

## 南下资金“全景”分析

年初至今，港股震荡下行、南下资金却持续买入，内地投资者为何不断增持港股，又是哪些因素在影响南下资金的流动？本文分析，可供参考。

### ➤ 一问：南下资金投资者结构如何？以险资、公募等机构投资者为主

随着内地与香港互联互通的推进、港股通标的的扩容，港股通已成为内地投资者配置港股最主要的渠道。2014年11月、2016年12月沪港通与深港通相继启动，港股通迅速成为港股配置的主力。截至2022年6月10日，港股通累计净买入2.01万亿，港股成交额占比也高达25%。当前港股通可投资标的共547支，主要分布在房地产、医疗保健、可选消费等行业。

南下资金投资者以机构为主，其中险资和公募基金占比较高。截至2021年末，南下资金中公募基金持股市值占比为33.24%，其他机构投资者中，保险资金或为投资主力军。根据港交所公布的数据，2018年港股内地投资者中机构交易占比已高达55.7%，个人投资者占比仅28.0%。考虑到个人投资者较高的换手率、及近些年的机构化趋势，机构投资者持股占比或将更高。

### ➤ 二问：为何资金要南下？多元化配置、“新经济”红利、低估值优势

多元化投资配置、分享“新经济”红利和挖掘低估值资产是资金南下的主要驱动力。1) 港股公司多在内地上市，南下资金有信息优势，与A股较低的相关性，也使多元化配置策略更加高效；2) 以互联网为代表的“新经济”多在港股上市，资金南下是内地投资者分享“新经济”红利的重要方式。3) 相较A股市场，港股市场的“低估值”优势，也对南下资金构成吸引。

当下，南下资金超配能源、信息技术、可选消费等行业，对低市盈率、行业龙头和AH股也有一定偏好。1) 从行业来看，南下资金行业间配置多元且相对平衡，对信息技术、可选消费、医疗保健等“新经济”适当超配；2) 从规模来看，南下资金偏好行业龙头；3) 从估值来看，南下资金超配PE10以下个股和AH股，这反映了内地投资者对估值具有相对优势个股的挖掘。

### ➤ 三问：哪些因素影响南下资金的流动？流动性、相对回报、风险偏好等

整体而言，市场流动性环境对南下资金有显著影响；流动性相对平稳时，南下资金的行为，会受港股、A股相对回报的影响。南下资金的流动，实质上是投资者在综合汇率预期、衡量港股、A股相对投资价值后做出的选择。历史回溯来看，当流动性环境过紧或过松时，南下资金流向将受流动性主导；流动性相对平稳时，南下资金则与恒生指数、上证指数相对走势息息相关。

结构来看，投资资金有着低风险偏好、和对“新经济”的青睐；这使得估值水平、市场风险与中概股表现，往往对南下资金的行为产生影响。1) 险资等机构投资者是港股通重要参与者，这类资金倾向在低估值、低风险和高股息率环境下投资，高AH股溢价、低市盈率、低VIX时，资金大举南下；2) 中概股表现、中概股回归也会对偏好“新经济”的部分资金产生影响。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、互联网政策持续收紧超预期

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

李欣越 联系人  
lixinyue@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、周度专题：南下资金“全景”分析.....                | 4  |
| 1.1、南下资金投资者结构如何？以险资、公募等机构投资者为主.....   | 4  |
| 1.2、为何资金要南下？多元化配置、“新经济”红利、低估值优势.....  | 6  |
| 1.3、哪些因素影响南下资金的流动？流动性、相对回报、风险偏好等..... | 10 |
| 二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，日元汇率跌至 20 年新低.....  | 12 |
| 2.1、权益市场追踪：全球股票市场普遍下跌.....            | 12 |
| 2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行.....   | 14 |
| 2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，日元大幅贬值.....         | 14 |
| 2.4、大宗商品市场追踪：黑色金属普遍上涨，有色金属多数下跌.....   | 16 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图表 1：香港市场投资渠道的不断拓展.....         | 4 |
| 图表 2：QDII、港股通与 ETF 互联互通的异同..... | 4 |
| 图表 3：近年来，南下资金规模不断扩张.....        | 4 |
| 图表 4：当前南下资金成交占比已近港股三成.....      | 4 |
| 图表 5：港股通标的需要满足的条件与规则.....       | 5 |
| 图表 6：港股通标的数量不断增加.....           | 5 |
| 图表 7：港股通标的市值占比已近港股八成.....       | 5 |
| 图表 8：公募基金持股市值不断攀升.....          | 6 |
| 图表 9：港股内地投资者中机构交易占比显著提升.....    | 6 |
| 图表 10：A 股市场个人投资者换手率显著高于机构.....  | 6 |
| 图表 11：投资港股的各类公募基金.....          | 6 |
| 图表 12：沪深港三市各板块流通市值占比.....       | 7 |
| 图表 13：港股上市公司注册地分布情况.....        | 7 |
| 图表 14：恒生指数与万得全 A 相关性并不高.....    | 7 |
| 图表 15：恒生指数与万得全 A 的历年收益率.....    | 7 |
| 图表 16：互联网巨头企业多数在香港上市.....       | 8 |
| 图表 17：保险、房地产等行业龙头多在香港上市.....    | 8 |
| 图表 18：部分板块龙头多选择在香港市场上市.....     | 8 |
| 图表 19：港股各行业市盈率显著低于 A 股.....     | 9 |
| 图表 20：各行业 AH 股溢价的中位值.....       | 9 |
| 图表 21：AH 股溢价率分布.....            | 9 |
| 图表 22：AH 股两地流通市值占比.....         | 9 |
| 图表 23：南下资金偏好能源、信息技术、可选消费等.....  | 9 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 24: 南下资金偏好低估值个股.....              | 9  |
| 图表 25: 南下资金偏好龙头企业与中小市值个股.....        | 10 |
| 图表 26: 南下资金偏好 AH 股 .....             | 10 |
| 图表 27: 宏观流动性宽松时南下资金买入较多 .....        | 10 |
| 图表 28: 基金发行规模与南下资金正相关.....           | 10 |
| 图表 29: 南下资金流向与港股 A 股相对表现 .....       | 11 |
| 图表 30: 人民币贬值预期也会对南下资金形成扰动 .....      | 11 |
| 图表 31: AH 股溢价率与南下资金流向.....           | 11 |
| 图表 32: 恒生综指市盈率与南下资金净买入 .....         | 11 |
| 图表 33: 市场风险较高时, 资金南下速度放缓 .....       | 11 |
| 图表 34: 股息率也是影响南下资金的重要因素 .....        | 11 |
| 图表 35: 中概股走势与南下资金净买入 .....           | 12 |
| 图表 36: 中概股回归提振情绪, 南下资金加速回归 .....     | 12 |
| 图表 37: 本周, 发达国家股指普遍下跌 .....          | 13 |
| 图表 38: 本周, 新兴市场股指普遍下跌 .....          | 13 |
| 图表 39: 本周, 美股行业普遍下跌.....             | 13 |
| 图表 40: 本周, 欧元区行业普遍下跌.....            | 13 |
| 图表 41: 本周, 恒生指数大幅反弹.....             | 13 |
| 图表 42: 本周, 恒生行业多数上涨.....             | 13 |
| 图表 43: 主要发达国家 10 年期国债收益率普遍上行 .....   | 14 |
| 图表 44: 本周, 美英德 10 年期国债利率均上行 .....    | 14 |
| 图表 45: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行 .....   | 14 |
| 图表 46: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行 ..... | 14 |
| 图表 47: 本周, 美元指数走强 .....              | 15 |
| 图表 48: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元贬值 .....       | 15 |
| 图表 49: 本周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值 .....       | 15 |
| 图表 50: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元大幅贬值.....     | 15 |
| 图表 51: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍贬值.....       | 15 |
| 图表 52: 本周, 美元兑人民币升值.....             | 15 |
| 图表 53: 本周, 大宗商品价格多数上涨 .....          | 16 |
| 图表 54: 本周, WTI 原油价格、布伦特原油价格双涨 .....  | 16 |
| 图表 55: 本周, 焦煤、动力煤价格上涨 .....          | 16 |
| 图表 56: 本周, 铝价下跌, 铜价上涨.....           | 17 |
| 图表 57: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回升.....         | 17 |
| 图表 58: 本周, 黄金和白银价格上涨 .....           | 17 |
| 图表 59: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回升.....    | 17 |

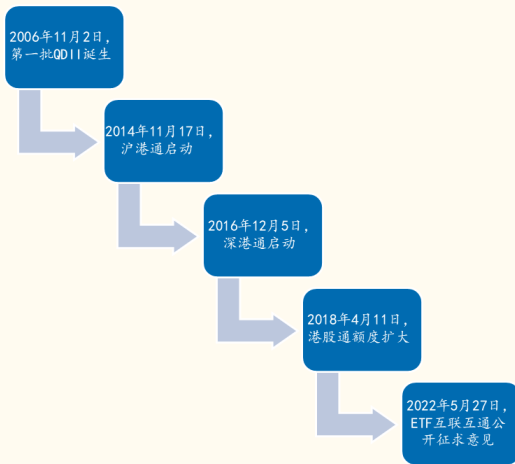
## 一、周度专题：南下资金“全景”分析

年初至今，港股震荡下行、南下资金却持续买入，内地投资者为何不断增持港股，又是哪些因素在影响南下资金的流动？本文分析，可供参考。

### 1.1、南下资金投资者结构如何？以险资、公募等机构投资者为主

港股通是我国资本市场逐步开放的重要一环，当下，港股通已经成为内地投资者配置港股的主要渠道。自 2006 年以来，内地投资者投资港股的渠道不断拓宽。2014 年 11 月、2016 年 12 月沪港通与深港通相继启动，丰富了 QDII 以外的投资渠道，南下资金迅速成为配置港股的主力。截至 2022 年 6 月 10 日，港股通累计成交净额高达 20171 亿元，远超 QDII 基金 2022 年一季度 1424 亿元的投资规模。当下，南下资金在港股成交额的占比约 25%。2022 年 5 月 27 日，即将落地的 ETF 互联互通，还将进一步拓宽内地投资者投资港股的渠道。

图表 1：香港市场投资渠道的不断拓展



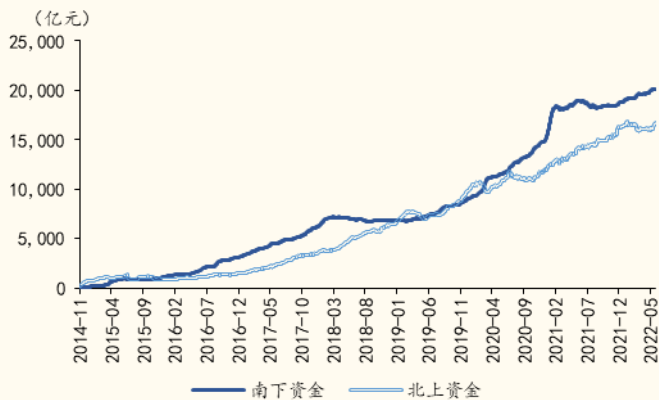
来源：港交所，上交所，深交所，外管局，国金证券研究所

图表 2：QDII、港股通与 ETF 互联互通的异同

|        | QDII                   | 港股通                           | ETF 互联互通     |
|--------|------------------------|-------------------------------|--------------|
| 投资范围   | 全部港股，也可投资外股            | 港股通标的                         | 全部港股         |
| 额度限制   | 对外累积投资规模不得超过1575.19亿美元 | 每日不得超过420亿元                   | 与股票额度一并统计管理  |
| 投资方式   | 投资者通过174家合格境内机构投资者间接投资 | 前20个交易日日均资产不低于50万元的投资者可开户直接投资 | 投资者通过ETF间接投资 |
| 累计投资规模 | 1424亿元（基金型）            | 20171亿元                       | 预计2211亿元     |
| 基金数量   | 172支（1424亿元）           | 2533支（5139亿元）                 | 预计6支（2211亿元） |
| 监管机构   | 外管局                    | 证监会、交易所                       | 证监会、交易所      |
| 跨境资金管理 | 资金可留存于当地市场             | 资金原路返回                        | 资金原路返回       |
| 交易币种   | 港币等                    | 人民币                           | 人民币          |

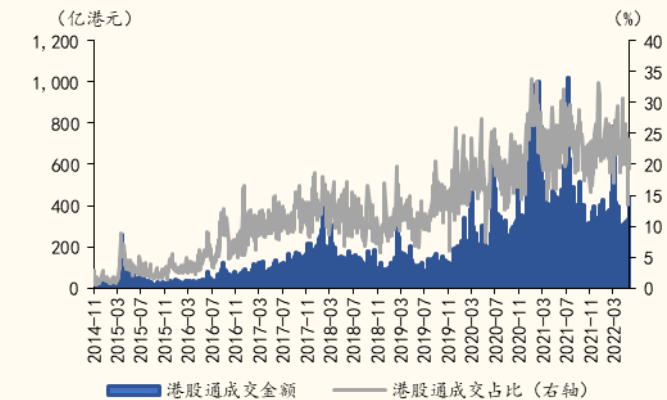
来源：港交所，上交所，深交所，外管局，证监会，国金证券研究所

图表 3：近年来，南下资金规模不断扩张



来源：Wind，国金证券研究所

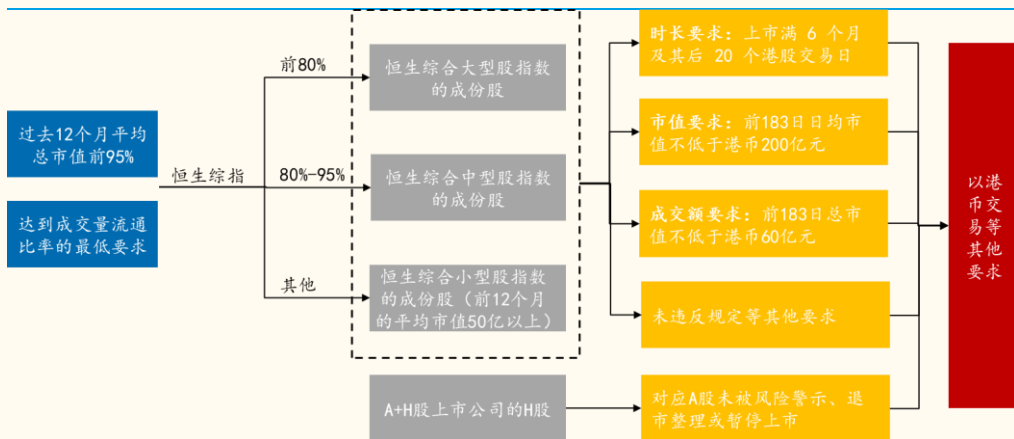
图表 4：当前南下资金成交占比已近港股三成



来源：Wind，国金证券研究所

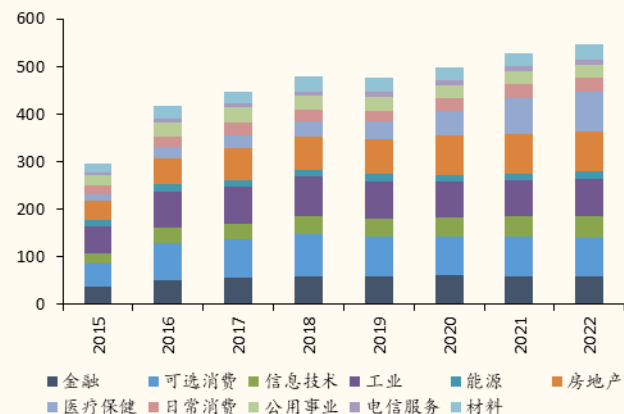
当前港股通共有 547 支投资标的，主要分布在房地产、医疗保健、可选消费等行业。根据《上海证券交易所沪港通业务实施办法》和《深圳证券交易所深港通业务实施办法》，港股通标的需要同时满足以下三项条件：1) 恒生综合大型股/中型股成分股，或前 12 个月平均市值 50 亿以上的恒生综合小型股成分股，以及满足一定条件的 A+H 股上市公司 H 股；2) 上市时长、市值、成交额等要求；3) 以港币交易等其他要求。2015 年以来，港股通标的由 296 支快速扩容至 547 支，虽然标的数量仅占港股 17.5%，但流通市值的占比则高达 77.9%。

图表 5: 港股通标的需要满足的条件与规则



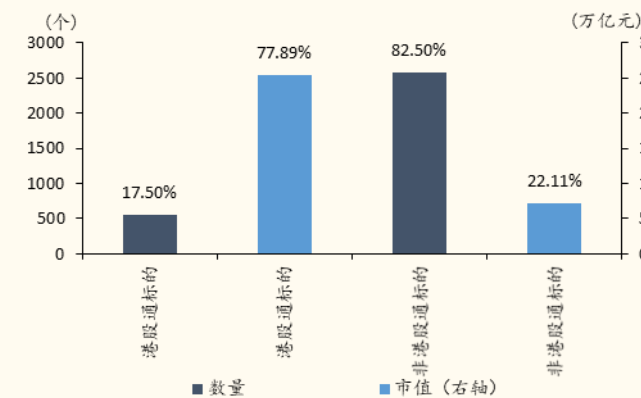
来源：上交所，深交所，国金证券研究所

图表 6: 港股通标的数量不断增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7: 港股通标的市值占比已近港股八成

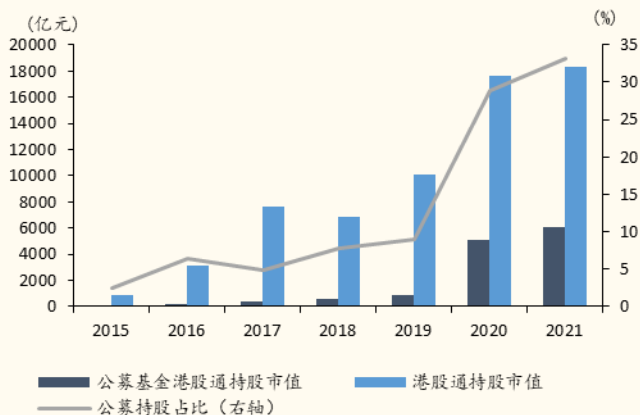


来源：Wind，国金证券研究所

南下资金的投资者以机构投资者为主，其中险资和公募基金占比较高。截至 2021 年，港股通中公募基金持股市值占比为 33.24%，余下的机构投资者中，险资或为投资者主力军。根据港交所发布的《现货市场交易研究调查》，相较于 2016 年，2018 年港股内地投资者中机构投资者交易占比显著提升，由 23.2% 提升至 55.7%，而个人投资者占比则由 62.1% 下降至 28.0%。考虑到个人投资者相对较高的换手率，机构投资者持股市值占比或将更高。现有投资港股的公募中，偏股混合型基金占据半壁江山，而包括 QDII 在内的指数型占比约二成。

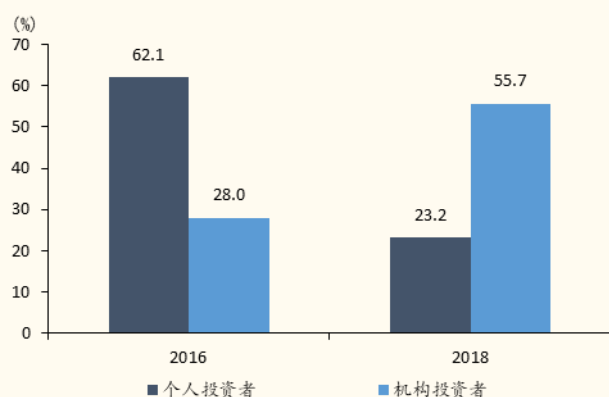


图表 8: 公募基金持股市值不断攀升



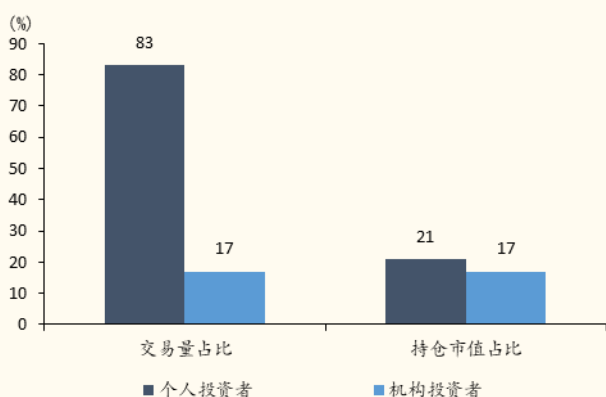
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 港股内地投资者中机构交易占比显著提升



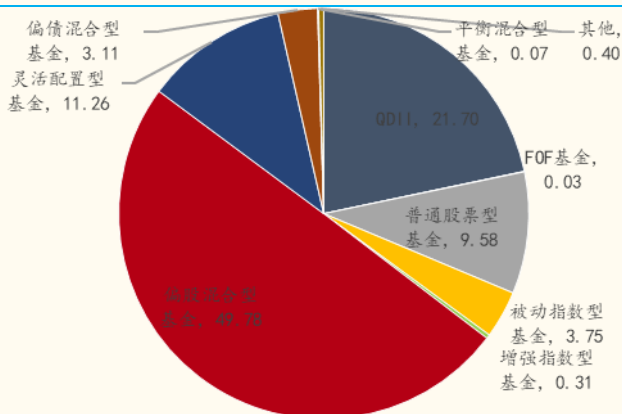
来源: 港交所, 国金证券研究所

图表 10: A 股市场个人投资者换手率显著高于机构



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 投资港股的各类公募基金

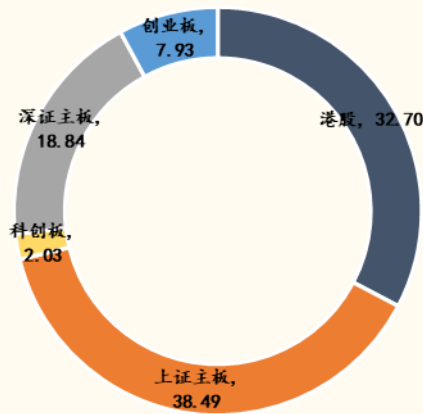


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.2、为何资金要南下? 多元化配置、“新经济”红利、低估值优势

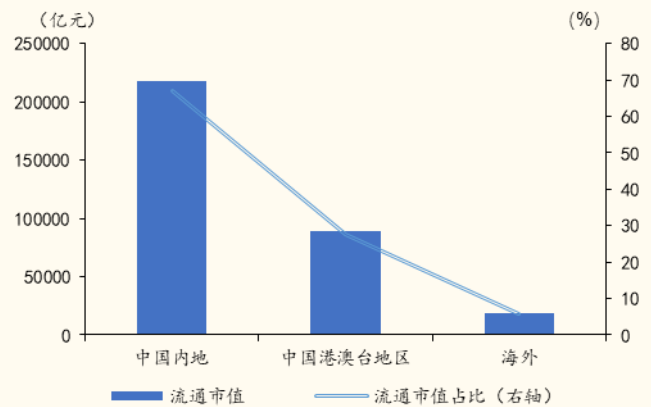
当前港股流通市值高达 32.7 万亿元, 与 A 股较低的相关性, 使港股投资可以进一步提升资产配置多元性, 提高投资组合收益风险比。港股市场是我国股票市场的重要构成, 其流通市值占沪深港三市比例高达 32.7%。其中, 港股 66.9% 的流通市值均由中国内地公司贡献, 投资者对其研究具有一定的信息优势。同时, 虽然 A 股、港股均与中国经济密切相关, 但由于投资者结构、市场结构等微观差异的存在, 恒生指数与万得全 A 的走势并不一致, 港股通开启以来, 两者相关性仅为 13.7%, 这使得港股成为了内地投资者丰富投资组合的绝佳资产。

图表 12: 沪深港三市各板块流通市值占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 港股上市公司注册地分布情况



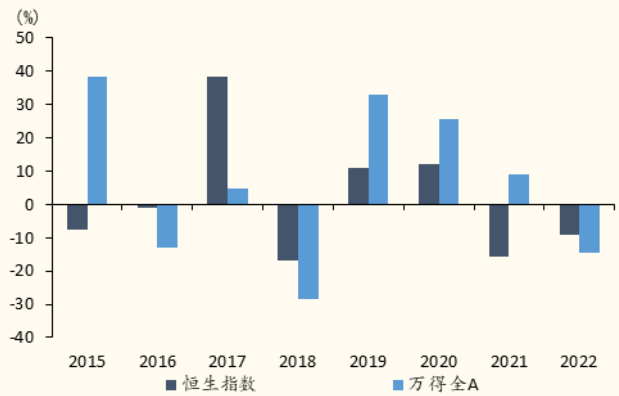
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 恒生指数与万得全 A 相关性并不高



来源: Wind, 国金证券研究所

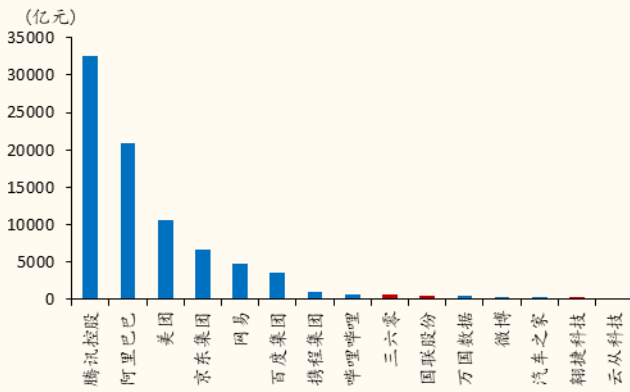
图表 15: 恒生指数与万得全 A 的历年收益率



来源: Wind, 国金证券研究所

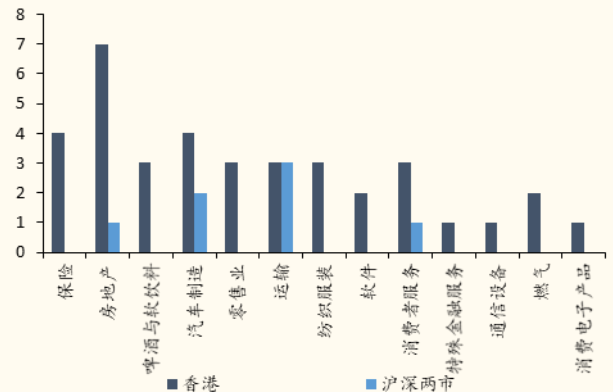
近年来，以互联网为代表的“新经济”飞速发展，这类公司多在港股上市；这使得资金南下成为内地投资者分享“新经济”红利的重要方式。由于港交所上市流程的便捷性、股权架构的包容性、对股权激励约束更宽松等特性，以互联网为代表的“新经济”多倾向于赴港上市。而 2018 年中美贸易摩擦的不断加剧，也促成了越来越多的中概股回归港股市场。当下，国内互联网市值前 15 的龙头中，仅 4 家在 A 股上市，而新能源车、新零售、软件等“新经济”龙头企业也多在港上市。南下资金是内地投资者分享“新经济”红利的重要方式。

图表 16: 互联网巨头企业多数在香港上市



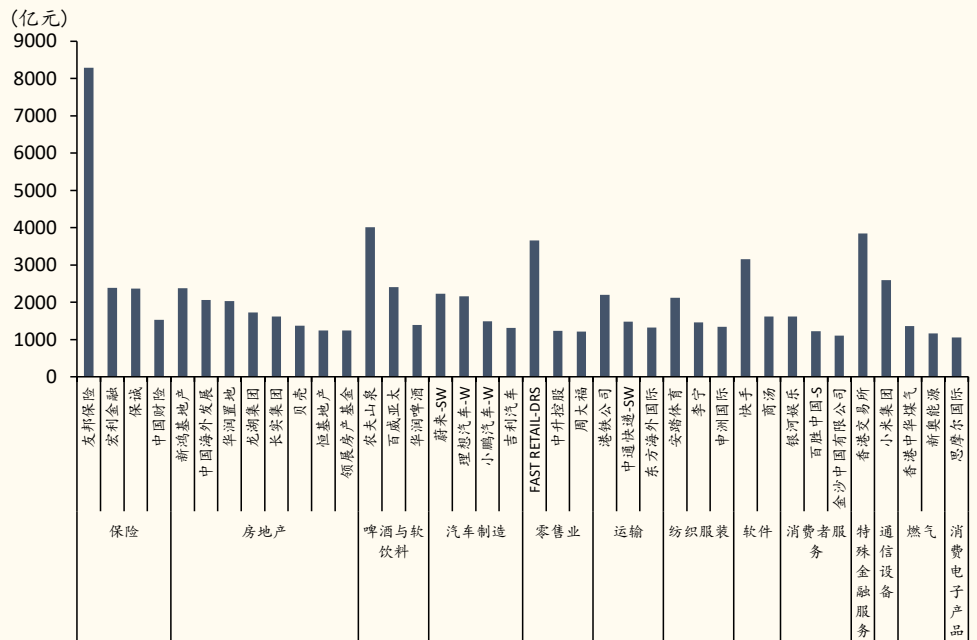
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 保险、房地产等行业龙头多在香港上市



来源: Wind, 国金证券研究所<sup>1</sup>

图表 18: 部分板块龙头多选择在香港市场上市



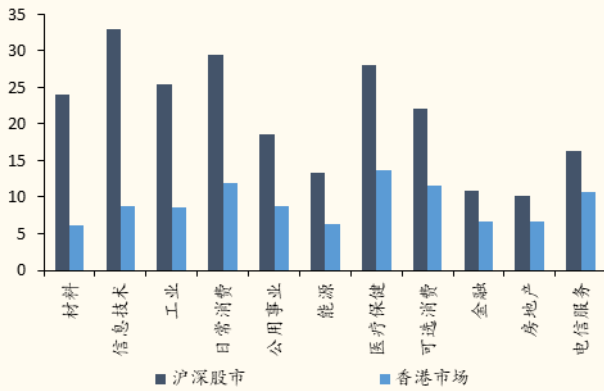
来源: Wind, 国金证券研究所

相较 A 股市场，香港市场有着“低估值”的相对优势，这也构成了对南下资金的重要吸引力。从市场整体的行业市盈率中位数来看，香港市场所有行业的估值均低于 A 股市场，这一特征在材料、信息技术等高估值行业更为显著。而从两地均上市的 AH 股来看，香港市场的估值优势则更为明显，信息技术、公用事业、工业等行业 AH 股溢价率分别高达 138%、115%、104%；140 家 AH 股公司中，117 家的 AH 股溢价均高于 30%，仅 5 家公司溢价率低于 10%。多数 AH 股上市公司港股流通市值规模并不小，足以吸纳追求估值优势的南下资金。

<sup>1</sup> 注：此处统计了各行业龙头（市值 1000 亿元以上）分别在香港与沪深两市上市的家数。

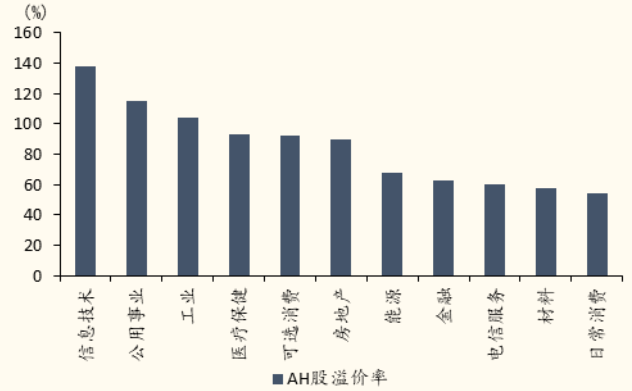


图表 19: 港股各行业市盈率显著低于 A 股



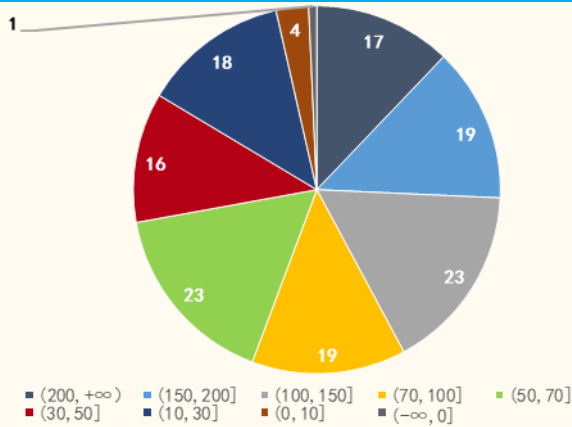
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 各行业 AH 股溢价的中位值



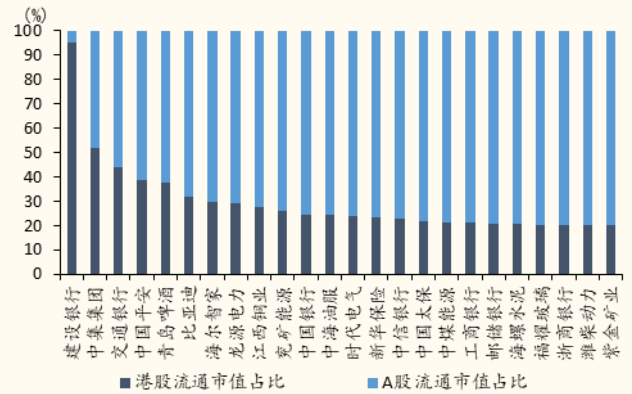
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: AH 股溢价率分布



来源: Wind, 国金证券研究所

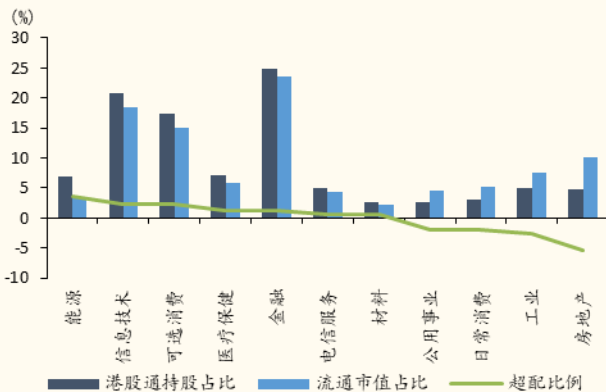
图表 22: AH 股两地流通市值占比



来源: Wind, 国金证券研究所

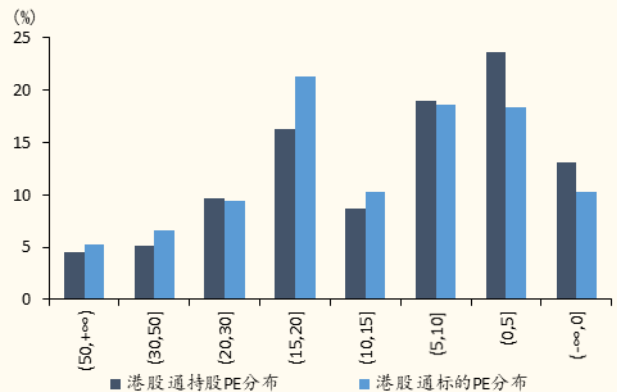
目前, 南下资金超配能源、信息技术、可选消费等行业, 对低市盈率、行业龙头和 A+H 股也有着一定偏好。1) 从行业层面来看, 南下资金行业间配置多元且相对平衡, 对信息技术、可选消费、医疗保健等“新经济”适当超配; 2) 从流通市值来看, 南下资金对行业龙头偏好显著, 超配近 5%; 3) 从市盈率分布来看, 南下资金超配 P/E10 以下个股, 对低估值个股更为偏好; 4) 从上市地点来看, 南下资金对 AH 股更为偏好, 反映了 AH 股溢价对投资者的吸引力。

图表 23: 南下资金偏好能源、信息技术、可选消费等



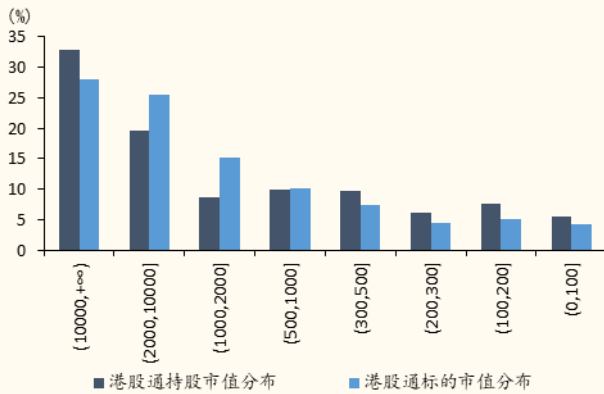
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 南下资金偏好低估值个股



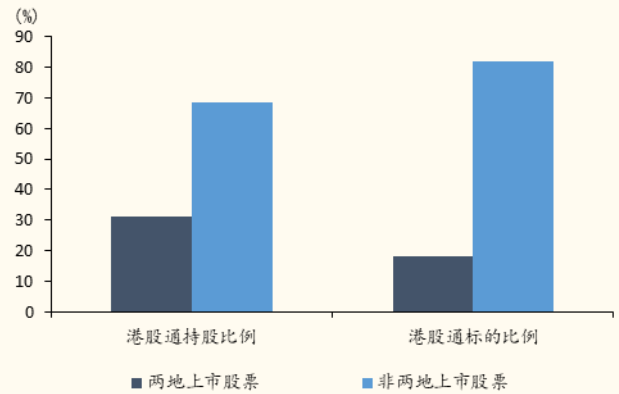
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 南下资金偏好龙头企业与中小市值个股



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 南下资金偏好 AH 股

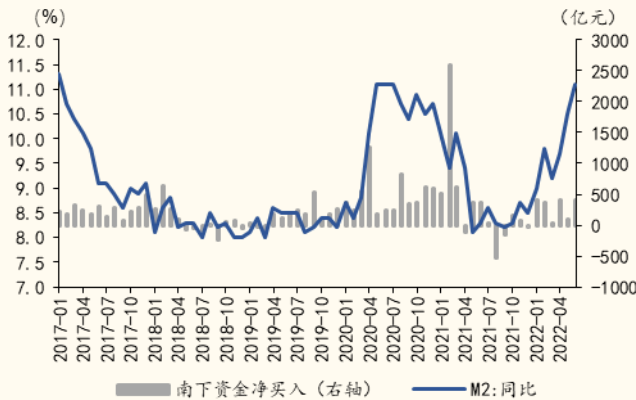


来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.3、哪些因素影响南下资金的流动? 流动性、相对回报、风险偏好等

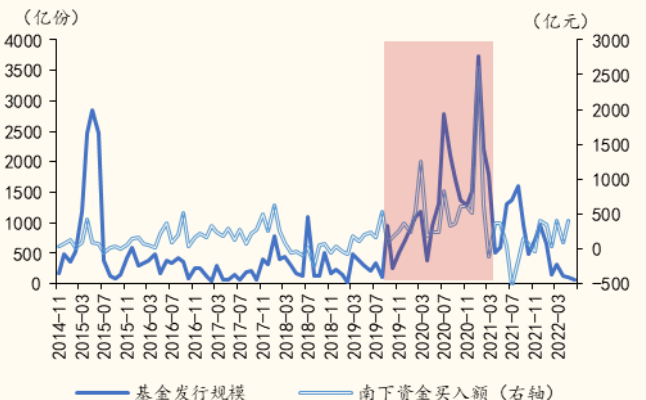
市场流动性环境的松紧对南下资金有显著影响。从宏观流动性环境来看, 2018 年 1 月至 2019 年 7 月, M2 同比增速相对缓慢, 此时南下资金净买入规模较小; 2019 年 8 月至 2021 年 1 月, M2 增速显著加快, 南下资金也开始大举买入。宽松的流动性环境下, 基金发行规模显著放量, 2021 年 1 月, 股票型与偏股混合型基金单月发行 3734 亿元, 推动南下资金净买入 2595 亿元, 达历史峰值。

图表 27: 宏观流动性宽松时南下资金买入较多



来源: Wind, 国金证券研究所

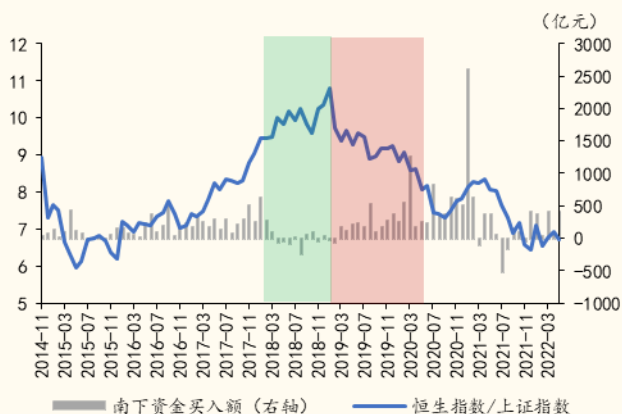
图表 28: 基金发行规模与南下资金正相关



来源: Wind, 国金证券研究所

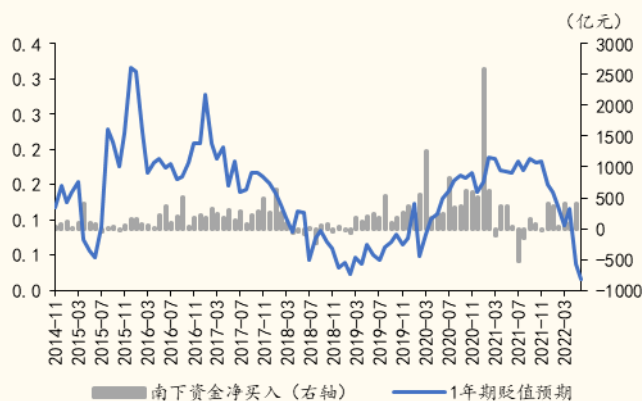
平稳的流动性环境下, 南下资金受港股、A 股相对投资回报的影响, 贬值预期也会被纳入考量。南下资金的流动, 实质上是投资者资金在综合汇率预期、衡量港股与 A 股投资价值后做出的选择。历史回溯来看, 当流动性环境过于紧张或过于宽松时, 南下资金的流向将受流动性主导。流动性相对平稳时, 南下资金与恒生指数、上证指数的相对走势较为相关, 人民币贬值预期对其构成扰动。

图表 29: 南下资金流向与港股 A 股相对表现



来源: Wind, 国金证券研究所

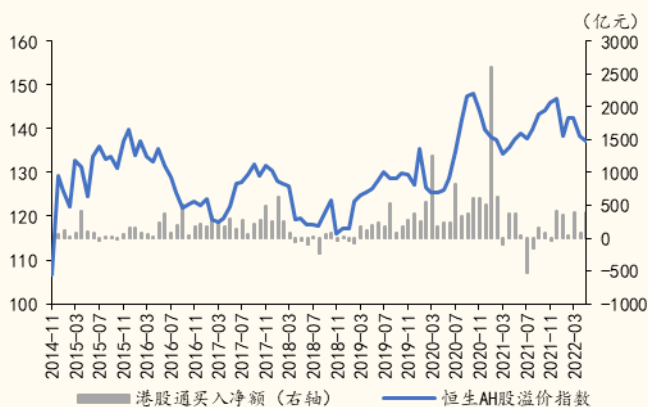
图表 30: 人民币贬值预期也会对南下资金形成扰动



来源: Wind, 国金证券研究所

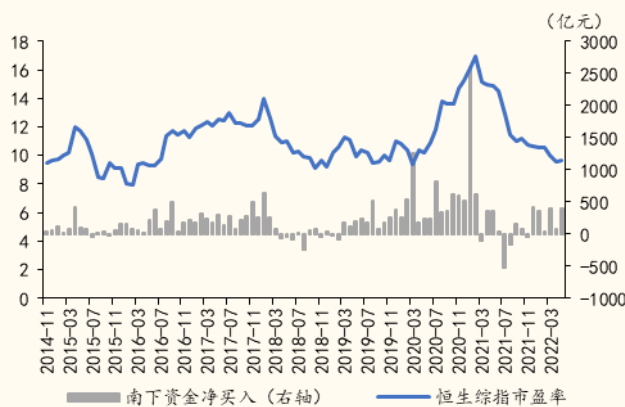
险资为代表的机构投资者偏好于高 AH 股溢价率、低市盈率、低市场风险和高股息率，这一偏好会对南下资金流向产生影响。险资为代表的机构投资者是港股通的重要参与者，出于稳定性和绝对收益的考量，这类资金往往倾向于在低估值（以市盈率度量的绝对低估值、或 AH 股溢价率度量的相对低估值）、低风险（以 VIX 指数度量的低市场风险）和高股息率（无风险收益率调整后的高股息率）环境下进行投资。因此，南下资金也出现了在高 AH 股溢价率、低恒生综指市盈率、低 VIX 指数和高股息率时，大幅流入的显著特征。

图表 31: AH 股溢价率与南下资金流向



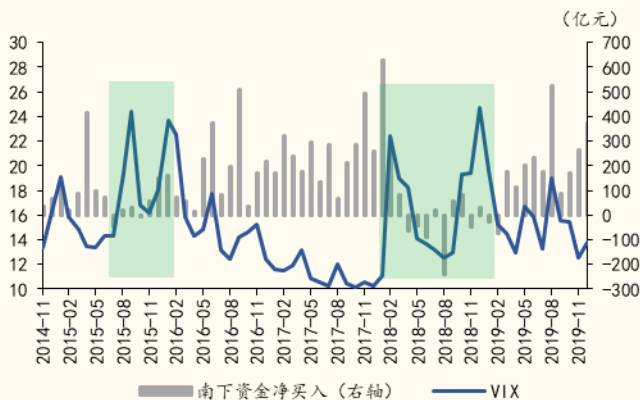
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 恒生综指市盈率与南下资金净买入



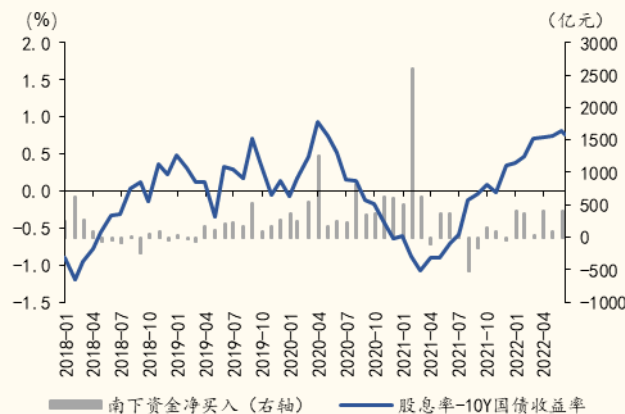
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 市场风险较高时，资金南下速度放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

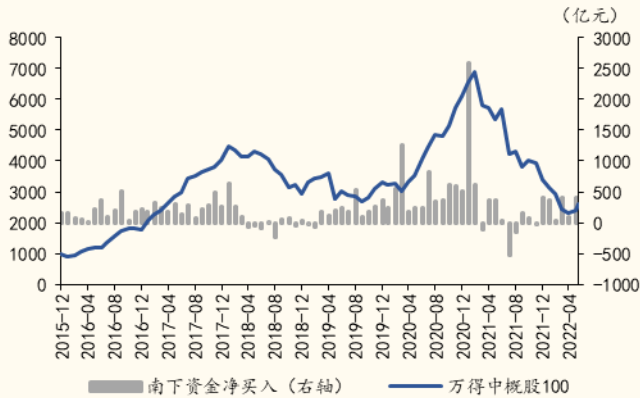
图表 34: 股息率也是影响南下资金的重要因素



来源: Wind, 国金证券研究所

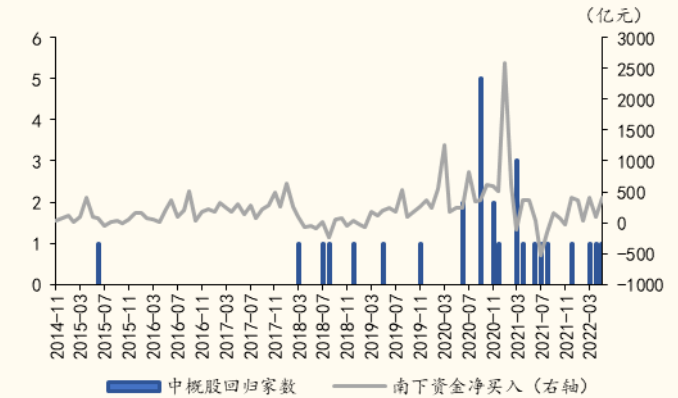
此外，中概股走势及中概股回归港股等事件也对偏好“新经济”的部分资金有一定影响。港股中“新经济”与美股中概股重合度较高，二者均受到国内行业发展、产业政策等因素影响。一方面，当“新经济”的市场表现良好时，南下资金会大举流入香港市场，分享“新经济”红利；另一方面，中概股龙头的回归会提振市场情绪，2020年7月后扎堆回归的中概股即吸引了大量资金南下。

图表 35: 中概股走势与南下资金净买入



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 中概股回归提振情绪, 南下资金加速回归



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 随着内地与香港互联互通的推进，港股通已成为内地投资者配置港股最主要渠道。当前，港股通共有 547 支标的，主要分布在房地产、医疗保健、可选消费等行业。南下资金的投资者以机构为主，其中险资和公募基金占比较高。
- 2) 多元化投资配置、分享“新经济”红利和挖掘低估值资产是资金南下的主要驱动力。1) 从行业来看，南下资金行业间配置多元且平衡，对信息技术、可选消费、医疗保健等“新经济”适当超配；2) 从规模来看，南下资金偏好行业龙头；3) 从估值来看，南下资金超配 PE10 以下个股和 AH 股，这也反映了南下资金对估值具有相对优势个股的挖掘。
- 3) 整体而言，市场流动性环境对南下资金有显著影响；平稳流动性环境下，南下资金会受港股、A 股相对投资回报的影响，人民币贬值预期也有一定扰动。结构上来看，险资的低风险偏好、投资者对“新经济”的青睐，使得估值水平、市场风险与“新经济”表现对南下资金有显著影响。

二、数据跟踪：发达国家市场股债双杀，日元汇率跌至 20 年新低

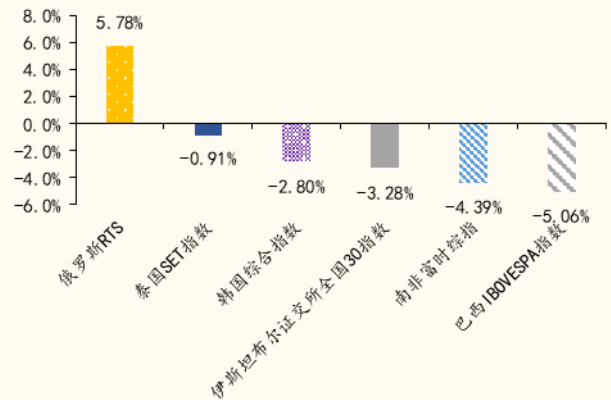
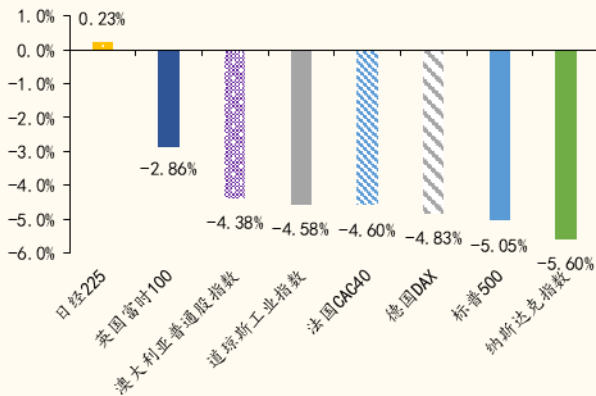
2.1、权益市场追踪：全球股票市场普遍下跌

发达国家股指多数下跌，仅日本市场小幅上涨。纳斯达克指数、标普 500、德国 DAX、法国 CAC40、道琼斯工业指数、澳大利亚普通股指数和英国富时 100 分别下跌 5.60%、5.05%、4.83%、4.60%、4.58%、4.38%和 2.86%；仅日经 225 上涨 0.23%。

新兴市场股指多数下跌，俄罗斯市场大幅反弹。巴西 IBOVESPA 指数、南非富时综指、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、韩国综合指数和泰国 SET 指数分别下跌 5.06%、4.39%、3.28%、2.80%和 0.91%；仅俄罗斯 RTS 上涨 5.78%。

图表 37: 本周, 发达国家股指普遍下跌

图表 38: 本周, 新兴市场股指普遍下跌



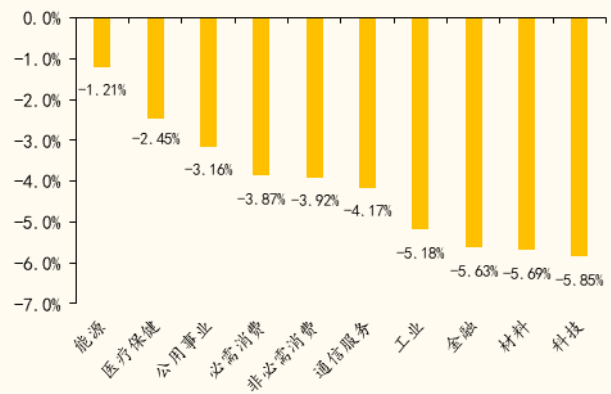
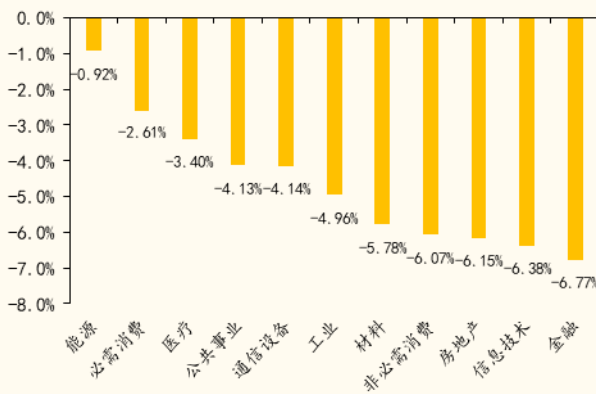
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

美国、欧元区各行业普遍下跌, 高估值板块调整剧烈。美股行业中, 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%。欧股行业中, 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 39: 本周, 美股行业普遍下跌

图表 40: 本周, 欧元区行业普遍下跌



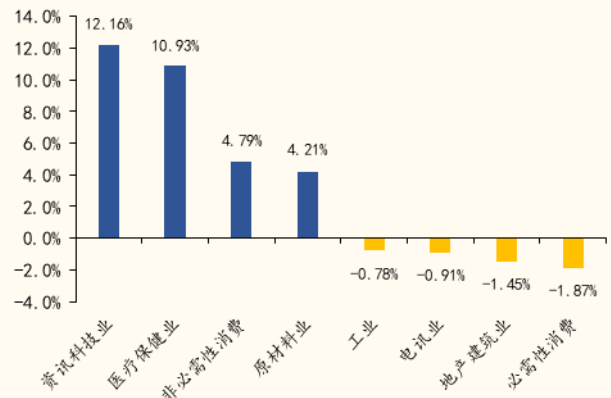
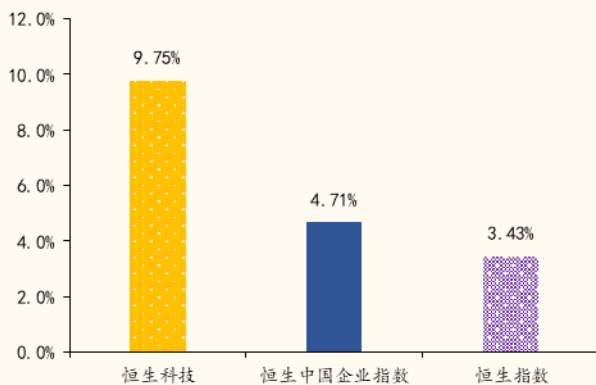
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场大幅反弹, 恒生行业多数上涨。恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨 9.75%、4.71%和 3.43%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 资讯科技业、医疗保健业和非必需消费业领涨, 分别上涨 12.16%、10.93%和 4.79%; 必需性消费、地产建筑业和电讯业分别下跌 1.87%、1.45%和 0.91%。

图表 41: 本周, 恒生指数大幅反弹

图表 42: 本周, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

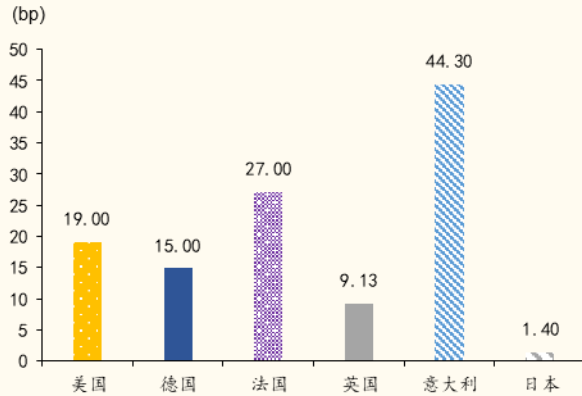
来源: Wind, 国金证券研究所



## 2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行

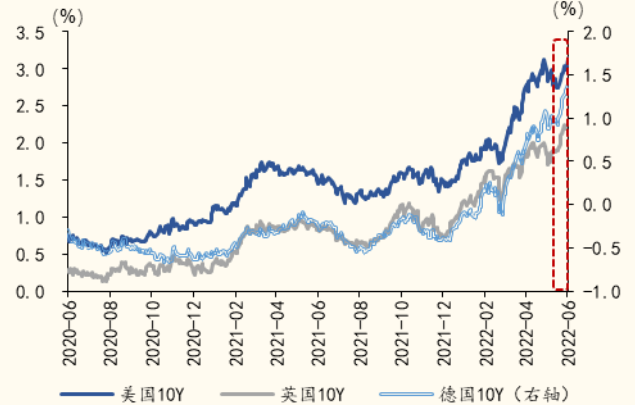
发达国家 10 年期债券收益率普遍上行，美债收益率再度破 3%。美国 10 年期国债收益率下行 19.0bp 至 3.15%，英国和德国 10 年期国债收益率分别上行 9.1bp 和 15.0bp 至 2.22%和 1.40%。法国、意大利、日本 10 年期国债收益率分别上行 27.0bp、44.3bp、1.4bp。

图表 43：主要发达国家 10 年期国债收益率普遍上行



来源：Wind，国金证券研究所

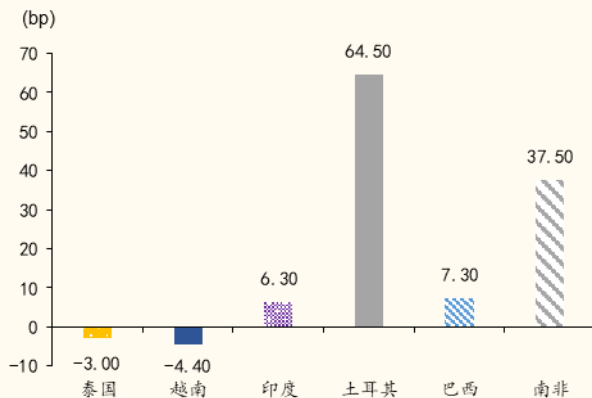
图表 44：本周，美英德 10 年期国债利率均上行



来源：Wind，国金证券研究所

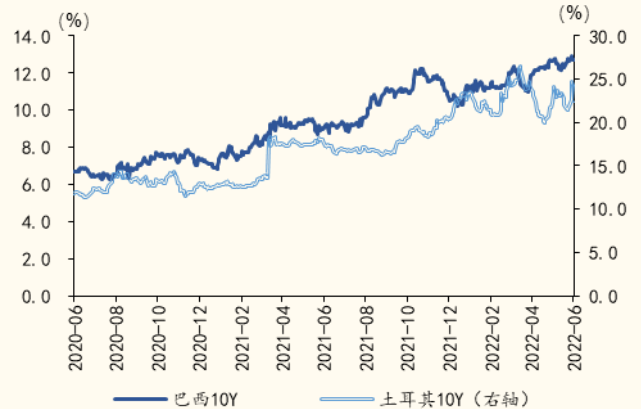
新兴市场 10 年期国债收益率多数上行，越南、泰国国债收益率小幅下行。土耳其 10 年期国债收益率上行 64.5bp 至 22.51%，巴西 10 年期国债收益率上行 7.3bp 至 12.72%。南非和印度 10 年期国债收益率分别上行 37.5bp、6.3bp，泰国、越南 10 年期国债收益率分别下行 3.0bp、4.4bp。

图表 45：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 46：本周，土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行

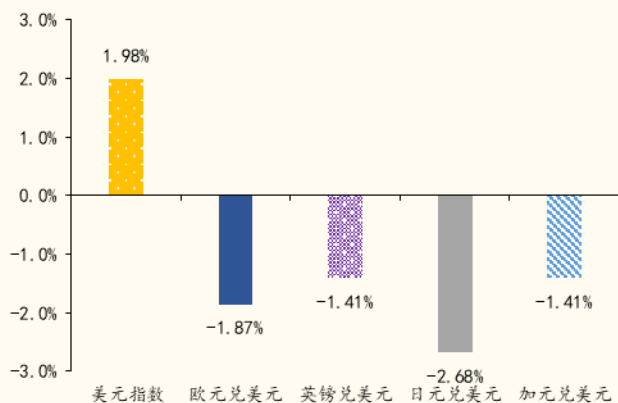


来源：Wind，国金证券研究所

## 2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，日元大幅贬值

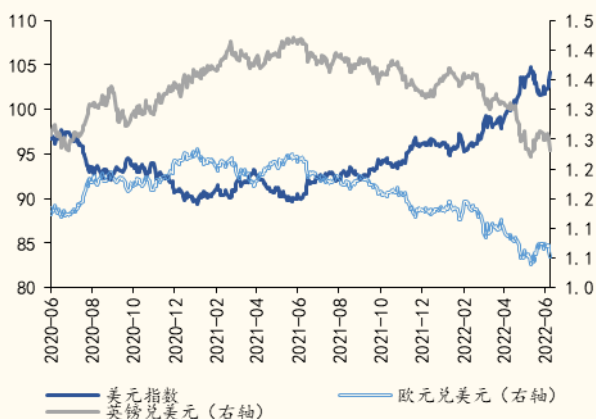
美元指数走弱，欧元、英镑、日元兑美元贬值。欧元、英镑和日元兑美元分别贬值 1.87%、1.41%和 2.86%。雷亚尔、土耳其里拉、韩元、印尼卢比和菲律宾比索兑美元分别贬值 4.24%、4.05%、2.17%、1.31%和 0.85%。

图表 47: 本周, 美元指数走强



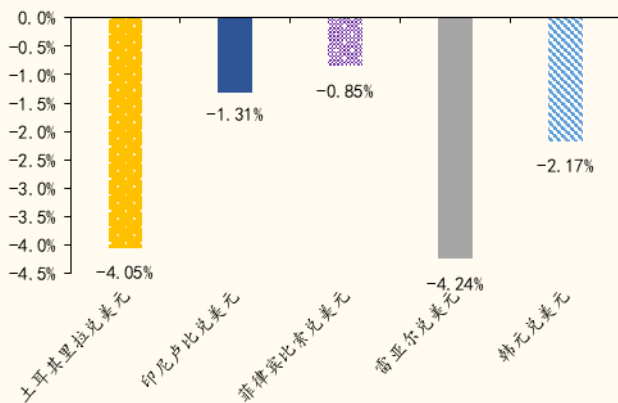
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元贬值



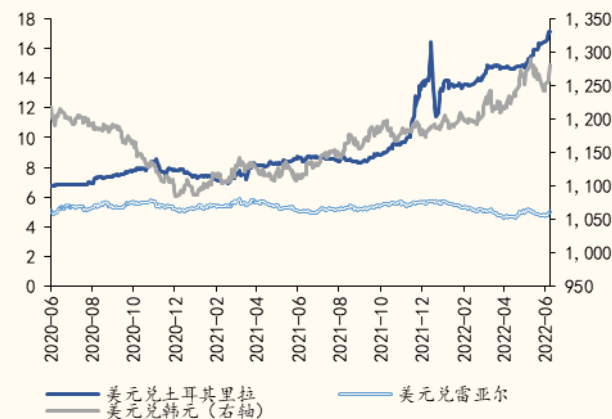
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 本周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

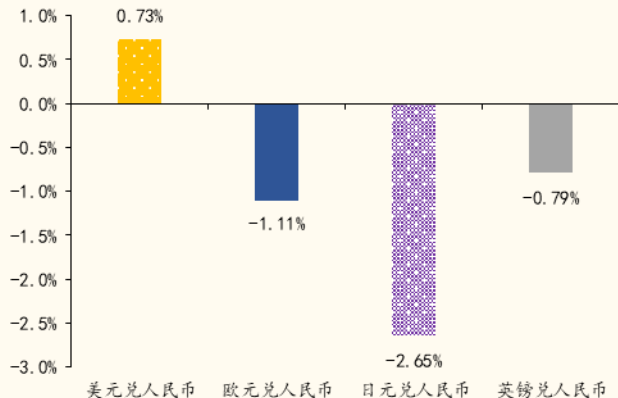
图表 50: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元大幅贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

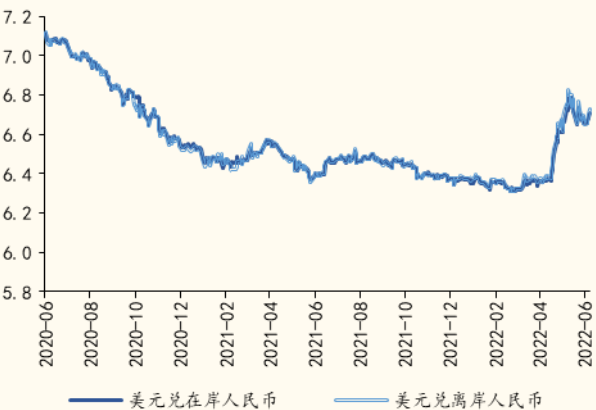
人民币兑美元汇率小幅贬值, 人民币兑其他发达国家货币多数升值。美元兑人民币升值 0.73%; 欧元、日元和英镑兑人民币分别贬值 1.11%、2.65%和 0.79%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 488bp 至 6.7091, 美元兑离岸人民币汇率上行 776bp 至 6.7313。

图表 51: 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 52: 本周, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.4、大宗商品市场追踪：黑色金属普遍上涨，有色金属多数下跌

大宗商品价格多数上涨，黑色金属、有色金属表现分化。本周，原油、贵金属和黑色价格上涨，有色和农产品价格走势分化。其中，下跌幅度最大的是 LME 锌和 LME 镍，分别下跌 3.59%和 1.08%；涨幅最大的是焦煤和沥青，分别上涨 5.34%和 4.56%。

图表 53：本周，大宗商品价格多数上涨

| 类别  | 品种      | 2022-06-10 | 2022-06-01 | 2022-05-26 | 2022-05-19 | 2022-05-12 |
|-----|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 原油  | WTI原油   | 1.51%      | 4.47%      | 1.68%      | 5.73%      | -1.97%     |
|     | 布伦特原油   | 1.91%      | 1.98%      | 4.78%      | 4.27%      | -3.11%     |
| 贵金属 | COMEX黄金 | 1.37%      | 0.13%      | 0.35%      | 0.91%      | -2.72%     |
|     | COMEX银  | 0.10%      | 0.21%      | 0.26%      | 5.46%      | -7.44%     |
| 有色  | LME铜    | 0.95%      | 0.96%      | -1.06%     | 2.41%      | -4.50%     |
|     | LME铝    | -0.68%     | -4.48%     | -2.63%     | 3.33%      | -5.09%     |
|     | LME镍    | -1.08%     | 1.28%      | -1.70%     | -4.59%     | -8.06%     |
| 黑色  | LME锌    | -3.59%     | 3.72%      | -0.05%     | 4.15%      | -7.44%     |
|     | 动力煤     | 0.48%      | 3.01%      | 4.00%      | -0.55%     | 0.14%      |
|     | 焦煤      | 5.34%      | 9.94%      | -5.28%     | -0.96%     | -6.98%     |
|     | 沥青      | 4.56%      | 2.55%      | 2.53%      | 0.76%      | -0.02%     |
|     | 铁矿石     | 1.25%      | 7.26%      | 3.38%      | -1.84%     | -6.27%     |
| 农产品 | 螺纹钢     | 1.27%      | 4.38%      | -1.02%     | -2.90%     | -5.25%     |
|     | 生猪      | -0.82%     | -0.94%     | -1.28%     | -1.27%     | 4.85%      |
|     | 棉花      | 0.39%      | -0.12%     | -3.20%     | -0.19%     | -3.06%     |
|     | 豆粕      | 1.81%      | 1.15%      | -1.19%     | 4.74%      | -2.06%     |
|     | 豆油      | 2.23%      | 1.30%      | 2.47%      | 1.04%      | -1.78%     |

来源：Wind、国金证券研究所

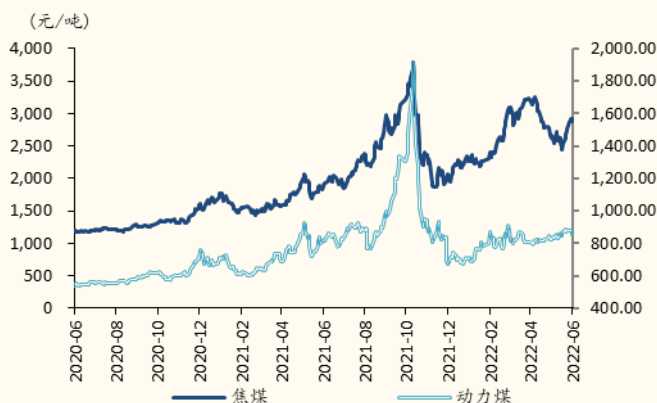
布伦特原油、WTI 原油价格双涨，黑色金属多数上涨。WTI 原油价格、布伦特原油价格分别上涨 1.51%、1.91%至 120.67 美元/桶、122.01 美元/桶。焦煤、动力煤价格分别上涨 5.34%、0.48%至 2911 元/吨、879 元/吨。沥青、螺纹钢和铁矿石价格分别上涨 4.56%、1.27%和 1.25%至 4865 元/吨、4793 元/吨和 931 元/吨。

图表 54：本周，WTI 原油价格、布伦特原油价格双涨



来源：Wind、国金证券研究所

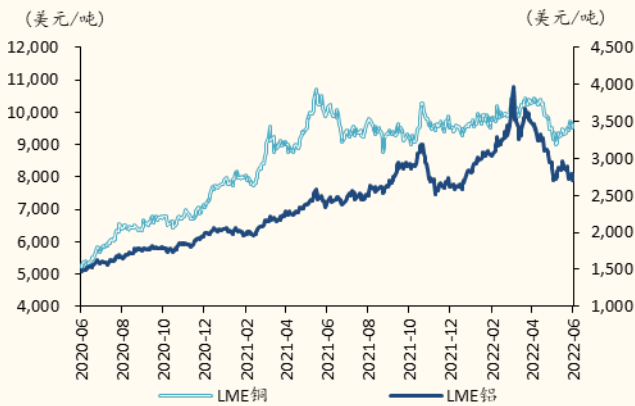
图表 55：本周，焦煤、动力煤价格上涨



来源：Wind、国金证券研究所

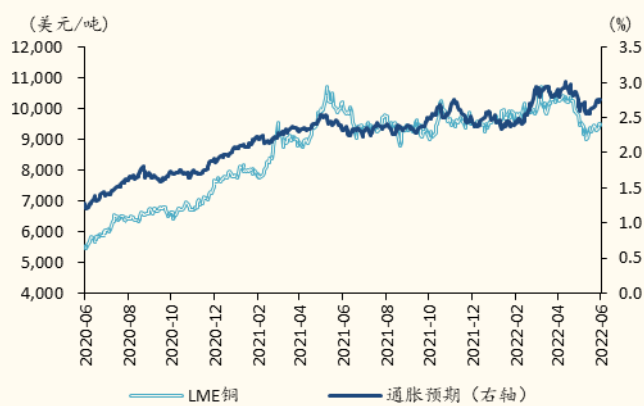
铜铝价格走势分化，贵金属价格普遍上涨。LME 铝价格下跌 0.68%至 2710 美元/吨，LME 铜价格上涨 0.95%至 9540 美元/吨。通胀预期从前值的 2.74%回升至 2.76%。COMEX 黄金、COMEX 银分别上涨 1.37%、0.10%至 1875.50 美元/盎司、21.93 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 0.22%回升至 0.39%。

图表 56: 本周, 铝价下跌, 铜价上涨



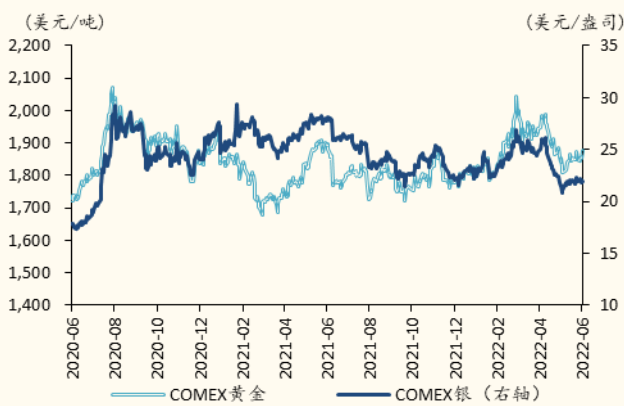
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 57: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回升



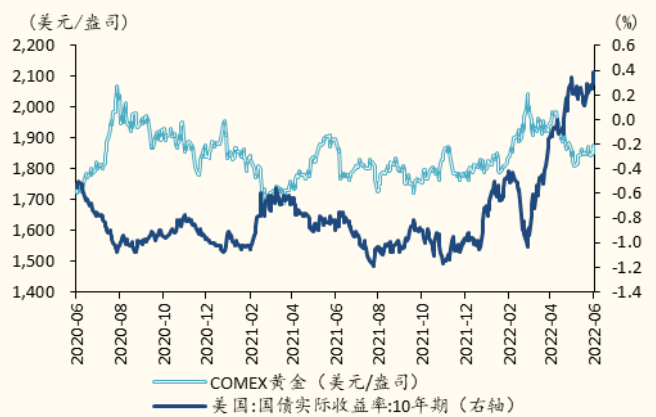
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 58: 本周, 黄金和白银价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 59: 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、**互联网政策持续收紧超预期:** 国内互联网反垄断等政策监管加强, 压制市场风险偏好。

**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，任何机构和个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