

2023年07月03日

人民币汇率有望于三季度企稳

——FICC&资产配置周观察[2023/06/26-2023/07/02]

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.《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》
- 2.《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 3.《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》
- 4.《美债收益率曲线及中美国债利差》
- 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”》
- 8.《贵金属或再迎配置窗口期》
- 9.《如何看待国内降息可能性》
- 10.《历轮降息前后债市如何演绎》
- 11.《海外鹰派信号略有升温》

投资要点

- **海外鹰派信号或已有所定价。**本周美元指数小幅上行至102.91，美元兑人民币汇率中间价报收7.22。本周美国公布2023年Q1GDP环比折年率终值2.0%，主要反映出口及消费支出上修，超初值1.3%及预期值1.4%。美国5月核心PCE指数为4.6%，较前值回落0.1pct，但仍具粘性高于目标水平2%。美国经济韧性支撑鲍威尔鹰派观点，叠加国内经济复苏偏弱、结汇意愿不强及降息落地，本币汇率短期略有约束，但对于海外鹰派信号或已有所定价。
- **“8·11汇改”以来，我国汇率主要驱动因素为经济基本面、出口景气度、内外利差博弈等。**回溯“8·11”后本币汇率三轮类比周期，第一轮为2015年8月-2016年12月，该轮外部背景为联储结束QE后于2015年末启动加息周期；内部因素则在于2015年央行启动“8·11汇改”，推动本币汇率中间价市场化。第二轮始于2018年3月，国际背景为中美贸易摩擦且联储仍处加息周期中后段；至2020年4月我国为应对疫情，央行政策利率启动降息操作，当年6月财政部计划发行抗疫特别国债近一万亿元，经济迅速重启，本币汇率恢复升值。第三轮始于2022年3月中旬，与联储本轮加息周期启动时点基本吻合。而始于2023年2月的本币汇率阶段性趋贬另一驱动因素在于国内基本面的复苏斜率较缓，叠加近期央行降息，汇率于资本流动角度表现“超调”，而中美周期差影响则体现为10Y中美利差的走扩至近117bp。
- **近三轮本币汇率中间价破“7”后延续趋贬区间观测，平均持续时间低于2个月。**复盘最近三次美元兑人民币汇率中间价破“7”可比区间，分别位于2019年8月8日-2019年12月25日、2020年3月13日-2020年7月9日，2022年9月27日-2022年12月5日，持续时间平均近110天，而该区间包括了本币汇率“见底”后升值至“7”下方的持续时间，故破“7”后本币延续趋贬的平均持续时间实际低于2个月。本轮本币汇率阶段性破“7”始于2023年5月中旬，已持续近两月，纵向角度我们倾向于认为后续本币汇率贬值幅度有限，距离企稳或已不远。
- **三季度稳经济积极信号有所强化，或支撑本币汇率。**央行最新二季度例会报告中对于信贷表述由一季度“总量适度”转为当前“合理增长”，提到“坚决防范汇率大起大落风险”等，对于稳经济措辞力度提升。当前央行政策工具箱空间仍充足，若汇率仍有约束，不排除启动上调外汇风险准备金率、外汇存款准备金率、离岸市场央行票据和启动逆周期因子等政策。Q3后国内宽货币叠加去库周期或步入尾声，中美周期差或有所收敛，人民币汇率有望重拾升势。当前CME预测联储7月加息25bp概率为86.8%，但当前资产对于鹰派信号已有定价。近期部分国有行下调美元存款利率，PPI、PMI边际企稳，有望支撑本币汇率。
- **降息“止盈需求”后情绪回暖，三季度债牛有望延续。**本周债市延续偏强运行，10年期国债收益率下行4bp至2.64%。前期降息落地“止盈需求”释放后，6月官方制造业PMI数据发布录得49仍位于荣枯线下方，债市或解读为有效需求仍相对不足，支撑债市情绪回暖。6月OMO、SLF、MLF及LPR降息或为新一轮宽货币周期开启，回溯历史来看调整后再度做多胜率较高。后续关注7月政治局会议定调，地产端若无强政策加码，债市Q3风险或较小，长端收益率下破2022年Q3低点2.59%或为大概率事件，防守角度建议以票息策略为主。
- **商品市场有所企稳，权益市场长期角度机会大于风险。**本周螺纹钢、铁矿石价格延续上行，油价小幅反弹，美国原油库存下降提供支撑，美国劳动力市场强劲叠加经济韧性带来的加息预期或约束反弹空间。A股有所企稳，流动性充裕下权益市场对于地产端表现程度比债市更为乐观。当前股债比近31，处明显低估区域，胜率较高，可适当乐观逢低布局。
- **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	10
2.1. 国内债市	10
2.2. 海外流动性观察	12
2.3. 基准利率及债市情绪	14
3. 商品市场	15
4. 外汇市场	17
5. 经济日历	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 资产周度表现汇总	5
图 2 人民币汇率类比周期复盘	6
图 3 外汇占款余额与房地产贷款余额.....	8
图 4 中国官方制造业 PMI 及价格分项.....	8
图 5 美国 PCE.....	8
图 6 英国 CPI	8
图 7 我国利率传导机制	9
图 8 股债比	10
图 9 公开市场操作货币净投放[逆回购].....	10
图 10 MLF+TMLF 合计净投放	10
图 11 银行间质押式回购总量	11
图 12 商业银行净息差.....	11
图 13 新增国债及政金债发行规模.....	11
图 14 新增地方政府债券发行规模.....	11
图 15 信用利差与国债 10Y-2Y 期限利差.....	11
图 16 国债 10Y-1Y 期限利差	11
图 17 IRS 质押式回购定盘利率.....	12
图 18 AAA 同业存单收益率.....	12
图 19 国债期货收盘价	12
图 20 投资级中资美元债	12
图 21 中美 10 年期国债利差.....	12
图 22 美国 M2 同比, %	12
图 23 美联储总资产及联邦基金利率	13
图 24 海外国债收益率	13
图 25 美国成屋房价中位数及房贷利率.....	13
图 26 TED 利差.....	13
图 27 美债长短端收益率走势	13
图 28 最新存款基准利率[2015 年 4 月调整至今].....	14
图 29 最新国有行存款利率[以建行为例].....	14
图 30 央行政策利率走廊	14
图 31 主要政策利率及市场利率报价	14
图 32 主要产品利率走势	15
图 33 隐含税率“牛市下行、熊市上行”.....	15
图 34 商品综合指数及黑色指数, 点	15
图 35 铁矿石与螺纹钢指数, 点	15
图 36 焦煤、焦炭价格, 点.....	16
图 37 原油价格指数.....	16
图 38 贵金属与实际利率	16
图 39 央行购金持续.....	16
图 40 工业金属指数.....	16

图 41 农产品价格指数, 点.....	17
图 42 高炉开工率	17
图 43 国产锂价	17
图 44 钴价	17
图 45 美元兑人民币、美元兑日元汇率.....	17
图 46 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	17
图 47 海外投资者对美债持有情况.....	18
图 48 外资对中国债券持仓变化及中美 10Y 国债利差	18
图 49 2022 年来本币汇率与权益市场联动增强	18
图 50 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动	18
图 51 下周主要经济事件及数据	19

1.资产配置核心观点

本周主要资产表现回顾：欧美股市>中债>美元指数~商品市场~A股>港股

图1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]

2023/6/30	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	3202.06	%	0.13	3.65
	深证成指	点	2049.23	%	0.46	3.73
	创业板指	点	2215.00	%	0.14	-5.61
	沪深300	点	3842.45	%	-0.56	-0.75
	恒生指数	点	18934.36	%	-5.74	-4.28
	恒生科技	点	3933.44	%	-8.37	-4.73
	日经225	点	29157.95	%	1.04	11.74
	韩国综指	点	2500.94	%	-0.02	11.83
	道琼斯工业	点	34407.60	%	2.02	3.80
	纳斯达克	点	13787.92	%	2.19	31.73
	标普500	点	4450.38	%	2.35	15.91
	欧元区STOXX50	点	4399.09	%	2.98	15.96
	英国富时100	点	7531.53	%	0.93	1.07
	德国DAX	点	6391.98	%	2.00	12.30
法国CAC40	点	7400.06	%	3.30	14.31	
债券	DR001	%	1.40	bp	-38.76	-62.48
	DR007	%	2.18	bp	22.85	-18.03
	R001	%	2.18	bp	37.56	-23.09
	R007	%	3.13	bp	91.04	33.93
	SHIBOR:隔夜	%	1.48	bp	-36.00	-47.30
	SHIBOR:7天	%	2.06	bp	5.40	-16.00
	中债国债收益率:10Y	%	2.64	bp	-4.00	-20.02
	国债期货收盘价格:10Y	%	101.99	bp	0.32	1.77
	FR007 IRS:1Y	%	2.02	bp	-6.00	-16
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.32	bp	-4.00	-17.8
	中资地产美元债BBB:3Y	%	3.43	bp	20	-94
	美国国债收益率:10Y	%	3.81	bp	7	-7
	中美国债利差:10Y	bp	117	bp	0	13
	10s2s美债利差	bp	-106	bp	-9	-53
	10s3m美债利差	bp	-162	bp	5	-108
	美国TED利差	bp	7	bp	-6	-23
	英国国债收益率:10Y	%	4.40	bp	2.6	60
德国国债收益率:10Y	%	2.44	bp	7.0	-7	
法国国债收益率:10Y	%	2.93	bp	4.9	-19	
日本国债收益率:10Y	%	0.43	bp	3.6	-3	
商品	ICE布油	美元/桶	74.90	%	1.42	-12.82
	NYMEX WTI原油	美元/桶	70.64	%	2.14	-11.99
	伦敦金现	美元/盎司	1919.36	%	-0.05	5.30
	COMEX黄金	美元/盎司	1927.80	%	-0.13	5.34
	COMEX白银	美元/盎司	22.96	%	2.34	-5.06
	LME铜	美元/吨	8319.50	%	-1.19	-0.65
	SHFE螺纹钢	元/吨	3721.00	%	0.95	-9.35
	DCE铁矿石	元/吨	822.50	%	3.13	-4.69
	南华有色金属	点	1556.16	%	-2.00	-8.01
	南华农产品	点	1095.56	%	0.65	-2.41
外汇	美元指数	点	102.9182	点	0.5000	-0.5713
	美元兑人民币	点	7.2620	点	0.0700	0.3106
	港元兑人民币	点	0.9271	点	0.0100	0.0362
	英镑兑美元	点	1.2695	点	-0.0020	0.0600
	欧元兑美元	点	1.0866	点	-0.0018	0.0200
	美元兑日元	点	144.31	点	0.6300	13.1825

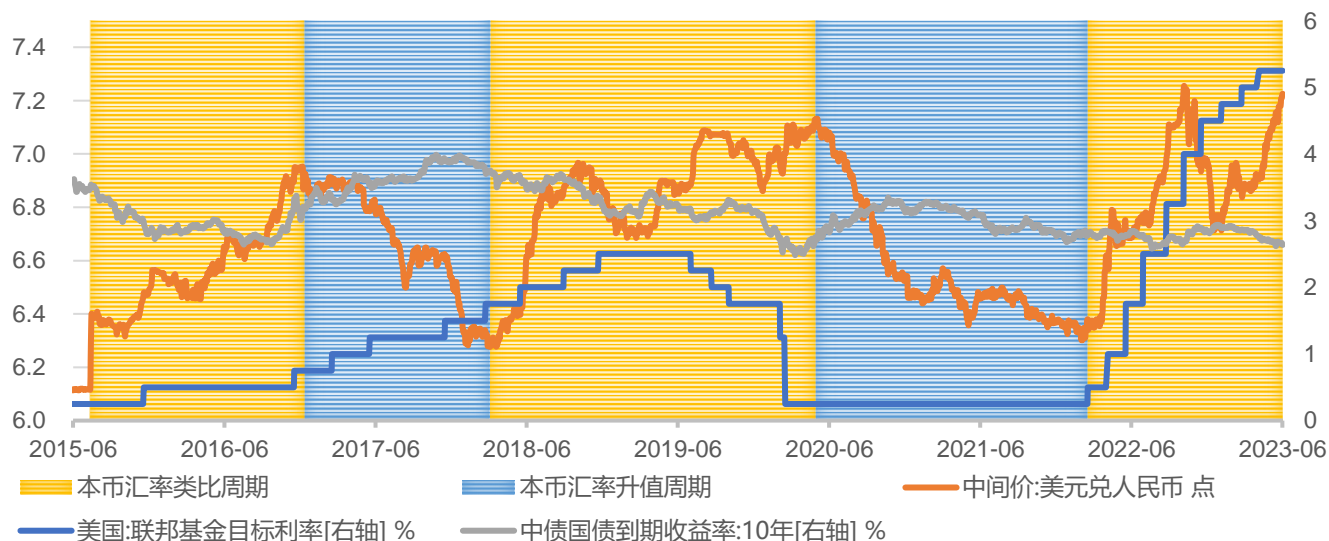
资料来源：Wind，东海证券研究所

外汇：人民币汇率三季度有望企稳

海外鹰派信号或已有所定价。本周美元指数小幅上行 0.04%至 102.91，美元兑离岸人民币汇率报收 7.26，美元兑人民币中间价报收 7.22。本周美国公布 2023 年一季度 GDP 环比折年率终值录得 2.0%，主要反映对于出口及消费支出的上修，超初值 1.3%及预期值 1.4%。5 月核心 PCE 指数 4.6%，较前值小幅回落 0.1pct，但仍具粘性明显高于目标水平，反映美国经济基本面仍具韧性，亦支撑鲍威尔鹰派观点。叠加国内经济复苏偏弱、结汇意愿不强及降息落地，本币汇率短期略有约束，但对于海外鹰派信号或已有所定价。

复盘“8·11 汇改”以来，人民币汇率共经历三轮类比周期。（1）第一轮周期区间位于 2015 年 8 月-2016 年 12 月，该轮周期的外部背景为：美联储结束 QE 后于 2015 年末启动加息周期；内部因素则在于 2015 年央行启动的“8·11 汇改”，为增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性，更为真实地反映当期外汇市场供求关系，央行决定完善人民币兑美元汇率中间价报价。做市商参考上一交易日银行间外汇市场收盘利率，向中国外汇交易中心提供中间价报价。（2）第二轮周期区间始于 2018 年 3 月，当时国际背景为中美贸易摩擦，且联储仍处加息周期中后段，止于 2020 年 6 月，我国新冠疫情后采取积极的财政政策与货币政策，2020 年 4 月央行政策利率降息操作，经济迅速重启。配合 2020 年 6 月财政部计划发行抗疫特别国债发行，累计发行总额近一万亿元，本币汇率随后开启升值周期。（3）第三轮周期始于 2022 年 3 月中旬，与联储本轮加息周期启动时点基本吻合。2022 年四季度，我国疫情政策优化叠加美联储通胀取得一定控制，美元与美债收益率均基本见顶，金价与人民币汇率均开启上行。而本轮始于 2023 年 2 月的本币汇率阶段性趋贬的另一驱动因素为国内基本面的复苏斜率较缓，叠加近期央行降息，汇率的表现一定程度上可视为资本流动角度带来的“超调”，而中美周期差的结果则体现为中美利差的走扩，截至本周，10Y 中美利差近 117bp。

图2 人民币汇率类比周期复盘



资料来源：Wind，东海证券研究所

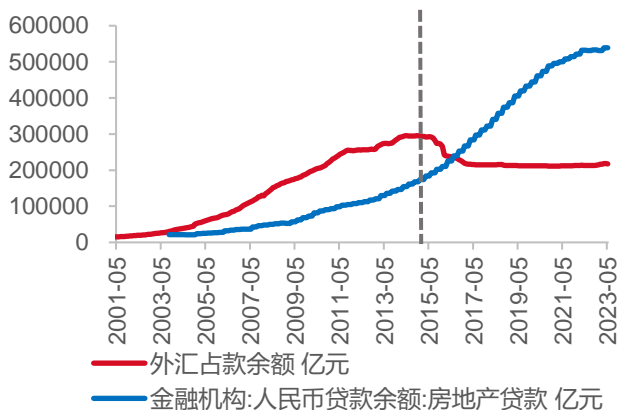
我国汇率主要驱动因素在于经济基本面、出口景气度、内外利差博弈等。回溯我国本币汇率与利率的联动性，2000年至2008年，我国人民币汇率波动主要源于加入WTO之后出口对经济驱动所带来的外汇储备影响。外汇占款驱动央行资产负债表扩张，外汇转成人民币，推动本币汇率升值，央行因为外汇占款所以货币投放增多使得利率趋于走低。2015年之后我国经济驱动因素主要源于地产的较高景气度，当央行的货币自主权提高，外汇储备不是央行投放流动性的主要驱动，本币流动性紧张那么央行就发货币，增加货币供应，避免出现流动性问题，利率走低，那相对外币资本流动逻辑下，人民币会承压，所以二者会呈现一个同向变动。汇率作为经济基本面的反映，2015年至今该规律仍然持续，从资本账户角度及利率平价理论利差角度考虑，即利率和汇率的同向性逻辑亦成立。

近三轮本币汇率破“7”后延续趋贬区间观测，平均持续时间不超过2个月。复盘最近三次美元兑人民币汇率中间价破“7”可比区间，分别位于2019年8月8日-2019年12月25日、2020年3月13日-2020年7月9日，2022年9月27日-2022年12月5日，持续时间分别为140天、119天与70天，平均近110天，而该区间包括了本币汇率“见底”后升值至“7”下方的持续时间，故考虑双边波动，破“7”后本币延续趋贬的平均持续时间低于2个月。本轮人民币汇率阶段性破“7”始于2023年5月中旬，至当前已持续近两个月，纵向角度我们倾向于认为后续本币汇率贬值幅度有限，距离企稳或已不远。

三季度稳经济积极信号有所强化，或支撑本币汇率。本周央行货币政策二季度例会中对于信贷表述由一季度货政报告中的“总量适度”转为当前的“合理增长”，还提到“坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”、“关注物价走势边际变化，保持物价水平基本稳定”、“搞好跨周期调节”等。对于稳经济的措辞较一季度的表述力度有所提升。且央行当前对于汇率调节保有明显空间，即便后续影响汇率条件仍有约束，央行政策工具箱仍充足，不排除上调外汇风险准备金率、外汇存款准备金率、离岸市场发行央行票据和启动逆周期因子等政策的出台。叠加近期部分国有行下调美元存款利率提振本币汇率，以及PPI、PMI价格出现边际企稳信号，均有望支撑本币汇率。

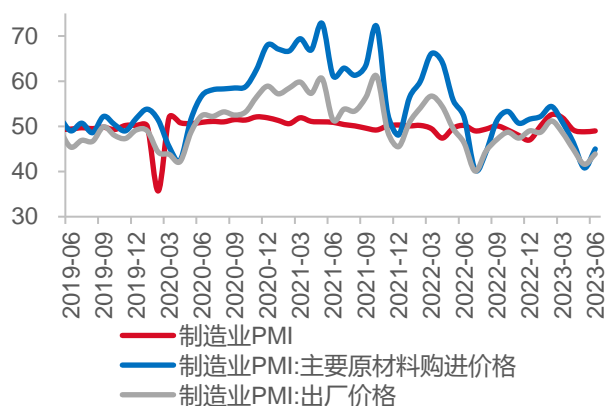
三季度后中美周期差或有所收敛，人民币汇率有望重拾升势。当前CME FedWatch预测美联储7月议息会议加息25bp概率为86.8%，虽美联储年内大概率仍有加息，但当前资产对于鹰派信号已有明显定价。中长期看，美元或为强弩之末，三季度后美联储或正式暂停加息，美债收益率或先于政策利率延续下行，且伴随超额储蓄的消耗，美国或开始进入主动去库阶段的确定性较高，而考虑内需修复叠加外需转弱，国内宽货币叠加政策提振下去库周期或步入尾声，中美周期差逐步收敛。故我们认为三季度后美元指数或重回下行通道，人民币汇率有望重拾升势进入上行通道，再回双向波动。

图3 外汇占款余额与房地产贷款余额



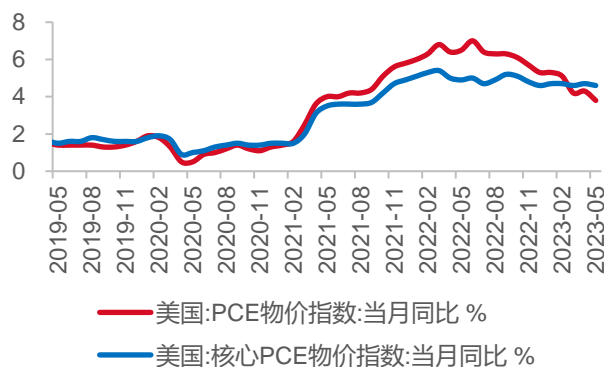
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 中国官方制造业 PMI 及价格分项



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 美国 PCE



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 英国 CPI



资料来源: Wind, 东海证券研究所

中债: 降息“止盈需求”后情绪回暖, 三季度债牛有望延续

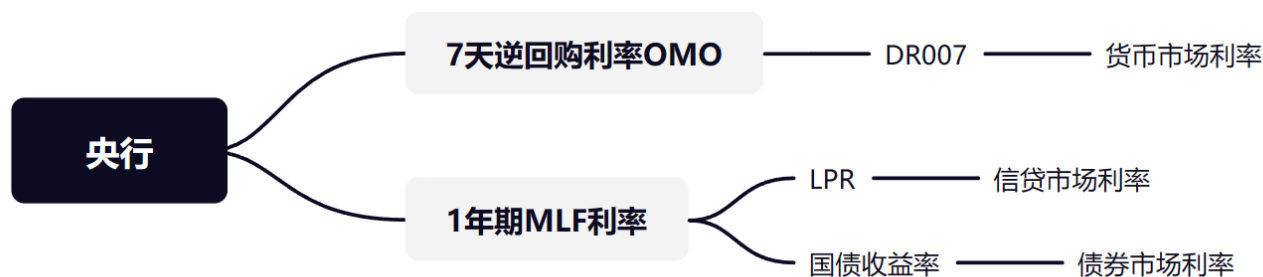
本周债市延续偏强运行, 10年期国债收益率下行4bp至2.64%。前期降息落地“止盈需求”释放后, 本周债市情绪有所好转, 利率债收益率再度下行。6月官方制造业PMI数据发布录得49, 高于前值, 总体指向经济复苏积极因素可能增加, 但仍位于荣枯线下方, 债市或解读为有效需求仍相对不足, 支撑债市情绪回暖。

我国利率传导机制下, 央行每日公开市场操作, 通过7天期逆回购利率向市场释放短期政策利率信号, 而央行每月进行的MLF操作则对市场释放中期政策利率信号。其央行7天期政策利率走廊引导DR围绕其中枢波动, LPR报价则在MLF利率基础上加点形成。二者分别推动DR007为主的货币市场利率、LPR利率为主的信贷市场利率, 再由交易形成国债收益率为主的债券市场利率变动。SLF在货币政策工具中定位为央行政策利率走廊的上限, 而超额准备金利率作为商业银行在央行的存款利率, 则为利率走廊的下限。

6月OMO、SLF、MLF及LPR降息或为新一轮宽货币周期的开启, 但连续降息可能性较低。一方面银行负债端与资产端均需消化最新调整; 另一方面, 回溯历次降息时间间隔, 未来一季度宽货币信号的延续或更可能体现为降准的配套落地。回顾2023年Q1央行货币政策报告中提到, 央行对利率水平的把握可采取“缩减原则[Attenuation Principle]”, 政策利率的

调整更可能采取小步慢走节奏。从历轮降息落地后债市调整空间观测，如果该次降息处于宽松周期中的前段，那么调整后再度做多的胜率较高。关注7月政治局会议定调，地产端若无强政策加码，我们认为债市三季度风险较小，仍有参与空间，再度降息的可能或后置至9月或者2023年Q4。长端收益率下破2022年Q3低点2.59%亦为大概率事件，但防守角度建议以票息策略为主。以十年期国债收益率为锚短期若调整至2.7%，反而可能再度迎来布局机会。

图7 我国利率传导机制



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

商品：商品市场有所企稳

本周商品市场于海外鹰派因素调整后有所企稳。南华商品综合指数涨0.19%，RJ/CRB指数降0.38%。螺纹钢、铁矿石价格延续上行，国内商品市场相对更贴近现货需求，投机博弈空间相对较小。原油价格、贵金属价格有所企稳，铜价低位盘整。预计商品市场短期或维持延续盘整态势。

本周油价小幅反弹，美国原油库存大幅下跌提供支撑，美国劳动力市场强劲叠加经济韧性带来的升息预期或约束反弹空间，关注7月初OPEC+会议。至6月23日当周，美国原油库存4.54亿桶，周环比下降960万桶；汽油库存2.22亿桶，周环比增加60万桶；馏分油库存1.14亿桶，周环比增加12万桶；美国原油产量1220万桶/天，周产量不变，较去年同期仅增加10万桶/天。美国钻机数持续下降，至6月30日当周，钻机数674台，周减少8台，较去年同期减少76台；其中采油钻机数545台，周减少1台，较去年同期减少50台。暑期原油消费旺季，但成品油表现相对疲软；由于全球高温，天然气价格小幅上涨。

贵金属或再迎配置窗口期。中期视角看，美联储金融条件紧缩周期仍处末期，还未正式转向，且当前年内开启降息可能性较小。而展望2022年Q4至2023年H1，美联储确认货币政策转向预期或升温，美国TIPS利率和美元下行的确定性较高，金价届时或迎来新的高点。从短期调整幅度观测，近一个月金价较短期高点调整幅度近10%，已超2018年-2020年黄金牛市三次期间调整幅度的平均水平，对于鹰派因素计价相对充分，而尚未定价太多降息预期。据世界黄金协会5月末发布《2023全球央行黄金储备调查》，全球央行进一步增持黄金，我国央行今年5月亦再度增持黄金15.86吨[51万盎司]，累计持有黄金储备约2092.33吨[6727万盎司]。从上行空间观测，本轮金价上行周期当前区间涨幅为28.9%，远低于上一轮完整上行周期的80%。考虑上一轮金价在整个降息周期中表现明显上行，且金价最高点出

现于降息结束的半年之后，再叠加全球央行购金基本面支撑，我们认为贵金属中长期配置价值仍存。

权益：长周期角度机会大于风险，可适当乐观

本周 A 股有所企稳，流动性充裕下权益市场对于地产端表现程度比债市更为乐观。虽债券与权益市场回溯来看存在一定的跷跷板效应，但不排除部分流动性宽松的年份下，二者均有明显参与空间。以沪深 300P/E 与 10 年国债 YTM 测算，当前股债比近 31，远低于近 7 年均值 53.5，处明显低估区域。长周期角度，当下或为 A 股和港股良好布局时点，机会大于风险，胜率较高，可适当乐观逢低布局。

图8 股债比

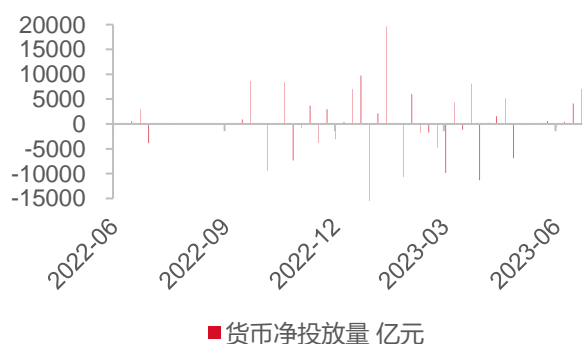


资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

2.债券市场

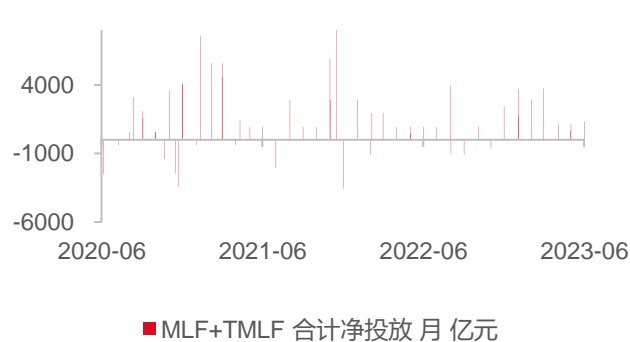
2.1.国内债市

图9 公开市场操作货币净投放[逆回购]



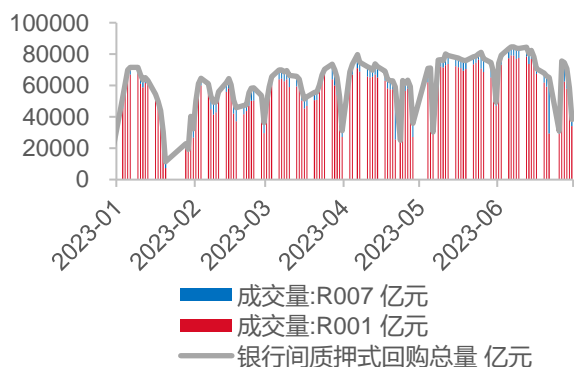
资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 MLF+TMLF 合计净投放



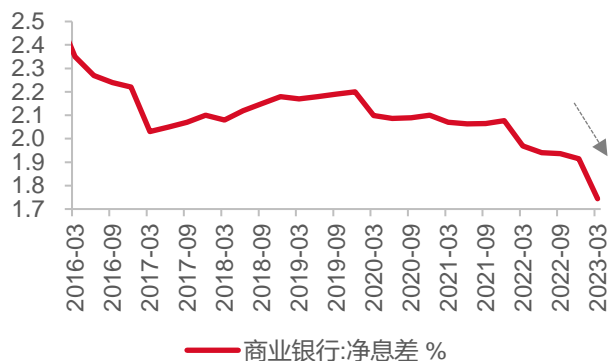
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 银行间质押式回购总量



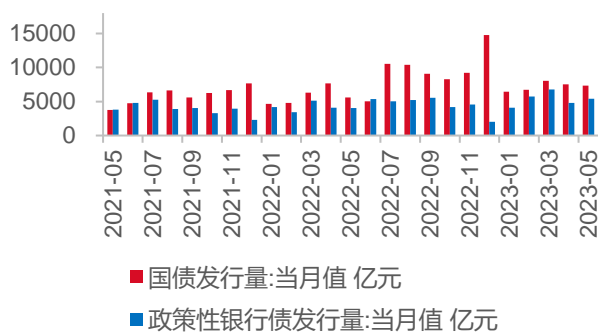
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 商业银行净息差



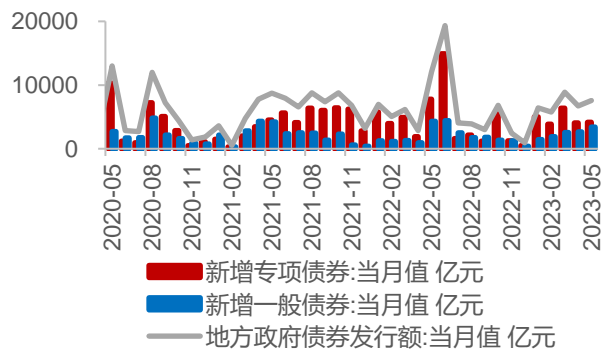
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 新增国债及政金债发行规模



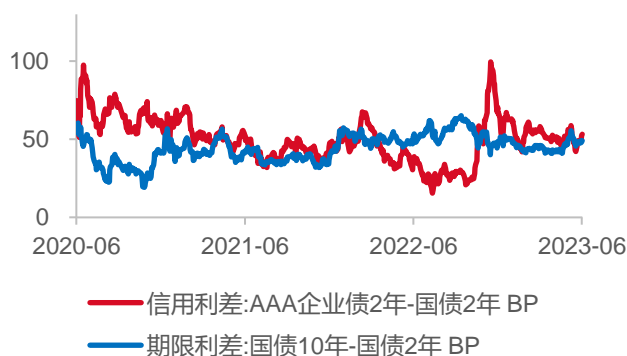
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 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15 信用利差与国债 10Y-2Y 期限利差



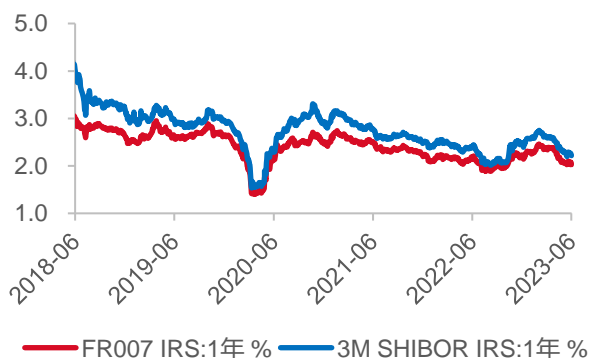
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 国债 10Y-1Y 期限利差



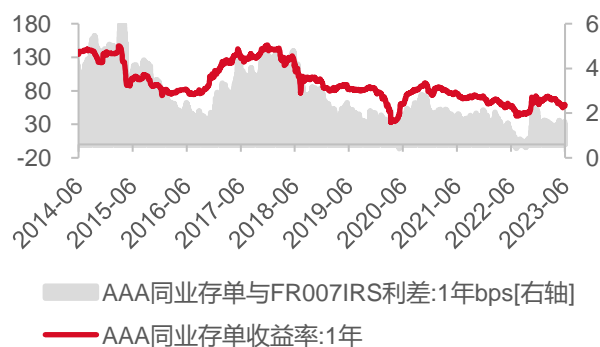
资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 IRS 质押式回购定盘利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 AAA 同业存单收益率



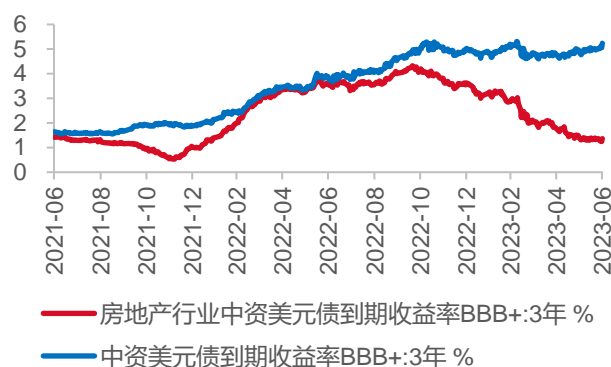
资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 国债期货收盘价



资料来源：Wind，东海证券研究所

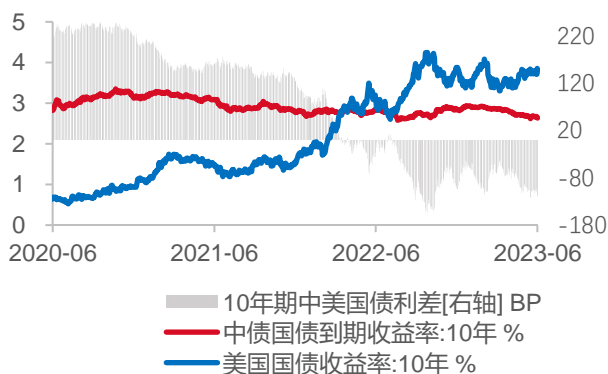
图20 投资级中资美元债



资料来源：Wind，东海证券研究所

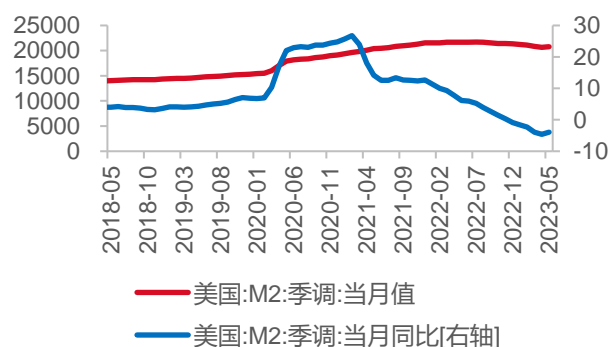
2.2.海外流动性观察

图21 中美 10 年期国债利差



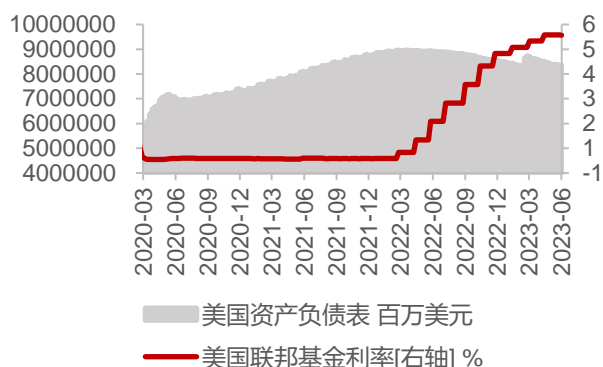
资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 美国 M2 同比，%



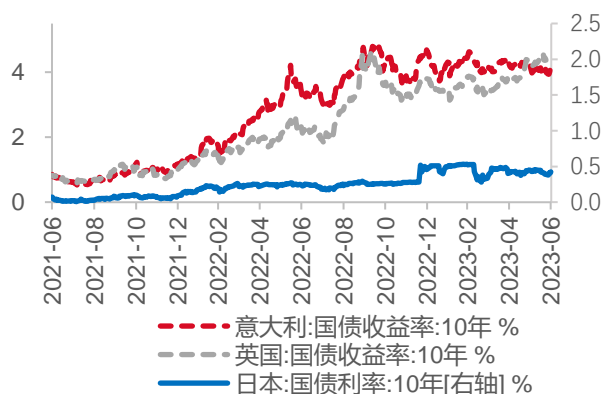
资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 美联储总资产及联邦基金利率



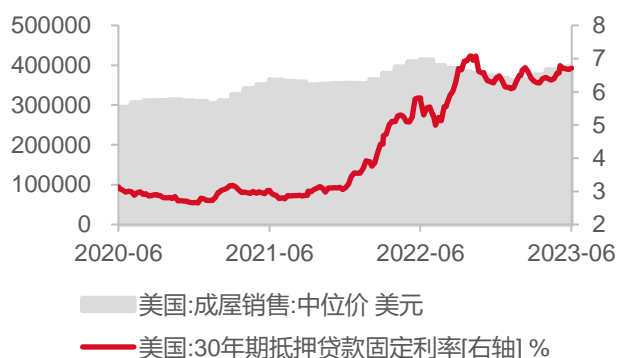
资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 海外国债收益率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 美国成屋房价中位数及房贷利率



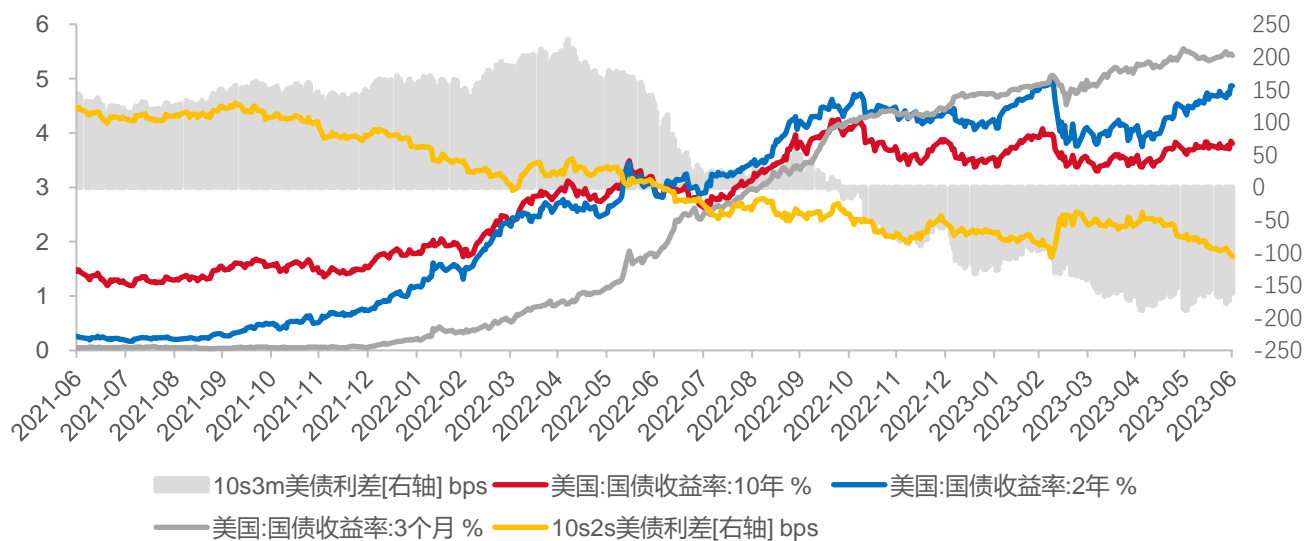
资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 TED利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

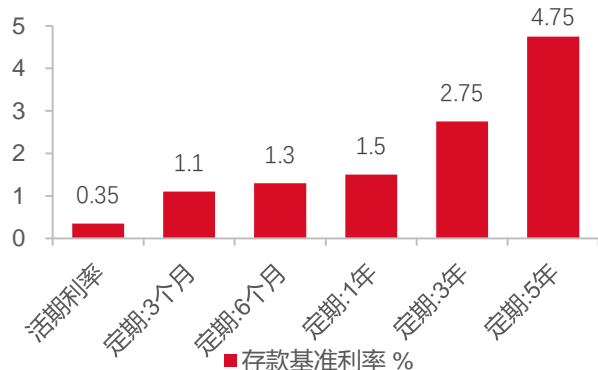
图27 美债长短端收益率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

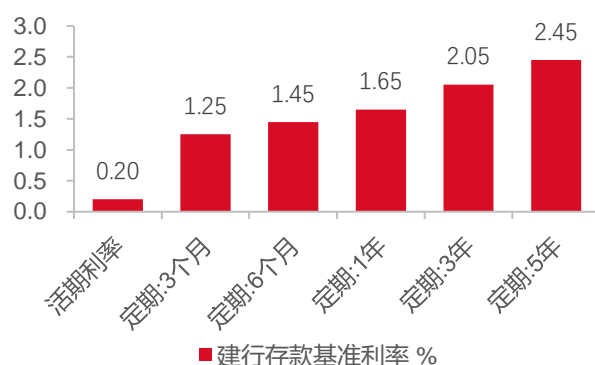
2.3.基准利率及债市情绪

图28 最新存款基准利率[2015年4月调整至今]



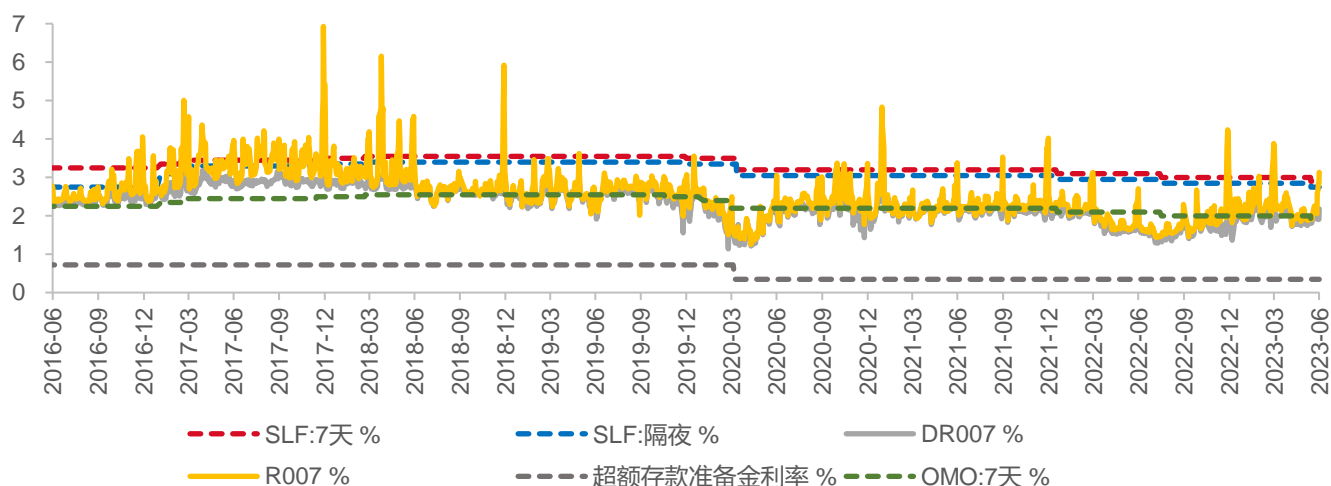
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图29 最新国有行存款利率[以建行为例]



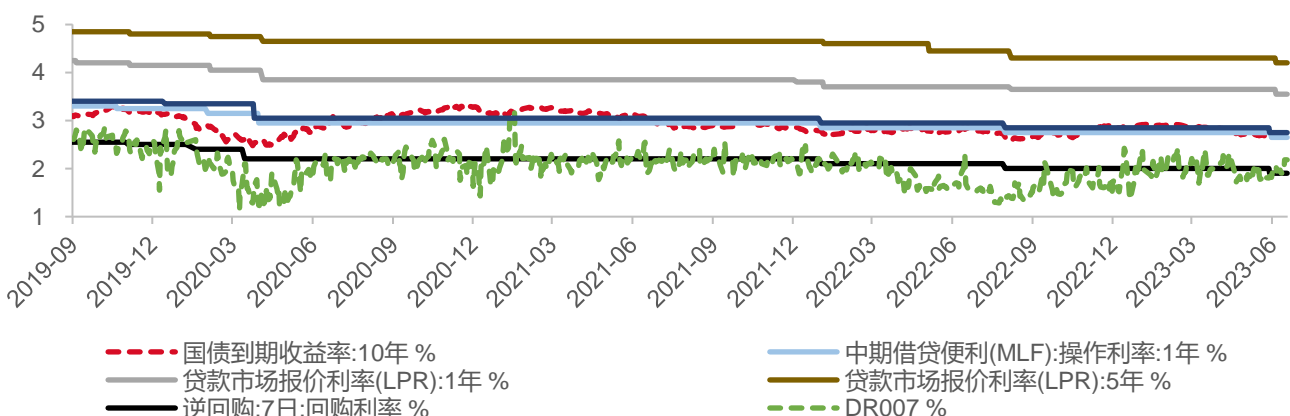
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图30 央行政策利率走廊



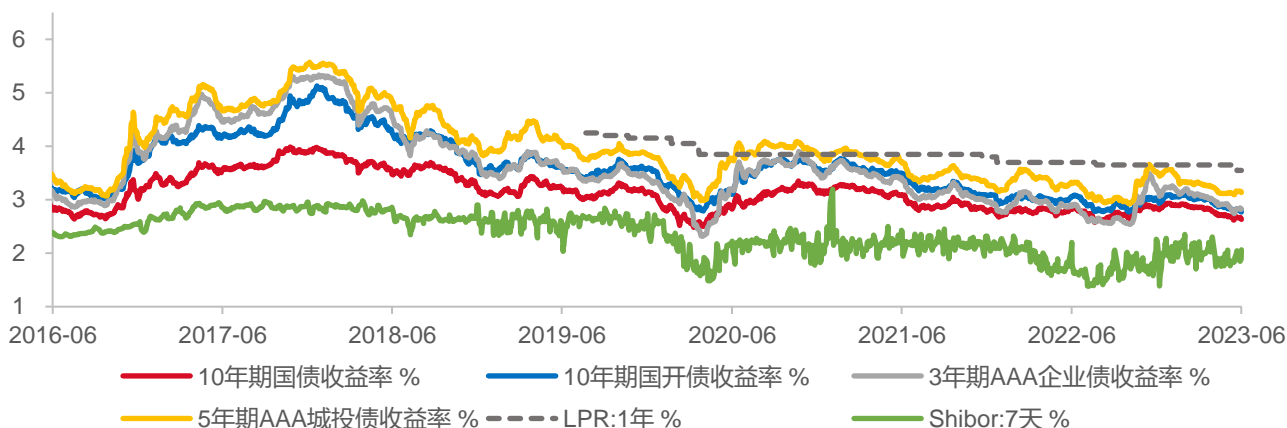
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图31 主要政策利率及市场利率报价



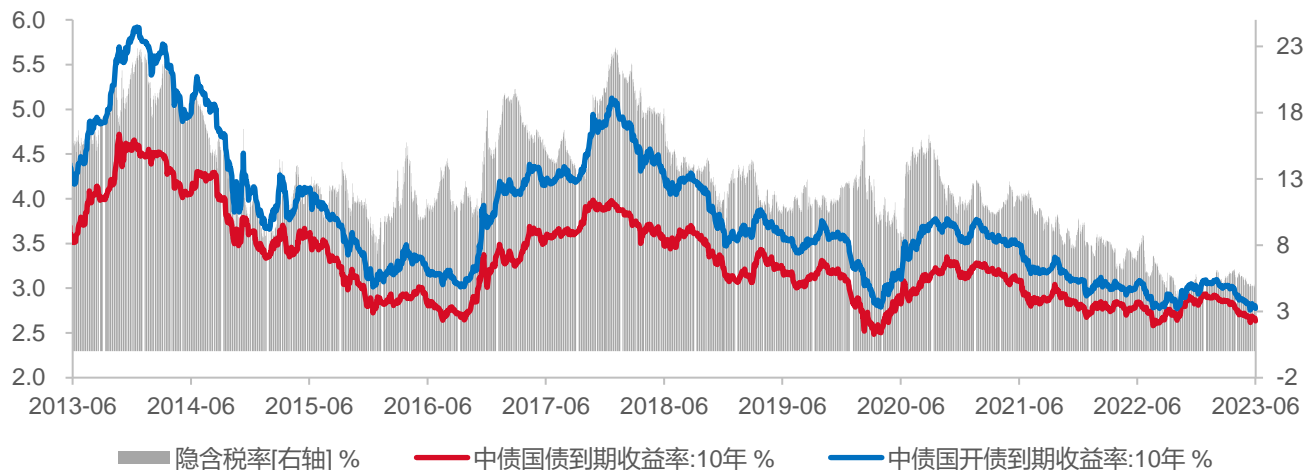
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图32 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

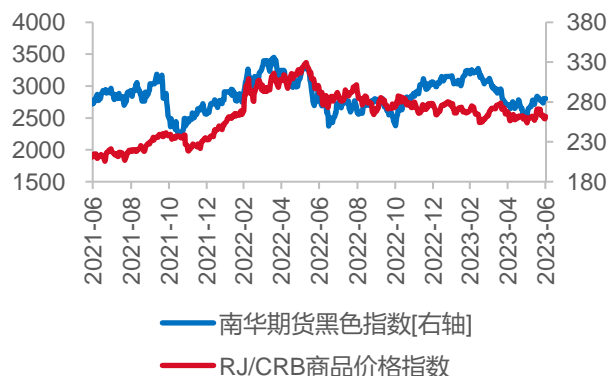
图33 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.商品市场

图34 商品综合指数及黑色指数，点



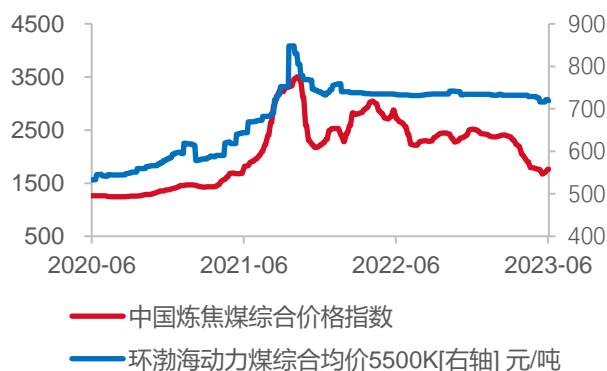
资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 铁矿石与螺纹钢指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 原油价格指数



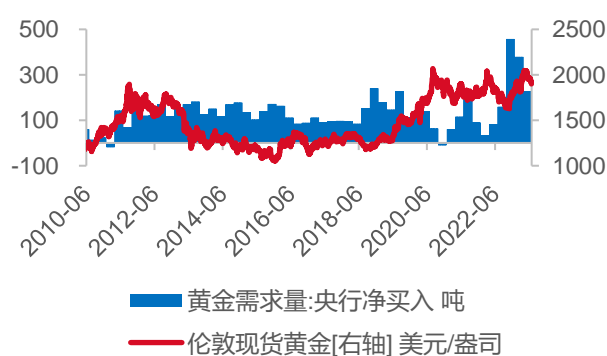
资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 贵金属与实际利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图39 央行购金持续



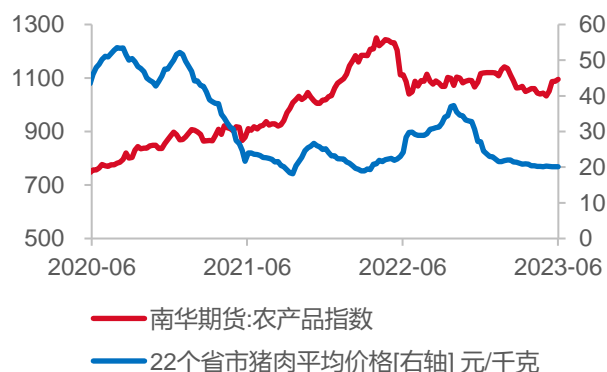
资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 工业金属指数



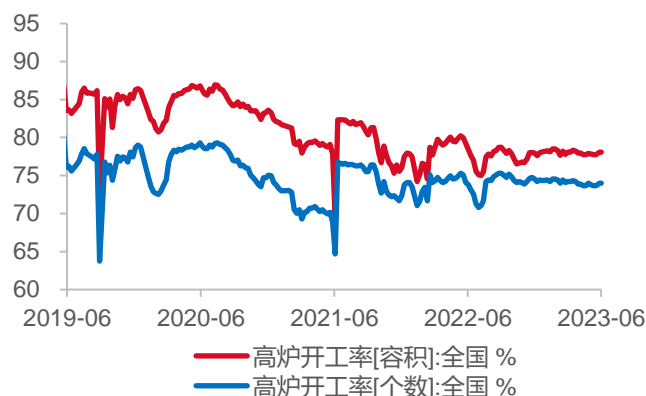
资料来源：Wind，东海证券研究所

图41 农产品价格指数，点



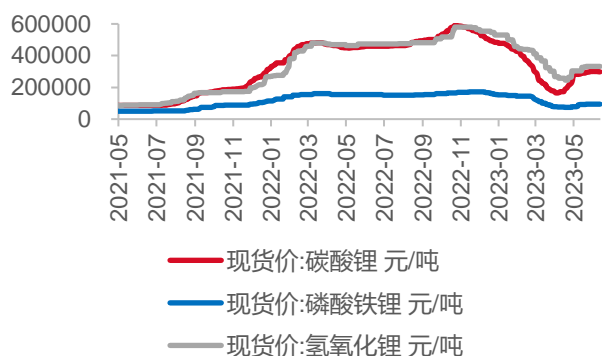
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图42 高炉开工率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图43 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

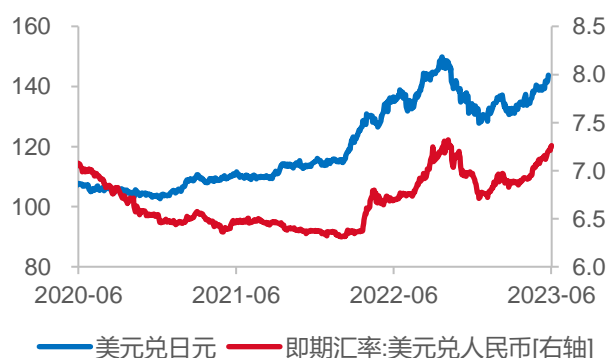
图44 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

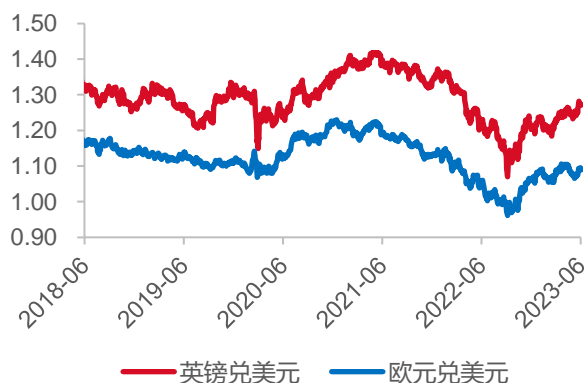
4. 外汇市场

图45 美元兑人民币、美元兑日元汇率



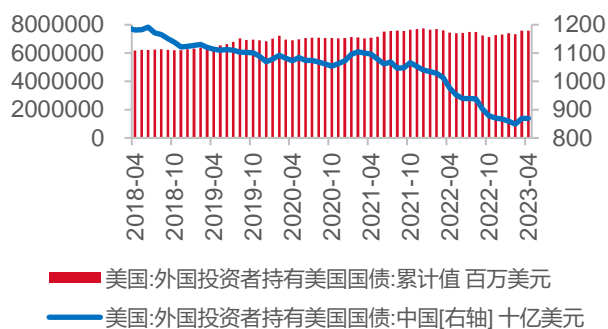
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图46 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



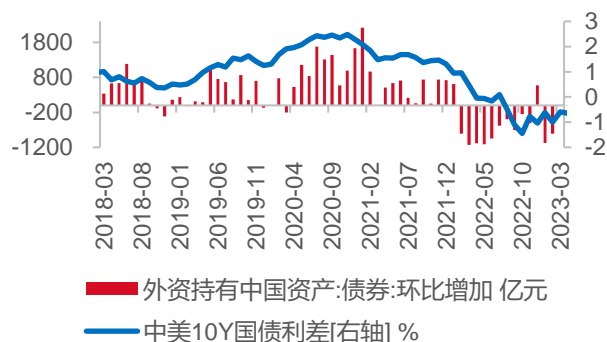
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图47 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48 外资对中国债券持仓变化及中美 10Y 国债利差



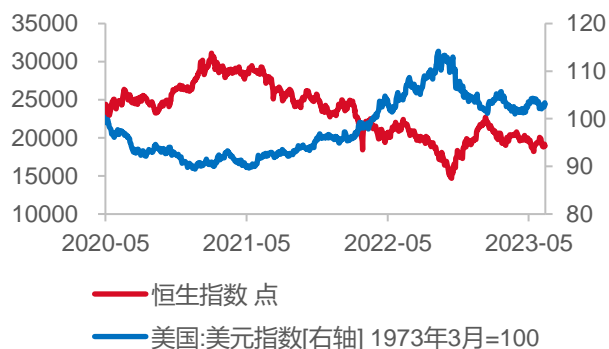
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图49 2022 年来本市汇率与权益市场联动增强



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图50 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

5.经济日历

下周重点关注:

欧洲多国 6 月制造业 PMI、美国 6 月失业率及非农就业数据、美联储议息会议纪要。

图51 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
2023-07-03	14:55	德国	6月制造业PMI	43.2	43.5
2023-07-03	15:50	法国	6月制造业PMI	45.7	-
2023-07-03	16:30	英国	6月制造业PMI	47.1	46.9
2023-07-03	22:00	美国	6月制造业PMI	46.9	47.2
2023-07-05	22:00	美国	5月耐用品:新增订单(百万美元)	272347	-
2023-07-05	22:00	美国	5月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	1.21	-
2023-07-05	22:00	美国	5月全部制造业:新增订单(百万美元)	563375	-
2023-07-05	22:30	美国	6月30日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-9603	-
2023-07-06	20:15	美国	6月ADP就业人数:季调(人)	128020000	-
2023-07-06	20:30	美国	7月01日当周初次申请失业金人数:季调(人)	239000	245000
2023-07-06	22:00	美国	6月非制造业PMI	50.3	50.5
2023-07-06	02:00	美国	美联储公布货币政策会议纪要	-	-
2023-07-07	待定	中国	6月官方储备资产:其他储备资产(亿美元)	-	-
2023-07-07	待定	中国	6月外汇储备(亿美元)	31765.08	-
2023-07-07	20:30	美国	6月失业率:季调(%)	3.7	3.7
2023-07-07	20:30	美国	6月新增非农就业人数:季调(千人)	339	200

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)
 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