

CNH 突发贬值：成因、脉络与走向

主题报告

汇率专题报告 暨双循环周报（第 50 期）

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com

投资要点

- ◆ **CNH 突发大幅贬值，国内外经济政策波动加大引发关注。**3月22日，离岸人民币 CNH 开盘报 7.2540，较前日贬值达 0.6%，日内贬值幅度为 2023 年 3 月以来最大，偏离今年以来一直维持的 7.2 附近中枢，创出近 4 个月以来新低。近日人民币面临较大的贬值压力，是国内外货币政策背离、财政扩张暂时性融资方式、国际贸易环境和经济结构展望等因素共同作用的结果。
- ◆ **成因一：美联储持续转鹰，欧瑞央行提前降息立场凸显强化。**瑞士央行在主要发达经济体中率先启动降息、欧英央行鸽派立场连带受到市场重视，推动美元指数短线大幅上行，年初以来的上行趋势得到强化，是本次离岸人民币突发大幅贬值的重要原因之一。由于美国供需循环偏热而非美经济体不同程度陷入“类滞胀”泥沼，而后者从通胀转为通缩往往速度极快，因此发达经济体内部美国和其他央行的“鹰鸽背离”大概率持续扩大，从而可能引发人民币更大的被动贬值压力。
- ◆ **成因二：央行强调降准空间，我国货币配合性宽松立场未变。**中国人民银行在最新新闻发布会上明确表态称“法定存款准备金率仍有下降空间”，两大风险化解加速、经济增长目标以进促稳的背景下，我国货币政策配合性宽松的立场并未发生改变，中美货币政策阶段性背离程度扩大，也对人民币汇率形成一定压力。
- ◆ **成因三：政府债务扩张启动之前，政府存款透支形成宽松效果。**1-2 月财政收入同比再度减少，但同时财政支出保持了 6.7% 的较大幅度增长，在政府债务融资扩张尚未开启之前，需一定程度短期透支政府存款以实现融资。今年两会确定了较为进取的扩张性政府债务融资格局，相关政府债务发行工作预计将明显加速，因政府存款暂时性透支而导致的货币流动性额外宽松效应预计有所缓解，相对应人民币贬值压力预计也将小幅缓释。下半年财政政策有一定可能性实施类似于 2023 年 10 月的额外的扩张性债务融资，从而有望对人民币汇率形成进一步的边际支撑。
- ◆ **成因四：剔除年初扰动出口难言强劲，外部贸易环境雪上加霜。**美国对华尖端科技产业链的围堵政策正在从半导体电子产业链向欧洲、向新能源汽车领域蔓延，年初看似高增的出口实则主要由闰年春节效应扰动，严峻的外部贸易投资政策环境令我们决定小幅下修全年出口增速预测，全年经济增长目标更需国内投资消费夯实大循环内生主动力才能有力完成。2018 年以来出口与人民币汇率之间的关系越来越向出口预期领先于人民币汇率变化的方向倾斜，当市场下修出口前景预期时人民币汇率往往面临额外的来自经常账户展望的贬值压力。
- ◆ **展望：年内贬值压力仍存，货币宽松受限财政扩张坚决。**综合上述分析，我们预计在美联储启动降息靴子落地之前（我们预计最早在今年 9 月），人民币仍将面临较大的贬值压力，9 月之后内外部因素共同作用，贬值压力或将边际缓解。全年预计 CNH、CNY 波动区间在 7.2-7.3 之间，而央行通过非常态化措施稳定汇率期间，我国货币政策宽松操作的空间料将受到一定外部约束，加之两大风险化解进程加快可能也令信用扩张速度有所放缓，货币信用传导着力于“盘活存量”的阶段，财政积极加码扩张并推升国内有效投资和消费需求的措施将走向前台。
- ◆ **风险提示：美联储启动降息晚于预期、美元指数上行进一步约束我国货币宽松风险。**

相关报告

- 利刃出鞘 暂藏锋芒——FOMC 会议点评（2024.3） 2024.3.21
- 剔除闰年商品消费偏弱，“奋力一跳”关键在于财政——经济数据点评（2024.1-2） 2024.3.18
- PPI 走强推升美元，一线二手房再度领跌——华金宏观·双循环周报（第 49 期） 2024.3.16
- 央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正加速靠近——金融数据速评（2024.2） 2024.3.15
- 薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟——美国 CPI 点评（2024.2） 2024.3.12



内容目录

CNH 突发大幅贬值，国内外经济政策波动加大引发关注	3
成因一：美联储持续转鹰，欧瑞央行提前降息立场凸显强化.....	3
成因二：央行强调降准空间，我国货币配合性宽松立场未变.....	5
成因三：政府债务扩张启动之前，政府存款透支形成宽松效果.....	6
成因四：剔除年初扰动出口难言强劲，外部贸易环境雪上加霜.....	7
展望：年内贬值压力仍存，货币宽松受限财政扩张坚决.....	9
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

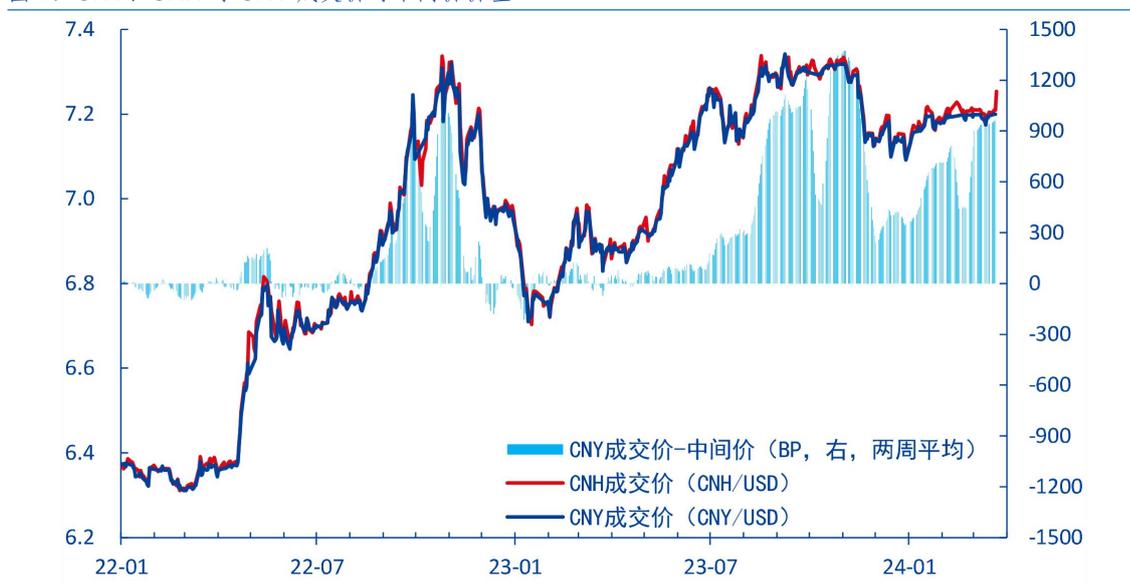
图表目录

图 1: CNY、CNH 与 CNY 成交价与中间价价差.....	3
图 2: 英镑、欧元、瑞郎相对美元汇率.....	4
图 3: 美元兑日元汇率、美元指数.....	4
图 4: 主要发达经济体核心 CPI 同比 (%).....	5
图 5: 主要发达经济体实际 GDP 同比 (%).....	5
图 6: 美国 CPI、核心 CPI 同比及预测 (%).....	5
图 7: 主要发达经济体央行政策利率 (%).....	5
图 8: M2 同比及贡献结构 (%).....	6
图 9: 财政收入、财政支出同比增速.....	7
图 10: 进出口同比及贸易差额.....	8
图 11: 出口重点商品同比（春节调整）及贡献结构 (%).....	8
图 12: 全球股市：本周日经 225 涨幅靠前，A 股科创 50 跌幅较深.....	10
图 13: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%)：本周传媒板块领涨，医药生物板块跌幅较深.....	10
图 14: 标普 500 及行业涨幅对比 (%)：本周美股普遍上涨，通讯服务板块领涨.....	10
图 15: 美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行.....	11
图 16: 中国国债收益率变动幅度：本周国债收益率整体下行，短端下行较多.....	11
图 17: 本周中国国债短端收益率下行约 7BP (%).....	11
图 18: 中美 10Y 利差有所缩小 (%).....	11
图 19: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%).....	12
图 20: 1Y 信用利差持平，3Y 信用利差扩大 (BP).....	12
图 21: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn).....	12
图 22: 主要央行政策利率 (%).....	12
图 23: 全球汇率：美元指数大幅上升.....	12
图 24: CNY 被动大幅贬值.....	12
图 25: 本周金价有所上行.....	13
图 26: WTI 原油价格小幅提升.....	13
图 27: 3 月上旬无烟煤价格小幅上行.....	13
图 28: 本周铜价有所下行.....	13

CNH 突发大幅贬值，国内外经济政策波动加大引发关注

离岸人民币日内突发罕见大幅贬值，适逢近期国内外经济政策不确定性大幅提升，其成因和未来走向引发高度关注。3月22日，离岸人民币 CNH 开盘报 7.2540，较前日贬值达 0.6%，日内贬值幅度为 2023 年 3 月以来最大，偏离今年以来一直维持的 7.2 附近中枢，创出近 4 个月以来新低。近期瑞士央行超预期提前降息、日本央行放弃负利率政策、美联储上修经济和通胀预期而中国人民银行再度强调仍有降准空间，我国年初财政收入增长低于预期但支出保持强劲增长，财政货币政策又与受春节效应扰动的经济数据之间产生密集互动，国内外货币财政政策、经济环境波动明显加大，本轮离岸人民币突发贬值背后的成因和逻辑如何？未来数月又将如何演绎？本文对此展开系统性的分析。

图 1: CNY、CNH 与 CNY 成交价与中间价价差



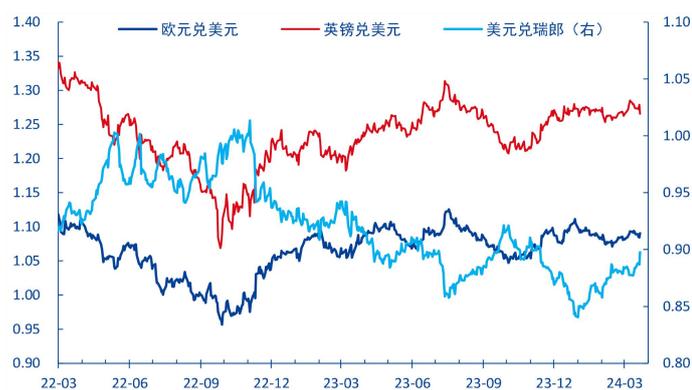
资料来源：CEIC，华金证券研究所

成因一：美联储持续转鹰，欧瑞央行提前降息立场凸显强化

瑞士央行在主要发达经济体中率先启动降息、欧英央行鸽派立场连带受到市场重视，推动美元指数短线大幅上行，年初以来的上行趋势得到强化，是本次离岸人民币突发大幅贬值的重要原因之一。瑞士央行在当地时间 3 月 21 日公布的最新声明中指出，由于“在过去两年半之中对抗通胀的战役已经取得成效”，瑞士央行在通胀已经降至 2% 的政策目标水平以下的现状基础上，决定将政策利率下调 0.25 个百分点至 1.5%。由此瑞士成为主要发达经济体中第一个启动本轮降息的国家，且降息时点提早于市场预期。声明公布后，瑞郎相对美元日内贬达 1.2%。但考虑到瑞郎在美元指数中的权重较小，美元指数当日上涨达 0.6% 至 104 的幅度远大于瑞郎单一货币贬值的影响。事实上，在瑞士央行率先启动降息周期之后，非美发达国家提前于美联储实施降息的障碍已经被排除，欧英央行最新的关于货币宽松的指引受到市场更大程度的重视。3 月 22 日，英国央行总裁贝利表示，在未来的会议上“可能”降息，不需要在降息前看到通胀降至 2%。稍早的 3 月 20 日，欧央行行长拉加德在公开讲话中明确称“在 4 月会了解到多一些与政策决定相关的数据，而在 6 月会了解许许多多”，并称如果这些数据“揭示出通胀路径和我们预测

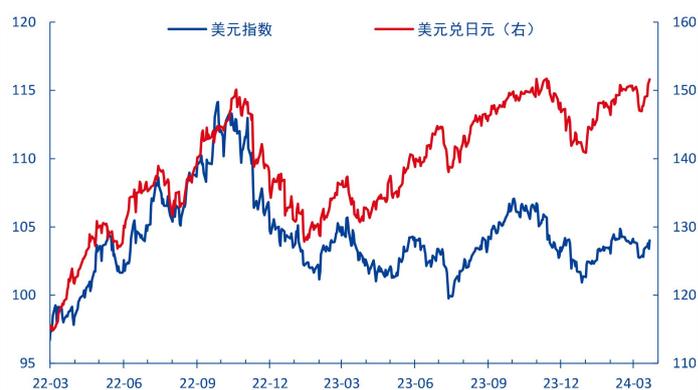
路径之间充足的匹配度”，那么欧央行将可以“进入政策周期的逆转阶段（dialling back phase）并决定采取限制性较低的政策”，首次较为清晰地暗示 6 月或是欧央行认为合适的启动降息时点。受欧英央行提前启动降息预期强化的影响，3 月 21 日英镑相对美元亦出现 1.1%左右的贬值，欧元则在第二日的交易中也出现大幅下滑的情况。再结合稍早前美联储在 3 月 FOMC 会议上大幅上调对美国经济和核心通胀预期所揭示的逐步转鹰立场（详细分析参见《利刃出鞘 暂藏锋芒——FOMC 会议点评（2024.3）》2024.3.21），发达经济体货币政策美鹰非美鸽的格局更加清晰化，令美元指数自今年年初以来重拾的上行趋势得到强化。在此背景下，日内交易双向波动幅度不受明确限制的离岸人民币汇率相应出现比较明显的被动贬值压力。

图 2：英镑、欧元、瑞郎相对美元汇率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：美元兑日元汇率、美元指数

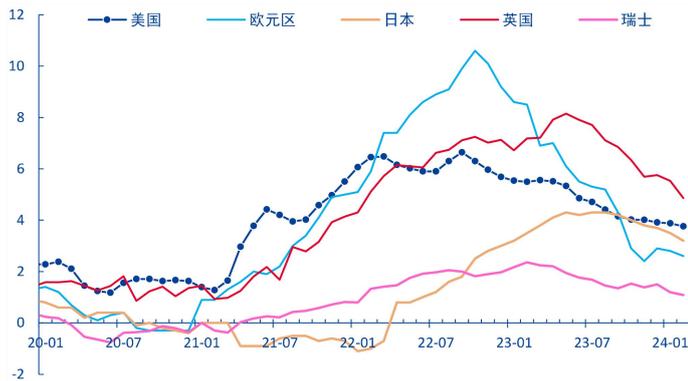


资料来源：CEIC，华金证券研究所

从通胀的成因角度来看，由于美国供需循环偏热而非美经济体不同程度陷入“类滞胀”泥沼，而后者从通胀转为通缩往往速度极快，因此发达经济体内部美国和其他央行的“鹰鸽背离”大概率持续扩大，从而可能引发人民币更大的被动贬值压力。展望未来数月，美元指数会进一步走强还是会重新转为回落，成为分析预测人民币汇率走势的重要外部决定因素，而这一问题的核心在于美国和非美发达经济体之间核心通胀未来的演变路径方面，是否会出现越来越大的楔形缺口。通胀路径在实体经济层面主要由一个经济体内部需求减去内部供给能力之后的“需求缺口”演变所决定。两种情况下都可能出现较高的通胀水平，但未来的走势却截然相反。一种是供需循环整体偏热，而内需增速进一步快于供给改善的速度，由此导致的需求缺口往往呈现较高的黏性，并传导至通胀和薪资、乃至两者之间的相互关系，形成“薪资通胀螺旋”，通胀也呈现较强的高位黏性，难以迅速回落。美国当前就表现出这样的特征。2023 年美国 GDP 同比增速逐季向上，从 23Q1 的 1.7%上行至 23Q4 的 3.1%，这本身代表着美国商品和服务本土供给能力的较快改善，但由于居民消费需求更加强劲，美国核心通胀下行较为缓慢，至今年 2 月核心 CPI 同比仍维持在 3.8%的明显偏高位置，我们预计直至今年 11-12 月美国核心 CPI 同比可能才有望降至 3.3%左右，仍将显著高于美联储 2%的长期通胀目标（详细分析可参考《薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟——美国 CPI 点评（2024.2）》2024.3.12）。而另一种“类滞胀”情形下，内需大于国内供给能力的缺口同样较大，但其原因却是在供给和需求均趋于停滞或收缩的背景下，供给下滑的速度快于需求侧而导致的。这种情况下，不但该经济体经济增速趋于放缓与高通胀的局面同时出现令央行左右为难，而且很有可能很快转换到需求收缩快于供给的阶段，从而从通胀到通缩的变化可能非常快，迫使央行不得不提早以较为陡峭的斜率开启降息阶段。当前非美主要发达经济体普遍陷入此种“类滞胀”阶段，欧元区、英国表现更为突出。经济增速方面，欧日英瑞士

在 2023 年以来普遍连续回落或降至零附近；核心通胀方面，欧元区、英国下行斜率均显著较美国更为陡峭，瑞士、日本核心通胀的本轮峰值即相当缓和，且当前也都已经进入连续回落阶段。由此，我们预计欧元区、英国、日本等非美发达经济体年内核心 CPI 同比增速可能进一步加速回落，从而迫使其央行提前启动降息或者明显感受到紧缩操作的空间受限。我们维持欧央行、英格兰银行都可能在 6 月即提早于美联储启动本轮降息周期，而美联储在最新 FOMC 会议上修经济和通胀预测之后，更大概率最早于 9 月才启动首次降息，从而美元指数可能在 6 月前后再度迎来进一步较为明显的上行过程，从而可能进一步加剧人民币被动贬值压力。

图 4：主要发达经济体核心 CPI 同比 (%)



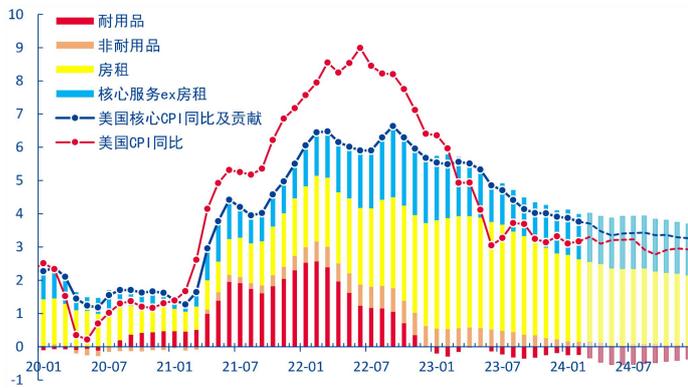
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5：主要发达经济体实际 GDP 同比 (%)



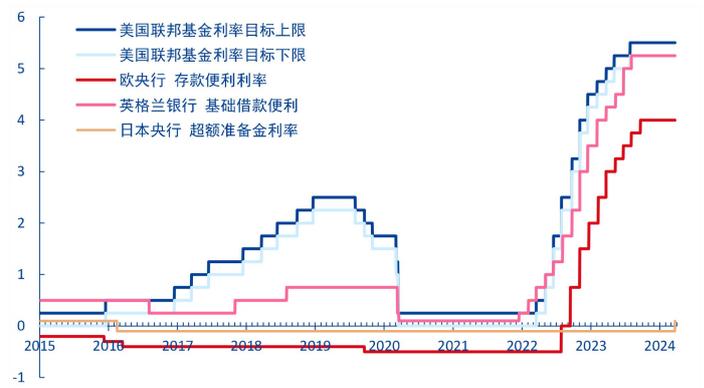
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2021 年至 2022 年一季度为两年平均

图 6：美国 CPI、核心 CPI 同比及预测 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 7：主要发达经济体央行政策利率 (%)



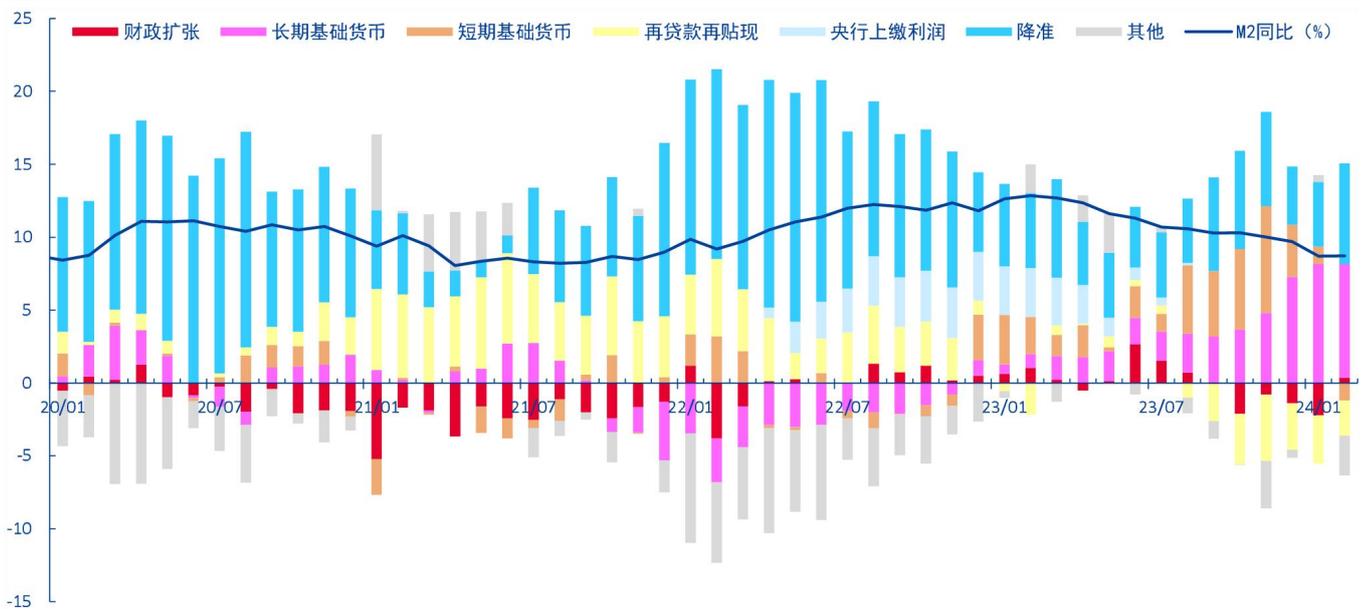
资料来源：CEIC，华金证券研究所

成因二：央行强调降准空间，我国货币配合性宽松立场未变

视角转向国内，中国人民银行在最新新闻发布会上明确表态称“法定存款准备金率仍有下降空间”，两大风险化解加速、经济增长目标以进促稳的背景下，我国货币政策配合性宽松的立场并未发生改变，中美货币政策阶段性背离程度扩大，也对人民币汇率形成一定压力。在 3 月 21 日召开的国新办新闻发布会上，中国人民银行副行长宣昌能指出，今年以来“人民银行加大宏观政策调控力度，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，着力扩大内需、提振信心，为经济回升向好营造适宜的货币金融环境”，显示在房地产市场风险、地方债务风险化解进度加快的背景

下，加之两会政府工作报告提出 5% 左右较为积极进取的经济增长目标，货币政策积极主动配合财政政策扩张，以进一步促进投资和消费内需扩大的配合性宽松立场仍然得到坚持。对于未来的货币政策操作空间，宣昌能强调“我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具体备，法定存款准备金率仍有下降空间”，向市场传递了政策连续性较强的较为坚定的信号。央行的最新表态对市场流动性信心起到了积极的稳定作用，长期国债收益率在此前数日有所调整之后再度有所回落。展望全年，房地产市场持续深度调整和地方债务风险加快化解的背景下，央行需维持相对偏松的货币环境以避免信用风险集中爆发引发更广泛意义上的系统性风险。加之财政政策扩张力度加大伴随着更大规模的政府部门融资需求，也需要央行给予适当力度的配合性支持，特别是在流动性方面，因而年内货币政策转而从紧的概率是比较低的。但这也同时意味着中美货币政策阶段性背离的程度在未来数月间可能有所扩大，也可能对人民币汇率形成小幅的增量压力。当然，人民银行也有充足的外汇管理政策储备和非常态化干预措施储备，足以实现“防范汇率超调风险”的目标，但毕竟人民银行也再度强调“坚持市场在汇率形成中的决定作用”，中美货币政策周期背离的程度变化预计仍将在人民币汇率方面有一定程度的持续体现。

图 8: M2 同比及贡献结构 (%)



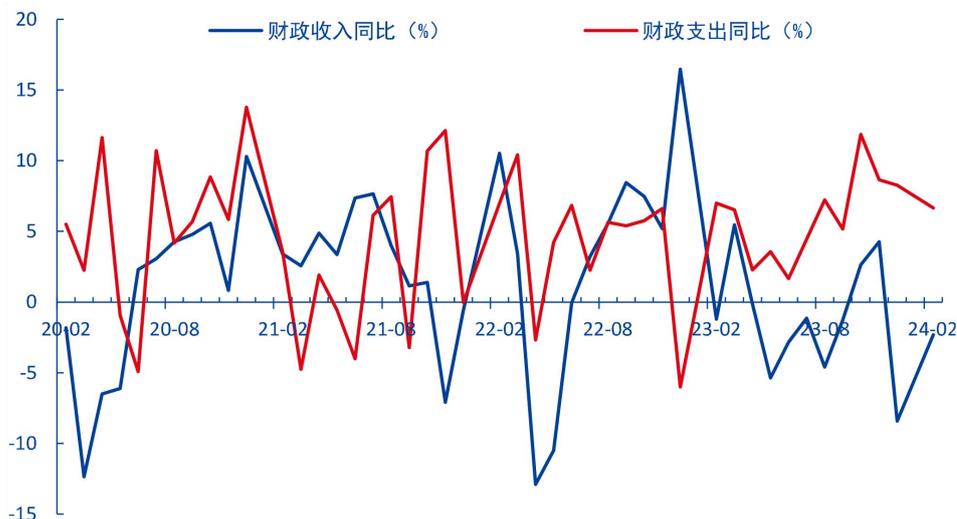
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

成因三：政府债务扩张启动之前，政府存款透支形成宽松效果

1-2 月财政收入同比再度减少，但同时财政支出保持了 6.7% 的较大幅度增长，在政府债务融资扩张尚未开启之前，政府存款较大幅度的透支也对货币流动性形成了额外的宽松效果。今年 1-2 月，公共财政收入同比-2.3%，同比跌幅较 2023 年 12 月收窄 6.1 个百分点，主要由非税收入拉动，税收收入同比-4.0%，仅次于 2023 年 12 月（-7.8%）为 2023 年 8 月以来增速次低。2021 年四季度到 2022 年二季度制造业中小企业缓税政策中大多数在 2023 年 1-4 月到期，今年 1-2 月已经开始面临一定的高基数效应。从支出端来看，1-2 月财政支出同比增长 6.7%，尽管较 2023 年 12 月增速小幅回落 1.6 个百分点，但仍维持了相当强劲的支出增长趋势，与收入端的偏弱表现形成鲜明对比。今年两会政府工作报告确定了 3% 的预算赤字率+3.9 万亿专项债+1 万亿

超长期特别国债的较为进取的扩张性政府债务融资格局，但 1-2 月政府债务扩张尚未启动之前，财政收入的持续收缩和支出端的增长刚性之间形成更大的表见资金缺口，需一定程度短期透支政府存款以实现融资，由此对货币流动性也形成额外的宽松效果。

图 9：财政收入、财政支出同比增速



资料来源：CEIC，华金证券研究所

成因四：剔除年初扰动出口难言强劲，外部贸易环境雪上加霜

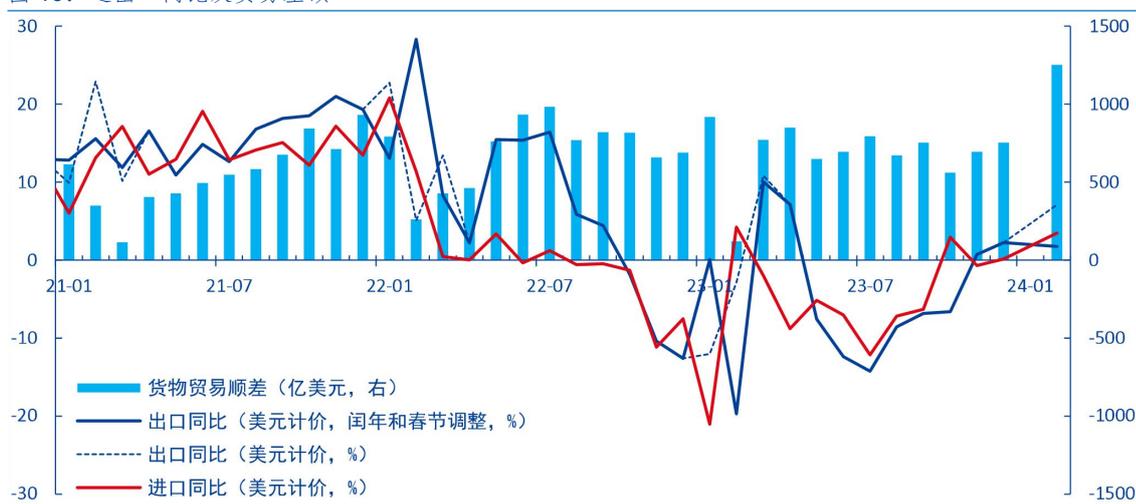
1-2 月出口同比显著上行至 7.1%，但主因春节延迟和闰年叠加导致的暂时推升作用，剔除闰年春节效应，1-2 月出口同比增长 1.8%，稍低于前月。作为市场上率先关注到春节前后出口的大幅季节性异动模式的团队，我们通过不断升级的量化春节调整模型从一季度出口数据中更加精准地进行出口趋势的分析和预测。春节前数日出口集中，而节后约一个月内出口均不同程度走弱。2024 年春节较 2023 年大幅推迟，节后偏弱效应部分延宕至 3 月，叠加 2024 年为闰年，“二月强三月弱”效应极为明显，对出口形成短暂推升效果。1-2 月出口（美元计价）同比增长 7.1%，较前月增速明显上行，我们使用“华金宏观—闰年+春节出口调整模型”将上述扰动因素剔除后，1-2 月出口同比增速为 1.8%，稍低于 2023 年 12 月 0.5 个百分点。

重点类别商品出口展现此消彼长的三条逻辑：尚未受不利外部政策影响的中端商品出口改善，芯片和消费电子产品出口稳中向好，汽车及零部件出口开始降温。从重点出口商品类别表现来看，剔除闰年春节效应和基数变化（2023 年 1-2 月出口还受到疫情带来的扰动）：1）陶瓷钢铝材、家具灯具等中端消费品和中间品出口表现相对较好，这些中端商品当前并未受到不利外部贸易环境的影响，因并非尖端科技产品，未来受限制的可能性也不大。2）集成电路和消费电子出口整体表现稳中向好，作为受美国“脱钩断链”政策影响至目前最直接的领域，持续呈现来自国内产业链支撑的底部韧性。3）汽车和汽车零部件出口开始降温，包括新能源汽车在内的这一大类别截至目前尚未开始受到实质性的外部贸易限制性措施的直接冲击，但近期美国、欧盟贸易政策环境对自华进口新能源汽车的友好度迅速下降，后续可能面临更大下行压力。

美国对华尖端科技产业链的围堵政策正在从半导体电子产业链向欧洲、向新能源汽车领域蔓延，年初看似高增的出口实则主要由闰年春节效应扰动，严峻的外部贸易投资政策环境令我

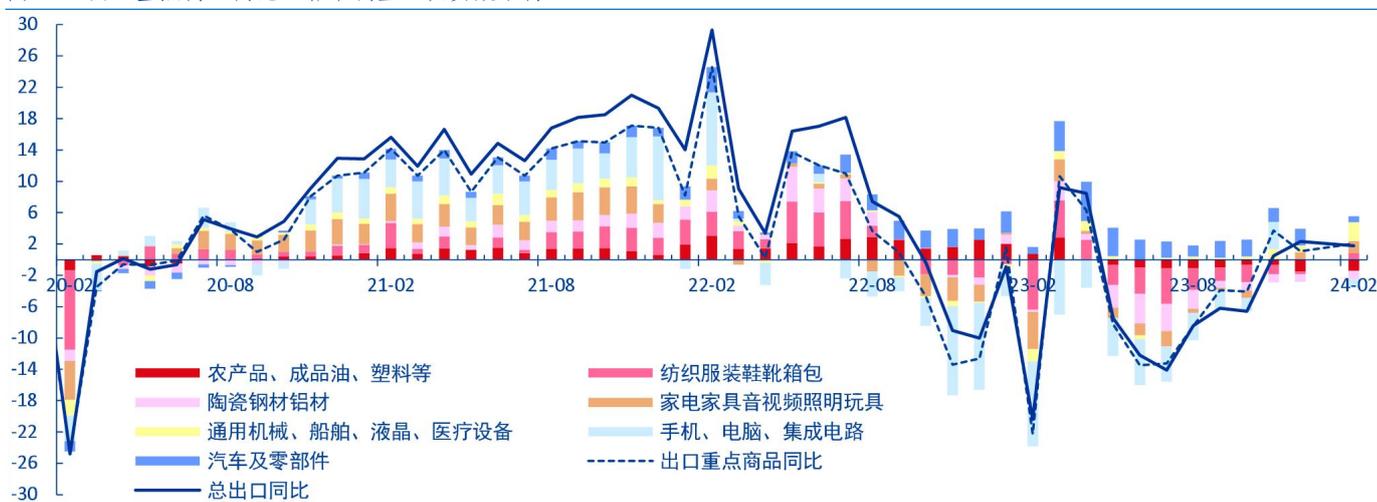
们决定小幅下修全年出口增速预测，全年经济增长目标更需国内投资消费夯实大循环内生主动力量才能有力完成。2018年以来出口与人民币汇率之间的关系越来越向出口预期领先于人民币汇率变化的方向倾斜，当市场下修出口前景预期时人民币汇率往往面临额外的来自经常账户展望的贬值压力。年初以来进入大选年的美国政府在对华先进产业链“围堵”政策的道路上进行更多危险的尝试，继限制对我国相关企业出口尖端半导体芯片并对产业链合作施加不合理限制之后，拜登政府再度提出拟对自华进口新能源汽车采取限制性措施，同时欧盟近期也宣布将对从中国进口的纯电动汽车进行海关登记，反补贴调查完成后可能将征收“追溯性关税”。这些最新的外部环境复杂化局面可能令已经开始降温的汽车出口全年增长趋势低于我们此前的预期，并可能波及至电池等我国具有明显优势的相关领域。我们小幅下修2024年出口（美元计价）同比增速预测2个百分点至0%左右，预计净出口或拖累全年实际GDP同比增速约0.4个百分点。这意味着全年经济增长目标的完成，需更多依赖国内消费投资互动关系的改善以及国内大循环内生主动力量的夯实。而年内后续月份人民币汇率也可能再度面临来自经常账户展望的额外贬值压力。

图 10：进出口同比及贸易差额



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11：出口重点商品同比（春节调整）及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

展望：年内贬值压力仍存，货币宽松受限财政扩张坚决

近日人民币面临较大的贬值压力，是上述国内外货币政策背离、财政扩张暂时性融资方式、国际贸易环境和经济结构展望等因素共同作用的结果。

展望年内后续时段人民币汇率的走向以及对我国宏观经济政策的影响，我们也从上述四面因素的潜在演变路径的角度进行综合分析。

其一，从美元指数变化的角度来看，由于通胀成因截然不同，预计美国核心通胀将持续呈现高位黏性，而欧元区、英国等非美发达经济体核心通胀或将加速回落，由此美联储持续转鹰，欧瑞央行提前降息的“鹰鸽背离”立场或将进一步凸显强化，预计美元指数年初以来的上行趋势仍将延续，人民币汇率面临的被动贬值压力或将有所加大。

其二，展望全年，房地产市场持续深度调整和地方债务风险加快化解的背景下，央行需维持相对偏松的货币环境以避免信用风险集中爆发引发更广泛意义上的系统性风险。加之财政政策扩张力度加大伴随着更大规模的政府部门融资需求，也需要央行给予适当力度的配合性支持，特别是在流动性方面，因而年内货币政策转而从紧的概率是比较低的。但这也同时意味着中美货币政策阶段性背离的程度在未来数月间可能有所扩大，也可能对人民币汇率形成小幅的增量压力。

其三，今年两会政府工作报告确定了**3%的预算赤字率+3.9万亿专项债+1万亿超长期特别国债**的较为进取的扩张性政府债务融资格局，相关政府债务发行工作预计将自**3月**起有序展开，较**1-2月**或有明显加速，因政府存款暂时性透支而导致的货币流动性额外宽松效应预计有所缓解，相对应的人民币贬值压力预计也将小幅缓释。下半年财政政策有一定可能性实施类似于**2023年10月**的额外的扩张性债务融资，从而有望对人民币汇率形成进一步的边际支撑。

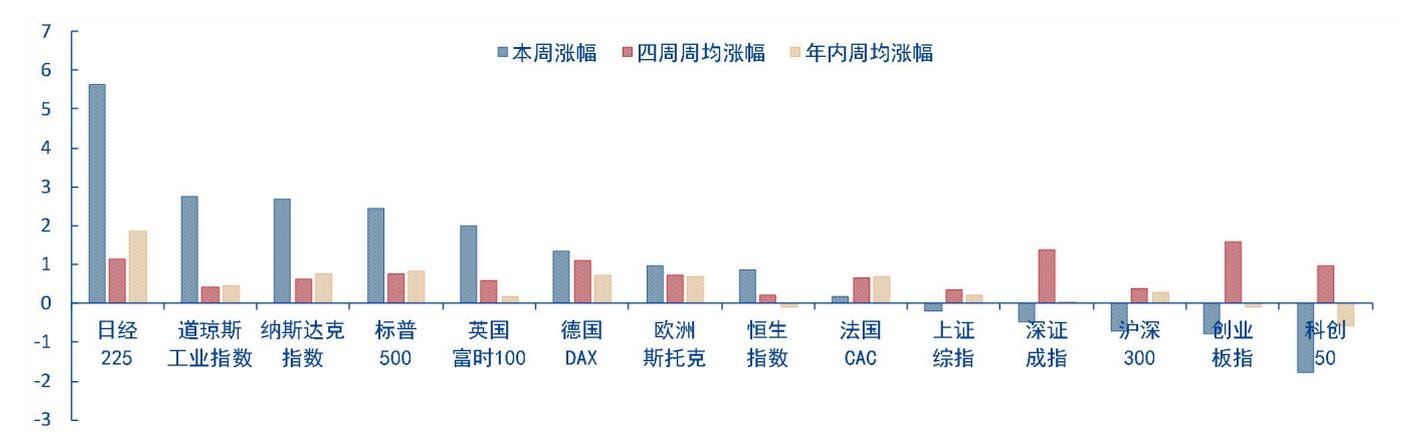
其四，美国对华尖端科技产业链的围堵政策正在从半导体电子产业链向欧洲、向新能源汽车领域蔓延，年初看似高增的出口实则主要由闰年春节效应扰动，严峻的外部贸易投资政策环境令我们决定小幅下修全年出口增速预测，全年经济增长目标更需国内投资消费夯实大循环内生主动力才能有力完成。**2018**年以来出口与人民币汇率之间的关系越来越向出口预期领先于人民币汇率变化的方向倾斜，当市场下修出口前景预期时人民币汇率往往面临额外的来自经常账户展望的贬值压力。

综合上述分析，我们预计在美联储启动降息靴子落地之前（我们预计最早在今年**9月**），人民币仍将面临较大的贬值压力，**9月**之后内外部因素共同作用，贬值压力或将边际缓解。全年预计**CNH、CNY**波动区间在**7.2-7.3**之间，而央行通过非常态化措施稳定汇率期间，我国货币政策宽松操作的空间料将受到一定外部约束，加之两大风险化解进程加快可能也令信用扩张速度有所放缓，货币信用传导着力于“盘活存量”的阶段，财政积极加码扩张并推升国内有效投资和消费需求的措施将走向前台。

风险提示：美联储启动降息晚于预期、美元指数上行进一步约束我国货币宽松风险。

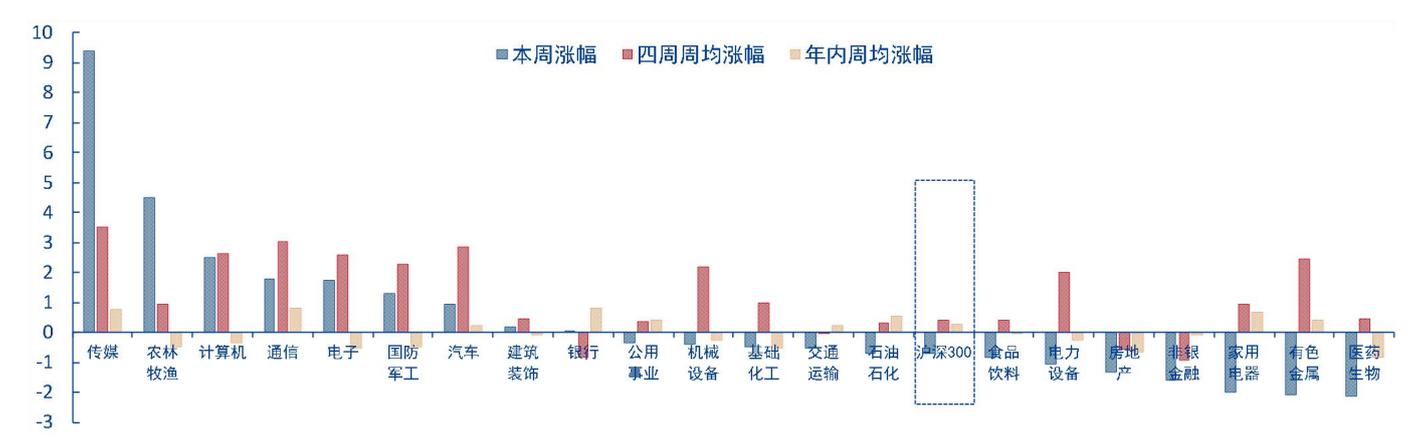
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 12: 全球股市: 本周日经 225 涨幅靠前, A 股科创 50 跌幅较深



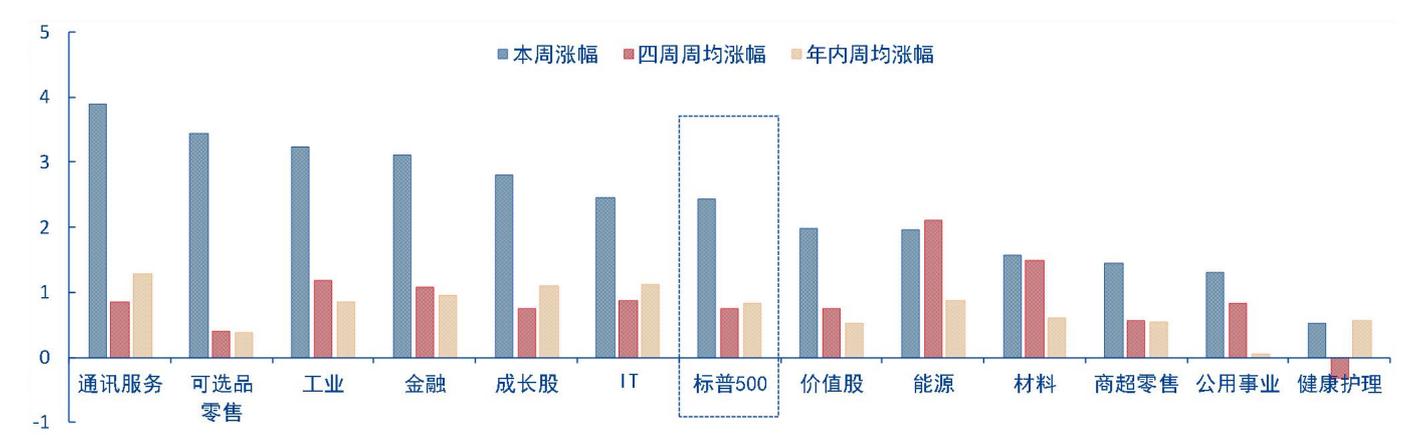
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周传媒板块领涨, 医药生物板块跌幅较深



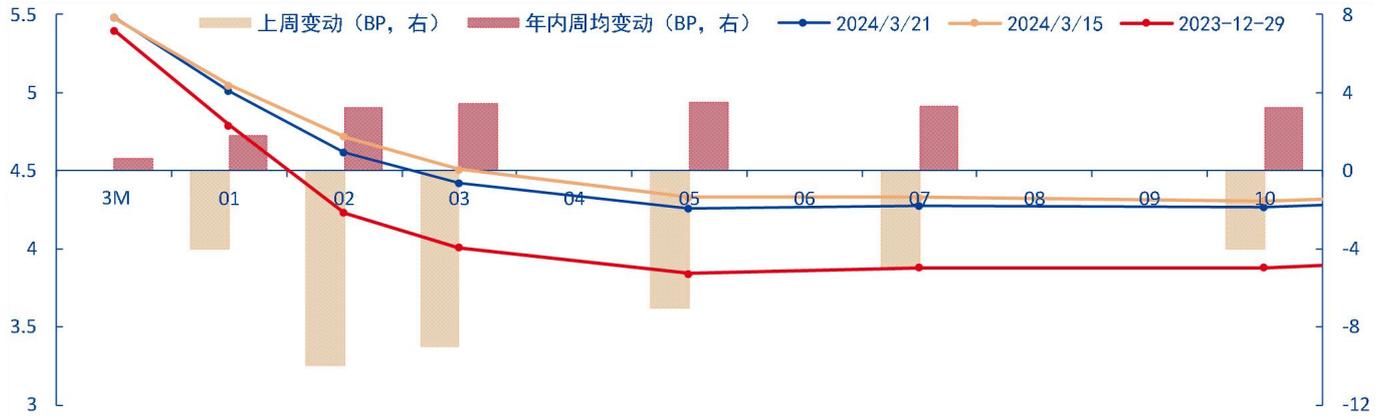
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股普遍上涨, 通讯服务板块领涨



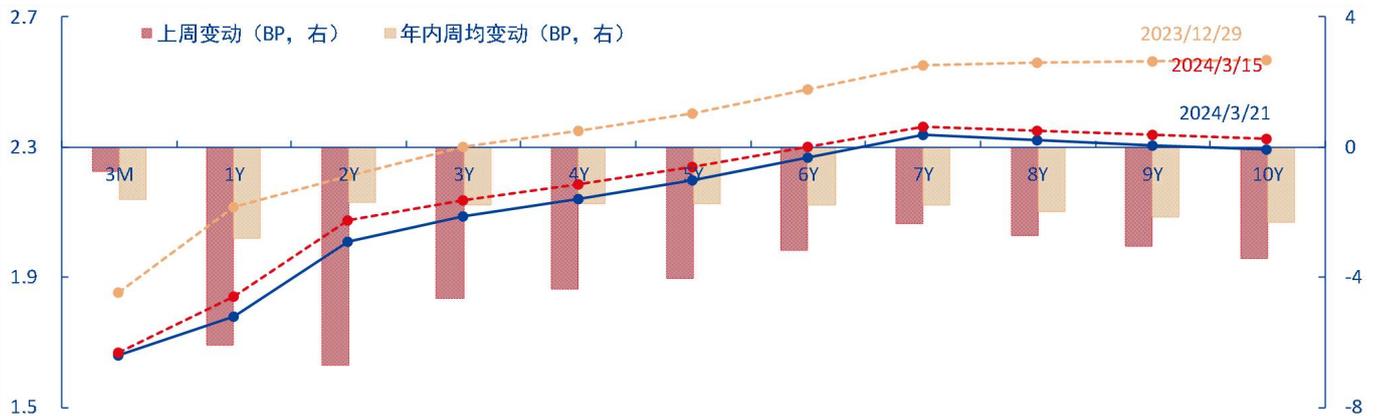
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体下行



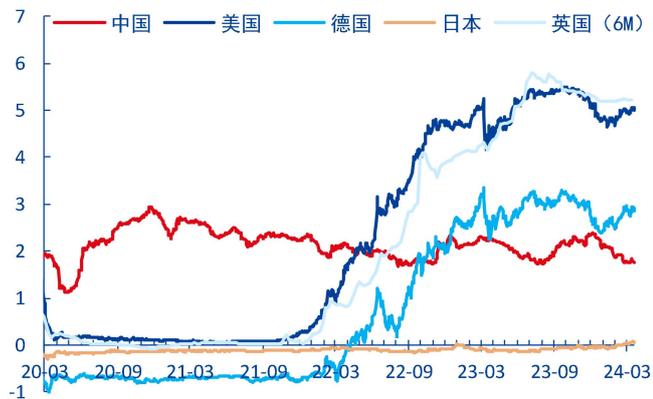
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中国国债收益率变动幅度: 本周国债收益率整体下行, 短端下行较多



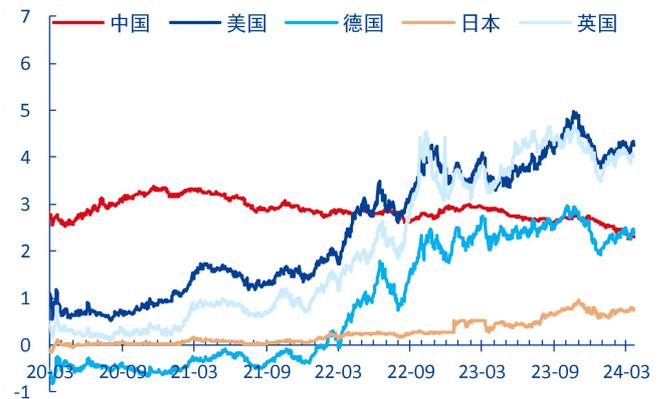
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 本周中国国债短端收益率下行约 7BP (%)



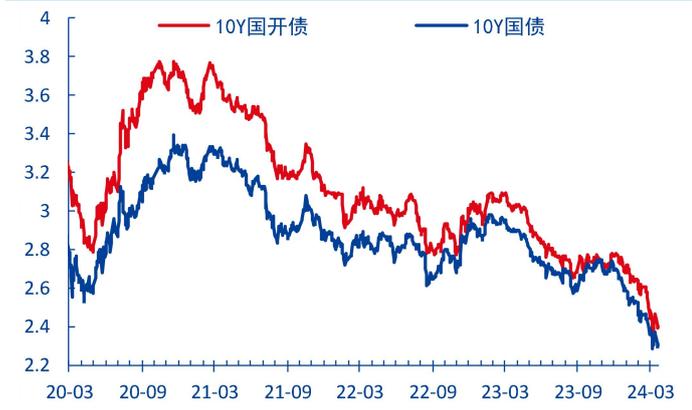
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 中美 10Y 利差有所缩小 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)



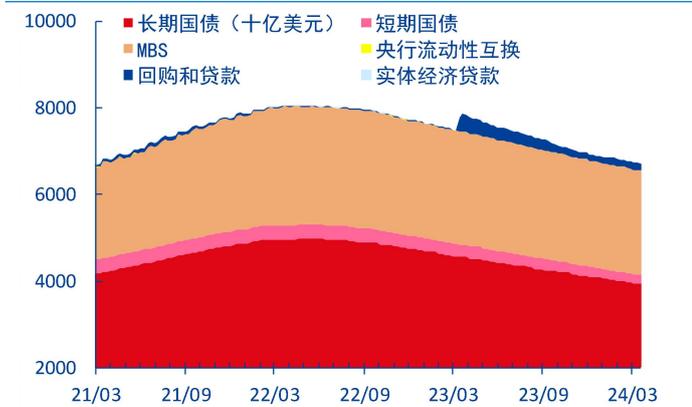
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 1Y 信用利差持平, 3Y 信用利差扩大 (BP)



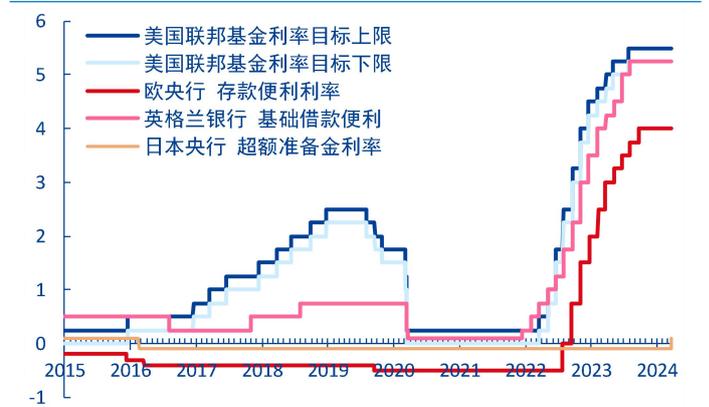
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 全球汇率: 美元指数大幅上升



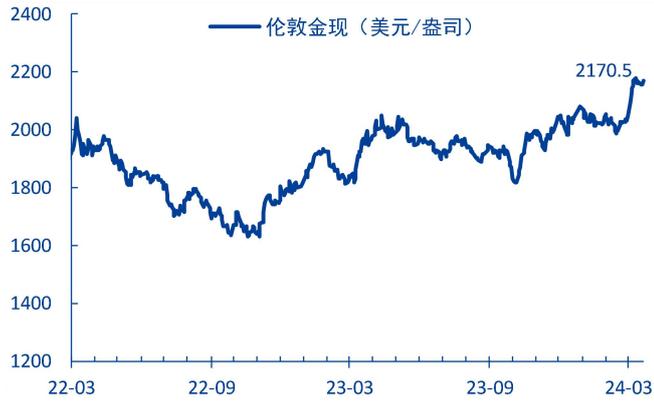
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: CNY 被动大幅贬值



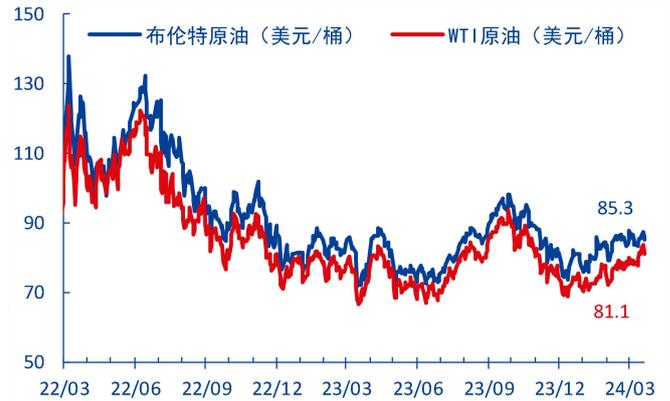
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 本周金价有所上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: WTI 原油价格小幅提升



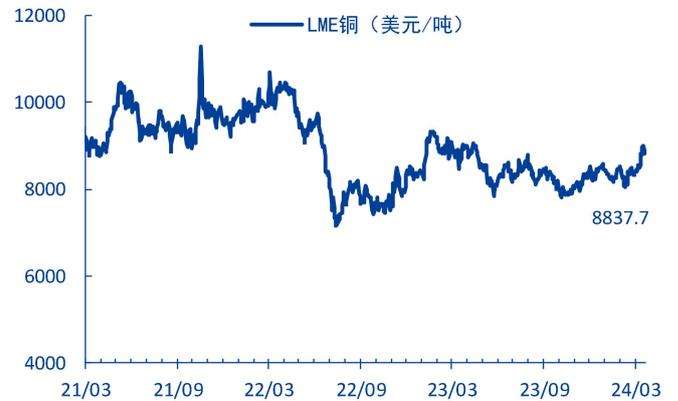
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27: 3 月上旬无烟煤价格小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 28: 本周铜价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn