



2023年05月28日

美联储6月加息25bp概率上修

——FICC&资产配置周观察[2023/05/22-2023/05/28]

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

- 1.《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 2.《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》
- 3.《美债收益率曲线及中美国债利差》
- 4.《10Y国债收益率降至2.8%下方，海外“浅”衰退下商品承压》
- 5.《存款利率下行，债牛或延续》
- 6.《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 7.《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》

投资要点

- **美国6月加息25bp概率上修，债务上限问题或有惊无险落地。**美国2023年Q1实际GDP年化季率终值上修0.2.pct至1.3%，核心PCE通胀数据仍具粘性叠加劳动力市场仍较强劲，美国经济韧性带动CME FedWatch预期6月议息会议FFTR按兵不动概率降至35.8%，而加息25bp概率升至64.2%。雇佣劳动报酬水平对冲超额储蓄消耗，支撑美国4月个人消费支出同比较上月升0.51pct至5.73%，结束连续两月增速同比回落趋势。当前拜登与麦卡锡就联邦政府债务上限与预算达成初步一致，提出将提高债务上限至33.2万亿美元。6月5日美国出现债务违约风险暂解除，金融市场Risk-off交易情绪收敛，关注后续谈判开支削减幅度。
- **国内企业库存去化有所提速。**2023年1-4月全国规上工业企业利润总额累计同比降20.6%，降幅连续第二个月收窄。4月规上工业企业产成品存货同比录得5.90%，较上月大幅同比回落3.2pct，虽含一定价格下行因素，但整体指向企业去库有所提速。4月金融数据存贷双降，流动性于金融体系内有所淤积，居民杠杆意愿较弱。通胀低位运行、地产投资降幅扩大，青年就业形势较严峻，综合看仅外贸、基建与制造业投资相对稳健。长周期视角下，我们认为经济逐步向被动去库过渡，且该逻辑或于6月及三季度延续。考虑低基数，Q2有望实现同比6%以上增长。全年整体基调或属于低基数背景下恢复性增长，并非刺激性复苏。
- **国内债市环境中性，建议以票息策略为主。**本周资金面延续宽松，5月LPR报价按兵不动，延续MLF步调。周二城投债舆情引发权益市场波动，中债10年期国债收益率当日报收2.6962%创年内新低，2.7%的位置阻力较强，周五报收2.7205%。我们认为债市当前整体环境偏中性，经济复苏偏弱及存款利率下调、理财净值回暖、资产荒等逻辑计价相对充分，预期差或较小，利率下行动能相对有限且赔率降低。当前短久期产品交易拥挤度较高，方向的选择需新政策或数据催化。但由于地产投资、销售端表现仍平淡，收益率向上风险也不会太大。以长端收益率为锚，若回调至2.75%左右水平，反而可能迎来做多机会。方向上主要看降息预期、内需、外需以及居民中长期贷款下行趋势能否扭转等因素间的博弈。
- **美国原油库存下降支撑油价，贵金属再度布局时点或临近。**本周国内黑色商品延续调整；贵金属、铜价低位盘整；油价企稳并小幅反弹；碳酸锂价持平于上周，磷酸铁锂价格有所反弹。随美国债务上限谈判取得一定进展，市场担忧或有所缓解；但俄罗斯和沙特对于继续减产的信息有所冲突。贵金属方面，近两周美元反弹及加息预期上修，金银商品价格有所调整。但全年来看美国TIPS利率和美元仍存下行空间，叠加全球央行购金支撑，预计美联储确认货币政策转向后，金价可能迎来新的高点，但右侧中后段交易下预计波动会加大。
- **美元延续反弹至104上方。**3月末至今美元兑人民币汇率由6.8升至7.06，或主要源于：美元短期走强；国内经济内生动能不足；中美10Y国债利差走扩至108BP，利率平价定律支撑美元；银行结汇需求整体弱于购汇意愿；3月我国对美债环比净增持205亿美元，结束净减持趋势；国内出口动能或持续有限。我们认为本币汇率短期或延续震荡，出现趋势性升值与贬值可能性均较小。三季度我国复苏趋势或愈渐明朗正式转入被动去库，本币汇率有望重拾升势进入上行通道。汇率博弈核心在于两国经济基本面与市场预期期间的边际变化。
- **权益市场下行风险基本释放，胜率较高。**本币汇率短期走弱或对A股市场风险偏好形成一定约束，港股近期也因美元走强而延续磨底。但当前市场对国内海外阶段性风险定价告一段落，中期我们认为可适当乐观。当前股债比为33.6，处性价比较高区间。复盘经济周期资产表现，权益市场在复苏初期并不逊于债券，长周期配置角度看，对于后市亦不必悲观。
- **风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

正文目录

1. 资产配置核心观点	5
2. 债券市场	11
2.1. 国内债市	11
2.2. 海外流动性观察	13
2.3. 基准利率及债市情绪	14
3. 商品市场	16
4. 外汇市场	18
5. 经济日历	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 大类资产周表现汇总[休市则显示最近交易日数据]	5
图 2 美国 PCE 及核心 PCE	6
图 3 美国个人消费支出及同比	6
图 4 M2 同比和社融存量同比	7
图 5 居民新增中长期贷款下滑	7
图 6 规上工业企业利润累计同比及产成品存货同比	7
图 7 中国贸易差额与银行代客结售汇差额	7
图 8 海外投资者对美债持有情况	9
图 9 外资对中国债券月度变化及中美 10Y 国债利差	9
图 10 2022 年来本币汇率与权益市场联动增强	10
图 11 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动	10
图 12 公开市场操作货币净投放[逆回购]	11
图 13 MLF+TMLF 合计净投放	11
图 14 银行间质押式回购总量	11
图 15 商业银行净息差	11
图 16 新增国债及政金债发行规模	11
图 17 新增地方政府债券发行规模	11
图 18 信用利差与期限利差	12
图 19 国开债期限利差	12
图 20 IRS 质押式回购定盘利率	12
图 21 AAA 同业存单收益率	12
图 22 国债期货收盘价	12
图 23 投资级中资美元债	12
图 24 中美 10 年期国债利差	13
图 25 美国 M2 同比转负, %	13
图 26 美联储总资产及联邦基金利率	13
图 27 海外国债收益率	13
图 28 美国成屋房价中位数及房贷利率	13
图 29 TED 利差	13
图 30 美债长短端收益率走势	14
图 31 最新存款基准利率[2015 年 4 月调整至今]	14
图 32 国有行存款利率[以建行为例]	14
图 33 主要产品利率走势	14
图 34 央行政策利率走廊	15
图 35 存款基准利率变化	15
图 36 贷款市场报价利率[2022 年 8 月调整至今]	15
图 37 隐含税率“牛市下行 熊市上行”	16
图 38 商品综合指数及黑色指数, 点	16

图 39 铁矿石与螺纹钢指数, 点	16
图 40 焦煤、焦炭价格, 点	16
图 41 原油价格指数	16
图 42 贵金属指数	17
图 43 工业金属指数	17
图 44 农产品价格指数, 点	17
图 45 高炉开工率	17
图 46 国产锂价	17
图 47 钴价	17
图 48 美元兑人民币、美元兑日元汇率	18
图 49 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	18
图 50 下周主要经济事件及数据	18

1.资产配置核心观点

本周主要资产表现回顾：美元>美股>国内利率债>贵金属商品>A股>黑色商品

图1 大类资产周表现汇总[休市则显示最近交易日数据]

2023/5/26	指标名称	现价	本周涨跌幅[%，bp，点]	本月涨跌幅[%，bp，点]	年初至今涨跌幅[%，bp，点]
权益	上证指数	3212.50	-2.16	-3.33	3.99
	深证成指	2012.49	-0.92	-2.12	1.87
	创业板指	2229.27	-2.16	-4.11	-5.01
	沪深300	3850.95	-2.37	-4.42	-0.53
	恒生指数	18746.92	-0.90	-5.77	-5.23
	恒生科技	3691.16	-1.35	-5.39	-10.60
	日经225	29157.95	1.04	1.04	11.74
	韩国综指	2500.94	-0.02	-0.02	11.83
	道琼斯工业	33093.34	-1.00	-2.95	-0.16
	纳斯达克	12975.69	2.51	6.13	23.97
	标普500	4205.45	0.32	0.86	9.53
	欧元区STOXX50	4337.50	-1.32	-0.50	14.34
	英国富时100	7627.20	-1.67	-3.09	2.35
	德国DAX	6333.79	-1.81	-1.82	11.27
法国CAC40	7319.18	-2.31	-2.30	13.06	
债券	DR001	1.40	-0.27	-73	-63
	DR007	1.99	11.92	-32	-37
	R001	1.53	1.44	-70	-88
	R007	2.15	20.23	-22	-64
	SHIBOR:隔夜	1.44	3.00	-70	-52
	SHIBOR:7天	1.99	8.20	-31	-23
	中债国债收益率:10Y	2.72	0.54	-6	-11
	国债期货收盘价格:10Y	101.36	0.06	0.1	1.14
	FR007 IRS:1Y	2.10	-4.49	-23	-8
	同业存单收益率AAA:1Y	2.44	-5.17	-14	-5.6
	中资地产美元债BBB:3Y	3.53	52	68	-84
	美国国债收益率:10Y	3.80	10	36	-8
	中美国债利差:10Y	108	9	42	3
	10s2s美债利差	-74	-16	-14	-21
	10s3m美债利差	-154	5	12	-100
	美国TED利差	14	4	-6	-16
	英国国债收益率:10Y	4.22	20.2	48	42
德国国债收益率:10Y	2.52	7.0	16	1	
法国国债收益率:10Y	3.09	8.8	20	-2	
日本国债收益率:10Y	0.44	1.70	4	-1	
商品	ICE布油	76.95	1.81	-3.26	-10.43
	NYMEX WTI原油	72.67	1.57	-5.35	-9.46
	伦敦金现	1946.13	-1.78	-2.19	6.77
	COMEX黄金	1946.10	-1.71	-2.67	6.34
	COMEX白银	23.46	-2.19	-7.31	-3.00
	LME铜	8139.00	-1.25	-5.31	-2.81
	SHFE螺纹钢	3493.00	-4.17	-4.56	-14.91
	DCE铁矿石	709.50	-3.60	-0.63	-17.79
	南华有色金属	1519.67	-1.59	-5.27	-10.17
	南华农产品	1044.04	0.34	-0.93	-7.00
外汇	美元指数	104.21	1.0213	2.5489	0.7239
	美元兑人民币	7.0547	0.0312	0.1263	0.1033
	港元兑人民币	0.9012	0.0030	0.0191	0.0103
	英镑兑美元	1.2349	-0.0096	-0.0213	0.0254
	欧元兑美元	1.0751	-0.0057	-0.0230	0.0085
美元兑日元	140.62	2.7015	4.2900	9.4950	

资料来源：Wind，东海证券研究所

海外经济：6月美联储加息 25BP 概率上修

美国金融条件紧缩周期已处尾声,但正式暂停加息时点尚不明确。自 2022 年 3 月至今,美联储已连续加息 10 次,累计上调联邦基金目标利率[FFTR]500bp 至当前 5.00%-5.25% 区间。虽银行风险事件、债务上限风波对美联储缩表进程形成扰动,但总体而言美国当前经济仍具韧性,本周公布美国一季度实际 GDP 年化季率终值上修 0.2.pct 至 1.3%。

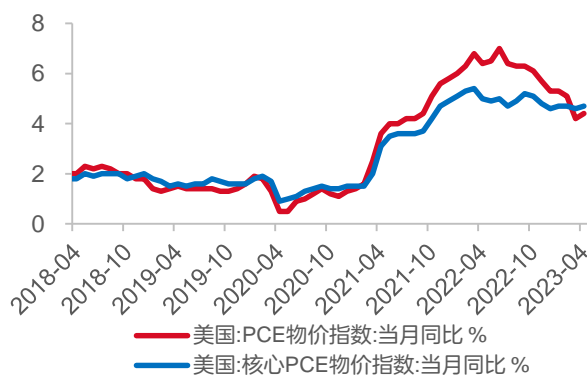
美联储观察指标之一：通胀数据仍具粘性。据美国劳工部,美国一季度核心 PCE 终值上修 0.1pct 至 5.0%;美国 4 月 PCE 同比升 4.4%,高于预期值 4.3%与前值 4.2%;核心 PCE 同比升 4.7%,高于预期和前值的 4.6%;4 月 PCE 与核心 PCE 环比读数均为 0.4%,亦均高于市场预期。作为美联储最关注的通胀指标,核心 PCE 指向通胀粘性仍高,其中二手车的贡献较强。

美联储观察指标之二：劳动力市场仍较强劲。据美国劳工部,4 月美国非农业部门新增就业人数为 25.3 万,远超市场预期 18.5 万人。4 月美国失业率录得 3.4%,连续两月下降。劳动参与率则持平于 62.6% 较高水平,薪资水平亦仍维持高位。

6 月美联储加息 25BP 概率上修。据 CME FedWatch,6 月 FOMC 议息会议中 FFTR 按兵不动概率由一周前的八成以上降至 5 月 28 日的 35.8%,而 FFTR 加息 25BP 至 5.25%-5.50% 概率升至 64.2%。此外,雇佣劳动报酬水平对冲超额储蓄的消耗,年内消费或仍有支撑,美国 4 月个人消费支出同比较上月升 0.51pct 至 5.73%,结束连续两月增速同比回落趋势。关注下周 5 月非农数据发布情况,若再度超出市场预期,加息预期则或进一步升温。

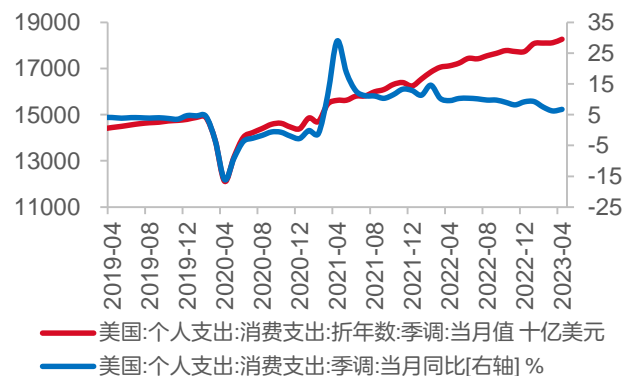
我们预计两党美国债务上限问题将有惊无险地达成。当前美国总统拜登与众议院议长麦卡锡就联邦政府债务上限与预算达成初步一致,提出将提高债务上限至 33.2 万亿美元,为期两年。至此 6 月 5 日美国出现债务违约的风险暂解除,金融市场 Risk-off 交易情绪收敛。回顾美国债务总额于 1 月 19 日触及法定债务上限 31.4 万亿美元,随后财政部动用 TGA 财政储备账户维持支出,但虽 4 月美财政部税收收入超预期回落,市场对于财政资金耗尽的最后期限 X-Date 由三季度提前至 6 月初。回溯 2011 年美国两党于债务临近违约前几小时才达成妥协,引发美股大跌和金价大幅上行。当前以麦卡锡为首的共和党要求削减预算,而拜登则要求麦卡锡同意推行新的富人税,维持当前支出水平,后续关注谈判内容中对开支削减幅度情况。

图2 美国 PCE 及核心 PCE



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 美国个人消费支出及同比



资料来源: Wind, 东海证券研究所

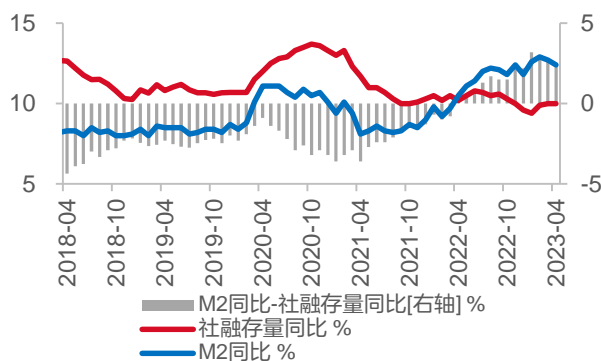
国内经济：企业库存去化有所提速

国内企业库存去化有所提速。2023年1-4月全国规上工业企业利润总额累计同比降20.6%，降幅连续第二个月收窄。其中电力、热力生产和供应业利润总额同比增长47.2%，电气机械和器材制造业增长30.1%，而石油、煤炭及其他燃料加工业下降87.9%，黑色金属冶炼和压延加工业下降99.4%。4月规上工业企业产成品存货同比录得5.90%，较上月大幅同比回落3.2pct，其中虽包含一定价格下行因素，但整体指向我国去库有所提速。

积压需求集中提振后，经济修复动能放缓。4月地产销售面积及金额在去年同期基数较低背景下仍表现平淡，地产投资降幅有所扩大，房企拿地开工活动总体不强。4月通胀低位运行、城镇失业率整体回落但青年就业形势较严峻，综合看仅外贸、基建与制造业投资相对稳健。金融数据存贷双降，4月住户部门中长贷降1156亿元，居民提前还款意愿较强，举杠杆意愿较弱。4月住户存款下降1.2万亿，而4月理财存续规模止跌回升且环比增1.26万亿，指向在固收类理财净值回升后存款部分或转理财；M2-社融剪刀差为2.4%，流动性于金融体系内有所淤积。

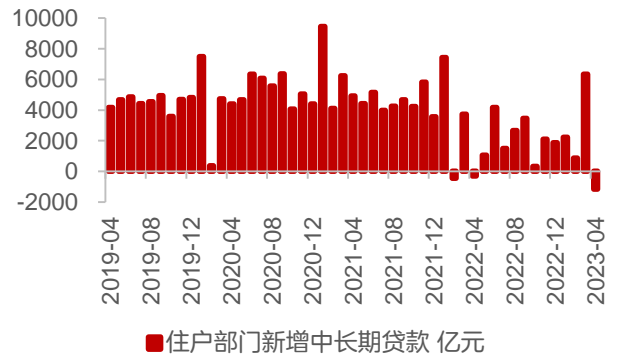
回顾4月政治局会议提到“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。长周期视角下，我们倾向于认为经济逐步向被动去库过渡，且该逻辑或于6月及三季度延续。考虑2022年二季度GDP低基数，2023年Q2有望实现同比6%以上的增长。全年来看，今年整体基调或属于低基数背景下的恢复性增长，并非刺激性复苏。

图4 M2同比和社融存量同比



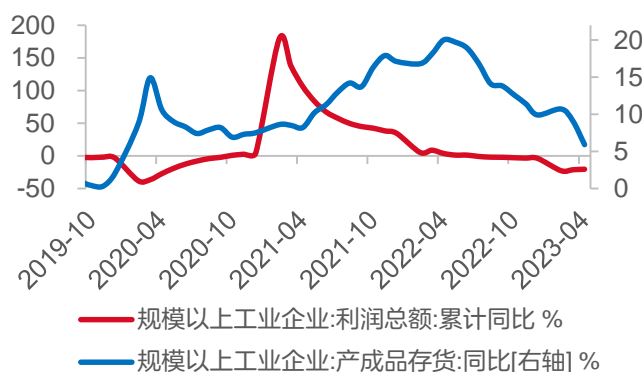
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 居民新增中长期贷款下滑



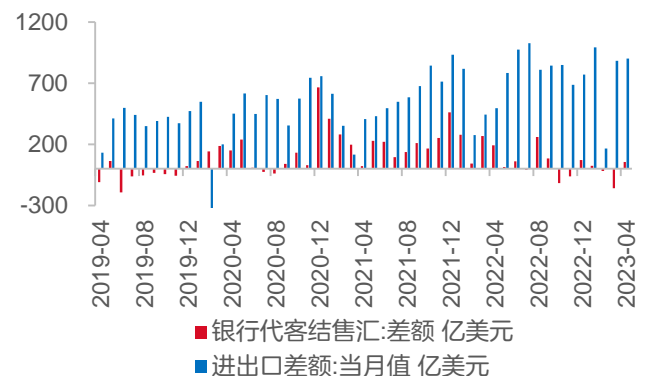
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 规上工业企业利润累计同比及产成品存货同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 中国贸易差额与银行代客结售汇差额



资料来源：Wind，东海证券研究所

中债：当前债市环境中性 建议以票息策略为主

本周资金面延续宽松。周一发布 5 月 LPR 报价，自 2022 年 8 月非对称下调以来延续按兵不动，连续按兵不动，延续 MLF 步调。周二城投债舆情引发权益市场波动，中债 10 年期国债收益率当日报收 2.6962% 创年内新低。周三、周四与权益市场跷跷板效应不明显，指向利率下行动能钝化，2.7% 的位置阻力较强。周五 10Y 国债收益率小幅调整至 2.7205%。

回顾年初市场普遍认为 2023 年是往复苏走，从强预期到数据出来弱现实，再到现在的弱预期+弱现实。站在当前时点，我们认为当前债市当前整体环境偏中性，经济复苏偏弱及存款利率下调、理财净值回暖、资产荒等逻辑计价相对充分，预期差可能相对较小。当前位置距离 2022 年 Q3 疫情和地产双重冲击下 2.59% 的低位仅近 12bp 距离，利率下行动能相对有限且赔率降低。当前短久期产品交易拥挤度较高，方向的选择需要新的政策或数据催化。方向上主要看降息预期、内需、外需以及居民中长期贷款下行趋势能否扭转等因素间的博弈。后市建议以票息策略为主。

一季度央行货币政策执行报告中提到“保持利率水平合理适度”，意在呵护银行的净息差，2022 年四季度商业银行净息差持续收窄至 1.91% 的低位，其中国有行、股份行、城商行与农商行净息差分别为 1.90%、1.99%、1.67% 与 2.10%。但我们中期来看，当前经济修复偏弱，企业信心恢复相对不足，地产投资和销售继续磨底。且 MLF 利率为存单利率和国债收益率的锚，当前长端国债收益率与 1 年期 MLF 利率倒挂，弱复苏延续下后续仍有降息可能性。但由于地产投资、销售端表现仍平淡，收益率向上的风险也不会太大。以长端收益率为锚，如果回调至 2.75% 左右水平，反而可能迎来做多机会。

商品市场：原油价格企稳 贵金属再度配置时点临近

本周 RJ/CRB 指数、南华商品指数周度变动分别为 -0.55% 与 0.44%。国内黑色商品延续调整；贵金属、铜价低位盘整；油价企稳并小幅反弹；碳酸锂价持平于上周，磷酸铁锂价格有所反弹。

美国原油库存意外大幅下降，支撑周度油价小幅走高。随着美国债务上限谈判进入最后阶段，市场担忧或有所缓解；但是俄罗斯和沙特对于继续减产的信息冲突。至 5 月 19 日当周，美国原油[不含 SPR]库存 4.55 亿桶，周同比减少 1245.6 万桶，库存较过去 5 年同期平均少 3%。美国原油产量 1230 万桶/天，较之前一周增加 10 万桶/天，较一年前增加 40 万桶/天。至 5 月 26 日，美国钻机数 711 台，周环比减少 9 台，较去年同期减少 16 台；其中采油钻机数 570 台，周环比减少 5 台，较去年同期减少 4 台。美国天然气价格周内几乎没有变化，由于需求预期疲软，尤其是来自工业部门的需求，欧洲天然气价格已跌至两年低点。

金价中长期仍存上行动力。贵金属方面，回顾 2022 年四季度美国通胀确认回落，及 TIPS 利率开启下行趋势后，黄金开始确立上行拐点，震荡上升至 5 月初已突破 2080 元/盎司的历史高位。近两周随美元反弹及加息预期上修，贵金属有所调整。但中长期来看，美联储金融条件紧缩周期仍处末期，还未正式转向，美国 TIPS 利率和美元后续仍存下行空间。我国自 2022 年 11 月以来连续 6 个月增持黄金储备，累计增持 128 吨。全球来看，据《全球黄金需求趋势报告》，2023 年 Q1 全球央行黄金储备增 228 吨。结合全球央行持续购金等因素，回溯 2000 年以来的 4 次央行购金周期来看，平均持续时间为 10 个月，故从金融属性和商品供需属性角度看，各国央行购金持仓上升叠加美元信用体系因素，金价中长期仍存上行动力。

预计美联储确认货币政策转向后，金价可能迎来新的高点，但右侧中后段交易下预计波动会加大。

外汇市场：美元延续反弹至 104 人民币汇率宽幅震荡

2023 年 3 月末至今，人民币汇率略有走弱，美元兑人民币汇率由 6.8 升至 7.06。我们认为本段波动主要源于以下几点：

(1) 美元短期走强。美国当前劳动力市场仍强劲，核心通胀粘性仍较高，本周美国核心零售数据强于预期等均指向美国经济仍具韧性。市场对美国过度悲观预期进行一定修正，支撑美元反弹。

(2) 国内经济内生动能不足。4 月主要经济金融数据已发布，虽出口同比仍呈一定韧性，PMI、社融、通胀及地产销售投资等指标均略弱于预期，指向国内有效需求仍不足。市场由年初“强预期”至当前整体斜率较缓的“弱复苏”转换进行定价，对本币支撑有所弱化。

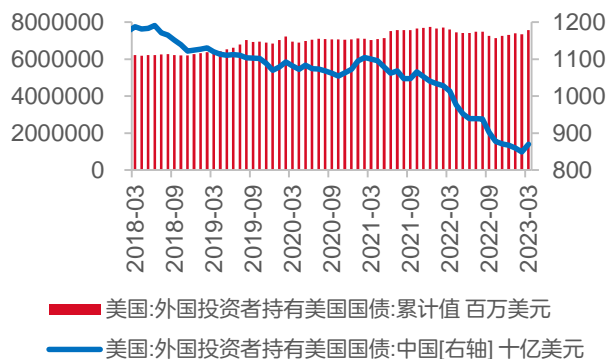
(3) 中美利差明显走扩。据利率平价定律，资本自由流动下高利率国对资金具备更强的吸引力，两国汇率波动主要取决于两国相对利率水平。3 月至今中国 10Y 国债收益率持续下行至 2.7%，中美 10Y 国债利差由 45bp 升至当前 108bp 左右，亦对美元形成支撑。

(4) 国内结汇需求有所走弱。从国家外汇管理局数据观测，2023 年 1-4 月银行结售汇累计逆差达 98.22 亿美元，与贸易顺差维持高位呈现背离。结汇需求整体弱于购汇意愿，对人民币支撑力度减弱。

(5) 我国对美债由减持转增持。据美国财政部，3 月海外投资者对美债净增持 2296.19 亿美元，其中我国对美债环比净增持 205 亿美元，结束连续七个月净减持的趋势，而 2023 年 Q1 外资对我国债券合计净减持 1865 亿元，整体短期对美元形成利多。

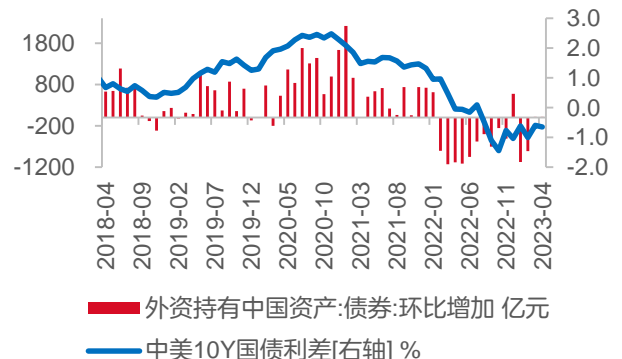
(6) 出口动能或放缓。我国 4 月美元计价出口金额同比增 8.5%，虽超市场预期但较前值明显回落。侧面反映 3 月数据为疫情政策优化后外贸订单的集中释放。韩国、越南出口近月数据均呈两位数回落，指向外需疲软，后续我国出口动能或有限。

图8 海外投资者对美债持有情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 外资对中国债券月度变化及中美 10Y 国债利差



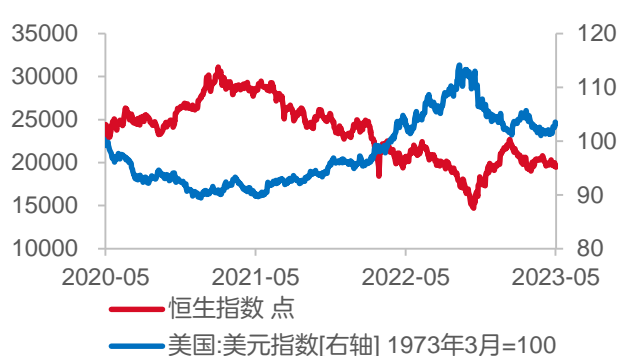
资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 2022 年来本币汇率与权益市场联动增强



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动



资料来源: Wind, 东海证券研究所

复盘 2022 年 7 月人民币汇率升破“7”，该时点处于 2022 年 3 月至 2022 年 11 月整个波段的中段。其背后主要驱动因素源于美联储连续加息、国内疫情与地产风险的多重冲击。2022 年 8 月开始我国出口有所承压，海外需求放缓的影响又逐步显现。2022 年 9 月 26 日央行决定自 2022 年 9 月 28 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0% 上调至 20%，稳定外汇市场预期，至此人民币贬值斜率开始放缓。2022 年 11 月美国 CPI 明显回落，美元指数和美债收益率见顶，驱动非美货币走强。叠加国内疫情防控政策优化后，市场积压需求迅速释放，叠加 2022 年整体低基数背景，市场对 2023 年复苏持有较强预期，推动美元兑人民币汇率至今年 1 月中旬的 6.71。

展望后市，当前国内经济弱复苏斜率放缓叠加国内利率水平总体维持低位，且市场对此定价较为充分，本币汇率短期或延续震荡，出现趋势性升值与贬值的可能性均较小。如本币延续走弱，央行或推出离岸央行票据发行、上调外汇风险准备金、调整外汇存款准备金率及启动逆周期因子等稳汇率政策工具，以稳定市场预期。中长期看，三季度美联储或正式暂停加息，美债收益率先于政策利率延续下行，美国或开始进入主动去库阶段，而我国复苏趋势或愈渐明朗正式转入被动去库。当前人民币在我国跨境交易结算中份额升至 48% 以上，且已有印尼、伊朗、俄罗斯、德国等 30 多个国家在贸易结算或投资中转向使用人民币。考虑内需修复叠加外需转弱，我们认为三季度美元指数或下行至 100，而人民币汇率有望重拾升势进入上行通道。总体看影响两国汇率波动的根本因素仍在于两国经济基本面边际变化与市场预期期间的博弈。

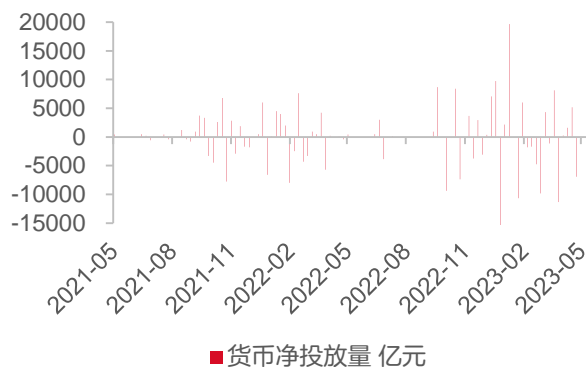
权益市场：胜率较高 下行风险基本释放

本周 A 股大盘前四个交易日延续回落，周五有所反弹。公用事业、通信和环保等板块表现较优，煤炭、建筑装饰和金融等板块则表现回落。以沪深 300 市盈率和 10 年期国债收益率测算，当前股债比为 33.6，处性价比较高区间，胜率较高。对于权益市场，本币汇率短期走弱或对 A 股市场风险偏好形成一定约束，港股近期也因美元走强而延续磨底。但当前市场对国内海外的阶段性风险定价告一段落，中期我们认为可以适当乐观。复盘经济周期资产表现，权益市场在复苏初期并不逊于债券，长久期配置角度来看，对于后市亦不必悲观。

2. 债券市场

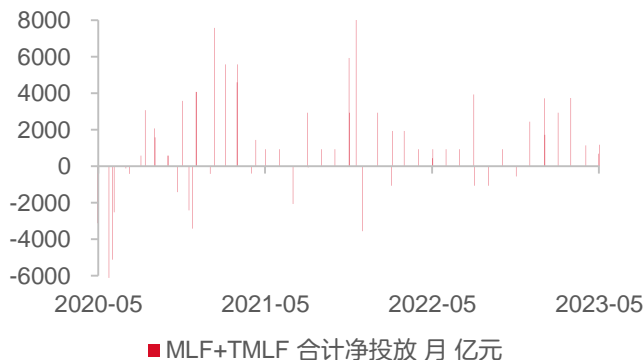
2.1. 国内债市

图12 公开市场操作货币净投放[逆回购]



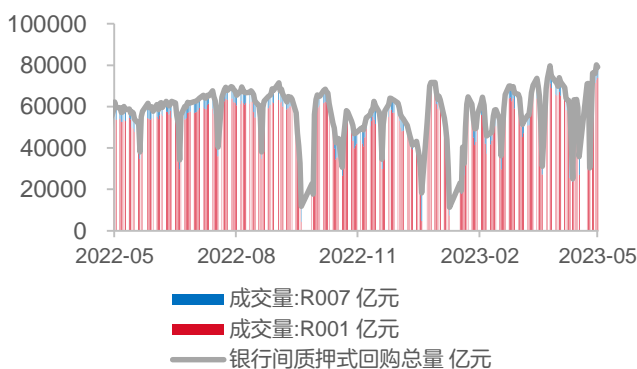
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 MLF+TMLF 合计净投放



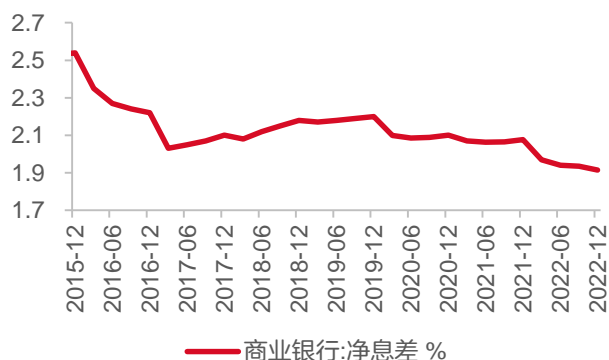
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 银行间质押式回购总量



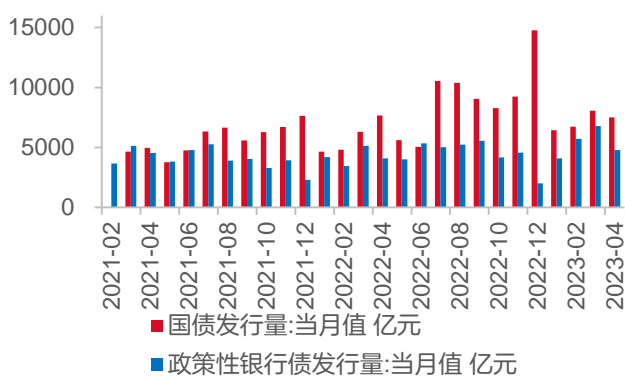
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 商业银行净息差



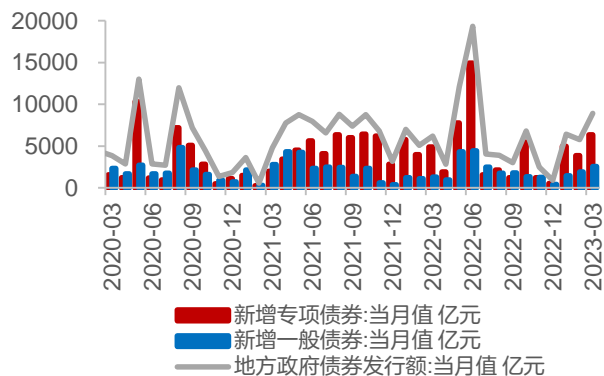
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 新增国债及政金债发行规模



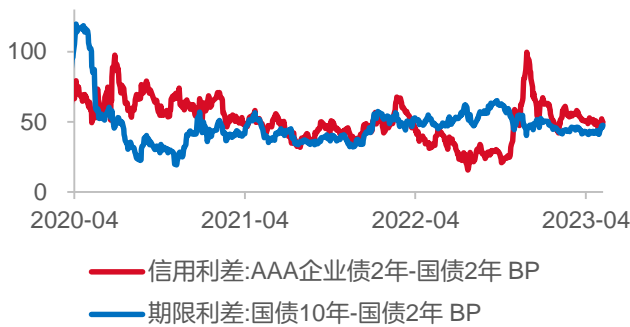
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 新增地方政府债券发行规模



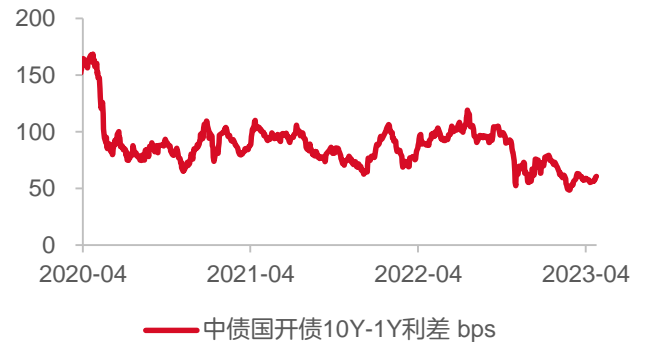
资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 信用利差与期限利差



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 国开债期限利差



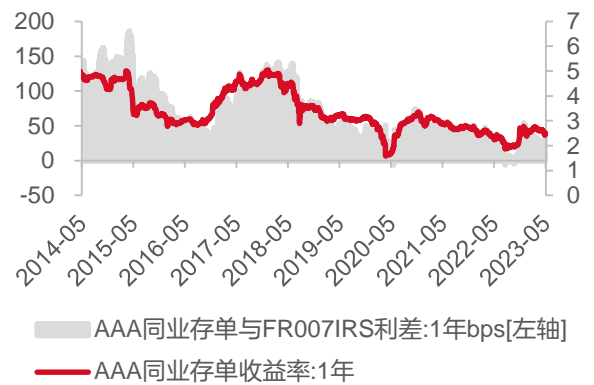
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图20 IRS 质押式回购定盘利率



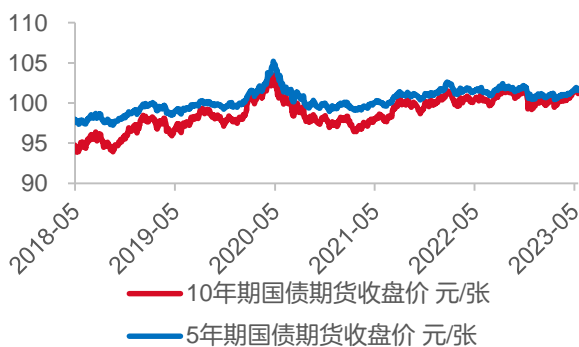
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图21 AAA 同业存单收益率



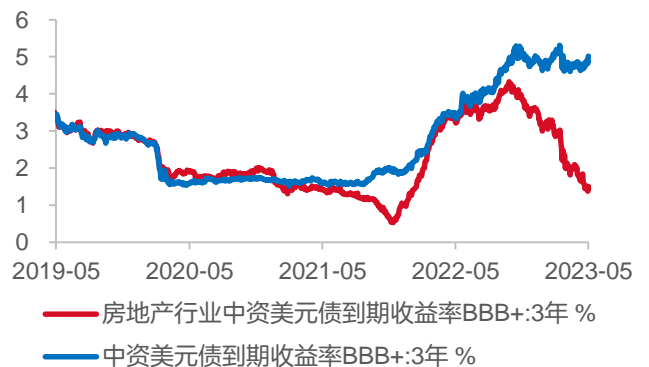
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图22 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

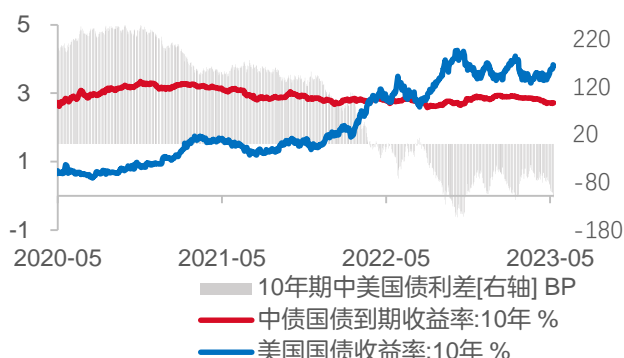
图23 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

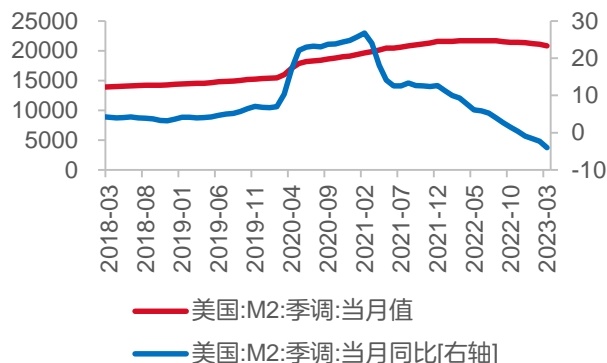
2.2.海外流动性观察

图24 中美 10 年期国债利差



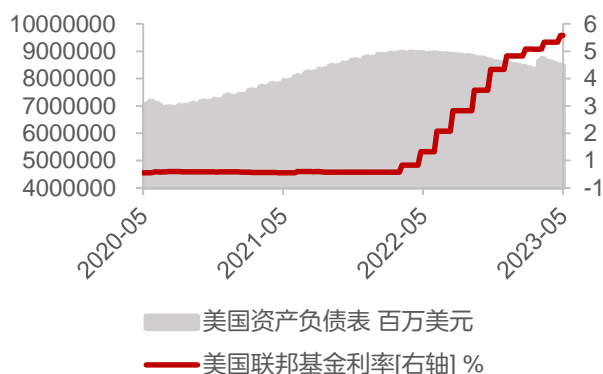
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 美国 M2 同比转负，%



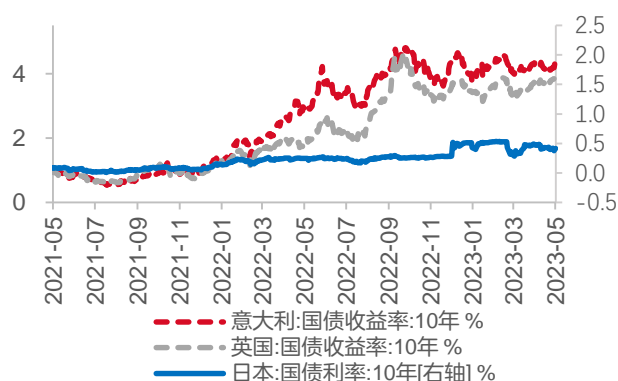
资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 美联储总资产及联邦基金利率



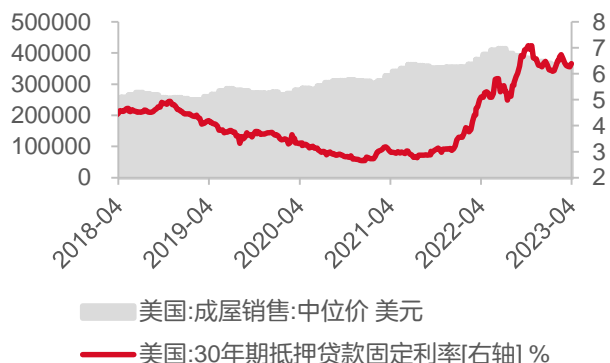
资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 海外国债收益率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 美国成屋房价中位数及房贷利率



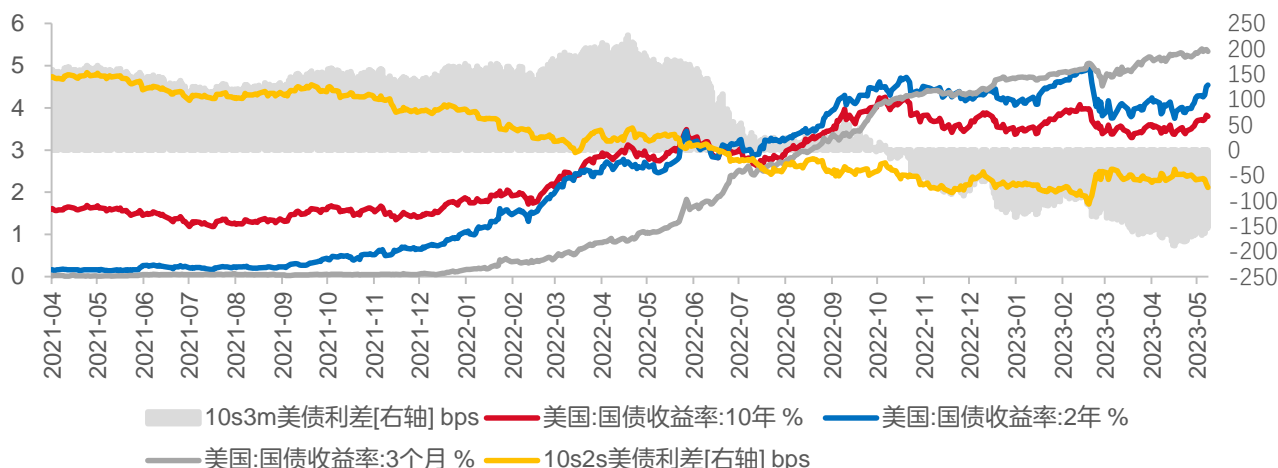
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 TED 利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

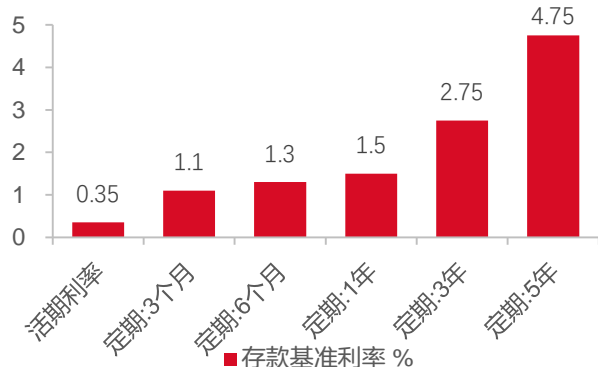
图30 美债长短端收益率走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

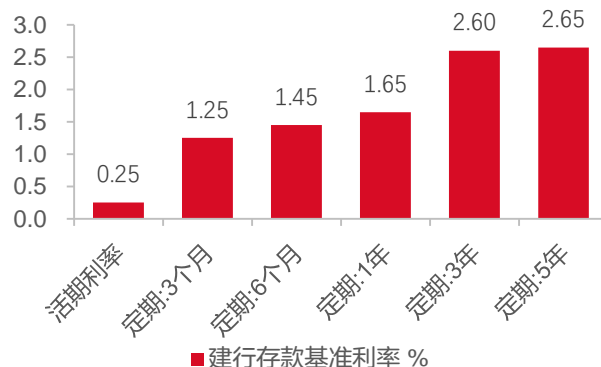
2.3.基准利率及债市情绪

图31 最新存款基准利率[2015年4月调整至今]



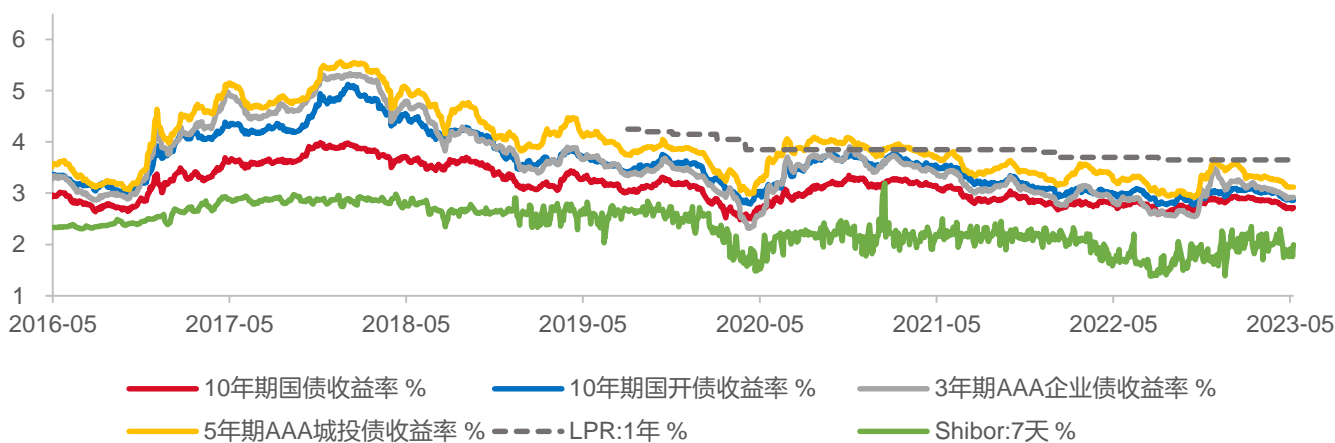
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图32 国有行存款利率[以建行为例]



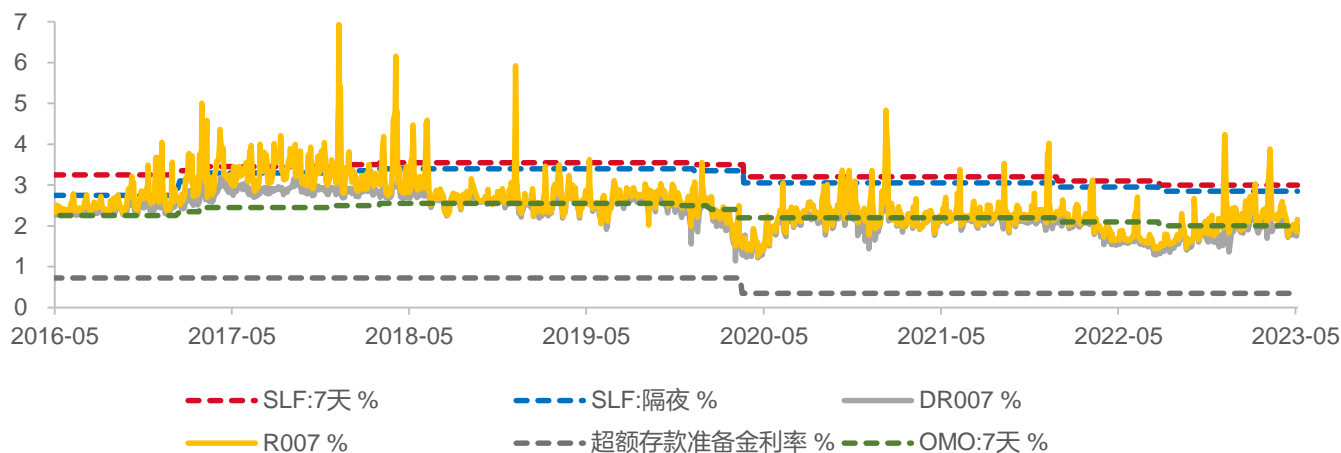
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图33 主要产品利率走势



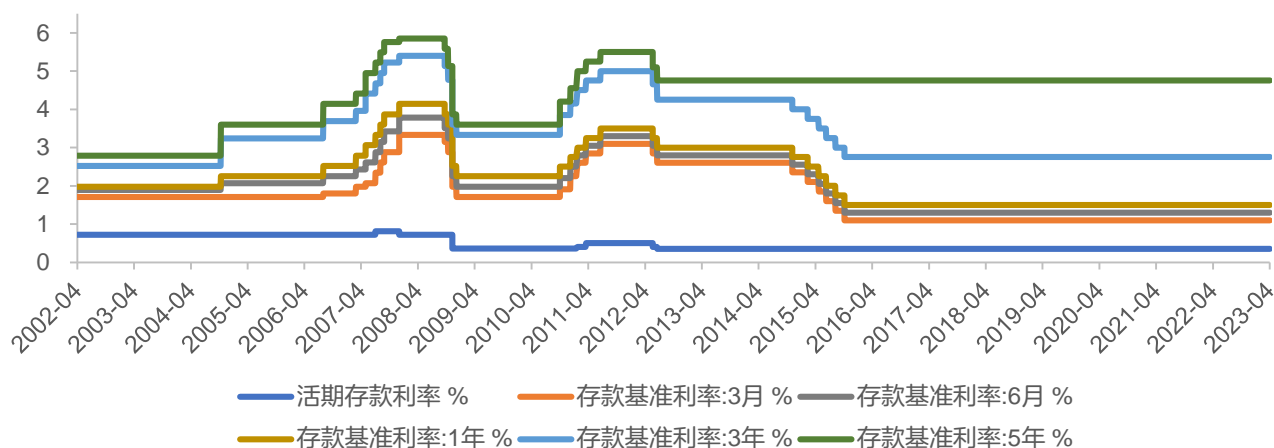
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图34 央行政策利率走廊



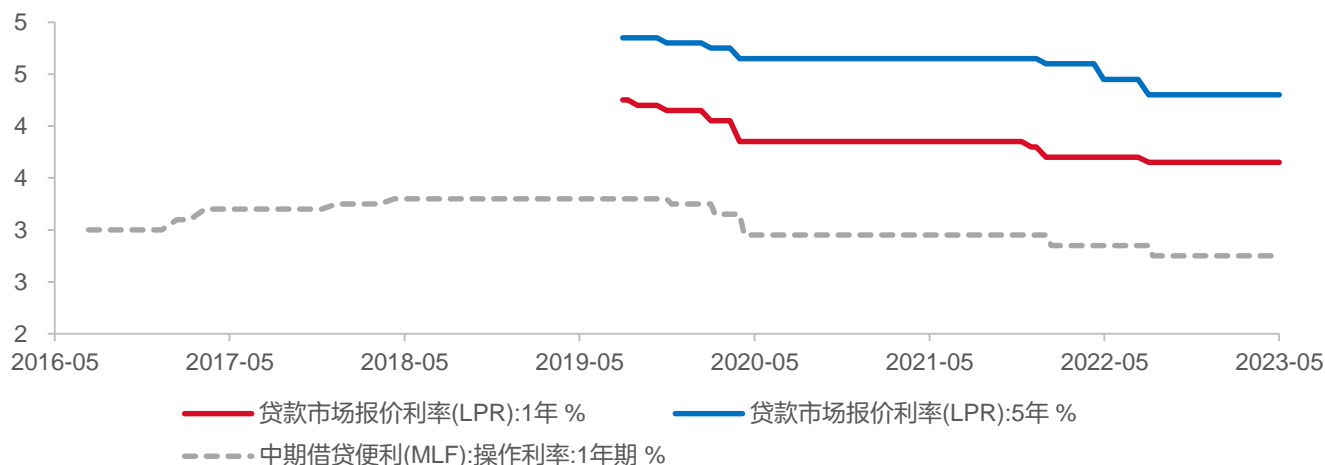
资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 存款基准利率变化



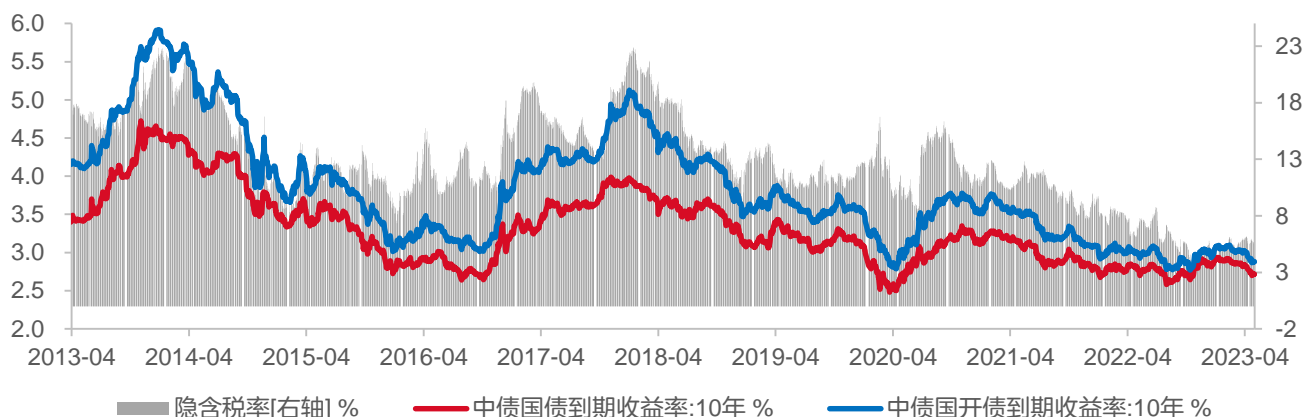
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 贷款市场报价利率[2022年8月调整至今]



资料来源：Wind，东海证券研究所

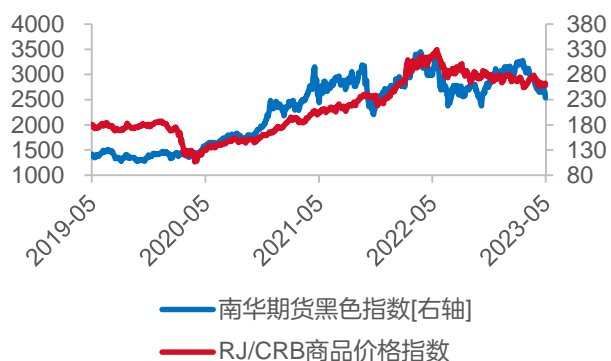
图37 隐含税率“牛市下行 熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.商品市场

图38 商品综合指数及黑色指数，点



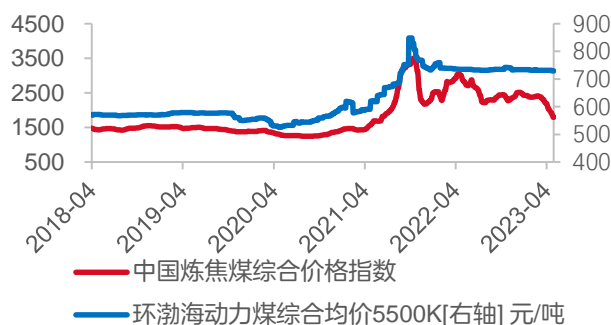
资料来源：Wind，东海证券研究所

图39 铁矿石与螺纹钢指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 焦煤、焦炭价格，点



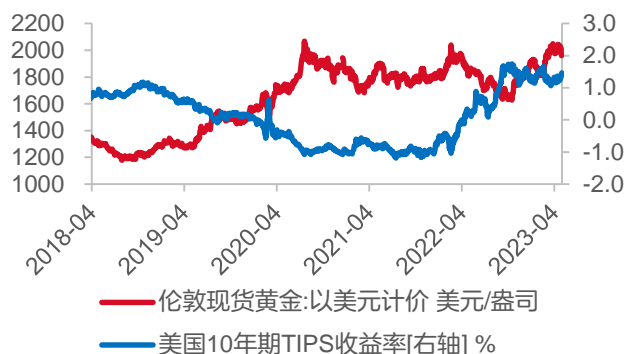
资料来源：Wind，东海证券研究所

图41 原油价格指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

图42 贵金属指数



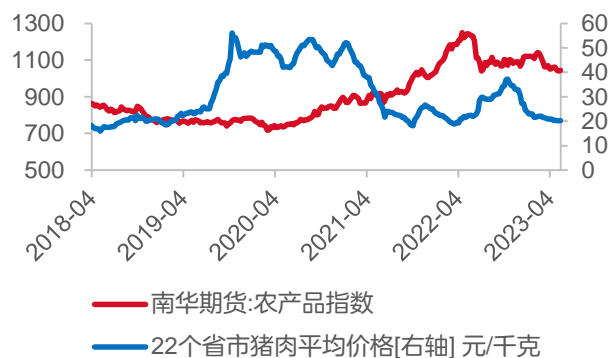
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图43 工业金属指数



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图44 农产品价格指数, 点



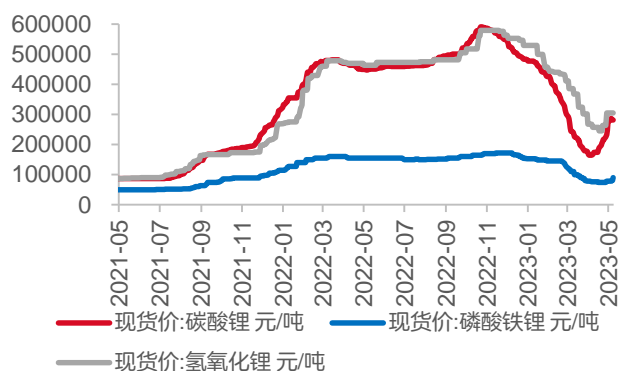
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图45 高炉开工率



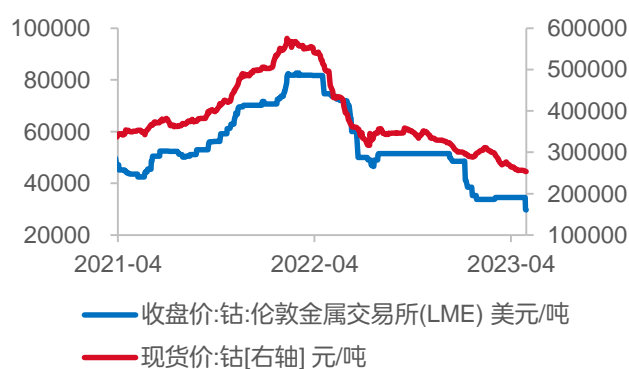
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图46 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

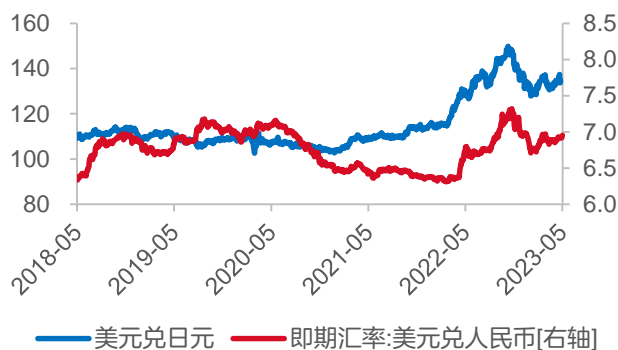
图47 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

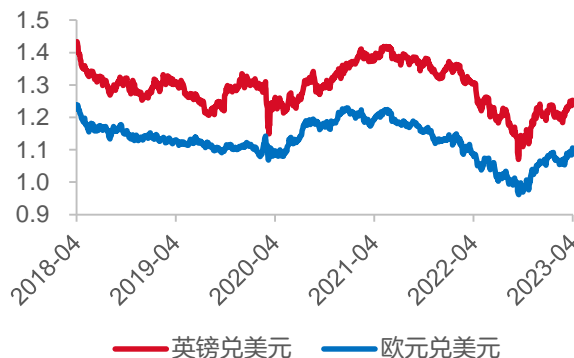
4. 外汇市场

图48 美元兑人民币、美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图49 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

5. 经济日历

下周重点关注: 中国5月官方制造业PMI、美国5月非农就业及失业率数据、美国5月制造业PMI、欧元区5月制造业PMI、产油国组织OPEC+部长级会议。

图50 下周主要经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2023-05-31	09:30	中国	5月官方制造业PMI	49.2	50.8
2023-05-31	14:00	德国	4月失业率:季调(%)	2.8	-
2023-05-31	14:00	德国	4月失业人数:季调(千人)	1260	-
2023-05-31	22:30	美国	5月26日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-12456	-
2023-06-01	14:00	欧盟	5月欧元区:制造业PMI	45.8	46.2
2023-06-01	14:55	德国	5月制造业PMI	44.5	45
2023-06-01	15:50	法国	5月制造业PMI	45.6	46
2023-06-01	16:30	英国	5月制造业PMI	47.8	48
2023-06-01	17:00	欧盟	4月欧盟:失业率(%)	6	-
2023-06-01	17:00	欧盟	4月欧元区:失业率:季调(%)	6.5	-
2023-06-01	20:15	美国	5月ADP就业人数:季调(人)	127747000	-
2023-06-01	20:30	美国	5月27日当周初次申请失业金人数:季调(人)	229000	-
2023-06-01	22:00	美国	5月制造业PMI	47.1	47
2023-06-02	20:30	美国	5月失业率:季调(%)	3.4	3.5
2023-06-02	20:30	美国	5月新增非农就业人数:季调(千人)	253	180

资料来源: Wind, 东海证券研究所

6.风险提示

美国通胀回落速度不及预期：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偏鹰，中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。

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)
 电话: (8621) 20333619
 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)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089