

2024年06月11日

# 央行增持黄金放缓，美债利率先降后升

——FICC&amp;资产配置周观察(2024/06/03-2024/06/09)

## 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》

## 投资要点

- 5月末央行外汇储备余额32320亿美元，环比增312亿美元。**据外管局官方储备资产数据，2015年以来我国外汇储备规模整体稳定于3.2万亿美元。回顾而言，2004年外储规模占GDP比重由51%下降至2014年的2%后趋稳。背后伴随着我国央行货币供应方式转变，截至2023年末，外汇储备/GDP比值仍为2.5%。2015年之前央行货币投放主要源于加入世贸组织后出口景气伴随外汇占款规模上升带来的货币被动投放。2015年往后，央行资产负债表中对其他类存款类公司债权规模明显提升，央行更倾向于以MLF、OMO公开市场操作等方式向市场投放流动性，再贷款、再贴现等工具配合。2015年-2023年，央行对其他类存款类公司债权在央行总资产占比由10%升至40%。当前我国经济外储规模仍维持于合理水平，人民币汇率升值过快或快速走贬时，央行仍有充足工具维持外汇市场供求关系平衡。
- 中国央行对黄金储备增持步伐暂停，金价是否触顶？**据外管局，中国5月末黄金储备7280万盎司，较4月末持平。暂时结束了连续18个月的增持步伐，也对贵金属商品价格上周高位波动加大形成助推。但以吨为计价单位角度来看，仍处黄金增持轨道中。2024年5月末央行黄金储备为2262.45吨，月度环比增持5吨。回顾2022年11月，黄金储备约1980.359吨，至今累计净增282吨。周内市场表现，前半周欧央行降息落地的宽松信号对金价形成支撑，而伴随中国外储数据发布，伦敦金现价格于6月7日下破2300美元/盎司关口。
- 中国央行对黄金增持放缓并不必然对应金价的触顶。**回顾2018年Q3-2020年Q3的黄金牛市，伦敦金现价格累计涨幅近70%。而2022年Q4至今，伦敦金现价格累计涨幅为45%附近。上一轮金价牛市顶点在2020年8月，而央行在2019年12月已结束对黄金净增持，故金价触顶在“增持暂停”后的7个月，也是在美联储疫情后降息+QE超宽松货币政策开启的3个月之后。由此观之，央行对黄金储备增持步伐对应金价走牛，但增持暂停并不必然对应金价触顶。展望美国大选前美联储开启降息概率有限，但2024Q4仍不排除降息开启可能性。叠加美国债务规模攀升及欧央行率先开启货币政策宽松周期仍分别从避险属性及金融属性方面对国际金价形成支撑，但前期累计涨幅过高背景下，金价做多赔率已明显收敛。
- 多空因素交织，美债收益率先降后升。**2024年6月6日，欧央行将3大关键利率分别调降25bps，欧元区主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别下调至4.25%、4.5%和3.75%。结合加拿大央行本周亦降息25bps及前期瑞典及瑞士央行的降息举措，全球发达经济体有望逐步开启货币政策宽松周期。美国方面，经济数据边际降温。一方面，2024年6月3日，亚特兰大GDP Now模型对美国24Q2 GDP增速下修至1.8%。另一方面，美国ISM 5月制造业PMI录得48.2，连续两个月回落。截至2024年6月6日，10Y美债利率自5月29日4.61%的高位回落33bps至4.28%。以上均对联储的鸽派预期形成一定提振。但6月7日晚间美国非农就业数据表现超出市场预期，美债10Y利率反弹8bps至4.43%。后续关注本周即将召开的美联储6月议息会议及日央行6月议息会议。截至2024年6月9日，CME预期美联储6月按兵不动概率为99%，但11月累计降息25bps概率仍在8成以上。
- 商品方面，油价震荡回落。**OPEC+宣布或削减部分减产，引发市场抛售，但供应面仍然偏紧，油价有所修复；欧洲央行降息决议后，布油价格仍围绕80美元/桶波动。至5月31日当周，美国商业原油库存4.559亿桶，周上升123桶；汽油库存2.309亿桶，周上升210万桶；馏分油库存1.225亿桶，周上升320万桶；美国原油产量1310万桶/天，周环比不变，较去年同期增70万桶/天。至6月7日，美国钻机数594台，周环比减少6台，较去年同期降101台。
- 风险提示：美联储降息落地节奏不及预期、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>4</b>
<b>2. 债券市场</b> .....	<b>8</b>
2.1. 国内债市 .....	8
2.2. 海外流动性观察 .....	9
2.3. 基准利率及债市情绪 .....	10
<b>3. 商品市场</b> .....	<b>11</b>
<b>4. 外汇市场</b> .....	<b>12</b>
<b>5. 经济日历</b> .....	<b>14</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

图 1 主要资产表现情况汇总 .....	4
图 2 官方储备资产及黄金储备 .....	5
图 3 央行对其他行存款性公司债权 .....	5
图 4 央行外汇调节工具箱储备充足 .....	5
图 5 伦敦金现价格及白银价格 .....	6
图 6 金银比价 .....	6
图 7 欧央行中介目标利率 .....	6
图 8 欧元区通胀 .....	6
图 9 欧洲 PMI .....	7
图 10 CME FedWatch 对美联储降息预期 .....	7
图 11 公开市场操作货币净投放[逆回购] .....	8
图 12 MLF+TMLF 合计净投放 .....	8
图 13 银行间质押式回购总量 .....	8
图 14 IRS 质押式回购定盘利率 .....	8
图 15 商业银行净息差 .....	8
图 16 R-DR 利差收敛 .....	8
图 17 信用利差及 10Y-2Y 期限利差 .....	9
图 18 同业存单发行量 .....	9
图 19 美债收益率及期限利差走势 .....	9
图 20 美联储总资产及联邦基金利率 .....	9
图 21 美国成屋销售价格及房贷利率 .....	9
图 22 美国住房 NAHB 指数 .....	10
图 23 美国财政部 TGA .....	10
图 24 央行政策利率走廊 .....	10
图 25 主要产品利率走势 .....	10
图 26 隐含税率“牛市下行、熊市上行” .....	11
图 27 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点 .....	11
图 28 铁矿石与螺纹钢指数，点 .....	11
图 29 焦煤、焦炭价格，点 .....	11
图 30 铜价 .....	11
图 31 美元与油价 .....	12
图 32 农产品价格指数，点 .....	12
图 33 国产锂价 .....	12
图 34 钴价 .....	12
图 35 英镑兑美元、欧元兑美元 .....	12
图 36 美元兑人民币汇率 .....	12
图 37 外资对境内债券持有情况 .....	13
图 38 外资对境内股票持有情况 .....	13
图 39 银行代客远期净结汇 .....	13
图 40 人民币汇率与权益走势呈现一定同向性 .....	13
图 41 主要周度经济事件及数据 .....	14

# 1.资产配置周观点

主要资产周度表现:

美股 > 港股 > 美元 > 美债 > 中债 > 贵金属 ≈ 国内商品 > 原油 > 铜 > 白银

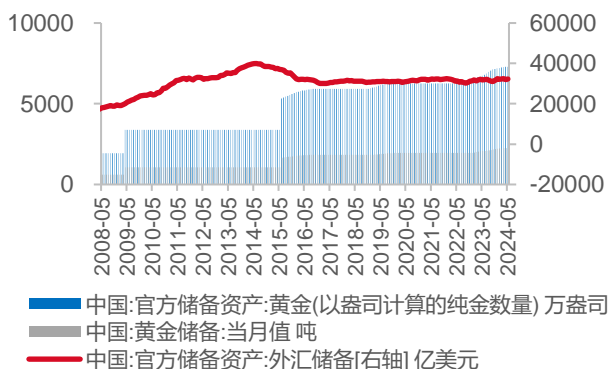
图1 主要资产表现情况汇总

2024/6/7	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	3051.28	%	-1.15	2.57
	深证综指	点	1679.31	%	-2.91	-8.63
	创业板指	点	1781.07	%	-1.33	-5.83
	沪深300	点	3574.11	%	-0.16	4.17
	恒生指数	点	18366.95	%	1.59	7.74
	恒生科技	点	3772.47	%	2.21	0.22
	日经225	点	39038.16	%	0.92	16.66
	韩国综指	点	2701.17	%	-0.79	1.73
	道琼斯工业	点	38798.99	%	0.29	2.94
	纳斯达克	点	17133.13	%	2.38	14.13
	标普500	点	5346.99	%	1.32	12.10
	欧元区STOXX50	点	5051.31	%	1.36	11.71
	英国富时100	点	8245.37	%	-0.36	6.62
	德国DAX	点	7132.70	%	0.32	7.60
法国CAC40	点	8001.80	%	0.11	6.08	
债券	DR001	%	1.73	bp	-8.71	7.33
	DR007	%	1.77	bp	-9.57	-13.61
	R001	%	1.77	bp	-8.60	-6.04
	R007	%	1.83	bp	-3.51	-42
	SH BOR 隔夜	%	1.68	bp	-8.60	-6.70
	SH BOR 7天	%	1.80	bp	-10.00	-6.50
	中债国债收益率: 10Y	%	2.28	bp	-0.93	-27.20
	国债期货收盘价格: 10Y	%	104.70	点	0.35	4.47
	FR007 IRS 1Y	%	0.00	bp	-7.00	-218
	同业存单收益率AAA 1Y	%	2.05	bp	-2.91	-44.9
	美国国债收益率: 10Y	%	4.43	bp	-8	55
	中美国债利差: 10Y	bp	215	bp	-7.1	110
	10s2s美债利差	bp	-44	bp	-6	9
	10s3s美债利差	bp	-109	bp	-14	-55
	英国国债收益率: 10Y	%	4.18	bp	-13	56
	德国国债收益率: 10Y	%	2.57	bp	-13	55
	法国国债收益率: 10Y	%	3.11	bp	-3	56
日本国债收益率: 10Y	%	0.99	bp	-9	34	
商品	ICE布油	美元/桶	79.62	%	-2.45	3.35
	NMEX VI 原油	美元/桶	75.53	%	-1.90	5.42
	伦敦金现	美元/盎司	2293.51	%	-1.44	11.20
	COMEX黄金	美元/盎司	2311.10	%	-1.56	11.55
	COMEX白银	美元/盎司	29.26	%	-4.25	21.80
	LN铝	美元/吨	9748.50	%	-3.18	13.86
	SHFE螺纹钢	元/吨	3655.00	%	-1.38	-8.67
	DOE铁矿石	元/吨	839.50	%	-2.95	-14.25
	南华有色金属	点	1777.60	%	-2.76	14.72
南华农产品	点	1088.17	%	-0.62	2.24	
外汇	美元指数	点	104.9395	点	0.3077	3.5617
	美元兑人民币	点	7.2426	点	-0.0014	0.1506
	港元兑人民币	点	0.9276	点	0.0012	0.0180
	英镑兑美元	点	1.2720	点	-0.0020	-0.0015
	欧元兑美元	点	1.0898	点	0.0056	-0.0152
	美元兑日元	点	156.75	点	-0.5850	15.7150

资料来源: Wind, 若休市则据最新交易日期, 东海证券研究所

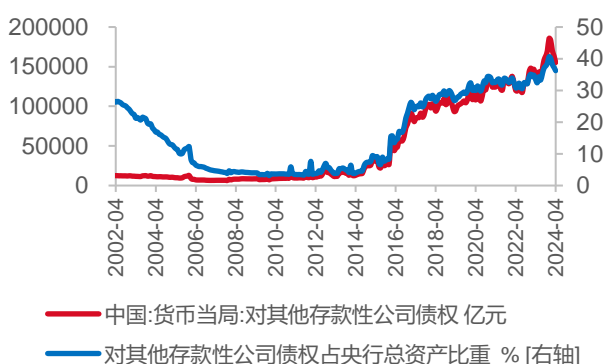
5月末央行外汇储备余额 32320 亿美元，环比增 312 亿美元。6月7日外管局发布官方储备资产数据，2015年以来我国外汇储备规模整体稳定于 3.2 万亿美元。回顾而言，2004 年外储规模占 GDP 比重由 51% 下降至 2014 年的 2% 后趋稳。这背后伴随着我国央行货币供应方式转变，截至 2023 年末，外汇储备/GDP 比值仍为 2.5%。2015 年之前央行货币投放主要源于加入世贸组织后出口景气伴随外汇占款规模上升带来的货币被动投放。2015 年往后，央行资产负债表中对其他类存款类公司债权规模明显提升，央行更倾向于以 MLF、OMO 公开市场操作等方式向市场投放流动性，再贷款、再贴现等工具配合。2015 年-2023 年，央行对其他类存款类公司债权在央行总资产中占比由 10% 升至 40%。当前我国经济外储规模仍维持于合理水平，在人民币汇率升值过快或快速走贬时，央行仍有充足工具维持外汇市场供求关系平衡。

图2 官方储备资产及黄金储备



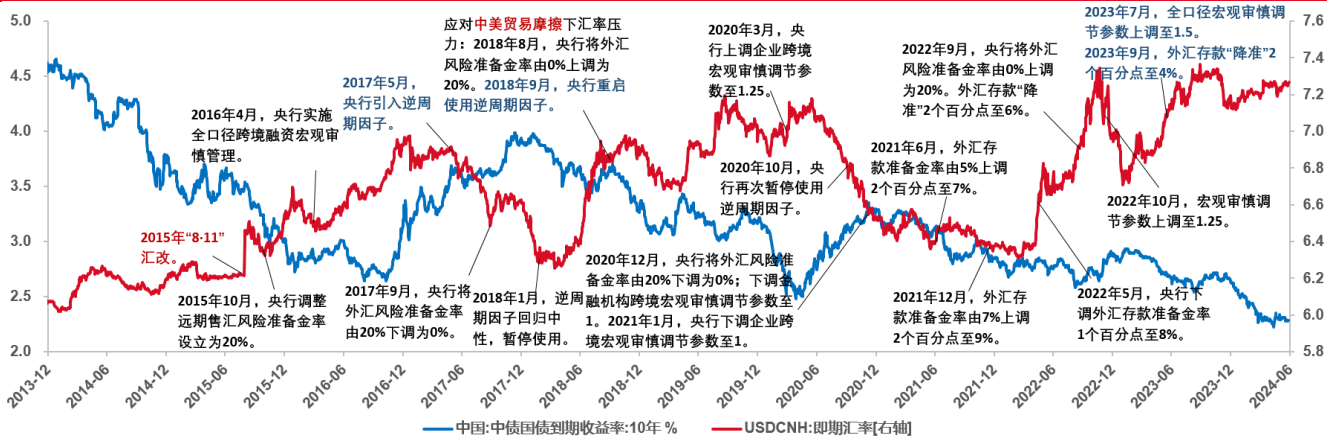
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 央行对其他行存款性公司债权



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 央行外汇调节工具箱储备充足



资料来源: Wind, 东海证券研究所



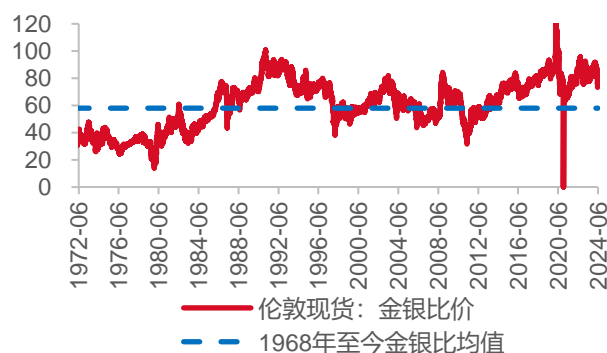
**中国央行对黄金储备增持步伐暂停，金价是否触顶？**据外管局，中国 5 月末黄金储备 7280 万盎司，较 4 月末持平。暂时结束了连续 18 个月的增持步伐，也对贵金属商品价格上周高位波动加大形成助推。但以吨为计价单位角度来看，仍处黄金增持轨道中。2024 年 5 月末央行黄金储备为 2262.45 吨，月度环比增持 5 吨。回顾 2022 年 11 月，黄金储备约 1980.359 吨，至今累计净增 282 吨。周内市场表现，前半周欧央行降息落地的宽松信号对金价形成支撑，而伴随中国外储数据发布，伦敦金现价格于 6 月 7 日下破 2300 美元/盎司关口。

图5 伦敦金现价格及白银价格



资料来源：Wind，东海证券研究所

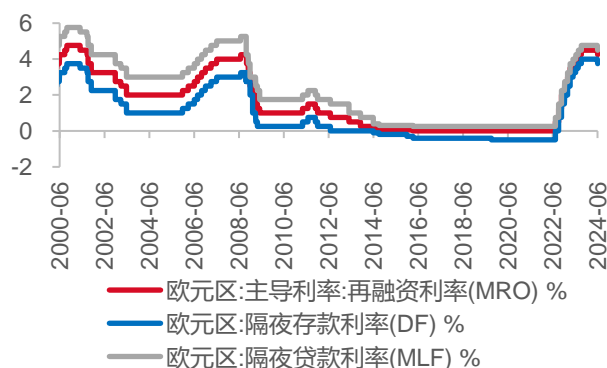
图6 金银比价



资料来源：Wind，东海证券研究所

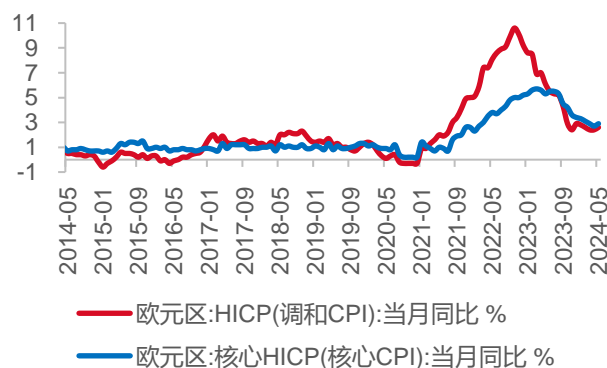
**中国央行对黄金增持放缓并不必然对应金价的触顶。**回顾 2018 年 Q3-2020 年 Q3 的黄金牛市，伦敦金现价格累计涨幅近 70%。而 2022 年 Q4 至今，伦敦金现价格累计涨幅为 45% 附近。上一轮金价牛市顶点在 2020 年 8 月，而央行在 2019 年 12 月已结束对黄金净增持，故金价触顶在“增持暂停”后的 7 个月，也是在美联储疫情后降息+QE 超宽松货币政策开启的 3 个月之后。由此观之，央行对黄金储备增持步伐对应金价走牛，但增持暂停并不必然对应金价触顶。展望美国大选前美联储开启降息概率有限，但 2024Q4 仍不排除降息开启可能性。叠加美国债务规模攀升及欧央行率先开启货币政策宽松周期仍分别从避险属性及金融属性方面对国际金价形成支撑，但前期累计涨幅过高背景下，金价做多赔率已明显收敛。

图7 欧央行中介目标利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

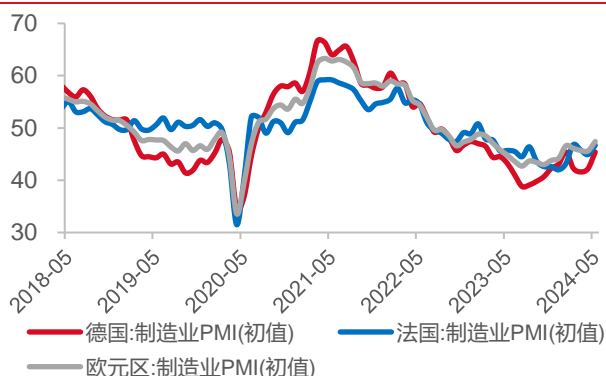
图8 欧元区通胀



资料来源：Wind，东海证券研究所

**多空因素交织，美债收益率先降后升。**2024年6月6日，欧央行将3大关键利率分别调降25bps，欧元区主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率将分别下调至4.25%、4.5%和3.75%。结合加拿大央行本周亦降息25bps及前期瑞典及瑞士央行的降息举措，全球发达经济体有望逐步开启货币政策宽松周期。美国方面，经济数据边际降温。一方面，2024年6月3日，亚特兰大GDP Now模型对美国24Q2 GDP增速下修至1.8%。另一方面，美国ISM 5月制造业PMI录得48.2，连续两个月回落。截至2024年6月6日，10Y美债利率自5月29日4.61%的高位回落33bps至4.28%。以上均对联储的鸽派预期形成一定提振。但6月7日晚间美国非农就业数据表现超出市场预期，美债10Y利率反弹8bps至4.43%。后续关注本周即将召开的美联储6月议息会议及日央行6月议息会议。截至2024年6月9日，CME预期美联储6月按兵不动概率为99%，但11月累计降息25bps概率仍在8成以上。

图9 欧洲 PMI



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 CME FedWatch 对美联储降息预期

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12	0.00%	0.00%	0.64%	99.36%
2024/7/31	0.00%	0.00%	8.90%	91.10%
2024/9/18	0.00%	0.00%	52.90%	47.10%
2024/11/7	0.00%	0.00%	81.31%	18.69%
2024/12/18	0.00%	46.83%	53.17%	0.00%
2025/1/29	0.00%	88.90%	11.10%	0.00%
2025/3/19	42.73%	57.27%	0.00%	0.00%
2025/4/30	77.90%	22.10%	0.00%	0.00%

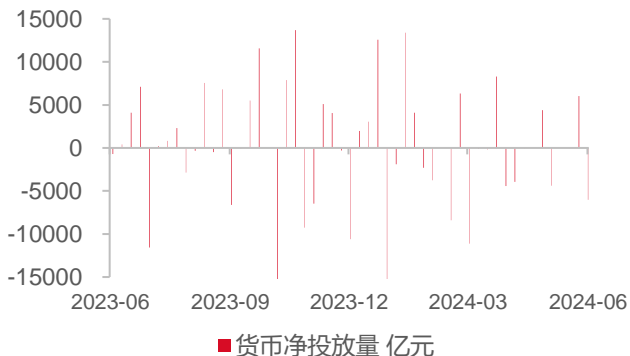
资料来源：Wind，东海证券研究所

**商品方面，油价震荡回落。**OPEC+宣布或削减部分减产，引发市场抛售，但供应面仍然偏紧，油价有所修复；欧洲央行降息决议后，布油价格仍围绕80美元/桶波动。至5月31日当周，美国商业原油库存4.559亿桶，周上升123桶；汽油库存2.309亿桶，周上升210万桶；馏分油库存1.225亿桶，周上升320万桶；美国原油产量1310万桶/天，周环比不变，较去年同期增70万桶/天。至6月7日，美国钻机数594台，周环比减少6台，较去年同期降101台，其中采油钻机数492台，周环比减少4台，较去年同期减少64台。

## 2.债券市场

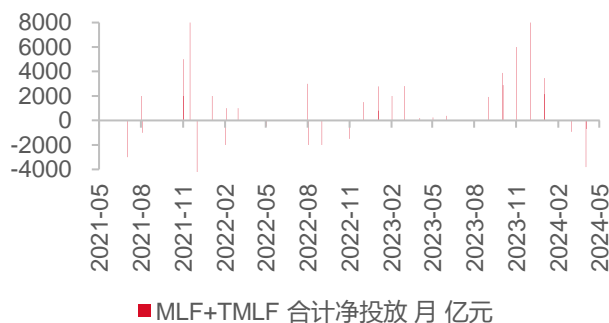
### 2.1.国内债市

图11 公开市场操作货币净投放[逆回购]



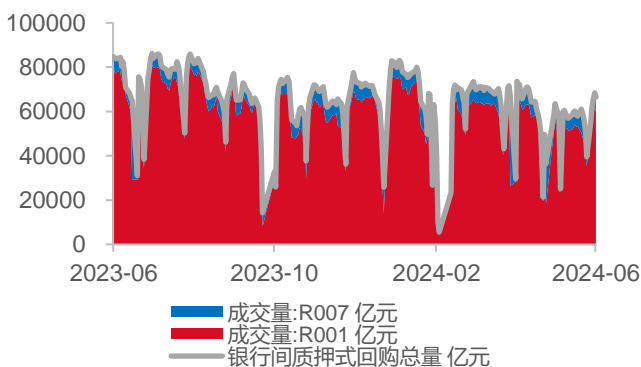
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 MLF+TMLF 合计净投放



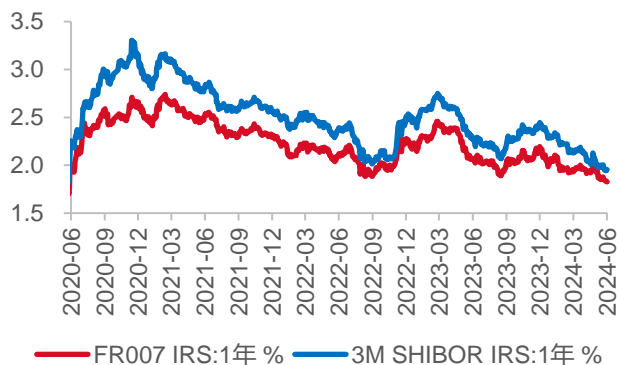
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 银行间质押式回购总量



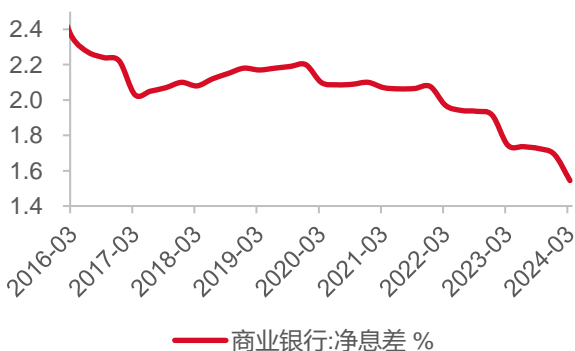
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 IRS 质押式回购定盘利率



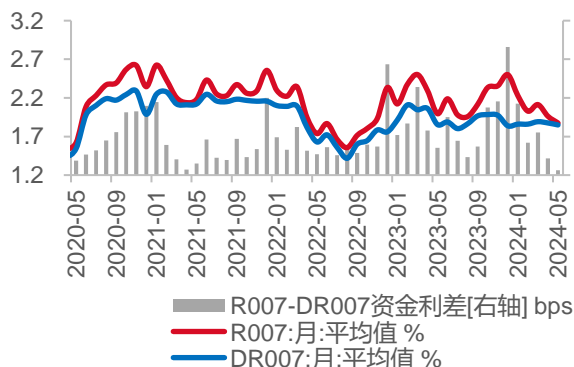
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 商业银行净息差



资料来源：Wind，东海证券研究所

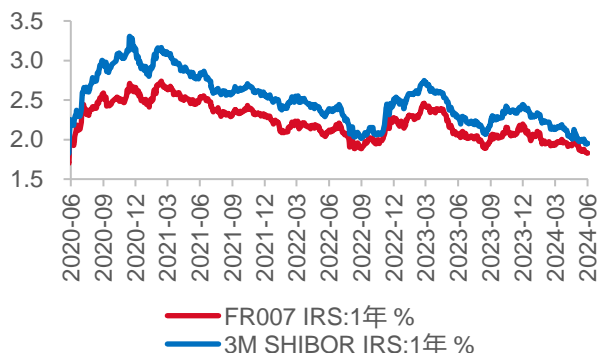
图16 R-DR 利差收敛



资料来源：Wind，东海证券研究所

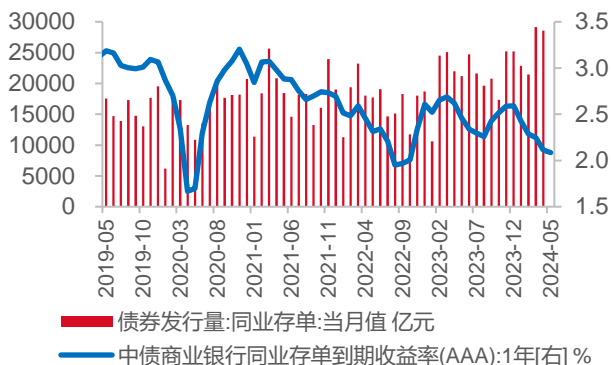


图17 信用利差及 10Y-2Y 期限利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

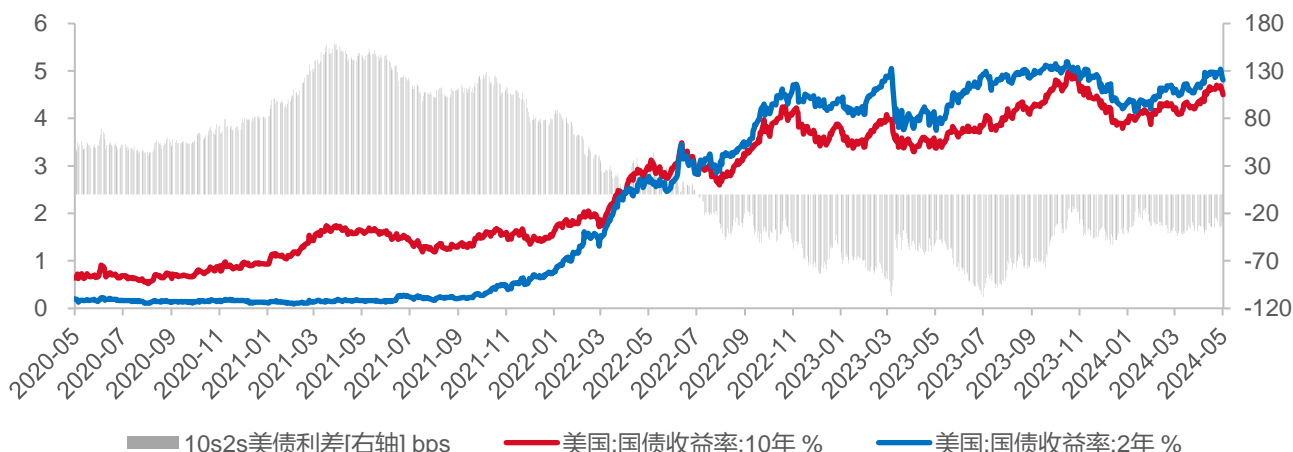
图18 同业存单发行量



资料来源：Wind，东海证券研究所

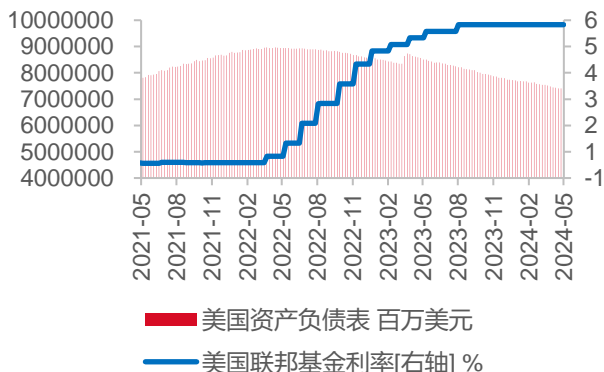
## 2.2.海外流动性观察

图19 美债收益率及期限利差走势



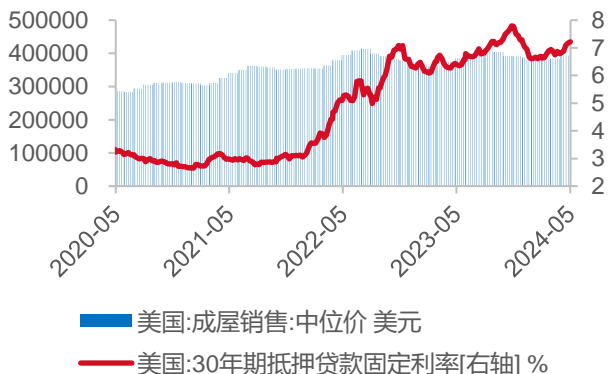
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 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21 美国成屋销售价格及房贷利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 美国住房 NAHB 指数



资料来源: Wind, 东海证券研究所

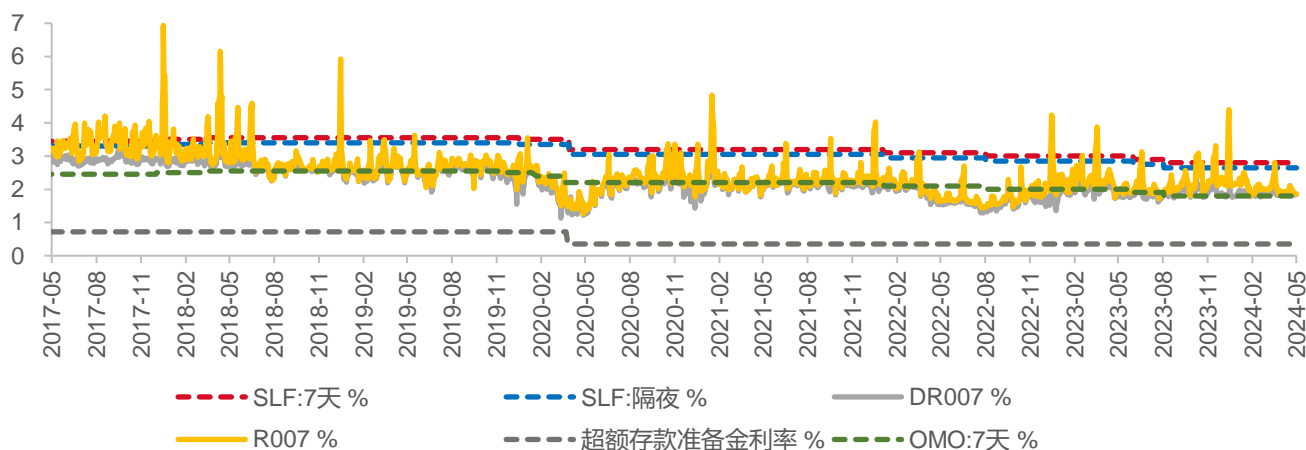
图23 美国财政部 TGA



资料来源: Wind, 东海证券研究所

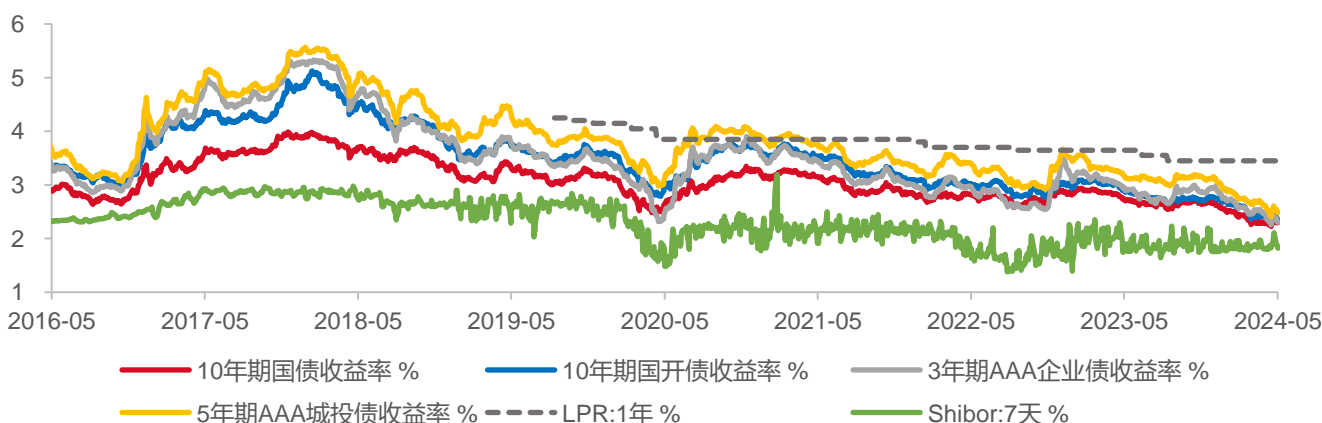
### 2.3.基准利率及债市情绪

图24 央行政策利率走廊



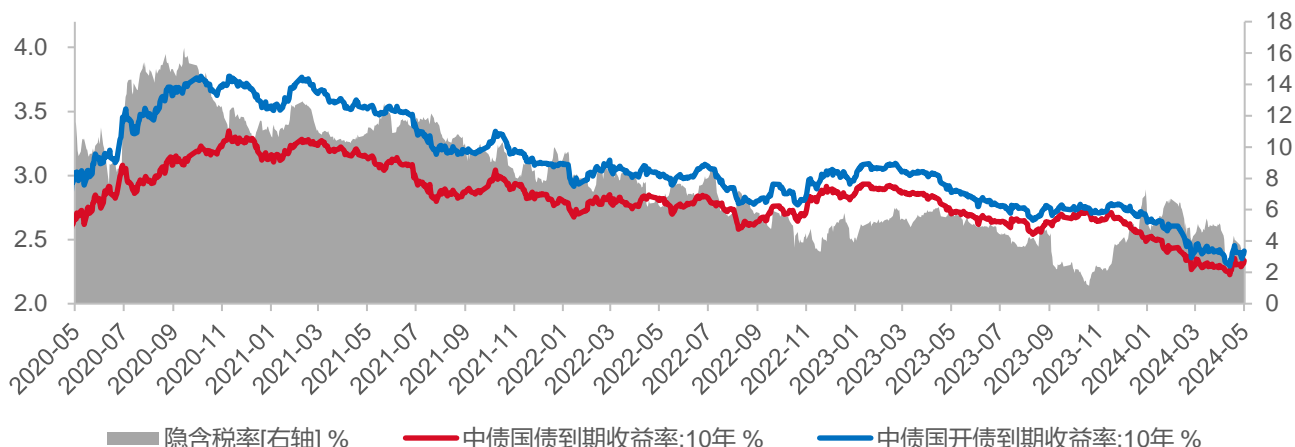
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图25 主要产品利率走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

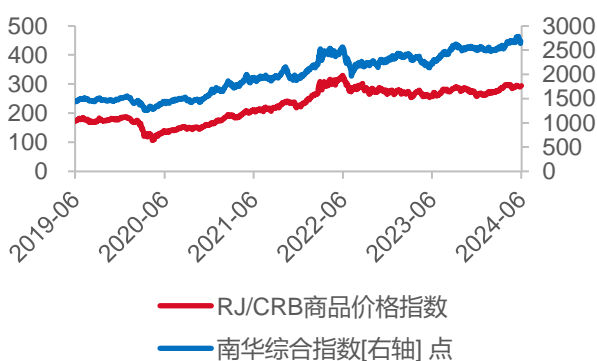
图26 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.商品市场

图27 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点



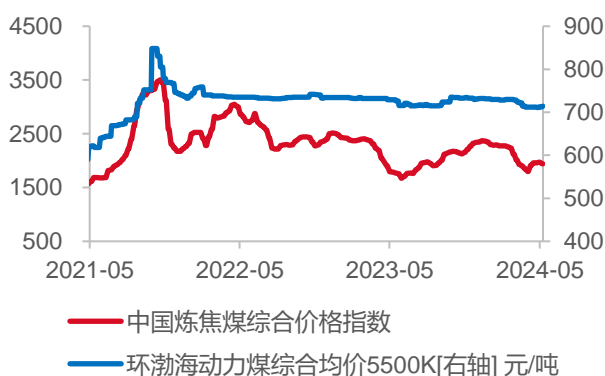
资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 铁矿石与螺纹钢指数，点



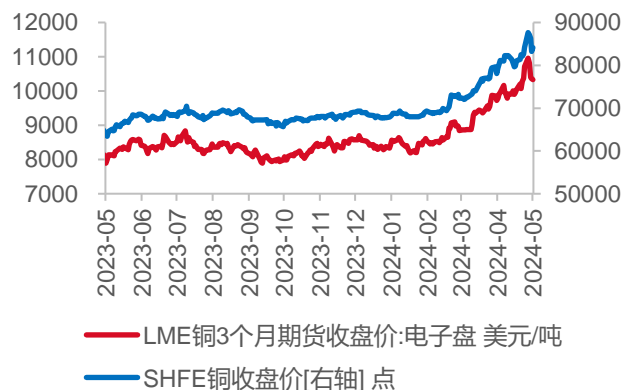
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 铜价



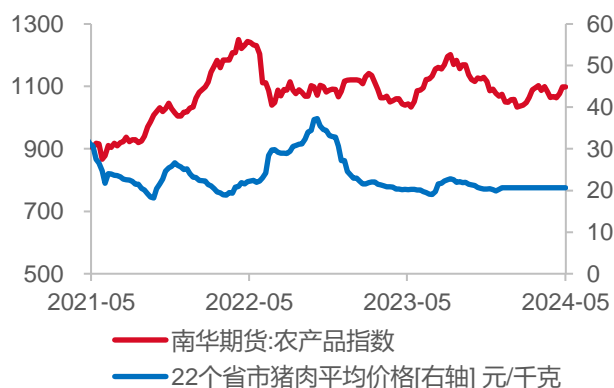
资料来源：Wind，东海证券研究所

图31 美元与油价



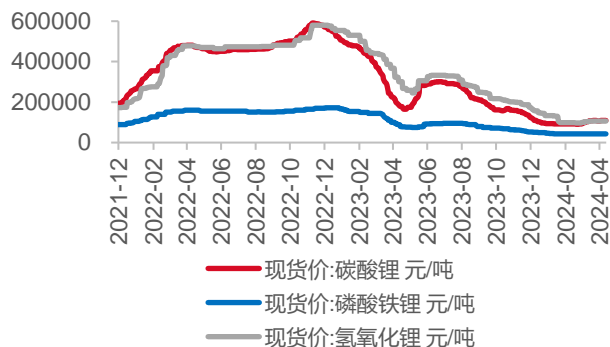
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图32 农产品价格指数, 点



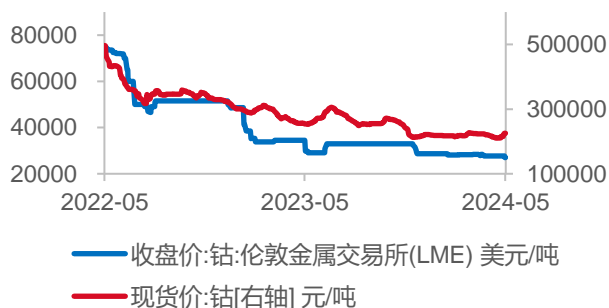
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图33 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

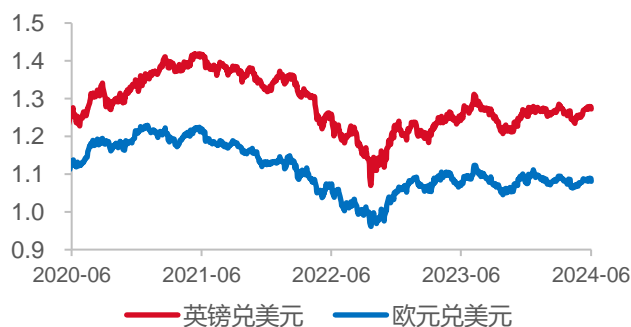
图34 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

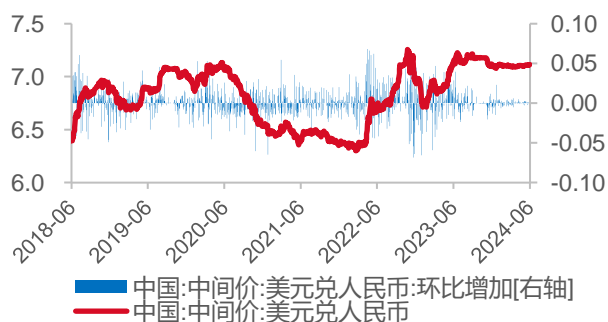
## 4. 外汇市场

图35 英镑兑美元、欧元兑美元



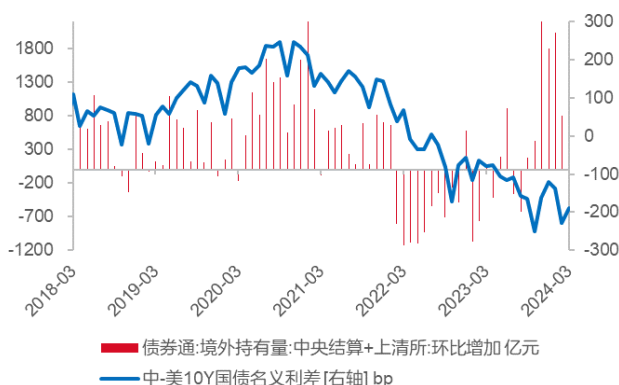
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图36 美元兑人民币汇率



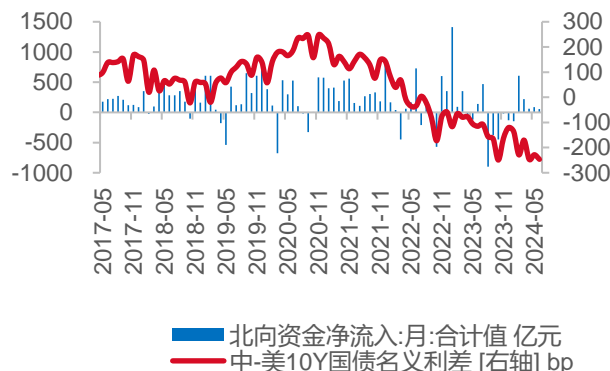
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图37 外资对境内债券持有情况



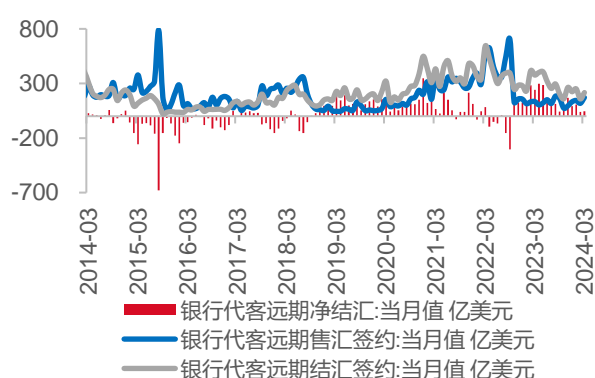
资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 外资对境内股票持有情况



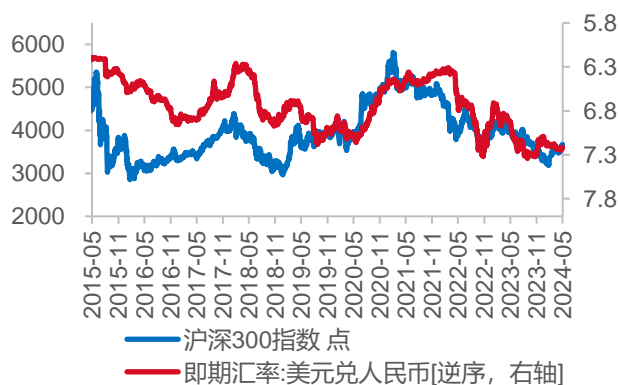
资料来源：Wind，东海证券研究所

图39 银行代客远期净结汇



资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 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 05 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	-	-	-	20240511	2024Q1 央行货政执行例会：重申“防范汇率超调风险”“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”
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



## 5.经济日历

图41 主要周度经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2024-06-12	09:30	中国	5月CPI:同比(%)	0.3	0.38
2024-06-12	09:30	中国	5月PPI:同比(%)	-2.5	-1.52
2024-06-12	20:30	美国	5月CPI:季调:环比(%)	0.3	0.2
2024-06-12	20:30	美国	5月CPI:季调:同比(%)	3.4	-
2024-06-12	20:30	美国	5月核心CPI:季调:环比(%)	0.3	0.3
2024-06-12	20:30	美国	5月核心CPI:季调:同比(%)	3.6	-
2024-06-13	待定	中国	5月M0:同比(%)	10.8	-
2024-06-13	待定	中国	5月M1:同比(%)	-1.4	-
2024-06-13	待定	中国	5月M2:同比(%)	7.2	7.08
2024-06-13	待定	中国	5月社会融资规模:当月值(亿元)	-720	19196.25
2024-06-13	待定	中国	5月社会融资规模存量:同比	8.3	8.42
2024-06-13	待定	中国	5月新增人民币贷款(亿元)	7300	10788.89
2024-06-13	02:00	美国	联邦基金目标利率(%)	5.5	-
2024-06-13	20:30	美国	5月PPI最终需求:季调:环比(%)	0.5	0.2
2024-06-13	20:30	美国	5月PPI最终需求:季调:同比(%)	2.2	2.2
2024-06-13	20:30	美国	5月核心PPI:季调:环比(%)	0.3	-
2024-06-13	20:30	美国	5月核心PPI:季调:同比(%)	1.6	-
2024-06-13	20:30	美国	5月核心PPI最终需求:季调:环比(%)	0.5	0.3
2024-06-13	20:30	美国	5月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	2.4	2.3
2024-06-14	22:00	美国	6月密歇根消费者情绪指数(初值)	69.1	-

资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 6.风险提示

**美联储降息落地节奏不及预期:** 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  
 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  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089