

大类资产周报第 2 期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

海外大涨，“映射”的交易逻辑？

年初以来，欧日股指连创新高。持续高强度加息下，海外市场大涨的原因、映射的“交易逻辑”？本文分析，供参考。

热点思考：海外大涨，“映射”的交易逻辑？

一问：年初以来的全球市场表现？欧日股指连创新高、美国股市强势反弹

年初以来，海外发达国家股指表现亮眼，欧日股指相继创下新高，美国纳指也强势反弹。截至5月27日，纳指大涨24%，法国CAC40和德国DAX于5月19日双双创下历史新高，日经225也在不断刷新1990年以来的新高。结构上，海外发达国家市场中大盘股、成长股表现明显占优。行业层面，信息技术与可选消费业的表现尤为突出。

二问：海外市场普涨的原因？基本面的边际改善、“AI浪潮”下的估值抬升

本轮日股上涨主要由估值驱动，背后有四方面支撑：1) 日本经济基本面向好，一季度GDP增速1.2%、大超预期；2) 植田上任后多次强调将维系政策宽松，融资成本极低；3) 日经225中位市净率仅0.95，估值处于低位；4) 3月31日，东证所引导公司治理，市场情绪提振。4月11日巴菲特访日后，4.7万亿日元的外资大量涌入，快速推升日股。欧股受益于估值抬升、盈利向好的“戴维斯双击”。1) 盈利端，欧股一季报普遍向好，斯托克600成分股中已发布业绩的299家公司，共187家业绩高于预期。2) 估值端，一方面，经济下行压力缓和，市场情绪提振，欧洲经济衰退预期由年初的80%走低至40%；另一方面，奢侈品与芯片业预期大幅改善，合计拉动斯托克50指数抬升6.9%。

本轮美股的上涨完全由估值端贡献，8家头部科技企业是上涨的核心驱动。年初至今，美股上涨的同时、盈利反而下滑0.5%；“AI浪潮”中远期业绩指引大幅抬升的科技型企业“拔估值”是本轮行情的主要驱动。事实上，剔除8家头部科技企业后，年初以来标普500指数下跌0.1%；指数的上涨完全由这8家头部科技企业拉动。

三问：“映射”的交易逻辑？欧美市场仍存衰退“隐忧”，“日特估”定价资本效率抬升

欧美市场行情结构性特征显著，周期板块滞涨、增量资金匮乏，已经透露出对经济基本面的隐忧。3月以来欧美周期板块相对防御性板块明显走弱，年初以来美股市场机构资金外流409亿美元，已在反映市场对欧美衰退的“担忧”。向后看，欧美经济“难逃衰退”，而历轮衰退，欧美股市的最低点均在步入衰退期后才出现，后续回调风险不容忽视。日股本轮普涨行情受益于经济修复、外资流入、政策支持，未来或仍有一定延续性。本轮日股并非政策支持下生拔估值；市净率0.5以下的个股仅上涨1.0%、明显滞涨，4月日股的回购率降至1.4%、“回购潮”尚未掀起。“日特估”实质是提升市场对回购等提高资本效率行为的定价；随着基本面修复、资本效率改善，日股有望迎来“戴维斯双击”。

周度回顾：美债利率快速上行，人民币汇率承压（2023/05/20-2023/05/27）

股票市场：全球主要股票指数涨跌分化，港股领跌。发达国家股指中，法国CAC40、德国DAX、澳大利亚普通股股指、英国富时100和道琼斯工业指数分别下跌2.3%、1.8%、1.8%、1.7%和1.0%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率全线上行。美国10Y国债收益率上行10.0bp至3.8%，德国10Y国债收益率上行7.0bp至2.5%；英国、意大利、法国和日本分别上行20.2bp、14.0bp、8.8bp和2.6bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币延续贬值。日元、挪威克朗、加元、英镑和欧元兑美元分别贬值1.92%、1.86%、0.92%、0.77%和0.75%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.82%、0.70%至7.0658、7.0734。

商品市场：大宗商品价格多数下跌，原油上涨，贵金属、有色和黑色下跌，农产品涨跌分化。受海外衰退预期及国内复苏较缓压力，下游基建、地产等需求不振，而上游产能释放、库存高企，焦煤由涨转跌5.7%，锌价大跌6.5%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：海外大涨，“映射”的交易逻辑？	5
一问：年初以来的全球市场表现？欧日股指连创新高、美国股市强势反弹	5
二问：海外市场普涨的原因？基本面的边际改善、“AI 浪潮”下的估值抬升	7
三问：“映射”的交易逻辑？欧美市场仍存衰退“隐忧”，“日特估”定价资本效率抬升	10
二、大类资产高频跟踪（2023/05/20-2023/05/27）	13
（一）权益市场跟踪：全球资本市场涨跌分化	13
（二）债券市场跟踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上涨	15
（三）外汇市场跟踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值	16
（四）大宗商品市场跟踪：原油上涨，贵金属下跌，黑色和有色均下跌，农产品涨跌分化	17
风险提示	19

图表目录

图表 1：年初以来，全球主要股指多数上涨	5
图表 2：年初以来，美股从低位快速反弹	5
图表 3：5 月 19 日，法国和德国股指均创历史新高	5
图表 4：5 月 22 日，日本股指创 1990 年以来新高	5
图表 5：年初以来，海外市场的大盘股表现强势	6
图表 6：年初以来，海外市场主要由成长股驱动	6
图表 7：美股行业多数下跌，但信息技术、可选消费大涨	6
图表 8：欧股行业多数上涨，仅能源和房地产板块下跌	6
图表 9：日股行业全线上涨，信息技术、可选消费领涨	7
图表 10：英股多数行业上涨，信息技术业领涨	7
图表 11：日股上涨主要由估值端驱动	7
图表 12：“巴菲特效应”带来大量外资流入日本市场	7
图表 13：美日利差越高，日股相对美股越强	8
图表 14：年初以来，日本 PMI 持续回升	8
图表 15：欧股受估值、盈利双轮驱动	8
图表 16：欧元区经济下行风险有明显缓和	8
图表 17：欧股一季报盈利普遍高于市场预期	9
图表 18：奢侈品业、芯片业对欧股上涨有明显拉动	9
图表 19：本轮美股的上涨完全由估值端贡献	9
图表 20：区别于欧日，美股一季报超预期公司表现不佳	9

图表 21: 剔除 8 家科技企业, 市场买当期业绩的“账”	10
图表 22: 美股行情完全由 8 家头部科技企业驱动	10
图表 23: 美国周期板块相对防御板块走弱	10
图表 24: 欧洲周期板块相对防御板块走弱	10
图表 25: 美国国内的基金净买入量也并不理想	11
图表 26: 欧美市场上涨主要受益于“AI”等链条	11
图表 27: 德国 GDP 已经连续两个季度环比为负	11
图表 28: 欧元区的金融条件仍在不断收紧	11
图表 29: 美国 PMI 指数来看, “杀盈利”风险不容忽视	12
图表 30: 历轮衰退期, 欧美股市最低点均在衰退开始后	12
图表 31: 3 月 31 日以来, 低市净率日股涨幅滞后	12
图表 32: 3 月底政策出台后, 日本尚未掀起“回购潮”	12
图表 33: 近期, 前 2 个月宣布回购的日股表现向好	13
图表 34: 发达经济体中, 日本兼具基本面与估值优势	13
图表 35: 当周, 发达国家股指多数下跌	14
图表 36: 当周, 新兴市场股指多数上涨	14
图表 37: 当周, 美股行业多数下跌	14
图表 38: 当周, 欧元区行业普遍下跌	14
图表 39: 当周, 恒生指数全线下跌	15
图表 40: 当周, 恒生行业全线下跌	15
图表 41: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨	15
图表 42: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行	15
图表 43: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数下跌	16
图表 44: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率均下行	16
图表 45: 当周, 美元指数上涨, 其他货币兑美元均贬值	16
图表 46: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值	16
图表 47: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌	17
图表 48: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔和韩元升值	17
图表 49: 当周, 美元兑人民币升值, 英镑和欧元贬值	17
图表 50: 当周, 人民币兑美元贬值	17
图表 51: 当周, 商品价格走势多数下跌	18
图表 52: WTI 原油、布伦特原油价格上涨	18
图表 53: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌	18
图表 54: 当周, 铜铝价格下跌	19
图表 55: 当周, 通胀预期降温	19

图表 56: 当周, 黄金、白银价格均下跌..... 19

图表 57: 当周, 10Y 美债实际收益率上行..... 19

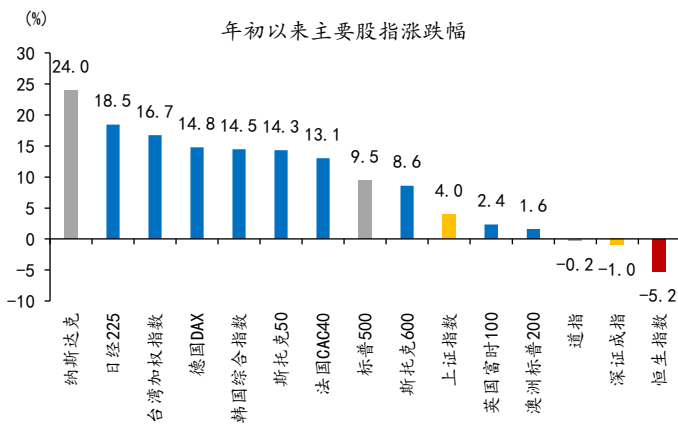
年初以来，欧日股指连创新高、纳指也强势反弹。持续高强度加息的背景下，海外市场大涨的“底气”何在、又映射出了哪些“交易逻辑”？本文分析，可供参考。

一、热点思考：海外大涨，“映射”的交易逻辑？

一问：年初以来的全球市场表现？欧日股指连创新高、美国股市强势反弹

年初以来，海外发达国家股指表现亮眼，欧日股指相继创下新高，美国纳指也强势反弹。美股方面，截至5月27日，标普500和纳指分别大幅上涨9.5%和24.0%，均创下2022年8月以来新高。欧股方面，年初以来斯托克50指数和斯托克600分别大涨14.3%和8.6%；其中，法国CAC40和德国DAX指数于5月19日双双创下历史新高，年初以来分别上涨13.1%和14.8%。日股方面，日经225和东证指数正不断刷新1990年以来的新高，截至5月27日，二者分别上涨了18.5%和13.5%。

图表1：年初以来，全球主要股指多数上涨



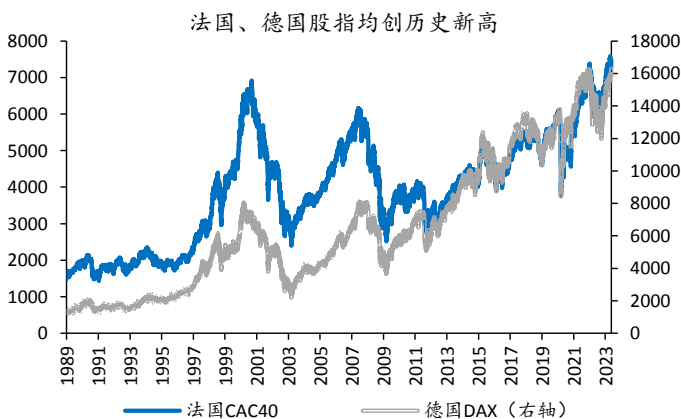
图表2：年初以来，美股从低位快速反弹



来源：Bloomberg，国金证券研究所

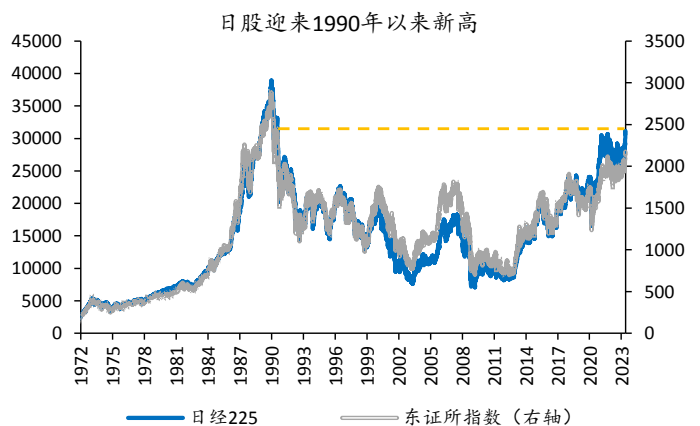
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：5月19日，法国和德国股指均创历史新高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：5月22日，日本股指创1990年以来新高



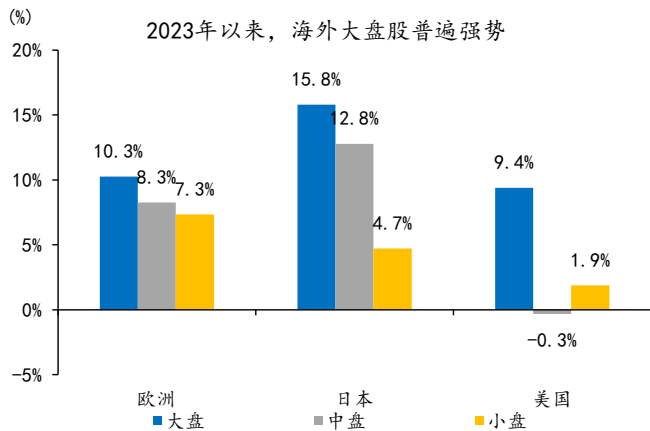
来源：Bloomberg，国金证券研究所

结构上来看，海外发达国家市场中大盘股、成长股表现明显占优。从市值来看，年初以来，海外市场大盘股¹表现明显更为突出，欧洲、日本的大盘股分别上涨10.3%、15.8%，明显优于小盘股的7.3%、4.7%；这一分化在美国更为突出，美股大盘股大涨9.4%，而中小市值股票明显滞涨，分别变化-0.3%和1.9%。从风格来看，海外市场的主要驱动源自成长股

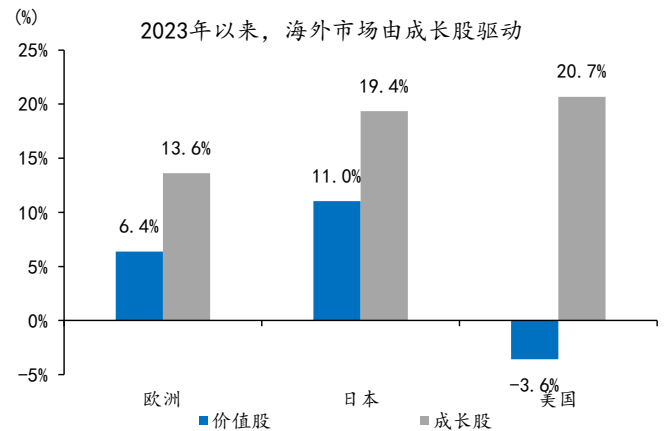
¹ 根据MSCI分类，大盘股合计总市值占比70%、中盘股15%、小盘股14%；其中欧、日、美大盘股分别有199、90、298支，中盘股分别有138、147、328支，小盘股分别有986、845、1898支。

² 欧洲、日本的成长股分别上涨 13.6%、19.4%，高于价值股的 6.4%、11.0%；美股分化更为极端，成长股大涨 20.7% 的同时，价值股下跌 3.6%。

图表5: 年初以来, 海外市场的大盘股表现强势



图表6: 年初以来, 海外市场主要由成长股驱动

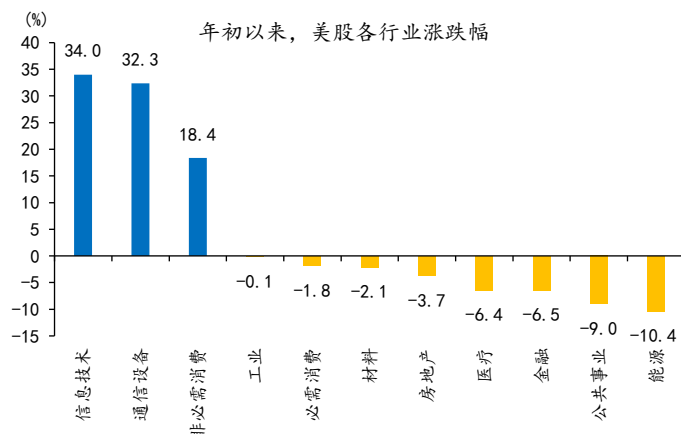


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

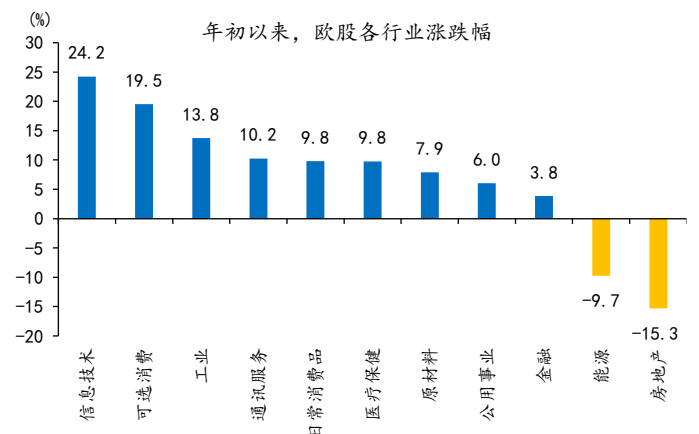
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

行业层面来看, 美、欧、日市场中信息技术与可选消费业表现突出, 而工业、金融、通讯等行业在市场间有所分化。就共性而言, 美、欧、日股市中, 信息技术、可选消费均表现突出; 而随着能源价格回落与加息持续进行, 能源业、房地产业表现均受拖累。分化主要在工业、金融、通讯业中呈现: 1) 欧股、日股中工业分别实现 12.1% 和 17.7% 的涨幅, 而在美股中下跌 0.1%; 2) 欧、美、日市场的金融股表现均受银行业危机不同程度的冲击, 仅英国市场一枝独秀, 金融板块大涨 8.8%; 3) “AI+” 热潮的拉动下, 通信服务在美、欧市场分别大涨 32.3%、10.2%, 而在日本市场则表现低迷, 仅上涨 3.4%。

图表7: 美股行业多数下跌, 但信息技术、可选消费大涨



图表8: 欧股行业多数上涨, 仅能源和房地产板块下跌

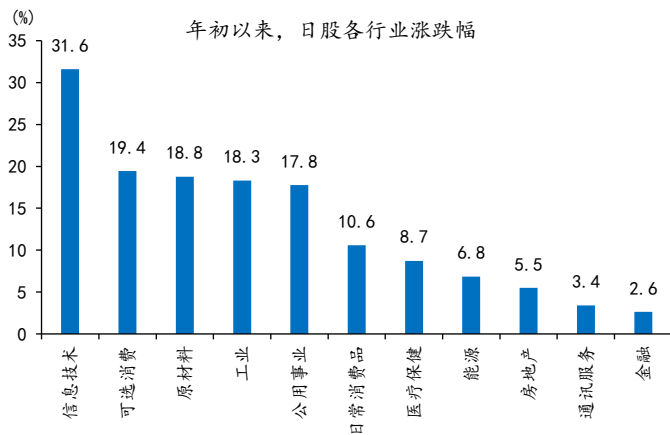


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

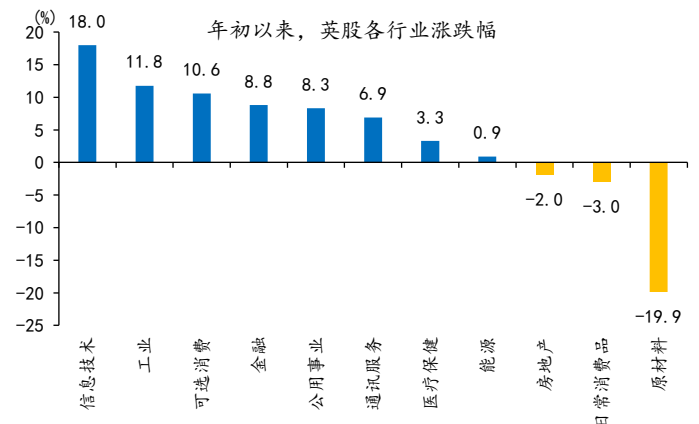
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

² 根据 MSCI 分类, 价值股为低 PB、低市盈率、高股息率的股票, 成长股为高预期 EPS 增速、高营收增速、高内生增长率的股票。

图表9: 日股行业全线上涨, 信息技术、可选消费领涨



图表10: 英股多数行业上涨, 信息技术业领涨



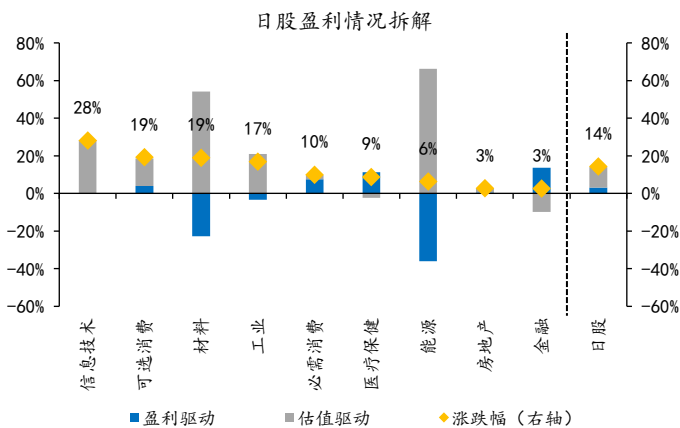
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问: 海外市场普涨的原因? 基本面的边际改善、“AI 浪潮”下的估值抬升

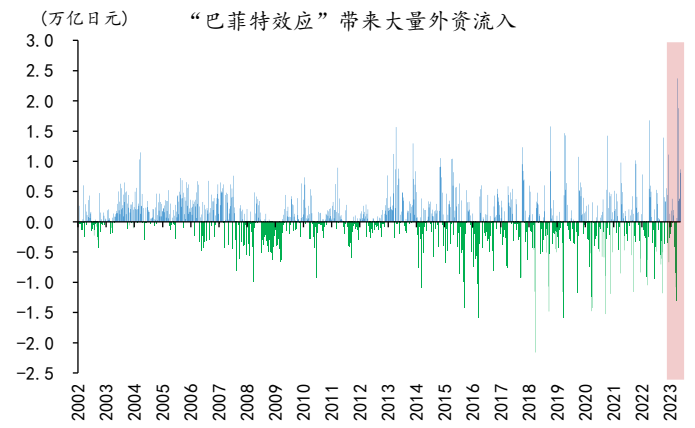
经济基本面向好、流动性维系宽松、估值水平较低、政策的支持引导, 是日股持续走高的“底气”; 而“巴菲特效应”下外资的加速流入, 则起到了“催化”作用。本轮日股上涨主要由估值驱动, 背后有四方面支撑: 1) 日本经济基本面向好, 一季度 GDP 增速 1.2%、大超预期, 制造业 PMI 自 2 月以来持续回升; 2) 植田上任后, 多次强调将维系政策宽松, 极低的融资成本吸引资金抬升杠杆; 3) 截至 5 月 27 日, 日经 225 指数中位市净率仅 0.95, 远低于其他市场; 4) 3 月 31 日, 东证所出台《关于实现关注资金成本和股价经营要求》, 提振市场情绪。4 月 11 日巴菲特访日后, 4.7 万亿日元的外资大量涌入, 快速推升日股。

图表11: 日股上涨主要由估值端驱动



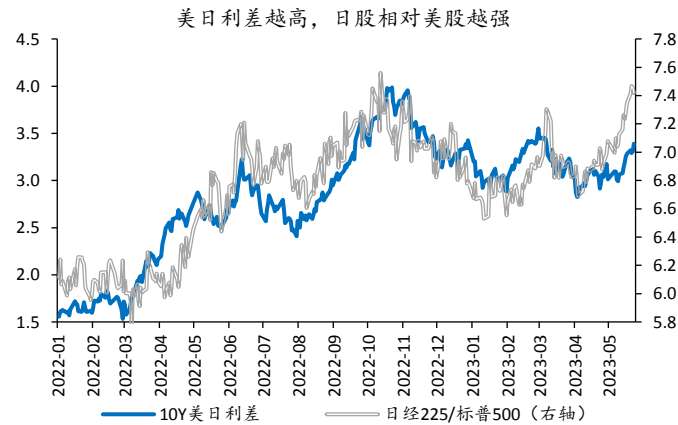
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: “巴菲特效应”带来大量外资流入日本市场



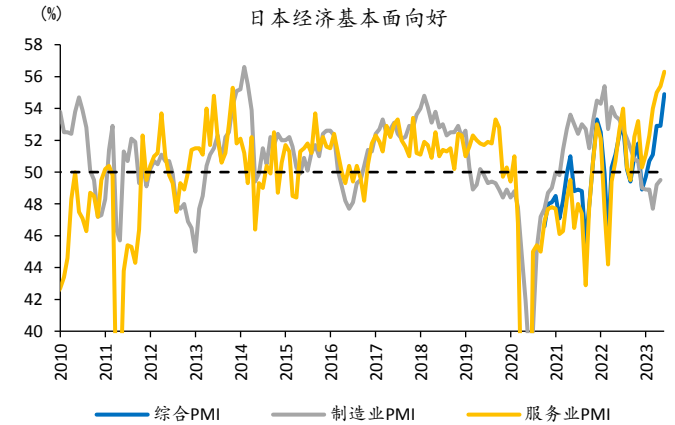
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 美日利差越高, 日股相对美股越强



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

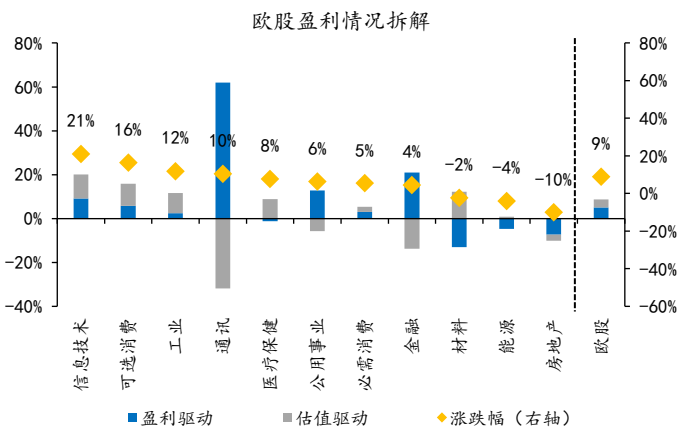
图表14: 年初以来, 日本 PMI 持续回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

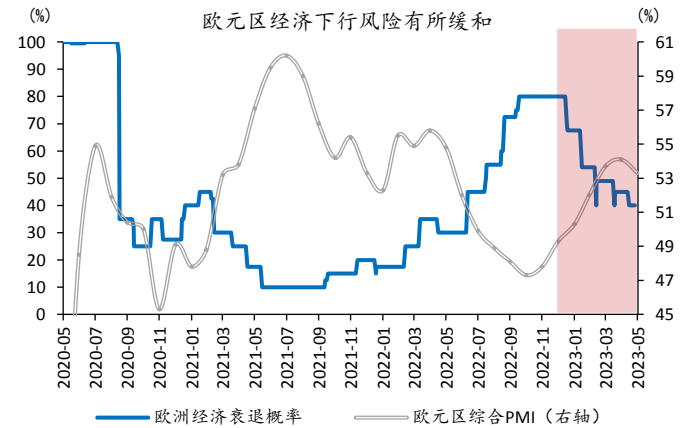
欧股受益于估值抬升、盈利向好的“戴维斯双击”，经济下行风险缓和、一季报业绩向好、奢侈品与芯片业预期大幅改善。年初以来，MSCI 欧股指数 9% 的涨幅中，盈利端、估值端分别贡献了 42%、58%，为典型的“双轮驱动”式上涨。1) 盈利端，欧股一季报普遍向好，斯托克 600 成分股中已发布业绩的 299 家公司，共 187 家业绩高于预期，可选消费、通讯、科技业盈利分别高出预期 29%、16%、11%。2) 估值端，一方面，经济下行压力缓和，市场情绪提振，欧洲经济衰退预期由年初的 80% 走低至 40%，前瞻指标 PMI 也极具韧性；另一方面，奢侈品与芯片业预期大幅改善，合计拉动斯托克 50 指数抬升 6.9%。

图表15: 欧股受估值、盈利双轮驱动



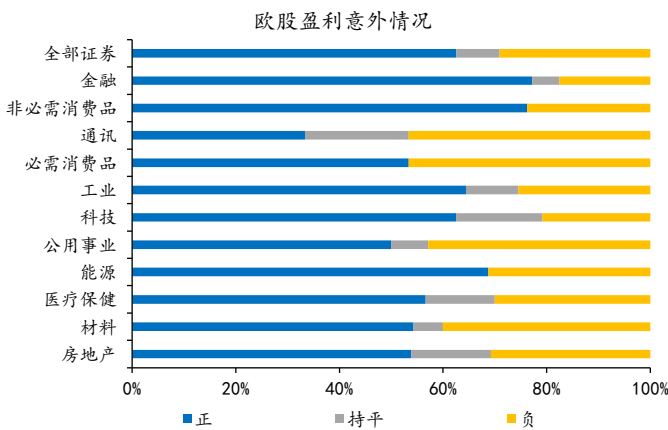
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 欧元区经济下行风险有明显缓和



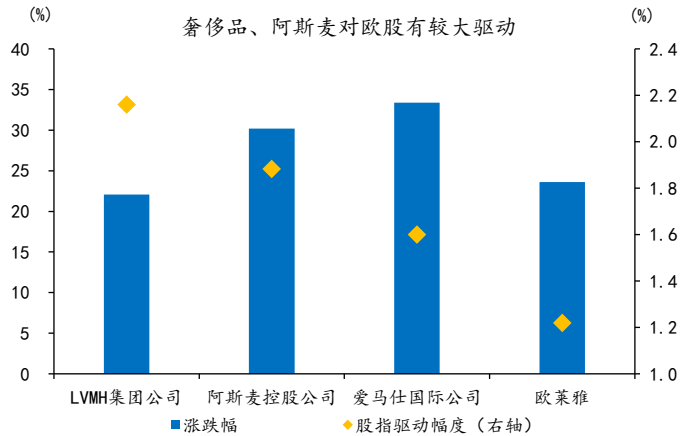
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 欧股一季报盈利普遍高于市场预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

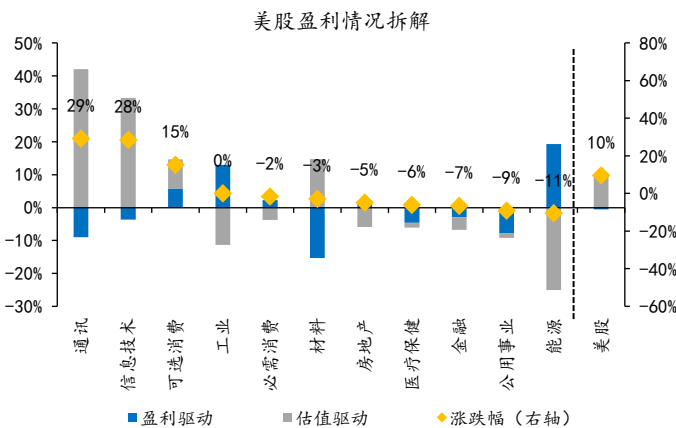
图表18: 奢侈品业、芯片业对欧股上涨有明显拉动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

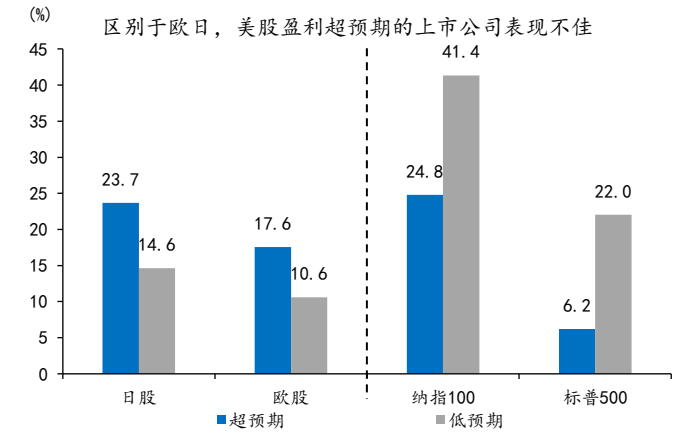
区别于欧日股市, 本轮美股的上涨完全由估值端贡献, 8家头部科技企业是上涨的核心驱动。年初至今, 美股上涨的同时、盈利下滑0.5%, 估值对于通讯、信息技术、可选消费等行业的驱动尤为明显, 三行业估值分别抬升42%、33%、9%。区别于欧日, 本轮美股行情中, 一季报业绩超预期的公司市场表现反而更弱; 标普500成份股中业绩超预期、低预期的上市公司年初以来分别上涨6%、22%。背后的原因在于, “AI浪潮”下头部科技企业的远期业绩指引大幅抬升, 当期业绩的重要性反而有所弱化。事实上, 剔除8家头部科技企业后, 年初以来标普500指数下跌0.1%; 指数的上涨完全由这8家头部科技企业拉动。

图表19: 本轮美股的上涨完全由估值端贡献



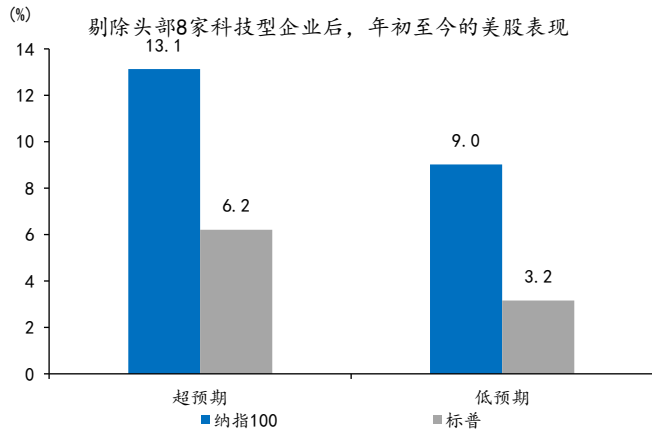
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 区别于欧日, 美股一季报超预期公司表现不佳



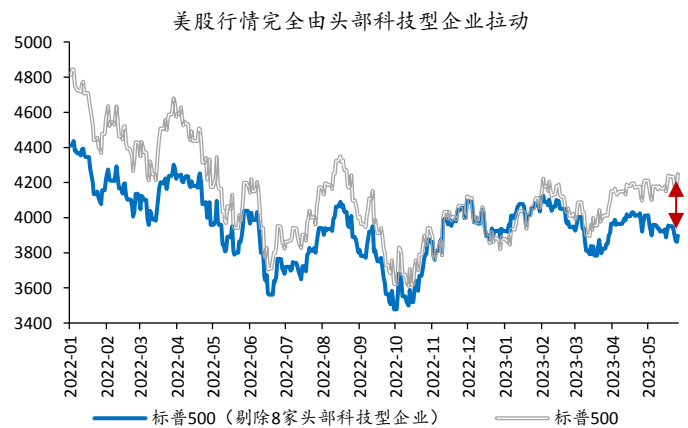
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 剔除8家科技企业, 市场买当期业绩的“账”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美股行情完全由8家头部科技企业驱动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问：“映射”的交易逻辑？欧美市场仍存衰退“隐忧”，“日特估”定价资本效率抬升

本轮欧美市场行情的结构性特征显著，周期板块滞涨、增量资金匮乏，已经透露出对经济基本面的隐忧。一方面，历史回溯来看，历次欧美经济走弱时，均会出现周期板块相对防御板块的滞涨；剥离科技股、奢侈品等公司的扰动，3月以来，伴随经济意外指数的走弱，欧美周期板块相对防御性板块明显走弱，市场已经反映对欧美经济衰退的“担忧”。另一方面，本轮欧美市场的行情中，缺乏增量资金的注入，美股外资流出407亿美元，国内市场上，股票型基金、混合型基金、ETF也合计净卖出2亿美元。“衰退”隐忧下的存量资金博弈，结构性行情愈演愈烈，美股头部企业分别大涨52%、26%，其他成分股则相对滞涨。

图表23: 美国周期板块相对防御板块走弱



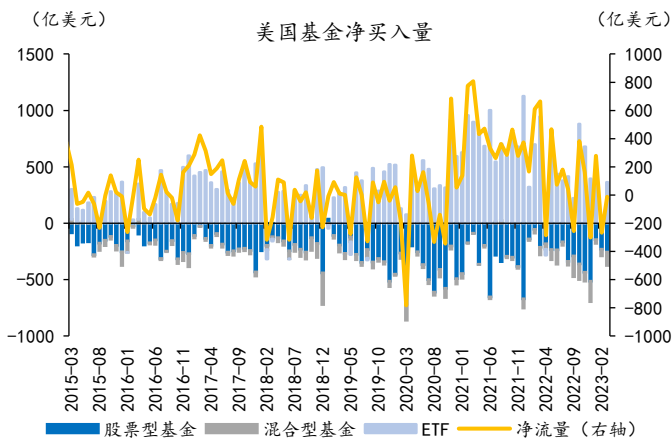
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 欧洲周期板块相对防御板块走弱



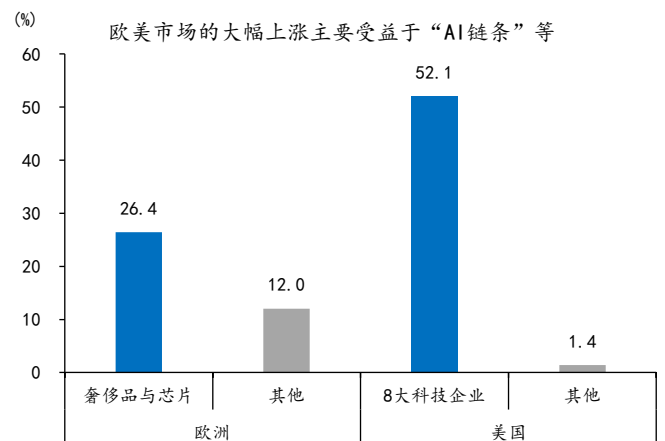
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 美国国内的基金净买入量也并不理想



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

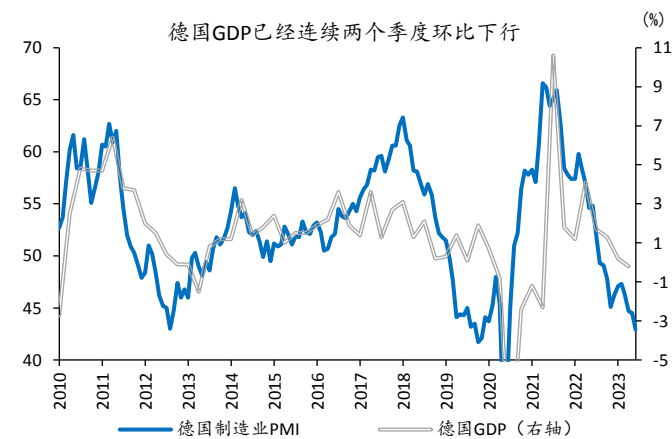
图表26: 欧美市场上涨主要受益于“AI”等链条



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

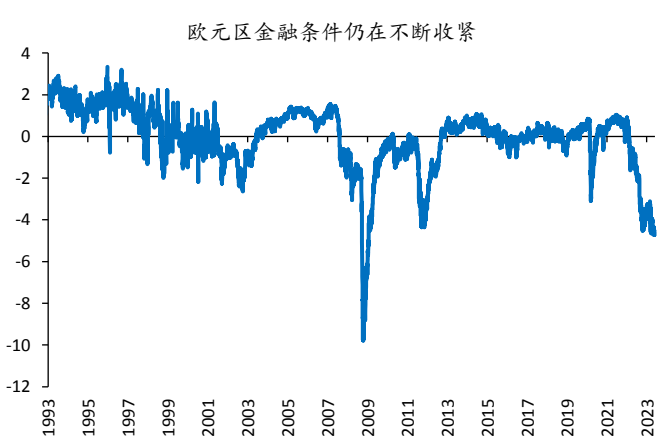
向后看, 欧美经济“难逃衰退”, “杀盈利”下的市场回调风险值得关注。欧洲方面, 经济“火车头”德国“失速”、GDP连续两个月分别环比负增长0.5%、0.3%, 叠加不断收紧的金融条件、粘性通胀下加息的延续, 欧洲经济仍面临较大的下行压力。美国方面, 领先标普500未来12个月EPS约一个季度的PMI指数已经连续6个月低于荣枯线, 美国企业“杀盈利”压力也自3月以来持续显现、未来12个月EPS迄今已回落1.8%; 历史回溯来看, 美股在经济衰退期“杀盈利”从未“缺席”。³而历轮经济衰退期, 欧美股市的最低点也均在经济步入衰退期后才会出现, 后续回调风险不容忽视。

图表27: 德国GDP已经连续两个季度环比为负



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

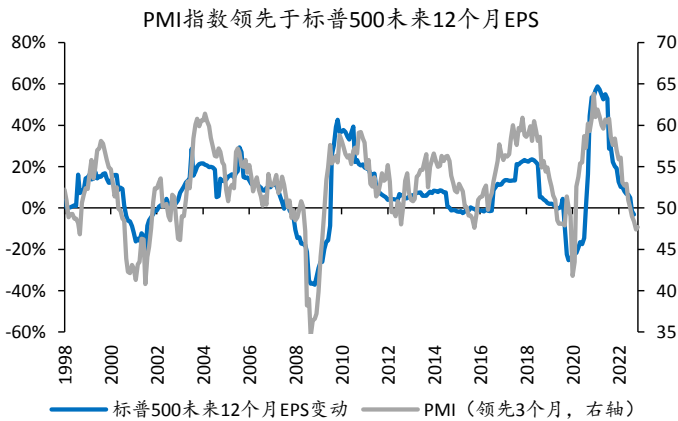
图表28: 欧元区的金融条件仍在不断收紧



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

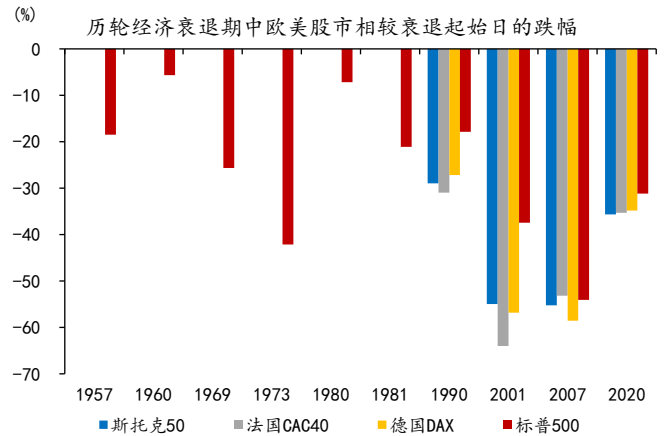
³ 关于欧美经济衰退、美股“杀盈利”的论证, 详见国金宏观的研究报告:《欧洲经济修复的持续性面临挑战》、《证伪“不衰退”: 美国经济, 这次不一样?》、《美股“杀盈利”, 别太期待“不一样”》。

图表29: 美国 PMI 指数来看, “杀盈利” 风险不容忽视



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

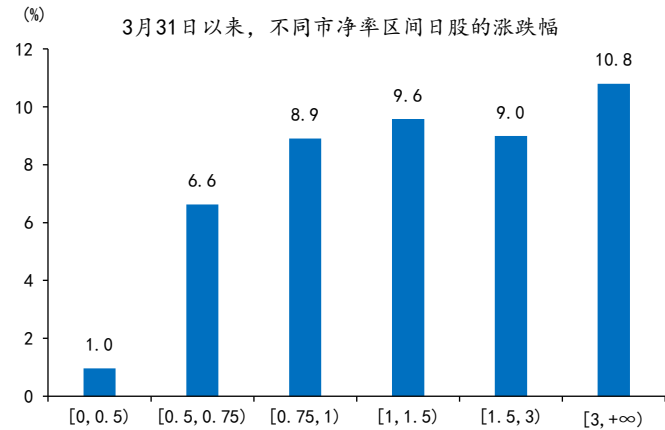
图表30: 历轮衰退期, 欧美股市最低点均在衰退开始后



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

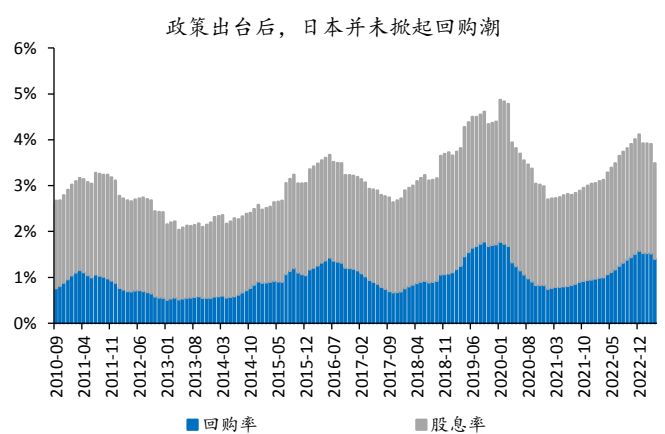
区别于欧美, 日股本轮的普涨行情受益于经济修复、外资流入、政策支持, 未来仍有一定延续性。3月31日东证所出台的《关于实现关注资金成本和股价经营要求》要求主板市场和标准市场的上市公司提高企业价值与资本效率, 并强烈敦促“破净股”对改进措施进行披露。然而, 3月31日以来, 市净率0.5以下的个股、0.5-1的个股分别上涨1.0%、6.6%, 明显滞涨; 同时, 4月日股的回购率降至1.4%, “回购潮”尚未掀起。由此可见, “日特估”实质是提升市场对回购等提高资本效率行为的定价。随着经济基本面的修复、政策支持下日企资本效率的改善、全球相对吸引力的提升, 日股有望迎来“戴维斯双击”。

图表31: 3月31日以来, 低市净率日股涨幅滞后



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

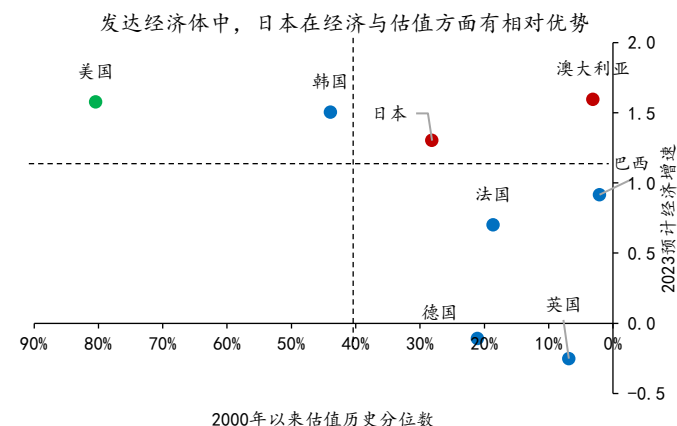
图表32: 3月底政策出台后, 日本尚未掀起“回购潮”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 近期, 前2个月宣布回购的日股表现向好

图表34: 发达经济体中, 日本兼具基本面与估值优势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

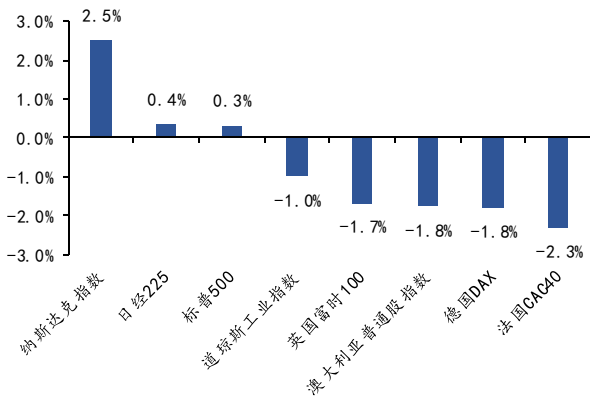
- 1) 年初以来, 海外发达国家股指表现亮眼, 欧日股指相继创下新高, 美国纳指也强势反弹。截至5月27日, 纳指大涨24%, 法国CAC40和德国DAX于5月19日双双创下历史新高, 日经225也在不断刷新1990年以来的新高。结构上, 海外发达国家市场中大盘股、成长股表现明显占优。行业层面, 信息技术与可选消费业的表现尤为突出。
- 2) ①日股: 经济基本面向好、流动性维系宽松、估值水平较低、政策的支持引导, 是日股持续走高的“底气”; 而“巴菲特效应”下外资的加速流入, 则起到了“催化”作用。②欧股受益于估值抬升、盈利向好的“戴维斯双击”, 经济下行风险缓和、一季报业绩向好、奢侈品与芯片业预期大幅改善。③区别于欧日股市, 本轮美股的上涨完全由估值端贡献, 8家头部科技企业是上涨的核心驱动。
- 3) 欧美市场行情结构性特征显著, 周期板块滞涨、增量资金匮乏, 已经透露出对经济基本面的隐忧。向后看, 欧美经济“难逃衰退”, 而历轮衰退, 欧美股市的最低点均在步入衰退期后才出现, 后续回调风险不容忽视。日股本轮普涨行情则受益于经济修复、外资流入、政策支持, 未来或仍有一定延续性。本轮日股并非政策支持下生拔估值; 市净率0.5以下的个股仅上涨1.0%、明显滞涨, 4月日股的回购率降至1.4%、“回购潮”尚未掀起。“日特估”实质是提升市场对回购等提高资本效率行为的定价; 随着基本面修复、资本效率改善, 日股有望迎来“戴维斯双击”。

二、大类资产高频跟踪 (2023/05/20-2023/05/27)

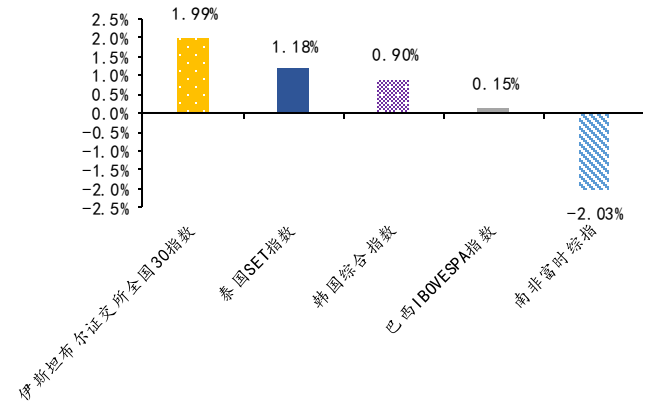
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场涨跌分化

发达国家股指多数下跌, 新兴市场股指多数上涨。法国CAC40、德国DAX、澳大利亚普通股股指、英国富时100和道琼斯工业指数分别下跌2.3%、1.8%、1.8%、1.7%和1.0%, 纳斯达克指数、日经225、标普500分别上涨2.5%、0.4%和0.3%。伊斯坦布尔证交所全国30指数、泰国SET指数、韩国综合指数和巴西IBOVESPA指数分别上涨1.99%、1.18%、0.90%和0.15%, 仅南非富时综指下跌, 跌幅为2.03%。

图表35: 当周, 发达国家股指多数下跌



图表36: 当周, 新兴市场股指多数上涨

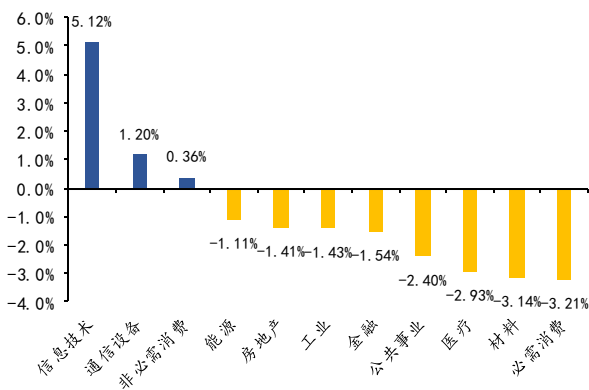


来源: Wind, 国金证券研究所

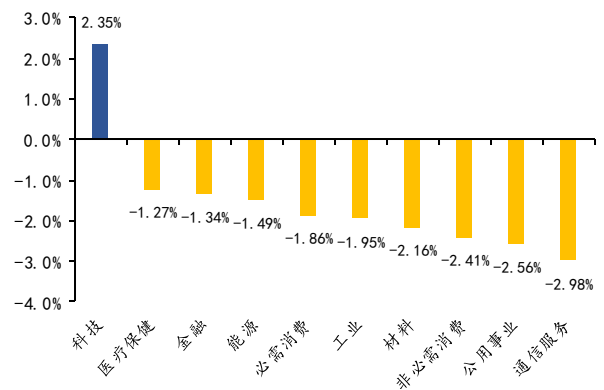
来源: Wind, 国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数下跌。其中必需消费、材料、医疗、公共事业和金融领跌, 分别下跌 3.21%、3.14%、2.93%、2.40%和 1.54%; 仅信息技术、通信设备和非必需消费上涨, 分别上涨 5.12%、1.20%和 0.36%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业普遍下跌。其中通信服务、公用事业、非必需消费、材料和工业领跌, 分别下跌 2.98%、2.56%、2.41%、2.16%和 1.95%; 仅科技上涨, 涨幅为 2.35%。

图表37: 当周, 美股行业多数下跌



图表38: 当周, 欧元区行业普遍下跌

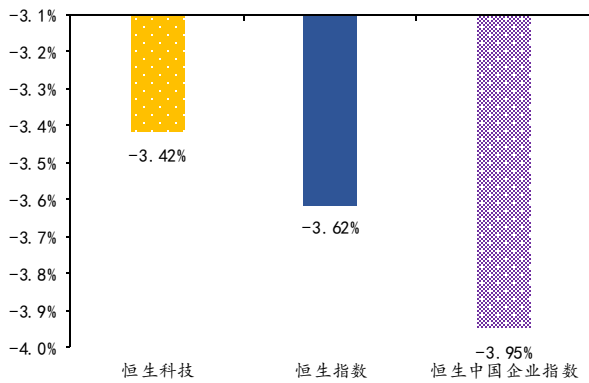


来源: Wind, 国金证券研究所

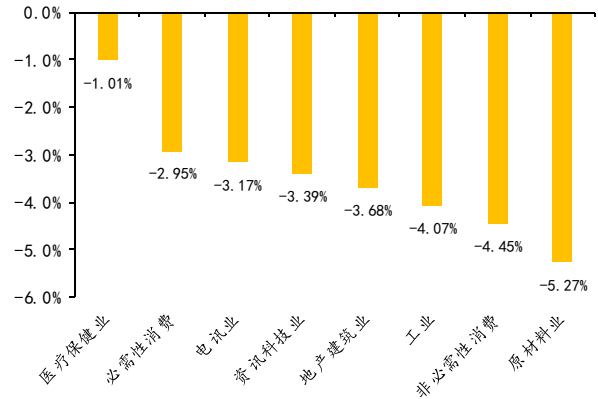
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生中国企业指数、恒生指数和恒生科技分别下跌 3.95%、3.62%和 3.42%。行业方面, 恒生行业全线下跌, 其中原材料业、非必需性消费、工业、地产建筑业和咨询科技业领跌, 分别下跌 5.27%、4.45%、4.07%、3.68%和 3.39%。

图表39: 当周, 恒生指数全线下跌



图表40: 当周, 恒生行业全线下跌



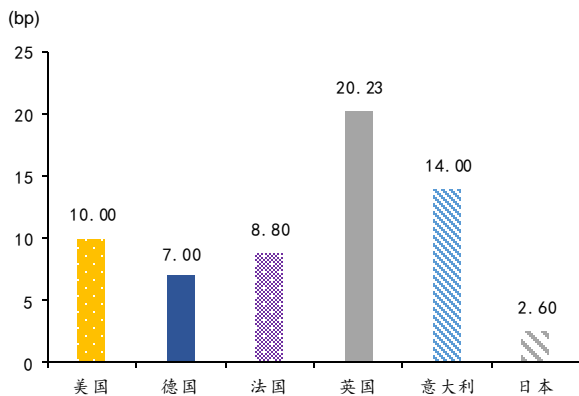
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

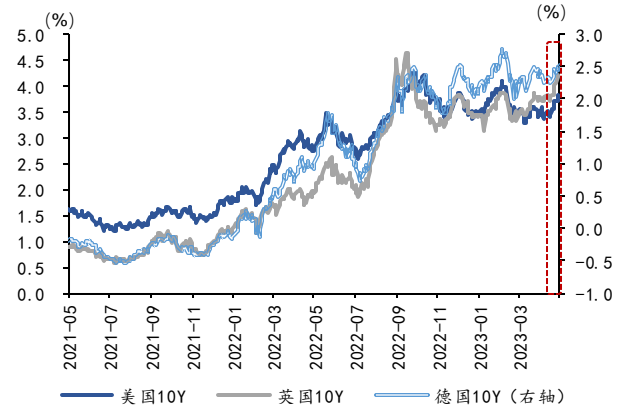
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 10.00bp 至 3.80%，德国 10Y 国债收益率上行 7.00bp 至 2.52%；英国、意大利、法国和日本分别上行 20.23bp、14.00bp、8.80bp 和 2.60bp。

图表41: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨



图表42: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行

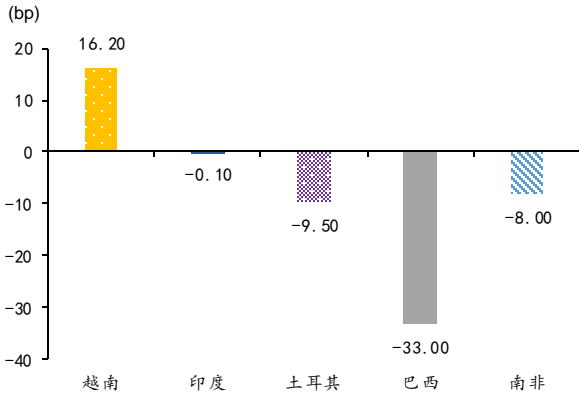


来源: Wind, 国金证券研究所

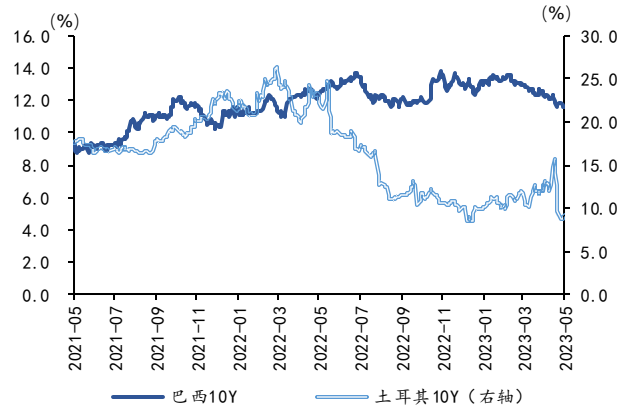
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数下跌。土耳其 10Y 国债收益率下行 9.50bp 至 9.18%，巴西 10Y 国债收益率下行 33.00bp 至 11.57%；南非和印度 10Y 国债收益率下行 8.00bp 和 0.10bp，仅越南 10Y 国债利率上行 16.20bp。

图表43: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数下跌



图表44: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率均下行



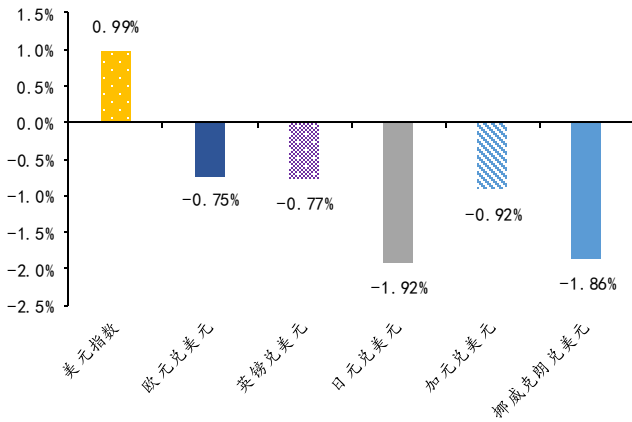
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

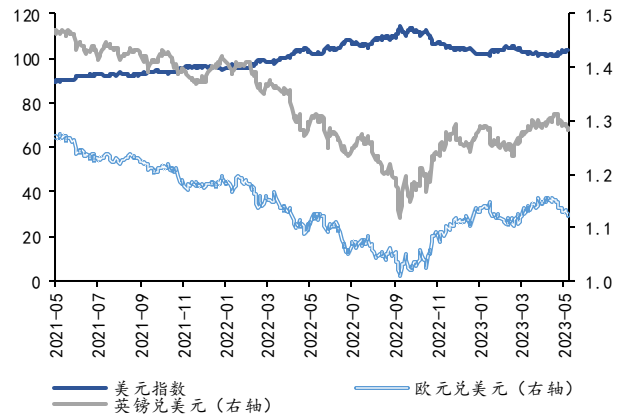
(三) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值

美元指数走强, 本周上涨 0.99% 至 104.2134。日元、挪威克朗、加元、英镑和欧元兑美元分别贬值 1.92%、1.86%、0.92%、0.77% 和 0.75%。主要新兴市场兑美元汇率多数下跌, 土耳其里拉、印尼卢比和菲律宾比索兑美元分别贬值 0.81%、0.41% 和 0.29%, 仅雷亚尔和韩元兑美元分别升值 0.16% 和 0.13%。

图表45: 当周, 美元指数上涨, 其他货币兑美元均贬值



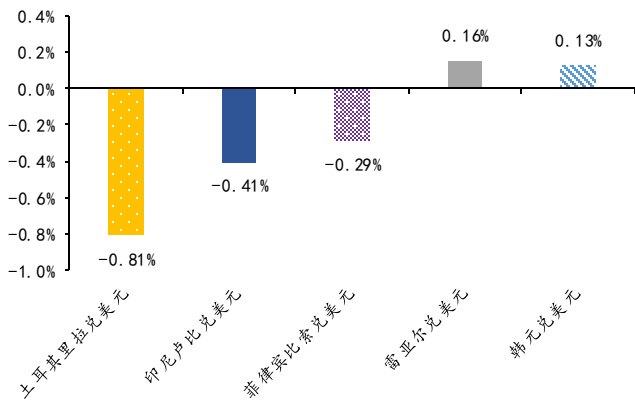
图表46: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值



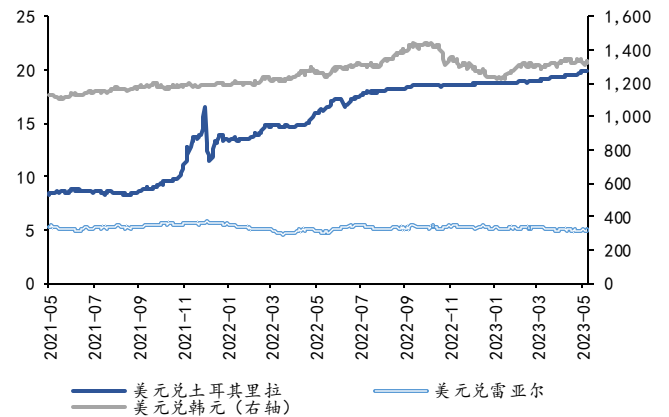
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌



图表48: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔和韩元升值

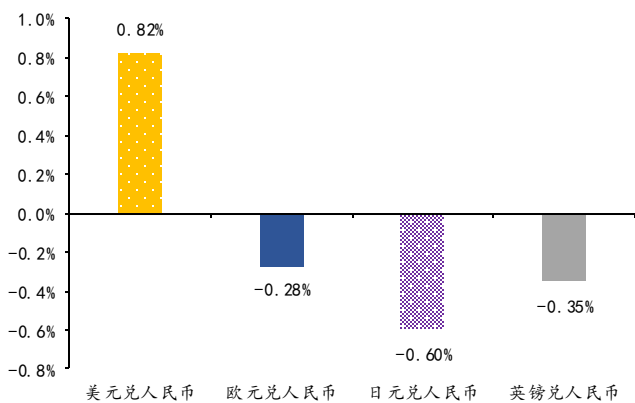


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.82%, 兑欧元和英镑分别升值 0.28%和 0.35%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 574bp 至 7.0658, 美元兑离岸人民币汇率上行 492bp 至 7.0734。

图表49: 当周, 美元兑人民币升值, 英镑和欧元贬值



图表50: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油上涨, 贵金属下跌, 黑色和有色均下跌, 农产品涨跌分化

原油价格上涨, 贵金属价格下跌, 黑色和有色价格悉数下跌, 农产品价格涨跌分化。其中, LME 锌、焦煤、螺纹钢和沥青领跌, 分别下跌 6.49%、5.69%、4.04%和 3.79%; 仅有布伦特原油、WTI 原油、生猪和豆油上涨, 分别上涨 1.81%、1.57%、0.93%和 0.69%。受海外衰退预期以及国内复苏较缓的压力, 下游包括基建、房地产等需求不振, 而疫情后冶炼产能释放、欧洲冶炼厂复产, 锌价大跌。受地产、宏观偏弱影响, 下游钢厂呈现高产量、高库存、弱需求, 叠加外购煤价格下调, 焦煤或仍存在下行压力。

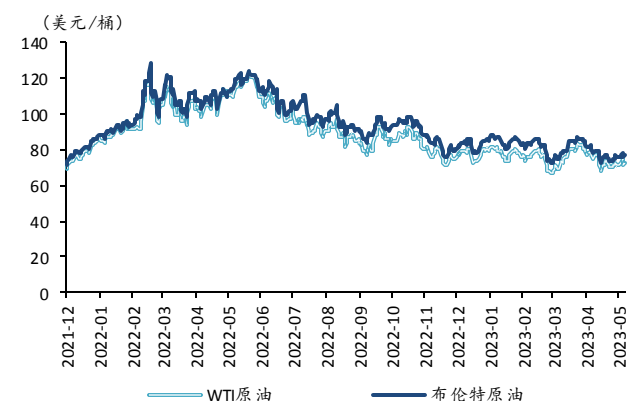
图表51: 当周, 商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-05-26	2023-05-19	2023-05-12	2023-05-05	2023-04-28
原油	WTI原油	1.57%	2.16%	-1.82%	-7.09%	-1.40%
	布伦特原油	1.81%	1.90%	-1.50%	-5.33%	-2.60%
贵金属	COMEX黄金	-1.43%	-1.87%	0.12%	1.11%	0.36%
	COMEX银	-3.34%	-0.19%	-6.76%	2.59%	-0.38%
有色	LME铜	-1.92%	0.01%	-2.79%	-0.91%	-2.73%
	LME铝	-2.53%	2.62%	-2.34%	-2.22%	-2.34%
	LME镍	-0.35%	-2.76%	-6.39%	-0.94%	-1.90%
	LME锌	-6.49%	-1.54%	-3.74%	-1.59%	-2.39%
黑色	玻璃	-0.74%	-13.40%	0.15%	0.60%	5.71%
	焦煤	-5.69%	10.28%	1.05%	-1.98%	-17.84%
	沥青	-3.79%	6.06%	0.97%	-2.76%	-2.71%
	铁矿石	-2.90%	-2.58%	1.22%	-4.64%	0.47%
	螺纹钢	-4.04%	5.83%	-3.59%	-1.14%	-6.40%
农产品	生猪	0.93%	0.07%	0.35%	-0.35%	-4.17%
	棉花	-3.23%	3.54%	-3.54%	3.10%	4.50%
	豆粕	-0.63%	-8.70%	2.75%	2.55%	3.31%
	豆油	0.69%	-7.21%	-1.73%	2.83%	-1.60%

来源: Wind, 国金证券研究所

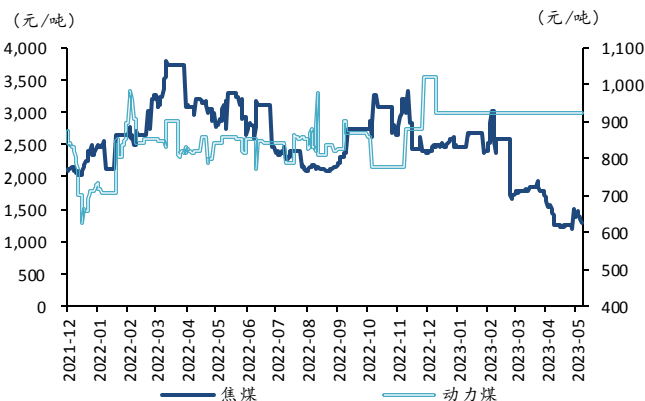
原油价格均上涨, 黑色价格悉数下跌。WTI 原油价格上涨 1.57% 至 72.67 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 1.81% 至 76.95 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格下跌 5.69% 至 1300 元/吨; 螺纹钢、沥青和铁矿石价格分别下跌 4.04% 至 3468 元/吨、3.79% 至 3705 元/吨和 2.90% 至 787 元/吨。

图表52: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

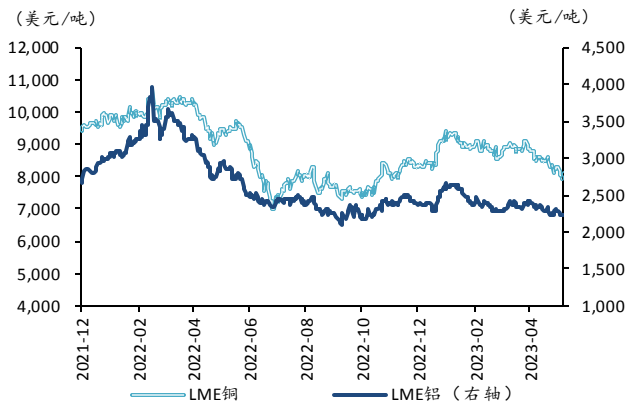
图表53: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

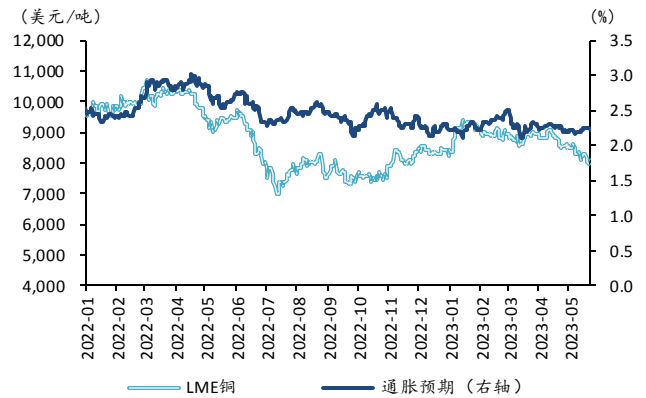
铜铝价格下跌, 贵金属价格均下跌。LME 铜下跌 1.92% 至 8112 美元/吨, LME 铝上涨 2.53% 至 2237 美元/吨。通胀预期从前值的 2.24% 下降至 2.23%。COMEX 黄金下跌 1.43% 至 1948.40 美元/盎司, COMEX 银下跌 3.34% 至 23.15 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.46% 上行至 1.57%。

图表54: 当周, 铜铝价格下跌



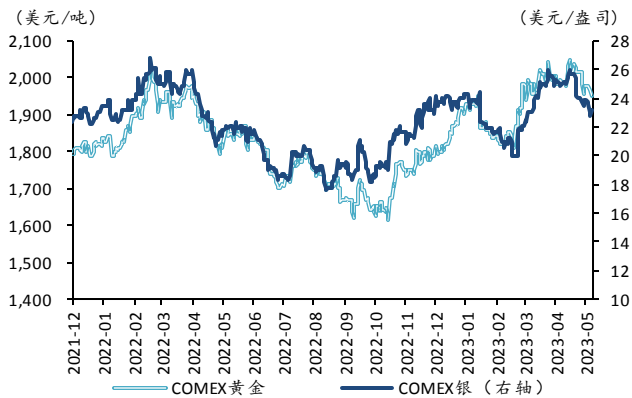
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 通胀预期降温



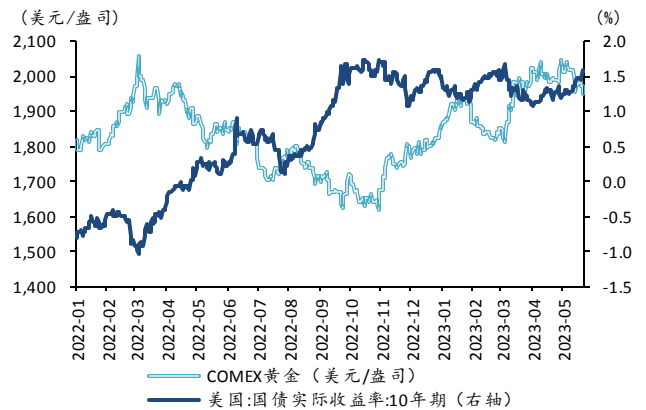
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 黄金、白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 当周, 10Y美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806