

大类资产周报第 25 期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）
jjaluxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
lixinyue@gjzq.com.cn

“干预”还是“加息”？日本的两难问题

近期，日元兑美元快速贬值至 158.44、创 1990 年以来新低，也引发了市场对日本“加息”或“干预”的遐想。本轮日元快速贬值的原因、“干预”潜在的市场影响？本文分析，可供参考。

热点思考：“干预”还是“加息”？日本的两难问题

一问：近期日本市场的新变化？日元快速贬值，日股也承压下跌

近期，日元兑美元快速贬值至 158.44 的历史低位，日股也在日元贬值背景下走弱。年初以来，日元兑美元快速贬值，从 140.9 大贬 11.0% 至 158.3，创 1990 年以来新低。日元贬值同时，日股表现也相对较差，3 月 22 日以来，日经 225 大跌 7.2%。然而，4 月 26 日的议息会议上，日央行仍“按兵不动”，并称“预计目前宽松的金融环境将继续”。

本轮日元贬值的主因是美元快速走强，投机行为也有一定扰动。一方面，美欧基本面的分化，支撑了美元指数的走强。截至 4 月 26 日，OIS 隐含的美国 6 月降息预期已回落至 9.4%，而欧元区则高达 88.0%；3 月 22 日以来，美元指数升值 1.6%。另一方面，市场做空日元的情绪也在走高，3 月 12 日以来，日元空头持仓大幅增加、历史分位数高达 99.9%。

二问：日本“加息”还是“干预”？大幅“加息”概率较低、“干预”或仅剩临门一脚

当下，日本经济的复苏是名义而非实际的、外生而非内生的；“脆弱”的基本面下，日央行大幅加息概率或相对较低。1) 从基本面来看，外需是日本经济的主要拉动，而内需仍相对不足。2) 从通胀来看，日本输入性的“急性通胀”更占主导，工资-物价的“良性循环”仍待观察。相对“脆弱”的基本面，或难以支撑日本快速转向、持续“加息”。而从历史上日本“干预”前指引来看，当下日本财务省距离“干预”或仅剩临门一脚。本轮中，日本三方会谈与财务大臣的警告已接连在 3 月 27 日和 4 月 2 日发生，“干预”或仅剩临门一脚。考虑到美国金融条件持续收紧下，制造业 PMI 走弱、第一共和银行破产，美元走弱或已临近；在此之前，如日元继续走弱，日本财务省或以“干预”来调节。

三问：“干预”的市场影响会如何？日元弱势难现扭转，对美债、日债冲击或相对有限

历史回溯来看，日本财务省“干预”本身不会扭转日元弱势的表现；日元走向升值还待外部的压制走弱或日本基本面的改善。1997 年 11 月至 1998 年 6 月，日本动用 41.8 万亿日元干预外汇市场，但日元贬值的结束，直至 1998 年 8 月 LTCM 破产引发美联储降息预期升温。2022 年干预后，日元升值也直至 11 月 10 日美国 CPI 低于预期后才开始。

经验显示，美债的卖出或在干预前后较长一段时间内进行，对美债收益率的冲击相对有限。2022 年，日本财务省并非在干预时点才售出美债，而是在此前几个月中持续减持；这一期间，美债收益率走强 151bp、较终点利率多上行 10.6bp，干预过程对美债利率影响或整体有限。而“干预”或将带来“加息”预期降温，或有望带来日债利率的回落。

周度回顾：避险情绪明显升温，风险资产多数承压（2024/04/15-2024/04/19）

股票市场：海外情绪整体修复，全球股指多数上涨。发达市场中，恒生指数上涨 8.8%，纳指、富时 100、日经 225 分别上涨 4.2%、3.1%、2.3%；新兴市场中，韩国综数上涨 2.5%，泰国 SET 指数上涨 2.1%，上证指数上涨 0.8%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨。美国 10 年期国债收益率上行 5bp 至 4.67%，德国 10 年期国债收益率上行 14bp 至 2.62%，英国 10 年期国债收益率上行 7.9bp 至 4.37%，日本 10 年期国债收益率上行 4.8bp 至 0.89%。

外汇市场：美元指数下行，美元兑人民币小幅升值。美元指数下行 0.02% 至 106.09，其中欧元兑美元升值 0.35%，日元兑美元贬值 2.33%。美元兑人民币升值 0.09%，离岸、在岸人民币分别走低至 7.2688、7.2464。

商品市场：有色涨跌分化，原油全线上涨。受地缘局势影响，WTI 原油价格上涨 0.9% 至 83.9 美元/桶，布油上涨 2.5% 至 89.5 美元/桶；有色表现分化，LME 铜上涨 0.8% 至 9784 美元/吨，COMEX 金跌 2.8% 至 2333 美元/盎司。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩

内容目录

一、热点思考：“干预”还是“加息”？日本的两难问题.....	4
一问：近期日本市场的新变化？日元快速贬值，日股也承压下跌.....	4
二问：日本“加息”还是“干预”？大幅“加息”概率较低、“干预”或仅剩临门一脚.....	6
三问：“干预”的市场影响会如何？日元弱势难现扭转，对美债、日债冲击或相对有限.....	9
二、大类资产高频跟踪（2024/04/22-2024/04/26）.....	12
（一）权益市场追踪：发达市场股指全线上涨，新兴市场股指全线上涨.....	12
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨.....	13
（三）外汇市场追踪：美元指数下行，其他货币兑美元走势分化.....	14
（四）大宗商品市场追踪：有色涨跌分化，原油全线上涨.....	15
风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 近期，日元兑美元汇率快速贬值.....	4
图表 2： 近期，日元贬值，但日经 225 却也快速调整.....	4
图表 3： 近期，欧美经济的分化愈发凸显.....	4
图表 4： 美国 6 月降息预期回落、欧元区走高.....	4
图表 5： 美德利差支撑下，美元指数快速上行.....	5
图表 6： 日元非商业空头持仓已达历史 99.9%分位水平.....	5
图表 7： 日股海外收入占比较高的行业，近期涨幅较大.....	5
图表 8： 近期，OIS 隐含的日央行加息预期明显升温.....	5
图表 9： 近期，10 年期、1 年期日债收益率快速上行.....	6
图表 10： 3 月 22 日以来，估值端敏感的日股行业领跌.....	6
图表 11： 日本私人投资尚未恢复到疫情前水平.....	6
图表 12： 日本消费活动指数边际转弱.....	6
图表 13： 历史上的日本干预与日元走势.....	7
图表 14： 日央行官员的“鹰”、“鸽”态度.....	7
图表 15： 日本的复苏是名义的而非实际的.....	7
图表 16： 外需拉动部分依赖于进口的收缩.....	7
图表 17： 日央行认为，中期有可能实现 2%通胀目标.....	8
图表 18： 2024 年 1 月和 2023 年 10 月预测的比较.....	8
图表 19： 2022 年日元贬值中日本政府的指引.....	8
图表 20： 2023 年日元贬值中日本政府的指引.....	8
图表 21： 2024 年日元贬值中日本政府的指引.....	9
图表 22： 当下，美国金融条件持续收紧的副作用已有显现.....	9

图表 23: 1997 年日本的干预未能扭转日元的弱势	9
图表 24: 2022 年日本的干预同样未能扭转日元的弱势	9
图表 25: 2022 年日本干预期间, 日本基础货币小幅减少	10
图表 26: 日本干预期间, 日债收益率小幅上行	10
图表 27: 近期, 10 年期日债掉期利率小幅上行	10
图表 28: 贬值驱动下, 出口导向型行业更为受益	10
图表 29: 2022 年 9 月 22 日干预前后美债利率未现异动	11
图表 30: 2022 年 10 月日本干预前后美债利率未现异动	11
图表 31: 2022 年日本在 8 月-10 月间持续减持美债	11
图表 32: 美债收益率走势与终点利率走势	11
图表 33: 当周, 发达市场股指全线上涨	12
图表 34: 当周, 新兴市场股指全线上涨	12
图表 35: 当周, 美国标普 500 行业全线上涨	12
图表 36: 当周, 欧元区行业多数上涨	12
图表 37: 当周, 恒生指数全线上涨	13
图表 38: 当周, 行业方面全线上涨	13
图表 39: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨	13
图表 40: 当周, 10Y 收益率美英德全线上行	13
图表 41: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化	14
图表 42: 当周, 土耳其 10Y 利率下行, 巴西上行	14
图表 43: 当周, 美元指数下行, 其他货币兑美元走势分化	14
图表 44: 当周, 英镑、欧元兑美元上行	14
图表 45: 当周, 主要新兴市场兑美元走势分化	14
图表 46: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元	14
图表 47: 当周, 人民币兑美元、欧元和英镑贬值	15
图表 48: 当周, 美元兑人民币升值	15
图表 49: 当周, 有色涨跌分化, 原油全线上涨	15
图表 50: WTI 原油和布伦特原油全线上涨	16
图表 51: 当周, 焦煤价格上涨 0.83%, 玻璃上涨 5.19%	16
图表 52: 当周, 铜价格上涨 0.84%, 铝价格下跌 1.7%	16
图表 53: 当周, 通胀预期升至 2.43%	16
图表 54: 当周, 黄金下跌 2.79%, 银下跌 3.85%	16
图表 55: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 2.24%	16

近期，日元兑美元快速贬值至 158.44、创 1990 年以来新低，也引发了市场对日本“加息”或“干预”的遐想。本轮日元快速贬值的原因、“干预”潜在的市场影响？供参考。

一、热点思考：“干预”还是“加息”？日本的两难问题

一问：近期日本市场的新变化？日元快速贬值，日股也承压下跌

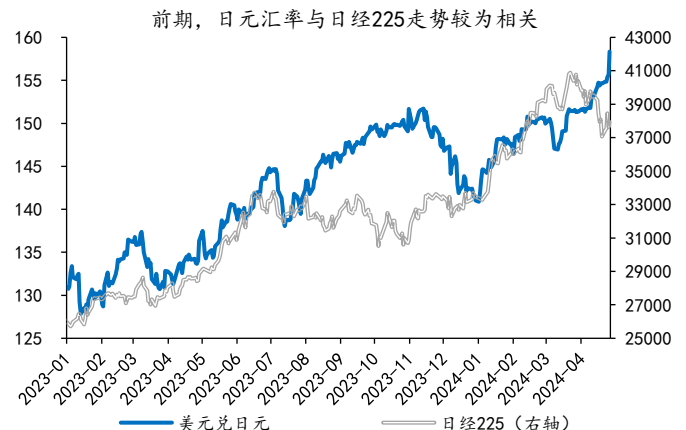
近期，日元兑美元快速贬值至 158.44 的历史低位，日股也在日元贬值背景下走弱、似于过往规律背离。年初以来，日元兑美元快速贬值，从 1 月 1 日的 140.88 大贬 11.0% 至 158.33，创 1990 年 4 月以来的新低。近期日元加速贬值的同时，日股表现也相对较差，3 月 22 日以来，日经 225 指数跌幅高达 7.2%。然而，4 月 26 日的议息会议上，日央行仍“按兵不动”、将基准利率维持在 0-0.1%，并称“预计目前宽松的金融环境将继续”。

图表1：近期，日元兑美元汇率快速贬值



来源：Wind，国金证券研究所

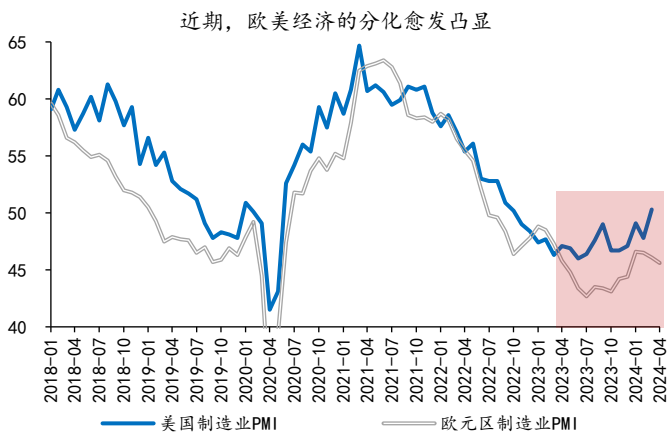
图表2：近期，日元贬值，但日经 225 却也快速调整



来源：Wind，国金证券研究所

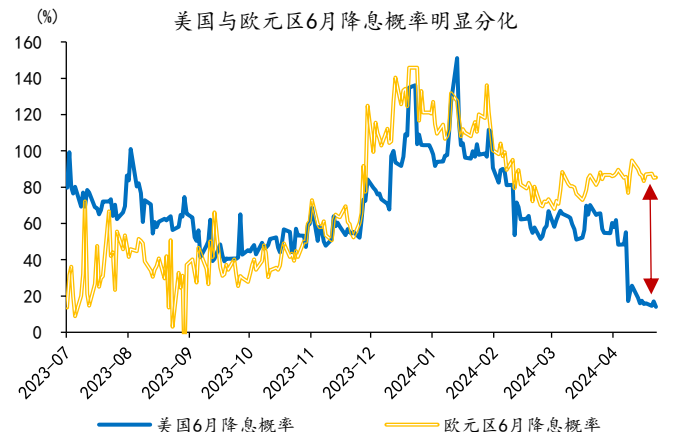
本轮日元贬值的主因是美元的快速走强，同时，投机力量也有一定扰动。一方面，美欧基本面的分化，支撑了美元指数的走强。2024 年以来，美国制造业 PMI 持续回升，3 月 ISM 制造业 PMI 已达 50.3、回升至荣枯线以上，而欧元区制造业 PMI 则连续 3 个月回落。基本面的分化，导致美欧降息预期明显分化，美元因而不断走强；截至 4 月 26 日，OIS 隐含的美国 6 月降息预期已回落至 9.4%，而欧元区则高达 88.0%。3 月 22 日以来，美德利差走阔 22bp，美元指数走强 1.6%，日元明显承压。另一方面，市场做空日元的情绪也在走高，3 月 12 日以来，日元空头持仓大幅增加 65.1 万张，空头持仓历史分位数高达 99.9%。

图表3：近期，欧美经济的分化愈发凸显



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：美国 6 月降息预期回落、欧元区走高



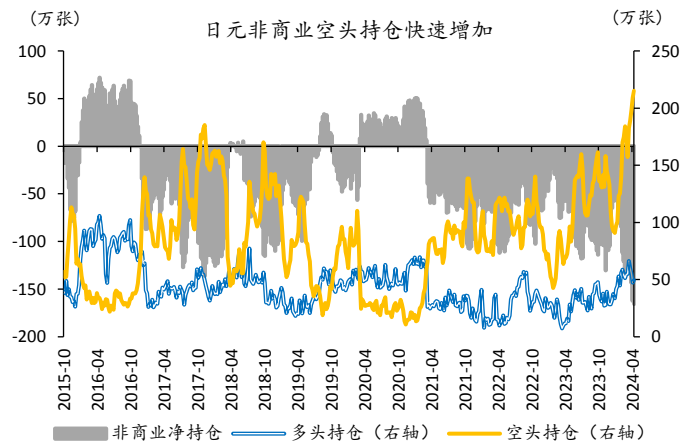
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 美德利差支撑下, 美元指数快速上行



来源: Wind, 国金证券研究所

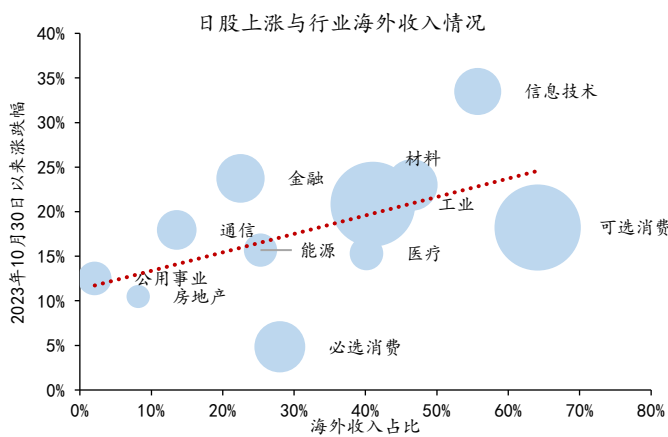
图表6: 日元非商业空头持仓已达历史99.9%分位水平



来源: Wind, 国金证券研究所

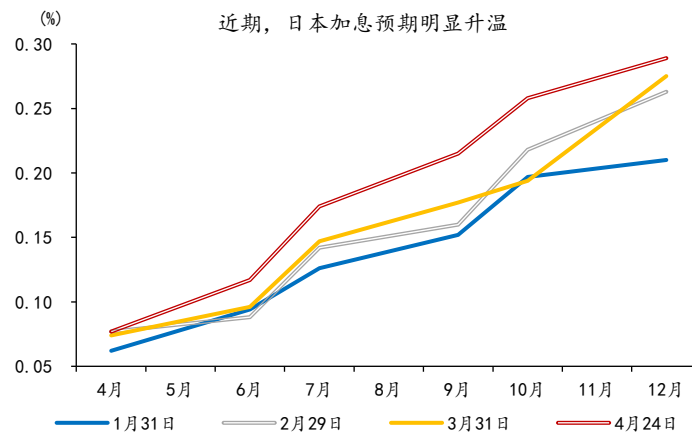
日元贬值、日股下跌, 或因贬值诱发了市场对日央行“加息”的担忧、日股估值端受到压制。前期日元贬值下的日股大涨, 主因贬值对出口的利好与海外收入汇兑收益的增加, 因而日股中海外收入占比越高的行业涨幅越大。而近期, 日元的快速贬值诱发了市场对“加息”的担忧, 截至4月24日, 市场预期日央行7月加息的概率一度高达59.2%。3月22日以来, 10年期日债收益率大幅上行13.4bp, 日股对估值端较为敏感的行业明显承压, 通讯服务、信息技术、医疗保健和可选消费分别下跌了10.6%、10.4%、7.5%和7.1%。

图表7: 日股海外收入占比较高的行业, 近期涨幅较大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

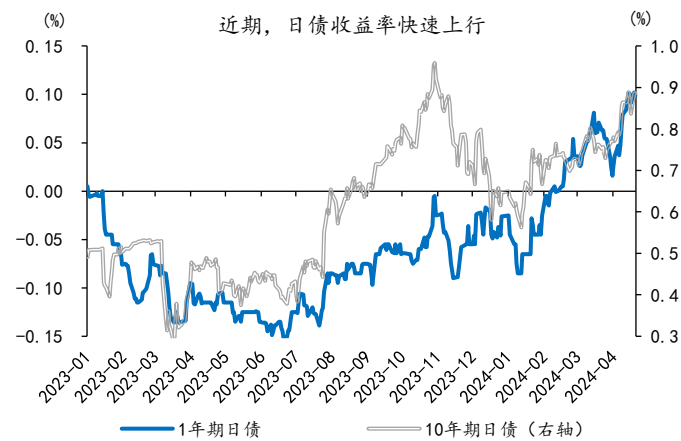
图表8: 近期, OIS 隐含的日央行加息预期明显升温



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

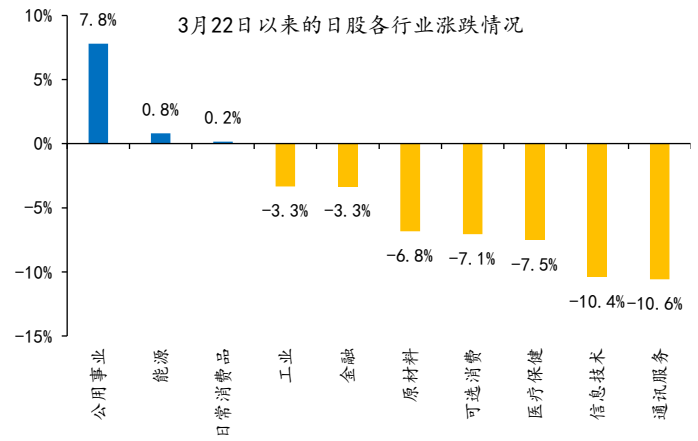
注: 气泡大小表征 2023 年日股各行业的海外收入。

图表9：近期，10年期、1年期日债收益率快速上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表10：3月22日以来，估值端敏感的日股行业领跌

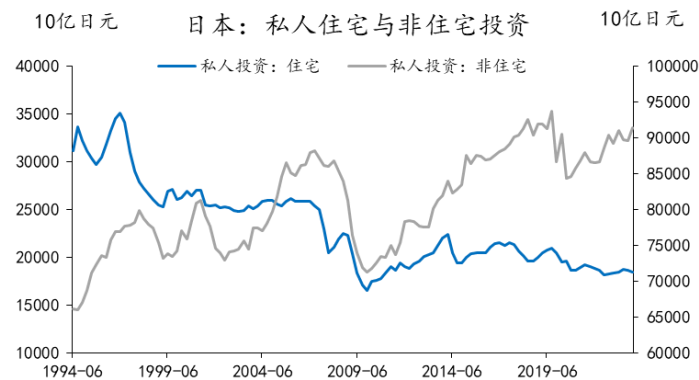


来源：Bloomberg，国金证券研究所

二问：日本“加息”还是“干预”？大幅“加息”概率较低、“干预”或仅剩临门一脚

持续贬值下，“加息”和“干预”已是当下日本面临的两难问题，“加息”或对经济基本面产生冲击，而“干预”则治标不治本、难以扭转市场预期。一方面，从私人投资和消费来看，日本当下内需仍相对不足，而汇率低估本质上是财富的再分配，会进一步将购买力从国内部门转向国外部门。另一方面，历史回溯来看，日本财务省的多次干预，仅在短期缓和其升/贬值趋势、均未能实质性扭转日元的走势。当下，日央行等官员仍在“干预”与“加息”间有所犹疑。

图表11：日本私人投资尚未恢复到疫情前水平



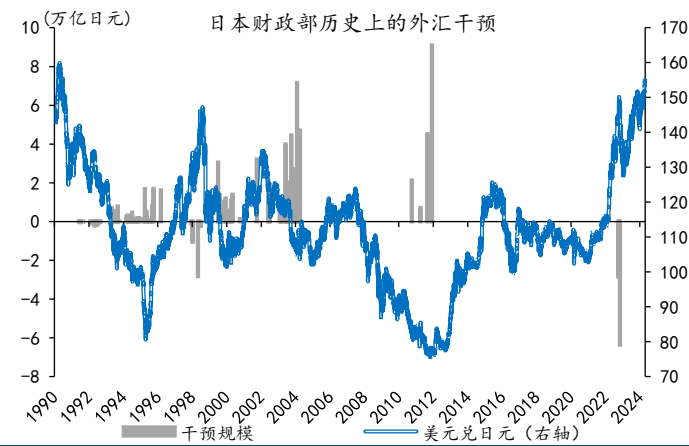
来源：内阁府，CEIC，Wind，国金证券研究所

图表12：日本消费活动指数边际转弱



来源：内阁府，CEIC，Wind，国金证券研究所

图表13: 历史上的日本干预与日元走势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

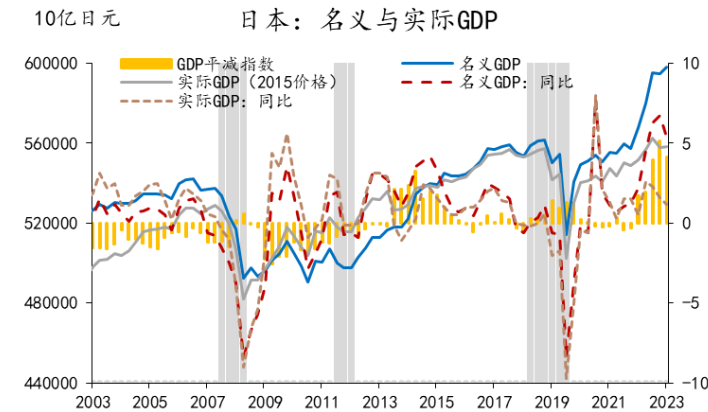
图表14: 日央行官员的“鹰”、“鸽”态度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

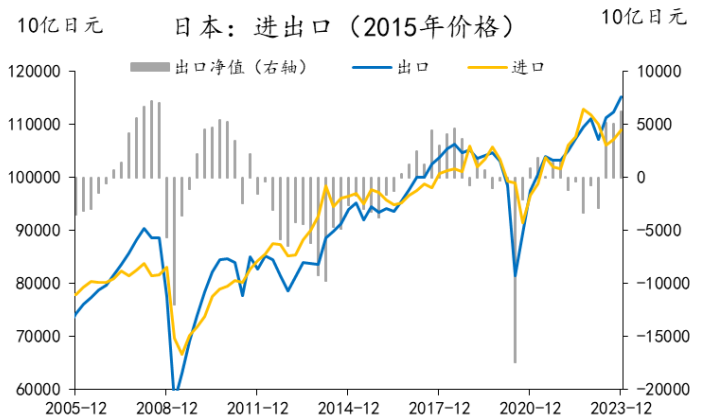
当下,日本经济的复苏是名义而非实际的、外生而非内生的;较为“脆弱”的基本面之下,日央行贸然大幅加息的概率或相对较低。1)从基本面来看,2023年下半年,日本名义GDP增速放缓,实际GDP一度陷入“技术性衰退”。需求结构上,外需是日本经济的主要拉动,而内需仍相对不足。2)从通胀来看,基于当前的宏观环境,2%可持续通胀目标或在中期可以实现的,但输入性的“急性通胀”更占主导,工资-物价的“良性循环”仍待观察。相对“脆弱”的基本面,难以支撑日本快速转向持续“加息”,因而日央行在四月例会上下调了2024财年GDP增速预期,也暗示“目前宽松的金融环境将继续”。

图表15: 日本的复苏是名义的而非实际的



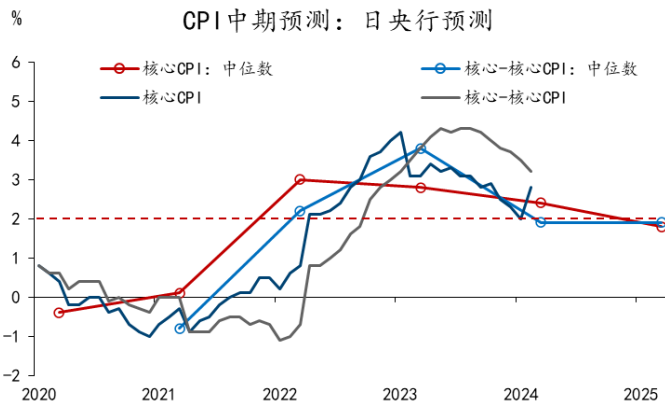
来源: 内阁府, CEIC, Wind, 国金证券研究所

图表16: 外需拉动部分依赖于进口的收缩



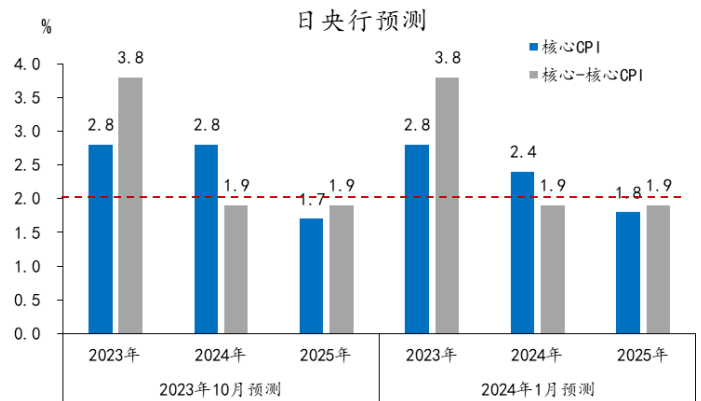
来源: 内阁府, CEIC, Wind, 国金证券研究所

图17: 日央行认为, 中期有可能实现2%通胀目标



来源: 日央行, CEIC, 国金证券研究所

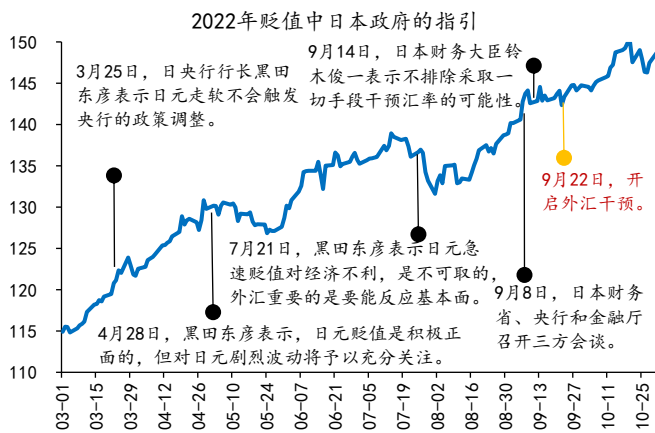
图18: 2024年1月和2023年10月预测的比较



来源: 日央行, CEIC, 国金证券研究所

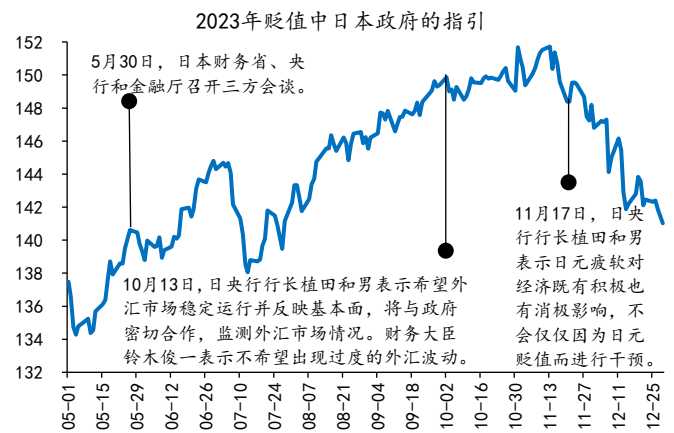
而从历史上日本“干预”前指引来看, 当下日本财务省距离“干预”或仅剩临门一脚。2022年9月8日, 日本财务省、央行与金融厅召开三方会谈, 随后日本财务大臣在9月14日提示干预的可能, 干预在9月22日正式开启。2023年5月30日同样召开了三方会谈, 但美元走弱使日元得以“喘息”, 干预未再落地。本轮中, 日本三方会谈与财务大臣的警告已接连在3月27日和4月2日发生, “干预”或仅剩临门一脚。考虑到当下美国金融条件持续收紧下, 制造业PMI走弱、第一共和银行破产, 美元走弱或已临近; 在此之前, 如日元继续走弱, 日本财务省或以“干预”来调节。

图19: 2022年日元贬值中日本政府的指引



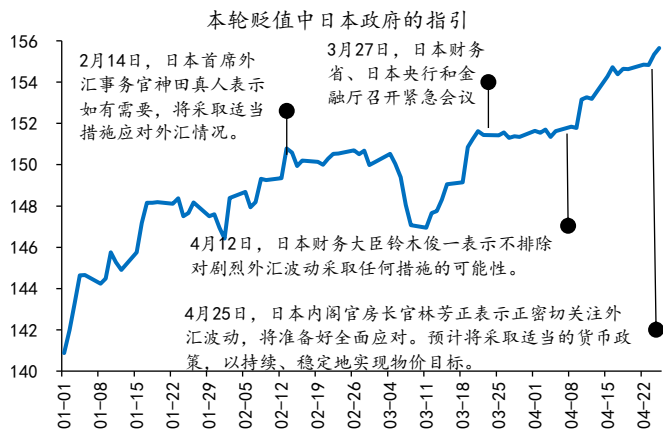
来源: Wind, BoJ, 国金证券研究所

图20: 2023年日元贬值中日本政府的指引



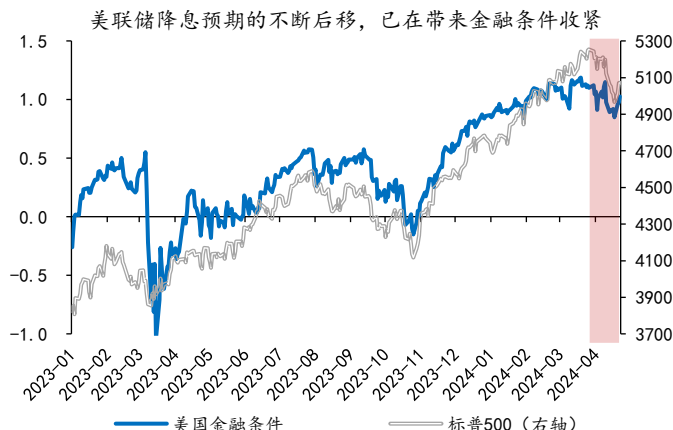
来源: Wind, BoJ, 国金证券研究所

图表21: 2024年日元贬值中日本政府的指引



来源: Wind, BoJ, 国金证券研究所

图表22: 当下, 美国金融条件持续收紧的副作用已有显现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问: “干预”的市场影响会如何? 日元弱势难现扭转, 对美债、日债冲击或相对有限

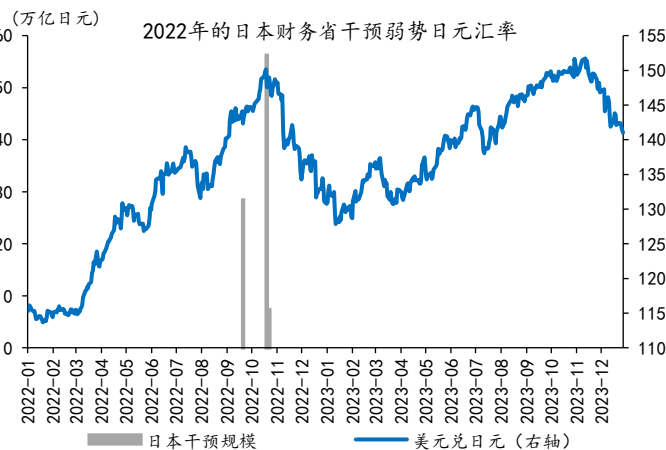
历史回溯来看, 日本财务省“干预”本身不会扭转日元弱势的表现, 但可以使日元汇率维持相对稳定; 日元走向升值还待外部的压制走弱或日本基本面的改善。1997年11月3日至1998年6月17日, 日本先后11次使用41.8万亿日元干预日元外汇市场, 但并未能遏制日元的贬值趋势, 日元贬值的真正结束, 直至1998年8月长期资本管理公司破产引发美联储降息预期大幅升温。2022年日本财务省再度在9月22日至10月24日间连续3次动用91.9万亿日元干预, 但日元升值也直至11月10日美国CPI大低预期后才开始。

图表23: 1997年日本的干预未能扭转日元的弱势



来源: Wind, BoJ, 国金证券研究所

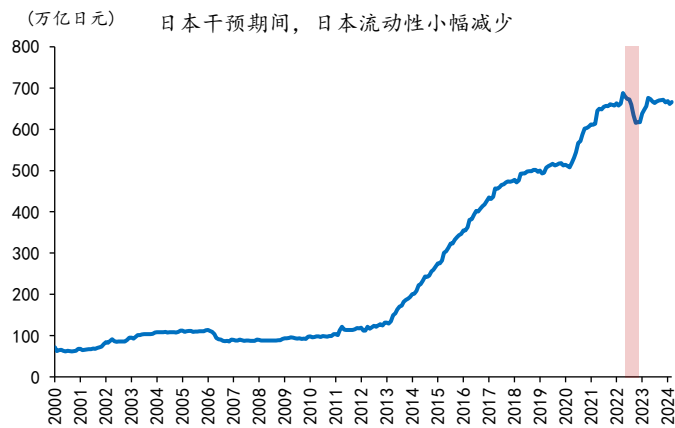
图表24: 2022年日本的干预同样未能扭转日元的弱势



来源: Wind, BoJ, 国金证券研究所

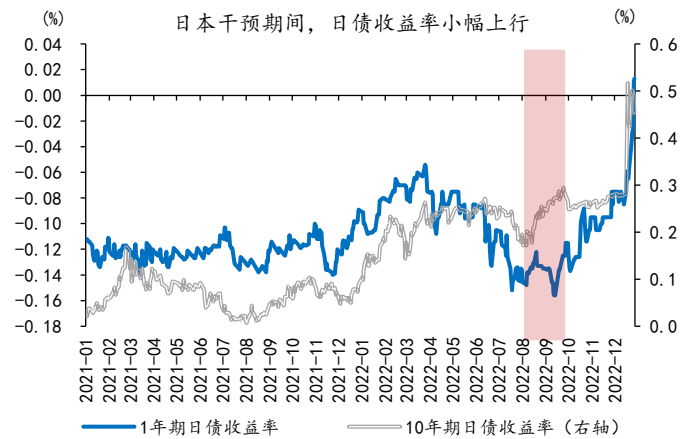
对日股和日债而言, 日本财务省干预对日元流动性影响有限, 反而“加息预期”的弱化, 或带来日债利率的小幅回落, 有可能改变日股当前弱势的表现。从2022年日本财务省“外汇干预”的操作来看, 日本国内基础货币数量小幅缩减、日央行未进行对应的“冲销式”操作。但整体而言, 10年期日债收益率在干预前后上行不足10bp、1年期日债基本未受影响, 真正带来日债收益率大幅上行的反而是2022年12月日本议息会议后的加息预期升温。当下, 日本财务省潜在的“干预”对日债收益率冲击或仍相对有限, 反而是前期“加息”预期的降温或带来日债利率的回落以及日股市场的情绪修复。

图表25: 2022年日本干预期间, 日本基础货币小幅减少



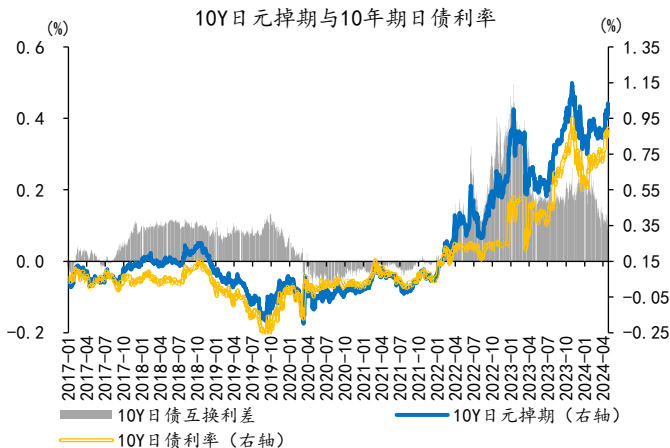
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 日本干预期间, 日债收益率小幅上行



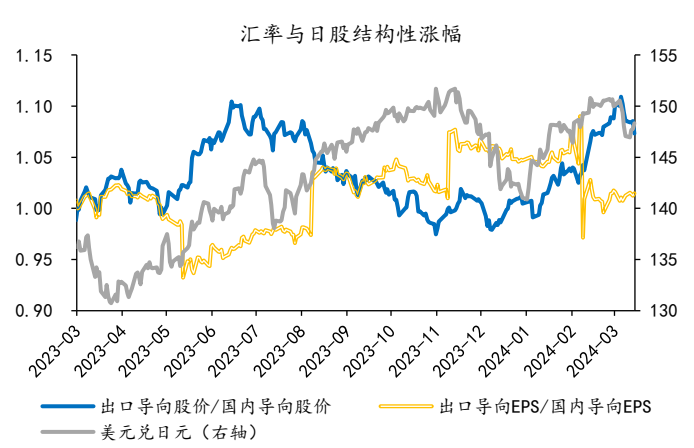
来源: BIS, 国金证券研究所

图表27: 近期, 10年期日债掉期利率小幅上行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 贬值驱动下, 出口导向型行业更为受益



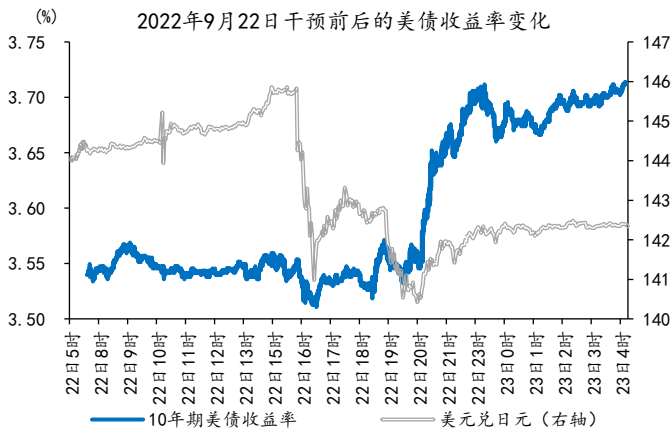
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

注: 出口导向行业包括可选消费、信息技术、材料、医疗保健等; 国内导向型为其他日股行业。

日本财务省干预通常以卖出美债的方式进行, 但经验显示, 美债的卖出或在干预前后较长一段时间内进行, 干预时点对美债收益率的冲击或相对有限。2022年9月22日、10月21日和10月24日, 日本财务省分别进行了2.8万亿、5.6万亿和0.7万亿日元的3次干预, 干预前后日元汇率均有大幅变化, 而美债收益率本身未受明显扰动。究其原因, 日本财务省干预并非在干预时点才售出美债, 而是在此前几个月中持续减持, 例如2022年干预前后, 日本持有美债数量即在8月-10月累积减少1662.4亿美元。这一期间, 美债收益率走强151bp、较终点利率多上行10.6bp, 干预过程对美债利率影响或整体有限。

图表29: 2022年9月22日干预前后美债收益率未现异动

图表30: 2022年10月日本干预前后美债收益率未现异动

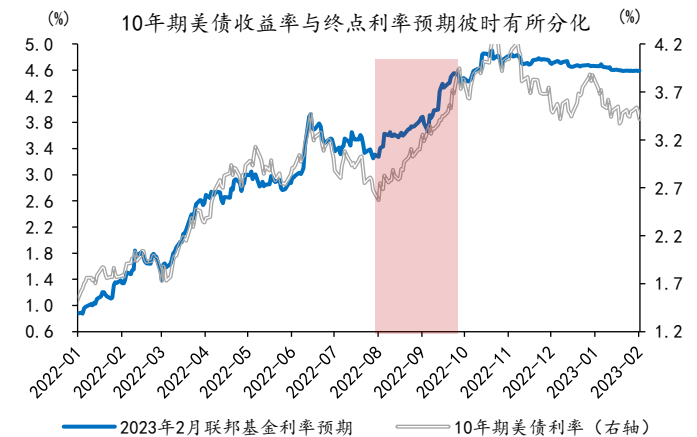
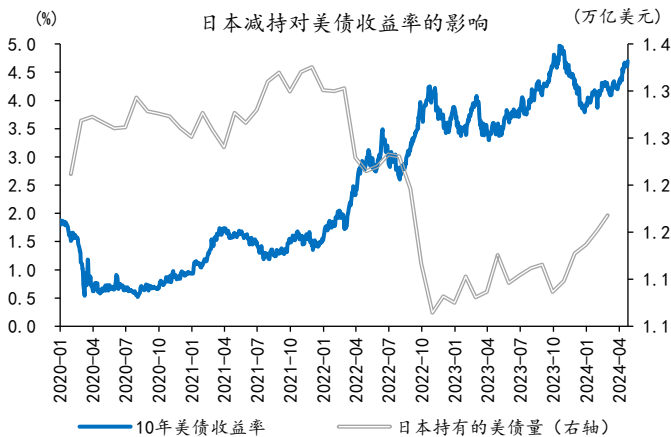


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 2022年日本在8月-10月间持续减持美债

图表32: 美债收益率走势与终点利率走势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

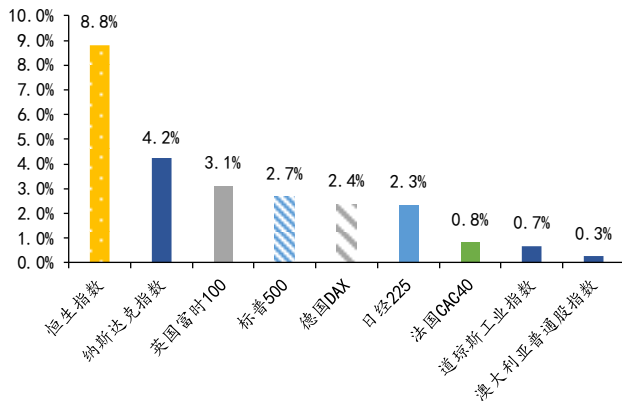
- 1、年初以来，日元兑美元快速贬值，从 140.9 大贬 11.0%至 158.3，创 1990 年以来新低。日元贬值同时，日股表现也相对较差，3 月 22 日以来，日经 225 大跌 7.2%。本轮日元贬值的主因是美元快速走强，投机行为也有一定扰动。一方面，美欧基本面的分化，支撑了美元指数的走强。截至 4 月 26 日，OIS 隐含的美国 6 月降息预期已回落至 9.4%，而欧元区则高达 88.0%；3 月 22 日以来，美元指数升值 1.6%。另一方面，市场做空日元的情绪也在走高，3 月 12 日以来，日元空头持仓大幅增加、历史分位数高达 99.9%。
- 2、当下，日本经济的复苏是名义而非实际的、外生而非内生的；“脆弱”的基本面下，日央行大幅加息概率或相对较低。而从历史上日本“干预”前指引来看，当下日本财务省距离“干预”或仅剩临门一脚。2022 年 9 月，日本财务省、央行与金融厅召开三方会谈、随后财务大臣提示干预的可能，干预在 9 月 22 日开启。本轮中，日本三方会谈与财务大臣的警告已接连在 3 月 27 日和 4 月 2 日发生，“干预”或仅剩临门一脚。考虑到当下美国金融条件持续收紧下，制造业 PMI 走弱、第一共和银行破产，美元走弱或已临近；在此之前，如日元继续走弱，日本财务省或以“干预”来调节。
- 3、历史回溯来看，日本财务省“干预”本身不会扭转日元弱势的表现；日元走向升值还待外部的压制走弱或日本基本面的改善。而经验显示，美债的卖出或在干预前后较长一段时间内进行，对美债收益率的冲击相对有限。2022 年，日本财务省并非在干预时点才售出美债，而是在此前几个月中持续减持；这一期间，美债收益率走强 151bp、较终点利率多上行 10.6bp，干预过程对美债利率影响或整体有限。而“干预”或将带来“加息”预期降温，或有望带来日债利率的回落。

二、大类资产高频跟踪（2024/04/22-2024/04/26）

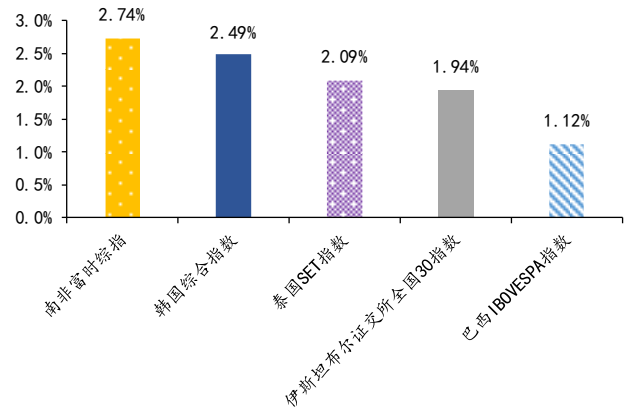
（一）权益市场追踪：发达市场股指全线上涨，新兴市场股指全线上涨

发达市场股指全线上涨，新兴市场股指全线上涨。发达市场股指，恒生指数上涨 8.8%，纳斯达克指数上涨 4.2%，英国富时 100 上涨 3.1%，标普 500 上涨 2.7%，德国 DAX 上涨 2.4%，日经 225 上涨 2.3%；新兴市场股指，南非富时综指上涨 2.74%，韩国综合指数上涨 2.49%，泰国 SET 指数上涨 2.09%，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 1.94%，巴西 IBOVESPA 指数上涨 1.12%，上证指数上涨 0.76%。

图表33：当周，发达市场股指全线上涨



图表34：当周，新兴市场股指全线上涨

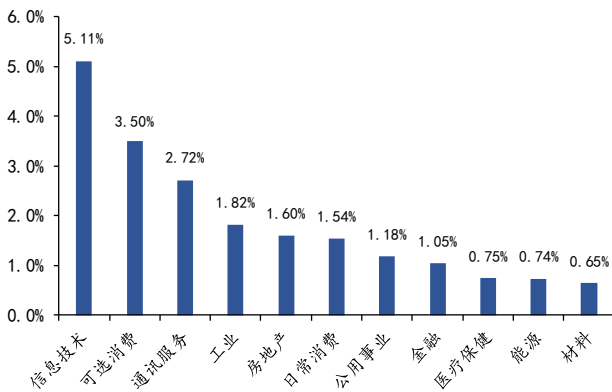


来源：Wind，国金证券研究所

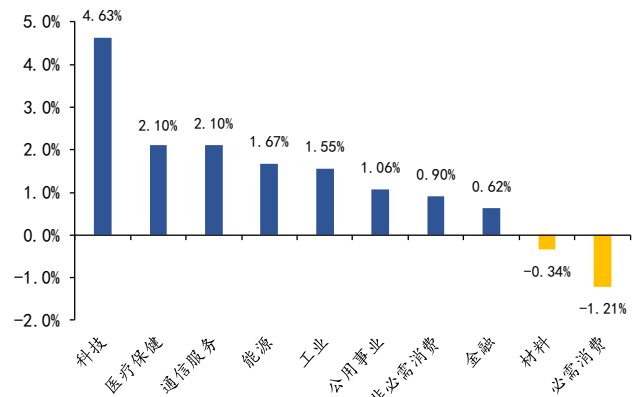
来源：Wind，国金证券研究所

美国标普 500 行业，信息技术上涨 5.11%，可选消费上涨 3.5%，通讯服务上涨 2.72%，工业上涨 1.82%，房地产上涨 1.6%，日常消费上涨 1.54%；欧元区行业，科技上涨 4.63%，医疗保健上涨 2.1%，通讯服务上涨 2.1%，能源上涨 1.67%，必需消费下跌 1.21%。

图表35：当周，美国标普 500 行业全线上涨



图表36：当周，欧元区行业多数上涨

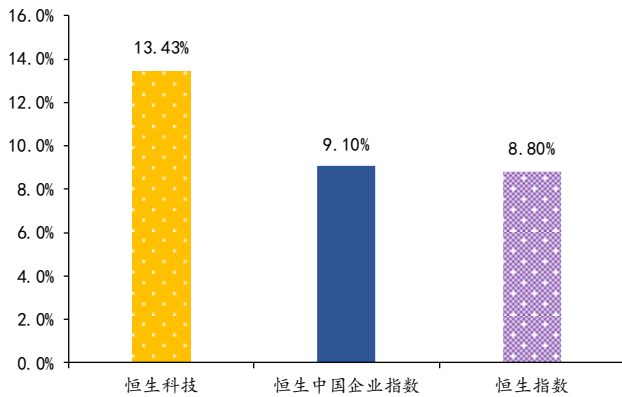


来源：Wind，国金证券研究所

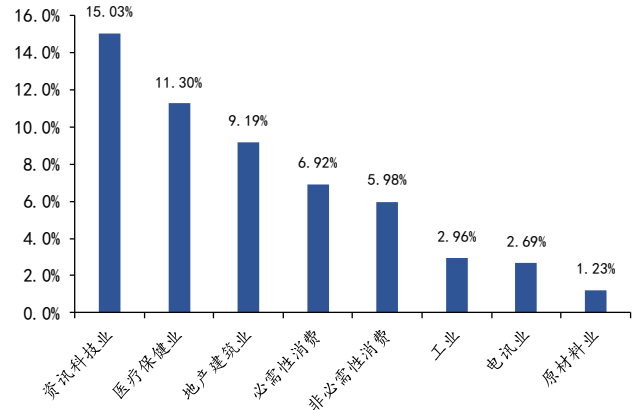
来源：Wind，国金证券研究所

恒生指数全线上涨，行业方面全线上涨。恒生科技上涨 13.43%，恒生中国企业指数上涨 9.1%，恒生指数上涨 8.8%；行业方面，资讯科技业上涨 15.03%，医疗保健业上涨 11.3%，地产建筑业上涨 9.19%，必需性消费上涨 6.92%，非必需性消费上涨 5.98%，工业上涨 2.96%。

图表37: 当周, 恒生指数全线上涨



图表38: 当周, 行业方面全线上涨



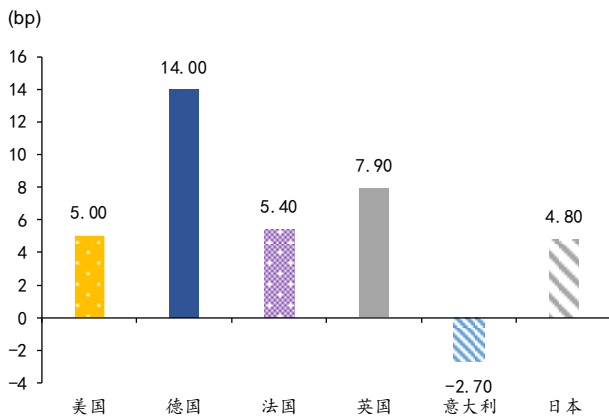
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

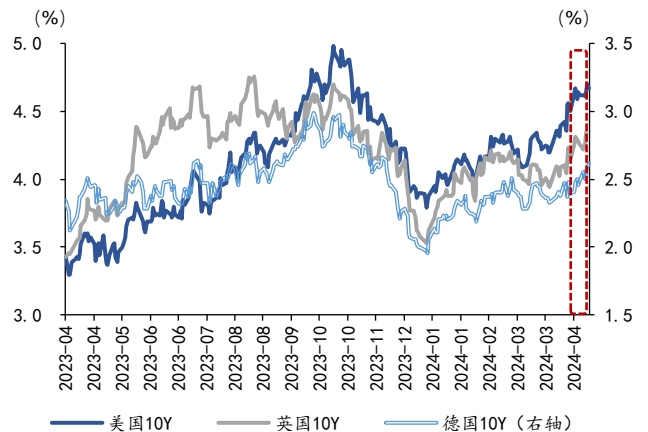
(二) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率多数上涨

发达国家10年期国债收益率多数上涨。美国10年期国债收益率上行5bp至4.67%，德国10年期国债收益率上行14bp至2.62%，法国10年期国债收益率上行5.4bp至3.06%，英国10年期国债收益率上行7.9bp至4.37%，意大利10年期国债收益率下行2.7bp至3.89%，日本10年期国债收益率上行4.8bp至0.89%。

图表39: 当周, 发达国家10年期国债收益率多数上涨



图表40: 当周, 10Y收益率美英德全线上行

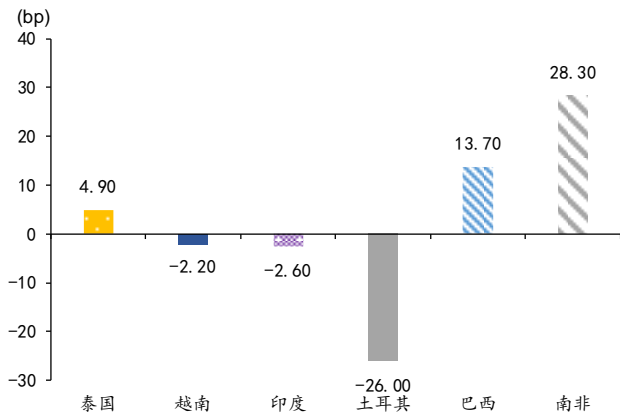


来源: Wind, 国金证券研究所

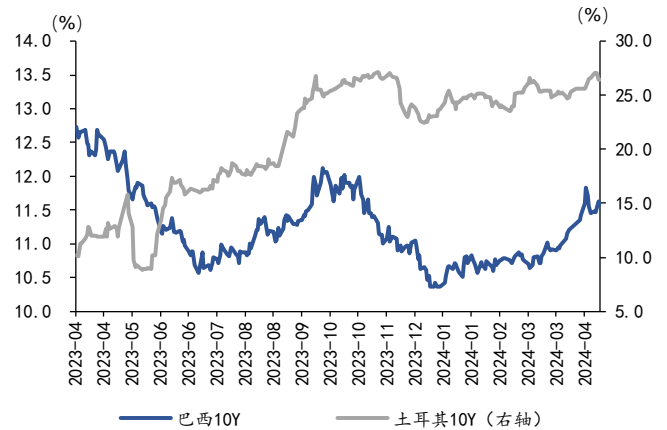
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场10年期国债收益率走势分化。泰国上行4.9bp至2.77%，越南下行2.2bp至2.9%，印度下行2.6bp至7.2%，土耳其下行26bp至26.39%，巴西上行13.7bp至11.59%，南非上行28.3bp至11.06%。

图表41: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化



图表42: 当周, 土耳其 10Y 利率下行, 巴西上行



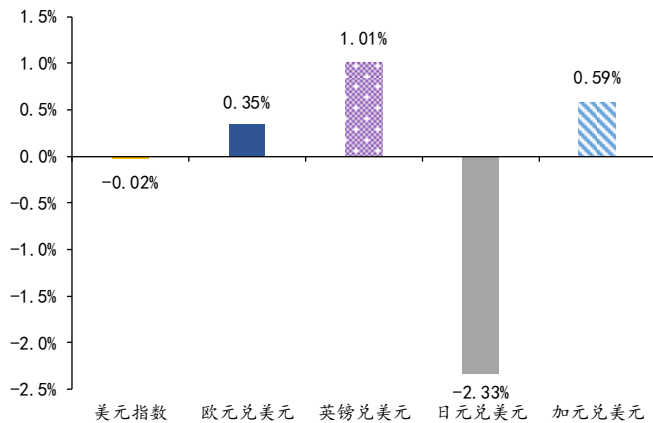
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

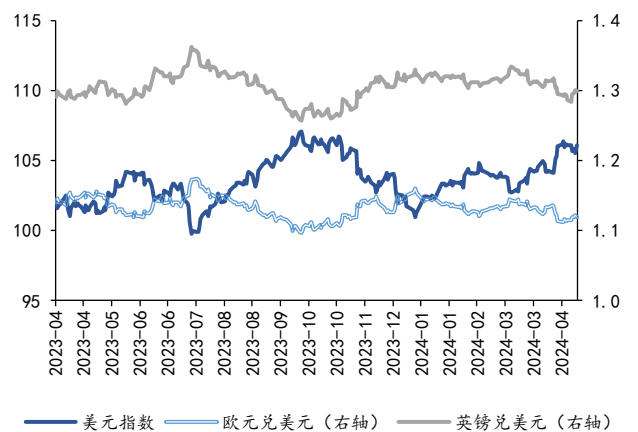
(三) 外汇市场追踪: 美元指数下行, 其他货币兑美元走势分化

美元指数下行, 其他货币兑美元走势分化。美元指数下行 0.02% 至 106.09。欧元兑美元升值 0.35%, 英镑兑美元升值 1.01%, 日元兑美元贬值 2.33%, 加元兑美元升值 0.59%。主要新兴市场兑美元走势分化。土耳其里拉兑美元升值 0.02%, 印尼卢比兑美元贬值 0.22%, 菲律宾比索兑美元贬值 0.16%, 雷亚尔兑美元升值 1.67%, 韩元兑美元贬值 0.21%。

图表43: 当周, 美元指数下行, 其他货币兑美元走势分化



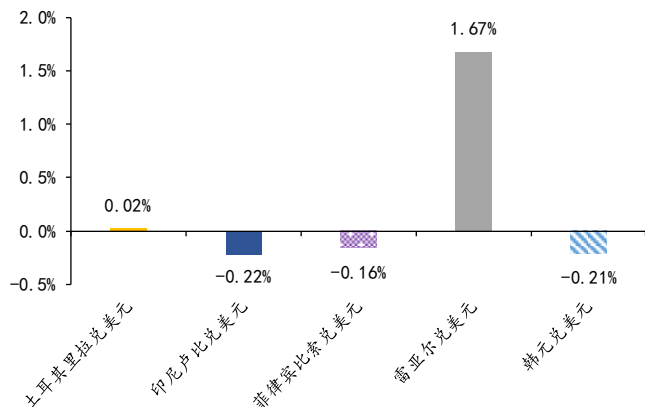
图表44: 当周, 英镑、欧元兑美元上行



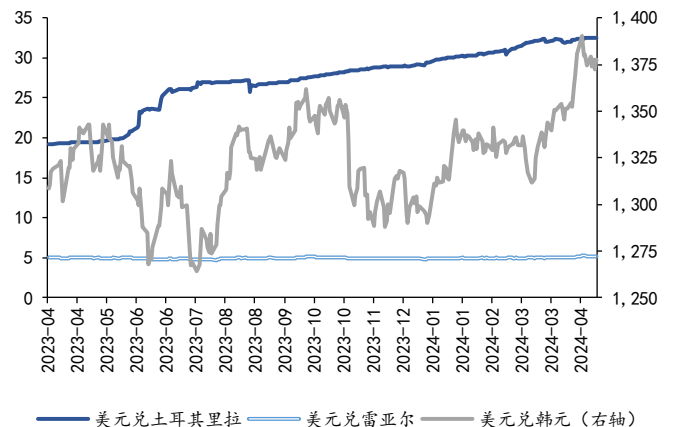
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 当周, 主要新兴市场兑美元走势分化



图表46: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元

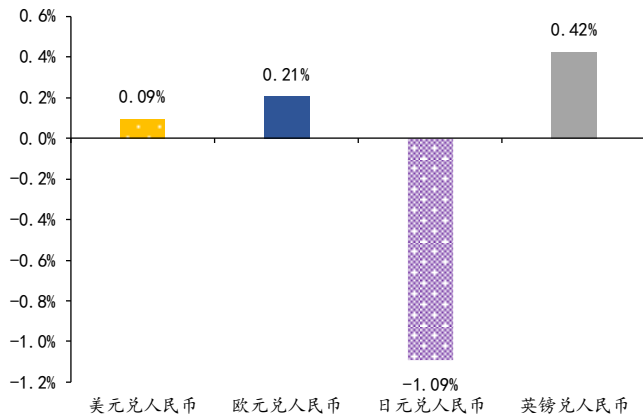


来源: Wind, 国金证券研究所

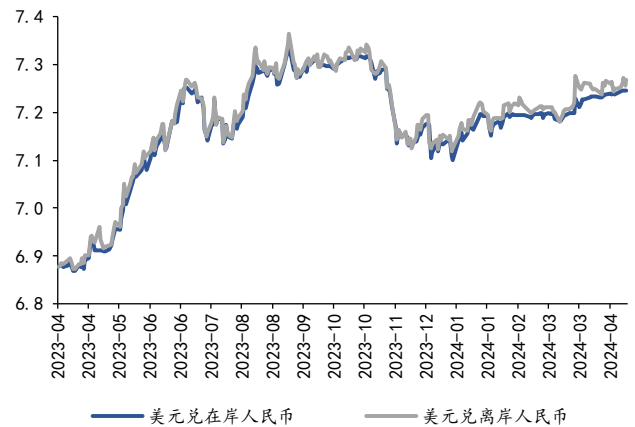
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元、欧元和英镑贬值。美元兑人民币升值 0.09%，欧元兑人民币升值 0.21%，日元兑人民币贬值 1.09%，英镑兑人民币升值 0.42%。

图表47：当周，人民币兑美元、欧元和英镑贬值



图表48：当周，美元兑人民币升值



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪：有色涨跌分化，原油全线上涨

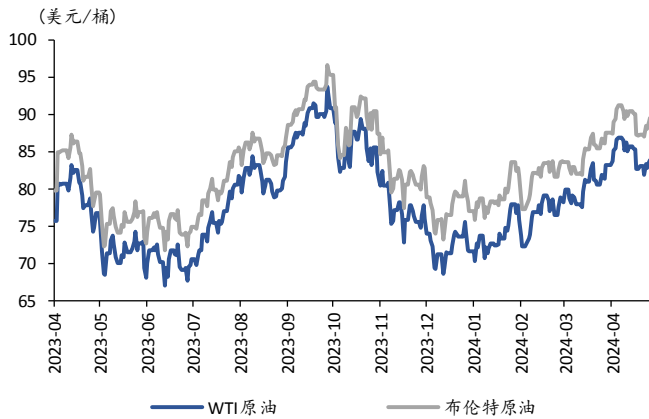
本周大宗商品涨跌分化，有色涨跌分化，贵金属全线下跌，黑色全线上涨，农产品涨跌分化，原油全线上涨。玻璃价格上涨 5.19%，铁矿石价格上涨 1.55%至 885 元/吨，焦煤价格上涨 0.83%至 1818 元/吨，螺纹钢价格上涨 0.27%至 3685 元/吨；WTI 原油价格上涨 0.85%至 83.85 美元/桶，布伦特原油价格上涨 2.53%至 89.5 美元/桶。

图表49：当周，有色涨跌分化，原油全线上涨

类别	品种	2024-04-26	2024-04-19	2024-04-12	2024-04-05	2024-03-29
原油	WTI原油	0.85%	-2.94%	-1.44%	4.50%	3.15%
	布伦特原油	2.53%	-3.49%	-0.79%	4.22%	2.40%
贵金属	COMEX黄金	-2.79%	2.40%	0.67%	4.20%	3.23%
	COMEX银	-3.85%	-0.32%	3.27%	10.44%	0.65%
有色	LME铜	0.84%	3.18%	2.28%	5.47%	-0.23%
	LME铝	-1.70%	6.39%	2.59%	5.28%	0.68%
	LME镍	-0.94%	6.94%	1.72%	5.83%	-3.63%
	LME锌	0.92%	0.18%	7.91%	8.01%	-2.25%
黑色	玻璃	5.19%	0.20%	2.32%	-0.34%	-3.92%
	焦煤	0.83%	5.47%	16.14%	-1.08%	-10.69%
	沥青	0.43%	-1.80%	0.37%	2.64%	0.27%
	铁矿石	1.55%	3.26%	12.62%	1.22%	-12.32%
	螺纹钢	0.27%	1.30%	4.76%	1.49%	-5.54%
农产品	生猪	-2.75%	1.59%	18.68%	0.27%	-3.44%
	棉花	-0.60%	-3.24%	0.65%	1.03%	1.20%
	豆粕	0.98%	0.84%	0.97%	1.11%	-1.78%
	豆油	2.39%	-2.69%	-3.31%	1.51%	-0.97%

来源：Wind，国金证券研究所

图表50: WTI 原油和布伦特原油全线上涨



图表51: 当周, 焦煤价格上涨 0.83%, 玻璃上涨 5.19%

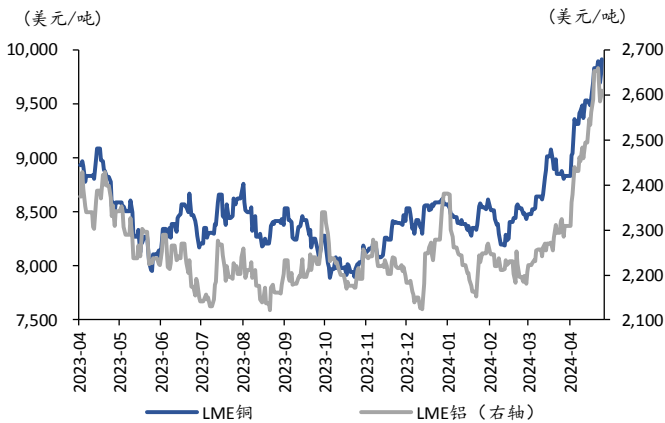


来源: Wind, 国金证券研究所

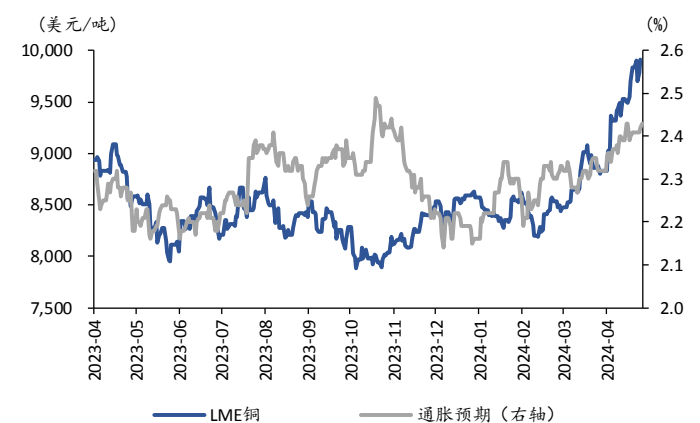
来源: Wind, 国金证券研究所

有色涨跌分化。LME 铜价格上涨 0.84% 至 9784 美元/吨, LME 铝价格下跌 1.7% 至 2598 美元/吨。通胀预期升至 2.43%。COMEX 黄金下跌 2.79% 至 2332.9 美元/盎司。COMEX 银下跌 3.85% 至 27.13 美元/盎司。10Y 美债实际收益率升至 2.24%。

图表52: 当周, 铜价格上涨 0.84%, 铝价格下跌 1.7%



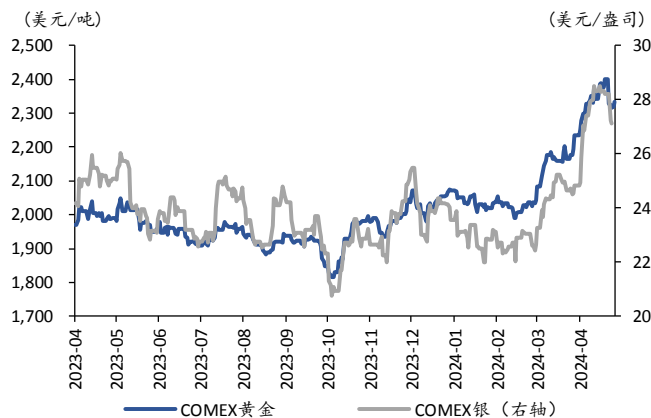
图表53: 当周, 通胀预期升至 2.43%



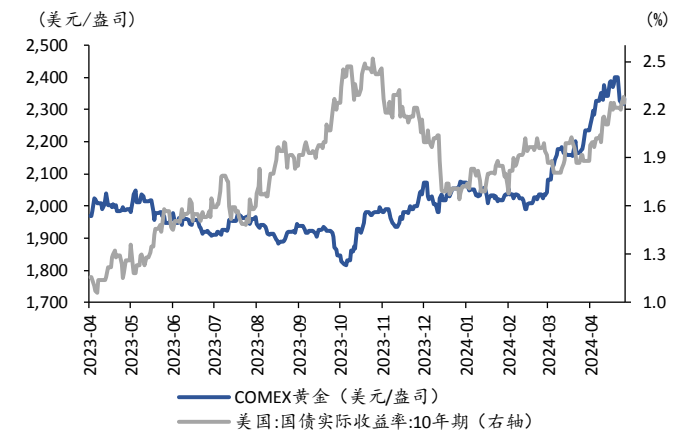
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 黄金下跌 2.79%, 银下跌 3.85%



图表55: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 2.24%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806