币分别下跌 19.0%、32.9%和 20.7%。

图表 9: UST 与 LUNA 市值近乎清零



来源: CoinGecko, 国金证券研究所

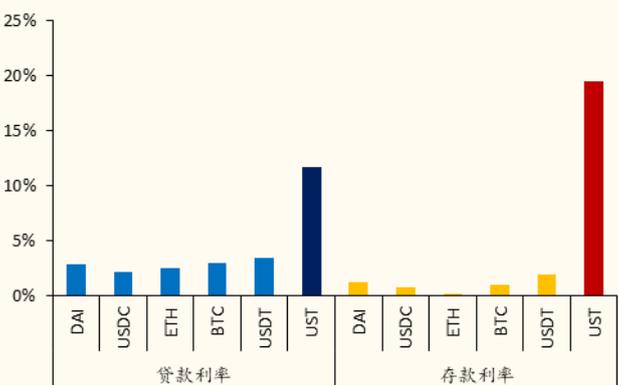
图表 10: 5月7日以来, 加密货币市场巨幅震荡



来源: CoinGecko, Bloomberg, 国金证券研究所

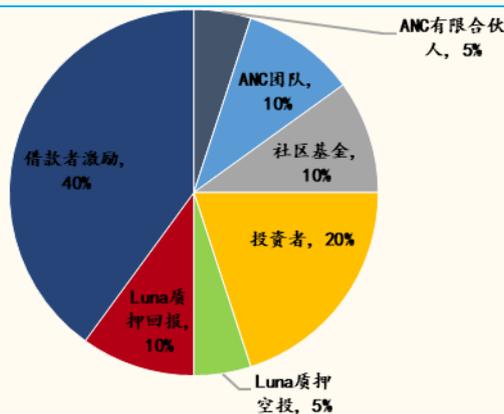
稳定币 UST 看似精妙的设计背后, 潜藏着庞氏骗局的危机。UST 的快速扩张依赖于 Terra 链上 Anchor 应用的吸引力。Anchor 协议提供了高达 19.5% 的年化存款收益率, 但同时, 其贷款利率也远高于其他平台。为了吸引更多的借款者, 设计者为借款者提供了丰厚的 ANC 代币激励, 而 ANC 代币的价值则依赖于 Anchor 规模的扩张。牛市中, Anchor 借贷中, 借款利息与质押收入超出存款利息支出, 而 Anchor 的扩张也带来了 ANC 的升值。但去年 11 月市场转熊后, 投资者借款意愿走弱, 存款则大幅上升, 利息支出刺破了原本的良性循环。

图表 11: Anchor 协议的借贷利率远高于其他市场



来源: DeFiRate, 国金证券研究所

图表 12: ANC 代币分配中有 40% 用于激励借款



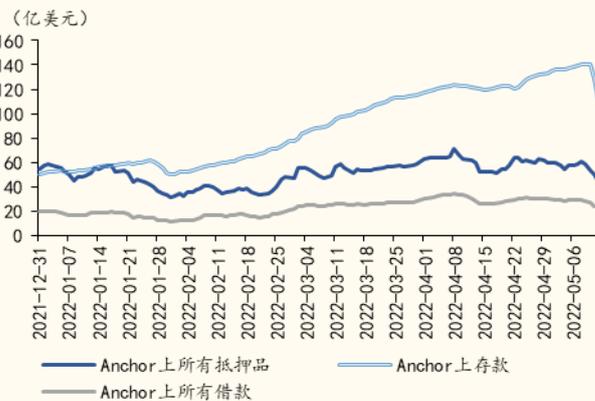
来源: Anchor Protocol, 国金证券研究所

图表 13: 2021年11月以来, 加密货币市场由牛转熊



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

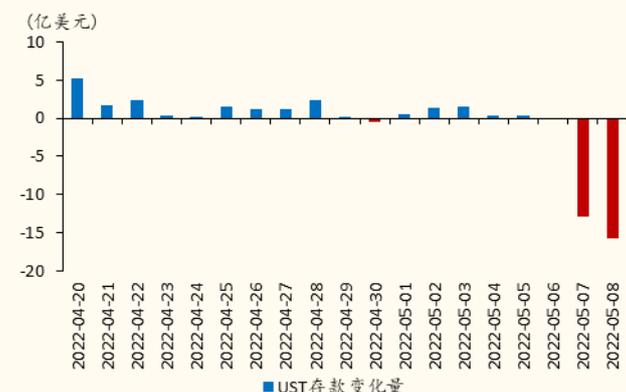
图表 14: Anchor 协议上存款快速增加



来源: Smartstake, 国金证券研究所

做空力量加速了 UST 泡沫的破灭，而储备池 Luna Foundation Guard (LFG) 的资金动用也未能扭转 UST 与 LUNA 的螺旋式下跌。加密货币市场的牛熊转换暴露了 Anchor 协议入不敷出，并将在 6 月耗尽储备池的风险。5 月 7 日至 8 日，UST 存款大幅流出近 30 亿美元，做空力量的抛售加速了 UST 泡沫的破灭。为了救市，LFG 大举注入 5 亿美元的 UST，并购入了 15 亿美元 BTC。然而 LUNA 价格崩盘下，UST 与 LUNA 的套利机制失灵，超发的 LUNA 也无力使市值重归 UST 以上，币值“零下限”约束加速了磁吸效应，使救市资金快速耗尽。

图表 15: Anchor 协议中 UST 存款的变化



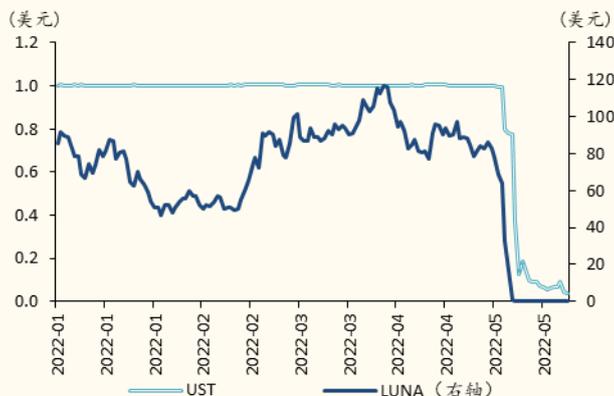
来源: Smartstake, 国金证券研究所

图表 16: LFG 储备资产快速耗尽



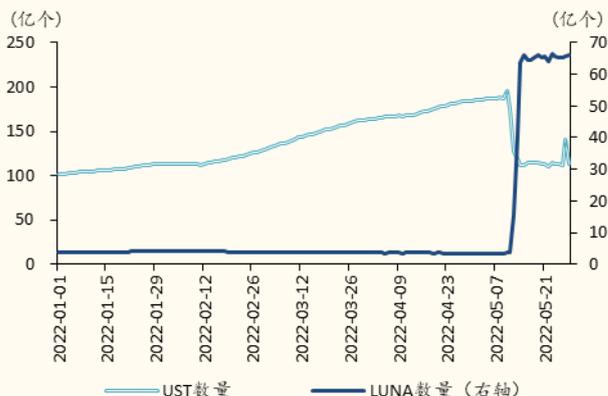
来源: LFG, 国金证券研究所

图表 17: UST 与 LUNA 陷入螺旋式下跌



来源: CoinGecko, 国金证券研究所

图表 18: LUNA 数量急剧增加

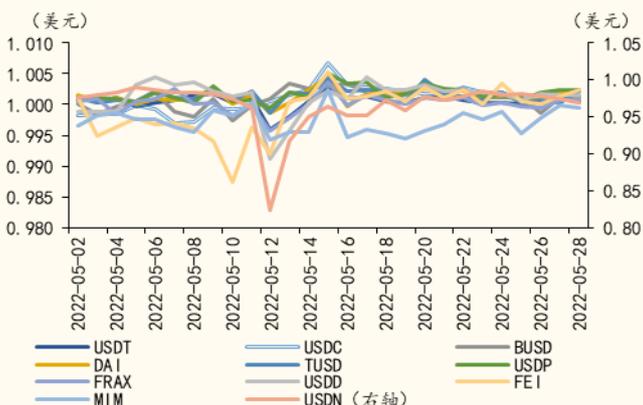


来源: CoinGecko, 国金证券研究所

1.3、稳定币风波会外溢吗？加密货币内部传染，外溢效应相对有限

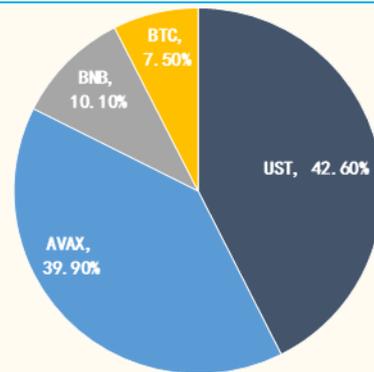
加密货币内部，算法稳定币的冲击或向其他稳定币外溢，而挤兑中储备资产的抛售，易导致加密货币市场整体的震荡。本轮 UST 风波中，5 月 10 日至 5 月 12 日间，受稳定币脱锚的信心冲击，其他稳定币的币值也出现了明显的调整，其中同为算法稳定币的 USDN 调整最为剧烈。与此同时，LFG 储备资产救市中，大量比特币资产被抛售，带来了比特币的快速贬值，并迅速向其他加密货币传染。底层资产的集体调整，或将进一步加剧加密货币抵押型稳定币的崩盘风险。

图表 19: 其他稳定币价格也出现震荡



来源: CoinGecko, 国金证券研究所

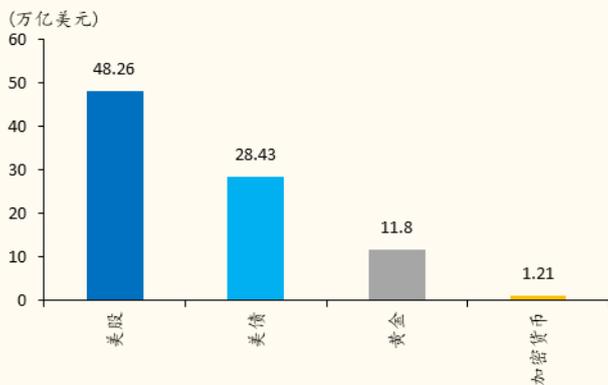
图表 20: LFG 储备资产结构



来源: LFG, 国金证券研究所

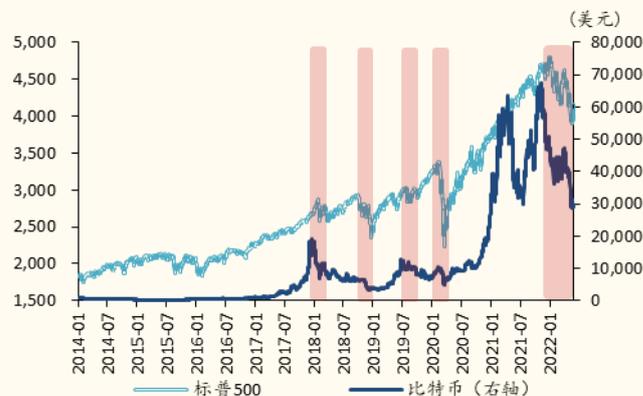
当前加密货币市场整体规模仍相对较小，向外部市场的溢出效应有限。相较于 48 万亿美元的美股市场、28 万亿美元的美债市值和 12 万亿美元的黄金市值，加密货币市场的市值仍相对较小，而稳定币最高时更是仅有 1800 亿市值。稳定币风波中法币抛售、储备资产抛售对美债等流动性资产的直接冲击非常有限。但随着比特币等资产规模的扩张，当下加密货币市场对宏观流动性环境愈发敏感，这也导致了宏观环境变化时，加密货币与美股市场的趋同变化，以及投资者情绪的相互传染。随着加密货币市场进一步发展，其外溢效应也将有所强化。

图表 21: 当前加密货币整体市值规模仍相对较小



来源: Bloomberg, CoinMarketCap, Wilshire, WGC, 国金证券研究所

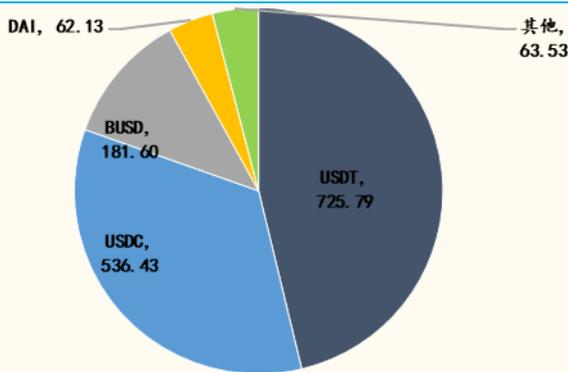
图表 22: 标普 500 指数下跌时比特币多数承压



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

长期来看，随着投资者对算法稳定币信心的动摇，法币支持型稳定币或继续巩固并扩大目前的地位，但需要关注央行数字货币（CBDC）的可能替代。当下，算法稳定币天然“不稳定”的风险已经暴露，而加密货币抵押型稳定币在加密货币市场巨幅震荡时也容易出现爆仓风险。长期来看，法币支持型稳定币在足额储备支撑下，则能无惧市场扰动，维持币值的稳定性，而货币市场流通、交易、借贷等职能的马太效应，或将进一步巩固 USDT、USDC 的领先地位。然而，随着 CBDC 的推进，监管与风险更为可控的央行数字货币将对其形成挑战。

图表 23: 当前主流稳定币占比



来源: CoinGecko, 国金证券研究所

图表 24: 法币支持型稳定币与央行数字货币异同

	法币支持型稳定币	央行数字货币
中心化	是	是
信用基础	法币储备	政府信用
币值稳定性	高	高
可延展性	高	高
外溢风险	高	低
监管难度	高	低

来源: NBER, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1) 稳定币是一种与美元或黄金等储备资产挂钩的数字货币, 在加密货币市场交易、流通、借贷等需求驱动下, 该市场自 2014 年以来快速发展, 市值规模逾 1500 亿美元。当前, 稳定币主要有法币抵押型稳定币、加密货币抵押型稳定币和算法稳定币三种类型。近期发生严重脱锚的 UST 是算法稳定币的代表。
- 2) 近期, 稳定币 UST 兑美元脱锚, 引发加密货币市场大幅震荡。UST 看似精妙的设计背后, 潜藏着庞氏骗局的危机。UST 快速扩张的基础, Anchor 的高息依托于 ANC 代币激励, 而该代币价值则依赖于 Anchor 规模扩张。一旦牛熊逆转, Anchor 协议将入不敷出, 难以维系。做空力量进一步加速了 UST 泡沫的破灭, 造成了 UST 与 LUNA 的螺旋式下跌。救市资金被快速耗尽, 未能挽救 UST 币值。
- 3) 加密货币市场内部, 算法稳定币的冲击或向其他稳定币外溢, 而挤兑中储备资产的抛售, 易加剧其他加密货币的震荡。但相较于美股、美债等, 当前加密货币市场 1.2 万亿美元的市值规模仍相对较小, 向外部市场的溢出效应有限。
- 4) 长期来看, 法币支持型稳定币或将继续巩固并扩大目前的地位, 但需要关注央行数字货币 (CBDC) 的潜在替代。当下, 算法稳定币天然“不稳定”的风险已经暴露, 而加密货币抵押型稳定币在市场巨幅震荡时也易出现爆仓风险, 法币支持型稳定币在足额储备支撑下则能够无惧市场扰动, 维持币值稳定。然而, 随着 CBDC 的推进, 监管与风险更为可控的央行数字货币将对其形成挑战。

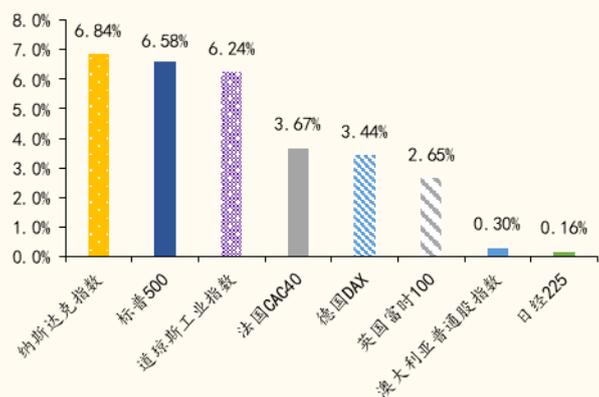
二、数据跟踪: 美债利率继续回落, 美国股市强势反弹

2.1、权益市场追踪: 美股强势反弹, 欧洲市场普遍上涨

发达国家股指普遍上涨。纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数、法国 CAC40、德国 DAX、英国富时 100、澳大利亚普通股指数和日经 225 分别上涨 6.84%、6.58%、6.24%、3.67%、3.44%、2.65%、0.30%和 0.16%。

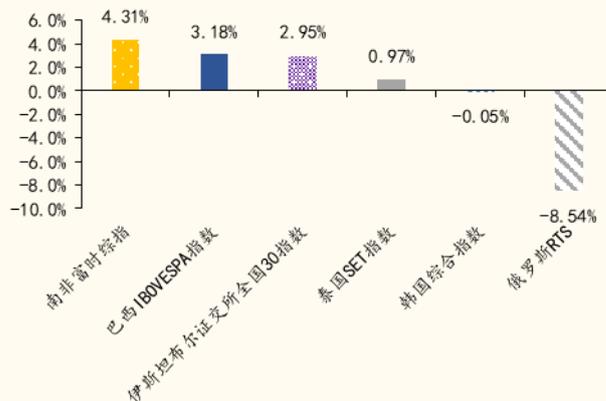
新兴市场股指多数上涨。南非富时综指、巴西 IBOVESPA 指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数和泰国 SET 指数分别上涨 4.31%、3.18%、2.95%和 0.97%; 俄罗斯 RTS 和韩国综合指数分别下跌 8.54%和 0.05%。

图表 25: 本周, 发达国家股指普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 本周, 新兴市场股指多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

美股行业普遍上涨。其中非必需消费、能源、信息技术和金融领涨, 分别上涨9.24%、8.09%、8.07%和8.05%。

欧元区行业普遍上涨。其中能源、非必需消费、科技和金融领涨, 分别上涨5.65%、5.41%、4.73%和4.01%。

图表 27: 本周, 美股行业普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 本周, 欧元区行业普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

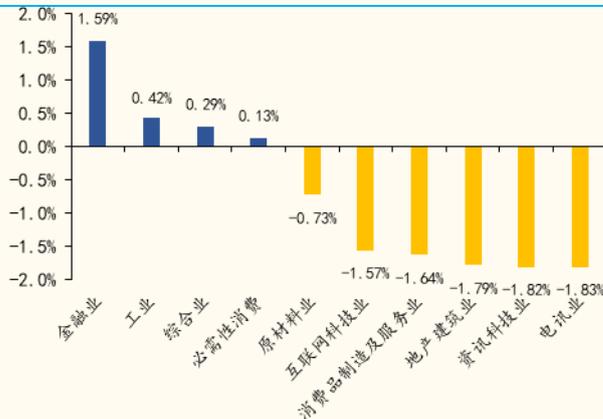
香港市场小幅调整, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌 2.27%、0.54%和 0.10%。行业方面, 恒生行业涨跌互现, 金融业、工业和综合业领涨, 分别上涨 1.59%、0.42%和 0.29%; 电讯业、咨询科技业和地产建筑业领跌, 分别下跌 1.83%、1.82%和 1.79%。

图表 29: 本周, 恒生指数小幅调整



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 本周, 恒生行业涨跌互现

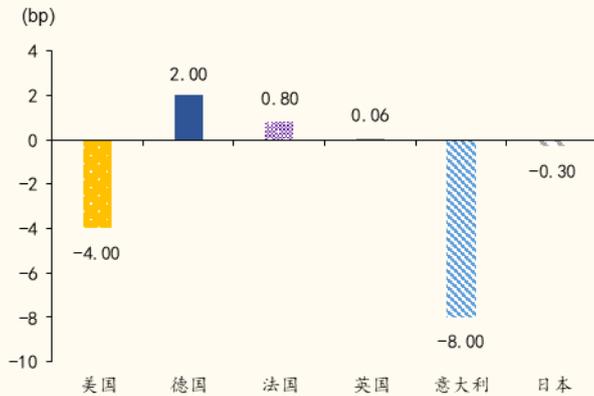


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化

发达国家 10 年期债券收益率走势分化。美国 10 年期国债收益率下行 4.0bp 至 2.74%，英国和德国 10 年期国债收益率分别上行 0.1bp 和 2.0bp 至 1.90% 和 1.00%。法国 10 年期国债收益率上行 0.8bp；意大利、日本 10 年期国债收益率分别下行 8.0bp、0.3bp。

图表 31：主要发达国家 10 年期国债收益率走势分化



来源：Wind，国金证券研究所

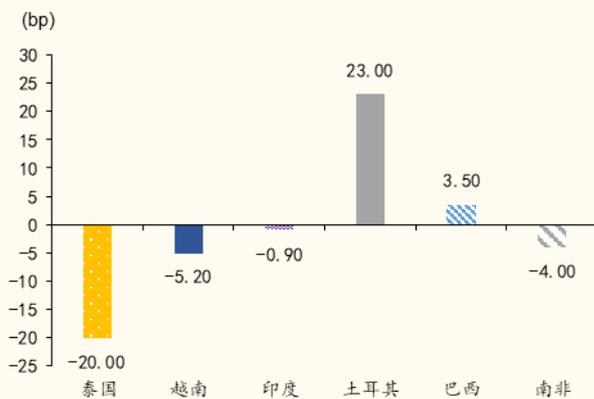
图表 32：本周，美国 10 年期国债利率回落，英德上行



来源：Wind，国金证券研究所

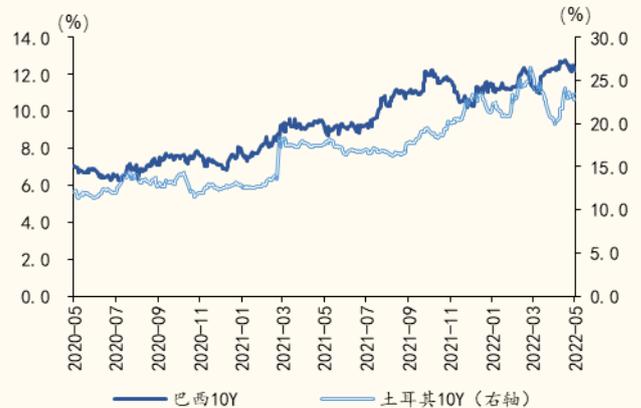
新兴市场 10 年期国债收益率多数下行。土耳其 10 年期国债收益率上行 23.0bp 至 23.35%，巴西 10 年期国债收益率上行 3.5bp 至 12.26%。泰国、越南、南非和印度 10 年期国债收益率分别下行 20.0bp、5.2bp、4.0bp、0.9bp。

图表 33：新兴市场国家 10 年期国债收益率多数下行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：本周，土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行

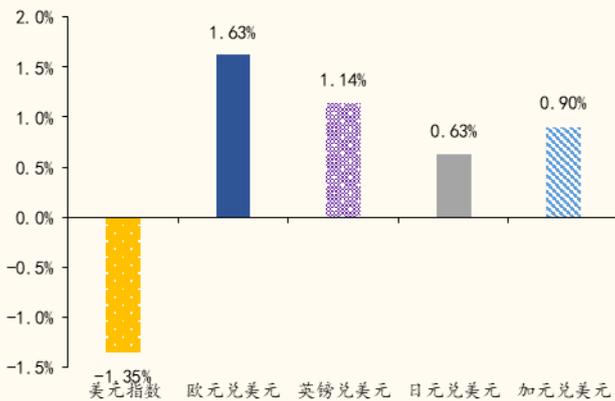


来源：Wind，国金证券研究所

2.3、外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元贬值

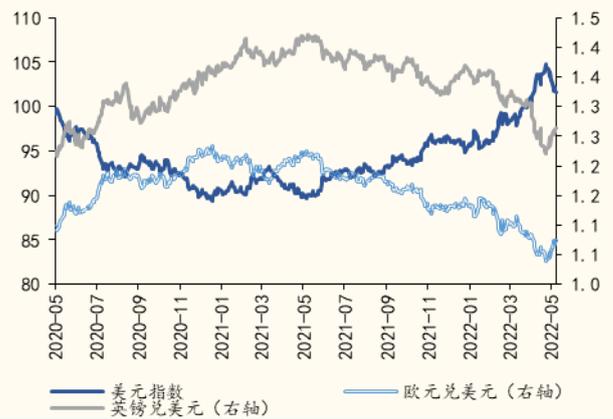
美元指数走弱。欧元、英镑和日元兑美元分别升值 1.63%、1.14% 和 0.63%。雷亚尔、韩元和印尼卢比兑美元分别升值 3.18%、1.22% 和 0.91%；土耳其里拉和菲律宾比索兑美元分别贬值 1.98% 和 0.16%。

图表 35: 本周, 美元指数走弱



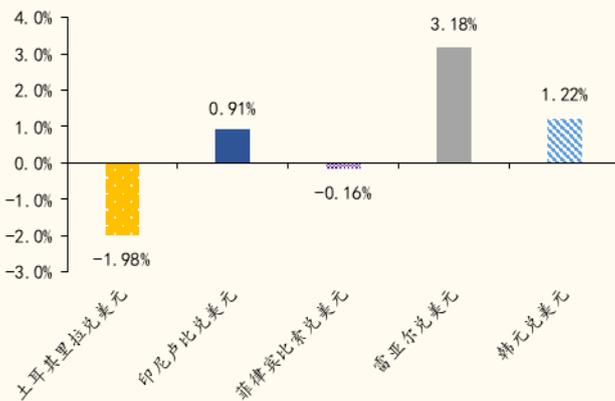
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元升值



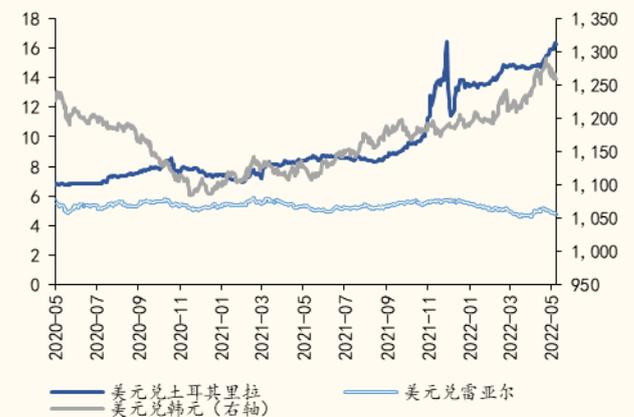
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 本周, 主要新兴市场兑美元多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

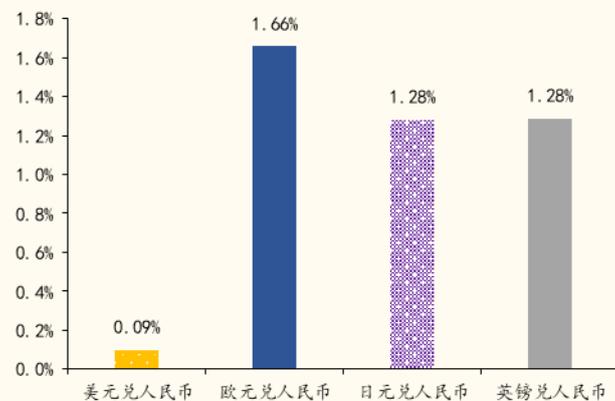
图表 38: 本周, 土耳其里拉兑美元大幅贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元汇率小幅贬值。美元、欧元、日元和英镑兑人民币分别升值 0.09%、1.66%、1.28% 和 1.28%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 63bp 至 6.6993, 美元兑离岸人民币汇率上行 204bp 至 6.7204。

图表 39: 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 40: 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: 原油价格上涨, 生猪继续回升

大宗商品价格多数上涨。本周，原油和贵金属普遍上涨，有色、黑色金属和农产品走势分化。其中，下跌幅度最大的是棉花和焦煤，分别下跌 3.46%和 3.34%；涨幅最大的是生猪和布伦特原油，分别上涨 7.81%和 6.11%。

图表 41：本周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2022-05-27	2022-05-20	2022-05-13	2022-05-06	2022-04-29
原油	WTI原油	4.34%	-0.19%	0.66%	4.85%	2.57%
	布伦特原油	6.11%	0.90%	-0.75%	2.79%	2.52%
贵金属	COMEX黄金	0.50%	1.87%	-3.96%	-1.51%	-1.17%
	COMEX银	1.95%	3.20%	-6.11%	-3.11%	-4.84%
有色	LME铜	-0.74%	5.11%	-5.07%	-4.71%	-4.46%
	LME铝	-3.00%	7.75%	-6.69%	-7.93%	-7.10%
	LME镍	0.99%	1.00%	-9.33%	-9.58%	-3.77%
	LME锌	1.26%	6.10%	-11.87%	-10.43%	-5.80%
黑色	动力煤	3.91%	0.87%	-1.82%	2.67%	0.37%
	焦煤	-3.34%	3.48%	-8.36%	-0.27%	-8.10%
	沥青	5.32%	0.53%	0.58%	2.50%	5.65%
	铁矿石	3.26%	2.92%	-6.13%	0.06%	-3.88%
	螺纹钢	-1.08%	-0.09%	-4.53%	-0.60%	-3.03%
农产品	生猪	7.81%	-2.96%	6.54%	-0.49%	3.67%
	棉花	-3.46%	-0.19%	-0.93%	-0.76%	0.84%
	豆粕	0.41%	3.44%	-0.27%	-0.52%	-1.17%
	豆油	3.69%	0.41%	0.20%	-2.46%	3.80%

来源：Wind、国金证券研究所

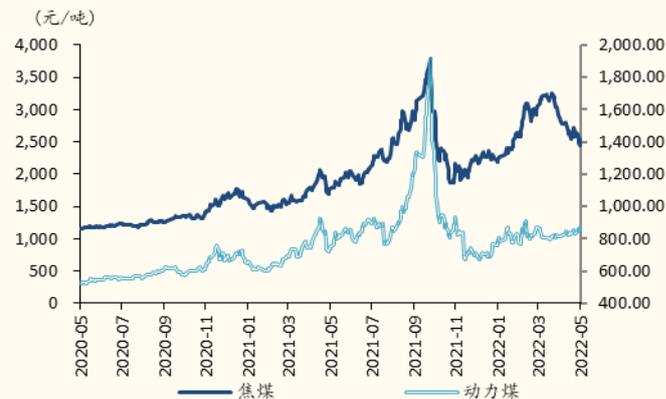
原油价格上涨，黑色金属多数上涨。布伦特原油和 WTI 原油价格分别上涨 6.11%、4.34%至 119.43 美元/桶、115.07 美元/桶。焦煤价格下跌 3.34%至 2545 元/吨，动力煤价格上涨 3.91%至 871 元/吨。沥青和铁矿石价格分别上涨 5.32%、3.26%至 4590 元/吨、854 元/吨，螺纹钢价格下跌 1.08%至 4561 元/吨。

图表 42：本周，布伦特原油、WTI 原油价格双涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：本周，焦煤价格下跌、动力煤价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

铜铝价格共振下跌，贵金属价格上涨。LME 铝和 LME 铜价格分别下跌 3.00%、0.74%至 2845 美元/吨、9390 美元/吨。通胀预期从前值的 2.55%回升至 2.63%。COMEX 黄金、COMEX 银分别上升 0.50%、1.95%至 1851.30 美元/盎司、22.10 美元/盎司。10 年期美债实际收益率从前值的 0.23%回落至 0.11%。

图表 44: 本周, 铜铝价格共振下跌



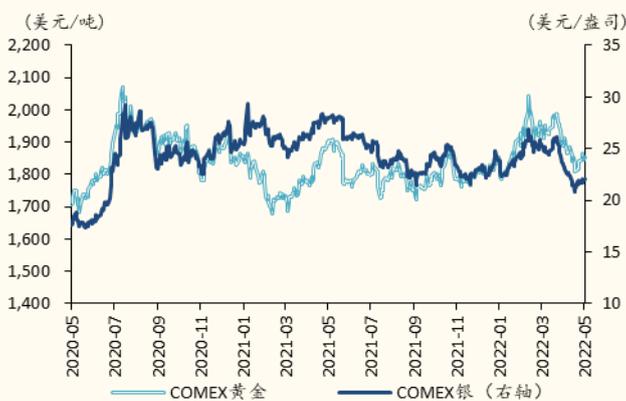
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回升



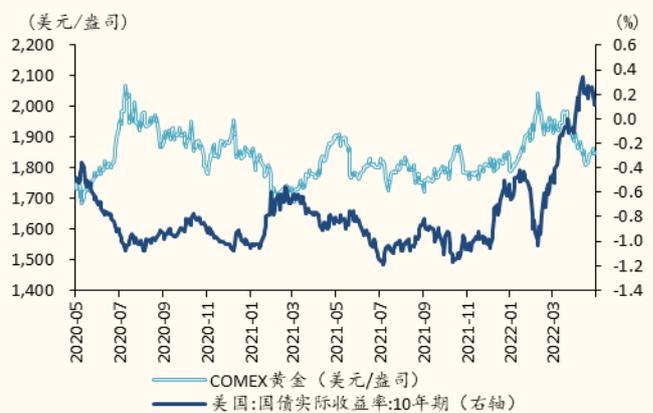
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 本周, 黄金和白银价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回落



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、**加密货币监管政策出现重大变化:** 随着加密货币市场的大幅震荡, 部分国家监管政策显著收紧。

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