

2024年03月25日

# 如何理解近期人民币及日元汇率波动？

——FICC&amp;资产配置周观察(2024/03/18-2024/03/24)

## 证券分析师：

李沛 S0630520070001  
lp@longone.com.cn

## 证券分析师：

谢建斌 S0630522020001  
xjb@longone.com.cn

## 相关研究

- 《从油价、商品规律与经济周期，展望资产方向——FICC&资产配置深度报告》
- 《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 《资产配置框架与行业比较复盘深度报告——资产联动下的周期规律》
- 《美债收益率曲线及中美国债利差》
- 《存款利率下行，债牛或延续》
- 《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 《贵金属或再迎配置窗口期》
- 《如何看待国内降息可能性》
- 《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 《海外鹰派信号略有升温》
- 《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 《央行释放稳外汇信号，30年国债期货创新高》
- 《日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖》
- 《如何看待地产政策信号对债市影响？》
- 《信贷数据弱于季节性，债牛或未止》
- 《降息落地，如何看待人民币汇率波动？》
- 《美债收益率见顶了吗》
- 《如何看待外汇存款准备金率调降？》
- 《美元指数缘何再度上破105？》
- 《年内二次降准落地，沪金创历史新高》
- 《美债利率再度上行，与2022年10月有何异同？》
- 《“8-11”汇改以来人民币汇率周期复盘及展望》
- 《如何看待全球资产定价之锚——美债利率再新高？》
- 《复苏定价及供给扰动，债市或延续震荡》
- 《债市是否已处十字路口》
- 《海外流动性拐点初现》
- 《如何看待近期人民币汇率的走强？》

## 投资要点

- **外部因素推动人民币汇率承压。**3月22日，美元指数报收104.5附近，USDCNH运行至7.26，接近央行心理临界关口。主要源于：(1) 欧洲降息预期先行之下美元偏强。3月21日，瑞士央行SNB下调基准利率25bp至1.5%，在欧美等国率先开启降息周期。而市场预期英国央行于6月及之前开启降息概率亦超过5成。作为美元指数重要构成，欧元及英镑承压间接对美元形成支撑。(2) 美国经济韧性仍存，中美货币政策仍然存在一定错位。2024年3月美国Markit制造业PMI初值录得52.5，为近21个月以来新高。住房市场景气度仍较高。美国30年抵押房贷利率仍居6.9%高位，美国住房NAHB指数录得48，连续三个月回升。住房销售同比恢复明显，库存仍处低位。截至3月22日，美债10Y利率为4.22%，10Y中美国债利差倒挂近195bp。(3) 中间价逆周期因子释放信号。3月22日，中国央行对美元兑人民币汇率中间价明显调贬62bp，高于前期正常波动水平。中间价可视为央行引导市场预期的“锚”。当前在岸及离岸汇率较中间价偏离幅度较大，中间价或在美元强势之下被动调整。
- **结汇意愿下修，外资对国内金融资产增持节奏放缓。**国际收支观测，2024年1月-2月国内出口数据修复明显，对经常账户仍形成支撑。而金融账户整体呈净流出。2024年2月，外资对境内债券净增持额为803亿美元，低于前三个月月净增持规模（2023年11月、2023年12月和2024年分别为2513亿美元、2805亿美元和2029亿美元）。结汇汇情况来看，汇率预期松动之下，居民及企业结汇意愿减弱，套汇的跨境资本流出，结汇汇顺差延续收窄。2024年2月，银行代客远期净结汇值为40亿美元，自2023年9月以来再度录得50亿美元以下。
- **如何理解日央行退出负利率，但日元仍然贬值？**3月日本央行利率决议将短端政策利率加息10bp至0%-0.1%，至此告别2016年以来的负利率时代。但日元在利率决议后两个交易日均明显走贬，美元兑日元汇率一度运行至151。(1) 此次利率决议符合预期，表现市场共识较为一致下利多出尽。10bp的短端政策利率升息幅度相较以往2000年及2006年加息周期中首次25bp幅度是偏鸽的。且日央行表示在长债利率大幅上行时仍然适时以固定利率购债对曲线进行调控，指向宽松立场并未实质退出。(2) 日元加息并不意味着日元升值，货币对中美元走势更值得关注。回顾2000年及2006年两轮日元加息周期中日元整体是趋贬的。主要原因在于日元加息开启的周期往往是在美债利率较高的阶段。(3) 日元低息及美日10Y国债300bp以上的正利差仍在，套息交易仍然延续。日元在美联储三月议息会议中释放鸽派信号之后有所企稳，指向美元在非美货币走向中具备更多权重。展望而言，日元后续走贬幅度或有限，如果美联储2024H2降息落地，下半年日元仍有望小幅回升。
- **汇率再度成为市场重要变量。**对于债市，汇率约束之下国内货币政策宽松空间可能收敛，短期利率可能延续震荡，下行动力较为有限。对于权益市场，经历前期顺畅的上行后，可能逐步进入盘整阶段。对于国内经济，我们认为汇率可能进一步提振出口。但综合而言，央行对汇率层面引导或边际上修，如果进一步接近7.30关口，不排除央行启动离岸央票发行、远期售汇风险准备金率的上调等外汇逆周期调节工具干预外汇市场供求关系。相较日元，国内央行对人民币汇率波动的幅度容忍度相对有限。本质源于日央行选择完全浮动汇率制、资本自由流动人口与独立的货币政策。且日本出海企业较多，日元贬值对其益处并不少。而人民币实行有管理的浮动汇率制度，实施一定的资本管制同时维持独立的货币政策，这将允许汇率合理范围内维持双向波动，但并不会放任汇率的大幅走贬。展望后市，伴随欧美降息周期逐步开启，后续人民币汇率有望逐步企稳，全年来看仍有望呈现升值。
- **风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

## 正文目录

<b>1. 资产配置周观点</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 债券市场</b> .....	<b>10</b>
2.1. 国内债市.....	10
2.2. 海外流动性观察.....	11
2.3. 基准利率及债市情绪.....	12
<b>3. 商品市场</b> .....	<b>13</b>
<b>4. 外汇市场</b> .....	<b>15</b>
<b>5. 经济日历</b> .....	<b>15</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1 主要资产表现情况汇总 .....	5
图 2 8·11 汇改后人民币汇率的三轮运行周期 .....	6
图 3 中美 10 年期国债利差 .....	6
图 4 美元对人民币汇率掉期 .....	6
图 5 人民币汇率中间价及每日波动 .....	7
图 6 人民币汇率离岸及在岸价差 .....	7
图 7 外资对境内债券持有情况 .....	7
图 8 外资对境内股票持有情况 .....	7
图 9 日本股市及日元贬值趋势的同向性 .....	8
图 10 日元及美日 10Y 国债利差 .....	8
图 11 银行代客远期净结汇 .....	9
图 12 人民币汇率与权益走势呈现一定同向性 .....	9
图 13 公开市场操作货币净投放[逆回购] .....	10
图 14 MLF+TMLF 合计净投放 .....	10
图 15 银行间质押式回购总量 .....	10
图 16 IRS 质押式回购定盘利率 .....	10
图 17 10Y-1Y 国债利差 .....	10
图 18 国债期货收盘价 .....	10
图 19 国债发行规模 .....	11
图 20 地方政府债发行规模 .....	11
图 21 信用利差及 10Y-2Y 期限利差 .....	11
图 22 AAA 同业存单利率 .....	11
图 23 美债收益率及期限利差走势 .....	11
图 24 美联储总资产及联邦基金利率 .....	12
图 25 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率 .....	12
图 26 意、英、日海外国债收益率 .....	12
图 27 美国财政部 TGA .....	12
图 28 央行政策利率走廊 .....	12
图 29 主要产品利率走势 .....	13
图 30 隐含税率“牛市下行、熊市上行” .....	13
图 31 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点 .....	13
图 32 铁矿石与螺纹钢指数，点 .....	13
图 33 焦煤、焦炭价格，点 .....	14
图 34 原油价格指数 .....	14
图 35 工业金属指数 .....	14
图 36 农产品价格指数，点 .....	14
图 37 国产锂价 .....	14
图 38 钴价 .....	14

图 39 英镑兑美元、欧元兑美元 .....	15
图 40 美元兑人民币汇率、美元兑日元.....	15
图 41 主要经济事件及数据.....	15

# 1.资产配置周观点

主要资产周度表现:

日韩股市 > 欧美股市 > 美元 > 黄金 > 原油 > A股 > 中债 > 人民币汇率 > 铜~日元

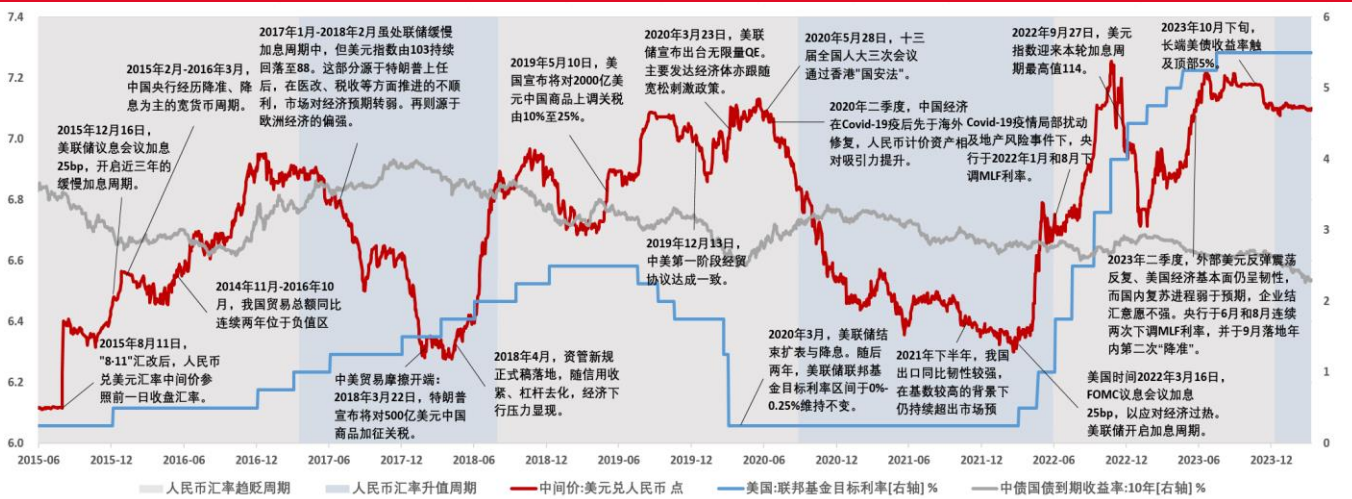
图1 主要资产表现情况汇总

2024/3/22	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	3048.03	%	-0.22	1.09	2.46
	深证综指	点	1782.30	%	0.43	4.41	-3.02
	创业板指	点	1869.17	%	-0.79	3.44	-1.17
	沪深300	点	3545.00	%	-0.70	0.82	3.32
	恒生指数	点	16499.47	%	-1.32	-0.07	-3.21
	恒生科技	点	3455.88	%	-2.65	0.72	-8.19
	日经225	点	40888.43	%	5.63	4.40	22.19
	韩国综指	点	2748.56	%	3.06	4.02	3.51
	道琼斯工业	点	39475.90	%	1.97	1.23	4.74
	纳斯达克	点	16428.82	%	2.85	2.09	9.44
	标普500	点	5234.18	%	2.29	2.71	9.74
	欧元区STOXX50	点	5031.15	%	0.91	3.14	11.27
	英国富时100	点	7930.92	%	2.63	3.94	2.56
	德国DAX	点	7180.18	%	1.50	2.99	8.32
法国CAC40	点	8151.92	%	-0.15	2.83	8.07	
债券	DR001	%	1.77	bp	1.00	14.62	12.06
	DR007	%	1.86	bp	-3.22	9.72	-4.40
	R001	%	1.90	bp	4.22	13.20	6.49
	R007	%	2.08	bp	9.91	3.79	-17.52
	SHIBOR:隔夜	%	1.77	bp	0.60	13.30	2.60
	SHIBOR:7天	%	1.85	bp	-4.50	7.00	-2.20
	中债国债收益率:10Y	%	2.31	bp	-1.49	-3.24	-25.02
	国债期货收盘价格:10Y	%	103.81	bp	-0.05	-0.28	3.59
	FR007 IRS:1Y	%	1.97	bp	-0.63	5	-21
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.26	bp	-1.82	2.7	-23.5
	美国国债收益率:10Y	%	4.22	bp	-9	-3	34
	中美国债利差:10Y	bp	191	bp	-8	1	87
	10s2s美债利差	bp	-37	bp	4	2	16
	10s3m美债利差	bp	-124	bp	-7	-4	-70
	英国国债收益率:10Y	%	4.07	bp	-4	-7	45
德国国债收益率:10Y	%	2.37	bp	-7	-14	35	
法国国债收益率:10Y	%	2.79	bp	-9	-9	23	
日本国债收益率:10Y	%	0.76	bp	-4.0	7.8	11.5	
商品	ICE布油	美元/桶	85.43	%	0.11	2.16	10.89
	NYMEX WTI原油	美元/桶	80.63	%	-0.51	3.03	12.53
	伦敦金现	美元/盎司	2165.04	%	0.44	5.93	4.97
	COMEX黄金	美元/盎司	2166.50	%	0.33	5.54	4.57
	COMEX白银	美元/盎司	24.83	%	-2.26	8.41	3.33
	LME铜	美元/吨	8847.00	%	-2.50	4.35	3.33
	SHFE螺纹钢	元/吨	3612.00	%	3.50	-4.65	-9.75
	DCE铁矿石	元/吨	844.00	%	8.00	-5.38	-13.79
	南华有色金属	点	1608.88	%	-1.80	2.11	3.83
	南华农产品	点	1102.53	%	0.70	4.44	3.586
外汇	美元指数	点	104.4332	点	0.9801	0.2973	3.0554
	美元兑人民币	点	7.2283	点	0.0318	0.0353	0.1363
	港元兑人民币	点	0.9244	点	0.0043	0.0052	0.0148
	英镑兑美元	点	1.2600	点	-0.0136	-0.0024	-0.0135
	欧元兑美元	点	1.0907	点	0.0015	-0.0003	-0.0143
美元兑日元	点	151.45	点	2.3890	1.4690	10.4165	

资料来源: Wind, 东海证券研究所

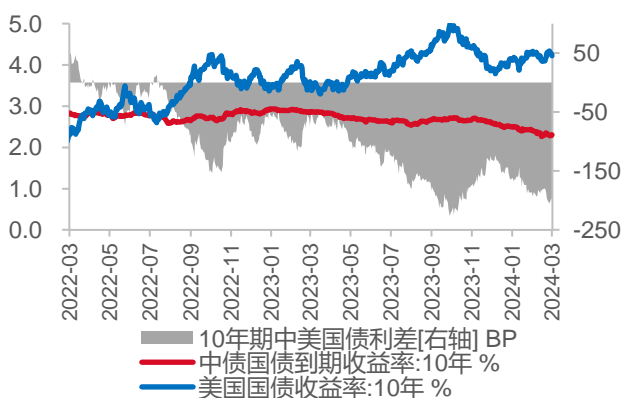
**外部因素推动人民币汇率承压。**3月22日，美元指数报收104.5附近，USDCNH运行至7.26，接近央行心理临界关口。主要源于：(1) 欧洲降息预期先行之下美元偏强。3月21日，瑞士央行SNB下调基准利率25bp至1.5%，在欧美等国率先开启降息周期。而市场预期英国央行于6月及之前开启降息概率亦超过5成。作为美元指数重要构成，欧元及英镑承压间接对美元形成支撑。(2) 美国经济韧性仍存，中美货币政策仍然存在一定错位。2024年3月美国Markit制造业PMI初值录得52.5，为近21个月以来新高。住房市场景气度仍较高。美国30年住房抵押贷款利率仍居6.9%高位，美国住房NAHB指数录得48，连续三个月回升。住房销售同比恢复明显，库存仍处低位。截至3月22日，美债10Y利率为4.22%，10Y中美国债利差倒挂近195bp。(3) 中间价逆周期因子释放信号。3月22日，中国央行对美元兑人民币汇率中间价明显调贬62bp，高于前期正常波动水平。中间价可视为央行引导市场预期的“锚”。当前在岸及离岸汇率较中间价偏离幅度较大，中间价或在美元强势之下被动调整。

图2 8·11 汇改后人民币汇率的三轮运行周期



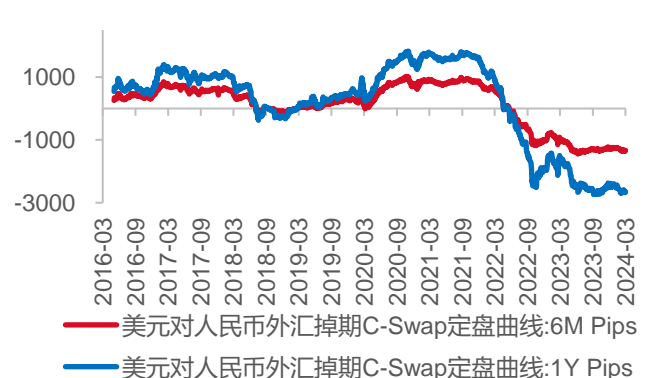
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 中美10年期国债利差



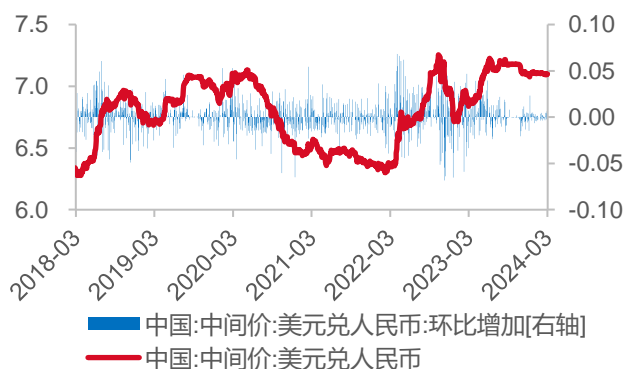
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 美元对人民币汇率掉期

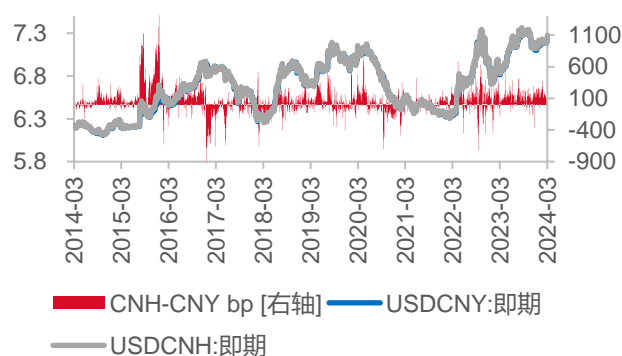


资料来源：Wind，东海证券研究所

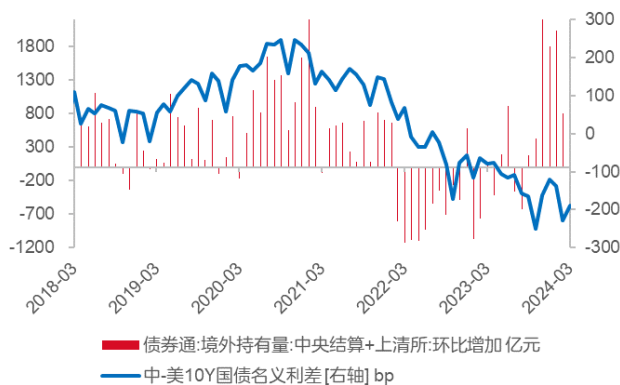
**结汇意愿下修，外资对国内金融资产增持节奏放缓。**国际收支观测，2024年1月-2月国内出口数据修复明显，对经常账户仍形成支撑。而金融账户整体呈净流出。2024年2月，外资对境内债券净增持额为803亿美元，低于前三个月月净增持规模（2023年11月、2023年12月和2024年分别为2513亿美元、2805亿美元和2029亿美元）。结售汇情况来看，汇率预期松动之下，居民及企业结汇意愿减弱，套汇的跨境资本流出，结售汇顺差延续收窄。2024年2月，银行代客远期净结汇值为40亿美元，自2023年9月以来再度录得50亿美元以下。

**图5 人民币汇率中间价及每日波动**


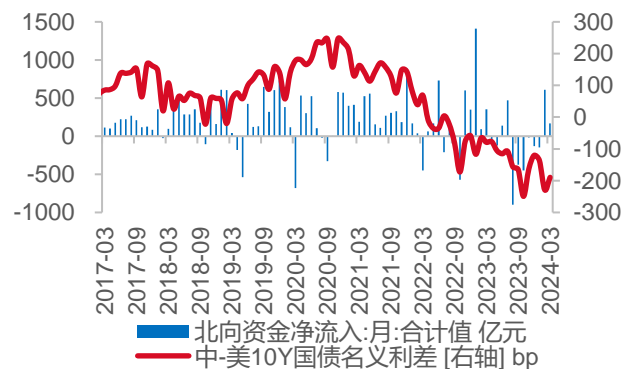
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图6 人民币汇率离岸及在岸价差**


资料来源：Wind，东海证券研究所

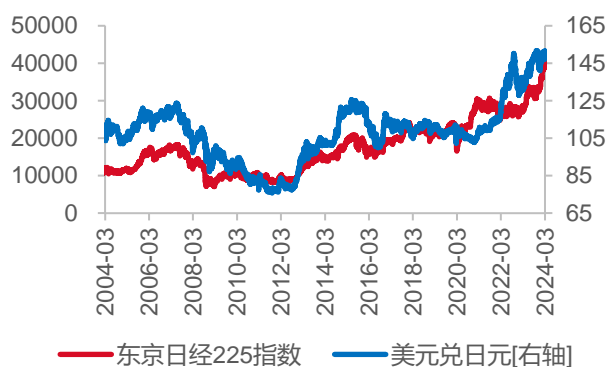
**图7 外资对境内债券持有情况**


资料来源：Wind，东海证券研究所

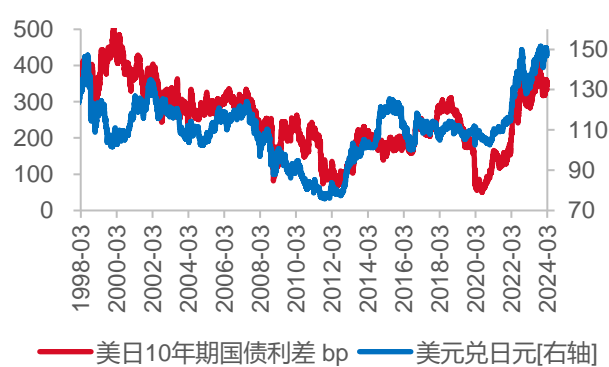
**图8 外资对境内股票持有情况**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**如何理解日央行退出负利率，但日元仍然贬值？** 3月日本央行利率决议将短端政策利率加息 10bp 至 0%-0.1%，至此告别 2016 年以来的负利率时代。但日元在利率决议后两个交易日均明显走贬，美元兑日元汇率一度运行至 151。(1) 此次利率决议符合预期，表现市场共识较为一致下利多出尽。10bp 的短端政策利率升息幅度相较以往 2000 年及 2006 年加息周期中首次 25bp 幅度是偏鸽的。且日央行表示在长债利率大幅上行时仍然适时以固定利率购债对曲线进行调控，指向宽松立场并未实质退出。(2) 日元加息并不意味着日元升值，货币对中美走势更值得关注。回顾 2000 年及 2006 年两轮日元加息周期中日元整体是趋贬的。主要原因在于日元加息开启的周期往往是在美债利率较高的阶段。(3) 日元低息及美日 10Y 国债 300bp 以上的正利差仍在，套息交易仍然延续。日元在美联储三月议息会议中释放鸽派信号之后有所企稳，指向美元在非美货币走向中具备更多权重。展望而言，日元后续走贬幅度或有限，如果美联储 2024H2 降息落地，下半年日元仍有望小幅回升。

**图9 日本股市及日元贬值趋势的同向性**


资料来源：Wind，东海证券研究所

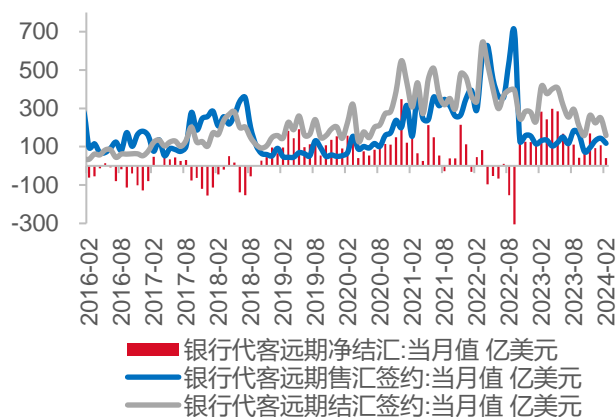
**图10 日元及美日 10Y 国债利差**


资料来源：美联储，东海证券研究所

**汇率再度成为市场重要变量。**对于债市，汇率约束之下国内货币政策宽松空间可能收敛，短期利率可能延续震荡，下行动力较为有限。对于权益市场，经历前期顺畅的上行后，可能逐步进入盘整阶段。对于国内经济，我们认为汇率可能进一步提振出口。但综合而言，央行对汇率层面引导或边际上修，如果进一步接近 7.30 关口，不排除央行启动离岸央票发行、远期售汇风险准备金率的上调等外汇逆周期调节工具干预外汇市场供求关系。相较日元，国内央行对人民币汇率波动的幅度容忍度相对有限。本质源于日央行选择完全浮动汇率制、资本自由流动人口与独立的货币政策。且日本出海企业较多，日元贬值对其益处并不少。而人民币实行有管理的浮动汇率制度，实施一定的资本管制同时维持独立的货币政策，这将允许汇率合理范围内维持双向波动，但并不会放任汇率的大幅走贬。展望后市，伴随欧美降息周期逐步开启，后续人民币汇率有望逐步企稳，全年来看仍有望呈现升值。

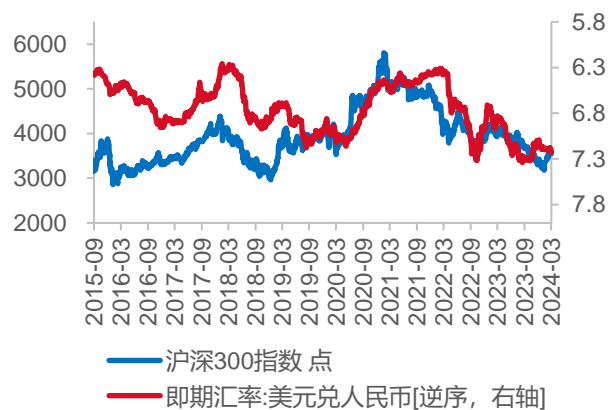


图11 银行代客远期净结汇



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 人民币汇率与权益走势呈现一定同向性



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 央行主要汇率管理工具最新使用情况，截至2024年03月

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005年	下调↓	上调↑	20230915	下调2个百分点4%
远期售汇风险准备金率	2015年	上调↑	下调↓	20220928	由0%上调至20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至1.5
离岸央行票据发行	2018年	-	增发	20230919	滚动续作，增发100亿元
离岸掉期市场干预	2018年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20240306	十四届全国人大二次会议经济主题记者会 央行行长潘功胜：汇率合理稳定
逆周期调节因子	2017年	-	-	-	有所启用

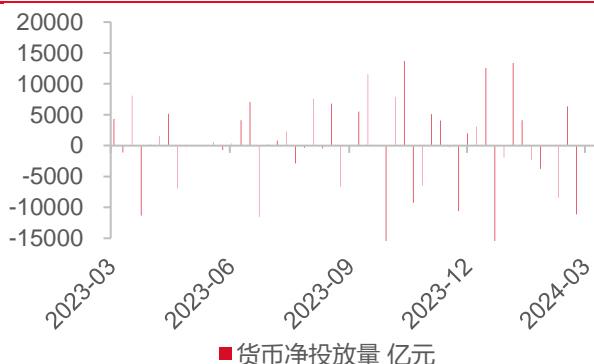
资料来源：中国人民银行，外汇管理局，东海证券研究所

**原油价格延续回暖。**中东局势有望缓解，由于全球需求前景恢复，布伦特原油周收盘仍于85美元/桶之上。至3月15日当周，美国商业原油库存4.450亿桶，周下降195万桶；汽油库存2.308亿桶，周下降331万桶；馏分油库存1.185亿桶，周上升62万桶；美国原油产量1310万桶/天，周环比不变，较去年同期增加80万桶/天。至3月22日，美国钻机数624台，周环比减少5台，较去年同期减少134台；其中采油钻机数509台，周环比减少1台，较去年同期减少84台。

## 2.债券市场

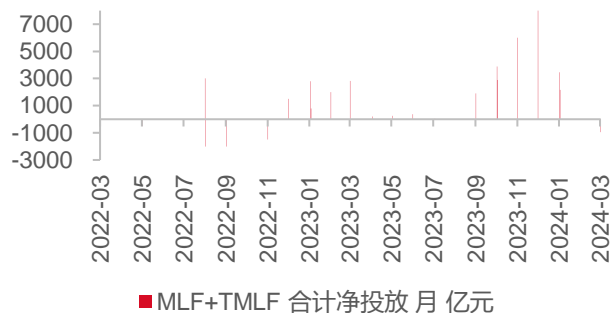
### 2.1.国内债市

图13 公开市场操作货币净投放[逆回购]



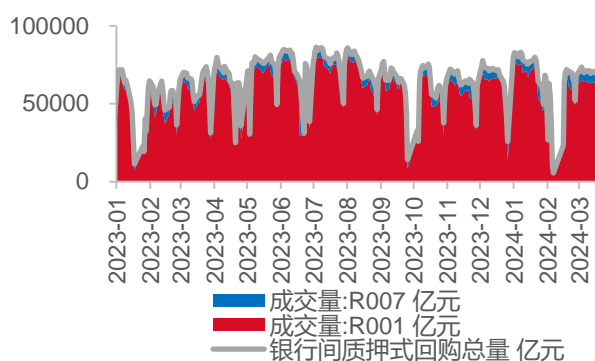
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 MLF+TMLF 合计净投放



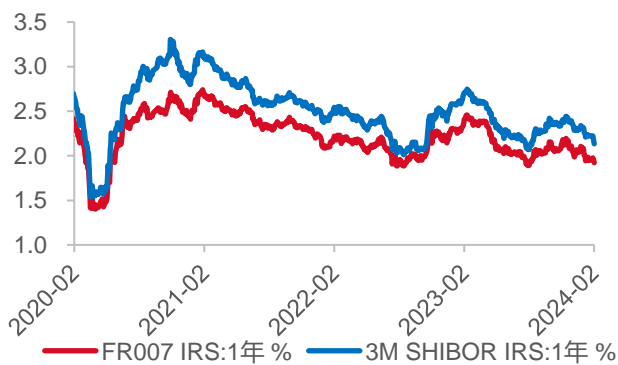
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 银行间质押式回购总量



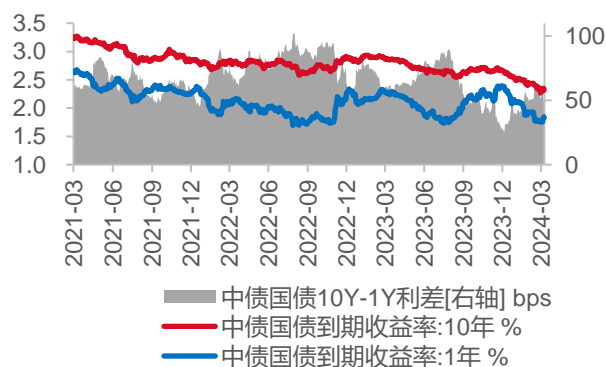
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 IRS 质押式回购定盘利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 10Y-1Y 国债利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 国债期货收盘价



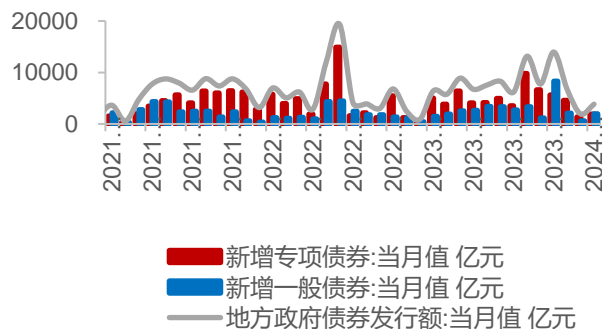
资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 国债发行规模



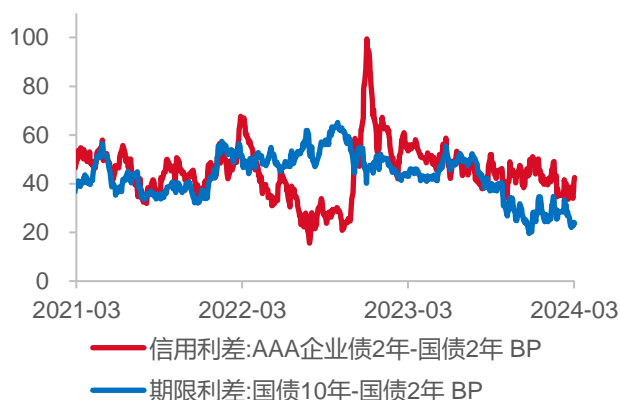
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 地方政府债发行规模



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 信用利差及 10Y-2Y 期限利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

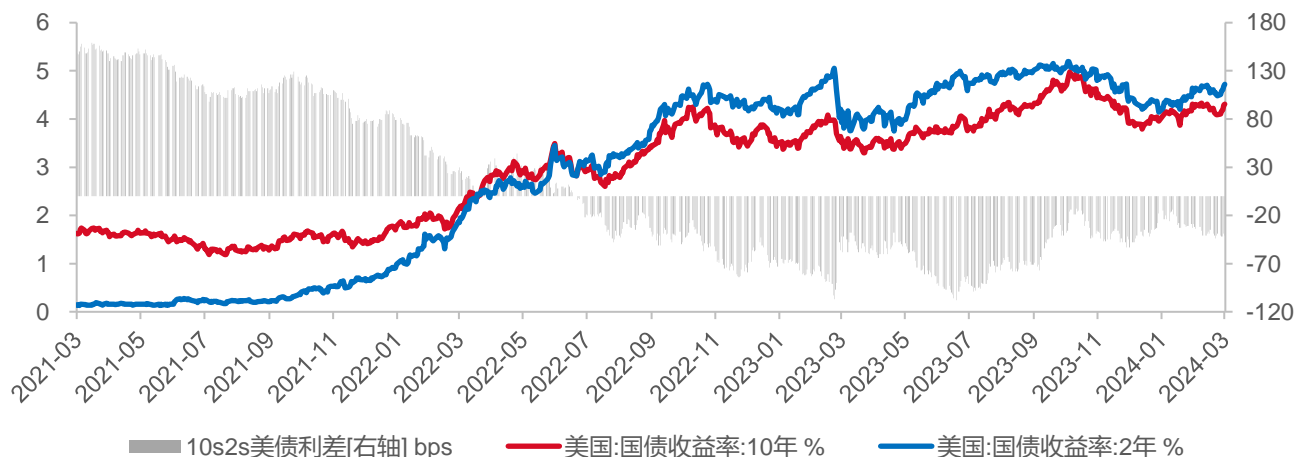
图22 AAA 同业存单利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

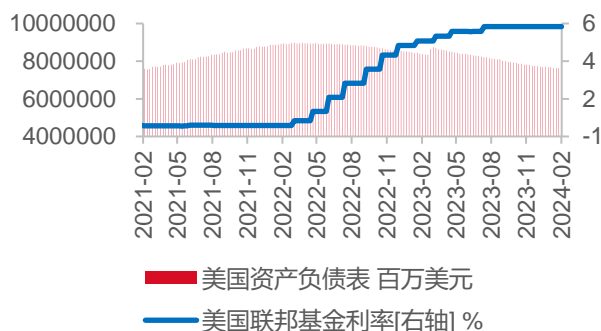
## 2.2.海外流动性观察

图23 美债收益率及期限利差走势



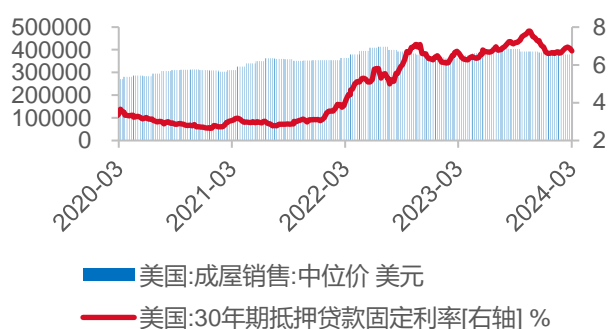
资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 美联储总资产及联邦基金利率



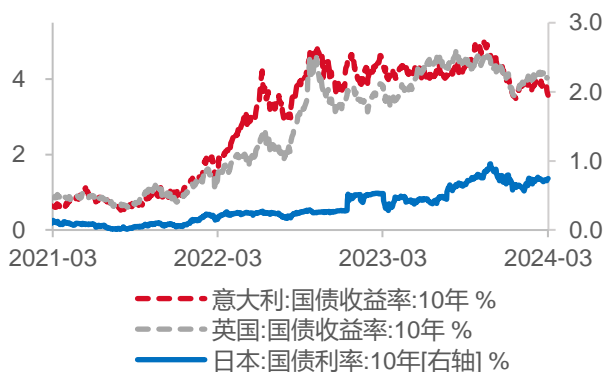
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 意、英、日海外国债收益率



资料来源：Wind，东海证券研究所

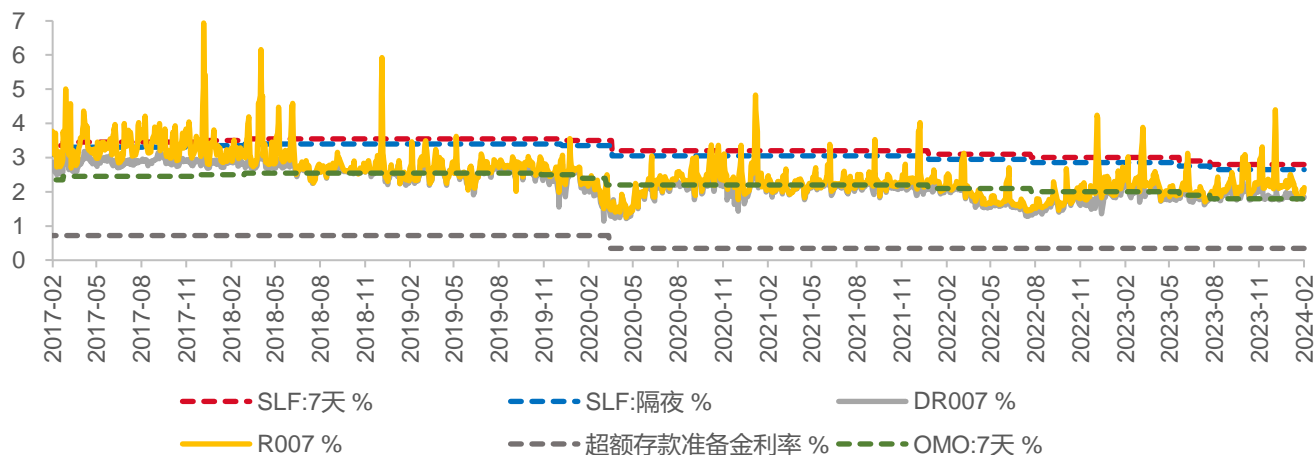
图27 美国财政部 TGA



资料来源：Wind，东海证券研究所

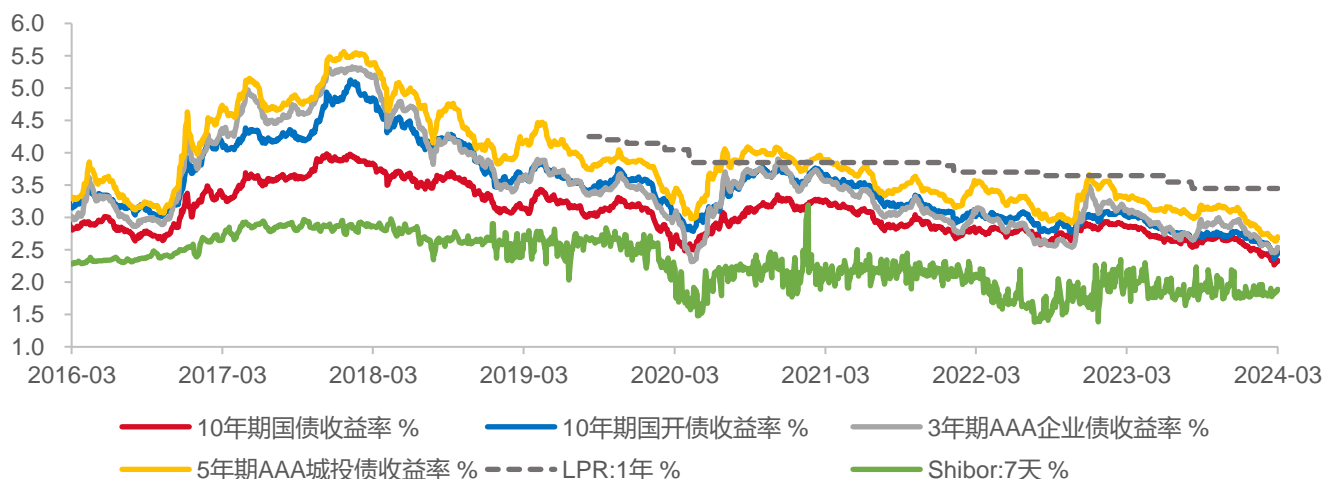
## 2.3.基准利率及债市情绪

图28 央行政策利率走廊



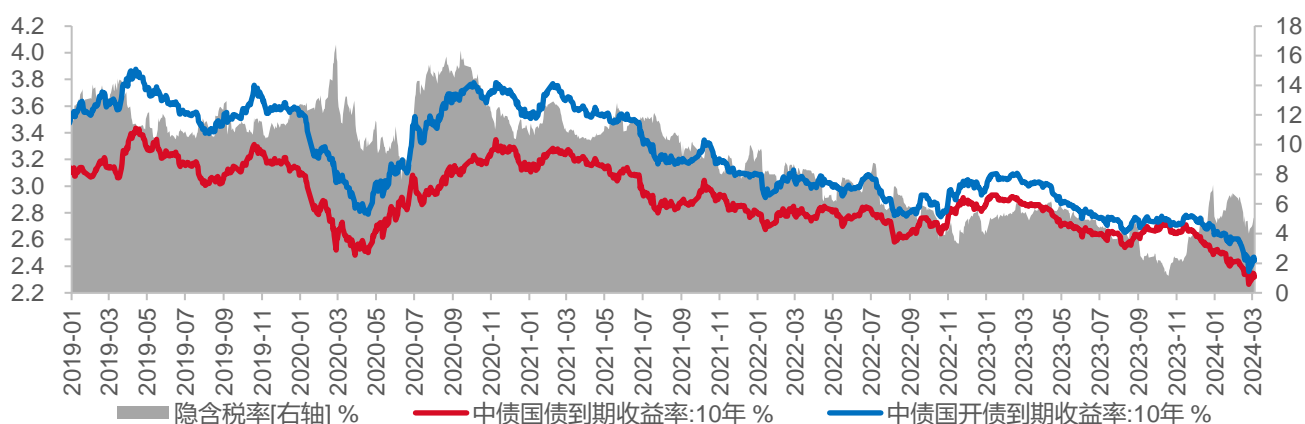
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

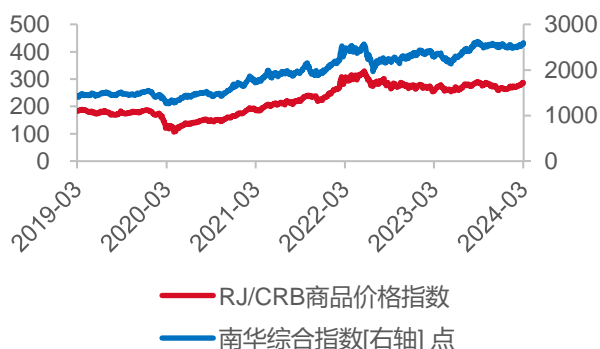
图30 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.商品市场

图31 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点



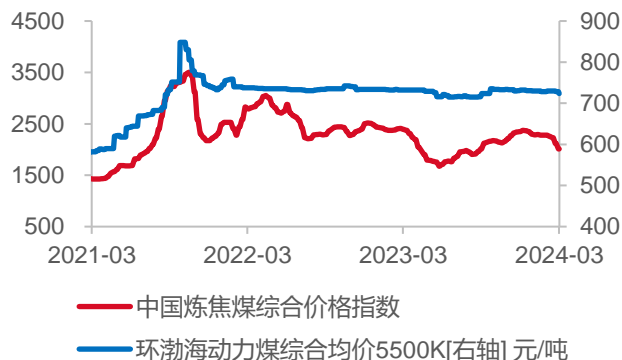
资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 铁矿石与螺纹钢指数，点



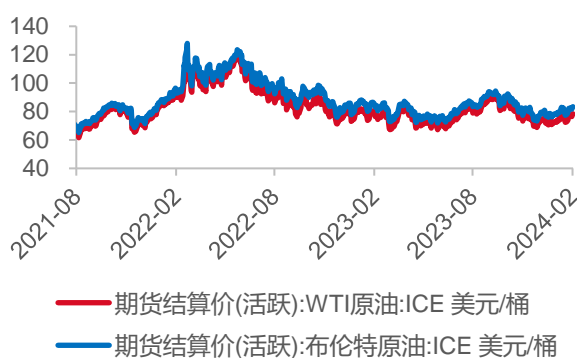
资料来源：Wind，东海证券研究所

图33 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 原油价格指数



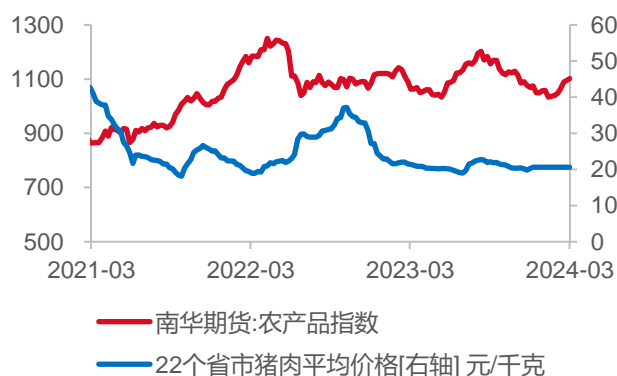
资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 工业金属指数



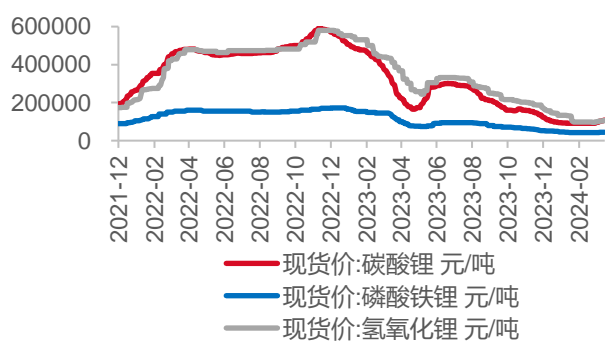
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 农产品价格指数，点



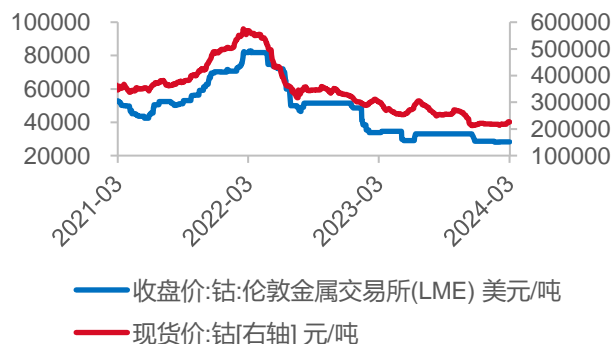
资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 国产锂价



资料来源：Wind，东海证券研究所

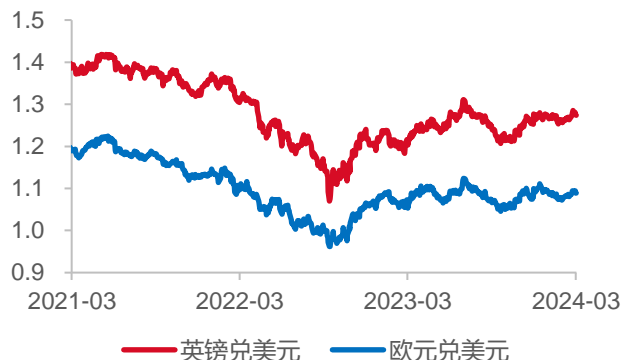
图38 钴价



资料来源：Wind，东海证券研究所

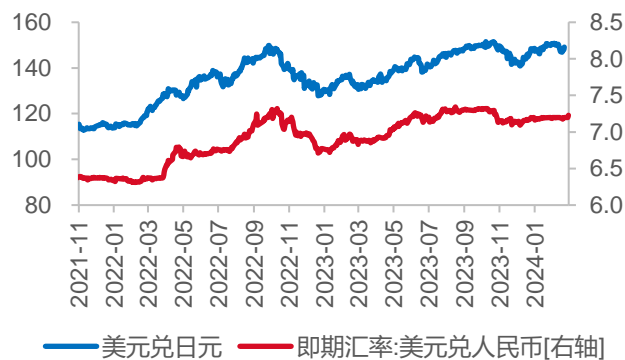
## 4. 外汇市场

图39 英镑兑美元、欧元兑美元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图40 美元兑人民币汇率、美元兑日元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 5. 经济日历

图41 主要经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2024-03-25	07:50	日本	3月日本央行公布1月货币政策会议纪要	-	-
2024-03-25	22:00	美国	2月新房销售年化总数:季调(千套)	661	-
2024-03-27	09:00	日本	3月日本央行审议委员田村直树发表讲话	-	-
2024-03-28	15:00	德国	2月失业率:季调(%)	3.1	-
2024-03-28	15:00	德国	2月失业人数:季调(千人)	1370	-
2024-03-28	15:00	英国	第四季度GDP(初值):季调:同比(%)	0.21	-
2024-03-28	17:00	欧盟	2月欧元区:M1:同比(%)	-8.622591	-
2024-03-28	17:00	欧盟	2月欧元区:M2:同比(%)	-1.097669	-
2024-03-28	17:00	欧盟	2月欧元区:M3:同比(%)	0.133228	-
2024-03-28	20:30	美国	3月23日当周初次申请失业金人数:季调(人)	210000	-
2024-03-28	20:30	美国	第四季度GDP(终值):环比折年率(%)	4.9	3.20
2024-03-29	20:30	美国	2月个人消费支出:季调(十亿美元)	19054.239	-
2024-03-29	20:30	美国	2月核心PCE物价指数:同比(%)	2.8495	-
2024-03-29	20:30	美国	2月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	61443	-
2024-03-29	23:30	美国	3月美联储主席鲍威尔发表讲话	-	-
2024-03-31	09:30	中国	3月官方制造业PMI	49.1	49.85

资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 6.风险提示

**美国通胀回落速度不及预期：**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度转向偏慢，从而约束我国利率下行空间。

**海外银行业危机蔓延：**部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主，流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下，银行负债端若集中于久期短且利率高的产品，或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂，引发一定流动性危机和挤兑风险。

**国际地缘摩擦超预期：**俄乌冲突尚未结束，地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动，引发通胀上行。



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089