

美债收益率，会破“4%”吗？

9月议息会议的落地后，市场对美债利率的关注再度升温。终点利率能到多高，对市场的影响如何？本文分析，可供参考。

➤ 一问：年初以来的驱动逻辑？紧缩预期与衰退预期交织，长端利率大幅上行

年初以来，紧缩预期与衰退预期交织中，10Y美债收益率在震荡之中大幅上行。1)年初至6月上旬，伴随着加息预期不断上修，美债10Y收益率从1.5%快速上行至3.5%；2)6月中至7月，市场衰退担忧阶段性升温，美债10Y收益率下行89bp至2.6%；3)8月以来，就业与零售数据韧性下、衰退担忧缓和，叠加紧缩预期升温，美债10Y收益率再度快速上行至3.7%。

9月议息会议落地，市场对美债利率的关注再度升温，观点也有所分化；部分观点认为美债利率远未见顶；部分则认为美债利率已是“穷弩之末”。前者核心逻辑是，紧缩预期继续走强，美联储终点利率大幅上修，将向长端利率传导，带来美债利率的冲高；后者核心逻辑是，9月通胀预期已下修，紧缩预期或已被充分消化；经济衰退压力上升，或将导致美债利率筑顶回落。

➤ 二问：加息周期的历史启示？市场利率领先政策，顶点高于政策利率终点

美债收益率的顶点与加息终点利率密切相关；历次加息周期中，10年期美债收益率的顶点均高于政策利率终点。从历轮加息周期的回溯来看：1)近40年以来，10年期美债收益率通常领先政策利率1个季度左右见顶；2)10年期美债利率顶部均高于政策利率的高点，仅2006年两者持平；3)加息周期中，10年期美债利率的上行幅度至少为政策利率上行幅度的一半。

加息周期中，政策利率的调整多关注通胀的回落；而降息周期的开启更关注就业市场。通常，美联储加息的结束，需要看到CPI持续回落近2个季度；而降息周期，多开启于最后一次加息半年以后，通常在非农新增就业人数回落至10-15万人时发生。此外，过去6轮加息周期中，长端美债收益率虽可能与短端收益率倒挂，但多在加息后出现，且倒挂幅度通常不超过100bp。

➤ 三问：未来美债收益率如何演绎？短期仍将上行，破“4%”几无悬念

综合基本面、政策面、交易面及历史规律，中短期美债10Y利率破“4%”几无悬念。1)就业市场韧性较强，通胀居高不下，导致美联储加息周期持续及加息幅度远超历史同期；2)点阵图显示，2022年底政策利率即将破4%；3)美联储9月以后的缩表速度翻倍，势必会加剧美债市场的供需矛盾；4)部分外资对美债的抛售行为，或将进一步推动美债收益率的上行。

美债利率上行过程中，高估值板块或仍延续高波动、港股及A股部分板块仍可能受到外部环境压制；人民币贬值压力仍在，但市场冲击或相对有限。

1)美债利率上行过程中，高估值板块更容易受到冲击；2)相较A股市场，港股市场更易受到外部环境冲击；3)美元指数或继续走强，人民币贬值压力仍在，但考虑藏汇于民下的资金行为调整等，本轮市场冲击或有限。

风险提示：美联储货币政策收紧不及预期、美国通胀回落超预期

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：美债收益率，会破“4%”吗？	4
1.1、年初以来的驱动逻辑？紧缩预期与衰退预期交织，长端利率大幅上行	4
1.2、加息周期的历史启示？市场利率领先政策，顶点高于政策利率终点	5
1.3、未来美债收益率如何演绎？短期仍将上行，破“4%”几无悬念	8
二、数据跟踪：发达国家股市普遍下跌，美债收益率上破 3.7%	12
2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	12
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率大幅上行	13
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，美元兑人民币持续升值	14
2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格涨跌互现	15

图表目录

图表 1：年初以来，美债收益率震荡上行	4
图表 2：全球资本市场受到剧烈冲击	4
图表 3：美联储加息预期与 10Y 美债收益率走势	4
图表 4：近期，经济韧性也是美债再度攀升的原因之一	4
图表 5：美联储议息会议声明对比	5
图表 6：9 月，美联储议息会议点阵图	5
图表 7：密歇根大学通胀预期近期出现回落	5
图表 8：政策利率与 10 年期美债收益率走势	6
图表 9：1984 年以来，10Y 美债收益率多提前见顶	6
图表 10：加息周期中，美债收益率与政策利率的高点	6
图表 11：加息周期中，政策利率、美债利率上行幅度	6
图表 12：美联储政策利率与通胀率走势	6
图表 13：加息结束前，CPI 的回落幅度	6
图表 14：时变的泰勒规则对美联储加息路径拟合更优	7
图表 15：泰勒规则下的终点利率与实际终点利率	7
图表 16：美联储政策利率与失业率走势	7
图表 17：降息多发生在失业率连续回升 1 个季度后	7
图表 18：历史上，央行的调控与人民币汇率走势	8
图表 19：3 个月美债收益率与政策利率走势紧密联系	8
图表 20：加息周期中，10Y 与 3M 期限利率快速收窄	8
图表 21：美国就业市场的“贝弗利奇曲线”明显外移	9
图表 22：本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征	9
图表 23：点阵图显示加息终点利率 22 年底即将破 4%	9
图表 24：联邦利率期货市场预期的加息路径	9
图表 25：美国就业市场韧性仍在	9
图表 26：美联储持有到期的美债、中长期占比提升	9
图表 27：外资持有的美债结构	10
图表 28：日元对冲成本已高于美日利差	10
图表 29：日元汇率稳定后，美债收益率大幅攀升	10
图表 30：年初以来，主要外资均在减持美债	10
图表 31：美债收益率压制下，高估值板块表现更差	11

图表 32: 外围市场或仍将维持较高的波动率.....	11
图表 33: 企业、居民的二级储备有望形成支撑.....	11
图表 34: 近期, 股债两市外资流出已经放缓.....	11
图表 35: 本周, 发达国家股指悉数下跌.....	12
图表 36: 本周, 新兴市场股指多数下跌.....	12
图表 37: 本周, 美股行业普遍下跌.....	12
图表 38: 本周, 欧元区行业普遍下跌.....	12
图表 39: 本周, 香港市场普遍下跌.....	13
图表 40: 本周, 恒生行业多数下跌.....	13
图表 41: 主要发达国家 10 年期国债收益率普遍上行.....	13
图表 42: 本周, 英美德 10 年期利率上行.....	13
图表 43: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行.....	14
图表 44: 本周, 巴西 10 年期国债收益率下行.....	14
图表 45: 本周, 美元指数走强.....	14
图表 46: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值.....	14
图表 47: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍贬值.....	14
图表 48: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值.....	14
图表 49: 本周, 人民币兑欧元、美元贬值.....	15
图表 50: 本周, 美元兑人民币升值.....	15
图表 51: 本周, 大宗商品价格涨跌互现.....	15
图表 52: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	16
图表 53: 本周, 焦煤价格上涨、动力煤价格下跌.....	16
图表 54: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	16
图表 55: 本周, 铜价下跌, 通胀预期小幅下降.....	16
图表 56: 本周, 贵金属价格均下跌.....	16
图表 57: 本周, 金价下跌, 10Y 美债实际收益率上行.....	16

一、周度专题：美债收益率，会破“4%”吗？

9月议息会议的落地后，市场对美债利率的关注再度升温。终点利率能到多高，对市场的影响如何？本文分析，可供参考。

1.1、年初以来的驱动逻辑？紧缩预期与衰退预期交织，长端利率大幅上行

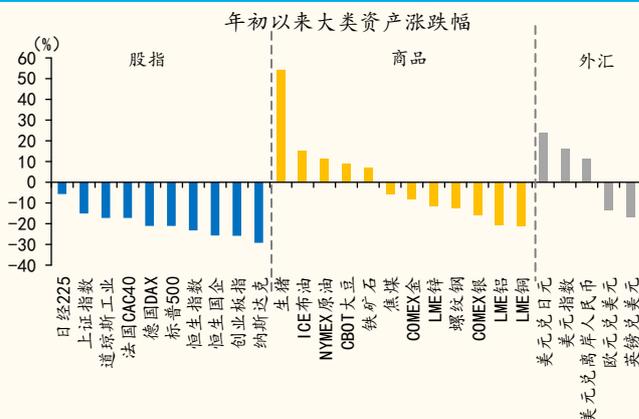
年初以来，美债收益率大幅上行，对资本市场造成了明显扰动。截至9月22日，3个月、2年期和10年期美债收益率较年初分别上行323bp、338bp和218bp，分别录得3.29%、4.11%和3.70%。作为全球资产定价锚的美债收益率大幅上行，对全球资本市场造成了明显扰动：全球股票市场呈现普跌行情，恒生指数、标普500、德国DAX、法国CAC40、上证指数分别下跌23%、21%、23%、17%、17%和15%；美元指数大涨16%至113的近20年新高；LME铜、铝等部分供给未受明显约束的商品、价格也受到了明显压制。

图表 1：年初以来，美债收益率震荡上行



来源：Wind，国金证券研究所

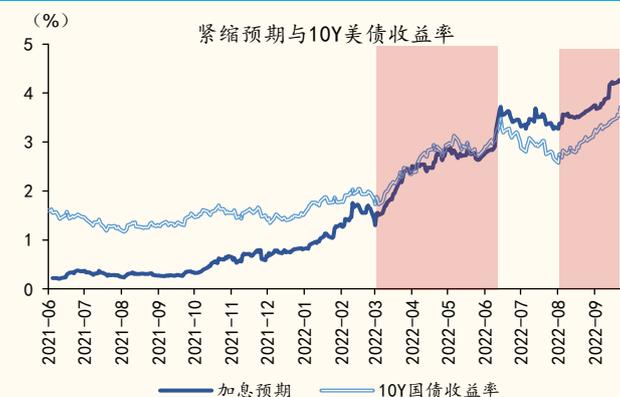
图表 2：全球资本市场受到剧烈冲击



来源：Wind，国金证券研究所

紧缩预期与衰退预期交织中，长端利率上行可分为三个阶段：1) 年初至6月上旬，伴随着加息预期不断上修，10Y美债收益率从1.5%上行至3.5%；2) 6月中旬至7月底，随着美国PMI等指标的显著回落，衰退担忧升温，美债10Y收益率下行89bp至2.6%；3) 8月以来，一方面，就业市场韧性仍在，花旗经济意外指数大幅回升，衰退担忧缓和，期限利差走平；另一方面，8月核心CPI超预期，紧缩预期再度升温，美债再度上至3.7%。

图表 3：美联储加息预期与10Y美债收益率走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 4：近期，经济韧性也是美债再度攀升的原因之一



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

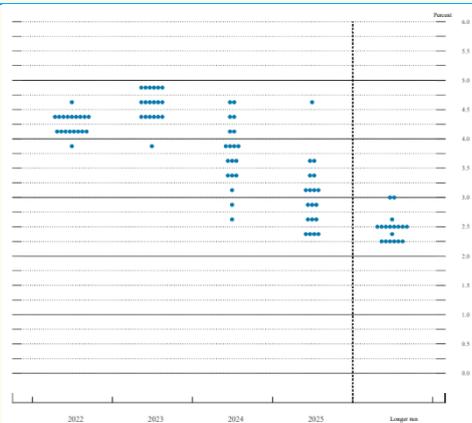
9月联储议息会议落地，市场对美债利率的关注再度升温，市场观点也有所分化；部分观点认为美债利率远未见顶；部分则认为美债收益率已是“穷弩之末”。前者核心逻辑是，紧缩预期继续走强，美联储终点利率大幅上修，将向长端利率传导，带来美债利率的冲高；后者核心逻辑是，9月通胀预期已经下修，紧缩预期或已被充分消化；经济衰退压力上升，或将导致美债利率筑顶回落。

图表 5：美联储议息会议声明对比

美联储议息会议声明对比											
FOMC会议时间	2021/6/17	2021/7/28	2021/9/22	2021/11/3	2021/12/15	2022/1/26	2022/3/16	2022/5/4	2022/6/15	2022/7/27	2022/9/21
FOMC会议决策	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	加息 25BP	加息 50BP	加息 75BP	加息 75BP	加息 75BP
联邦基金利率区间	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0.25%-0.5%	0.75%-1%	1.5%-1.75%	2.25%-2.5%	3%-3.25%
投票结果	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	全票通过	8:1通过	全票通过	8:1通过	全票通过	全票通过
经济活动	有所增强	取得进展	取得进展	取得实质性进展	继续增强	继续增强	继续增强	有所放缓	似乎有所回升	已现疲软	适度增长
劳动力市场	有所增强	继续增强	继续增强	继续增强	进一步改善	大幅增长	大幅增长	增长强劲	增长强劲	增长强劲	增长强劲
失业率						大幅下降	大幅下降	大幅下降		维持低位	维持低位
融资环境	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松	维持宽松					
12个月通胀预期	通胀暂时上升	通胀暂时上升	通胀暂时居高不下	通胀暂时高企，部分行业价格大涨	通胀继续上升	通胀继续上升	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下	通胀居高不下
近期经济前景评估	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险	依然面临下行风险，包括新冠病毒带来的风险	依然面临下行风险，包括新冠病毒带来的风险		俄乌战争、中国疫情将对经济前景带来不确定性	俄乌战争正在拖累全球经济增长	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济增长	俄乌冲突正在对通胀造成额外上行压力，并拖累全球经济增长
政策立场	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	直接删除	继续加息	继续加息、即将缩表	继续加息、开始缩表	继续加息、继续缩表	继续加息、继续缩表

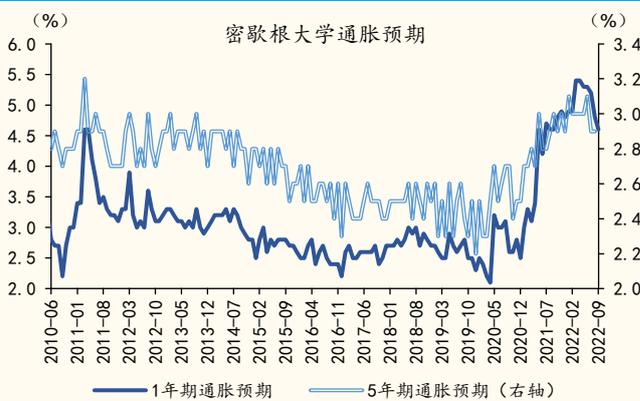
来源：Fed，国金证券研究所

图表 6：9月，美联储议息会议点阵图



来源：Fed，国金证券研究所

图表 7：密歇根大学通胀预期近期出现回落

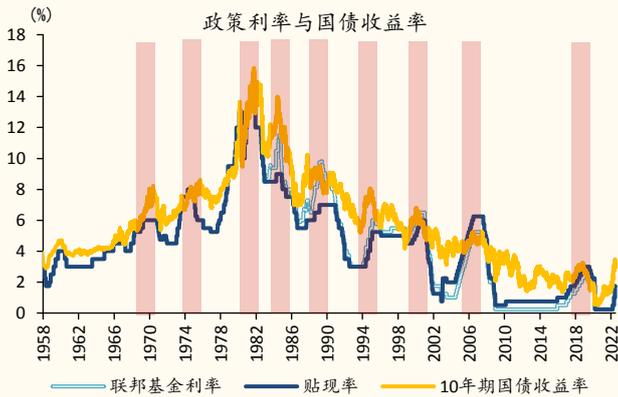


来源：UMich，国金证券研究所

1.2、加息周期的历史启示？市场利率领先政策，顶点高于政策利率终点

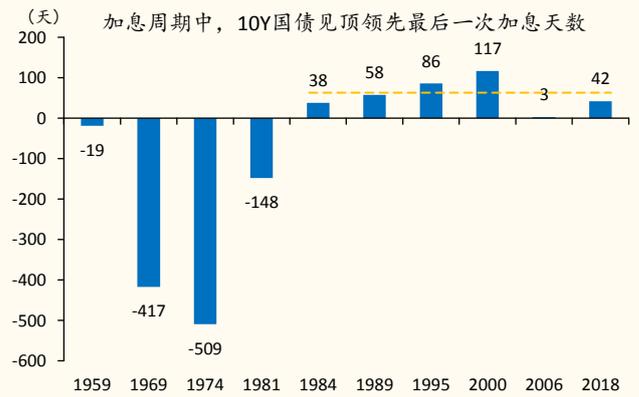
美债收益率的顶点与加息终点利率密切相关；历次加息周期中，美债收益率的高点均会高于政策利率的高点。历史回溯来看，历轮加息周期中：1) 在 1982 年以后，美联储将中介目标由数量型目标 M2 增速转向价格型目标货币市场利率后，10 年期美债收益率多领先政策利率约 1 个季度见顶；2) 10 年期美债收益率的顶部均高于政策利率的高点，仅 2006 年两者持平；3) 加息周期中，10 年期美债收益率的上行幅度至少为政策利率上行幅度的一半。

图表 8: 政策利率与 10 年期美债收益率走势



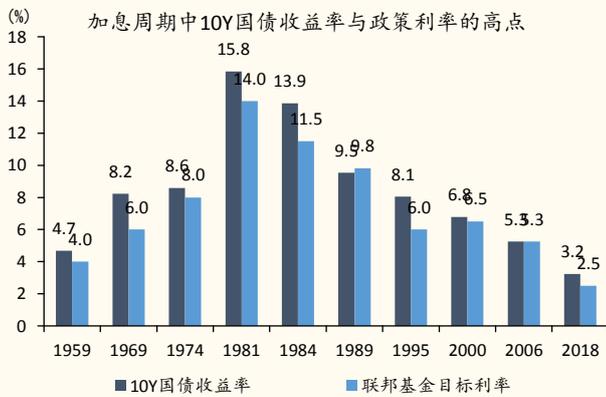
来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 9: 1984 年以来, 10Y 美债收益率多提前见顶



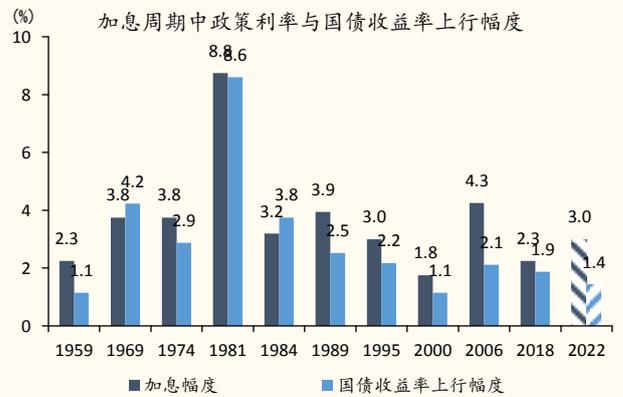
来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 10: 加息周期中, 美债收益率与政策利率的高点



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

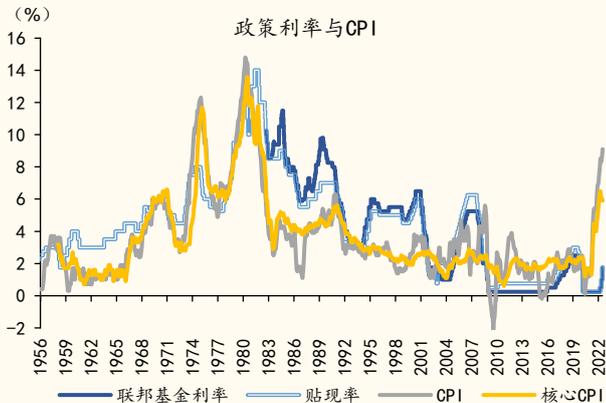
图表 11: 加息周期中, 政策利率、美债利率上行幅度



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

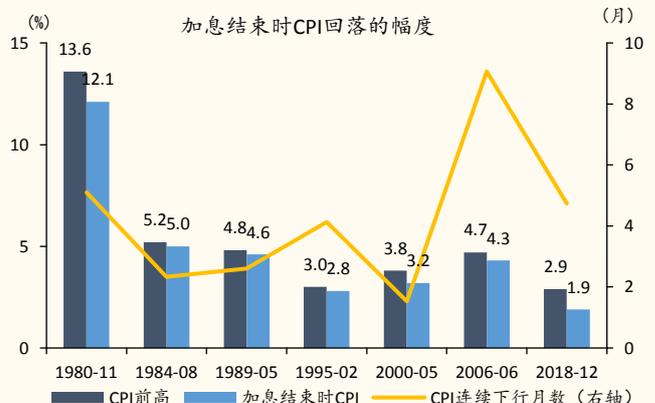
政策利率的调整有着显著的“数据驱动”特征；高通胀环境下，政策调整更关注通胀的表现。1946 年以来，美联储以就业、物价作为最终目标；其政策利率的调整多为“数据驱动”，通常同时关注通胀缺口与失业率缺口，但在高通胀环境下，会给予通胀缺口相对更高的权重¹。时变的泰勒规则可以较好地拟合政策利率的潜在走势。高通胀环境下，美联储加息的结束，通常需要看到 CPI 持续回落 2 个季度左右；加息结束时，联邦基金利率通常与泰勒规则预期值收敛。

图表 12: 美联储政策利率与通胀率走势



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

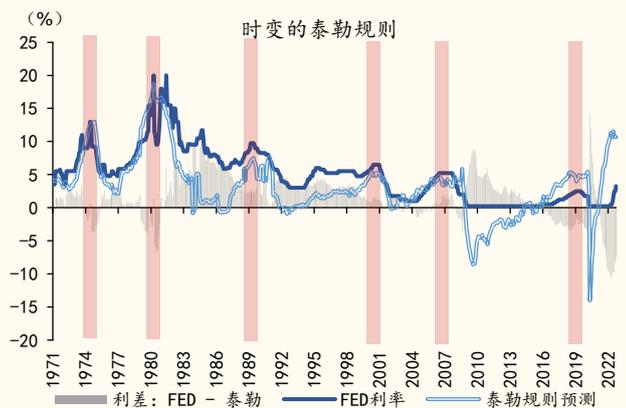
图表 13: 加息结束前, CPI 的回落幅度



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

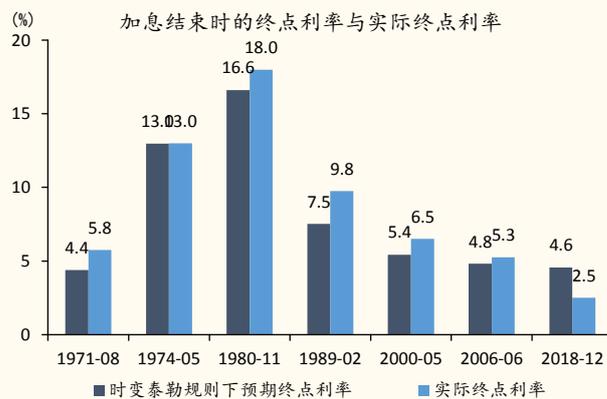
¹ Bauer, Pflueger and Sunderam, 2022.09, PERCEPTIONS ABOUT MONETARY POLICY.

图表 14: 时变的泰勒规则对美联储加息路径拟合更优



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

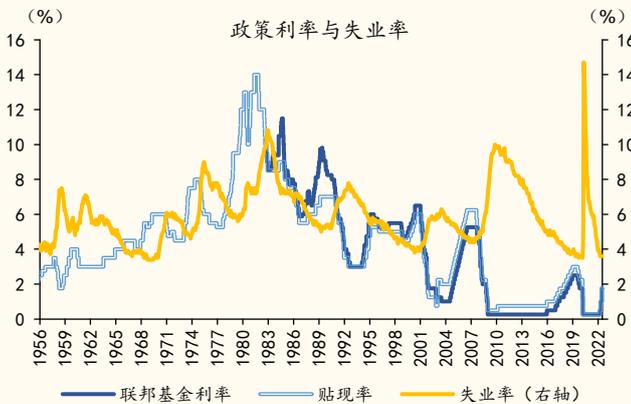
图表 15: 泰勒规则下的终点利率与实际终点利率



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

美联储的降息更为关注就业市场的变化,通常在失业率持续回升 1 个季度、0.5 个百分点后,或在非农新增就业人数回落至 10-15 万人时发生。历史回溯来看,美联储降息的开启多呈现如下规律: 1) 从加息到降息的政策调整,通常需要经历半年以上的时滞,以避免对市场预期过激的扰动; 2) 降息周期的开启,多关注就业市场的指标,通常需要看到失业率连续回升 1 个季度以上,失业率较此前低点上行 0.5 个百分点是美联储降息潜在的触发条件; 3) 近 4 轮中,降息周期的开启,均发生在非农新增就业人数回落至 10-15 万人时。

图表 16: 美联储政策利率与失业率走势



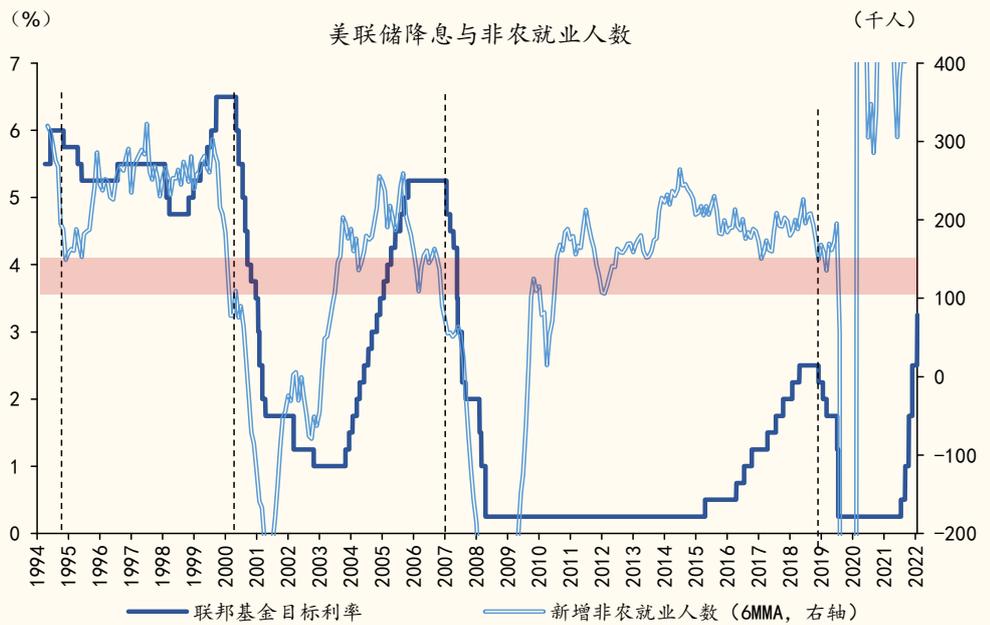
来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 17: 降息多发生在失业率连续回升 1 个季度后



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

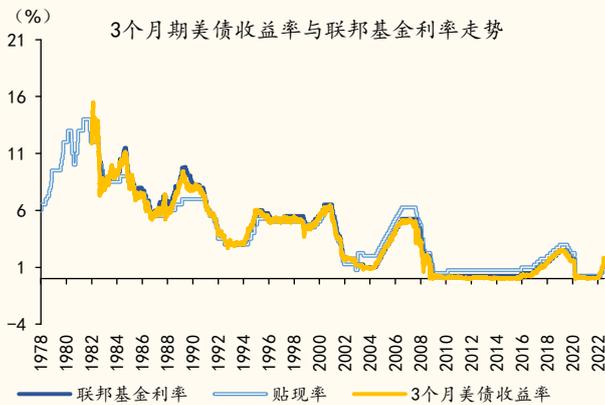
图表 18: 历史上, 央行的调控与人民币汇率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

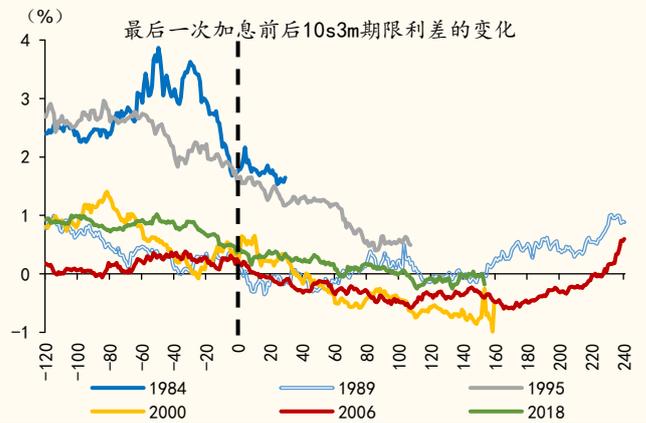
加息周期中, 短端美债收益率紧跟政策利率变动, 长端美债收益率虽可能与短端倒挂, 但多在加息后出现, 且倒挂幅度不深。1) 1990、2001、2008、2020 年等导致美国经济“硬着陆”的加息周期中, 均出现了 10Y 与 3M 美债收益率期限利差的倒挂, 倒挂时点多发生在加息结束后; 2) 美联储启用联邦基金目标利率以来的 6 轮中, 10Y 与 3M 美债利率期限利差的倒挂, 最深为 100bp 左右。

图表 19: 3 个月美债收益率与政策利率走势紧密联系



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

图表 20: 加息周期中, 10Y 与 3M 期限利率快速收窄



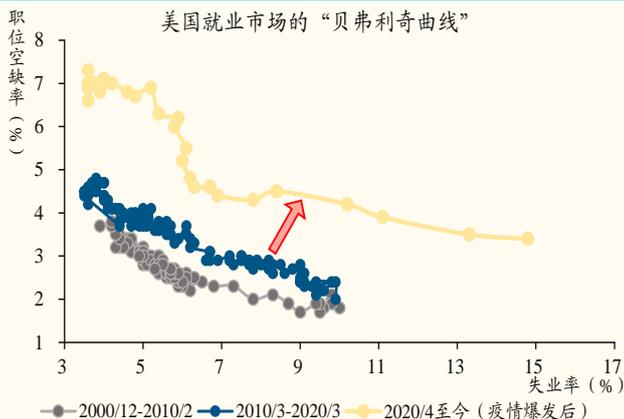
来源: Fred, Bloomberg, 国金证券研究所

1.3. 未来美债收益率如何演绎? 短期仍将上行, 破“4%”几无悬念

就业市场韧性较强、通胀居高不下, 导致美联储加息周期持续性及加息幅度远超历史同期; 点阵图显示, 2022 年底政策利率即将破 4%。对比 2000 年 12 月至 2010 年 2 月、2010 年 3 月至 2020 年 3 月, 本轮就业周期的“贝弗里奇曲线”明显外移, 且未表现出任何收敛迹象, 表明劳动力供需错配问题远未解决。与此同时, “赶作业式”加息, 也使得本轮加息持续更长、高度更高。9 月点阵图显示, 美联储加息终点利率已达 4.6%, 2022 年底政策利率即将突破 4.0%。

图表 21: 美国就业市场的“贝弗利奇曲线”明显外移

图表 22: 本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征



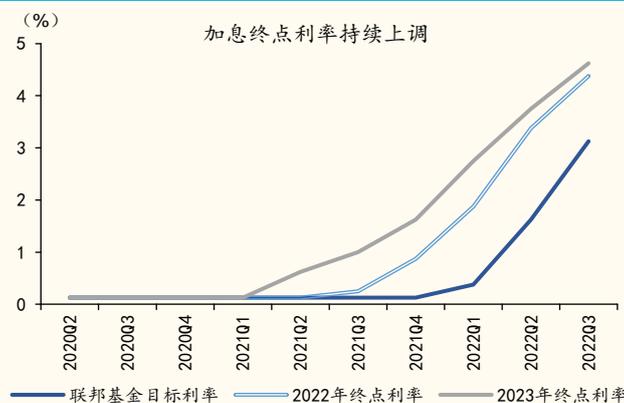
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 点阵图显示加息终点利率22年底即将破4%

图表 24: 联邦利率期货市场预期加息路径



来源: Fed, 国金证券研究所

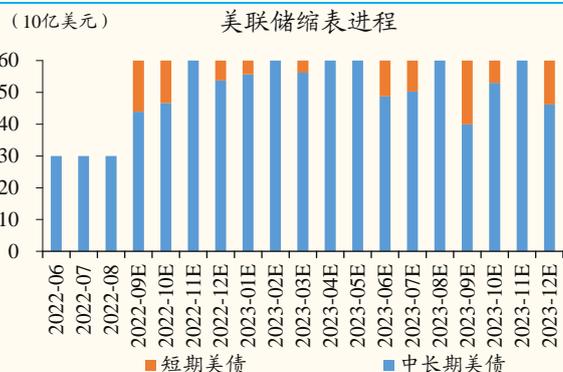


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美联储 9 月以后的缩表速度翻倍，势必会加剧美债市场的供需矛盾，当下市场对这一问题的重视度仍然不够。2023 年初以后到期的美债中，中长期占比较高。与此同时，相较 6-8 月，美联储 9 月后的缩表速度将从每月 475 亿美元提升至每月 950 亿美元。再考虑到美债存量规模仍在持续扩张及美联储是疫后美债市场最大的购买方，美联储加速缩表，将会给银行、共同基金、养老基金等其他机构带来更大的购债压力，可能会进一步对 10 年期美债利率形成支撑。

图表 25: 美国就业市场韧性仍在

图表 26: 美联储持有到期的美债、中长期占比提升



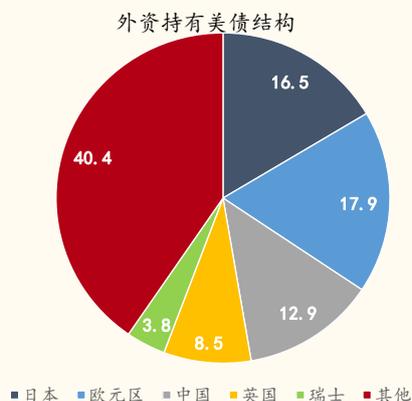
来源: SOMA, Fed, 国金证券研究所



来源: Fed, 国金证券研究所

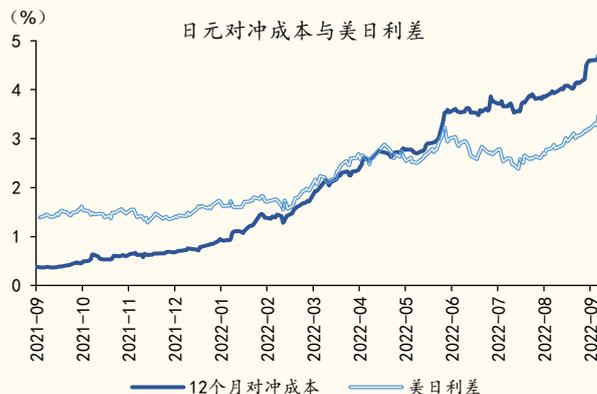
外资对美债的抛售行为或将进一步加剧美债收益率的上行，近期日央行的主动干预即是典型代表。外资在私人部门美债持有占比超四成，买卖行为对美债价格波动有显著影响；²其中，中日欧是美债的重要持有方，截至7月末，合计持有 3.55 万亿。以日本为例，随着美元兑日元对冲成本攀升，卖出日元买入美债的抵补套利已无利可图，非抵补套利则依赖于日元贬值预期。随着日央行的介入，外储³动用过程中对美债的抛售，叠加非抵补套利行为的逆转，外资抛售行为为近期推升了美债利率。汇率持续贬值下，中国、欧元区也在持续减持美债。

图表 27: 外资持有的美债结构



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 日元对冲成本已高于美日利差



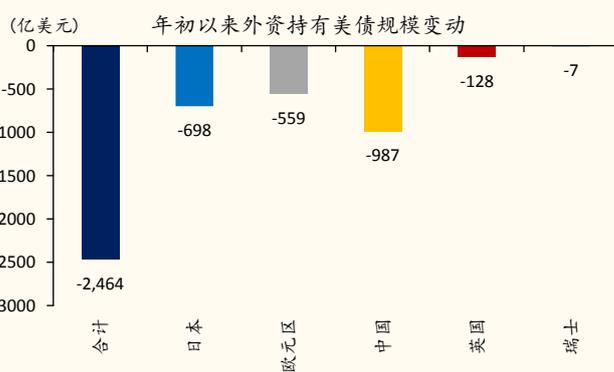
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 29: 日元汇率稳定后，美债收益率大幅攀升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 30: 年初以来，主要外资均在减持美债



来源: Wind, 国金证券研究所

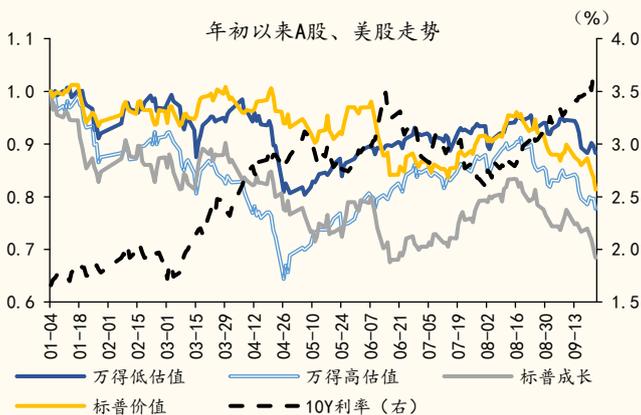
美债利率上行过程中，高估值板块或仍将延续高波动、港股及 A 股部分板块仍可能受到外部环境压制；人民币贬值压力仍在，但对国内市场冲击或相对有限。1) 美债利率快速上行过程中，高估值板块更容易受到冲击；年初以来，无论是 A 股高估值板块、还是美股成长股，相较于低估值板块均受到了更大的冲击；2) 相较 A 股市场，港股市场更容易受到外部环境的影响；8 月以来，美债利率持续上行，港股受到明显压制；3) 美元指数或继续走强，人民币贬值压力仍在，但考虑藏汇于民下的资金行为调整等，本轮对国内市场冲击或有限⁴。

² Ahmed&Rebucci,2022.09,DOLLAR RESERVES AND U.S. YIELDS: IDENTIFYING THE PRICE IMPACT OF OFFICIAL FLOWS.

³ 以证券形式为主。

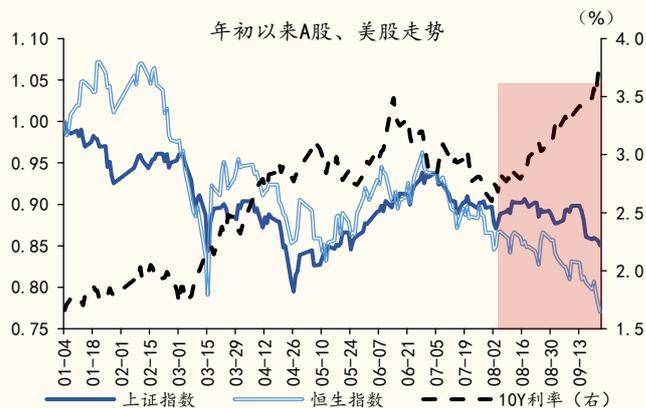
⁴ 本轮人民币贬值的市场影响，具体参见《外储的“消失”，汇率的“锅”？》。

图表 31: 美债收益率压制下, 高估值板块表现更差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 外围市场或仍将维持较高的波动率



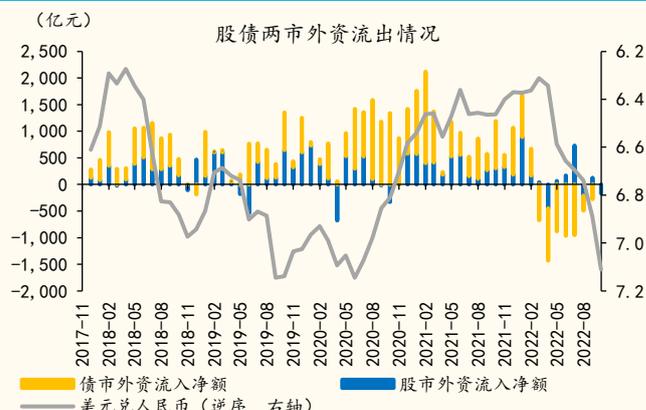
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 企业、居民的二级储备有望形成支撑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 近期, 股债两市外资流出已经放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1) 年初以来, 紧缩预期与衰退预期交织中, 10Y 美债收益率大幅震荡上行。1) 年初至 6 月上旬, 伴随着加息预期不断上修, 美债 10Y 收益率从 1.5% 快速上行至 3.5%; 2) 6 月中至 7 月, 衰退担忧升温, 美债 10Y 收益率下行 89bp 至 2.6%, 10Y 与 2Y 利差由 0.04% 走低至 -0.30%; 3) 8 月以来, 衰退担忧缓和, 叠加紧缩预期升温, 美债 10Y 利率再度上行至 3.7%。
- 2) 历史回溯来看: 1) 1982 年以后, 10Y 美债收益率通常领先政策利率约 1 个季度见顶; 2) 10 年期美债收益率顶部均高于政策利率的高点, 仅 2006 年两者持平; 3) 加息周期中, 10Y 美债收益率的上行幅度至少为政策利率上行幅度的一半。政策利率方面, 美联储加息的结束, 通常需要看到 CPI 持续回落 2 个季度左右; 而降息周期多开启于加息结束半年后, 通常在非农新增就业人数回落至 10-15 万人时发生。期限利差方面, 10Y 美债与政策利率的倒挂, 通常发生在加息结束后, 倒挂幅度通常不超过 100bp。
- 3) 综合基本面、政策面、交易面及历史规律, 中短期美债 10Y 利率破“4%”几无悬念。1) 就业市场韧性较强, 通胀居高不下, 导致美联储加息周期持续及加息幅度远超历史同期; 2) 点阵图显示, 2022 年底政策利率即将破 4%; 3) 美联储 9 月以后的缩表速度翻倍, 势必会加剧美债市场的供需矛盾; 4) 部分外资对美债的抛售行为, 或将进一步推动美债收益率的上行。

- 4) 美债利率上行过程中，高估值板块或仍将延续高波动、港股或 A 股部分板块仍将受到外部环境压制；人民币贬值压力仍在，但市场冲击或相对有限。
- 1) 美债利率上行过程中，高估值板块更容易面临调整风险；2) 相较 A 股市场，港股市场更易受到外部环境冲击；3) 美元或继续走强，人民币贬值压力仍在，但考虑藏汇于民下的资金行为调整等，本轮市场冲击或有限。

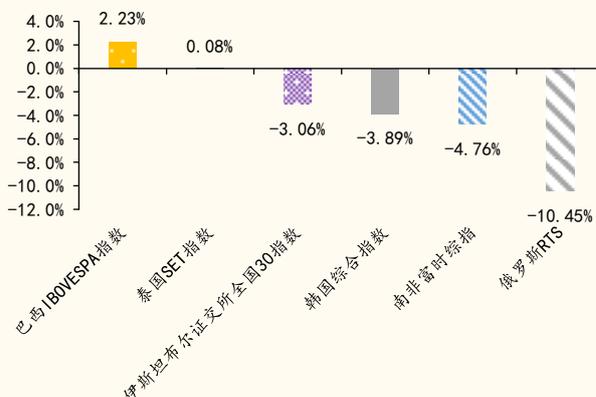
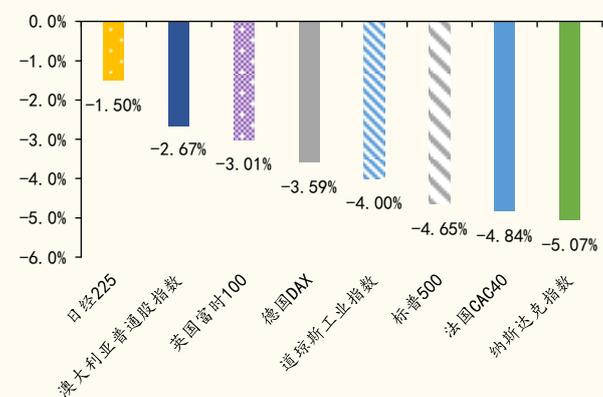
二、数据跟踪：发达国家股市普遍下跌，美债收益率上破 3.7%

2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌

发达国家股指普遍下跌，新兴市场股指多数下跌。日经 225、澳大利亚普通股指数、英国富时 100、德国 DAX、道琼斯工业指数、标普 500、法国 CAC40 和纳斯达克指数分别下跌 1.50%、2.67%、3.01%、3.59%、4.00%、4.65%、4.84%和 5.07%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、韩国综合指数、南非富时综指和俄罗斯 RTS 分别下跌 3.06%、3.89%、4.76%和 10.45%；巴西 IBOVESPA 指数和泰国 SET 指数分别上涨 2.23%、0.08%。

图表 35：本周，发达国家股指悉数下跌

图表 36：本周，新兴市场股指多数下跌



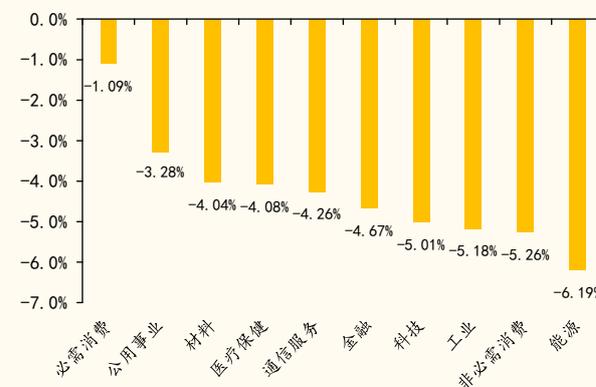
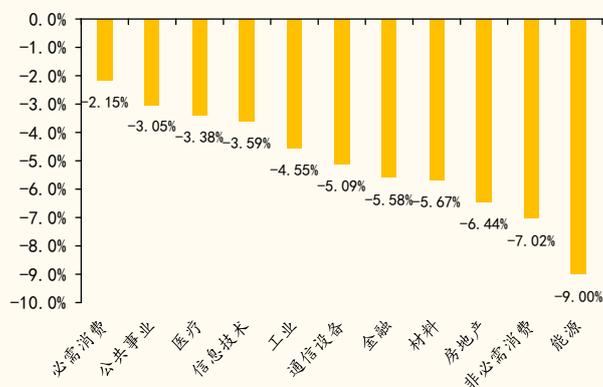
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

美国及欧元区各行业悉数下跌。从美国标普 500 的行业涨幅来看，本周美股行业普遍下跌。能源、非必需消费、房地产、材料、金融领跌，分别下跌 9.00%、7.02%、6.44%、5.67%和 5.58%。从欧元区行业板块来看，本周欧元区行业普遍下跌。能源、非必需消费和工业领跌，分别下跌 6.19%、5.26%和 5.18%。

图表 37：本周，美股行业普遍下跌

图表 38：本周，欧元区行业普遍下跌

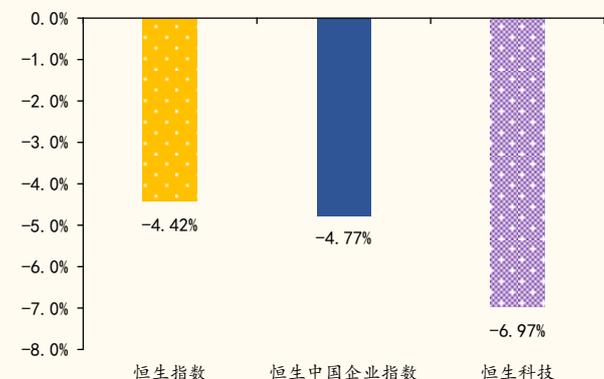


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

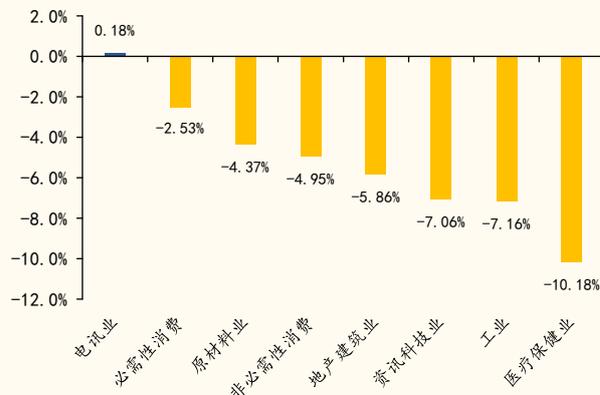
香港市场普遍下跌。恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技分别下跌 4.42%、4.77%和 6.97%。行业方面，恒生行业多数下跌，医疗保健业、工业和资讯科技业领跌，分别下跌 10.18%、7.16%和 7.06%；仅电讯业上涨，涨幅为 0.18%。

图表 39: 本周，香港市场普遍下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 本周，恒生行业多数下跌

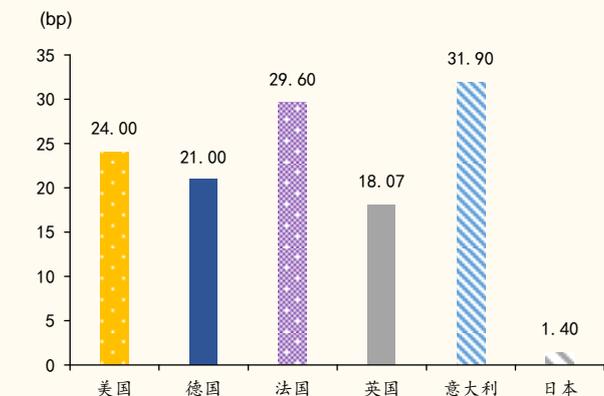


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率大幅上行

发达国家 10 年期国债收益率大幅上行。其中，美国 10Y 国债收益率上行 24.00bp 至 3.69%，德国 10Y 国债收益率上行 21.00bp 至 1.97%，英国 10Y 国债收益上行 18.07bp 至 3.44%。德国、法国、英国、意大利和日本 10Y 国债收益率分别上行 21.00bp、29.60bp、18.07bp、31.90bp 和 1.40bp。

图表 41: 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

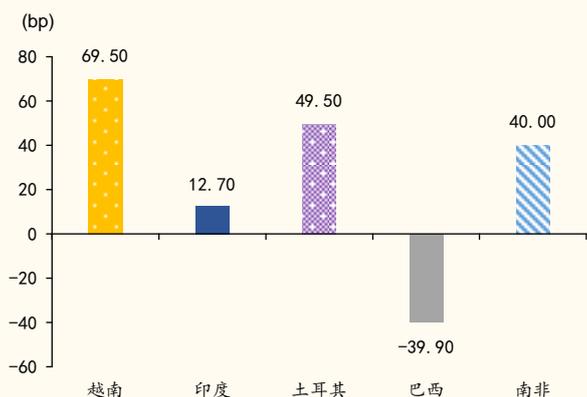
图表 42: 本周，英美德 10 年期利率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

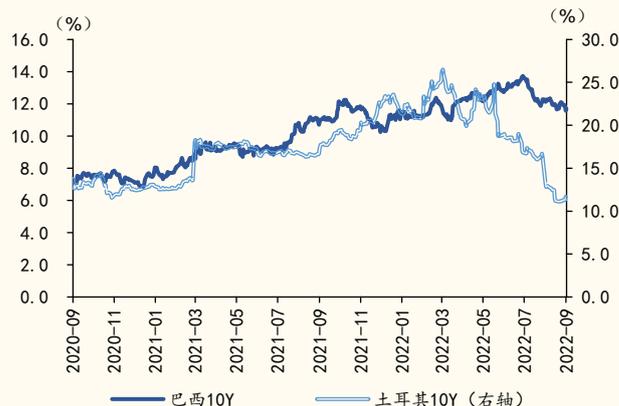
新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。土耳其 10Y 国债收益率上行 49.50bp 至 11.67%，巴西 10Y 国债收益率下行 39.90bp 至 11.69%。越南、印度、土耳其和南非 10Y 国债收益率分别上行 69.50bp、12.70bp、49.50bp 和 40.00bp，仅巴西 10Y 国债收益率下行 39.90bp。

图表 43: 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 44: 本周, 巴西 10 年期国债收益率下行

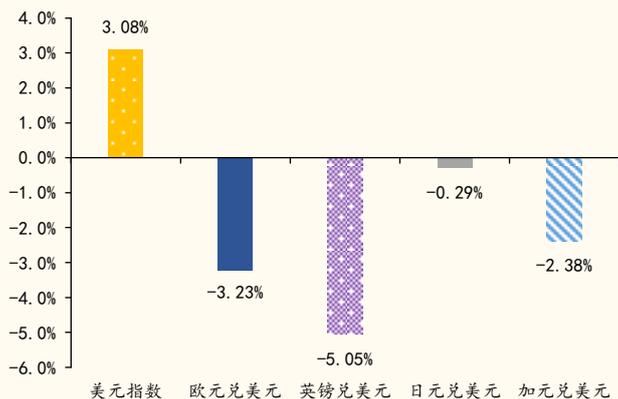


来源: Wind, 国金证券研究所

2.3、外汇市场追踪: 美元指数走强, 美元兑人民币持续升值

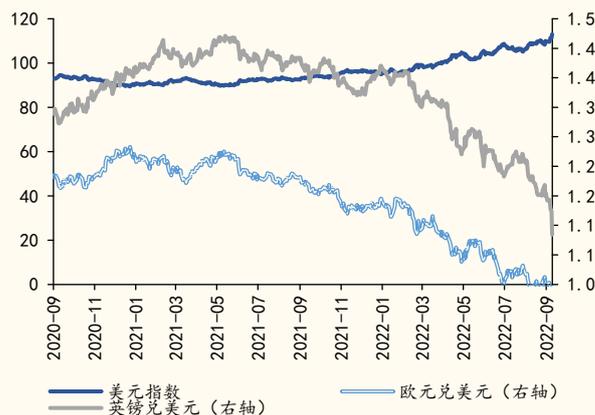
美元指数走强, 欧元、英镑、日元兑美元贬值。欧元、英镑和日元兑美元分别贬值 3.23%、5.05%和 0.29%。土耳其里拉、印尼卢比、菲律宾比索、雷亚尔和韩元兑美元分别贬值 0.84%、0.75%、2.24%、0.28%和 2.61%。

图表 45: 本周, 美元指数走强



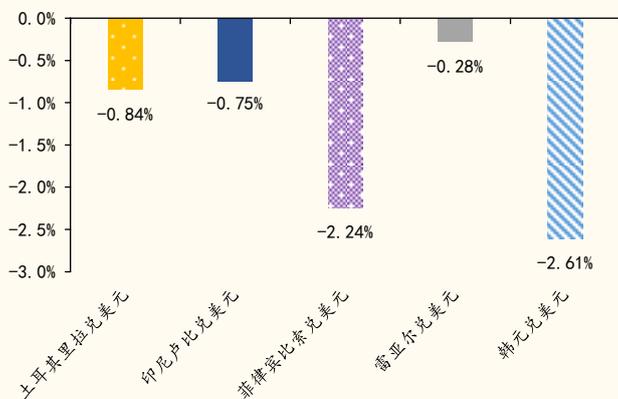
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值



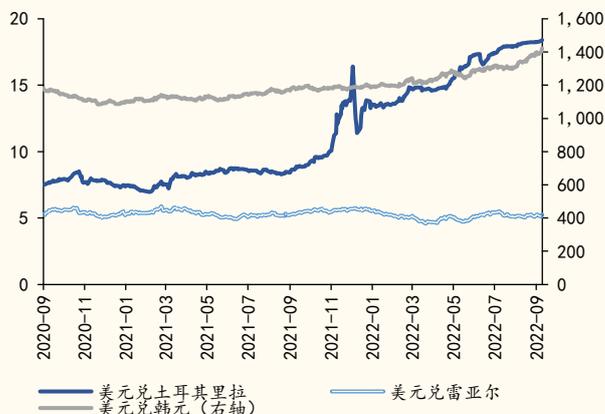
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 本周, 主要新兴市场货币兑美元普遍贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

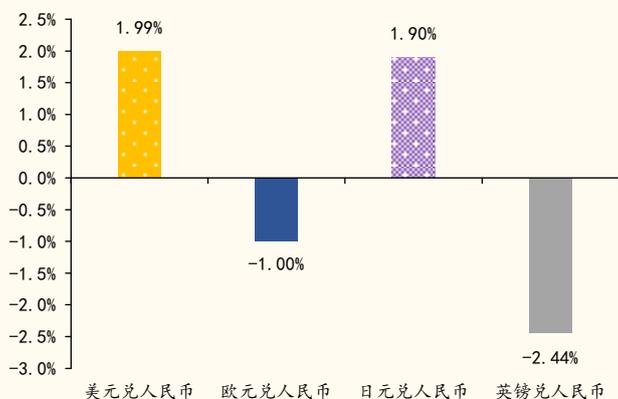
图表 48: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

美元兑人民币升值。美元和日元兑人民币分别升值 1.90%和 0.57%；欧元和英镑兑人民币贬值分别贬值 1.00%和 2.44%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 1390bp 至 7.1265，美元兑离岸人民币汇率上行 1400bp 至 7.1385。

图表 49: 本周, 人民币兑欧元、美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 50: 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: 大宗商品价格涨跌互现

大宗商品价格涨跌互现, 原油价格大幅下降。本周, 原油、贵金属、有色价格下跌, 黑色和农产品涨跌互现。其中, 下跌幅度最大的是 WTI 原油和布伦特原油, 分别下跌 7.48%和 5.69%; 涨幅最大的是焦煤和沥青, 分别上涨 3.25%和 2.99%。

图表 51: 本周, 大宗商品价格涨跌互现

类别	品种	2022-09-23	2022-09-15	2022-09-08	2022-09-01	2022-08-25
原油	WTI原油	-7.48%	1.87%	-3.54%	-6.39%	2.23%
	布伦特原油	-5.69%	1.90%	-3.48%	-7.03%	2.85%
贵金属	COMEX黄金	-1.66%	-2.49%	0.64%	-3.51%	0.01%
	COMEX银	-2.43%	4.48%	4.39%	-7.60%	-1.77%
有色	LME铜	-3.28%	-2.44%	3.71%	-7.45%	1.05%
	LME铝	-4.19%	-0.35%	-1.43%	-7.41%	2.25%
	LME镍	-0.64%	5.01%	6.20%	-4.48%	-1.29%
黑色	LME锌	-2.27%	0.28%	1.80%	-10.08%	1.69%
	动力煤	-0.95%	-2.71%	34.32%	-8.73%	5.26%
	焦煤	3.25%	7.87%	0.11%	-6.10%	-7.82%
	沥青	2.99%	-0.70%	-2.67%	-4.16%	-3.16%
	铁矿石	-0.84%	4.25%	1.09%	-3.71%	3.86%
农产品	螺纹钢	0.60%	0.86%	0.79%	-9.68%	1.27%
	生猪	-3.99%	0.48%	-0.79%	-1.00%	4.46%
	棉花	-4.30%	2.19%	-3.84%	-0.30%	0.13%
	豆粕	1.88%	3.31%	2.71%	-2.05%	5.23%
	豆油	0.48%	1.87%	-5.48%	-2.72%	4.30%

来源: Wind, 国金证券研究所

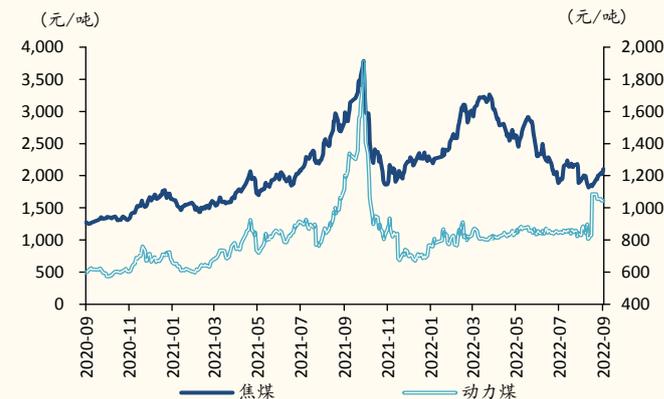
原油价格下跌, 黑色金属涨跌互现。WTI 原油价格下跌 7.48%至 78.74 美元/桶、布伦特原油价格下跌 5.69%至 86.15 美元/桶。焦煤价格上涨 3.25%至 2064 元/吨, 动力煤价格下跌 0.95%至 1045 元/吨。螺纹钢和沥青价格分别上涨 0.60%和 2.99%至 3718 元/吨和 3751 元/吨; 铁矿石价格下跌 0.84%至 710 元/吨。

图表 52: 本周, WTI原油、布伦特原油价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

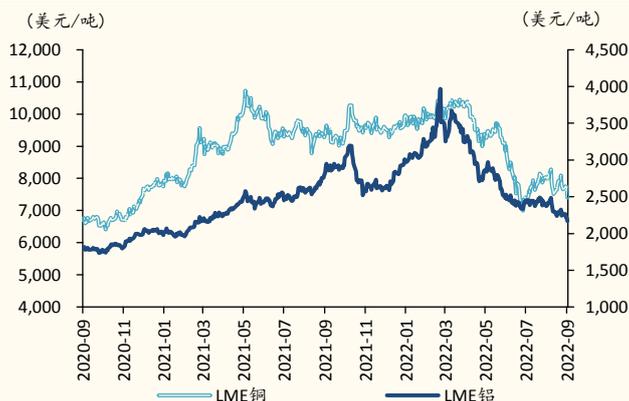
图表 53: 本周, 焦煤价格上涨、动力煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

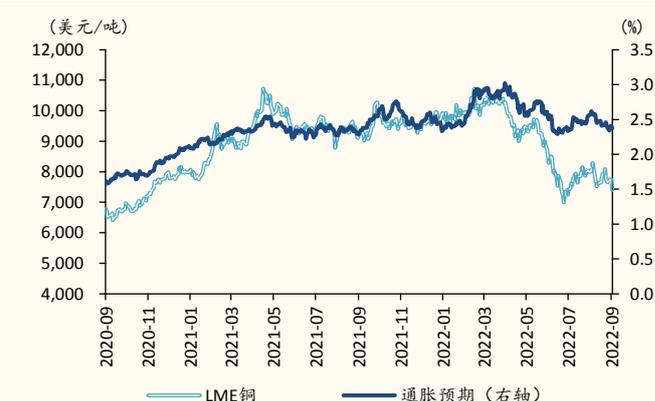
铜铝价格和贵金属价格均下跌。LME 铜价格下跌 3.28%至 7409 美元/吨, LME 铝价格下跌 4.19%至 2171 美元/吨。通胀预期从前值的 2.38%下行至 2.37%。COMEX 黄金下跌 1.66%至 1655.60 美元/盎司, COMEX 银下跌 2.43%至 18.91 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.07%上行至 1.32%。

图表 54: 本周, 铜铝价格共振下跌



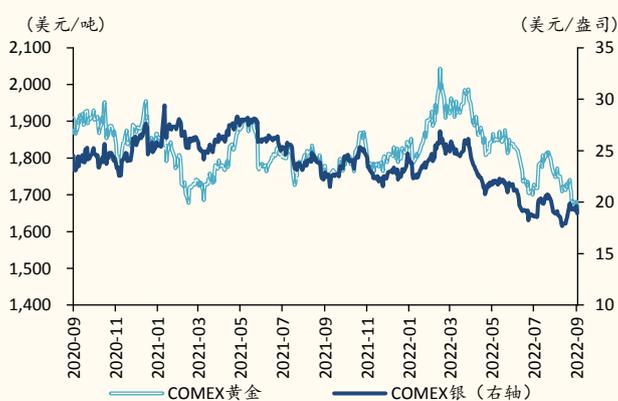
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 本周, 铜价下跌, 通胀预期小幅下降



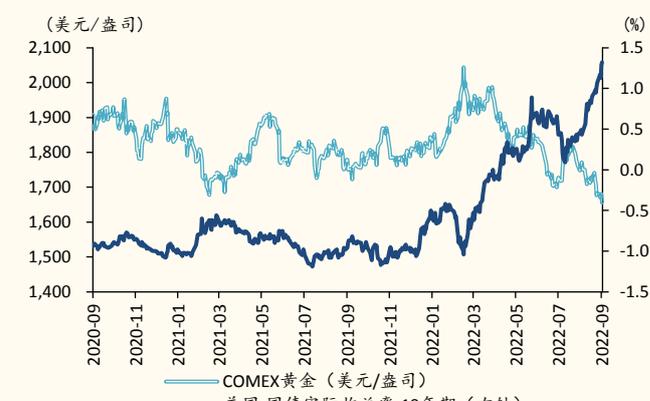
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 本周, 贵金属价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 57: 本周, 金价下跌, 10Y美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示:

- 1、美联储货币政策收紧不及预期:** 通胀率的显著回落、失业率的意外攀升,可能会导致美联储货币政策收紧不及预期,提前转向宽松。
- 2、美国通胀回落超预期:** 能源及食品价格的回落、通胀预期的稳定、就业市场供求摩擦的缓解,可能会导致美国通胀超预期回落。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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