

# 大类资产周报第 26 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

## 原油价格，何时止跌？

4月6日以来，WTI原油、布油快速回调，已分别下跌10.0%、9.2%。油价快速调整的原因、后市展望？供参考。

### 热点思考：原油价格，何时止跌？

#### 一问：近期，原油市场的新变化？美油补库超预期、地缘局势缓和，油价快速回调

年初以来，原油价格宽幅震荡；4月前油价的上涨，主因减产超预期、海外经济韧性和地缘局势升温等。1月1日至4月5日，布油大涨18.3%的原因：第一，OPEC+3月超预期将减产延迟到6月底；第二，全球制造业PMI回升至4月的50.3、连续4个月站上荣枯线；第三，伊朗与以色列冲突一度明显升温；第四，期货市场的交易行为也有扰动。

4月以来油价回调，则受美油补库超预期、美国经济疲态显现、地缘局势缓和等共同影响。4月6日以来，布油快速回调9.2%的原因：第一，年初至今，美国商业原油库存持续回补，由4.3亿桶增至4.6亿桶。第二，4月以来美国经济表现不佳，制造业、非制造业PMI双双跌破荣枯线。第三，近期地缘局势缓和，也导致对原油的供给担忧有所降温。

#### 二问：短期，利空因素会否消退？需求端美国经济仍有韧性，供给端OPEC减产有望延续

需求端，美国经济仍有较强韧性，叠加出行旺季汽油消费的季节性增长，原油需求或有支撑。第一，当下美国仍处于补库阶段，后续补库或仍有提振作用。第二，4月23日，美国新通过了950亿美元的援助法案，2024年美国财政支出或超预期。此外，随着气温回升，海外出行旺季即将来临，成品油消费或将有季节性改善。

供给端，OPEC+挺价意愿强烈，6月会议上减产或有望得到延续。随着美国库存井的不断消耗，美油增加供给能力受明显约束。当下，美油剩余产能有限，或强化OPEC+的挺价意愿与能力。短期，伊拉克和哈萨克斯坦或将从4-5月开始削减产量，作为对年初以来增产部分的补偿；而沙特等主导下，6月会议上OPEC+的减产或也有望得到延续。

#### 三问：中期，油价有哪些“隐忧”？“特朗普交易”或提前开启，约束油价的反弹空间

历史回溯来看，美国的“选举交易”或从10月开启，但本轮或相对提前。2020年的“拜登交易”始于10月，彼时拜登领先优势达到7.2个百分点；选情渐趋明朗后，铜油价格共振上涨，新能源指数也在四季度大涨42%。本轮中，特朗普与拜登均已锁定初选席位，施政纲领也为市场熟知；如特朗普民调优势进一步扩大，“特朗普交易”或提前开启。本轮“特朗普交易”中，拜登任内关于气候能源等领域措施的撤销担忧，或是油价反弹的“悬顶之剑”。如特朗普成功当选，他或将再次退出《巴黎气候协定》、禁止ESG投资、撤销拜登政府实施的环保法规，并加快授予石油、天然气钻探许可证，鼓励旧能源生产，限制新能源发展。这一系列的措施，或将约束近期油价潜在的“反弹空间”。

### 周度回顾：权益市场多数上行，贵金属全线上涨（2024/05/06-2024/05/10）

**股票市场：**发达市场股指多数上涨，新兴市场股指走势分化。发达市场中，德国DAX上涨4.3%，法国CAC40上涨3.3%，恒生指数上涨2.6%；新兴市场中，南非富时综指上涨2.66%，韩国综合指数上涨1.91%，上证指数上涨1.6%。

**债券市场：**发达国家10年期国债收益率走势分化。美国10年期国债收益率相对稳定，仍然为4.5%，德国下行7bp至2.48%，法国上行2.8bp至3.02%，英国下行10.65bp至4.21%，意大利上行6.5bp至3.86%。

**外汇市场：**美元指数上行，美元兑人民币贬值。美元指数上行0.23%至105.33，欧元兑美元升值0.07%，英镑兑美元贬值0.16%，日元兑美元贬值1.8%；美元兑人民币贬值0.22%，离岸、在岸人民币分别为7.2256、7.2344。

**商品市场：**贵金属全线上涨，有色多数下跌。COMEX黄金价格上涨2.86%至2366.9美元/盎司，COMEX银价格上涨3.47%至28.31美元/盎司，LME铜价格上涨0.03%至10062美元/吨，LME锌价格下跌0.18%至2944美元/吨。

### 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：原油价格，何时止跌？	5
一问：近期，原油市场的新变化？美油补库超预期、地缘局势缓和，油价快速回调	5
二问：短期，利空因素会否消退？需求端美国经济仍有韧性，供给端 OPEC 减产有望延续	7
三问：中期，油价有哪些“隐忧”？“特朗普交易”或提前开启，约束油价的反弹空间	9
二、大类资产高频跟踪（2024/05/06-2024/05/10）	12
（一）权益市场跟踪：发达市场股指多数上涨，新兴市场股指走势分化	12
（二）债券市场跟踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化	14
（三）外汇市场跟踪：美元指数上行，其他货币兑美元走势分化	14
（四）大宗商品市场跟踪：贵金属全线上涨，有色多数下跌	16
风险提示	17

## 图表目录

图表 1：年初以来，原油价格先涨后跌	5
图表 2：4 月 6 日以来，原油价格快速调整	5
图表 3：OPEC+ 将去年的减产计划延长至 6 月底	5
图表 4：全球制造业 PMI 站上荣枯线	5
图表 5：经霍尔木兹输出的油气占全球消费量超 2 成	6
图表 6：年初以来，期货市场的做多情绪也在升温	6
图表 7：年初以来，美国商业原油库存快速回补	6
图表 8：4 月，美国制造业、非制造业 PMI 双双下行	6
图表 9：花旗美国经济意外指数近期快速回落	6
图表 10：4 月中旬以来，地缘局势也有一定缓和	6
图表 11：全球需求改善领先美国出口增速	7
图表 12：一季度美国处于去库尾声，补库早期	7
图表 13：2024 财政支出上涨，对 GDP 贡献仍可能扩张	7
图表 14：美国车用汽油的表观消费量有季节性趋势	7
图表 15：拜登就任后，美国页岩油钻井许可明显减少	8
图表 16：当下，美国库存井已处历史相对低位	8
图表 17：过往，OPEC+ 减产往往伴随着份额的流失	8
图表 18：主要石油出口国的内部与外部均衡价格	8
图表 19：职位空缺率下行推动失业率走高	9
图表 20：二季度后，美债拍卖停止增发	9

图表 21: 前期, 美国与欧元区 6 月降息概率一度明显分化	9
图表 22: 美德利差的相对缩窄, 或导致美元暂别强势	9
图表 23: 拜登在气候领域兑现情况更好	10
图表 24: 2020 年美国大选的民调支持率	10
图表 25: 2020 年四季度, 铜油价格共振上涨	10
图表 26: 拜登交易相关的标的有明显超额收益率	10
图表 27: 主要民调机构更偏向于民主党	11
图表 28: 2016 年至今, 民调机构普遍有利于民主党	11
图表 29: 特朗普领先优势相对较大	11
图表 30: 特朗普民调被低估程度更高	11
图表 31: 2016 年, 特朗普更关注经济、移民等问题	11
图表 32: 今年特朗普政策或更关注对内改革、对外贸易	11
图表 33: 若特朗普当选, 或首先撤销拜登推出的政策	12
图表 34: 美国以充电桩为代表的新能源基建已大幅扩张	12
图表 35: 当周, 发达市场股指多数上涨	13
图表 36: 当周, 新兴市场股指走势分化	13
图表 37: 当周, 美国标普 500 行业全线上涨	13
图表 38: 当周, 欧元区行业全线上涨	13
图表 39: 当周, 恒生指数多数上涨	13
图表 40: 当周, 行业方面全线上涨	13
图表 41: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率走势分化	14
图表 42: 当周, 10Y 收益率美英德多数下行	14
图表 43: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化	14
图表 44: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行	14
图表 45: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化	15
图表 46: 当周, 英镑兑美元下行、欧元兑美元上行	15
图表 47: 当周, 主要新兴市场兑美元多数贬值	15
图表 48: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元	15
图表 49: 当周, 人民币兑美元、欧元和英镑升值	15
图表 50: 当周, 美元兑人民币贬值	15
图表 51: 当周, 贵金属全线上涨, 有色多数下跌	16
图表 52: WTI 原油上涨, 布伦特原油下跌	16
图表 53: 当周, 焦煤价格下跌 2.91%, 玻璃上涨 5.28%	16
图表 54: 当周, 铜价格上涨 0.03%, 铝价格下跌 0.18%	17
图表 55: 当周, 通胀预期下降至 2.34%	17

图表 56: 当周, 黄金上涨 2.86%, 银上涨 3.47%.....	17
图表 57: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 2.16%.....	17

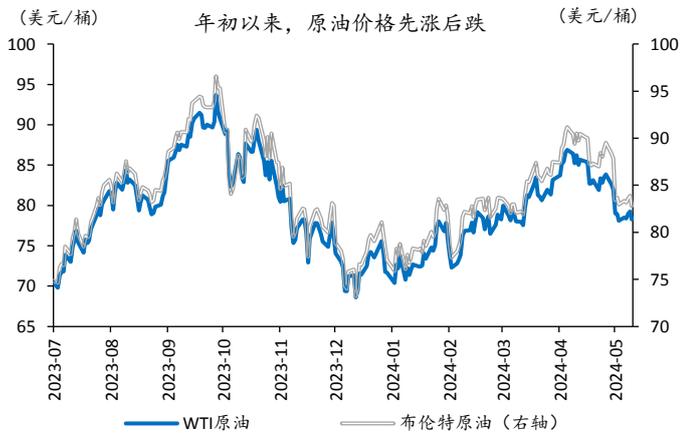
4月6日以来，WTI原油、布油快速回调，已分别下跌10.0%、9.2%。油价快速调整的原因、后市展望？本文分析，可供参考。

## 一、热点思考：原油价格，何时止跌？

一问：近期，原油市场的新变化？美油补库超预期、地缘局势缓和，油价快速回调

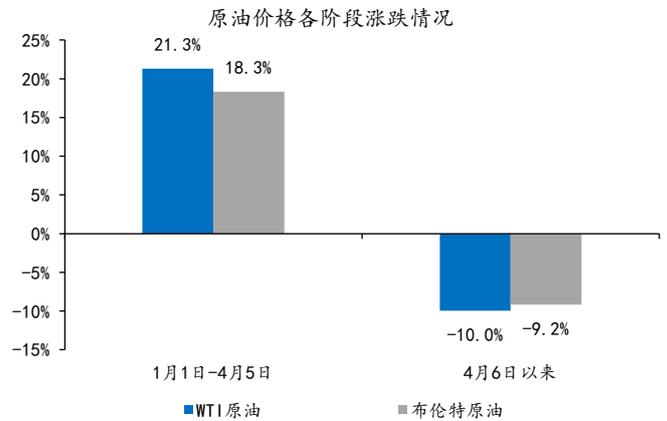
年初以来，原油价格先涨后跌、宽幅震荡。具体来看，油价走势大致可以分为两个阶段：第一阶段，1月1日至4月5日，原油价格大幅上涨；WTI原油从年初的70.4美元/桶上涨21.3%至86.9美元/桶，布伦特原油也由75.9美元/桶上涨18.3%至91.2美元/桶。第二阶段，4月6日以来，原油价格快速调整；WTI原油下跌10.0%至78.3美元/桶，布伦特原油也下跌9.2%至82.8美元/桶。

图表1：年初以来，原油价格先涨后跌



来源：Wind，国金证券研究所

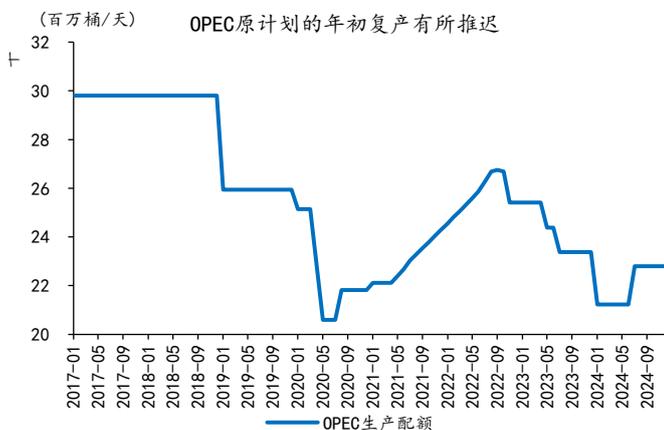
图表2：4月6日以来，原油价格快速调整



来源：Wind，国金证券研究所

1月1日至4月5日，油价的上涨，主因减产超预期、海外经济韧性和地缘局势升温等，此外，期货市场的持续做多也有一定影响。第一，OPEC+3月超预期将减产延迟到6月底，从供给端形成支撑。第二，2023年下半年以来，全球制造业触底回升，全球制造业PMI由2023年7月的48.6回升至2024年4月的50.3，近四个月连续站上荣枯线。第三，中东地缘局势仍较为焦灼，伊朗与以色列冲突的加剧一度引发市场对占全球二成以上波斯湾原油供给的担忧。第四，市场的做多情绪也逐渐升温，截至4月9日，美油非商业多头头寸一度由年初的34万张升至40万张，净多头的历史分位数升至77.8%。

图表3：OPEC+将去年的减产计划延长至6月底



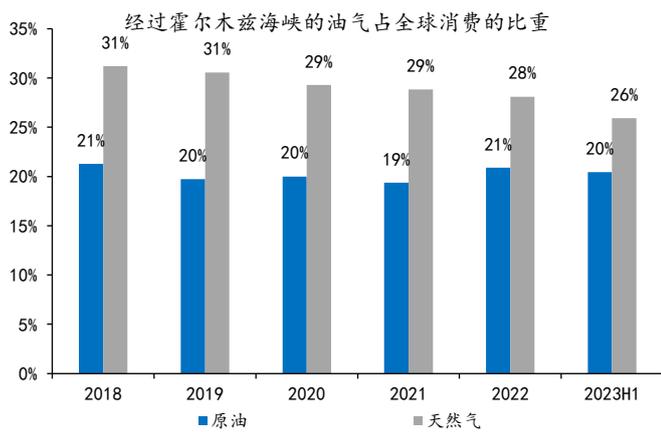
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：全球制造业PMI站上荣枯线



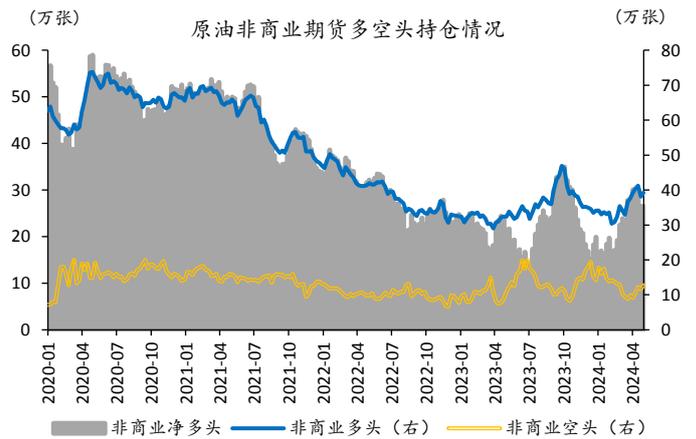
来源：Wind，国金证券研究所

图表5: 经霍尔木兹输出的油气占全球消费量超2成



来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 年初以来, 期货市场的做多情绪也在升温



来源: Wind, 国金证券研究所

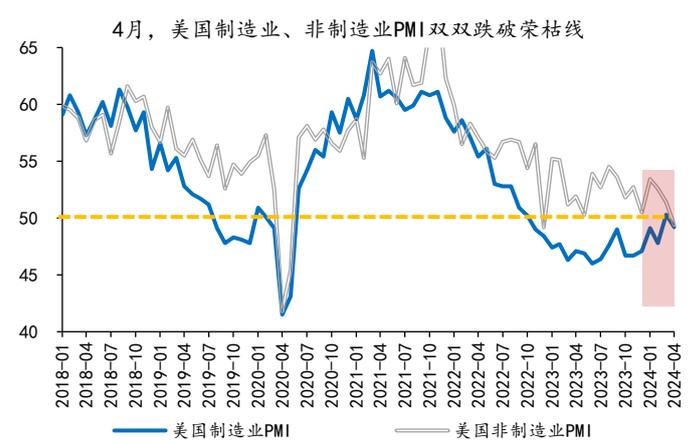
4月6日以来油价的回调, 则受美油补库超预期、美国经济疲态显现、地缘局势缓和等多方利空因素的共同影响。第一, 美国商业原油补库超预期, 截至5月8日, 美国商业原油库存持续回补, 由4.3亿桶增至4.6亿桶。第二, 4月以来, 美国经济表现欠佳, 在制造业PMI、非制造业PMI数据双双跌破荣枯线, 非农数据低预期的拖累下, 花旗经济超预期指数大幅下行。第三, 从VIX和债市隐含波动率来看, 近期地缘局势缓和, 也导致对原油的供给担忧有所降温。

图表7: 年初以来, 美国商业原油库存快速回补



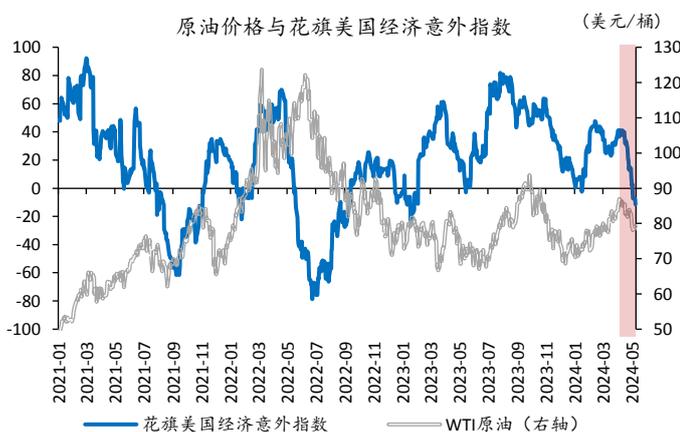
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 4月, 美国制造业、非制造业PMI双双下行



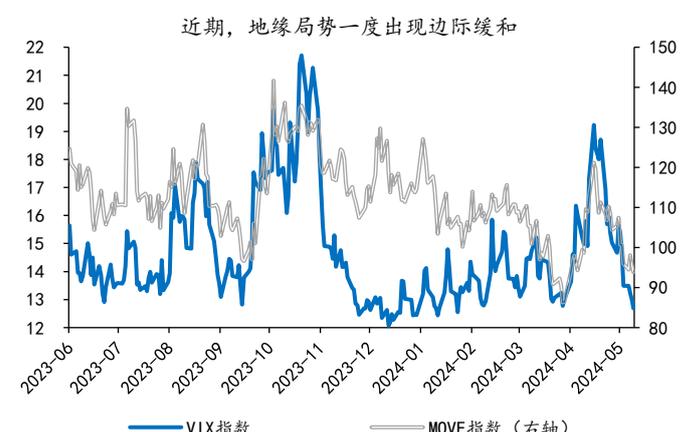
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 花旗美国经济意外指数近期快速回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 4月中旬以来, 地缘局势也有一定缓和



来源: Wind, 国金证券研究所

二问：短期，利空因素会否消退？需求端美国经济仍有韧性，供给端 OPEC 减产有望延续

需求端，美国经济仍有较强韧性，叠加出行旺季汽油消费的季节性增长，原油需求或有支撑。第一，前期净出口是美国经济的拖累之一，当前出口虽处于低位，但巴西、墨西哥等经济体已提前降息，2023 年年中以来，全球需求已开启回升。第二，当下美国正处于补库阶段，后续补库或仍有提振作用。第三，根据正式拨款法案，2024 财政支出总额或由去年的 6.1 万亿美元升至 6.6 万亿美元，考虑到 4 月 23 日，美国新通过了 950 亿美元的援助法案，综合来看，2024 全年美国财政支出或将超出市场预期。此外，随着气温的回升，海外出行旺季即将来临，成品油消费或也将有季节性改善。

图表11：全球需求改善领先美国出口增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：一季度美国处于去库尾声，补库早期



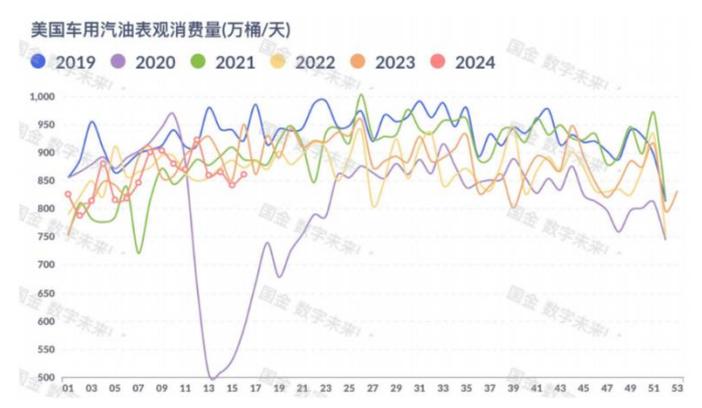
来源：Wind，国金证券研究所

图表13：2024 财政支出上涨，对 GDP 贡献仍可能扩张



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：美国车用汽油的表观消费量有季节性趋势



来源：EIA，国金证券数字未来实验室，国金证券研究所

供给端，OPEC+挺价意愿强烈，伊拉克和哈萨克斯坦承诺对此前的超产做出额外的供应削减，6 月 OPEC+的减产或有望得到延续。拜登就任后，对钻井许可证的减少发放如同“自缚双臂”，当下，随着美国库存井的不断消耗，美油增加供给的能力明显受到约束。过往，OPEC+的减产往往以份额的流失为代价，而本轮中美油剩余产能有限，或强化 OPEC+挺价的意愿与能力。短期，伊拉克和哈萨克斯坦或将从 4-5 月开始削减产量，作为对年初以来增产部分的补偿；而沙特等主导下，6 月 OPEC+的减产或也有望得到延续。

图表15: 拜登就任后, 美国页岩油钻井许可明显减少

图表16: 当下, 美国库存井已处历史相对低位



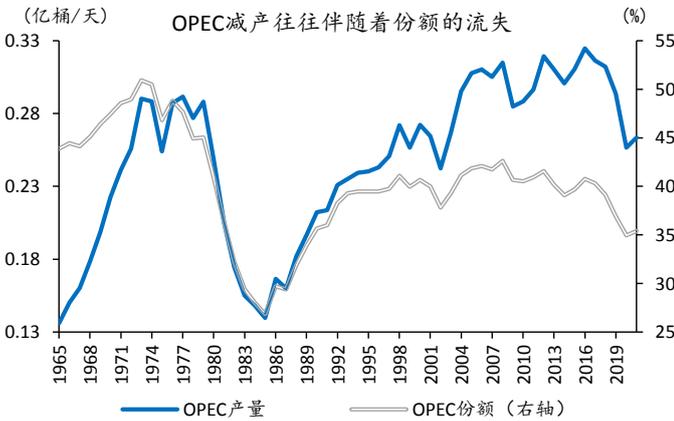
来源: Wind, 国金证券研究所



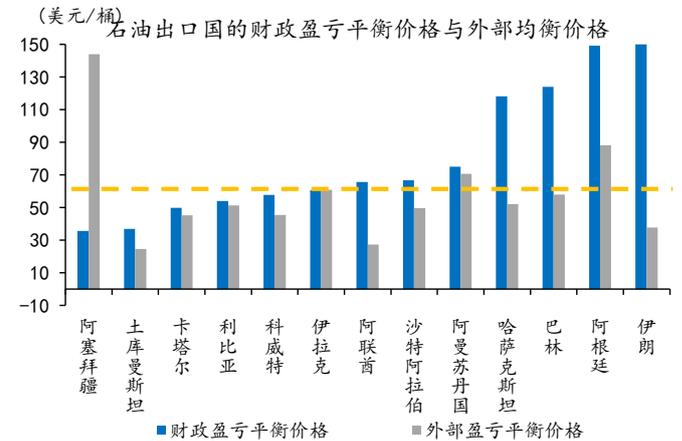
来源: EIA, 国金证券研究所

图表17: 过往, OPEC+减产往往伴随着份额的流失

图表18: 主要石油出口国的内部与外部均衡价格



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

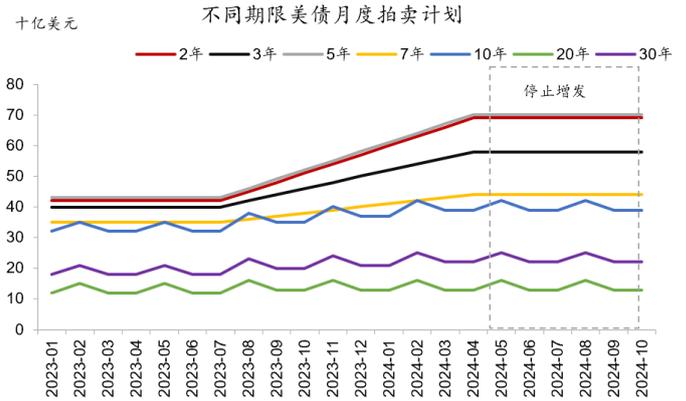
估值端, 美元指数、美债收益率的强势或有缓和, 对原油价格也构成一定利好。一方面, 劳动力市场的缓和, 美国4月新增非农就业人数17.5万, 大幅低于预期的24.3万, 为2023年11月以来最低增幅; 5月4日当周初请失业金人数也超预期, 创去年8月以来新高。另一方面, 美债供给冲击的担忧也有所消退, 今年四月, 财政部完成本轮美债拍卖最后一次增发, 5月开始, 各期限国债将暂停增加拍卖规模, 每月拍卖额维持在已有水平不变。前期降息预期的不断推移下美债收益率走高、美元走强, 向后看, 二者从估值端对油价的压制, 或也将有所缓和。

图表19: 职位空缺率下行推动失业率走高



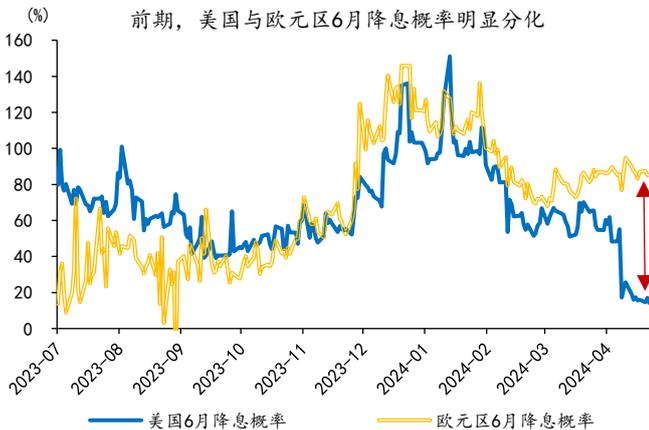
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表20: 二季度后, 美债拍卖停止增发



来源: US Department of the Treasury, 国金证券研究所

图表21: 前期, 美国与欧元区6月降息概率一度明显分化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美德利差的相对缩窄, 或导致美元暂别强势

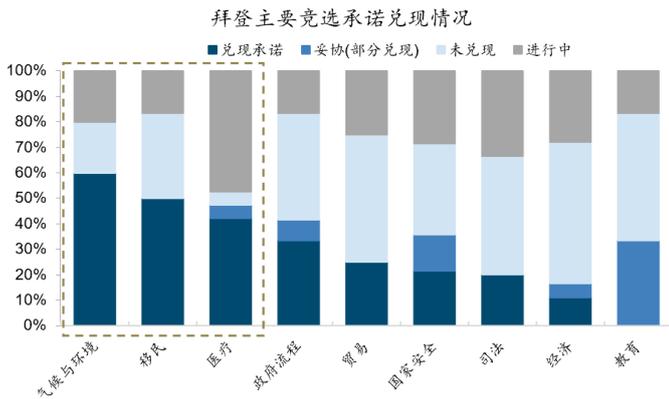


来源: Wind, 国金证券研究所

### 三问: 中期, 油价有哪些“隐忧”? “特朗普交易”或提前开启, 约束油价的反弹空间

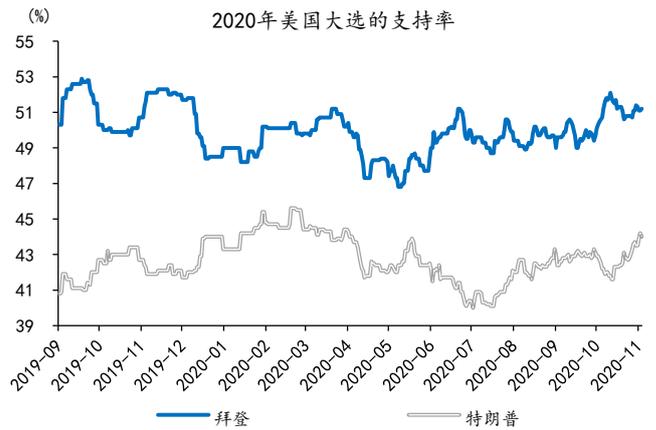
历史回溯来看, 美国的“选举交易”或从10月左右开启。从2020年大选来看, 拜登的民调支持率优势在6月开始逐步扩大, 10月领先优势达到约7.2个百分点。彼时, 拜登与特朗普的政策在气候与能源领域有明显分歧, 拜登支持新能源的使用, 利好铜的需求; 而特朗普支持页岩油的开发, 对油价会有一定压制。拜登领先的选情渐趋明朗后, 铜油价格在10月开始共振上涨, 权益市场的新能源指数也在10月1日-12月31日间大涨42.0%。同样的, 由于对大麻管制态度的差异, 美国大麻股指数也一度在2020年4季度大涨58.6%。

图表23: 拜登在气候领域兑现情况更好



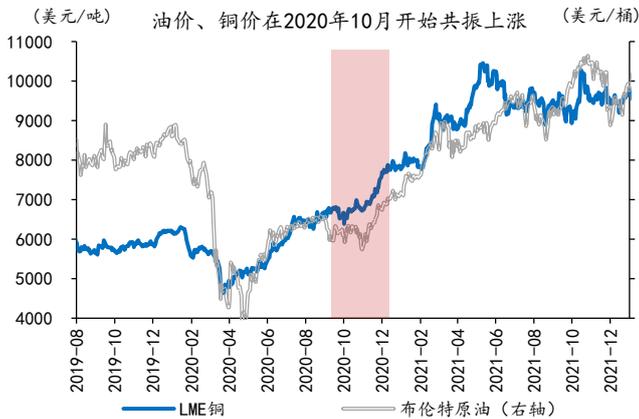
来源: Politifact, 国金证券研究所

图表24: 2020年美国大选的民调支持率



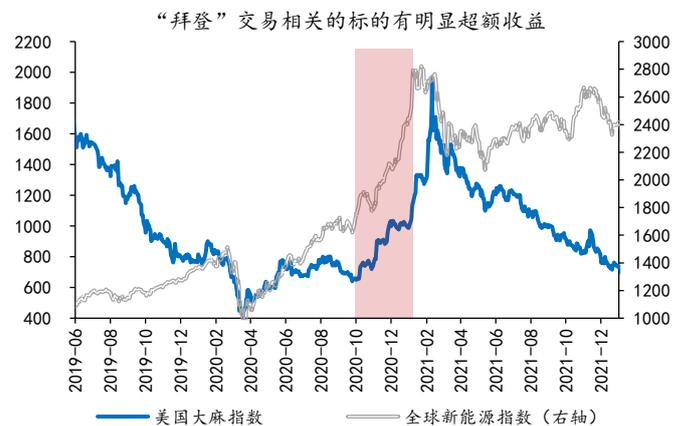
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表25: 2020年四季度, 铜油价格共振上涨



来源: Bloomberg、国金证券研究所

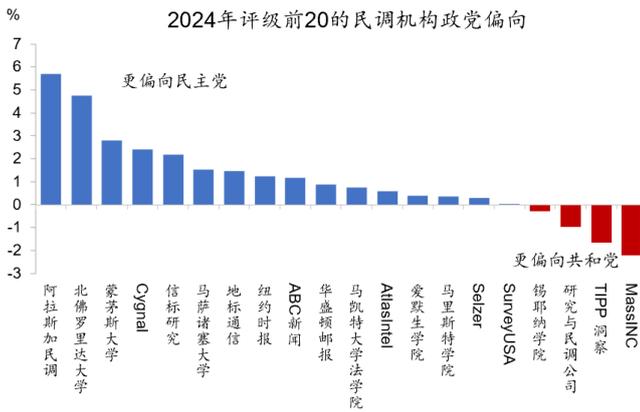
图表26: 拜登交易相关的标的有明显超额收益率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

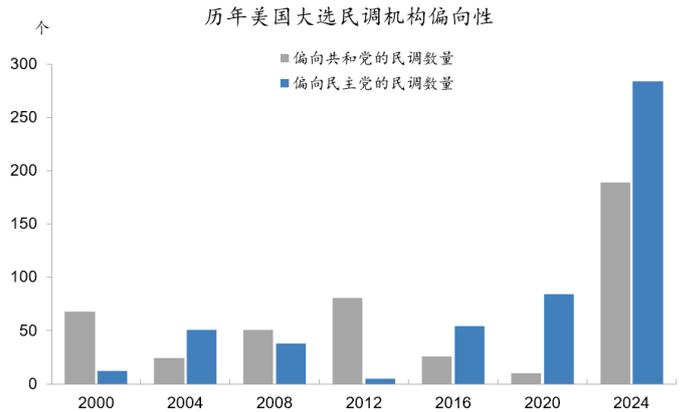
相较 2020 年, 今年特朗普与拜登均已提前锁定初选席位, 施政纲领也为市场熟知; 当前特朗普相对占优, 如民调优势进一步扩大, “特朗普交易”或提前开启。2020 年大选中, 初次参选的拜登施政纲领直至年终初选落定后才得到市场的广泛研究; 而此轮中, 分别锁定民主党、共和党席位的二人均有过总统执政经历、政策也已为市场所熟知。当下, 特朗普在民调中优势已扩大至 1.3 个百分点, 而民调机构普遍偏向民主党, 或指向特朗普领先优势被低估; 过去两次大选中, 竞选早期, 特朗普民调平均被低估 2.8 个点。如特朗普民调领先优势进一步扩大, 今年的“特朗普交易”或将较过往提前开始。

图表27: 主要民调机构更偏向于民主党



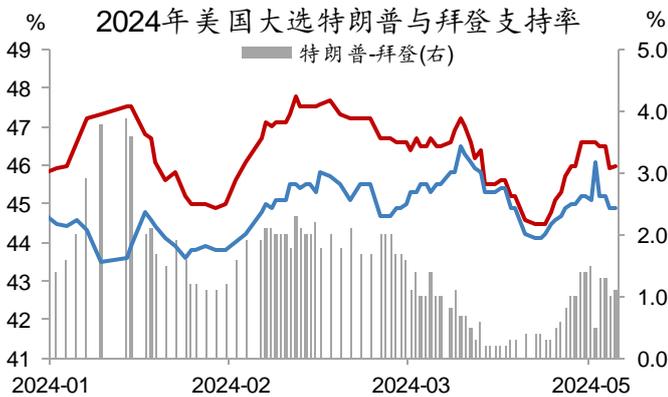
来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

图表28: 2016 至今, 民调机构普遍有利于民主党



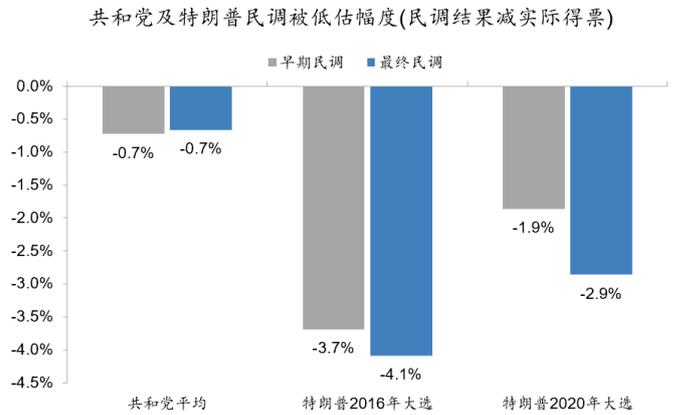
来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

图表29: 特朗普领先优势相对较大



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

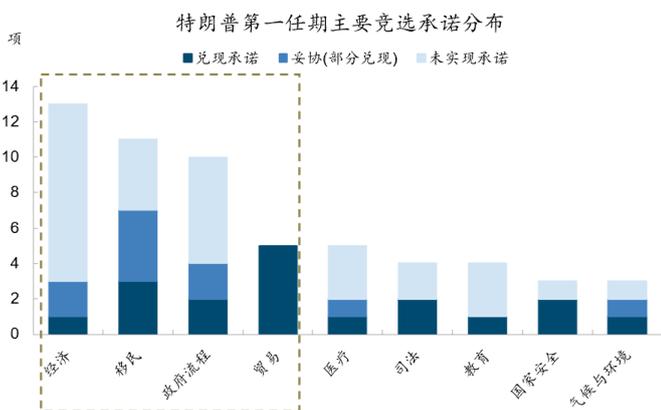
图表30: 特朗普民调被低估程度更高



来源: FiveThirtyEight、国金证券研究所

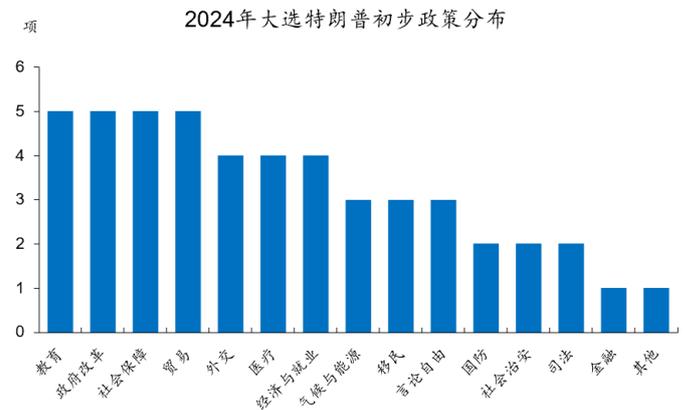
本轮“特朗普交易”中, 拜登任内关于气候能源等领域措施的撤销担忧, 或是油价反弹的“悬顶之剑”。如特朗普成功当选, 在气候及能源领域, 他或再次退出《巴黎气候协定》、禁止 ESG 投资、撤销拜登政府实施的环保法规, 并加快授予石油、天然气钻探许可证, 鼓励旧能源生产, 限制新能源发展。这一系列的措施, 对铜、油价格或将形成明显利空, 或也将约束近期油价潜在的“反弹空间”。

图表31: 2016 年, 特朗普更关注经济、移民等问题



来源: Washington post、国金证券研究所

图表32: 今年特朗普政策或更关注对内改革、对外贸易

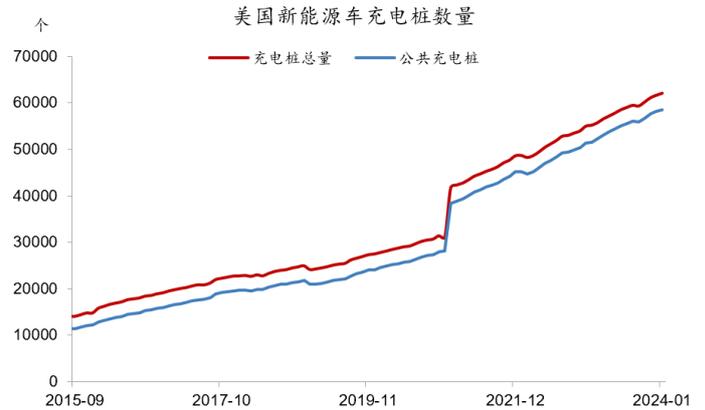


来源: Trump Agenda、国金证券研究所

图表33: 若特朗普当选, 或首先撤销拜登推出的政策

领域	特朗普2024年大选初步拟定政策措施	拜登政府现行措施
气候与能源	禁止ESG投资	拜登允许退休金管理在选择投资时考虑ESG标准
	加快授予美国石油和天然气生产联邦钻探许可证	拜登采取了限制钻探的措施
	再次退出《巴黎气候协定》	拜登任内重新加入《巴黎气候协定》
	再次实现能源独立, 取消民主党实施的阻碍能源生产的法规	推动新能源发展, 推翻特朗普时代的多项环保法规
经济	结束拜登的郊区公共住房计划	2023年, 拜登推出公平住房计划, 在郊区修建公寓楼
移民	重新实施严格的移民控制措施, 考虑终止非法移民子女公民身份, 禁止非法外国人获取福利保障	缩减特朗普政府的移民执法行动
外交	和平结束乌克兰战争, 不支持援助乌克兰	同样希望结束俄乌战争, 但支持援助乌克兰

图表34: 美国以充电桩为代表的的新能源基建已大幅扩张



来源: White House、Trump Agenda、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:

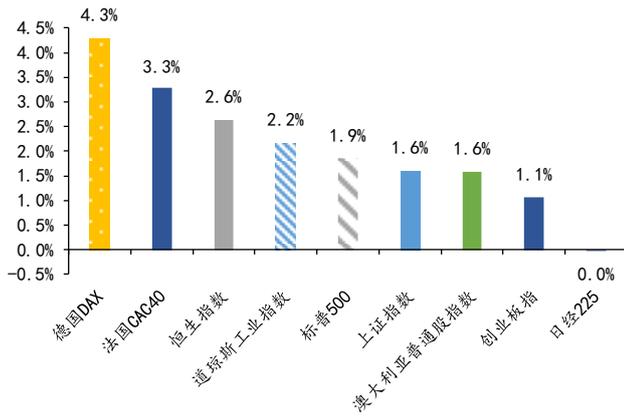
- 1) 1月1日至4月5日, 布油大涨18.3%, 背后原因: 第一, OPEC+3月超预期将减产延迟到6月底; 第二, 全球制造业PMI回升至4月的50.3、连续4个月站上荣枯线; 第三, 伊朗与以色列冲突一度明显升温; 第四, 期货市场的交易行为也有扰动。2) 近期油价回调, 则受美油补库超预期、美国经济疲态显现、地缘局势缓和等共同影响。
- 2、需求端, 美国经济仍有可能“空中加油”; 叠加出行旺季汽油消费的季节性增长, 原油需求或仍有支撑。供给端, OPEC+挺价意愿强烈, 6月会议上减产或有望得到延续。估值端, 美元指数、美债收益率的强势或有缓和, 对原油价格也构成一定利好。
- 3、历史回溯来看, 美国的“选举交易”或从10月开启。本轮中, 特朗普与拜登均已锁定初选席位, 施政纲领也为市场熟知; 如特朗普民调优势进一步扩大, “特朗普交易”或提前开启。本轮“特朗普交易”中, 拜登任内关于气候能源等领域措施的撤销担忧, 或将约束近期油价潜在的“反弹空间”。

## 二、大类资产高频跟踪 (2024/05/06-2024/05/10)

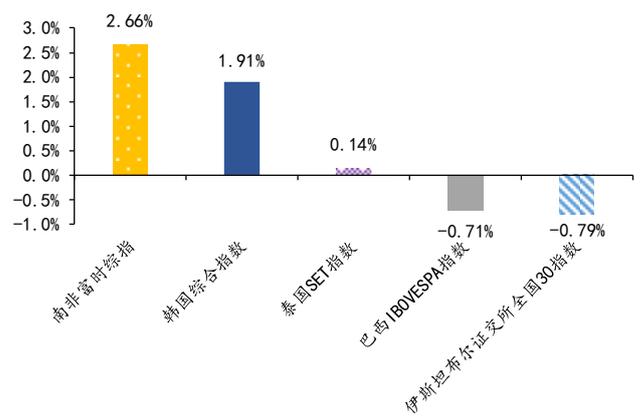
### (一) 权益市场追踪: 发达市场股指多数上涨, 新兴市场股指走势分化

发达市场股指多数上涨, 新兴市场股指走势分化。发达市场股指, 德国DAX上涨4.3%, 法国CAC40上涨3.3%, 恒生指数上涨2.6%, 道琼斯工业指数上涨2.2%, 标普500上涨1.9%; 新兴市场股指, 南非富时综指上涨2.66%, 韩国综合指数上涨1.91%, 泰国SET指数上涨0.14%, 伊斯坦布尔证交所全国30指数下跌0.79%, 巴西IBOVESPA指数下跌0.71%, 上证指数上涨1.6%。

图表35: 当周, 发达市场股指多数上涨



图表36: 当周, 新兴市场股指走势分化

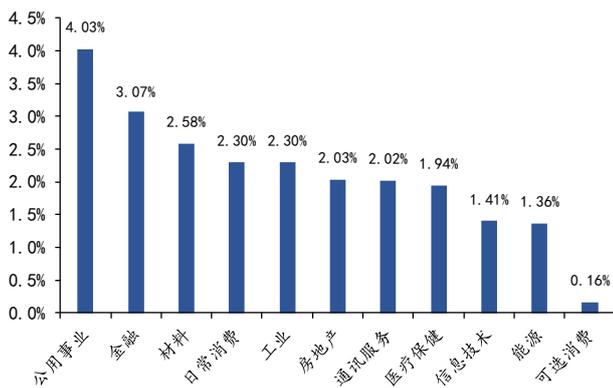


来源: Wind, 国金证券研究所

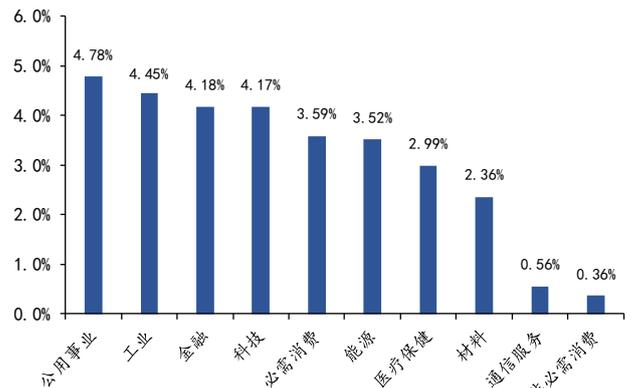
来源: Wind, 国金证券研究所

美国标普 500 行业, 公用事业上涨 4.03%, 金融上涨 3.07%, 材料上涨 2.58%, 日常消费上涨 2.3%, 工业上涨 2.3%, 房地产上涨 2.03%, 通讯服务上涨 2.02%; 欧元区行业, 公用事业上涨 4.78%, 工业上涨 4.45%, 金融上涨 4.18%, 科技上涨 4.17%, 必需消费上涨 3.59%。

图表37: 当周, 美国标普 500 行业全线上涨



图表38: 当周, 欧元区行业全线上涨

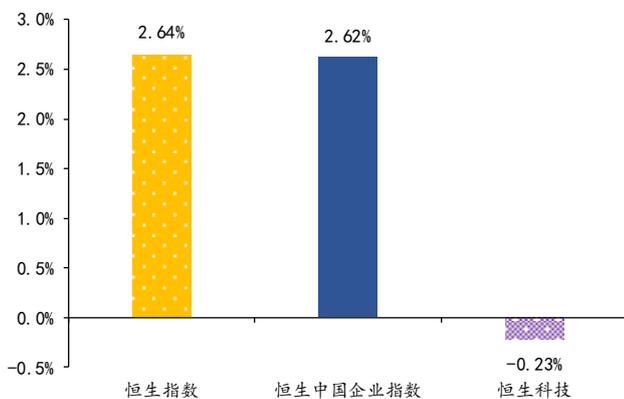


来源: Wind, 国金证券研究所

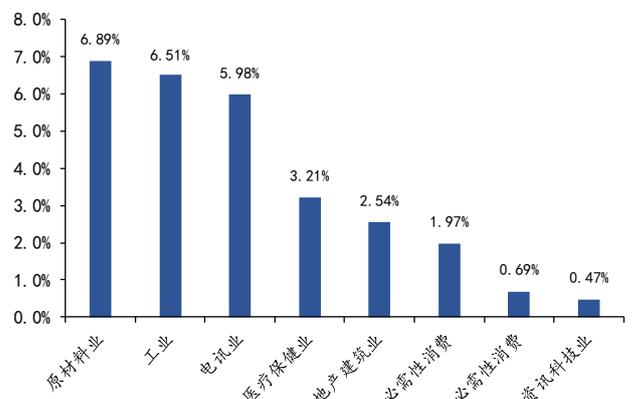
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数多数上涨, 行业方面全线上涨。恒生指数上涨 2.64%, 恒生中国企业指数上涨 2.62%, 恒生科技下跌 0.23%; 行业方面, 原材料业上涨 6.89%, 工业上涨 6.51%, 电讯业上涨 5.98%, 医疗保健业上涨 3.21%, 地产建筑业上涨 2.54%, 必需性消费上涨 1.97%。

图表39: 当周, 恒生指数多数上涨



图表40: 当周, 行业方面全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

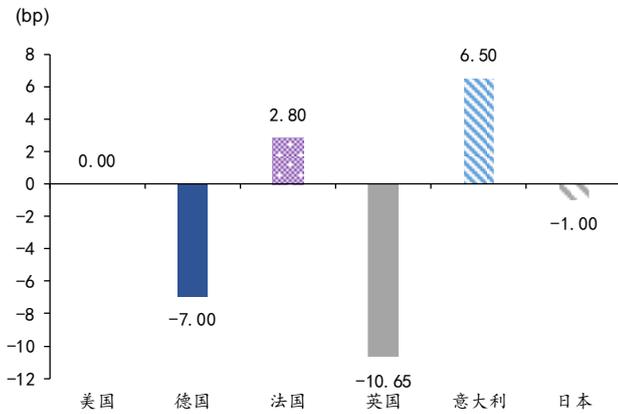
来源: Wind, 国金证券研究所

### (二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化

发达国家 10 年期国债收益率走势分化。美国 10 年期国债收益率相对稳定，仍然为 4.5%，德国 10 年期国债收益率下行 7bp 至 2.48%，法国 10 年期国债收益率上行 2.8bp 至 3.02%，英国 10 年期国债收益率下行 10.65bp 至 4.21%，意大利 10 年期国债收益率上行 6.5bp 至 3.86%，日本 10 年期国债收益率下行 1bp 至 0.9%。

图表41：当周，发达国家 10 年期国债收益率走势分化

图表42：当周，10Y 收益率美英德多数下行



来源：Wind，国金证券研究所

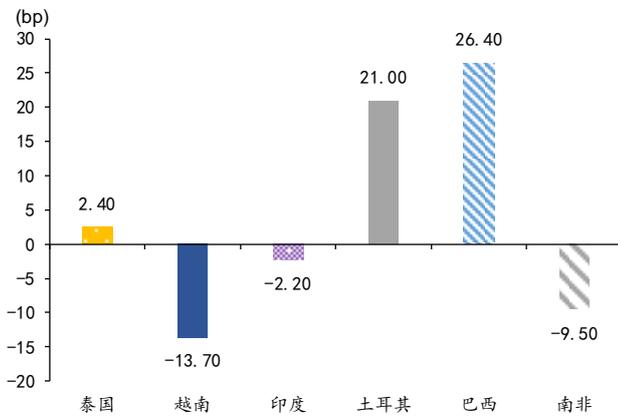


来源：Wind，国金证券研究所

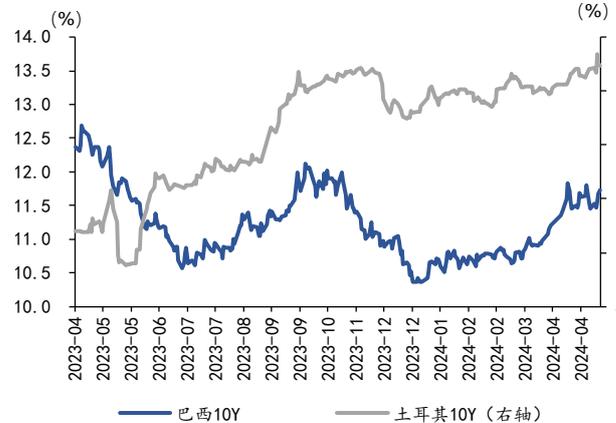
新兴市场 10 年期国债收益率走势分化。泰国上行 2.4bp 至 2.79%，越南下行 13.7bp 至 2.79%，印度下行 2.2bp 至 7.13%，土耳其上行 21bp 至 27.3%，巴西上行 26.4bp 至 11.72%，南非下行 9.5bp 至 10.77%。

图表43：当周，新兴市场 10 年期国债收益率走势分化

图表44：当周，土耳其、巴西 10Y 利率上行



来源：Wind，国金证券研究所

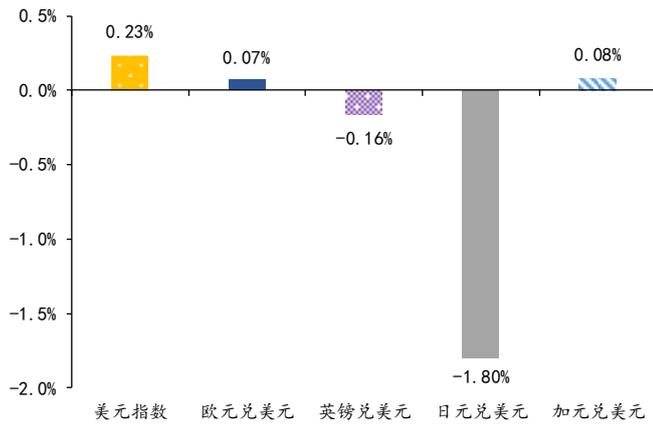


来源：Wind，国金证券研究所

### (三) 外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元走势分化

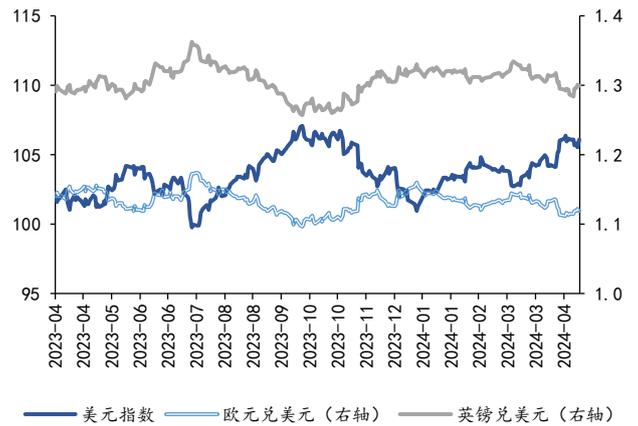
美元指数上行，其他货币兑美元走势分化。美元指数上行 0.23% 至 105.33。欧元兑美元升值 0.07%，英镑兑美元贬值 0.16%，日元兑美元贬值 1.8%，加元兑美元升值 0.08%。主要新兴市场兑美元多数贬值。土耳其里拉兑美元升值 0.16%，印尼卢比兑美元贬值 0.5%，菲律宾比索兑美元贬值 0.89%，雷亚尔兑美元贬值 1.65%，韩元兑美元贬值 1.09%。

图表45: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化



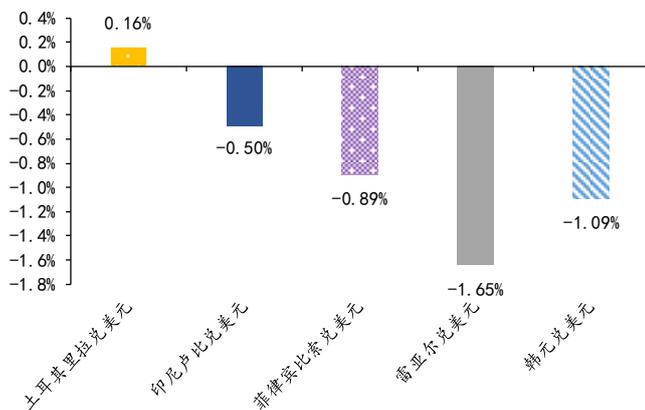
来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 当周, 英镑兑美元下行、欧元兑美元上行



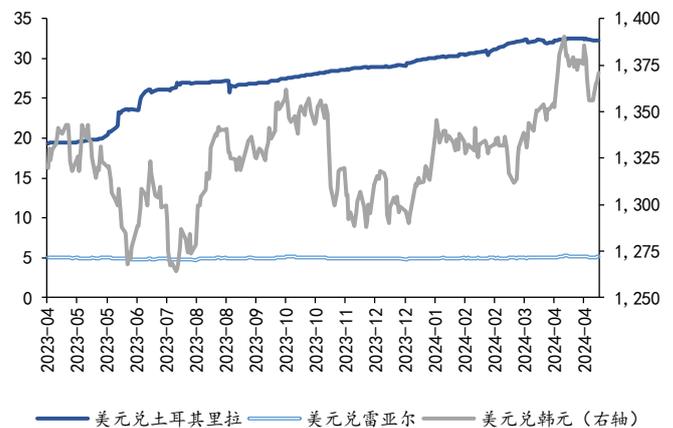
来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 当周, 主要新兴市场兑美元多数贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

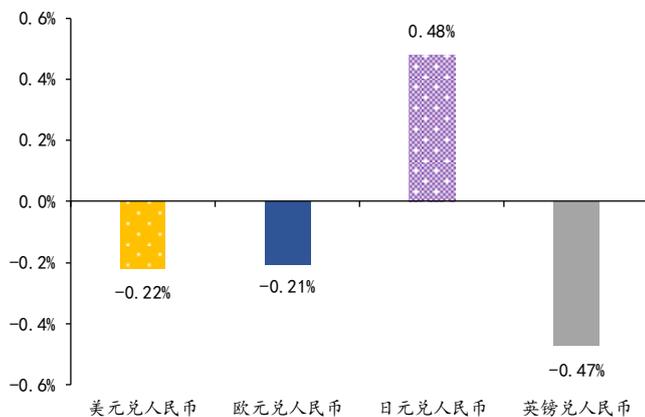
图表48: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元



来源: Wind, 国金证券研究所

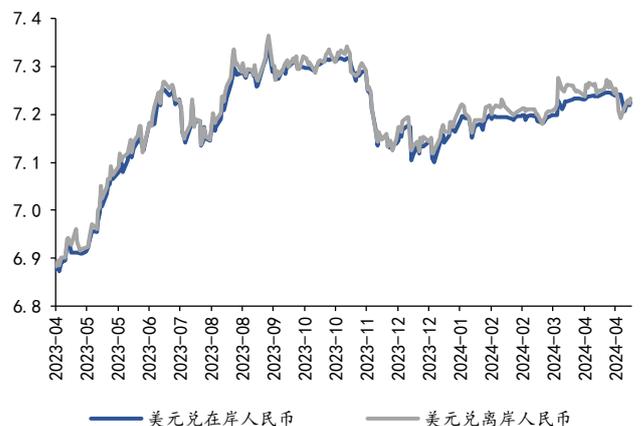
人民币兑美元、欧元和英镑升值。美元兑人民币贬值 0.22%，欧元兑人民币贬值 0.21%，日元兑人民币升值 0.48%，英镑兑人民币贬值 0.47%。

图表49: 当周, 人民币兑美元、欧元和英镑升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 当周, 美元兑人民币贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪：贵金属全线上涨，有色多数下跌

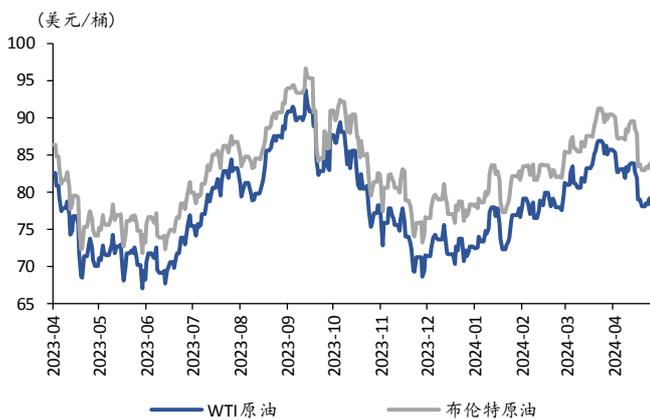
本周大宗商品涨跌分化，原油涨跌分化，贵金属全线上涨，有色多数下跌，黑色涨跌分化，农产品涨跌分化。玻璃价格上涨 5.28% 至 1614 元/吨，焦煤价格下跌 2.91% 至 1754 元/吨；WTI 原油价格上涨 0.19% 至 78.26 美元/桶，布伦特原油价格下跌 0.2% 至 82.79 美元/桶。

图表51：当周，贵金属全线上涨，有色多数下跌

类别	品种	2024-05-10	2024-05-03	2024-04-26	2024-04-19	2024-04-12
原油	WTI原油	0.19%	-6.85%	0.85%	-2.94%	-1.44%
	布伦特原油	-0.20%	-7.31%	2.53%	-3.49%	-0.79%
贵金属	COMEX黄金	2.86%	-1.37%	-2.79%	2.40%	0.67%
	COMEX银	3.47%	-2.32%	-3.85%	-0.32%	3.27%
有色	LME铜	0.03%	-1.35%	1.60%	3.18%	2.28%
	LME铝	-0.18%	-1.60%	-2.56%	6.39%	2.59%
	LME镍	-0.77%	-2.32%	0.65%	6.94%	1.72%
	LME锌	-0.87%	2.03%	0.60%	0.18%	7.91%
黑色	玻璃	5.28%	-3.04%	5.19%	0.20%	2.32%
	焦煤	-2.91%	-0.63%	0.83%	5.47%	16.14%
	沥青	-1.07%	-1.22%	0.43%	-1.80%	0.37%
	铁矿石	-0.06%	-1.19%	1.55%	3.26%	12.62%
	螺纹钢	0.16%	-0.79%	0.27%	1.30%	4.76%
农产品	生猪	4.18%	-1.84%	-2.75%	1.59%	18.68%
	棉花	-2.91%	-0.48%	-0.60%	-3.24%	0.65%
	豆粕	3.65%	0.38%	0.98%	0.84%	0.97%
	豆油	-0.76%	0.13%	2.39%	-2.69%	-3.31%

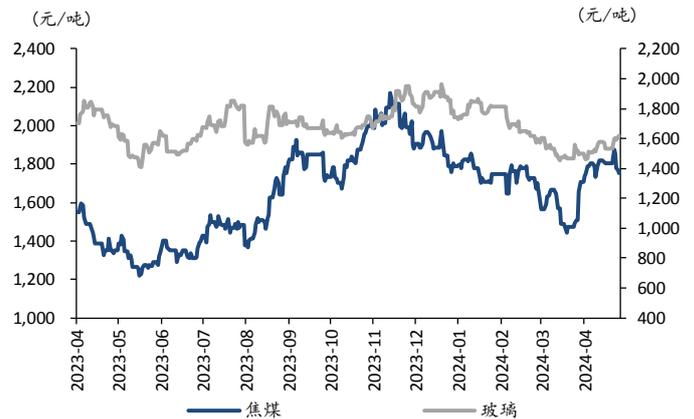
来源：Wind，国金证券研究所

图表52：WTI 原油上涨，布伦特原油下跌



来源：Wind，国金证券研究所

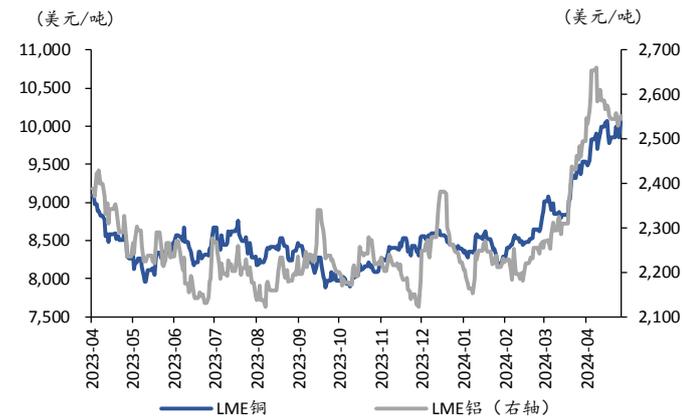
图表53：当周，焦煤价格下跌 2.91%，玻璃上涨 5.28%



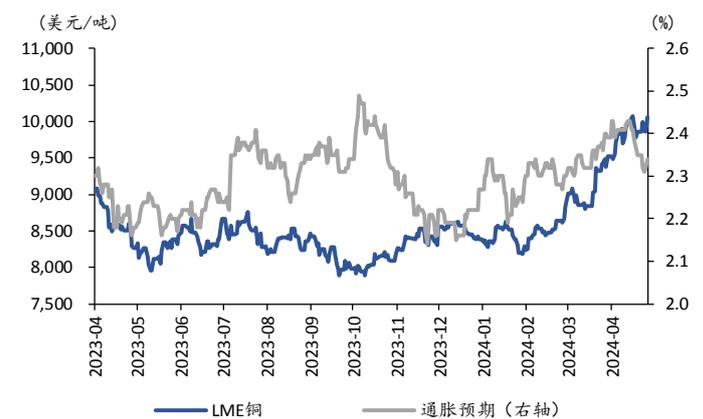
来源：Wind，国金证券研究所

有色多数下跌。LME 铜价格上涨 0.03% 至 10062 美元/吨，LME 铝价格下跌 0.18% 至 2552 美元/吨。通胀预期下降至 2.34%，COMEX 黄金价格上涨 2.86% 至 2366.9 美元/盎司，COMEX 银价格上涨 3.47% 至 28.31 美元/盎司，10Y 美债实际收益率升至 2.16%。

图表54: 当周, 铜价格上涨0.03%, 铝价格下跌0.18%



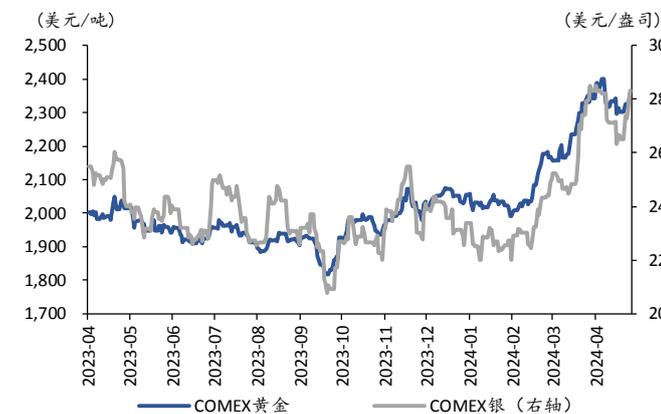
图表55: 当周, 通胀预期下降至2.34%



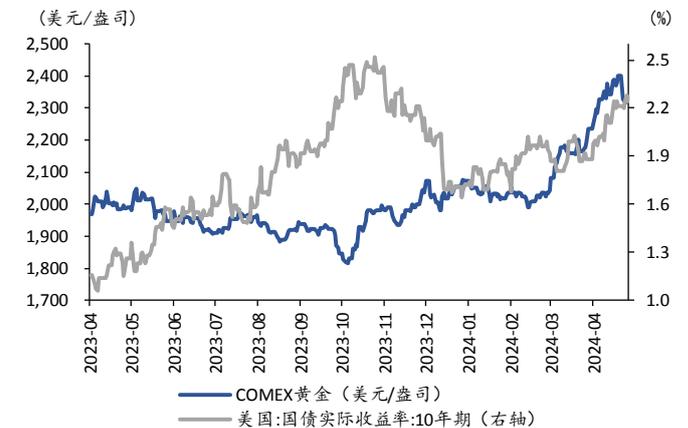
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 黄金上涨2.86%, 银上涨3.47%



图表57: 当周, 10Y美债实际收益率升至2.16%



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