

宏观周报 20260322

全球实际利率走高令黄金承压——海外周报 20260322

2026年03月22日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书: S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书: S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王茁

执业证书: S0600526010001

wangzhuo@dwzq.com.cn

- **核心观点:** 本周中东局势升温, 主要央行在“超级央行周”释放鹰派信号, 紧货币交易在全球范围内升温, 令长端国债收益率大幅上行, 金、银价格承压。其中, 更加鹰派的英央行释放紧货币预期, 带动英镑、欧元走强, 美元指数表现相对弱势, 因此一度出现美元指数与黄金价格同步走弱现象, 其背后的原因是, 作为全球定价的资产, 黄金不单是由美元实际利率预期定价, 而是由全球实际利率预期来定价。在紧货币预期下, 当前联邦基金期货市场已开始定价美联储年内加息预期。我们认为, 在当前美国经济环境下, 美联储的加息决策应当是油价和通胀失控之后的偏右侧行为, 而非基准情形。
- **大类资产:** 本周, 油价与紧货币交易主导全球大类资产走势。从交易节奏来看, 前半周, 虽然中东局势进一步升温, 但市场反应相对平淡; 而北京时间周四凌晨至晚间, 日央行、美联储、欧央行、英国央行陆续发布3月议息会议决策, 整体释放鹰派信号, 令全球紧货币交易迅速升温, 金、银连续三日大幅下挫。其中, 周四出现了美元指数与黄金同步走弱的现象, 这体现了全球实际利率预期、而非仅美元实际利率预期的走高, 主导了黄金的定价。
- **海外经济:** 本周海外经济基本面变化不大, 彭博美国经济意外指数略有反弹, 主要受好于预期的首申失业金、地区联储调查数据的提振。彭博欧元区经济意外指数则延续走弱, 主要因偏弱的工业产值、德国 ZEW 调查预期等数据的拖累。本周受鹰派全球央行会议的影响, 全球主要地区的降息预期显著收缩, 并转为加息预期。受近期美债利率大幅走高、美股下跌等影响, 美国金融条件指数也明显收紧, 但相较于 2025 年 4 月“对等关税”时期仍更为宽松。
- **风险提示:** 伊朗局势发展超预期; 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

相关研究

《中国造船: 全球领先的实力与底气》

2026-03-21

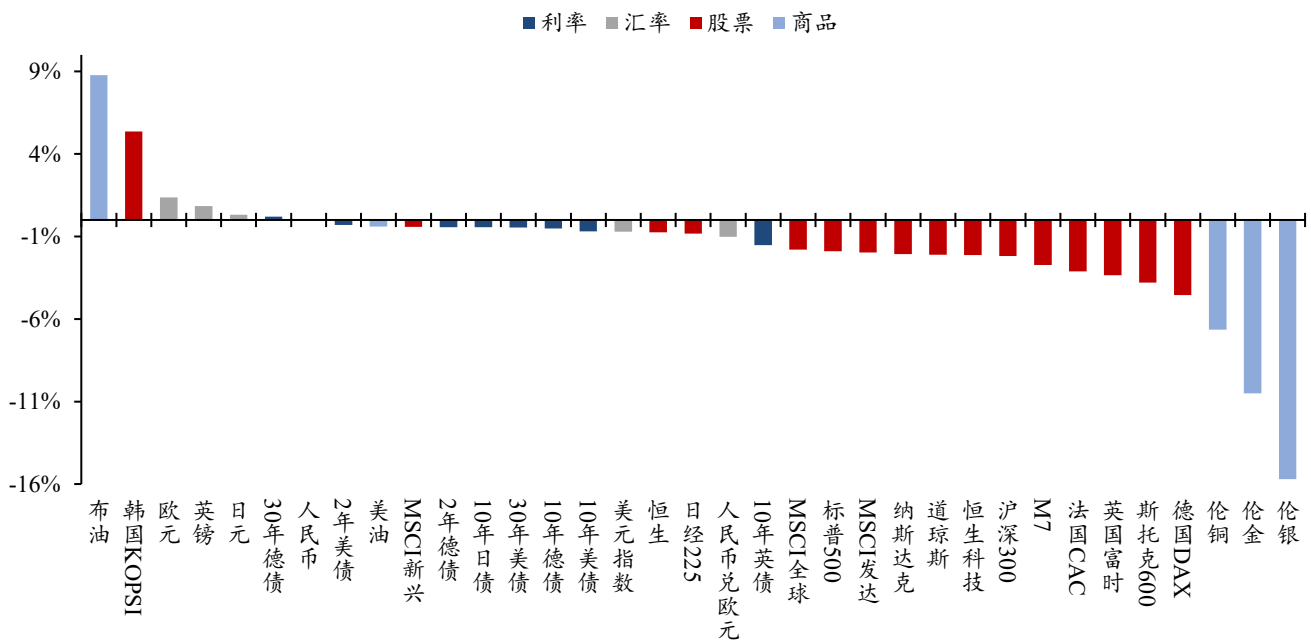
《下周可能是近期投资较为关键的时间》

2026-03-21

1. 大类资产

本周（3月16日至3月22日）中东局势一波三折，“央行超级周”下的全球央行连接“放鹰”，地缘局势不确定性和紧货币交易令全球资产承压，除 Brent 原油、韩国 KOSPI 指数、欧元和英镑等少数资产外，主要大类资产均下跌。其中，金、银价连续第二周遭遇重挫。本周，美国对伊朗石油枢纽哈尔克岛的打击、以色列对伊朗石油设施的袭击令战事走向失控，而随着科威特炼油厂遇袭、沙特延布港宣布停止转运原油，海湾地区原油供应的广泛和持续性受损使得油价中枢居高不下，这进一步推高全球通胀预期和央行收紧货币政策预期，美、英、德等长期国债收益率均攀升至周期高位附近。全周来看，主要受中东地区油气设施遭遇打击、霍尔木兹海峡持续封锁影响，Brent 原油大涨 8.77%，而 WTI 原油收跌 0.4%，二者的分化体现了全球海运中断风险溢价的飙升；周四凌晨，偏鹰派的美联储 3 月 FOMC 会议拉开全球央行周的序幕，在欧央行、英国央行等陆续释放的鹰派信号下，全球紧货币预期迅速升温，伦铜、伦金、伦银分别大跌 6.65%、10.5%、15.69%，在大类资产中跌幅靠前；而因更鹰派的英国央行政策指引的影响，本周英镑相对于美元走强。

图1：最近一周（3月16日-3月22日）大类资产回报率

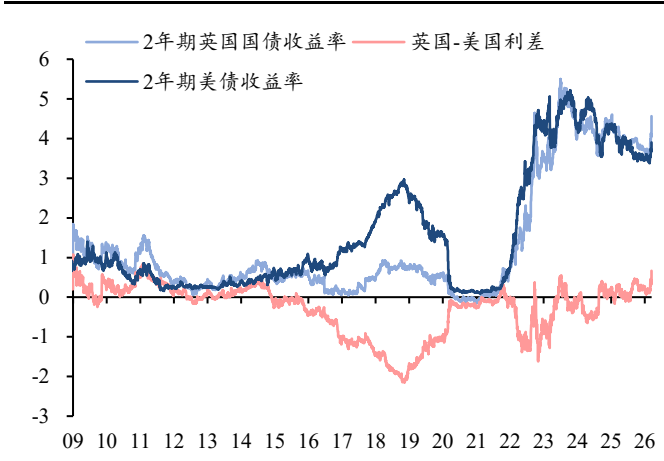


数据来源：彭博、东吴证券研究所；利率资产为利率期货合约

从交易节奏来看，前半周，虽然中东局势进一步升温，但市场反应相对平淡，加之特朗普政府呼吁其他协助保障霍尔木兹海峡安全、允许伊朗经霍尔木兹海峡运输石油等的表态，油价在周一下跌，市场风险偏好有所缓和，美股、美债和黄金、白银等大类资产保持震荡走势。而北京时间周四凌晨至晚间，日央行、美联储、欧央行、英国央行陆续发布 3 月议息会议决策，整体释放鹰派信号，令全球紧货币交易迅速升温，金、银连

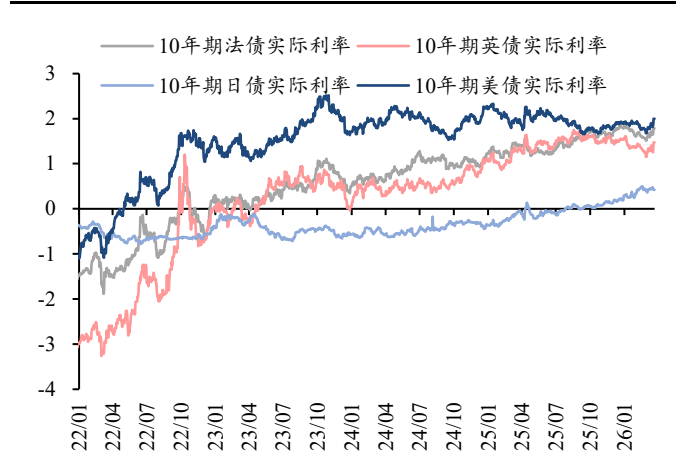
续三日大幅下挫。其中，周四出现了美元指数与黄金同步走弱的现象。我们认为，这体现了全球实际利率预期、而非仅美元实际利率预期的走高，是本周黄金价格大幅下挫背后的因素。

图2: 2年期美债、英债收益率及利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

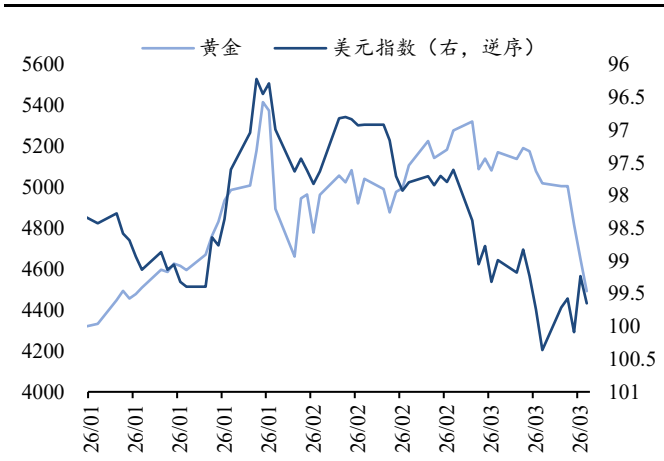
图3: 主要国家10年期国债实际利率



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位%

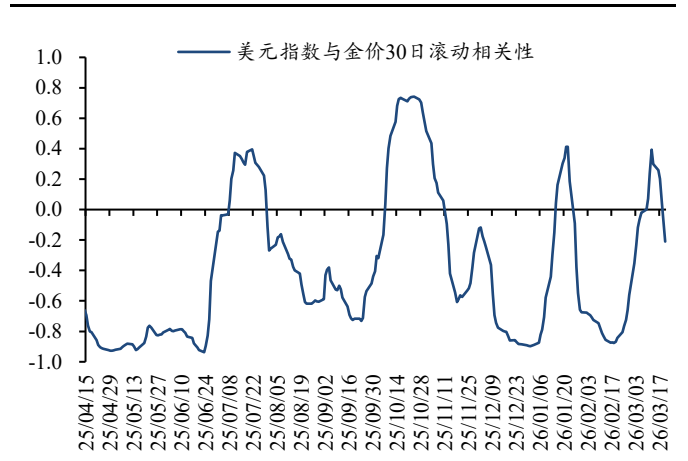
具体来看, 本周美联储会议上 Powell 的表态整体相对谨慎但仍释放鹰派信号, 令全年降息预期回撤; 英国央行则显著更加鹰派, 在措辞上对“在必要时采取行动”的表达令市场对英国央行加息预期迅速升温, 英国与美国 2 年期国债利差迅速走阔。在鹰派情绪的蔓延下, 欧央行加息预期也显著升温, 长期德债、英债收益率均大幅上行。因此, 尽管有油价推高通胀预期影响, 但在全球央行普遍的鹰派信号下, 包括美国、英国、法国等在内的主要国债实际利率均上涨, 与此同时, 黄金连续三日下跌。

图4: 黄金价格与美元指数



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 左轴单位美元/盎司

图5: 美元指数与黄金价格 30 日滚动相关性



数据来源: 彭博、东吴证券研究所

我们认为, 作为全球定价的资产, 黄金不单是由美元实际利率预期定价, 而是由全球实际利率预期影响。本周, 因英国央行较美联储释放了更加鹰派的信号, 市场对英国央行加 4 月加息预期由会议前的 0% 飙升至近 80%, 对欧央行 4 月加息预期也由会议前的 36% 升至 80%。紧货币预期带动本周欧元、英镑走强, 美元指数表现相对弱势。因此,

在非美实际利率预期走高的影响下，出现了美元指数与黄金价格同步走弱的现象，这也与全球实际利率预期定价黄金价格的逻辑相一致：英国国债实际利率预期的走高带动英镑走强，同时压制黄金价格和美元指数。从美元指数与黄金价格相关性来看，2025 年四季度以来，二者在大多数时期仍保持负相关，而近期再度出现短暂的正相关。

2. 海外经济

本周海外经济基本面变化不大，彭博美国经济意外指数略有反弹，主要受好于预期的首申失业金、地区联储调查数据的提振。彭博欧元区经济意外指数则延续走弱，主要因偏弱的工业产值、德国 ZEW 调查预期等数据的拖累。

图6：美国、欧元区经济意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

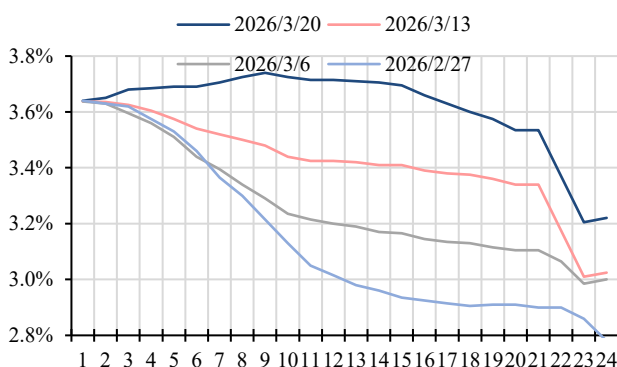
图7：美国增长、通胀意外指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

流动性方面，本周受鹰派全球央行会议的影响，全球主要地区的降息预期显著收缩，并转为加息预期。其中，联邦基金期货交易员对全年降息预期清零，并开始预期年内的加息预期，最新预期美联储截至 10 月加息概率为 37%，降息预期延后至 2027 年。受近期美债利率大幅走高、美股下跌等影响，美国金融条件指数也明显收紧，但相较于 2025 年 4 月“对等关税”时期仍更为宽松。

图8：联邦基金期货隐含未来政策利率路径



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图9：美国金融条件指数



数据来源：彭博、东吴证券研究所

我们认为，美联储加息的约束同时来自经济基本面（就业疲软、居住等核心通胀偏弱）和政治压力（特朗普、加息后若油价回落再迅速降息会被质疑专业性），同时，参考历史上的加息周期，过往美联储开启加息行动主要有三种类型：①应对油价和通胀（1972、1977、2022年），②确认经济复苏后结束低利率（1983、1999、2004、2015年），③预防式加息（1987、1994）。因此，对比当前美国经济环境来看，加息决策应当是油价和通胀失控之后的偏右侧行为，而非基准情形，年内美联储加息的门槛仍然较高。

3. 风险提示

伊朗局势发展超预期；特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>