

## 繁荣的顶点？“日债危机”，风险是否被低估？

6月15日，日本国债期货暴跌熔断，引发市场对“日债危机”的担忧。日债期货为何熔断，当下又有哪些值得关注的风险点？本文分析，可供参考。

### ➤ 一问：为何市场担忧起日本债务问题？基本面恶化，叠加“615”恐慌

日本“615”国债期货暴跌熔断事件，引发了市场对日本债务问题的担忧。6月15日，日本国债期货大幅下跌，并接连在13点54分、13点55分二度触发大阪证券交易所的熔断机制。截至7月3日，10年期日本国债期货的价格已缓慢回升至149.36，重归6月13日的价格水平。但这一事件引发了市场对日本当前货币政策的广泛质疑，与“日债危机”全面爆发的担忧。

收紧的外部环境、升温的通胀预期，推动日债收益率持续上行，外资机构的交易行为直接导致日债期货闪崩。发达国家普遍攀升的国债收益率、与近期高企的日本通胀压力，持续推升日本国债收益率，0.25%的上限目标在日央行的无限量购债下才得以维系。而随着6月17日日央行会议临近，外资机构开始押注日央行政策转向，大举做空日债期货，导致了日债期货暴跌。

### ➤ 二问：日本债务问题有多严重？“日债危机”概率不大，但结构性风险仍存

当下，市场最担忧的是日本政府债务风险，较低的外债占比与付息率、充足的外储、内资增持下，短期违约风险不大。1) 日本外债占比仅14.3%；2) 日本国债多以0.005%、0.01%等低息发行，短期付息压力较小；3) 日本外汇储备是短期外债1.8倍；4) 险资等内资机构仍在增持日债。然而，利率上升加剧的偿债压力、贸易逆差对外储的侵蚀，均是值得关注的中期风险。

居民部门债务相对稳定，但通胀对实际购买力的持续侵蚀，或会加剧中低收入群体的违约风险；企业部门，中小企业的困境同样值得关注。1) 日本居民债务短期风险不大。然而，输入型通胀下，中低收入群体实际购买力受持续侵蚀，潜在违约风险值得关注；2) 随着9月日央行贷款支持计划期限临近、小型企业财务状况恶化，一旦政策收紧，中小企业违约风险或将抬升。

### ➤ 三问：值得关注的潜在风险点？金融市场波动的加剧，日元贬值的次生影响

日央行的持续宽松，虽然在短期缓解了日债崩盘风险，但大量持债使其更易受金融市场波动影响；对MMT过度践行，也积蓄了金融体系的不稳定性。当下日央行资产中73%为政府债券，19%为股权类资产。日本国债和股指波动率的攀升，正直接冲击日央行资产端的稳定性。同时，日央行已直接持有已发行国债的50%，对MMT的过度践行，或使日元、日债失去定价锚。

外部冲击下，日本金融市场的波动与日元贬值的次生冲击也值得关注。外向型经济的日本，能源结构高度依赖油气资源。原油价格上涨、叠加日元的贬值，带来日本贸易条件与国际收支的恶化。5月，日本已连续10个月贸易逆差。持续恶化的贸易环境、与空头力量的走强，正进一步加剧了日元贬值压力，并向其他市场溢出。这或将引发部分外债占比较高国家的次生风险。

**风险提示：美联储货币政策收紧超预期、日央行政策转向超预期**

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：繁荣的顶点？“日债危机”，风险是否被低估？	4
1.1、为什么市场担忧起日本债务问题？基本面恶化，叠加“615事件”的恐慌	4
1.2、日本债务问题有多严重？国债违约概率不大，结构性风险仍存	6
1.3、值得关注的风险点？金融市场波动加剧，日元贬值的次生影响	9
二、数据跟踪：“衰退”交易再升温，股市、商品多数下跌	12
2.1、权益市场追踪：“衰退”交易升温，全球股市普遍下跌	12
2.2、债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数回落	14
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元小幅贬值	15
2.4、大宗商品市场追踪：黑色、有色金属价格分化	16

## 图表目录

图表 1：6月15日，日本国债期货熔断	4
图表 2：日本国债期货熔断触发条件	4
图表 3：发达国家国债收益率普遍上行	5
图表 4：日本通货膨胀率升至2.5%	5
图表 5：日元兑美元一路贬值，长期处于黑田线以上	5
图表 6：日本央行大举购债以实现收益率曲线控制	5
图表 7：OIS掉期率反映日央行加息概率大幅上升	5
图表 8：外资近期大举做空日本国债期货	5
图表 9：日本当前政府债务杠杆率全球第一	6
图表 10：日本国债以内债为主，外债占比较低	6
图表 11：日本国债的息票利率区间分布	6
图表 12：日本付息国债的到期年限分布	6
图表 13：日本短期外债与外汇储备比例	7
图表 14：近期日本贸易持续逆差正侵蚀着外汇储备	7
图表 15：2021年底日本政府债国内持有人结构	7
图表 16：日本大型保险机构多为政府或大财阀控股	7
图表 17：2020年以来日本保险业不断增持国内政府债	7
图表 18：日本养老金持有日债占比约25%	7
图表 19：日本居民杠杆率处于世界平均水平	8
图表 20：日本储蓄率同样处于世界平均水平	8
图表 21：日本家庭实际工资增速低于名义工资增速	8
图表 22：日本小企业员工工资上升更为缓慢	8
图表 23：日本非金融企业杠杆率相对较高	9
图表 24：日本企业债务主要源自银行信贷	9

图表 25: 近期日本小型企业财务状况恶化更为明显.....	9
图表 26: 线下企业违约风险较 2020 年显著提升.....	9
图表 27: 日本央行资产结构.....	10
图表 28: 日本债券和股指波动率近期快速攀升.....	10
图表 29: 日央行持债规模不断扩大.....	10
图表 30: 近期日央行货币政策不确定性迅速提高.....	10
图表 31: 日本贸易依存度较高.....	10
图表 32: 日本能源结构高度依赖油气.....	10
图表 33: 原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件.....	11
图表 34: 能源价格高涨进一步扩大了贸易逆差.....	11
图表 35: 做空日元的力量仍在走强.....	11
图表 36: 3 月 4 日来部分亚洲经济体兑美元贬值幅度.....	11
图表 37: 新兴经济体债务风险.....	12
图表 38: 本周, 发达国家股指普遍下跌.....	13
图表 39: 本周, 新兴市场股指多数下跌.....	13
图表 40: 本周, 美股行业多数下跌.....	13
图表 41: 本周, 欧元区行业多数下跌.....	13
图表 42: 本周, 恒生指数小幅上涨.....	14
图表 43: 本周, 恒生行业多数下跌.....	14
图表 44: 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行.....	14
图表 45: 本周, 美德 10Y 利率下行, 英国上行.....	14
图表 46: 新兴市场国家 10 年期国债收益率走势分化.....	15
图表 47: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行.....	15
图表 48: 本周, 美元指数走强.....	15
图表 49: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元贬值.....	15
图表 50: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	15
图表 51: 本周, 土耳其里拉兑美元升值、雷亚尔贬值.....	15
图表 52: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍贬值.....	16
图表 53: 本周, 美元兑人民币升值.....	16
图表 54: 本周, 大宗商品价格走势分化.....	16
图表 55: 本周, 布伦特原油、WTI 原油价格震荡走平.....	17
图表 56: 本周, 焦煤、动力煤价格上涨.....	17
图表 57: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	17
图表 58: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落.....	17
图表 59: 本周, 金价小幅下跌, 银价大幅下跌.....	17
图表 60: 本周, 黄金价格下跌, 美债实际收益率回落.....	17

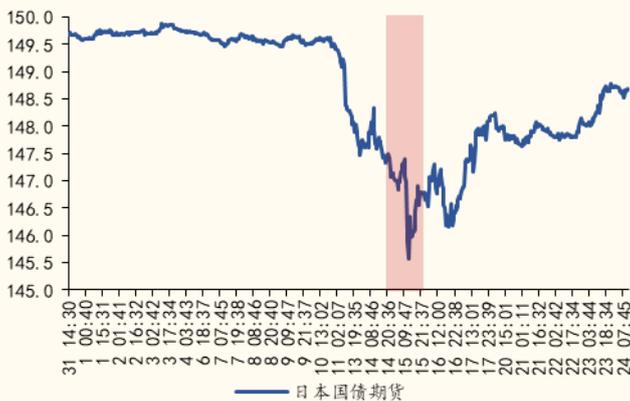
## 一、周度专题：繁荣的顶点？“日债危机”，风险是否被低估？

6月15日，日本国债期货暴跌熔断，引发市场对“日债危机”的担忧。日债期货为何熔断，当下日本又有哪些值得关注的潜在风险点？本文分析，可供参考。

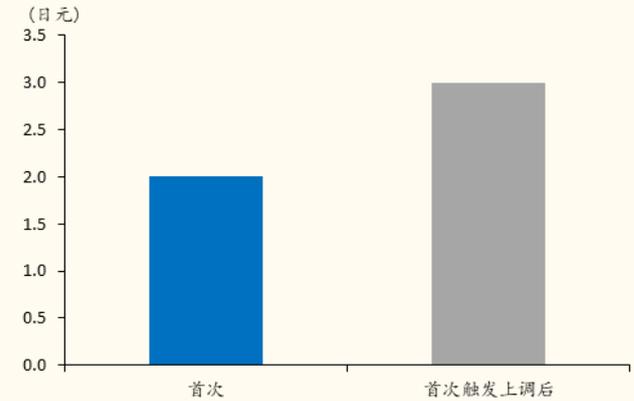
### 1.1、为什么市场担忧起日本债务问题？基本面恶化，叠加“615事件”的恐慌

日本“615”国债期货暴跌熔断事件，引发了市场对日本债务问题的担忧。6月15日，日债期货大幅下跌，并接连在13点54分、13点55分，二度触发大阪证券交易所的熔断机制。按照日本交易所集团的机制设计，国债期货类产品熔断触发需要价格单边波幅达2日元。当日，日本7-10年期国债期货一度暴跌2.01日元，创2013年以来最大单日跌幅。随后6月17日，日央行仍坚持维持当前超宽松货币政策，以0.25%的固定收益率无限制购债。但该事件引发了市场对日本当前货币政策的广泛质疑，与对“日债危机”全面爆发的担忧。

图表 1：6月15日，日本国债期货熔断



图表 2：日本国债期货熔断触发条件



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

来源：Japan Exchange Group, 国金证券研究所

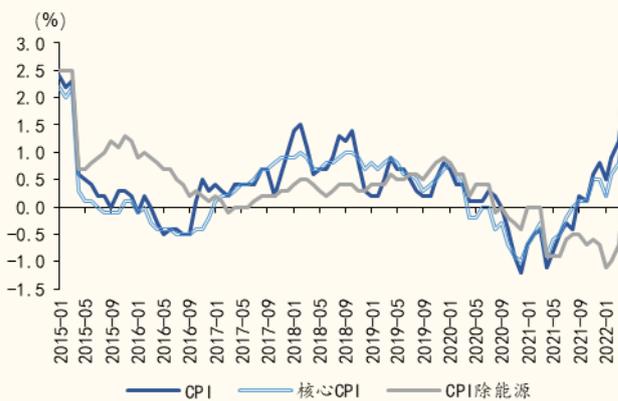
收紧的外部环境、与升温的通胀预期推动日债利率持续上行，0.25%的上限目标在日央行无限量购债之下才得以维系。近期，内外力量均在推动日债利率攀升。一方面，发达国家央行多数收紧，快速攀升的欧美国债利率在套利机制下，使日债收益率也面临上行压力；另一方面，日元持续贬值、叠加油价高企，导致日本输入型通胀压力迅速抬升，也带动利率的上行。为了维持对收益率曲线的控制，日央行在近4个月显著提高了购债规模，累积购债高达6.4万亿日元。

图表 3: 发达国家国债收益率普遍上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 日本通货膨胀率升至 2.5%



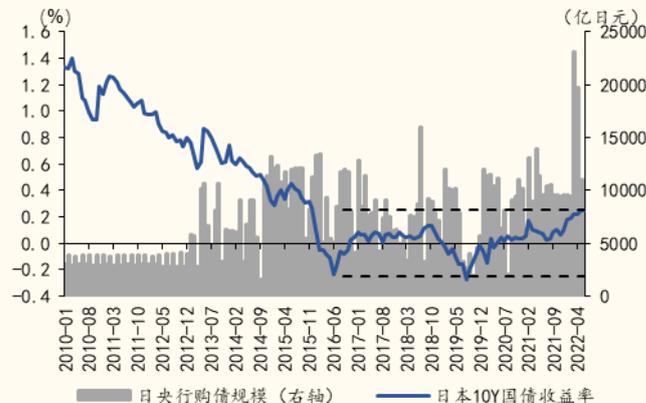
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 5: 日元兑美元一路贬值, 长期处于黑田线以上



来源: Wind, 国金证券研究所

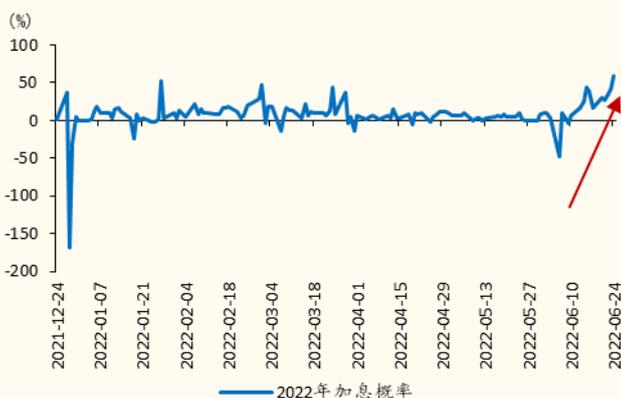
图表 6: 日本央行大举购债以实现收益率曲线控制



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

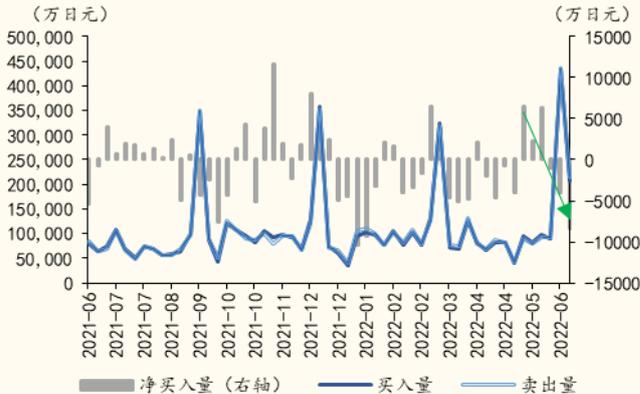
外资机构的交易行为, 则在期货市场直接刺破了这一上限。随着 6 月 17 日日央行议息会议的临近, 外资机构开始押注日央行的政策转向。从 OIS 掉期率来看, 通胀的持续上行、日元的大幅贬值, 使得近期市场对今年日央行加息的预期快速升温, 从 6 月 12 日的 5.6% 迅速上升至 15 日的 42.9%。这一背景下, 外资机构避开现货市场直接交锋, 大举做空日债期货, 最终导致日债期货暴跌。

图表 7: OIS 掉期率反映日央行加息概率大幅上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 8: 外资近期大举做空日本国债期货



来源: Wind, 国金证券研究所

## 1.2、日本债务问题有多严重？国债违约概率不大，结构性风险仍存

当下市场最担忧的是日本政府债务风险，从外债比例、短期还本付息压力等指标来看，日债短期违约风险不大；但国债利率一旦失控，偿债压力或快速抬升。

政府部门来看，当下日本政府杠杆率高居全球第一，但外债占比较低，短期付息压力较小。截至 2021 年 12 月，日本政府债务/GDP 高达 224.9%，政府杠杆率高居全球第一。短期来看，日本国债利息偿付压力不大。1) 日本国债以内债为主，外债占比仅 14.3%；2) 日本国债多以 0.005%和 0.01%等低票息率发行，当前付息压力较小。然而，当下日本有 110 万亿日元国债将在 1 年内到期，一旦日债利率失控，偿债压力将迅速抬升。根据日本财务省测算，如日债收益率飙升至 3.3%，展期后日本政府 2025 年的偿债成本或将高达 36.3 万亿日元。

图表 9：日本当前政府债务杠杆率全球第一



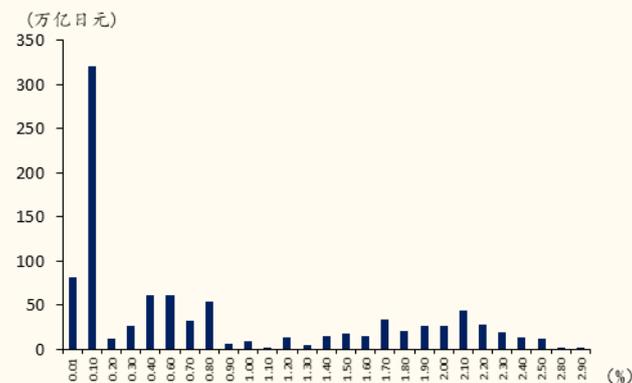
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：日本国债以内债为主，外债占比较低



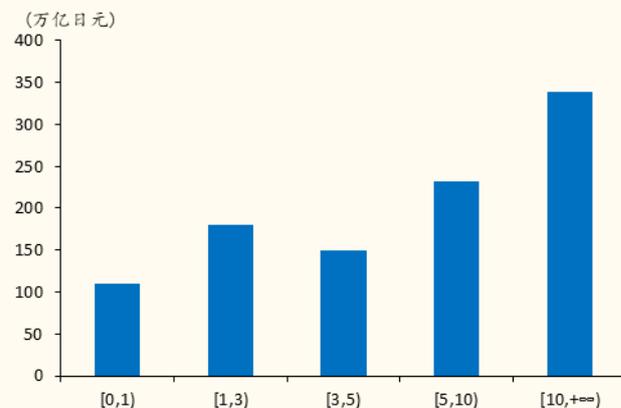
来源：Bloomberg, ECB, Fed, RBA, BoK, 国金证券研究所

图表 11：日本国债的息票利率区间分布



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 12：日本付息国债的到期年限分布



来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

与此同时，日本外汇储备、海外资产充足，短期违约概率不高；但持续的贸易逆差对外汇储备的侵蚀，正带来日本外部脆弱性的上升。当下，日本拥有 1.2 万亿美元的外汇储备，高居全球第二；同时，日本持有全球第一的国际投资净头寸，达 3.46 万亿美元。这足以支撑当前日本 0.74 万亿美元短期外债<sup>1</sup>的偿付。然而，近期日本贸易持续逆差，正对外汇储备形成显著侵蚀，2021 年 8 月以来，日本外汇储备规模已减少 946.33 亿美元。如国际收支持续恶化，外汇储备对短期外债的覆盖率也将快速下降，带来日本外部脆弱性的上升，加剧违约风险。<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 日本国债均以日元为计价货币发行。当前日本外储对短期外债覆盖率约 1.8 倍，高于 1.0 的警示值，但相较世界均值 3.0 倍较低。

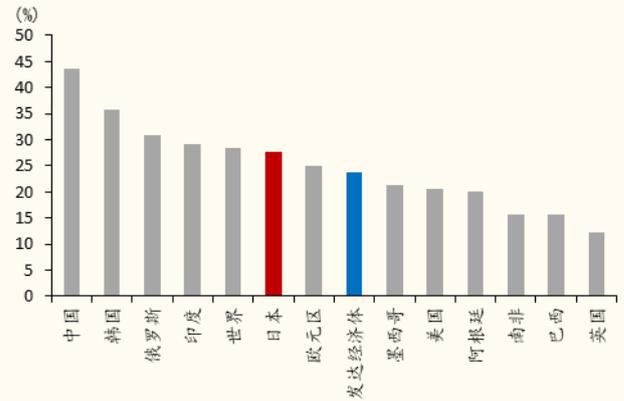
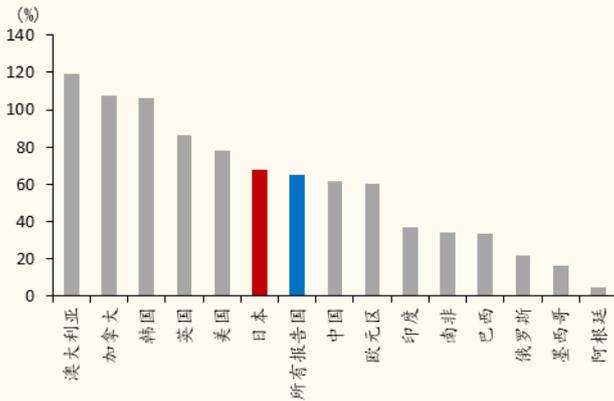
<sup>2</sup> 经测算，如果日本贸易赤字持续维持 5 月的规模，日本外储对短期外债覆盖率或在 2 年内下降至 1.0 的风险位。



居民部门来看，当前日本居民杠杆率整体不高，且相对稳定；但输入型通胀压力下，中低收入群体实际购买力或将受到一定侵蚀。截至 2021 年，日本居民部门杠杆率为 67.6%，略低于发达国家平均水平；储蓄率为 27.8%，略高于发达国家平均水平。宏观维度而言，相对稳定的居民债务，大规模违约风险不大。然而，输入型通胀下，居民实际购买力正受到持续侵蚀。2 月以来，日本家庭实际收入与名义收入开始出现分化，小企业员工工资增速更低；而支出方面，2 月东京都无业家庭消费支出同比增长 8.8%，显著高于所有家庭的 2.2%。

图表 19: 日本居民杠杆率处于世界平均水平

图表 20: 日本储蓄率同样处于世界平均水平

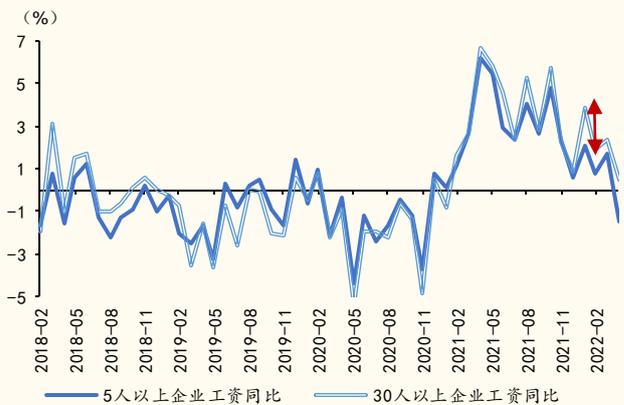
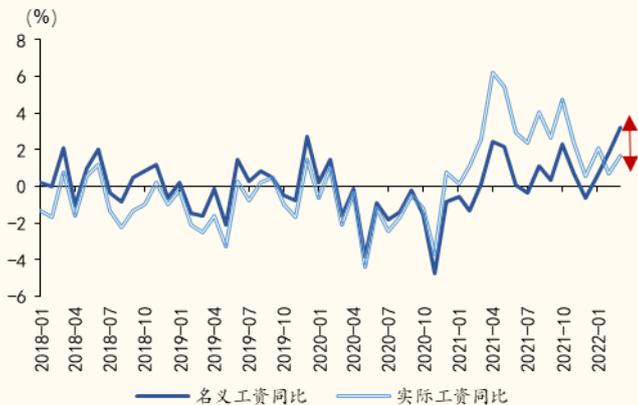


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 日本家庭实际工资增速低于名义工资增速

图表 22: 日本小企业员工工资上升更为缓慢

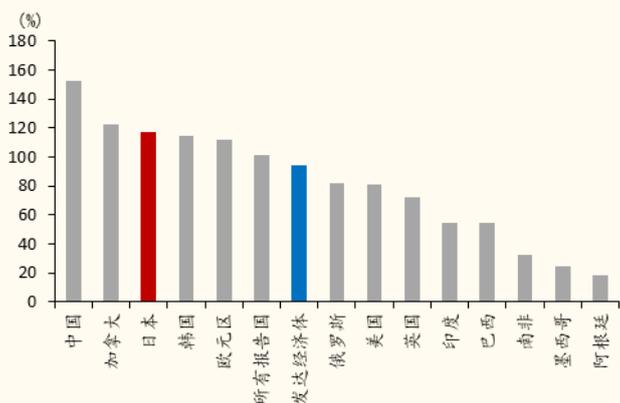


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

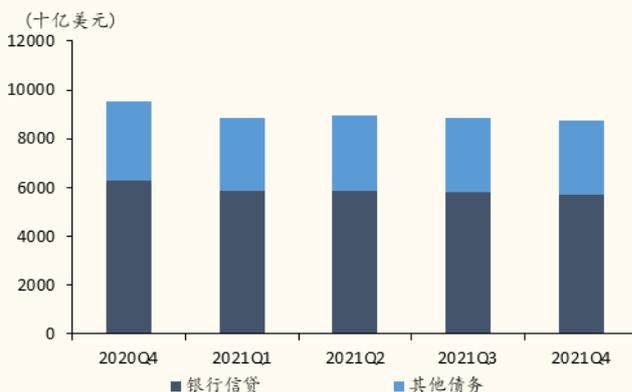
企业部门来看，日本企业杠杆率较高，外债占比较低；成本压力、疫情冲击等因素下，中小企业或面临一定违约风险。截至 2021 年，日本非金融企业杠杆率达 117.6%，高于发达经济体 94.2% 的平均水平。在日央行特别贷款计划的支持下，疫情期间，日本企业杠杆率进一步增加 16.4%。但日本企业债务超 65% 均为银行信贷，外债占比低，外溢风险有限。然而，随着输入性通胀压力的抬升、疫情对服务业的持续冲击，近期日本小型企业财务状况恶化，线下经济企业违约风险明显抬升，东京商工调查显示，35% 的中小企业存在债务过剩问题。

图表 23: 日本非金融企业杠杆率相对较高



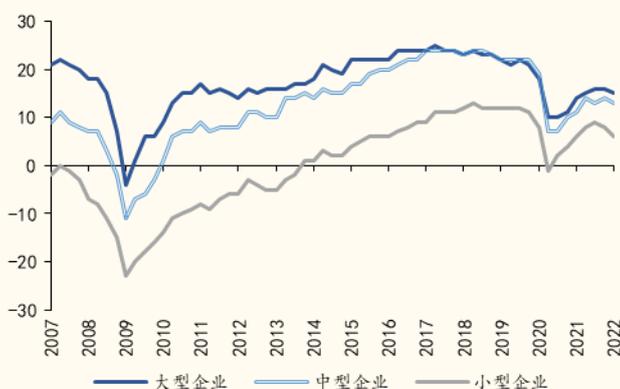
来源: BIS, 国金证券研究所

图表 24: 日本企业债务主要源自银行信贷



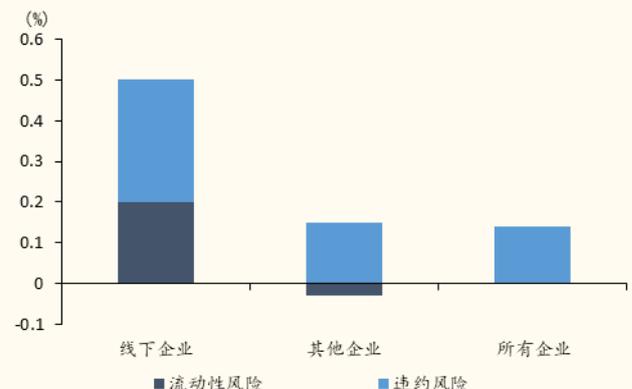
来源: BIS, 国金证券研究所

图表 25: 近期日本小型企业财务状况恶化更为明显



来源: BoJ, 国金证券研究所

图表 26: 线下企业违约风险较 2020 年显著提升



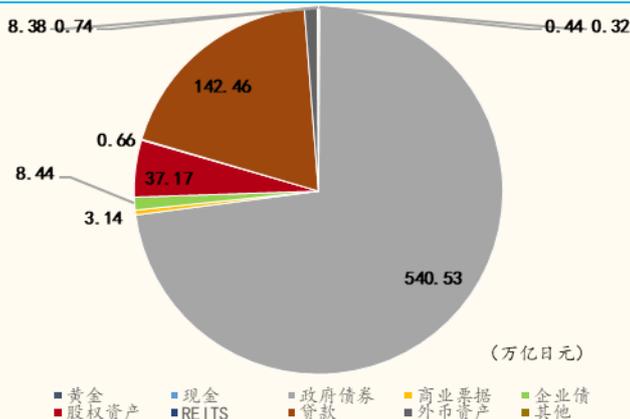
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 1.3、值得关注的风险点? 金融市场波动加剧, 日元贬值的次生影响

虽然日本债务危机短期爆发的风险相对有限, 但当下日央行大举购债行为、与海外央行政策间的持续分化, 仍为日本积蓄了一定风险, 并可能产生次生影响。

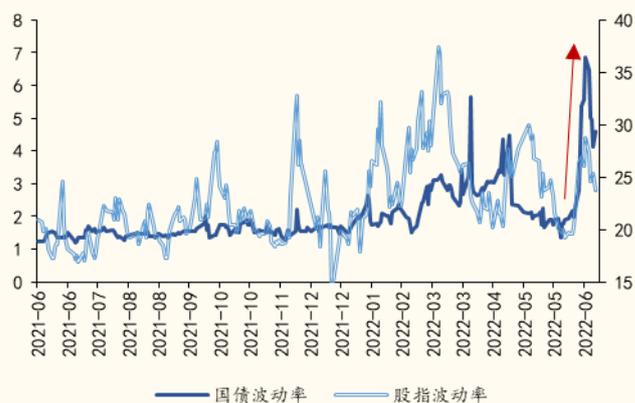
金融体系中, 日央行持有大量国债与股票, 使其更易受金融市场波动影响; 而大量承接日本国债, 对 MMT 的过度践行, 也在加剧日本金融体系的不稳定性。一方面, 截至 6 月 22 日, 日央行持有资产中 73% 为政府债券, 19% 为股权类资产。近期, 日本国债和股指波动率快速攀升, 金融市场的波动正直接冲击日央行资产端的稳定性。日央行的货币政策不确定性, 已快速攀升至 146; 另一方面, 当下日央行已直接持有日本已发行国债的 50%, 对现代货币理论的过度践行, 或使日元、日债失去合理的定价锚, 金融体系的不稳定性正在加剧。

图表 27: 日本央行资产结构



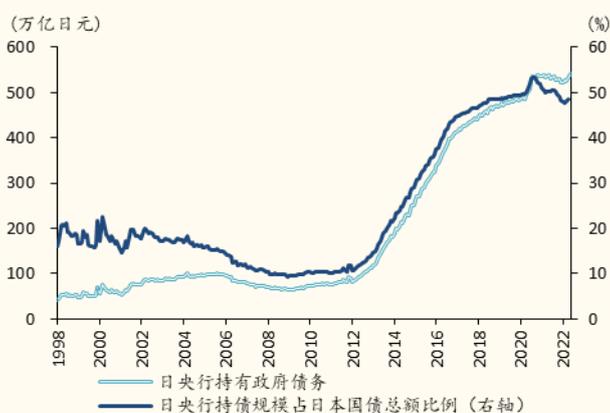
来源: BoJ, 国金证券研究所

图表 28: 日本债券和股指波动率近期快速攀升



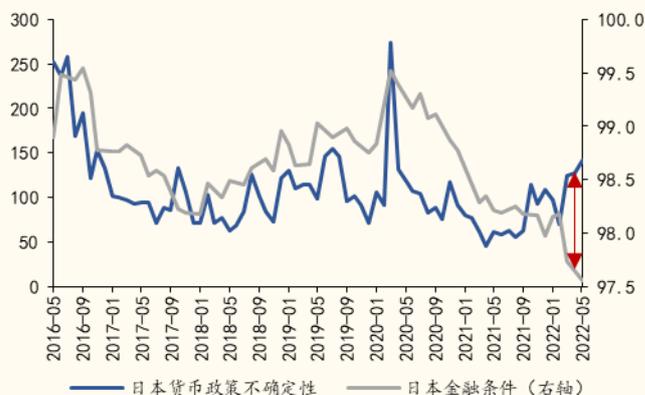
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 29: 日央行持债规模不断扩大



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 30: 近期日央行货币政策不确定性迅速提高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

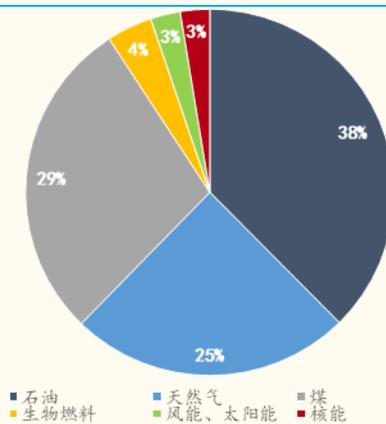
金融市场层面，日本的外向型经济，容易在外部冲击下，由经济环境恶化带来金融环境恶化。外向型经济的日本，能源结构高度依赖油气资源，2020 年对油气的依赖度高达 63%。原油价格上涨、叠加日元的贬值，正带来日本贸易条件的恶化，并冲击日本的国际收支。6 月 21 日，日本花旗贸易条件下行至-58.8，处于历史次低位。同时，5 月，日本对外贸易连续 10 个月出现逆差，贸易逆差规模高达 2.4 万亿日元，仅次于 2014 年 1 月。持续恶化的经济环境正进一步加剧日元风险，并向日本金融市场传导，加剧日本金融市场的波动。

图表 31: 日本贸易依存度较高



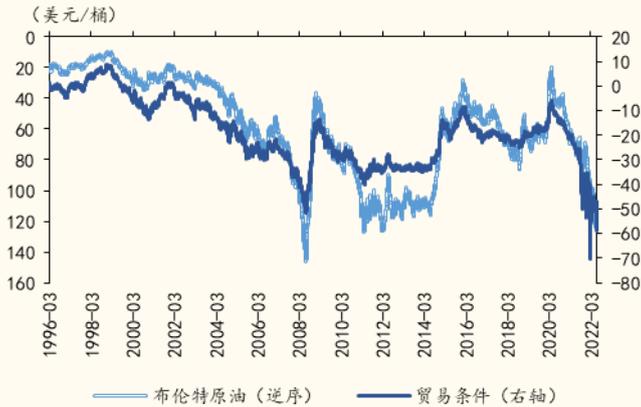
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 日本能源结构高度依赖油气



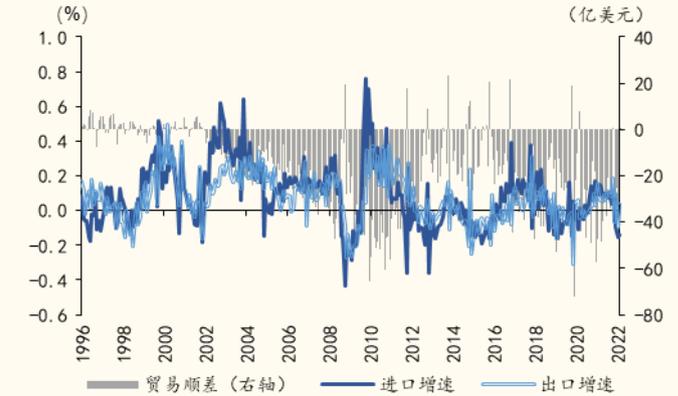
来源: IEA, 国金证券研究所

图表 33: 原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

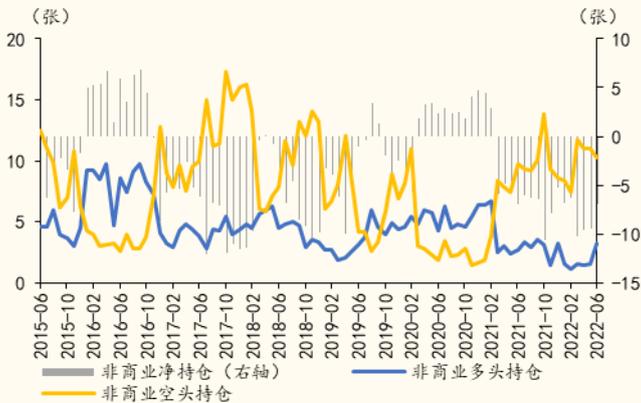
图表 34: 能源价格高涨进一步扩大了贸易逆差



来源: Wind, 国金证券研究所

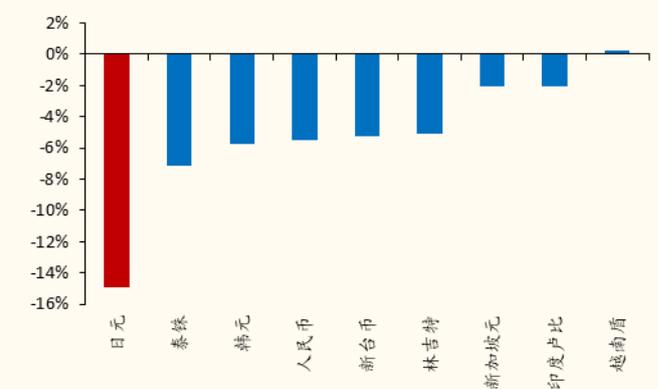
美日货币环境的分化、做空力量的加强，或将继续加剧日元贬值风险；同时，日元或将带来新兴市场货币竞争性贬值，对部分国家造成次生冲击。近期，日央行仍维持超宽松货币政策，持续分化的货币环境、叠加期货市场上做空日元力量的不断走强，或仍将加剧日元的贬值风险。同时，日元贬值正向新兴市场货币溢出，引发竞争性贬值。3月4日以来，泰铢、韩元、林吉特等货币兑美元贬值幅度均超5%。这或将引发，马来西亚等外债占比较高国家的次生风险。

图表 35: 做空日元的力量仍在走强



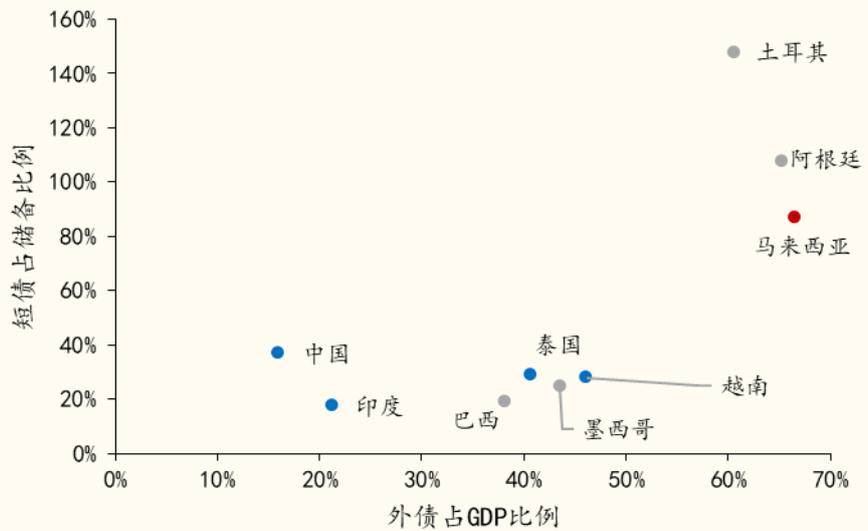
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 3月4日来部分亚洲经济体兑美元贬值幅度



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 新兴经济体债务风险



来源: IMF, Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

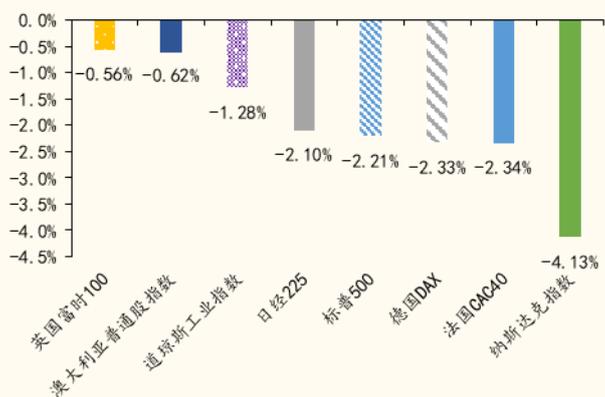
- 1) 6月15日, 日本国债期货暴跌熔断事件引发了市场对日本债务问题的担忧。基本上, 收紧的外部环境、与升温的通胀预期推动日债收益率持续上行, 0.25%的上限目标在日央行的无限量购债之下才得以维系。交易层面, 随着日央行议息会议的临近, 外资机构的交易行为则直接导致了日债期货闪崩。
- 2) 当下, 当下市场最担忧的是日本政府债务风险, 但较低的外债占比与付息率、充足海外资产支撑下、内资机构增持下, 短期违约风险不大。利率上升加剧的偿债压力、贸易逆差对外储的侵蚀, 均是值得关注的中期风险。短期而言, 居民部门债务相对稳定, 但通胀对实际购买力的持续侵蚀, 或加剧中低收入群体的违约风险; 企业部门, 中小企业的困境同样值得关注。
- 3) 虽然日央行的持续购债, 缓释了日本债务危机短期爆发的风险。但日央行与海外央行政策间的持续分化、对MMT的过度践行, 仍为日本积蓄了一定风险, 并可能在部分债务相对脆弱的新兴市场经济体, 引发次生冲击。

## 二、数据跟踪: “衰退”交易再升温, 股市、商品多数下跌

### 2.1、权益市场追踪: “衰退”交易升温, 全球股市普遍下跌

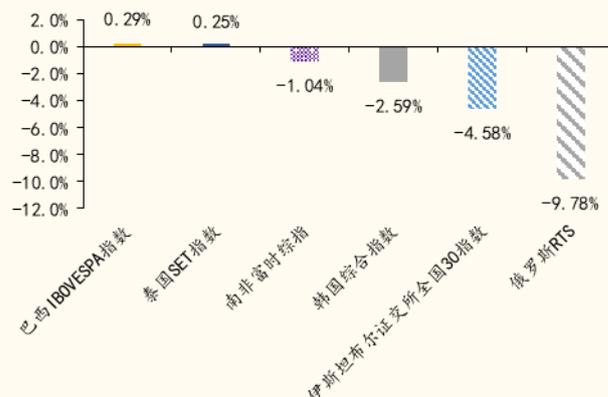
发达国家股指普遍下跌, 新兴市场股指多数下跌。纳斯达克指数、法国CAC40、德国DAX、标普500、日经225、道琼斯工业指数、澳大利亚普通股指数和英国富时100分别下跌4.13%、2.34%、2.33%、2.21%、2.10%、1.28%、0.62%和0.56%。俄罗斯RTS、伊斯坦布尔证交所全国30指数、韩国综合指数和南非富时综指分别下跌9.78%、4.58%、2.59%和1.04%; 巴西IBOVESPA指数和泰国SET指数分别上涨0.29%和0.25%。

图表 38: 本周, 发达国家股指普遍下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

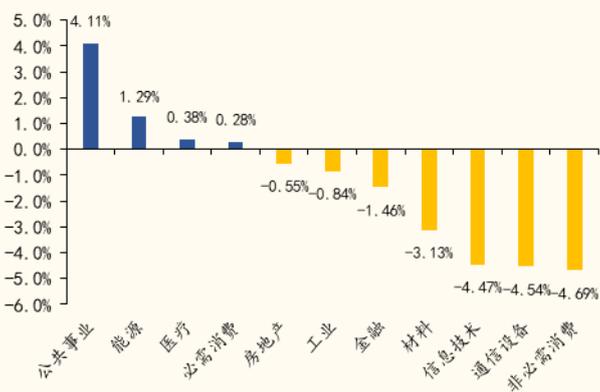
图表 39: 本周, 新兴市场股指多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

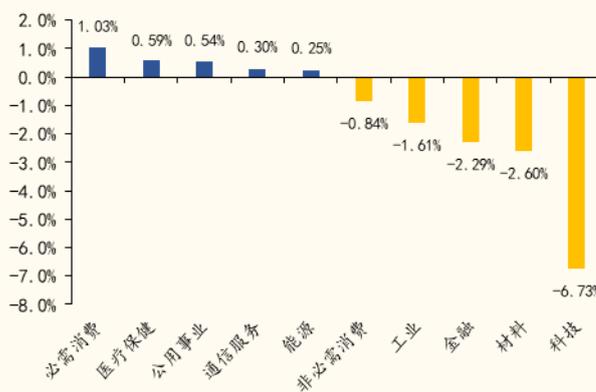
美国、欧元区各行业多数下跌, 高估值板块领跌。美股行业中, 中非必需消费、通信设备和信息技术领跌, 分别下跌 4.69%、4.54%和 4.47%; 公共事业、能源和医疗领涨, 分别上涨 4.11%、1.29%和 0.38%。欧股行业中, 科技、材料和金融领跌, 分别下跌 6.73%、2.60%和 2.29%; 必需消费、医疗保健和公共事业领涨, 分别上涨 1.03%、0.59%和 0.54%。

图表 40: 本周, 美股行业多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

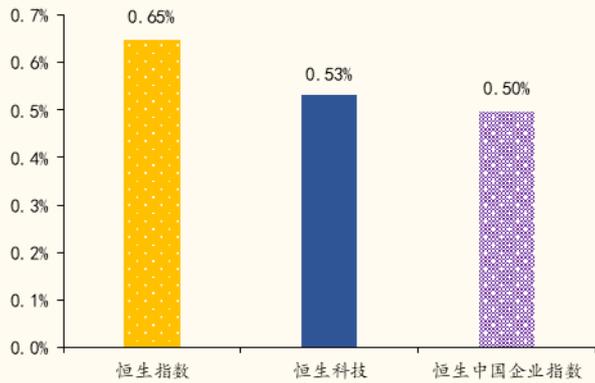
图表 41: 本周, 欧元区行业多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场小幅上涨, 恒生行业多数上涨。本周, 恒生指数、恒生科技和恒生中国企业指数分别上涨 0.65%、0.53%和 0.50%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 必需性消费、地产建筑和非必需性消费领涨, 分别上涨 4.63%、3.36%和 3.16%; 资讯科技业、医疗保健业和电讯业领跌, 分别下跌 3.07%、2.13%和 1.06%。

图表 42: 本周, 恒生指数小幅上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 本周, 恒生行业多数下跌

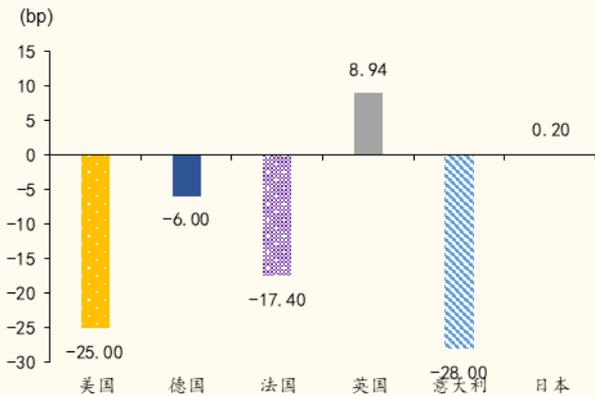


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2、债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数回落

发达国家 10 年期债券收益率多数下行, 英国、日本国债收益率上行。美国、德国 10 年期国债收益率分别下行 25.0bp、6.0bp 至 2.88%、1.41%, 英国 10 年期国债收益率上行 8.9bp 至 2.38%。法国、意大利 10 年期国债收益率分别下行 17.4bp、28.0bp, 日本 10 年期国债收益率上行 0.2bp。

图表 44: 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 本周, 美德 10Y 利率下行, 英国上行

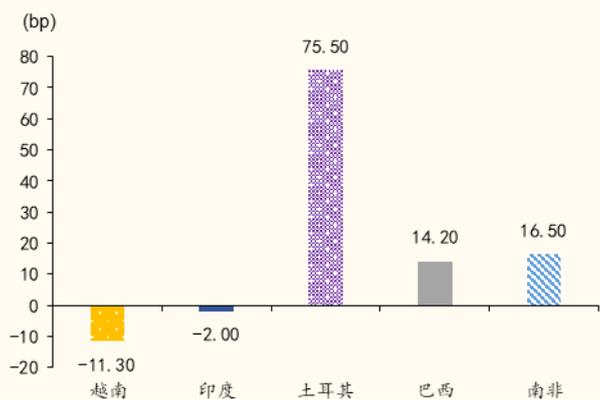


来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率走势分化, 土耳其国债收益率大幅上行。土耳其 10 年期国债收益率上行 75.5bp 至 19.42%, 巴西 10 年期国债收益率上行 14.2bp 至 13.0%。南非 10 年期国债收益率上行 16.5bp, 越南、印度 10 年期国债收益率分别下行 11.3bp、2.0bp。

图表 46: 新兴市场国家 10 年期国债收益率走势分化

图表 47: 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



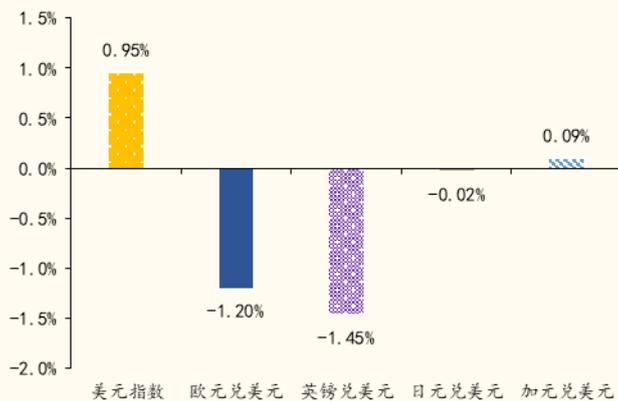
来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3、外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元小幅贬值

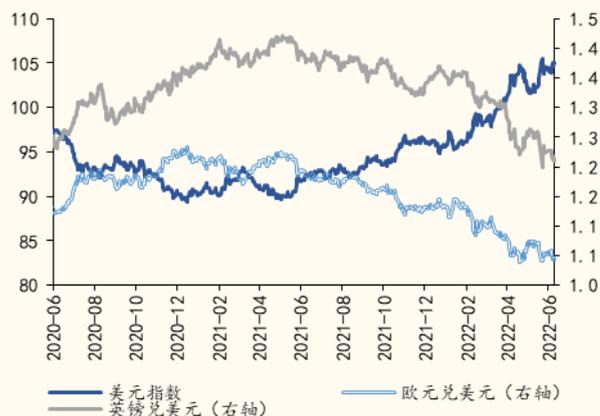
美元指数走强, 欧元、英镑兑美元贬值。美元指数走强, 欧元、英镑和日元兑美元分别贬值 1.20%、1.45%和 0.02%。雷亚尔、印尼卢比、韩元和菲律宾比索兑美元分别贬值 1.68%、0.91%、0.74%和 0.32%; 仅土耳其里拉升值 0.73%。

图表 48: 本周, 美元指数走强

图表 49: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元贬值



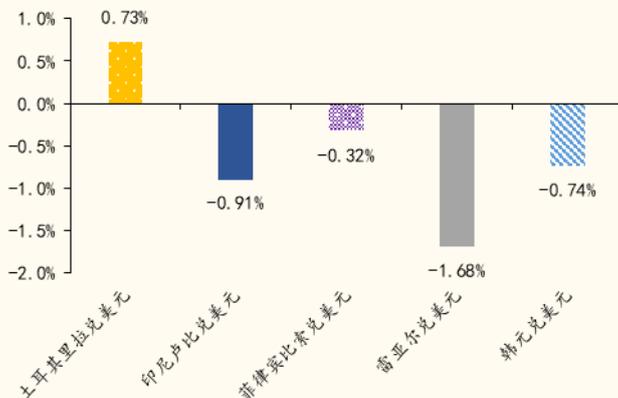
来源: Wind, 国金证券研究所



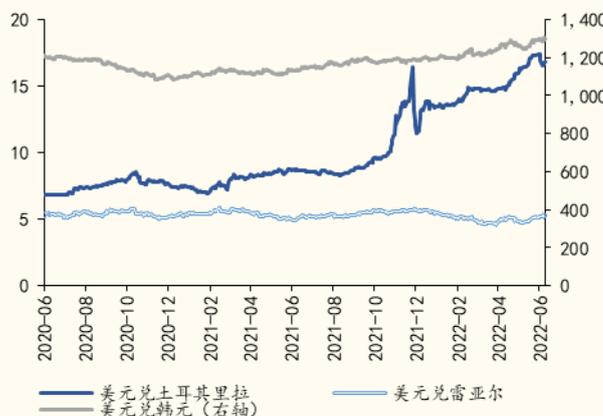
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值

图表 51: 本周, 土耳其里拉兑美元升值、雷亚尔贬值



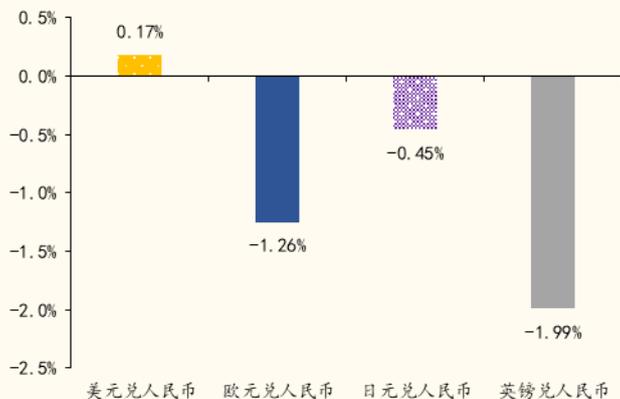
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元汇率小幅贬值，人民币兑多数货币升值。美元对人民币升值0.17%；英镑、欧元和日元兑人民币分别贬值1.99%、1.26%和0.45%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行117bp至6.7015，美元兑离岸人民币汇率上行141bp至6.6967。

图表 52: 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 53: 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、有色金属价格分化

黑色、有色价格走势分化，生猪价格继续反弹。本周，黑色、农产品价格上涨，贵金属、有色价格下跌，原油价格走势分化。其中，下跌幅度最大的是 LME 锌和 COMEX 银，分别下跌 9.69% 和 7.05%；涨幅最大的是铁矿石和生猪，分别上涨 7.65% 和 5.69%。

图表 54: 本周，大宗商品价格走势分化

类别	品种	2022-07-01	2022-06-23	2022-06-16	2022-06-07	2022-06-01
原油	WTI 原油	0.75%	-11.33%	-3.23%	4.13%	4.47%
	布伦特原油	-1.32%	-8.15%	-2.65%	-1.85%	1.98%
贵金属	COMEX 黄金	-1.57%	-1.09%	-0.16%	0.20%	0.13%
	COMEX 银	-7.05%	-3.63%	0.31%	2.26%	0.21%
有色	LME 铜	-3.74%	-5.52%	-4.61%	1.69%	0.96%
	LME 铝	-2.08%	-0.28%	-6.85%	0.60%	-4.48%
	LME 镍	-5.15%	-4.53%	-6.83%	4.77%	1.28%
	LME 锌	-9.69%	-1.56%	-4.26%	-3.35%	3.72%
黑色	动力煤	0.21%	1.25%	-3.89%	1.34%	3.01%
	焦煤	3.80%	-13.12%	-8.76%	6.99%	9.94%
	沥青	5.31%	-6.86%	-3.84%	2.34%	2.55%
	铁矿石	7.65%	-16.49%	-6.18%	3.96%	7.26%
	螺纹钢	3.53%	-8.16%	-5.11%	2.00%	4.38%
农产品	生猪	5.69%	1.04%	3.07%	0.13%	-0.94%
	棉花	1.34%	-5.99%	-3.46%	-0.02%	-0.12%
	豆粕	3.01%	-5.44%	-2.23%	-1.81%	1.15%
	豆油	1.68%	-11.12%	-4.05%	1.74%	1.30%

来源: Wind, 国金证券研究所

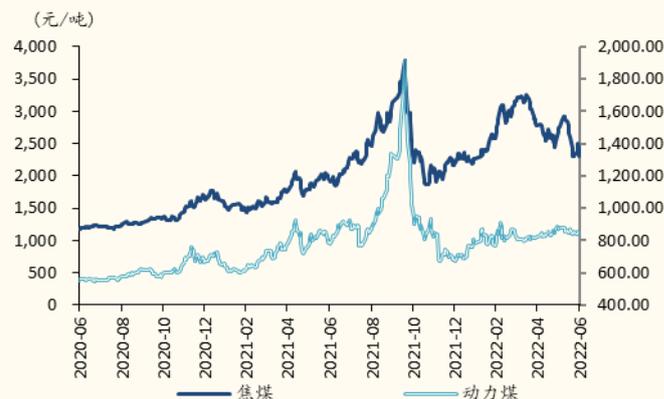
原油价格震荡走平，黑色金属普遍上涨。WTI 原油价格上涨 0.75% 至 108.43 美元/桶、布伦特原油价格下跌 1.32% 至 111.63 美元/桶。焦煤、动力煤价格分别上涨 3.80%、0.21% 至 2429 元/吨、845 元/吨。铁矿石、沥青和螺纹钢价格分别上涨 7.65%、5.31% 和 3.53% 至 803 元/吨、4625 元/吨和 4375 元/吨。

图表 55: 本周, 布伦特原油、WTI 原油价格震荡走平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 本周, 焦煤、动力煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格共振下跌, 贵金属价格小幅回落。LME 铜和 LME 铝价格分别下跌 3.74%、2.08%至 7980 美元/吨、2399 美元/吨。通胀预期从前值的 2.56%回落至 2.34%。COMEX 黄金、COMEX 银分别下跌 1.57%、7.05%至 1801.50 美元/盎司、19.67 美元/盎司。10 年期美债实际收益率从前值的 0.57%回落至 0.54%。

图表 57: 本周, 铜铝价格共振下跌



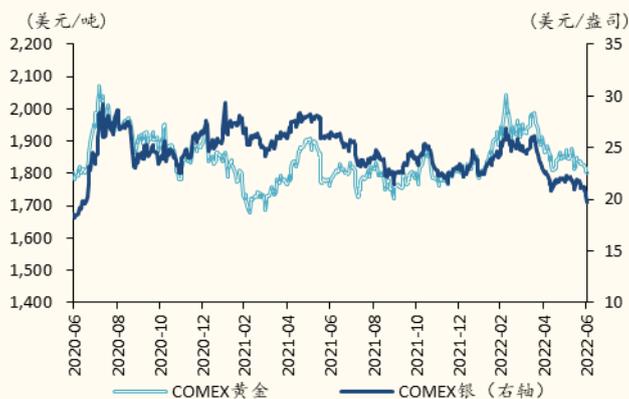
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 58: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落



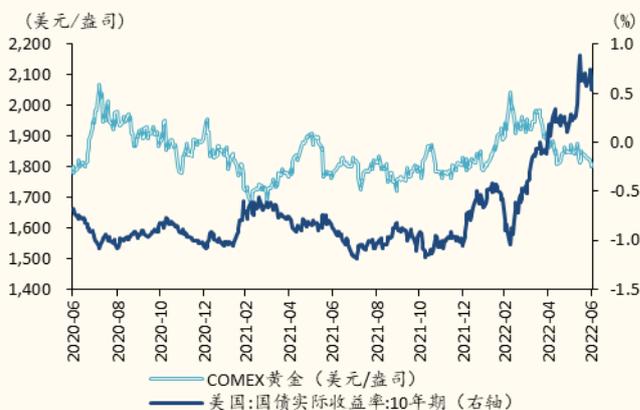
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 59: 本周, 金价小幅下跌, 银价大幅下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 60: 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、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、日央行政策转向超预期:** 持续贬值的日元、日债做空力量的持续加强, 或导致日央行超预期转向。

**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