

2024年07月01日

美元趋鹰约束风偏，国内利率再度下行

——FICC&资产配置周观察(2024/06/24-2024/06/30)

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

- **2024年6月，国内利率债市场再度震荡走强。**央行行长潘功胜于2024年陆家嘴论坛提到，未来短端政策利率地位或将提升。对MLF利率锚定效应的相对弱化，间接推动广谱利率下行。10Y国债利率收于2.21%，较年初下行34bps。1Y NCD利率下行至2%之下。6月官方制造业PMI录得49.5，连续两月位于荣枯线以下，对债市形成支撑。手工补息对企业活期存款搬家行为影响边际递减。根据普益标准，截至2024年6月23日，全国银行理财存续规模总额为29.19万亿元，较2024年Q1大幅提升2.98万亿元。其中4月、5月及6月分别环比增加2.53万亿元，2656亿元及1800亿元。2024H1政策利率降息落空，但市场利率已明显下行，一定程度其实也起到了“降息”的作用。回顾2022年和2023年均于8月下调MLF利率，而当年利率低点也恰好出现于8月，降息后不久市场表现出利多出尽。故其实政策利率按兵不动，债市做多逻辑的演绎反而可能走得更远。当前政府债发行进度仍然偏慢。后市来看，首先需跟踪三季度政府债供给小脉冲的预期、央行监管层面表态、强美元下汇率掣肘对利率下行空间的约束。同时，经济新旧动能转型下的“资产荒”、广义基金及银保机构的欠配需求、内需仍待修复的基本面及年内未尽宽货币预期仍将对利率下行空间形成支撑。
- **2024H1专项债发行进度不及40%，供给脉冲对曲线熊平风险或有限。**至6月25日，国内政府债净融资额约为3.43万亿元。其中国债新增供给发行进度为47%。新增地方一般债和新增地方专项发行进度分别为43%与35%，分别慢于2023年同期发行进度值56.3%及55.6%。根据各省及计划单列市披露，三季度地方政府债净融资预计总额为22739亿元。其中7-9月预计净融资额分别为5503亿元、1.02万亿元及7059亿元。特别国债加成结合地方政府发行放量，三季度政府债供给有望迎“小高峰”，但项目储备的有效接续仍需跟踪。
- **财政收支紧平衡，城投净融资收敛，已部署财政政策有望积极落地。**一方面，全国一般公共预算收入下滑，但非税收入占比提升，1-5月非税收入在公共财政收入比重为16.97%，较2023年Q4升0.5pct。另一方面，1-5月份土地出让收入同比降14%。对应重点化债区域GDP合计于全国GDP占比近20%，城投境外“364点心债”融资亦受限。至6月末，城投债券境内净融资规模为-1700亿元，罕见转负。有效需求不足背景下，地方政府有望扩大支出，压降债务同时兼顾统筹稳定与发展。2024年特别国债发行提速，或边际对冲投资下行压力。
- **美元与美债偏鹰，约束国内权益风偏。**海外方面，美元指数连续4周上行并报收105.84，对港股和A股风险偏好亦形成约束。10Y美债利率与美元联动不完全同步，但近两周亦出现反弹。10Y美债利率自6月13日低点4.20%反弹16bps至4.36%，但较5月29日的4.61%已回落25bps。汇率以对价出现，反映不同国家基本面相对强弱。作为美元指数重要构成，欧元在欧央行先行降息之下，短期相对疲软，也间接对美元构成支撑。尽管美联储当前表态偏鹰，但据CME FedWatch，市场预期美联储11月累计降息25bps及以上概率为100%，比美联储更鸽。预计全年10Y美债利率大概率围绕4%附近震荡，交易属性强于配置属性。
- **商品方面，原油价格连续三周上行。**以色列和黎巴嫩周围日益加剧的地缘政治紧张局势，对美国5月份疲弱经济数据影响形成对冲。至6月21日当周，美国商业原油库存4.607亿桶，周上升359万桶；汽油库存2.339亿桶，周上升265万桶；馏分油库存1.213亿桶，周下降38万桶；美国原油产量1320万桶/天，周环比不变，较去年同期增加100万桶/天。至6月28日，美国钻机数581台，周环比减少7台，较去年同期减少93台；其中采油钻机数479台，周环比减少6台，较去年同期减少66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

1. 资产配置周观点	4
2. 债券市场	7
2.1. 国内债市	7
2.2. 海外流动性观察	8
2.3. 基准利率及债市情绪	9
3. 商品市场	10
4. 外汇市场	12
5. 经济日历	13
6. 风险提示	13

图表目录

图 1 主要资产表现情况汇总	4
图 2 国债期货价格及公募债券型基金环比	5
图 3 商业银行理财存续规模变化	5
图 4 2024 年 H1 政府债券发行量	5
图 5 公共财政收入及政府性基金收入累计同比	6
图 6 税收收入和非税收入累计同比	6
图 7 中国制造业 PMI	6
图 8 CME FedWatch 对联储降息概率预测	6
图 9 央行外汇储备	7
图 10 港股与美元	7
图 11 公开市场操作货币净投放[逆回购]	7
图 12 MLF+TMLF 合计净投放	7
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 信用利差及 10Y-2Y 期限利差	8
图 16 同业存单利率	8
图 17 美债收益率及期限利差走势	8
图 18 美国住房 NAHB 指数	9
图 19 美国财政部 TGA	9
图 20 央行政策利率走廊	9
图 21 主要产品利率走势	9
图 22 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	10
图 23 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点	10
图 24 铁矿石与螺纹钢指数，点	10
图 25 焦煤、焦炭价格，点	10
图 26 美元与油价	10
图 27 伦敦金现价格及白银价格	11
图 28 金银比价	11
图 29 铜价	11
图 30 农产品价格指数，点	11
图 31 国产锂价	11
图 32 钴价	11
图 33 外资对境内债券持有情况	12
图 34 外资对境内股票持有情况	12
图 35 银行代客远期净结汇	12
图 36 人民币汇率与权益走势呈现一定同向性	12
图 37 央行主要汇率管理工具最新使用情况	12
图 38 主要周度经济事件及数据	13

1.资产配置周观点

主要资产周度表现:

中债 > 原油 > 日股 > 贵金属 > 黑色商品 > 美元 > 美股 > 美债 > 港股

图1 主要资产表现情况汇总

2024/6/28	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	2967.40	%	-1.03	-3.87	-0.25
	深证综指	点	1618.07	%	-2.19	-6.45	-11.96
	创业板指	点	1683.43	%	-4.13	-6.74	-10.99
	沪深300	点	3461.66	%	-0.97	-3.30	0.89
	恒生指数	点	17718.61	%	-1.72	-2.00	3.94
	恒生科技	点	3554.45	%	-3.97	-3.69	-5.57
	日经225	点	39583.08	%	2.56	2.85	18.28
	韩国综指	点	2797.82	%	0.49	6.12	5.37
	道琼斯工业	点	39118.86	%	-0.08	1.12	3.79
	纳斯达克	点	17732.60	%	0.24	5.96	18.13
	标普500	点	5460.48	%	-0.08	3.47	14.48
	欧元区STOXX50	点	4894.02	%	-0.27	-1.80	8.24
	英国富时100	点	8164.12	%	-0.89	-1.34	5.57
	德国DAX	点	7005.57	%	0.40	-1.47	5.68
法国CAC40	点	7479.40	%	-1.96	-6.42	-0.85	
债券	DR001	%	1.91	bp	-4.18	10.09	26.13
	DR007	%	2.17	bp	21.87	29.89	25.85
	R001	%	2.35	bp	31.73	48.74	51.30
	R007	%	2.45	bp	40.72	58.37	20
	SHIBOR:隔夜	%	1.89	bp	-7.10	8.40	14.30
	SHIBOR:7天	%	2.10	bp	16.00	24.80	23.20
	中债国债收益率:10Y	%	2.21	bp	-5.13	-8.68	-34.95
	国债期货收盘价格:10Y	%	105.32	点	0.41	0.97	5.10
	FR007 IRS:1Y	%	1.83	bp	-7.00	-85	-35
	同业存单收益率AAA:1Y	%	1.96	bp	-6.55	-11.0	-53.0
	美国国债收益率:10Y	%	4.36	bp	11	-15	48
	中美国债利差:10Y	bp	215	bp	16.1	1	111
	10s2s美债利差	bp	-35	bp	10	3	18
	10s3m美债利差	bp	-112	bp	12	-17	-58
英国国债收益率:10Y	%	4.16	bp	6	-16	54	
德国国债收益率:10Y	%	2.46	bp	9	-24	44	
法国国债收益率:10Y	%	3.29	bp	12	14	73	
日本国债收益率:10Y	%	1.06	bp	6	-2	42	
商品	ICE布油	美元/桶	86.41	%	1.37	5.87	12.16
	NYMEX WTI原油	美元/桶	81.54	%	1.00	5.91	13.80
	伦敦金现	美元/盎司	2326.15	%	0.20	-0.04	12.78
	COMEX黄金	美元/盎司	2336.90	%	0.09	-0.46	12.80
	COMEX白银	美元/盎司	29.44	%	-0.51	-3.68	22.53
	LME铜	美元/吨	9586.00	%	-0.97	-4.80	11.96
	SHFE螺纹钢	元/吨	3544.00	%	-0.53	-4.37	-11.44
	DCE铁矿石	元/吨	825.00	%	1.66	-4.62	-15.73
	南华有色金属	点	1718.99	%	0.28	-5.97	10.94
	南华农产品	点	1068.04	%	1.03	-2.46	0.35
外汇	美元指数	点	105.8427	点	0.0176	1.2109	4.4649
	美元兑人民币	点	7.2659	点	0.0046	0.0219	0.1739
	港元兑人民币	点	0.9301	点	-0.0004	0.0038	0.0205
	英镑兑美元	点	1.2645	点	0.0000	-0.0095	-0.0090
	欧元兑美元	点	1.0696	点	0.0008	-0.0147	-0.0354
美元兑日元	点	160.88	点	1.0975	3.5515	19.8515	

资料来源: Wind, 若休市则据最新交易日期, 东海证券研究所

2024年6月，国内利率债市场再度震荡走强。央行行长潘功胜于2024年陆家嘴论坛提到，未来短端政策利率地位或将提升。对MLF利率锚定效应的相对弱化，间接推动广谱利率下行。10Y国债利率收于2.21%，较年初下行34bps。1Y NCD利率下至2%之下。6月官方制造业PMI录得49.5，连续两月位于荣枯线以下，对债市形成支撑。手工补息对企业活期存款搬家行为影响边际递减。据普益标准，至2024年6月23日，全国银行理财存续规模总额为29.19万亿元，较2024年Q1大幅提升2.98万亿元。其中4月、5月及6月分别环比增加2.53万亿元，2656亿元及1800亿元。2024H1政策利率降息落空，但市场利率已明显下行，一定程度也起到了“降息”的作用。回顾2022年和2023年均于8月下调MLF利率，而当年利率低点也恰好出现于8月，降息后不久市场表现出利多出尽。故其实际政策利率按兵不动，债市做多逻辑的演绎反而可能走得更远。当前政府债发行进度仍然偏慢。后市来看，首先需跟踪三季度政府债供给小脉冲的预期、央行监管层面表态、强美元下汇率掣肘对利率下行空间的约束。同时，经济新旧动能转型下的“资产荒”、广义基金及银保机构的欠配需求、内需仍待修复的基本面及年内未尽宽货币预期仍将对利率下行空间形成支撑。

图2 国债期货价格及公募债券型基金环比



资料来源：中金所，基金业协会，东海证券研究所

图3 商业银行理财存续规模变化



资料来源：普益标准，东海证券研究所

2024H1 专项债发行进度不及 40%，供给脉冲对曲线熊平风险或有限。至6月25日，国内政府债净融资额约为3.43万亿元。其中国债新增供给发行进度为47%。新增地方一般债和新增地方专项发行进度分别为43%与35%，分别慢于2023年同期发行进度值56.3%及55.6%。根据各省及计划单列市披露，三季度地方政府债净融资预计总额为22739亿元。其中7-9月预计净融资额分别为5503亿元、1.02万亿元及7059亿元。特别国债加成结合地方政府发行放量，三季度政府债供给有望迎“小高峰”，但项目储备的有效接续仍需跟踪。

图4 2024年H1 政府债券发行量

单位：亿元	一般国债			地方政府债		
	发行量	到期量	净融资	发行量	到期量	净融资
1月	7500	6734	766	3844	1258	2586
2月	7500	4853	2647	5600	1467	4132
3月	9500	8088	1412	6294	3447	2848
4月	10850	11834	-984	3439	2890	549
5月	10014	3101	6913	9035	2687	6348
6月	12816	8039	4777	6714	4454	2260
2024年H1	58180	42649	15531	34927	16203	18724

资料来源：中债信息网，东海证券研究所

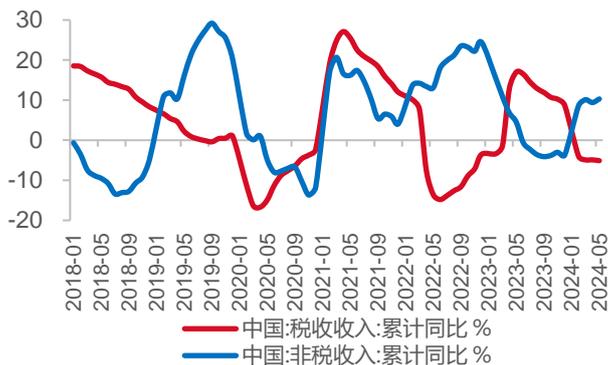
财政收支紧平衡，城投净融资收敛，已部署财政政策有望积极落地。一方面，全国一般公共预算收入下滑，但非税收入占比提升，1-5月非税收入在公共财政收入比重为16.97%，较2023年Q4升0.5pct。另一方面，1-5月份土地出让收入同比降14%。对应重点化债区域GDP合计于全国GDP占比近20%，城投境外“364点心债”融资亦受限。至6月末，城投债券境内净融资规模为-1700亿元，罕见转负。有效需求不足背景下，地方政府有望扩大支出，压降债务同时兼顾统筹稳定与发展。2024年特别国债发行提速，或边际对冲投资下行压力。

图5 公共财政收入及政府性基金收入累计同比



资料来源：财政部，东海证券研究所

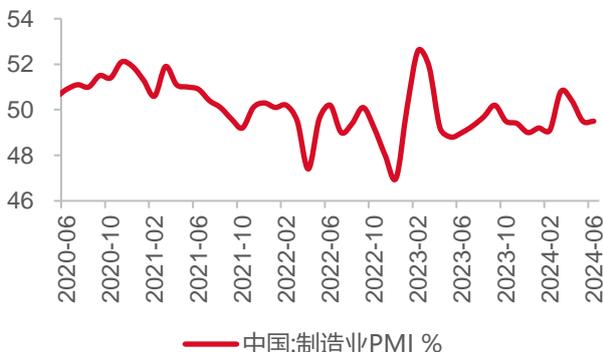
图6 税收收入和非税收入累计同比



资料来源：财政部，东海证券研究所

美元与美债偏鹰，约束国内权益风偏。海外方面，美元指数连续4周上行并报收105.84，对港股和A股风险偏好亦形成约束。10Y美债利率与美元联动不完全同步，但近两周亦出现反弹。10Y美债利率自6月13日低点4.20%反弹16bps至4.36%，但较5月29日的4.61%已回落25bps。汇率以对价出现，反映不同国家基本面相对强弱。作为美元指数重要构成，欧元在欧央行先行降息之下，短期相对疲软，也间接对美元构成支撑。尽管美联储当前表态偏鹰，但据CME FedWatch，市场预期美联储11月累计降息25bps及以上概率为100%，比美联储更鸽。预计全年10Y美债利率大概率围绕4%附近震荡，交易属性强于配置属性。

图7 中国制造业PMI



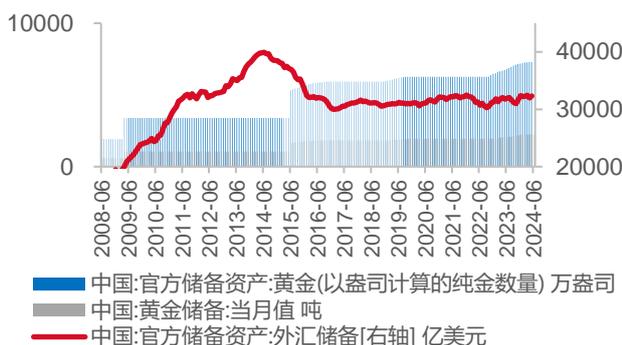
资料来源：统计局，东海证券研究所

图8 CME FedWatch 对联储降息概率预测

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.92%	87.08%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	69.92%	30.08%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	15.50%	84.50%	0.00%
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	73.99%	26.01%	0.00%
2025/1/29	0.00%	0.00%	24.92%	75.08%	0.00%	0.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	89.02%	10.98%	0.00%	0.00%
2025/4/30	0.00%	45.92%	54.08%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/6/18	29.09%	70.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/7/30	41.92%	58.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：美联储，东海证券研究所

图9 央行外汇储备



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 港股与美元



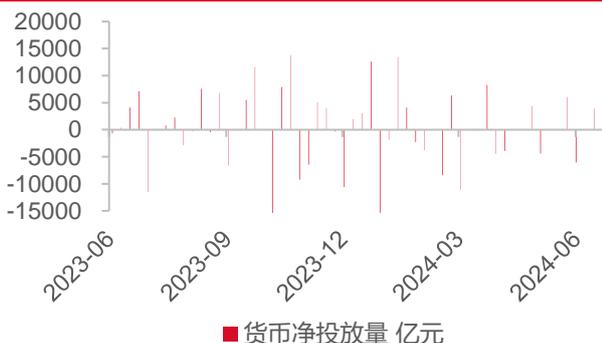
资料来源：Wind，东海证券研究所

商品方面，原油价格连续三周上行。以色列和黎巴嫩周围日益加剧的地缘政治紧张局势，对美国5月份疲弱经济数据影响形成对冲。至6月21日当周，美国商业原油库存4.607亿桶，周上升359万桶；汽油库存2.339亿桶，周上升265万桶；馏分油库存1.213亿桶，周下降38万桶；美国原油产量1320万桶/天，周环比不变，较去年同期增加100万桶/天。至6月28日，美国钻机数581台，周环比减少7台，较去年同期减少93台；其中采油钻机数479台，周环比减少6台，较去年同期减少66台。

2. 债券市场

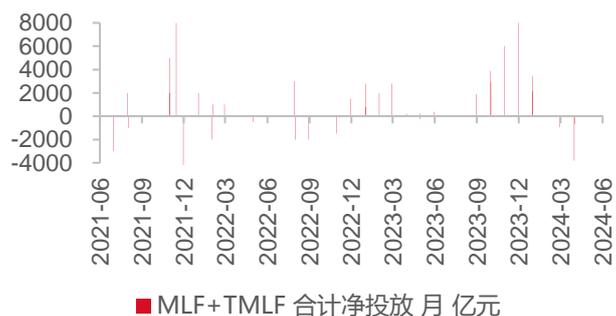
2.1. 国内债市

图11 公开市场操作货币净投放[逆回购]



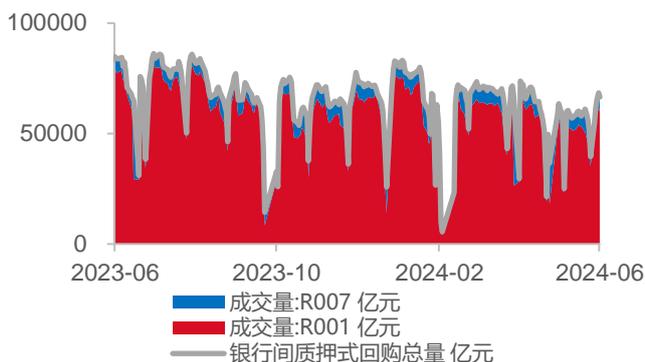
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 MLF+TMLF 合计净投放



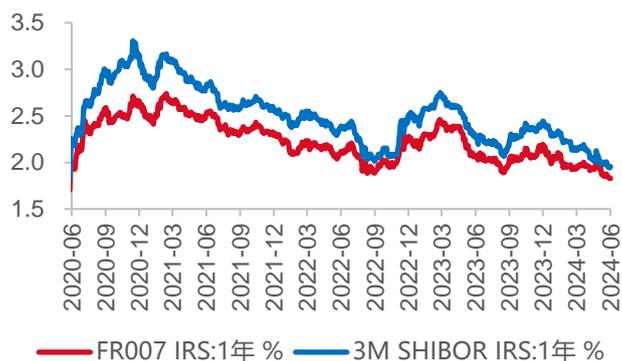
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 银行间质押式回购总量



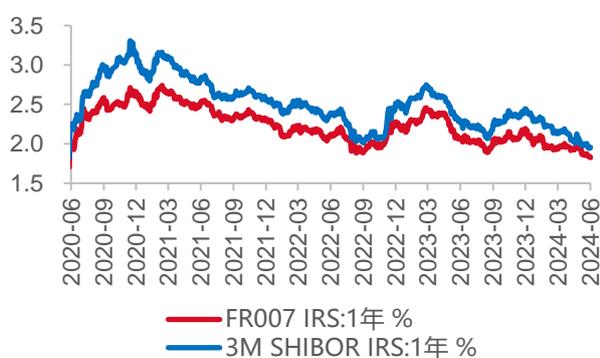
资料来源：Wind，东海证券研究所

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 信用利差及 10Y-2Y 期限利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 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17 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18 美国住房 NAHB 指数



资料来源: Wind, 东海证券研究所

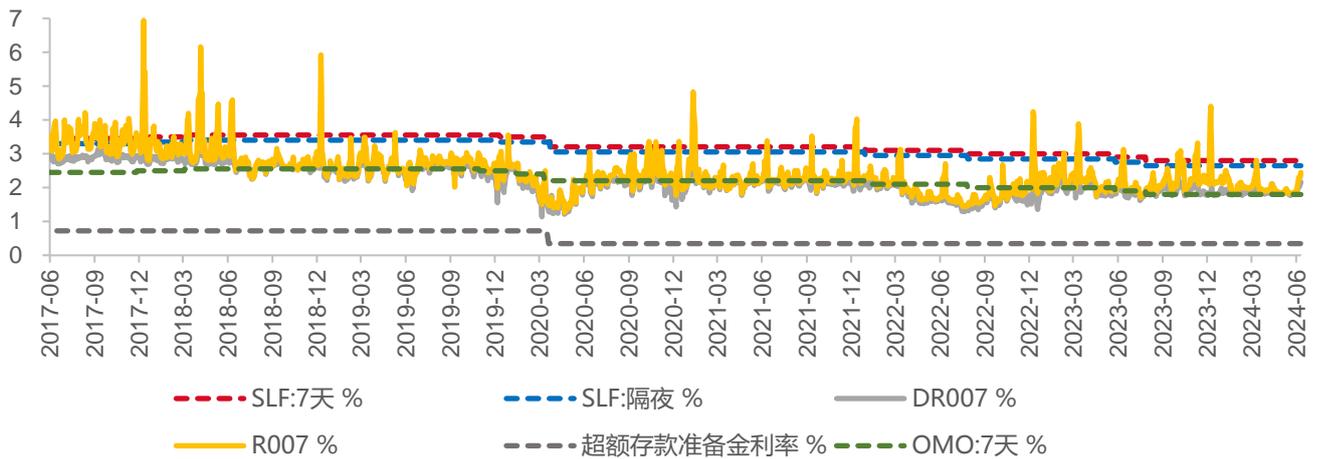
图19 美国财政部 TGA



资料来源: Wind, 东海证券研究所

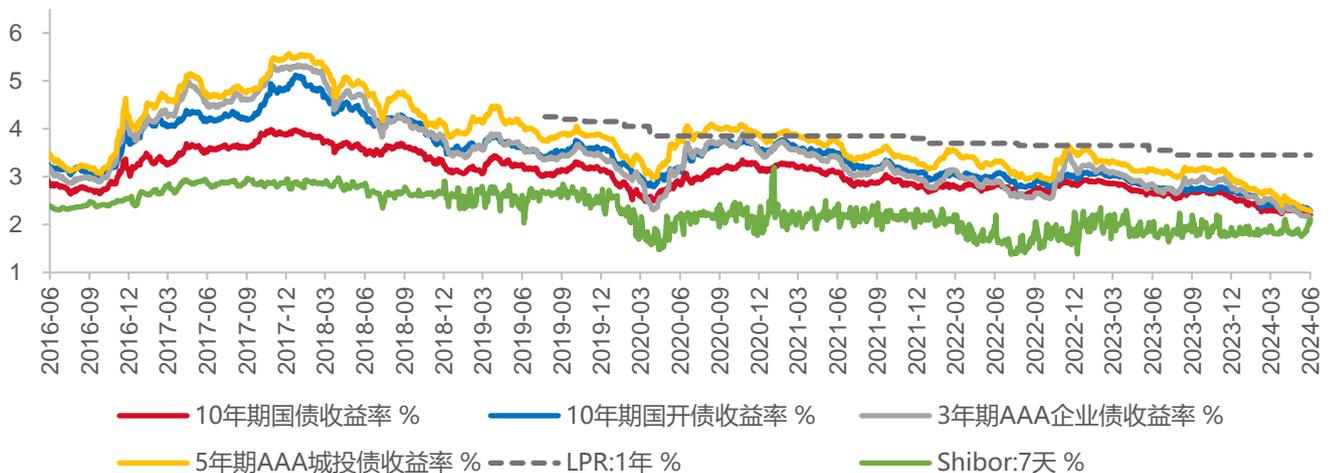
2.3.基准利率及债市情绪

图20 央行政策利率走廊



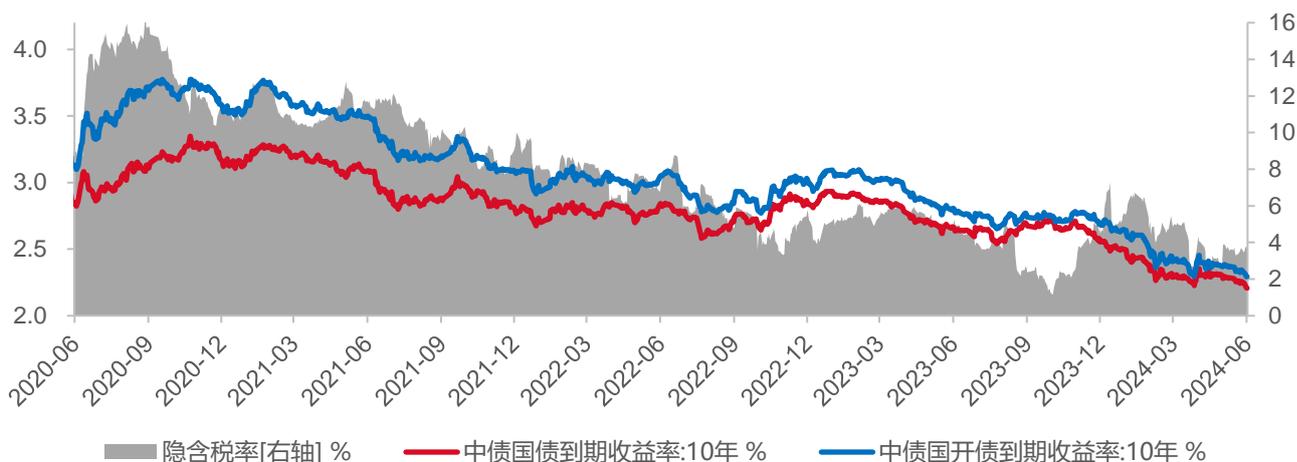
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图21 主要产品利率走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 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23 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24 铁矿石与螺纹钢指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 焦煤、焦炭价格，点



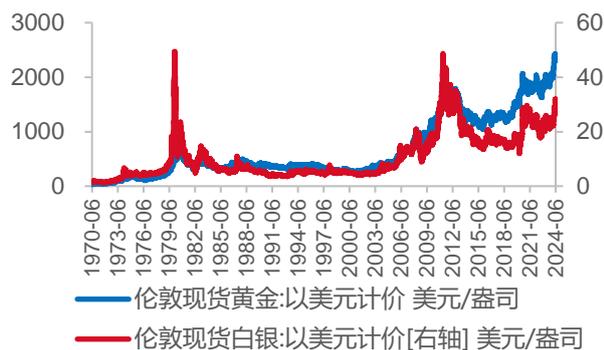
资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 美元与油价



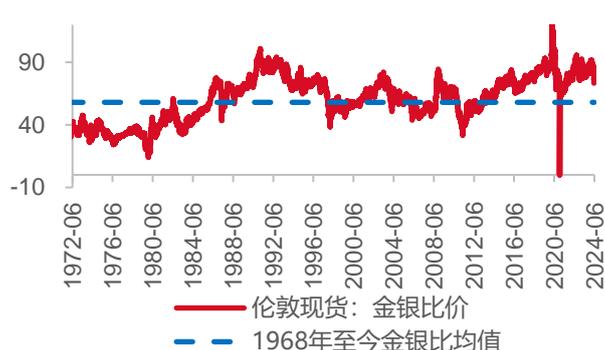
资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 伦敦金现价格及白银价格



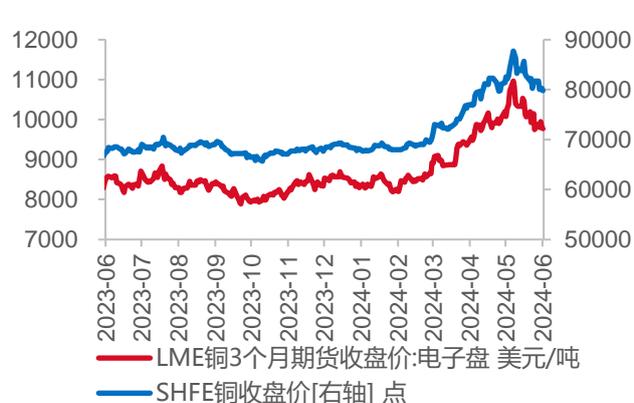
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图28 金银比价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图29 铜价



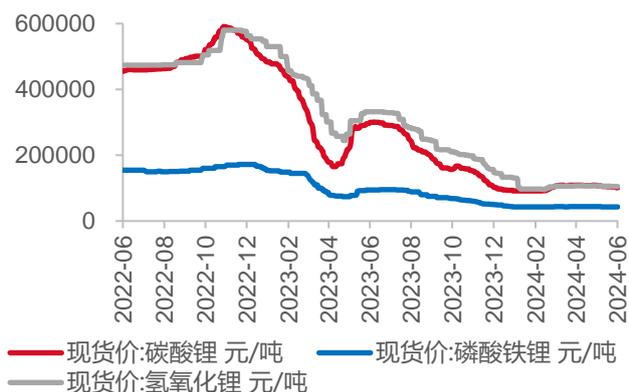
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图30 农产品价格指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图31 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图32 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

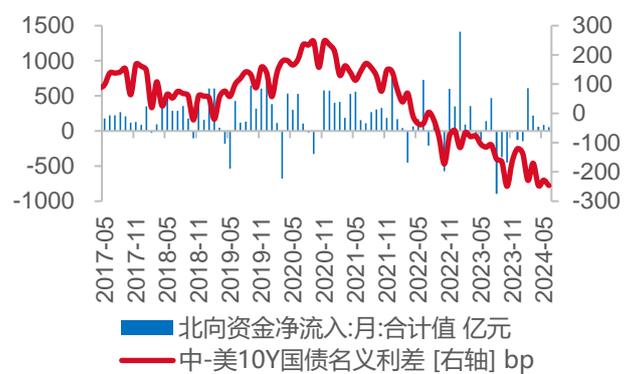
4. 外汇市场

图33 外资对境内债券持有情况



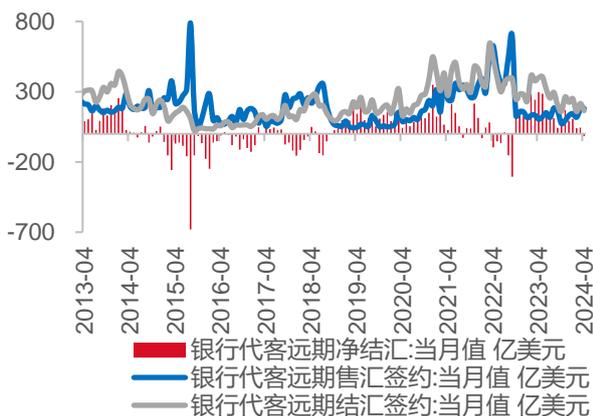
资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 外资对境内股票持有情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 银行代客远期净结汇



资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 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

图37 央行主要汇率管理工具最新使用情况

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个百分点至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	-	-	-	20240619	2024年陆家嘴论坛 潘功胜行长：多重因素作用下，有利于保持人民币汇率的基本稳定和跨境资本流动平衡
逆周期调节因子	2017年	-	-	-	有所启用

资料来源：央行，外汇管理局，东海证券研究所

5.经济日历

图38 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
2024-07-01	13:55	德国	6月制造业PMI	45.4	46.4
2024-07-01	16:00	欧盟	6月欧元区:制造业PMI	47.3	48
2024-07-01	16:30	英国	6月制造业PMI	51.2	-
2024-07-01	20:00	德国	6月CPI:环比(%)(初值)	0.1	-
2024-07-01	20:00	德国	6月CPI:同比(%)(初值)	2.4	-
2024-07-01	22:00	美国	6月ISM制造业PMI	48.7	-
2024-07-02	17:00	欧盟	5月欧盟:失业率:季调(%)	6	-
2024-07-02	17:00	欧盟	5月欧元区:失业率:季调(%)	6.4	-
2024-07-02	17:00	欧盟	6月欧元区:CPI:同比(%)(初值)	2.6	-
2024-07-02	17:00	欧盟	6月欧元区:核心CPI:同比(%)(初值)	2.9	-
2024-07-03	17:00	欧盟	5月欧盟:PPI:同比(%)	-5.5	-
2024-07-03	20:15	美国	6月ADP就业人数:季调(人)	132072000	-
2024-07-03	22:00	美国	5月耐用品:新增订单(百万美元)	275693	-
2024-07-03	22:00	美国	5月耐用品新增订单:季调:环比(%)	0.648361	0.3
2024-07-03	22:00	美国	5月全部制造业:新增订单(百万美元)	582576	-
2024-07-03	22:00	美国	6月ISM非制造业PMI	53.8	-
2024-07-05	17:00	欧盟	第一季度欧盟:房价指数:同比(%)	0.2	-
2024-07-05	17:00	欧盟	第一季度欧元区:房价指数:同比(%)	-1.1	-
2024-07-05	20:30	美国	6月29日初请失业金人数:季调((人)	238000	-
2024-07-05	20:30	美国	6月U6失业率:季调(%)	7.4	-
2024-07-05	20:30	美国	6月非农就业人口变动:季调(千人)	272	-
2024-07-05	20:30	美国	6月平均时薪:季调(美元)	34.91	-
2024-07-05	20:30	美国	6月失业率:季调(%)	4	-
2024-07-05	20:30	美国	6月私营企业非农就业人数变动:季调(千人)	229	-
2024-07-05	20:30	美国	6月政府就业人数:季调(千人)	43	-

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](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