

如何理解中美利率“逆行”

——全球大类资产周观点（104）

宏观经济

核心观点

一份 4 月经济数据加重市场对经济担忧，中债顺势走强；美国担忧通胀，债股定价流动性紧缩。

怎么看中美利率逆行？

中国作为全球供应链大国，反而较早受到油价冲击传导。面对预期外冲击，因为“供应链阶段性扰动”而展现出类似“短期生产放缓”的状态。但这种放缓是短暂的，后续供应链修复反而带来补库式强生产。

所以我们对中国经济更乐观，同样也隐含了对中债风险担忧。

至于美债等发达国家债券，风险自 2022 年就持续暴露在通胀中枢上抬过程之中。可以将通胀简单归因于全球地缘风险，但深层原因是来自西方经济体内部——制造业空心化，AI 让这一弊端以及政策治理困境暴露得更为显著。

所以可短暂看多美债交易机会，但未到美债大抄底的趋势性转折时刻。

本周全球大类资产表现一览：

全球资产主线仍在科技和流动性中反复纠结。

中国 AH 股：A 股上演 N 型走势，多空情绪多次反转；港股市场表现疲软，主要指数全线收跌。

美股：美股连续第八周走升，道指创历史新高；传统经济板块领涨，AI 硬件主题内部分化，软件持续被减仓。

海外利率：美债长端温和回落、短端反向上行，曲线温和牛陡；英债和德债 10 年期利率下行，日债小幅上行。

全球流动性：外汇市场呈现美元小幅上涨、非美货币分化格局；人民币稳中偏强，商品货币走势开始分化。

大宗商品：前期风险溢价较高品种遭遇多头获利了结；原油受美伊谈判主导回落，黄金受加息预期压制，铜受矿端紧缺支撑。

周君芝

zhoujunzhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524020001

吴彬

wubin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526050001

发布日期： 2026 年 05 月 24 日

相关研究报告

一、中国股市：本周市场上演 N 型走势。

中国 AH 股回顾：A 股多空情绪多次反转，科创 50 领涨；港股主要指数全线收跌。

A 股：本周市场上演 N 型走势，多空情绪多次反转，科创 50 领涨。本周多数板块下跌，其中农林牧渔、石油石化、轻工制造板块领跌，仅电子、建材、机械和通信板块收涨。

H 股：本周港股市场表现疲软，主要指数全线收跌。美债高位环境下，港股持续承压。细分行业来看，本周资讯科技业、能源业表现靠前，尤其半导体产业链表现强劲；地产、汽车行业数据走弱，拖累相关板块表现。

中国 AH 股展望：A 股短期内市场分歧开始加大，港股关注监管与指数成分调整影响。

A 股：短期来看，市场分歧开始加大；中长期向好的逻辑仍在。美国通胀超预期推升全球长端利率，高估值的科技板块对全球流动性变化更为敏感；AI 产业链获利盘集中兑现需求仍在；技术面上证重筹码密集区，多空分歧显著加剧。

市场中长期支撑逻辑依然坚实：一是流动性环境维持宽松，两市成交额持续维持在 3 万亿元以上的历史高位；二是科技产业基本面持续向好，AI 算力需求爆发、存储芯片价格暴涨、国产替代加速等核心逻辑未被破坏，市场具备韧性支撑。

H 股：周五盘后监管政策或对港股短期造成一定压制，主要指数成分股的变化同样值得重视。美联储新任主席沃什上台，其政策态度亦值得关注。

二、中国债市：本周债市利率先下后上。

债市回顾：流动性仍偏宽松，经济数据驱动长债利率下行。

本周周初债市在经济数据不及预期的带动下走强，下半周在 30Y 国债发行利率偏高、止盈情绪影响下回调。2Y 国债利率下行 1.75BP 至 1.25%，10Y 国债利率下行 0.7BP 至 1.75%，30Y 国债利率下行 2.65BP 至 2.23%。

债市展望：机构策略从信用下沉切换至拉长久期，债市回调风险仍在。

4 月经济数据下降更多表现为受能源冲击一次短期反应。债市在流动性仍充裕、信用利差压缩至极致后，追逐 carry 策略从信用下沉切换至拉长久期，最终我们看起来近期超长债表现也比较强势。

短期内流动性边际收敛但仍宽松，短期机构行为仍会延续并自我强化，长端利率仍在下行。但市场主线最终仍将告别“资金宽松”，转向“通胀约束”。一旦流动性边际收敛，carry 交易逆转，债市可能面临快速回调压力。

三、美股：连续第八周上涨，道指创历史新高。

美股回顾：美债利率走高一度压制美股。

本周美股呈现前半周债市恐慌延伸、周三油价崩跌后强劲反弹、周五道指创历史新高的三段结构。全周 S&P 500 +0.88%、Nasdaq 综合 +0.45%、道指 +2.13%、罗素 2000 +2.72%，连续第八周走升。

从板块来看，本周呈现老经济板块领涨、AI 硬件主题内部分化、软件持续被减仓的三重特征。AI 硬件层面 Dell、HP、Qualcomm 周五跳升，反映 AI PC 周期硬件需求落地；但 Nvidia 财报超预期后市场反应平淡。

美股展望：依然纠缠于蓬勃的科技产业趋势和通胀流动性压力。

美股短期内将处于 AI 强主题、Warsh 上任后政策路径不确定性、持仓集中度处于历史高位三股力量的博弈之中，美股目前估值显著高于 20 年中位数。AI 资本开支占 GDP 比已超过 1990 年代末峰值，但企业利润占 GDP 同步处于历史高位、未见 1990 年代末杠杆+盈利双背离的尾部信号，这是相比 1990 年代末更乐观的结构信号。

短期风险来自两条：（1）通胀粘性预期未出现实质回落、Warsh 上任后加息押注进一步升温推动估值压缩——本周 Waller 公开表态偏鹰继续推升美债利率；（2）伊朗战事再升级或霍尔木兹海峡长期未恢复通航，触发油价新一轮跳升、对 AI 估值的短期利率敏感构成压力。

四、境外利率和汇率：美债长端温和回落，短端反而上行。

本周境外利率汇率回顾：美债利率下行，加息预期回落。

美债收益率本周长端温和回落、短端反向上行，曲线呈温和牛陡。截至周五（5/22）收盘：10 年期 4.558%（下行约 4bp）、30 年期 5.064%（-6bp）、5 年期 4.256%（持平）、2 年期 4.123%（+4bp）。本周核心驱动是周四 Trump 称美伊处在最终阶段触发的油价下跌，美债 10Y 跌约 9bp、30Y 跌约 6bp；CME FedWatch 加息押注从约 85% 回落至约 60%。

美联储主席人选变化成为市场关注焦点，Warsh 5/22 宣誓就任 Fed 主席。首场 Warsh 主持的 FOMC 在 6/16-17。Fed 理事沃勒周五发言称不认为近期应加息但“无法排除”未来加息可能性。密歇根 5 月长期通胀预期最终值上修 0.5pp 至 3.9%。

境外利率汇率展望：美债利率短期易上难下。

我们认为美债当前已经定价了 Brent 85 美元/桶的中枢油价水平和 CPI 3.x% 的通胀环境，10Y 4.5% 的中枢与这一基本面是相符的。但霍尔木兹海峡的不确定性悬而未决，决定了短期内 10 年期利率易上难下。

往前看，美债利率的两个预期差在于：（1）AI 对经济影响的叙事转变为就业替代失业率上升，还是新旧经济继续同时推高通胀？（2）新任主席沃什的政策立场偏鹰还是偏鸽？

中期（6-12 个月）维度下，4.5%+的美债会对经济 and 美股形成负反馈，过去几年多次验证这一规律。这一负反馈会成为美债 6-12 个月维度下“高位回落”的最重要内生机制。

长期（12 个月+）维度下：全球债务难解，期限溢价继续抬升，高位区间长期震荡。

五、商品市场：流动性收紧压制商品表现

本周大宗商品回顾：前期风险溢价较高的核心品种集体遭遇多头获利了结，铜则受益于矿端紧缺的强化，下方支撑强于上方阻力。

其一，本周原油市场波动率显著上升，期货市场呈现明显的"消息驱动"特征。机构投资者多头持仓在周初达到高位后快速减仓，反映市场对地缘局势变化的敏感性。

其二，美联储政策转向鹰派，加息预期重燃，现货黄金一度跌破 4500 美元/盎司心理关口。

其三，铜市正处于"矿端硬缺口"与"宏观逆风"激烈博弈的相持阶段，目前下方支撑强于上方阻力。

全球大宗商品展望：

黄金：短期来看，美元指数走强、美债收益率高企的格局难以快速改变，金价反弹空间仍受限。

铜：短期来看，国内社会库存去化速度能否在铜价回落后重新提速，将是检验下游真实承接意愿的关键变量。

原油：短期原油波动率难以收敛，美伊谈判任何实质性突破或破裂都将引发油价剧烈波动。

目录

一、大类资产价格的表现1

(二) 港股.....2

(三) 中债.....2

(四) 美股.....3

(五) 海外利率.....3

(六) 汇率.....5

(七) 商品.....6

二、市场流动性观察10

(一) 央行流动性投放.....10

(二) A股市场流动性.....10

三、主要高频数据汇总12

四、下周主要关注13

风险分析14

目录

图 1: 全球大类资产表现汇总.....	8
图 2: 本周 A 股市场表现.....	8
图 3: 本周 A 股风格表现.....	8
图 4: 本周中信 I 级行业分类.....	8
图 5: 本周利率表现.....	9
图 6: 本周期限利差.....	9
图 7: 商品表现.....	9
图 8: 外汇表现.....	9
图 9: 海外与中国香港地区主要股指涨跌幅	9
图 10: 主要经济体 10 年期国债收益率.....	9
图 11: 逆回购投放 VS 资金利率	10
图 12: 同业存单利率 (%)	10
图 13: 同业存单发行额 (亿元)	10
图 14: 股票市场成交规模及融资融券交易占比	11
图 15: 新基金发行情况	11
图 16: 螺纹钢表观消费	12
图 17: 全国水泥价格指数.....	12
图 18: 30 城商品房成交 7 天移动平均.....	13
图 19: 乘联会汽车销售数据	13
图 20: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均.....	13
图 21: 重点电厂日耗.....	13

一、大类资产价格的表现

本周为 2026 年 5 月 18 日至 5 月 22 日。

（一）A 股

本周市场上演 N 型走势，多空情绪多次反转，沪指 4100 点失而复得，科创 50 领涨。

周一市场缩量震荡，主要指数走势分化。上证指数微跌 0.09%，创业板指下跌 0.36%，科创 50 逆势上涨 0.8%。板块层面，存储、半导体、煤炭、光伏、储能、特高压等维持强势；午后资金聚焦近端次新股，联讯仪器反超贵州茅台成为 A 股“新股王”。受商用 Token 套餐利好催化，中国电信一度触及涨停。房地产、工程机械、有色金属板块明显承压。

周二市场早盘窄幅整理，午后放量冲高，沪指涨近 1%，创业板指探底回升，算电协同概念股大放异彩，市场逾 3600 股上涨。机构称算力需求快速增长驱动用电量增长，电力股掀涨停潮，上海电力等多股涨停。午后半导体产业链集体走高，耐科装备、沪硅产业 20cm 涨停。机器人概念延续强势，北自科技 4 连板，上海机电、景兴纸业涨停。有色金属板块全面调整，化工股表现欠佳。

周三市场窄幅整理，题材分化明显，半导体产业链爆发，科创 50 大涨逾 3% 创历史新高。上证指数收跌 0.18%，创业板指涨 0.34%。半导体产业链再度爆发，盛剑科技、张江高科等多股涨停，华虹公司、寒武纪均创历史新高。电池产业链大涨，滨海能源、多氟多涨停。电力股大幅调整，京能电力、大唐发电等多股跌停。

周四市场早盘冲高回落，午后主要股指集体下探，上证指数跌逾 2%，失守 4100 点，科创综指跌逾 4%，半导体产业链全线下挫。光学光电子概念股逆势走强，京东方 A、彩虹股份涨停。智能驾驶概念活跃。银行股震荡攀升，建设银行股价站上 10 元创历史新高。半导体、算力硬件产业链大幅下挫，多股跌逾 10%。

周五市场开启反弹，PCB、超硬材料指数爆发，超 3800 股上涨。上证指数收涨 0.87%，收复 4100 点，创业板指涨 2.84%。PCB 概念股掀涨停潮，方邦股份、沪电股份等多股涨停。存储芯片概念午后走强，兆易创新涨超 9% 续创历史新高。CPO 概念股反复活跃，天孚通信涨逾 10%。白酒股持续下挫，皇台酒业逼近跌停。

本周沪指跌 0.54%，创业板指涨 0.24%，科创 50 涨 5.57%，沪深 300 跌 0.30%，中证 500 涨 0.48%，中证 1000 涨 0.12%，中证 2000 涨 0.02%。沪深两市日均成交额为 3.03 万亿元，较上周缩量近 3000 亿元。中信行业方面，多数板块下跌，其中农林牧渔、石油石化、轻工制造板块领跌，仅电子、建材、机械和通信板块收涨。

（二）港股

本周港股市场表现疲软，主要指数全线收跌。美债高位环境下，港股持续承压。本周恒生指数跌 1.37%，收于 25,606 点；恒生科技跌 1.45%，跌至 4869 点。本周初港股市场受外围市场影响出现单边下行，恒生指数一度逼近 25,000 点心理关口。周中市场情绪持续低迷，科技与互联网板块领跌，资金避险情绪浓厚。

细分行业来看，本周资讯科技业、能源业表现靠前，分别上涨 6.46%、0.42%；地产建筑业和非必需消费相对疲弱，分别下跌 5.15%、4.34%。

本周半导体产业链表现强劲，主要系美股科技股表现强势带动，Nvidia 业绩超预期并宣布大规模回购计划，对港股科技板块形成正面带动。相关机构发布汽车产销数据，1-4 月合计来看，汽车销量同比-10.8%，产量同比-5%，反映汽车行业产销双弱，汽车板块跌幅普遍较大。近期二手房成交价转弱，对地产板块也形成不利影响。

周五盘后中国证监会联合八部门发布《综合整治非法跨境证券期货基金经营活动实施方案》，并对老虎证券、富途控股、长桥证券三家境外互联网券商作出行政处罚事先告知。根据该处罚，内资客户会被逐步清退（存量客户只能单向卖出、转出资金，禁止买入和新增入金），或对部分热门港股交易造成影响。

此外，本周恒生指数公司发布季检结果，恒生指数纳入极兔速递、百济神州、中国铝业。恒生科技指数纳入 MINIMAX-W、智谱；剔除金蝶国际、金山软件。

（三）中债

本周债市利率先下后上，周初债市在经济数据不及预期的带动下走强，下半周债市在 30Y 国债发行利率偏高、止盈情绪影响下回调。

本周 2Y 国债利率下行 1.75BP 至 1.25%，10Y 国债利率下行 0.7BP 至 1.75%，30Y 国债利率下行 2.65BP 至 2.23%。

周一债市利率先上后下，盘初债市延续较弱情绪，各期限利率小幅上行。4 月经济数据不及预期，各期限利率转为下行，午后权益市场调整、资金面偏松，债市进一步下行。

周二债市利率延续下行走势，超长端表现较好，早盘债市在资金宽松和经济数据走弱的影响下走强，午后中短端维持高位震荡，超长端普遍下行 2-3BP。

周三债市利率先下后上，长端表现较弱。早盘市场延续下行走势，10Y 国债在 1.74% 位置窄幅震荡。午后 30 年期特别国债续发利率小幅偏高，债市情绪承压，超长端走弱。

周四债市回调，资金面边际收敛压制债市表现，5-7Y 国债利率回调较为明显。

周五债市走势分化，超长端表现强于中短端。早盘债市在税期资金面边际收敛的影响下情绪偏谨慎，午后超长端利率下行走强。

（四）美股

本周美股呈现前段债市恐慌延伸、周三油价下跌后强劲反弹、周五道指创历史新高的三段结构。

全周 S&P 500 +0.88%、Nasdaq 综合 +0.45%、道指 +2.13%、罗素 2000 +2.72%，连续第八周走升。

从板块来看，本周呈现老经济板块领涨、AI 硬件主题内部分化、软件持续被减仓的三重特征。道指本周表现最强（+2.13%）。AI 硬件层面 Dell/HP/Qualcomm 周五跳升反映 AI PC 周期硬件需求落地，但 Nvidia 周三盘后财报超预期并新增 800 亿美元回购授权后市场反应平淡，周四再跌 1.77%、周五跌 1.86%。Anthropic 即将完成新一轮 300+亿美元融资、估值或超 9,000 亿美元，SpaceX 提交 IPO 招股书目标估值约 2 万亿美元。

周一（5/18）：标普连续下跌、油价反弹+长债抛售延续。S&P 500 收 7,403.05（-0.07%）、Dow 49,686.12（+0.32%）逆势收涨、Nasdaq 综合 26,090.73（-0.51%）。Trump 周一晚间叫停原定周二的伊朗打击。

周二（5/19）：标普连续下跌、30Y 美债盘中触 5.19%，为 2007 年以来未见水平。S&P 500 收 7,353.61（-0.67%）、Dow 49,363.88（-0.65%）、Nasdaq 综合 25,870.71（-0.84%）。

周三（5/20）：标普升 1.08%结束三连跌，Trump 称美伊“in the final stages”，油价崩跌，美债同步反弹。S&P 500 收 7,432.97（+1.08%）、Dow 50,009.35（+1.31%）重回 5 万、Nasdaq 综合 26,270.36（+1.54%）。

周四（5/21）：道琼斯 50,285.66 创 2 月以来首个新高，IBM +12.43%；Nvidia 盘后 Q1 业绩超预期但市场反应平淡。S&P 500 收 7,445.72（+0.17%）、Nasdaq 综合 26,293.10（+0.09%）。SpaceX 招股书披露目标估值约 2 万亿美元。

周五（5/22）：标普完成八周连升，道琼斯 50,579.70 创历史新高。S&P 500 收 7,473.47（+0.37%）、Nasdaq 综合 26,343.97（+0.19%）。AI 硬件层面 Dell/HP/Qualcomm 周五跳升反映 AI PC 周期硬件需求落地。

（五）海外利率

美债收益率本周长端温和回落、短端反向上行，曲线呈温和牛陡。截至周五（5/22）收盘：10 年期 4.558%（下行约 4bp）、30 年期 5.064%（-6bp）、5 年期 4.256%（持平）、2 年期 4.123%（+4bp）。本周核心驱动是周四 Trump 称美伊处在最终阶段触发油价下跌，美债 10Y 跌约 9bp、30Y 跌约 6bp；CME FedWatch 加息押注

从约 85%回落至约 60%。

Fed 本周完成换届，Warsh 5/22 宣誓就任 Fed 主席。首场 Warsh 主持的 FOMC 在 6/16-17。Fed 理事沃勒周五发言称不认为近期应加息但“无法排除”未来加息可能性。密歇根 5 月长期通胀预期最终值上修 0.5pp 至 3.9%。

周一（5/18）受周末伊朗局势恶化影响，10Y 升至 4.623%（+2.8bp）、30Y 升至 5.147%（+1.9bp）。

周二（5/19）30Y 盘中触 5.19%，为 2007 年以来未见水平；10Y 触 4.667%，为 2025 年 1 月以来未见水平，英国 30Y Gilts 触 1998 以来高位，日本 JGB 创纪录新高，全球长端债市同步共振。

周三（5/20）Trump 称美伊“in the final stages”，10Y 收 4.572%（-9.5bp）、30Y 5.116%（-6.5bp）开始温和走低。CME FedWatch 加息押注从约 85%回落至约 60%。

周四（5/21）美债 10Y 收 4.586%、30Y 5.090%。

周五（5/22）Warsh 宣誓接任 Fed 主席，Fed 理事 Waller 同日演讲偏鹰。10Y 收 4.558%（-2.8bp）、30Y 5.064%（-4.8bp）；2Y 收 4.121%。

我们认为美债当前已经定价了 Brent 85 美元/桶的中枢油价水平和 CPI 3.x% 的通胀环境，10Y 4.5% 的中枢与这一基本面是相符的。但霍尔木兹海峡的不确定性悬而未决，决定了短期内 10 年期利率易上难下。

往前看，美债利率的两个预期差在于：（1）AI 对经济影响的叙事转变为就业替代、失业率上升，还是新旧经济继续同时推高通胀？（2）新主席沃什的底色是鹰是鸽？

中期（6-12 个月）维度下，4.5%+ 的美债会对经济和美股形成负反馈，过去几年多次验证这一规律。这一负反馈会成为美债 6-12 个月维度下“高位回落”的最重要内生机制。

如果 10Y 美债突破 4.8% 并向 5% 靠拢，6-12 个月维度内大概率重演过去几年的经济承压、失业率走高、美债利率阶段性回落模式。但回落的前提是先看到负反馈实质发生，而不是先于负反馈定价。也就是说，10 年期美债重新回落至 4.0%-4.5% 之间，要么看到霍尔木兹海峡的实质性通航，要么看到失业率大幅走高。

长期（12 个月+）维度下，全球债务难解，期限溢价继续抬升，高位区间长期震荡。

本周美伊和平谈判出现进展迹象，原油价格从四年来高点回落，英债和德债 10 年期利率均有所下行，其中英债下行 27.5 个 BP 至 4.90%，德债下行 12.0 个 BP 至 3.03%，日债则微幅上行 6.0 个 BP 至 2.77%。

本周英债下行 27.5 个 BP 至 4.90%。4 月份零售销售暴跌以及美伊谈判紧张局势边际缓和主导了本周走势，加之此前通胀数据低于预期促使交易员削减对英格兰银行加息的押注，本周英债利率明显回落。

本周德债下行 12.0 个 BP 至 3.03%。受原油价格回落缓解通胀预期，带动德债利率下行，使其摆脱了多年来的高位。此外，市场目前完全预期欧洲央行今年将加息两次，第三次加息的概率为 60%。

本周日债上行 6.0 个 BP 至 2.77%。尽管国内核心通胀降至 1.4% 放缓了日本银行近期加息的压力，但投资者继续评估围绕美伊和平谈判的混合信号，这使得市场对通胀风险和未来加息前景保持谨慎，日债利率小幅上行。

短期内，随着市场对地缘政治风险的担忧情绪有所缓解，油价趋于回落，多数非美利率短期趋于下行。但考虑到美伊问题的不确定性，市场在此过程中仍将来回波动。

（六）汇率

美元继续小幅上涨，但高利率压制经济的担忧正在加剧。

本周外汇市场整体呈现“美元小幅上涨、非美货币分化”的格局，美元指数上涨 0.07%。G10 货币中，英镑、瑞典克朗、挪威克朗、纽元和瑞郎表现较强，分别上涨 0.86%、0.88%、0.37%、0.31% 和 0.25%；欧元、日元、加元和澳元偏弱，分别下跌 0.18%、0.25%、0.48% 和 0.24%。亚洲货币中，人民币表现稳中偏强，在岸人民币上涨 0.15%，离岸人民币上涨 0.26%，韩元等货币相对偏弱。整体来看，在全球国债收益率走高的背景下，商品属性货币走势开始显著分化，反映外汇市场对经济增长的担忧边际升温。

从交易日节奏来看，美元指数本周整体先弱后强，最终震荡小幅收涨。

周一美元偏弱，主要受油价回落、美债收益率下行影响，市场阶段性交易通胀压力缓和。

周二美元低位反弹，地缘风险反复叠加美联储偏谨慎预期，使市场对降息交易有所降温。

周三美元冲高后回落，美联储会议纪要显示通胀粘性仍强、降息门槛偏高，但油价回落限制了美元上行空间。

周四美元波动加大，市场在“中东风险支撑避险美元”和“油价下跌压低通胀预期”之间反复切换。

周五美元重新走强，美元指数回到 99.3 附近，说明市场短期并未完全转向宽松交易，美元仍受美债利率、地缘风险等因素共同支撑。

人民币本周稳中偏强，在岸人民币上涨 0.15%，离岸人民币上涨 0.26%，USDCNY 在 6.79 附近，USDCNH 在 6.80 附近。短期看，人民币更多是跟随美元指数窄幅波动，而非形成独立趋势。但值得注意的是，当前境内

美元隔夜拆借利率边际上行，外汇流入境内的强度相较一季度或有所下降。

展望后市，美元短期或维持震荡偏强，人民币预计继续偏稳运行。短期外汇主线仍是美元能否突破 99.5—100 区间。若油价重新上行、地缘风险升温、美债收益率反弹，美元仍有偏强动力，欧元、日元及高 beta 亚洲货币可能继续承压；若油价跌破关键位置并带动美债利率下行，美元反弹空间可能受限。

（七）商品

大宗商品：前期风险溢价较高的资产集体遭遇多头获利了结。

黄金：现货黄金一度跌破 4500 心理关口，本周最关键的影响因素来自加息预期重燃。

5 月 20 日公布的 4 月 FOMC 会议纪要显示，大多数与会官员强调，如果通胀持续高于 2%，政策收紧可能变得必要。这是自 2023 年以来美联储首次在官方文件中严肃讨论加息可能性，标志着政策风向显著转向鹰派。作为零息资产，黄金的持有成本大幅抬升，资金配置意愿下降。

本周黄金一度跌破 4500 美元/盎司关键心理关口，最低下探至 4488.91 美元/盎司，为 3 月 31 日以来新低。截至 5 月 22 日，现货黄金报 4508.93 美元/盎司，累计下跌 0.67%。

原油：美伊谈判主导市场情绪。

本周原油市场的核心矛盾围绕美伊谈判进程展开。周初，美伊双方释放强硬信号，谈判陷入僵局，推动油价冲高。然而，随着谈判出现缓和迹象，市场风险溢价快速回落，导致油价大幅回调。特朗普宣布暂停原定对伊朗的军事袭击，为和平谈判留出空间，并表示谈判处于“最后阶段”。这一消息直接导致油价从高位回落。但双方在铀浓缩等核心问题上仍存在较大分歧，谈判前景充满不确定性。

尽管地缘溢价回落，但原油供需基本面依然紧张。EIA 数据显示，截至 5 月 15 日，美国原油库存下降 786 万桶，汽油库存下降 155 万桶，显示需求端保持强劲。IEA 警告，3-4 月全球石油库存以约 400 万桶/日的速度下降，夏季需求高峰临近可能加剧市场紧张。OPEC+减产计划持续执行，4 月该组织整体日产量环比减少 172.7 万桶，沙特产量降至 631.6 万桶/日，创 1990 年海湾战争以来最低水平。尽管 OPEC+计划 6 月小幅增产，但增量有限，难以弥补中东地区供应缺口。

本周 WTI 油收报 96.6 美元/桶，累计下跌 8.37%。

铜：矿端紧缺逻辑强化支持价格表现，铜价在宏观逆风与产业现实的拉锯中维持高位震荡。

尽管宏观层面鹰派预期仍给市场带来压力，但矿端紧缺逻辑有所强化。内铜精矿现货加工费（TC）加速下跌，已跌破-100 美元/干吨历史关口，反映全球铜精矿正经历结构性供给危机。海关数据显示，4 月我国铜矿砂及其精矿进口量环比下降 10.59%，智利、秘鲁等主产国输送量均有回落。

此外，霍尔木兹海峡通航受限致中东硫磺出口锐减，叠加中国 5 月起暂停冶炼酸和硫磺制酸出口，全球硫酸供应急剧萎缩。

库存方面，上期所铜周度库存结束九连降，转而呈小幅累积态势，截至 5 月 22 日当周增至 183,447 吨，较前周增加 2,804 吨，但仍为今年 1 月初以来低位，对铜价仍构成支撑。

本周 LME 铜收报 13614.84 美元/吨，累计上涨 0.83%。

国内黑色：整体呈现全面下跌格局。

本周黑色系商品的普跌格局主要受到以下几方面因素影响。从成本端来看，焦煤价格的大幅下跌打开了焦炭的下跌空间，进而削弱了成材的成本支撑。

从需求端来看，5 月下旬传统淡季特征逐渐显现，房地产和基建项目开工率环比回落，钢材表观消费量走弱，钢厂利润持续压缩导致减产预期升温。从供给端来看，铁水产量维持高位但增速放缓，原料端供需矛盾逐步累积。

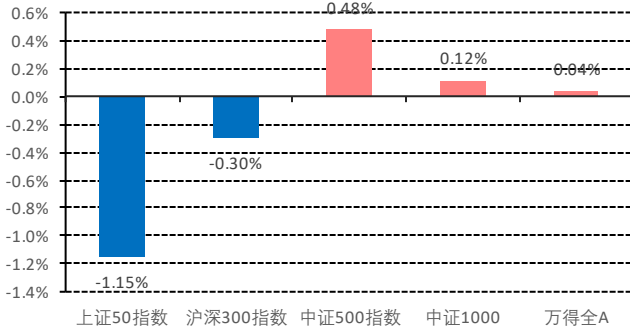
本周螺纹钢收报 3169.13 元/吨，累计下跌 1.91%。

图 1: 全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅 (2026.05.18—2026.05.22)									
国内股票		国内债券及国债期货		商品		外汇		海外股指及国债	
上证指数	-0.54%	1年国债 (BPs)	1.95	黄金	-0.67%	美元指数	0.07%	标普500	0.88%
深证指数	0.23%	5年国债 (BPs)	-1.55	WTI原油	-8.37%	在岸人民币	0.00%	纳斯达克指数	0.45%
创业板指数	0.24%	10年国债 (BPs)	-0.12	LME铜现货	0.83%	离岸人民币	0.24%	道琼斯指数	2.13%
科创50指数	5.57%	2年国开 (BPs)	-2.11	上海螺纹钢	-1.91%	欧元	-0.18%	伦敦金融时报100指数	2.66%
上证50	-1.15%	5年国开 (BPs)	-3.02	南华工业品	-2.10%	英镑	0.86%	巴黎CAC40指数	2.08%
沪深300	-0.30%	10年国开 (BPs)	-0.55	南华农产品	0.62%	日元	-0.25%	德国DAX指数	3.78%
中证500	0.48%	TS	0.04%	南华能化品	-3.50%	瑞郎	0.24%	10年期美债 (BPs)	9.00
中证1000	0.12%	TF	0.08%	南华综合指数	-1.63%	加元	-0.48%	10年期德债 (BPs)	-2.00
万得全A	0.04%	T	-0.11%	CRB综合指数	-3.23%	澳元	-0.24%	10年期日债 (BPs)	12.00

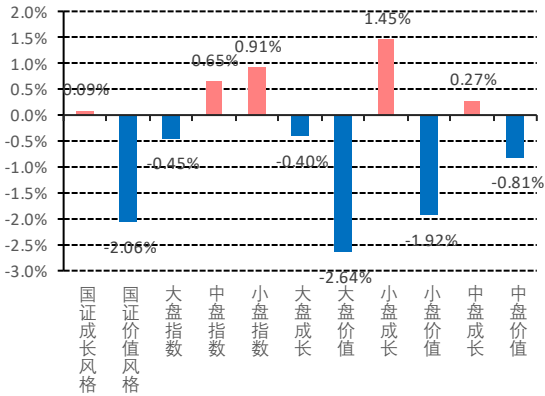
数据来源: Wind, 中信建投

图 2: 本周 A 股市场表现



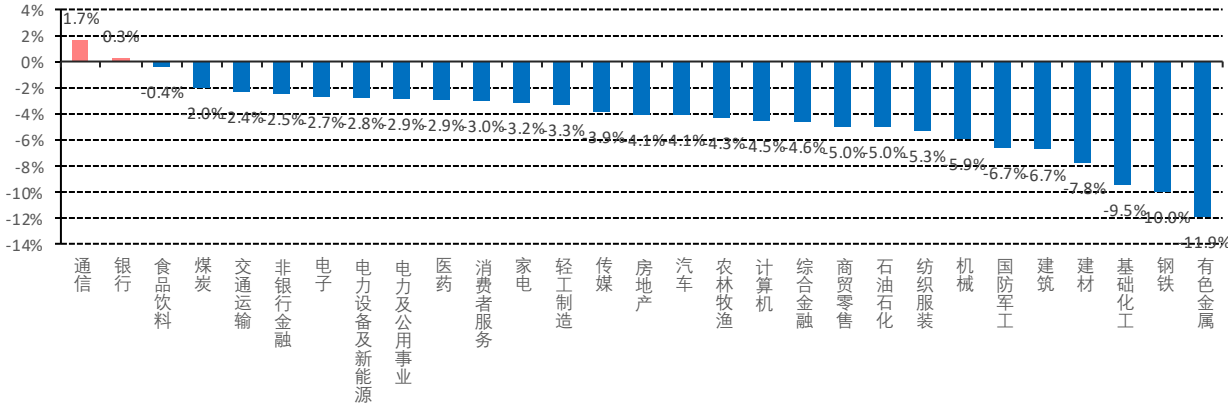
数据来源: Wind, 中信建投

图 3: 本周 A 股风格表现



数据来源: Wind, 中信建投

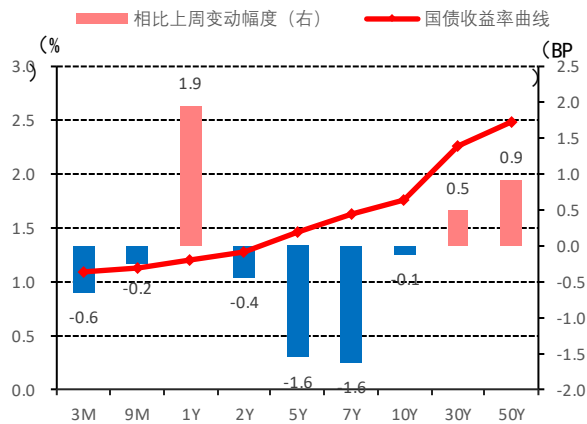
图 4: 本周中信 I 级行业分类



数据来源: Wind, 中信建投

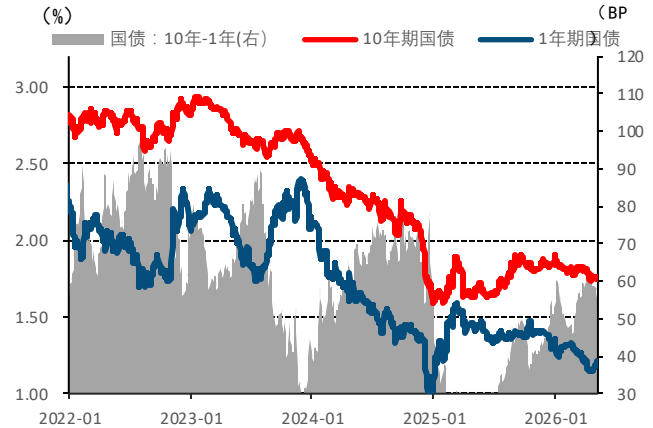


图 5: 本周利率表现



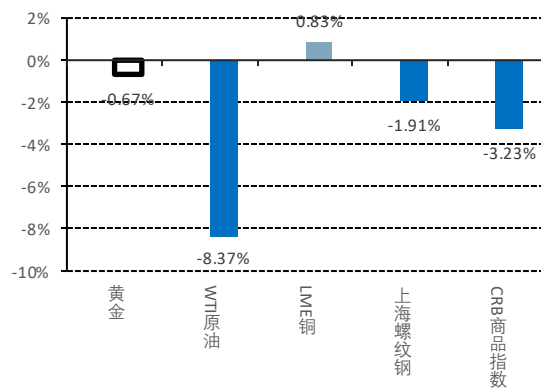
数据来源: Wind, 中信建投

图 6: 本周期限利差



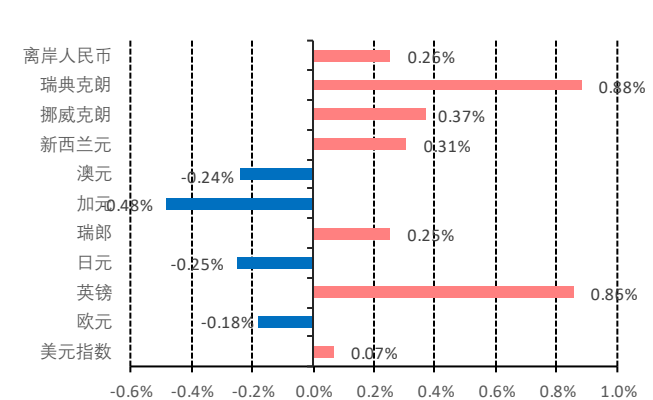
数据来源: Wind, 中信建投

图 7: 商品表现



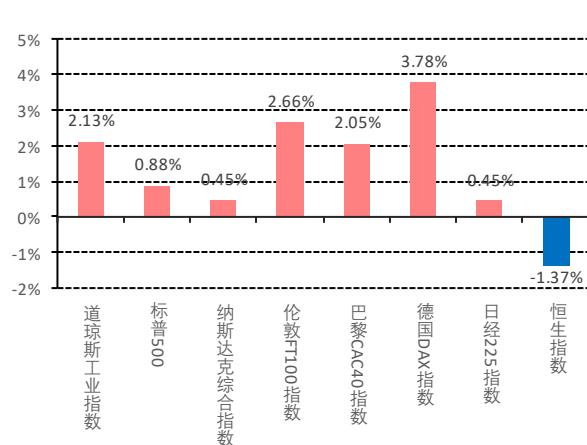
数据来源: Wind, 中信建投

图 8: 外汇表现



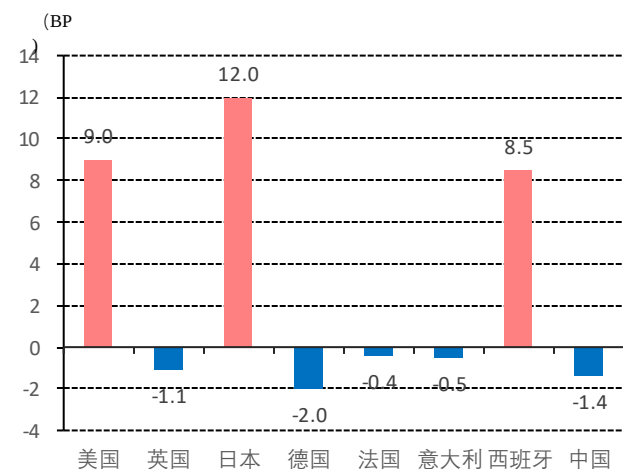
数据来源: Wind, 中信建投

图 9: 海外与中国香港地区主要股指涨跌幅



数据来源: Wind, 中信建投

图 10: 主要经济体 10 年期国债收益率



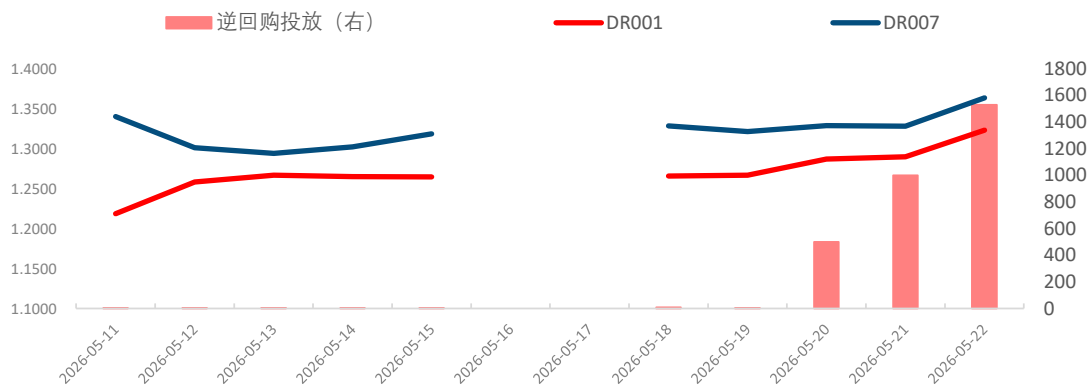
数据来源: Wind, 中信建投

二、市场流动性观察

（一）央行流动性投放

本周央行公开市场操作共有 30 亿元 7 天逆回购与 8000 亿元买断式逆回购到期，累计开展了 3045 亿元 7 天逆回购、300 亿元 21 天国库现金定存、700 亿元 1 个月国库现金定存操作，央行本周全口径净回笼 3985 亿元。本周 DR007 在 1.32%-1.36% 之间运行，周均值较上周上行 2.27BP 至 1.33%。

图 111: 逆回购投放 VS 资金利率



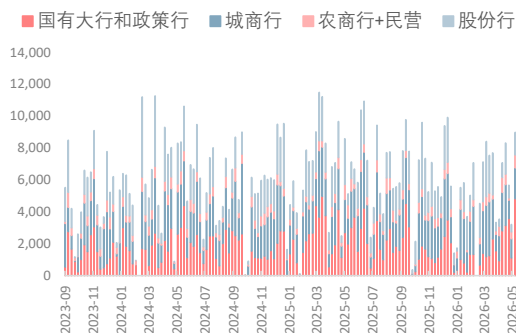
数据来源: Wind, 中信建投证券

图 12: 同业存单利率 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图 13: 同业存单发行额 (亿元)



数据来源: Wind, 中信建投

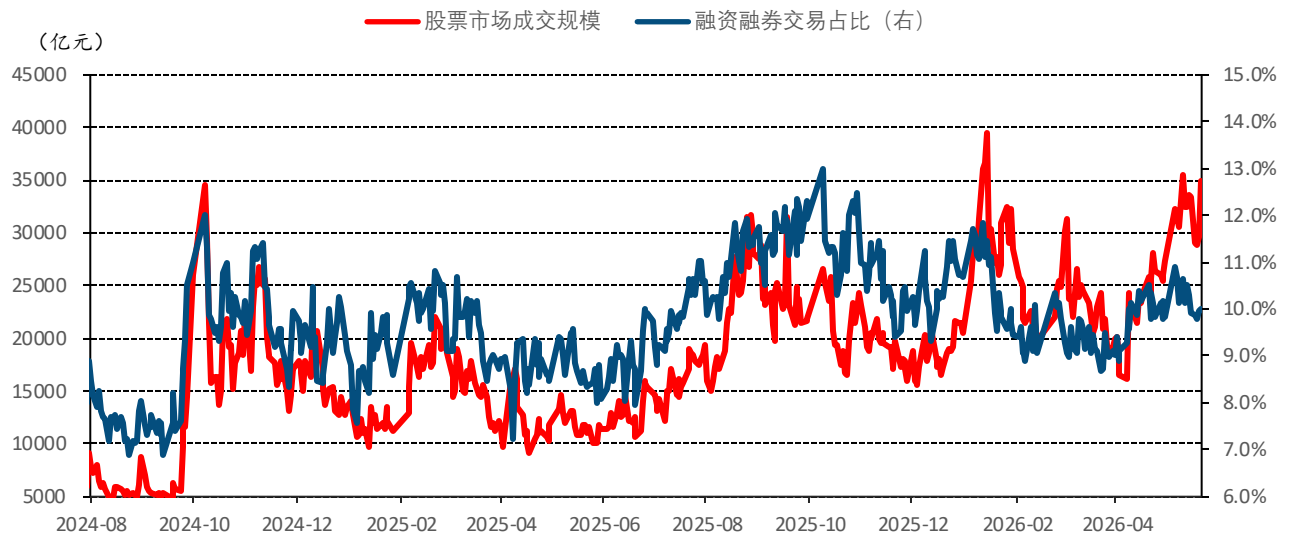
（二）A 股市场流动性

本周市场交投活跃，沪深两市日均成交额为 3.03 万亿元，较上周缩量近 3000 亿元。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

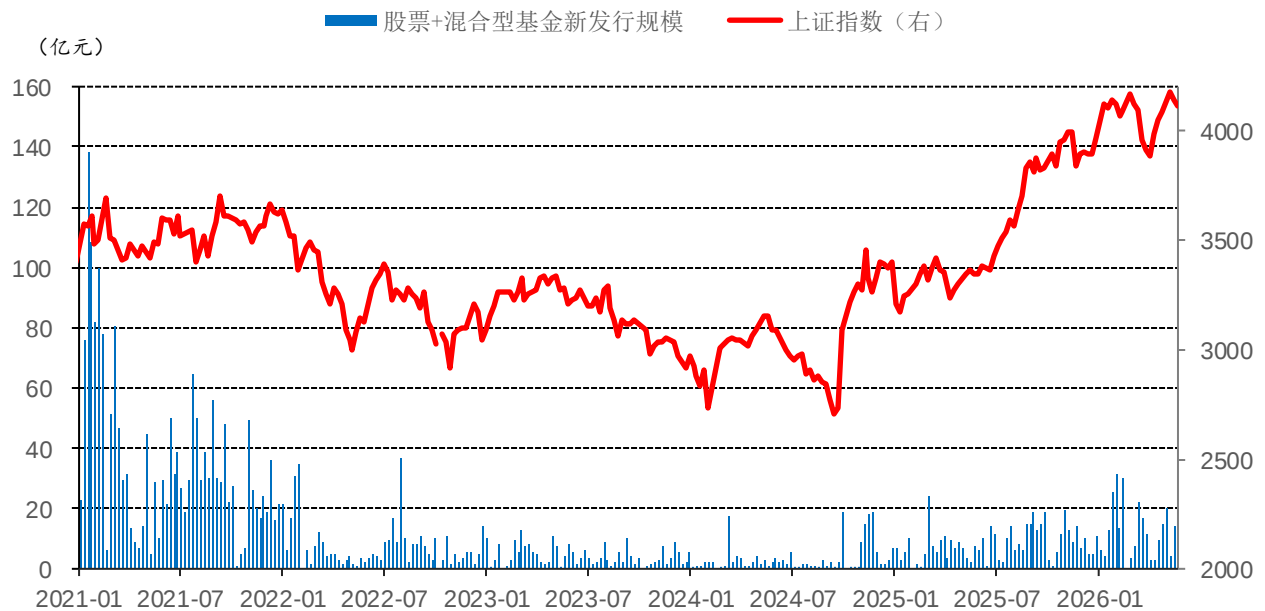
两市成交额持续维持在 3 万亿元以上的历史高位，显示市场流动性仍保持较高水平。

图 14: 股票市场成交规模及融资融券交易占比



数据来源: wind, 中信建投证券

图 15: 新基金发行情况



数据来源: wind, 中信建投证券

三、主要高频数据汇总

5月出口高频数据整体仍有韧性，但港口货物吞吐量边际走弱。

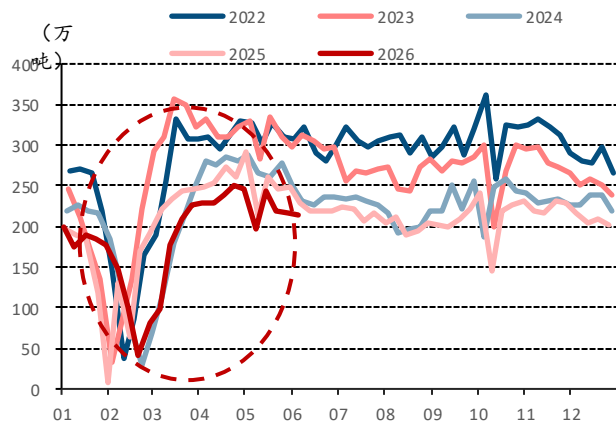
5月第二周（5/11-5/17）中国港口集装箱吞吐量 656.9 万标箱，同比增长 3.71%。港口货物吞吐量 2.59 亿吨，同比下滑 1.79%，出口高频数据有所走弱。

运价维度，近期运价持续提升。反映执行运价的中国出口集装箱（CCFI）美西航线运价指数 5 月 22 日报 984.19 点，较上期小幅提升。CCFI 欧洲航线运价指数 5 月 22 日报 1585.49 点，较上一期同样提升。

5月韩国出口景气度依然维持高位。5月前20日韩国出口同比增长 64.8%，较上一期有所提升；韩国5月前20日半导体出口景气度维持较高水平，半导体出口同比增长 202.13%（上月同期为+182.54%），汽车及零部件出口下滑，同比-6.56%（上月同期为-12.84%）。

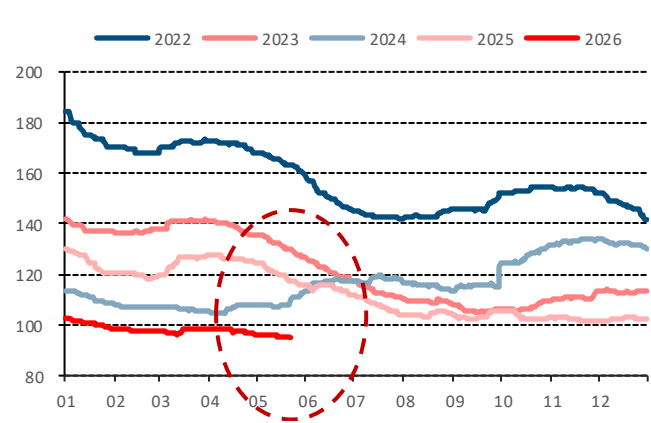
越南最新披露的5月上半月进口数据也反映出较高景气度。越南5月上半个月进口同比+39.03%，相对上月水平（38.08%）提升。细分行业中，电子产品（电子零件、电脑备件、手机及零部件）进口保持较高增速，同比增长 61.52%，上月同期为 62.84%。

图 16: 螺纹钢表观消费



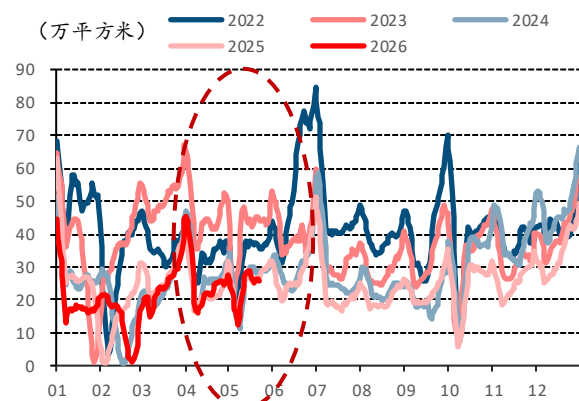
数据来源：Wind，中信建投

图 17: 全国水泥价格指数



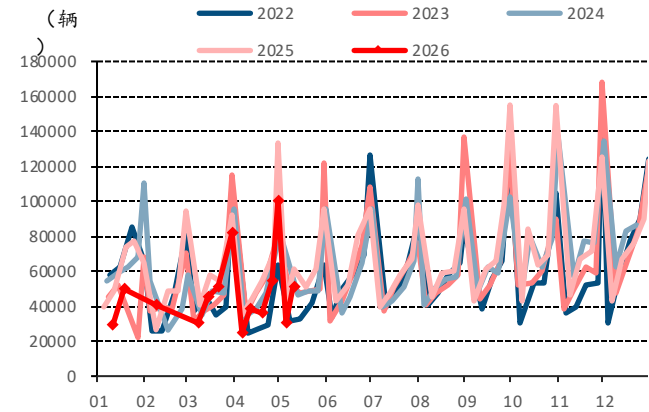
数据来源：Wind，中信建投

图 18: 30 城商品房成交 7 天移动平均



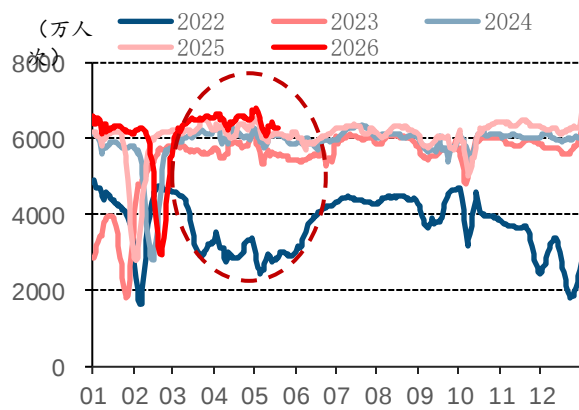
数据来源: Wind, 中信建投

图 19: 乘联会汽车销售数据



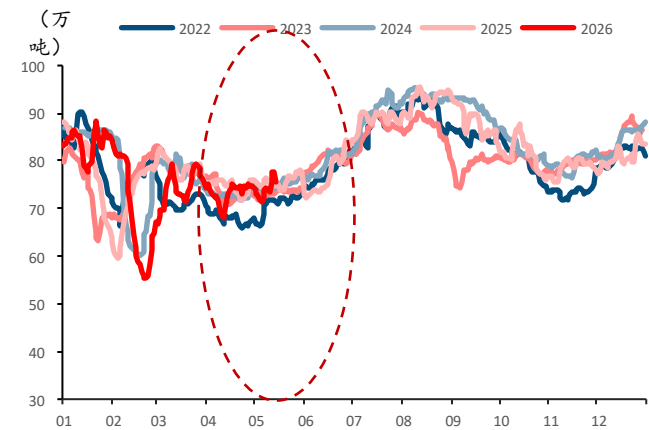
数据来源: Wind, 中信建投

图 20: 全国 10 城地铁客流量 7 天移动平均



数据来源: Wind, 中信建投; 注: 10 城分别为北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、郑州

图 21: 重点电厂日耗



数据来源: iFinD, 中信建投

四、下周主要关注

- ①美国 4 月 PCE 数据。
- ②中国 5 月官方制造业 PMI。

风险分析

中东地缘冲突进一步升级的风险。若伊朗局势恶化、霍尔木兹海峡长期断航，油价可能突破 100 美元/桶，引发全球滞胀风险，拖累经济增长并压制风险资产估值。

美国关税政策不确定性。全球 15% 关税实施节奏及 232 条款新调查可能加剧贸易摩擦，推升进口成本和通胀预期，对全球供应链和企业盈利形成冲击。

私募信贷基金流动性风险蔓延。若更多基金触发赎回限制或被迫折价出售资产，可能引发更广泛的信贷市场传染，冲击金融板块及市场风险偏好。

国内经济复苏不及预期。消费和地产修复持续性仍存不确定性，若需求端持续疲弱，则经济回升动力将明显减弱。美联储降息路径不确定性加大，油价冲击叠加就业数据波动，货币政策节奏可能反复，对全球流动性和资产定价产生扰动。

分析师介绍

周君芝

浙江大学经济学博士，现任首席宏观分析师。

曾获 2023 年 wind 第 11 届金牌分析师宏观第一；2023 年 21 世纪金牌分析师宏观第四；2023 年第 11 届 choice 最佳分析师宏观第三。

曾于 2017-2020 年连续四年荣获“新财富”宏观第一名（团队核心成员），2017-2020 年连续四年荣获卖方分析师“水晶球”奖第一名（团队核心成员）。

吴彬

香港中文大学（深圳）经济学硕士。

专注汇率和流动性研究

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk