

2023年07月10日

# 如何看待美国地产景气度的反弹？

——FICC&资产配置周观察[2023/07/03-2023/07/09]

## 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》
- 12.《人民币汇率有望于三季度企稳》

## 投资要点

- **NAHB富国银行住房指数连续六个月回升。**2022年Q4至今，美国地产呈现一定回暖。2023年H1，美国成屋价格中位数从1月的36.1万美元升至6月39.6万美元的相对高位。美国新屋开工套数、新屋销售套数均较底部明显回升。FHFA及标普CS房价指数同期亦出现同向回升趋势。从物价指标构成来看，美国住房类分项在综合CPI中占比近1/3，在核心CPI中占比近4成，而住房租金分项回落斜率明显低于核心CPI，观测历史规律其通常滞后于综合CPI同比8-10个月。地产景气度阶段性回暖，或驱动地产投资在美国Q2的GDP中占比回升。
- **10年美债利率再破4%关口，为何美国地产景气度仍较高？**我们认为主要源于美国前期利率回落对需求的提振，以及库存低位对房价形成支撑。(1) 美国前期利率阶段性回落推动地产小周期复苏。虽联储当前仍处加息周期，但美元指数与美债利率均已于2022年四季度见顶，回顾历轮可比周期，在美联储金融条件紧缩的中后段，市场利率往往先于政策利率表现下行。美国30年期抵押贷款利率由2022年11月7%以上的高位震荡下行并稳定于当前6.71%左右水平。美国10年期国债收益率亦于2022年10月下旬触顶达到4.3%后震荡回落，近月以来再度上行至4%左右，但距去年末高点仍有明显距离。(2) 美国住房库存低位支撑地产韧性延续。2023年5月美国成屋库存及新建住房待售数分别为108万套与42.4万套，分别较2022年Q3高点及2022年10月高点下降16%与11%，指向住房库存整体仍处低位。
- **当前地产部门风险远小于2008年金融危机可比时期。**本轮地产基本面与2008年存诸多不同：(1) 美国地产库存显著低于2008年可比时期。2008年美国成屋库存最高达到458万套，为当前4倍以上，本轮地产维持稳健概率更高。(2) 美国家庭部门杠杆率较2008年大幅下降。2008年美国家庭部门杠杆率最高达99%，金融危机后美国经历漫长去杠杆过程。2022年末美国家庭部门杠杆率回落至74%。(3) 2008年后巴塞尔协议III对于资本充足率要求提升。2010年，随巴塞尔协议III的推出，银行业资本充足率、风险准备金的要求进一步严格规范，当前美国金融部门对于同类风险的防范已具备较强经验，银行自身杠杆相对更健康。
- **两轮高利率环境风险内生因素或不同。**2008年金融危机导火索为前期低利率环境推动的地产繁荣及次贷产品结构性风险问题，同时波及金融与地产部门。当时以房贷为底层资产衍生出了一系列抵押贷款创新工具包括MBS、CDS与CDO等。美国部门金融机构于该类产品中获大额利润，但随着房价推高，风险逐步聚集随后引发危机。而2022年以来的本轮加息产生的局部风险更多聚集于金融系统内部。2022年之前，较长期低利率环境下，银行资产端投资大量收益率较低产品，如低利率国债等。资产负债表管理错配使得息差收窄甚至出现一定倒挂，部分区域性银行风险敞口出现失控，银行存款流失形成挤兑。而2022年Q4美国房价回落更多来自部分高科技行业的裁员举动，硅谷等区域的房价出现明显下跌。
- **超额储蓄叠加劳动力市场稳健，美国经济韧性仍存。**据ISM，美国6月制造业PMI与服务业PMI分别录得46与53.9，虽制造业景气度明显回落，但服务业仍强劲，叠加超额储蓄下的消费韧性，美国经济仍有支撑。本周五6月非农就业数据发布后，美元指数先降后升，收盘明显下跌。偏鸽因素在于新增就业人数录得20.9万人，低于预期值23.0万人；偏鹰部分在于失业率小幅回落0.1pct至3.6%。劳动力参与率连续四月持平于61.6%。截至本周CME预测7月联储加息25bp概率为93%。下周即将发布美国6月CPI于高基数下或有回落，但对7月加息概率影响或相对有限。但7月及之后随着基数下行，须警惕物价出现小幅反弹可能。
- **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

<b>1. 资产配置核心观点</b> .....	<b>5</b>
<b>2. 债券市场</b> .....	<b>11</b>
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
<b>3. 商品市场</b> .....	<b>16</b>
<b>4. 外汇市场</b> .....	<b>17</b>
<b>5. 经济日历</b> .....	<b>19</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

图 1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]	5
图 2 NAHB 富国银行住房市场指数	7
图 3 美国成屋房价中位数及房贷利率	7
图 4 美联储总资产及联邦基金利率	7
图 5 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降	7
图 6 美国住宅建造支出及新建住房待售套数	7
图 7 美国 CPI 中与住房相关分项同比	7
图 8 美国成屋销售及库存	8
图 9 已开工新建私人住宅	8
图 10 NAHB 住房指数反弹或增强对美 Q2GDP 支撑	8
图 11 FHFA 及标普 CS 房价指数	8
图 12 美国 ISM 制造业与服务业 PMI	8
图 13 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3	8
图 14 美国非农新增就业人数	9
图 15 美国失业率及劳动力参与率	9
图 16 全球央行购金延续	11
图 17 股债比[沪深 300PE 及 10 年国债 YTM]	11
图 18 公开市场操作货币净投放[逆回购]	11
图 19 MLF+TMLF 合计净投放	11
图 20 银行间质押式回购总量	12
图 21 商业银行净息差	12
图 22 新增国债及政金债发行规模	12
图 23 新增地方政府债券发行规模	12
图 24 信用利差与国债 10Y-2Y 期限利差	12
图 25 国债 10Y-1Y 期限利差	12
图 26 IRS 质押式回购定盘利率	13
图 27 AAA 同业存单收益率	13
图 28 国债期货收盘价	13
图 29 投资级中资美元债	13
图 30 中美 10 年期国债利差	13
图 31 海外国债收益率	13
图 32 美债长短端收益率走势	14
图 33 最新存款基准利率[2015 年 4 月调整至今]	14
图 34 最新国有行存款利率[以建行为例]	14
图 35 央行政策利率走廊	14
图 36 主要政策利率及市场利率报价	15
图 37 主要产品利率走势	15
图 38 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	15
图 39 商品综合指数及黑色指数，点	16
图 40 铁矿石与螺纹钢指数，点	16

图 41 焦煤、焦炭价格, 点 .....	16
图 42 原油价格指数 .....	16
图 43 贵金属与实际利率 .....	16
图 44 工业金属指数 .....	17
图 45 农产品价格指数, 点 .....	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 .....	17
图 49 英镑兑美元、欧元兑美元汇率 .....	17
图 50 海外投资者对美债持有情况 .....	18
图 51 外资对中国债券持仓变化及中美 10Y 国债利差 .....	18
图 52 2022 年来本币汇率与权益市场联动增强 .....	18
图 53 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动 .....	18
图 54 人民币汇率类比周期复盘 .....	18
图 55 下周主要经济事件及数据 .....	19

# 1.资产配置核心观点

本周资产表现回顾：商品[原油>农产品>贵金属>黑色]>中债>港股>美元>A股≈美股

图1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]

2023/7/7	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	3196.61	%	-0.17	3.47
	深证成指	点	2030.40	%	-0.92	2.77
	创业板指	点	2169.21	%	-2.07	-7.57
	沪深300	点	3825.70	%	-0.44	-1.19
	恒生指数	点	18533.05	%	0.14	-6.31
	恒生科技	点	3948.82	%	0.82	-4.36
	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	33734.88	%	-1.96	1.77
	纳斯达克	点	13660.72	%	-0.92	30.52
	标普500	点	4398.95	%	-1.16	14.57
	欧元区STOXX50	点	4236.60	%	-3.69	11.68
	英国富时100	点	7256.94	%	-3.65	-2.61
	德国DAX	点	6174.31	%	-3.41	8.47
法国CAC40	点	7111.88	%	-3.89	9.86	
债券	DR001	%	1.12	bp	-28.64	-91.12
	DR007	%	1.76	bp	-41.84	-59.87
	R001	%	1.26	bp	-92.39	-115.48
	R007	%	1.88	bp	-124.32	-90.39
	SHIBOR:隔夜	%	1.10	bp	-38.00	-85.30
	SHIBOR:7天	%	1.78	bp	-28.40	-44.40
	中债国债收益率:10Y	%	2.64	bp	0.52	-19.50
	国债期货收盘价格:10Y	%	101.94	bp	-0.06	1.71
	FR007 IRS:1Y	%	2.02	bp	-0.50	-16
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.28	bp	-3.96	-21.7
	中资地产美元债BBB:3Y	%	3.65	bp	22	-72
	美国国债收益率:10Y	%	4.06	bp	25	18
	中美国债利差:10Y	bp	142	bp	24	38
	10s2s美债利差	bp	-88	bp	18	-35
	10s3m美债利差	bp	-140	bp	22	-86
	美国TED利差	bp	8	bp	-10	-27
	英国国债收益率:10Y	%	4.52	bp	7.5	72
德国国债收益率:10Y	%	2.64	bp	20.0	13	
法国国债收益率:10Y	%	3.18	bp	24.6	7	
日本国债收益率:10Y	%	0.44	bp	1.3	-2	
商品	ICE布油	美元/桶	78.47	%	4.77	-8.66
	NYMEX WTI原油	美元/桶	73.86	%	4.56	-7.97
	伦敦金现	美元/盎司	1924.80	%	0.28	5.60
	COMEX黄金	美元/盎司	1930.50	%	0.14	5.49
	COMEX白银	美元/盎司	23.28	%	1.36	-3.77
	LME铜	美元/吨	8366.50	%	0.56	-0.09
	SHFE螺纹钢	元/吨	3671.00	%	-1.34	-10.57
	DCE铁矿石	元/吨	812.50	%	-1.22	-5.85
	南华有色金属	点	1575.76	%	1.26	-6.85
	南华农产品	点	1122.33	%	2.44	-0.02
外汇	美元指数	点	102.2254	点	-1.1534	-1.2641
	美元兑人民币	点	7.2336	点	-0.0284	0.2822
	港元兑人民币	点	0.9242	点	-0.0030	0.0333
	英镑兑美元	点	1.2839	点	0.0144	0.0744
	欧元兑美元	点	1.0888	点	0.0022	0.0222
	美元兑日元	点	142.17	点	-2.1365	11.0460

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 海外：如何看待美国地产景气度的反弹？

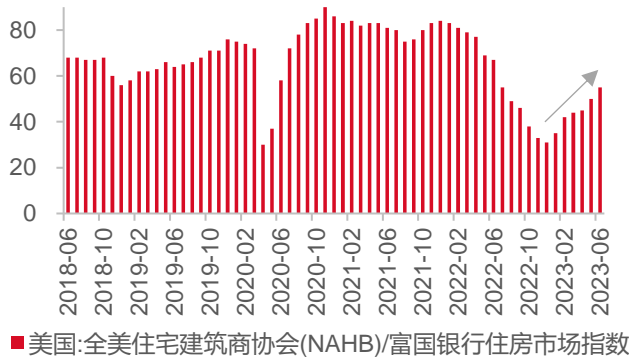
**NAHB 富国银行住房指数连续六个月回升。**2022 年 Q4 至今，多项指标表达美国地产出现一定回暖。2023 年 6 月，全美住宅建筑商协会[NAHB]发布富国银行住房市场指数录得 55，自 2022 年 12 月最低位录得 31 后，已连续六个月稳步回升。上半年以来，美国成屋价格中位数亦从 1 月的 36.1 万美元升至 6 月 39.6 万美元的相对高位，当前水平与 2022 年 Q3 历史高位 41.38 万美元距离不远。美国新屋开工套数月度折年数由年初的 134 万套升至 5 月的 163 万套，新屋销售套数月度折年数由 2022 年 7 月的 54 万套触底后震荡回升至 2023 年 5 月的 76.3 万套，反弹明显。此外，FHFA 及标普 CS 房价指数同期整体亦出现同向回升趋势。从物价指标构成来看，美国住房类分项在综合 CPI 中占比近 1/3，在核心 CPI 中占比近 4 成，而住房租金分项回落斜率明显低于核心 CPI，历史规律观测其通常滞后于综合 CPI 同比 8-10 个月。回溯而言，本轮地产景气度阶段性回暖，亦或驱动地产投资在美国二季度 GDP 中占比回升。

**10Y 美债利率再破 4%关口，当前地产景气度仍维持较高水平？**我们认为主要源于低利率提振地产需求叠加供给低位下，美国地产量价均呈现较强韧性。(1) 利率阶段性回落推动地产小周期复苏。虽联储当前仍处加息周期，但美元指数与美债利率均已于 2022 年四季度见顶，回顾历轮可比周期，在美联储金融条件紧缩的中后段，市场利率往往先于政策利率表现下行。美国 30 年期抵押贷款利率由 2022 年 11 月 7%以上的高位震荡下行并稳定于当前 6.71%左右水平。美国 10 年期国债收益率亦于 2022 年 10 月下旬触顶达到 4.3%后震荡回落，近月以来再度上行至 4%左右，但距去年末高点仍有明显距离，市场利率的阶段性宽松推动了地产端小周期复苏。(2) 住房库存低位支撑地产韧性延续。从库存角度观测，2023 年 5 月美国成屋库存及新建住房待售数分别为 108 万套与 42.4 万套，分别较 2022 年 Q3 高点及 2022 年 10 月高点下降 16%与 11%。指向库存整体仍处低位。

**本轮金融条件紧缩周期下，地产部门风险远小于 2008 年可比时期。**当下与 2008 年地产泡沫引发的风险事件有诸多不同：(1) 当前地产库存显著低于 2008 年可比时期。以成屋库存为例，2008 年美国成屋库存最高达到 458 万套，为当前的 4 倍以上。供需角度考虑，本轮房价维持稳健的概率更高。(2) 当前家庭部门杠杆率较 2008 年低 25%。2008 年美国家庭部门杠杆率最高达到 99%，金融危机后美国经历漫长去杠杆过程。2022 年末，美国家庭部门杠杆率回落至 74%。(3) 巴塞尔协议Ⅲ对于资本充足率要求提升。2008 年后，随巴塞尔协议Ⅲ的推出，进一步严格规范银行业资本充足率、风险准备金的要求，当前美国金融部门对于同类风险的防范已具备较强经验，银行自身杠杆相对更稳健。(4) 两轮周期内生因素不同。2008 年金融危机的导火索在于前期低利率环境下，地产繁荣带动次贷产品结构性风险问题，同时波及金融部门与地产部门。当时以房贷为底层资产衍生出了一系列抵押贷款创新工具包括 MBS、CDS 与 CDO 等。美国部分金融机构于该类产品中获得大额利润，但随着房价推高，风险逐步聚集随后引发危机。2022 年以来的本轮加息产生的局部风险更多聚集于金融系统内部。2022 年之前，较长期的低利率环境下，银行资产端投资了大量收益率较低的产品，如低利率国债等。资产负债表管理的错配，使得息差收窄甚至出现一定倒挂，部分区域性银行风险敞口出现失控，导致存款流失形成挤兑。而 2022 年 Q4 美国房价的回落更多来自部分高科技行业的裁员举动，硅谷等区域的房价出现明显下跌。

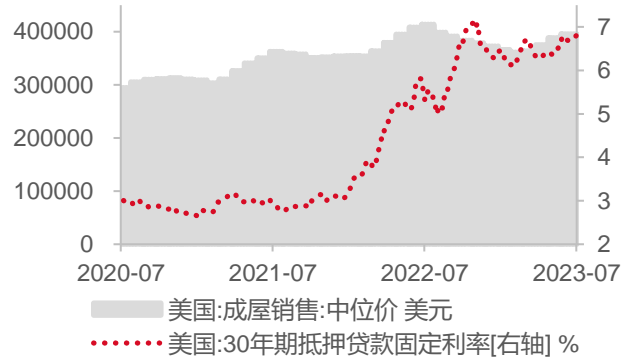
**超额储蓄叠加就业市场稳健，美国经济韧性仍存。**据 ISM，美国 6 月制造业 PMI 与服务业 PMI 分别录得 46 与 53.9，服务业强劲叠加超额储蓄下的消费韧性，美国经济仍有支撑。本周五非农就业数据发布后，美元指数先降后升，收盘仍为下跌。偏鸽因素在于新增就业人数录得 20.9 万人，低于预期值 23.0 万人；偏鹰部分在于失业率小幅回落 0.1pct 至 3.6%。劳动力参与率则是连续四月持平于 61.6%。截至本周 CME 预测七月联储加息 25bp 概率为 93%。下周即将发布的美国 6 月 CPI 可能会有明显回落，对 7 月加息概率影响或相对有限。但 7 月及之后随着基数回落，须警惕物价出现小幅反弹的可能。

图2 NAHB 富国银行住房市场指数



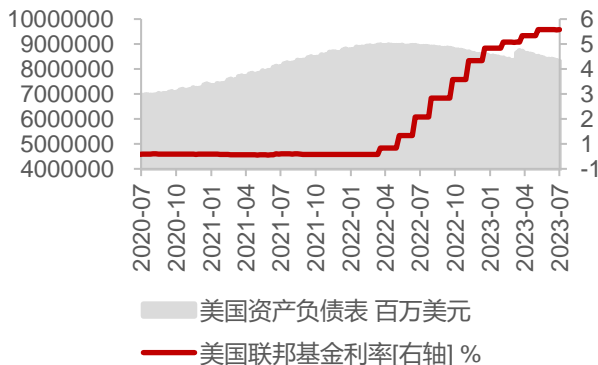
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 美国成屋房价中位数及房贷利率



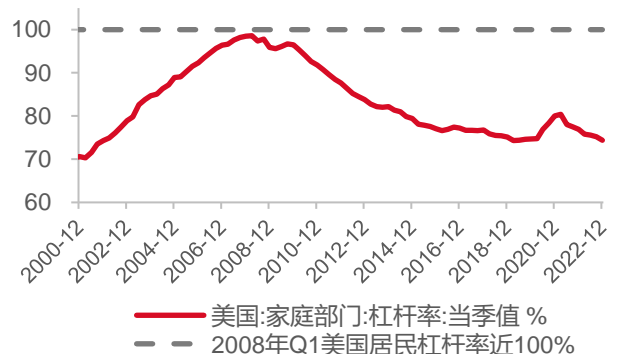
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 美联储总资产及联邦基金利率



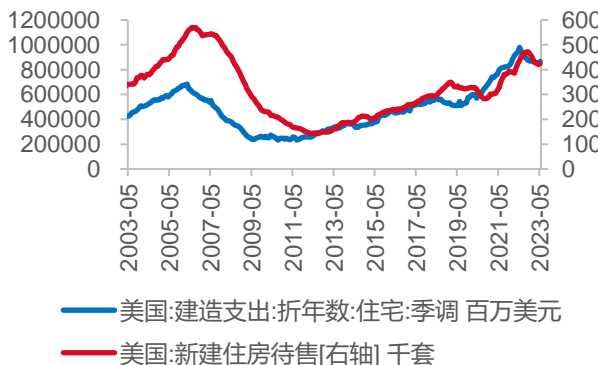
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降



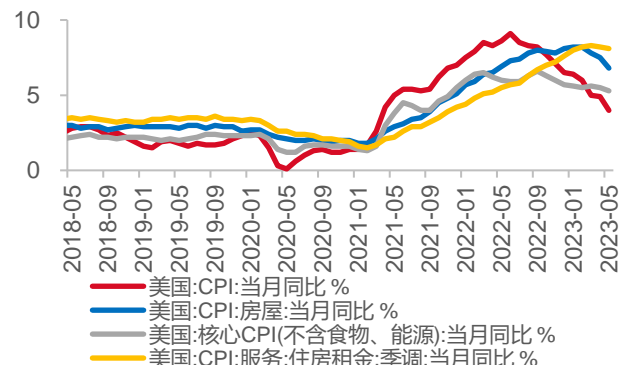
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国住宅建造支出及新建住房待售套数



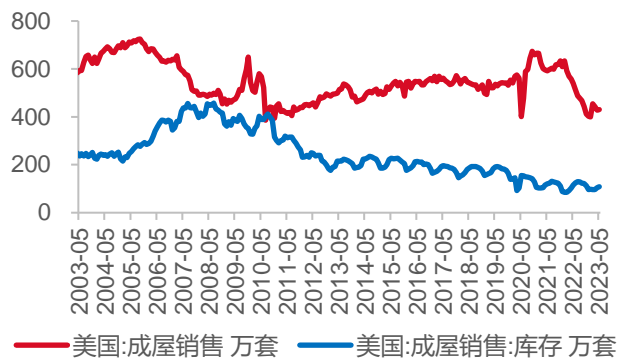
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 美国 CPI 中与住房相关分项同比



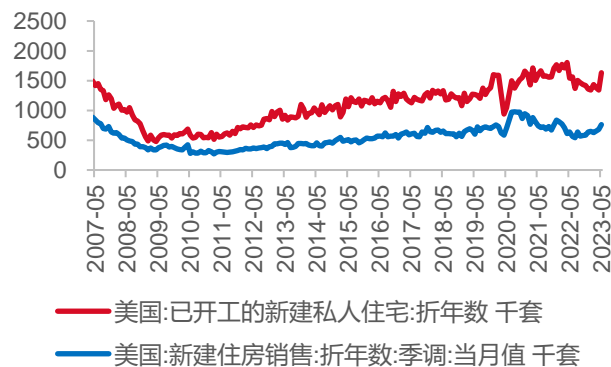
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 美国成屋销售及库存



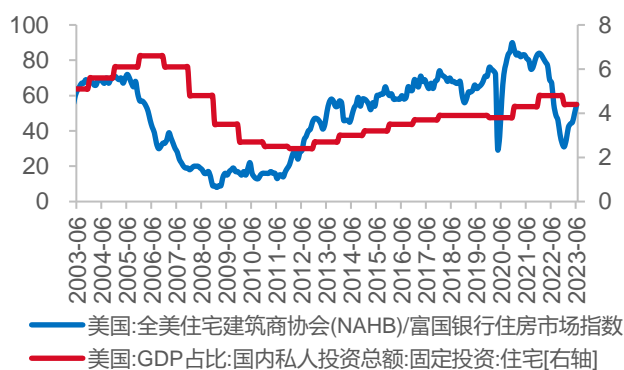
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 美国已开工新建私人住宅



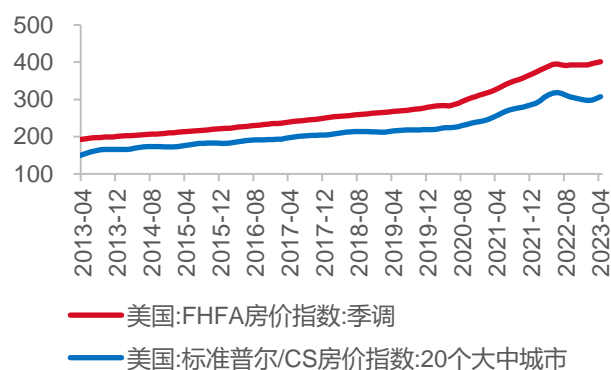
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 NAHB 住房指数反弹或增强对美 Q2GDP 支撑



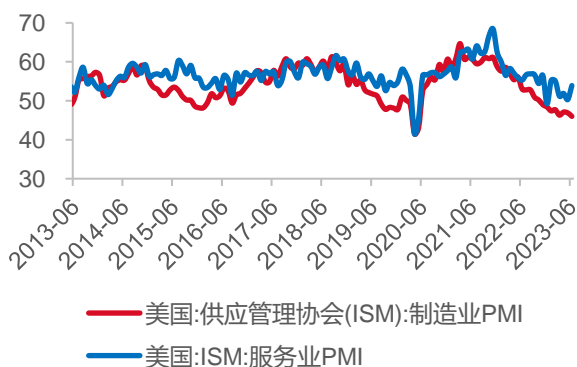
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 FHFA 及标普 CS 房价指数



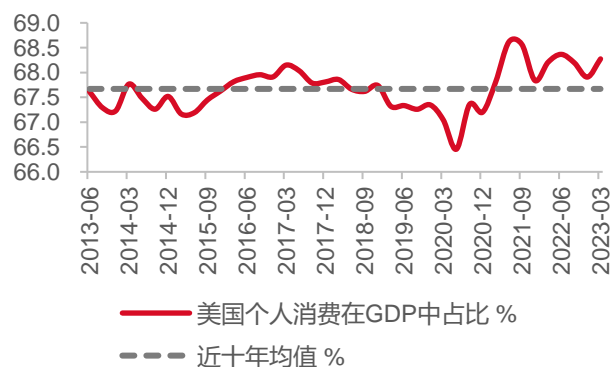
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 美国 ISM 制造业与服务业 PMI



资料来源: Wind, 东海证券研究所

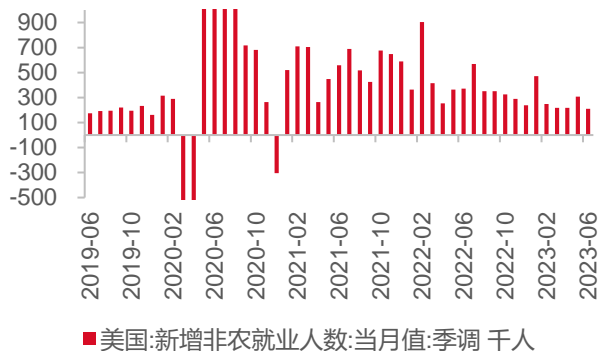
图13 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3



资料来源: Wind, 东海证券研究所

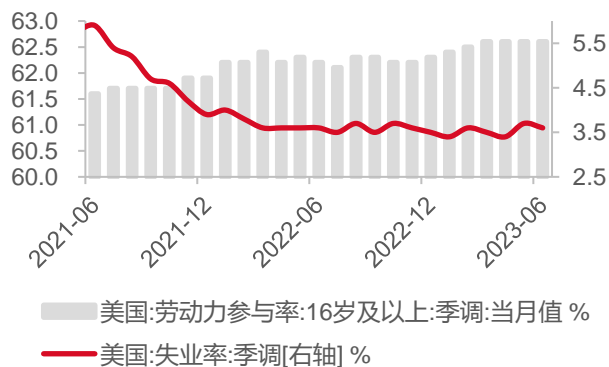


图14 美国非农新增就业人数



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 美国失业率及劳动力参与率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 汇率：美元小幅回落，本币汇率有所企稳

美元小幅回落，本币汇率短期企稳。本周美元指数小幅回落至 102.22，美元兑人民币汇率中间价报收 7.20。“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 141bp。

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。本轮本汇率阶段性破“7”始于 2023 年 5 月中旬，已持续近两月，纵向对比我们倾向于后续本币汇率贬值幅度有限，距离企稳或已不远。

央行最新二季度例会报告中提到“坚决防范汇率大起大落风险”等，对于稳经济措辞力度提升。叠加部分国有行大幅下调美元存款利率，PPI、PMI 边际企稳，有望支撑本币汇率。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。

### 中债：债市震荡，关注七月政策窗口期

本周中债十年期国债收益率升 0.52bp 报收 2.64%。展望而言，上月 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 央行货政报告中提到，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。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，短期若调整至 2.7%，反而可能再度迎来布局机会。

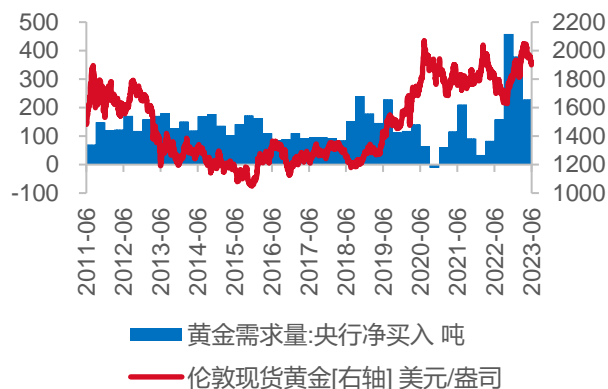
### 商品：商品市场有所回暖，原油反弹延续

本周商品市场有所回暖。RJ/CRB 指数、南华商品综合指数分别上行 0.94% 与 1.06%。品种表现：原油>农产品>贵金属>黑色。沙特与俄罗斯宣布限制供应新举措，对油价形成支撑。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。

原油价格连续两周上涨。沙特将减产协议延长至 8 月，美国原油库存再次超预期的下降；但由于持续的经济担忧，预计上涨空间仍然有限。至 6 月 30 日当周，美国原油库存 4.52 亿桶，周环比下降 151 万桶；汽油库存 2.19 亿桶，周环比下降 255 万桶；馏分油库存 1.13 亿桶，周环比下降 105 万桶；美国原油产量 1240 万桶/天，周增加 20 万桶/天，较去年同期增加 30 万桶/天。美国活跃钻机数增加但石油钻机数减少，至 7 月 7 日当周，钻机数 680 台，周增加 6 台，较去年同期减少 72 台；其中采油钻机数 540 台，周减少 5 台，较去年同期减少 57 台。

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 6 月亦再度增持黄金 21 吨，已连续八个月净增持。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。

图16 全球央行购金延续



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 股债比[沪深 300PE 及 10 年国债 YTM]



资料来源：Wind，东海证券研究所

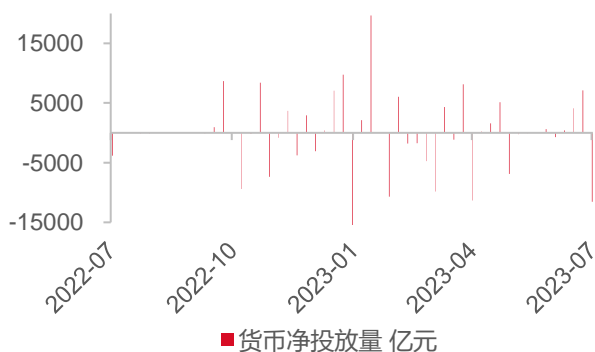
### 权益：长久期角度机会大于风险，可适当乐观

本周 A 股低位盘整。展望后市，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 年年均值 53.5，处明显低估区域。长久期角度，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。

## 2.债券市场

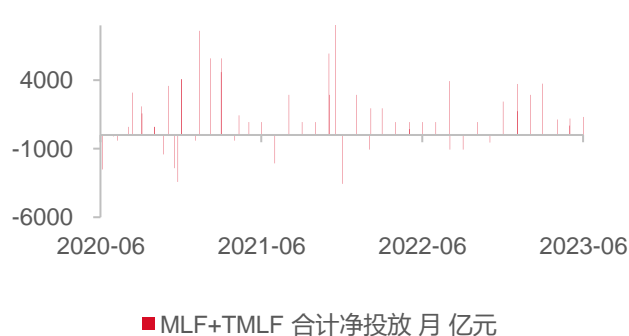
### 2.1.国内债市

图18 公开市场操作货币净投放[逆回购]



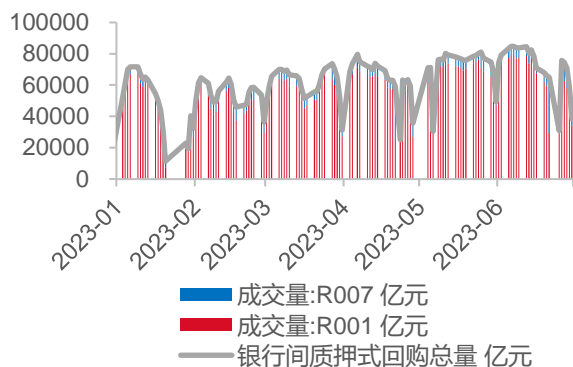
资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 MLF+TMLF 合计净投放



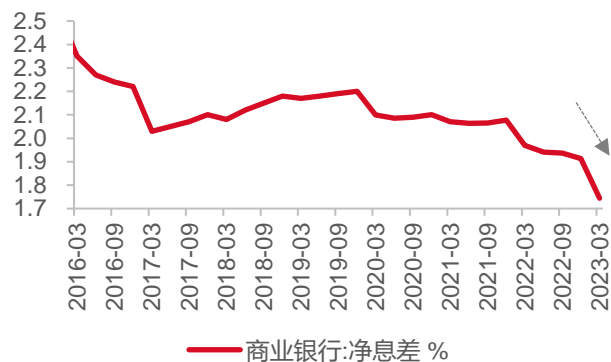
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 银行间质押式回购总量



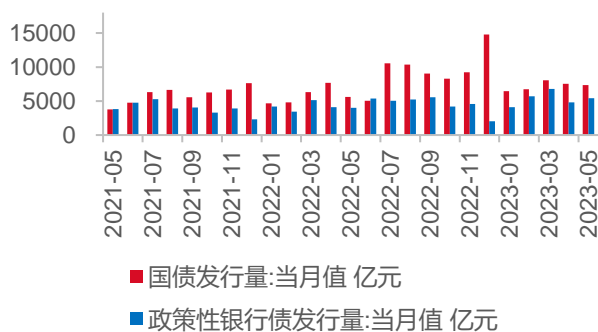
资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 商业银行净息差



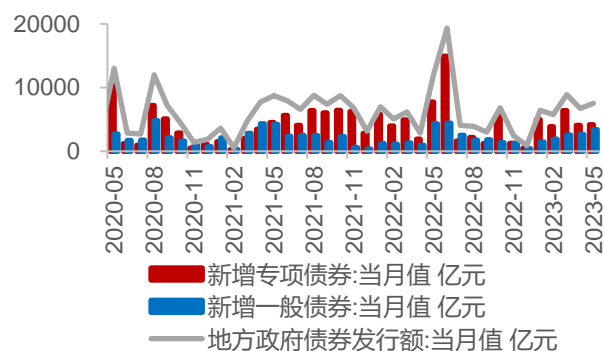
资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 新增国债及政金债发行规模



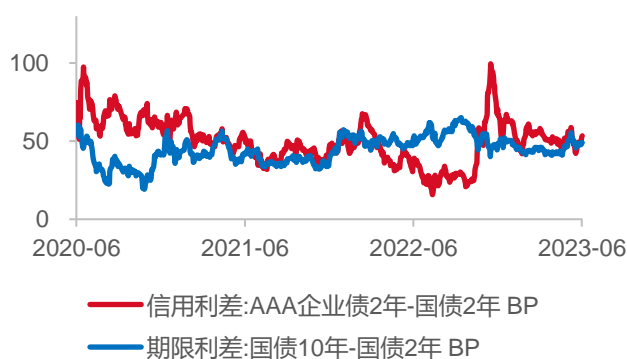
资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 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24 信用利差与国债 10Y-2Y 期限利差



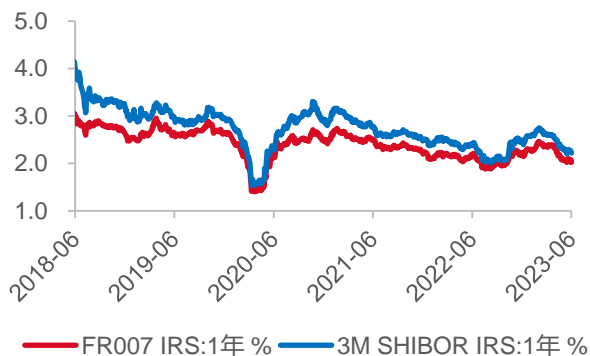
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 国债 10Y-1Y 期限利差



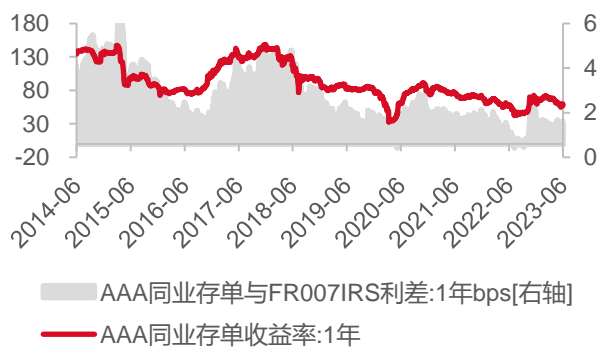
资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 IRS 质押式回购定盘利率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图27 AAA 同业存单收益率



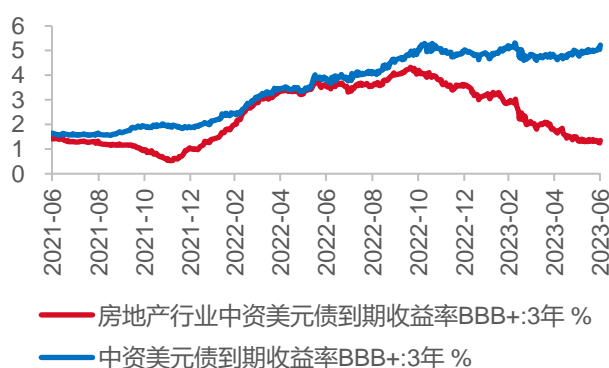
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图28 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

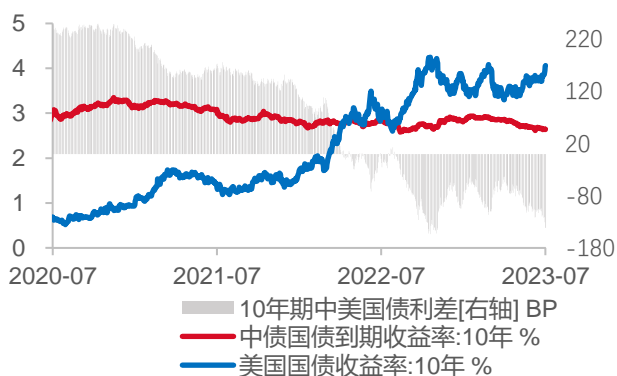
图29 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

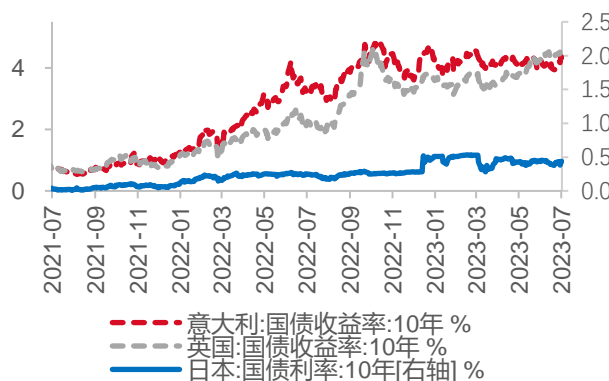
## 2.2.海外流动性观察

图30 中美 10 年期国债利差



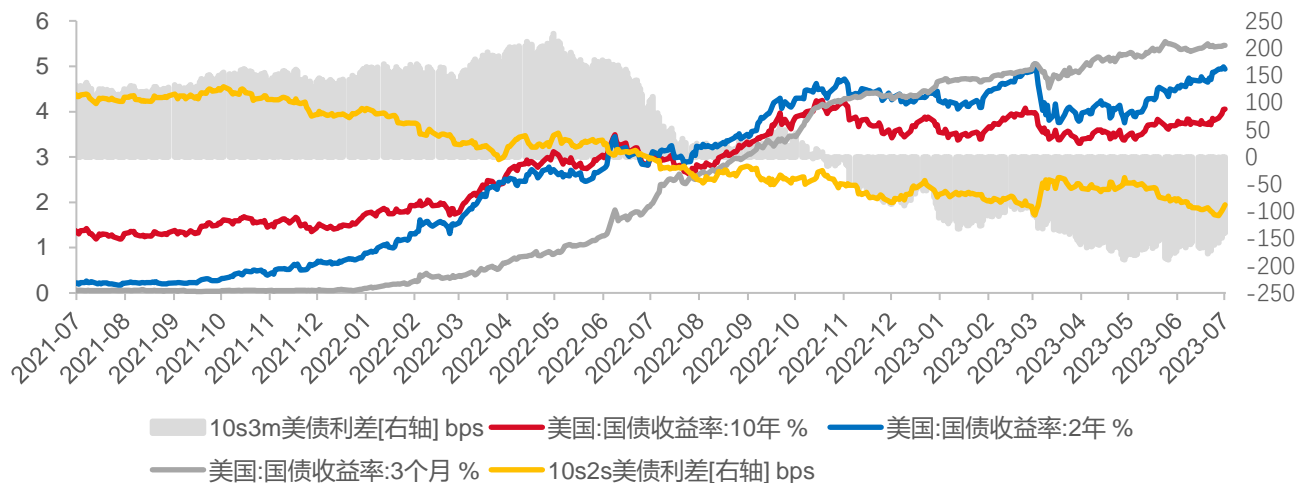
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图31 海外国债收益率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

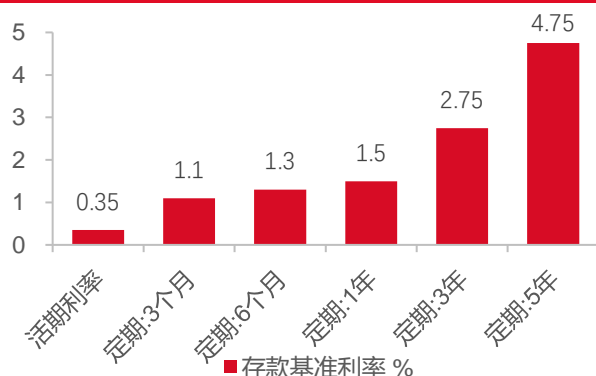
图32 美债长短端收益率走势



资料来源: Wind, 东海证券研究所

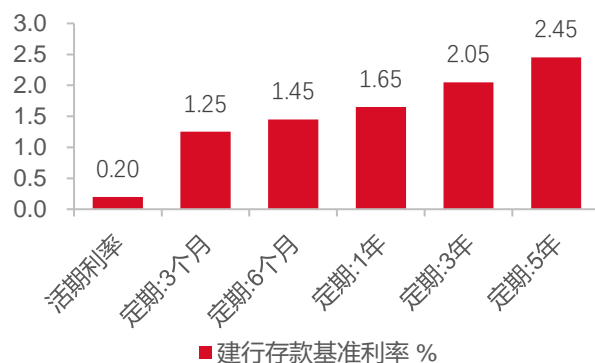
## 2.3.基准利率及债市情绪

图33 最新存款基准利率[2015年4月调整至今]



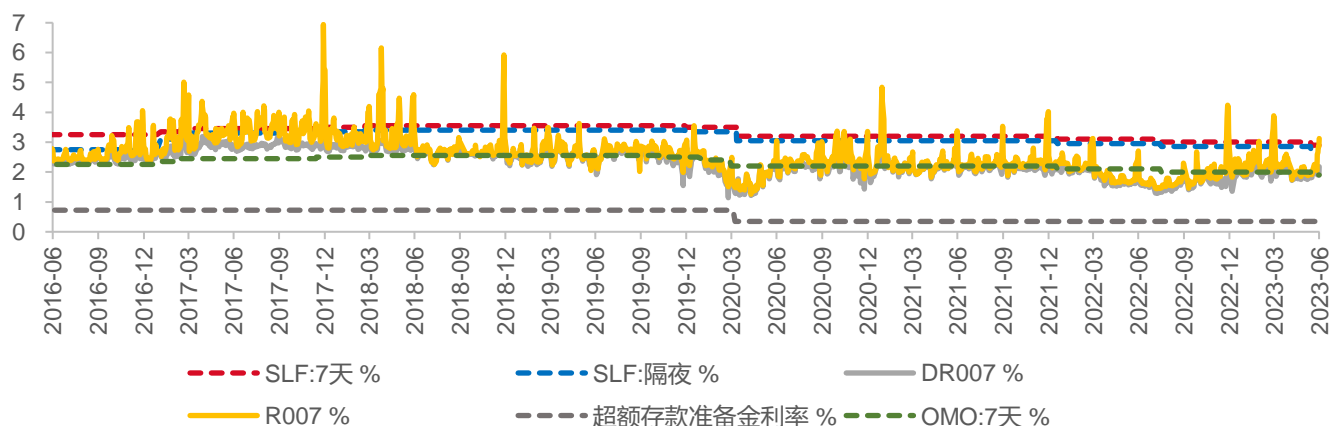
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图34 最新国有行存款利率[以建行为例]



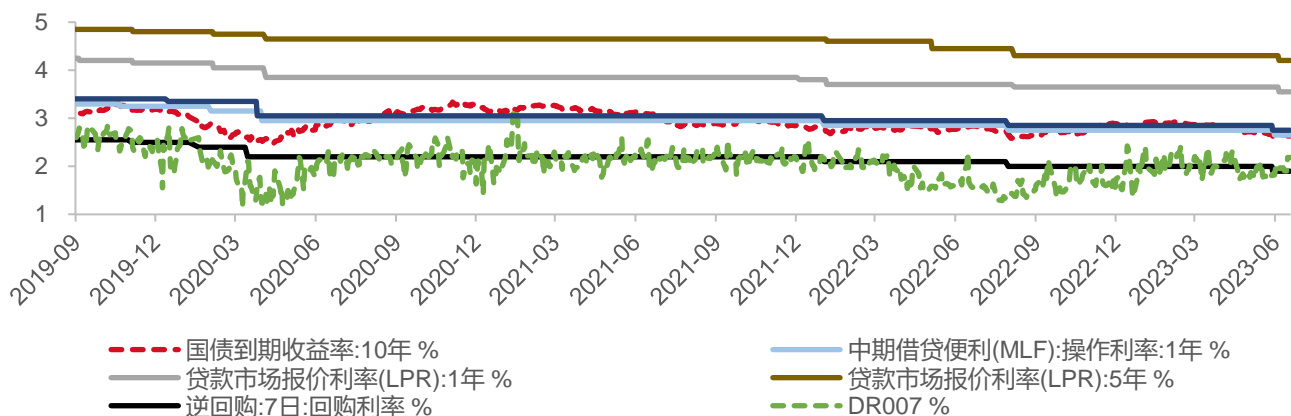
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图35 央行政策利率走廊



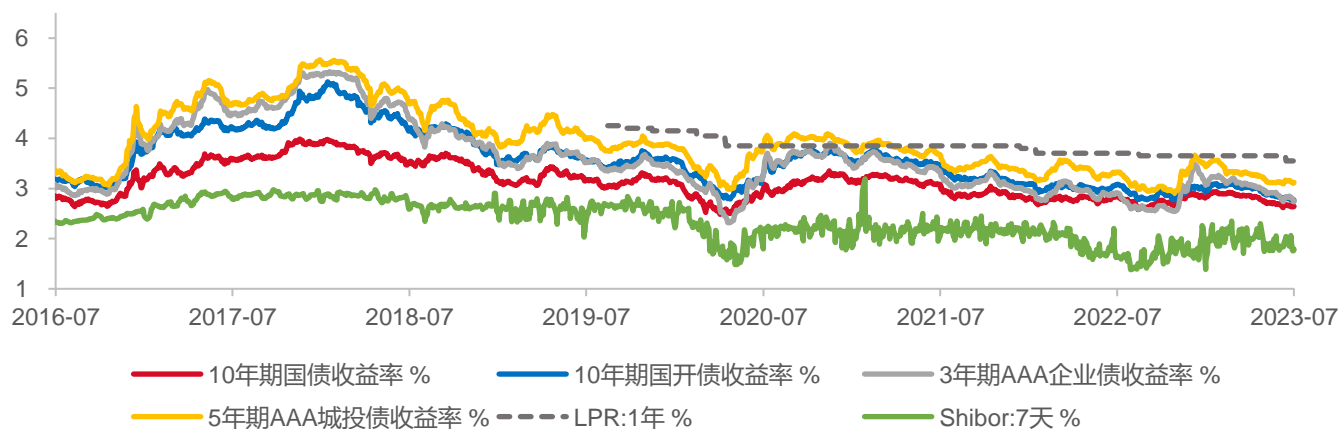
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图36 主要政策利率及市场利率报价



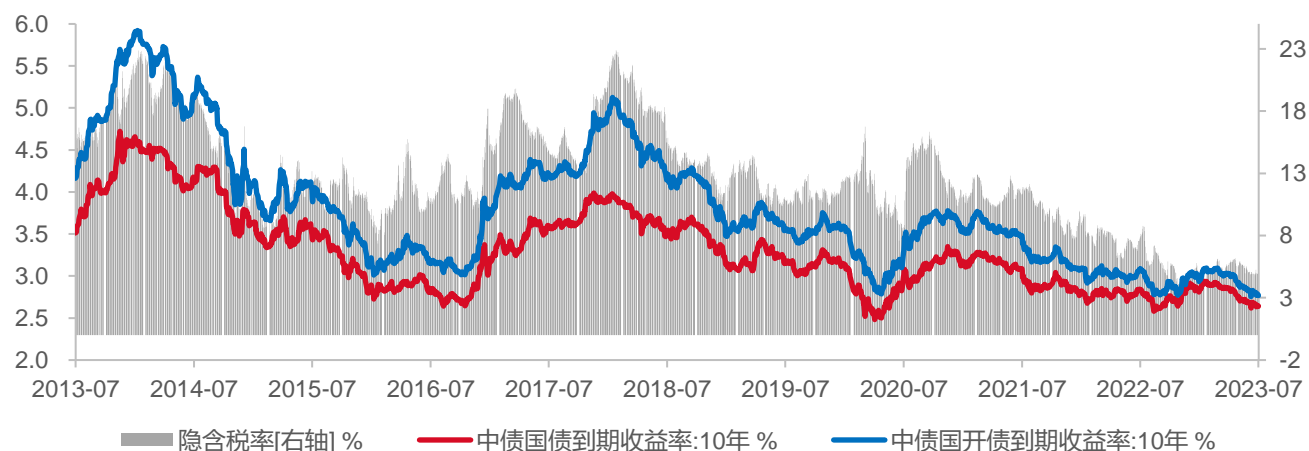
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图37 主要产品利率走势



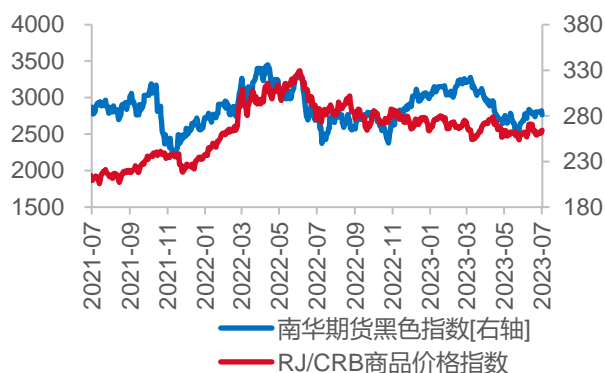
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图38 隐含税率“牛市下行、熊市上行”

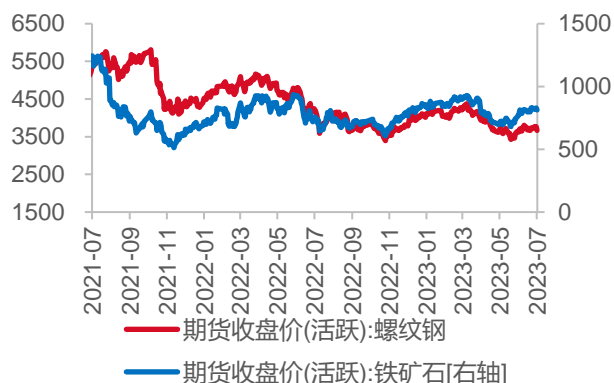


资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3.商品市场

**图39 商品综合指数及黑色指数，点**


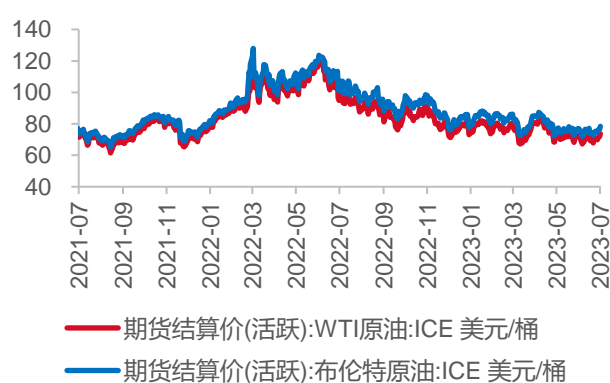
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图40 铁矿石与螺纹钢指数，点**


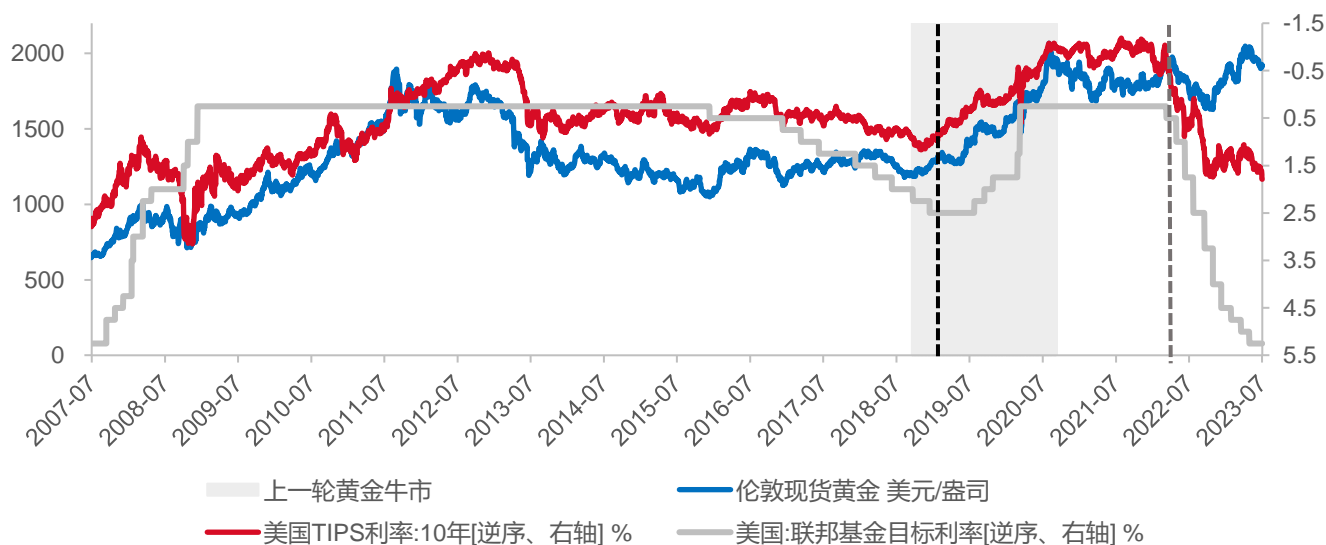
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图41 焦煤、焦炭价格，点**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图42 原油价格指数**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图43 贵金属与实际利率**


资料来源：Wind，东海证券研究所

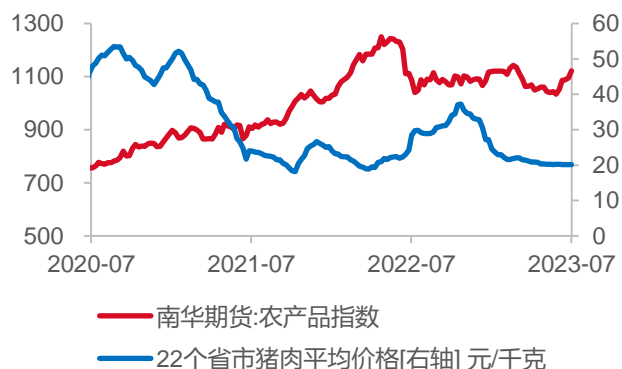


图44 工业金属指数



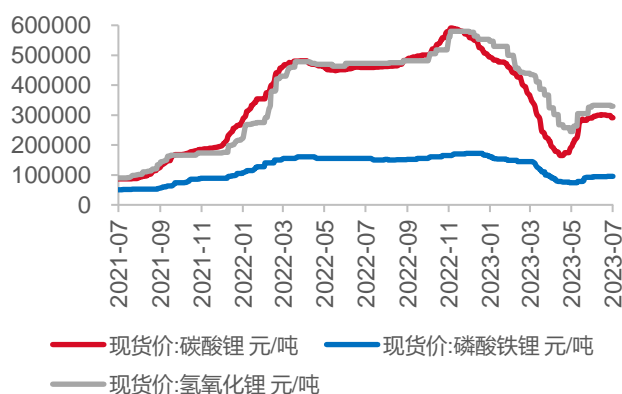
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图45 农产品价格指数, 点



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

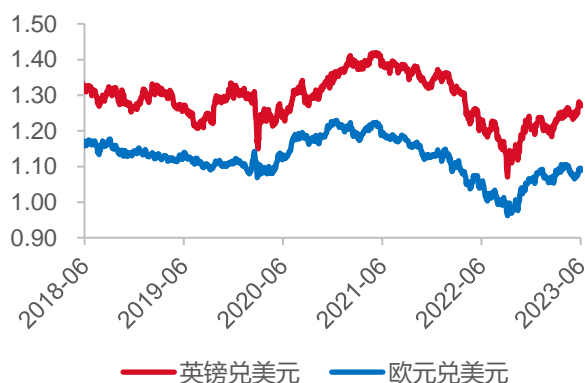
## 4. 外汇市场

图48 美元兑人民币、美元兑日元汇率



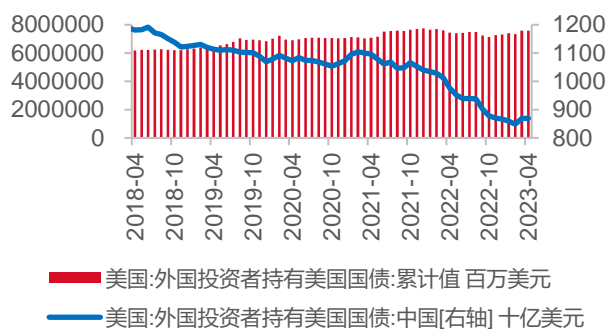
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图49 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



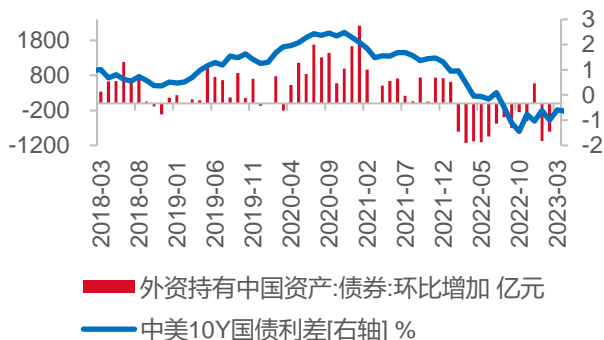
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图50 海外投资者对美债持有情况



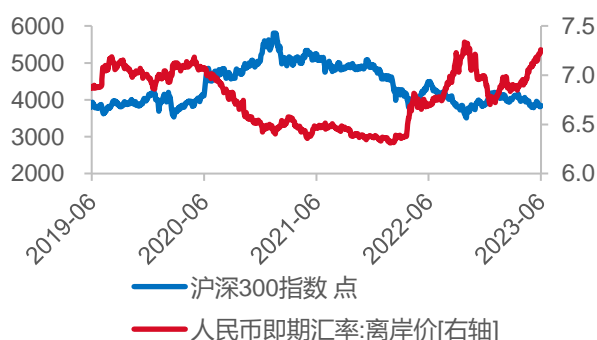
资料来源：Wind，东海证券研究所

图51 外资对中国债券持仓变化及中美 10Y 国债利差



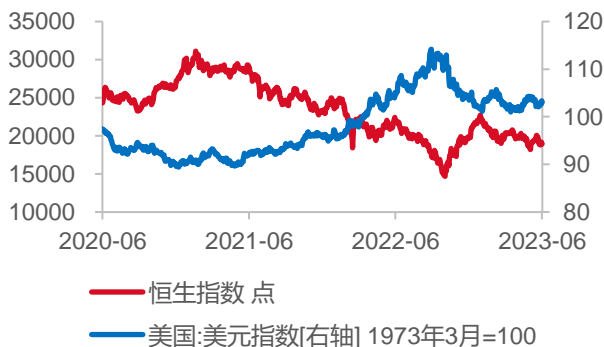
资料来源：Wind，东海证券研究所

图52 2022 年来本币汇率与权益市场联动增强



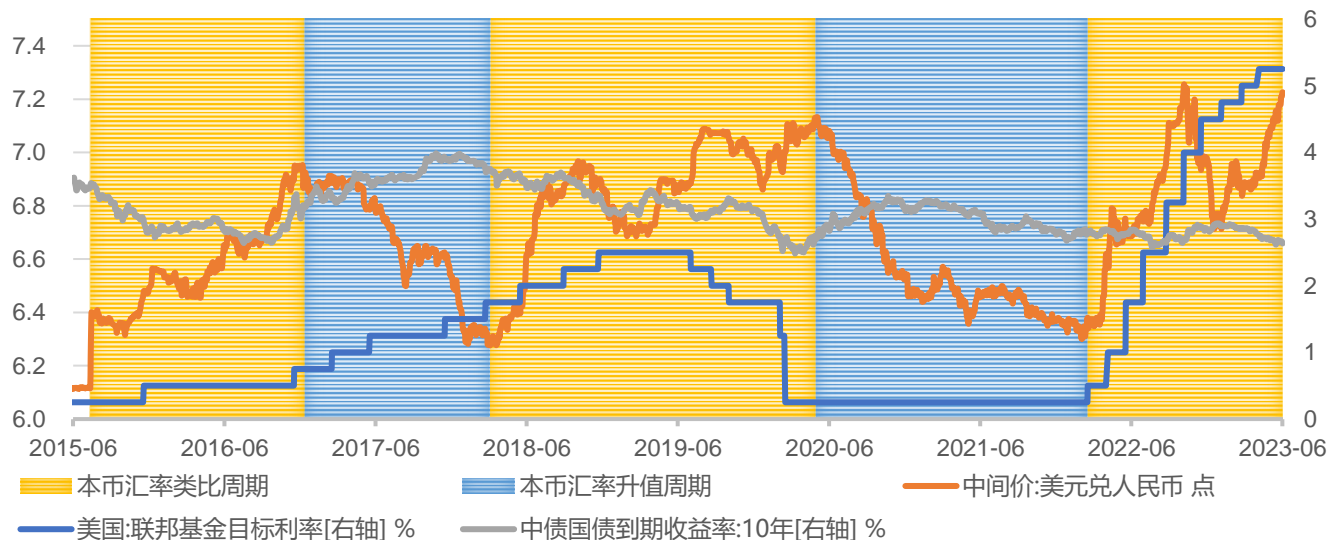
资料来源：Wind，东海证券研究所

图53 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

图54 人民币汇率类比周期复盘



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6月通胀、金融及外贸数据；美国6月CPI、PPI数据。

图55 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
2023-07-10	09:30	中国	6月CPI:同比(%)	0.2	0.15
2023-07-10	09:30	中国	6月PPI:同比(%)	-4.6	-4.9833
2023-07-10	23:00	美国	7月克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话	-	-
2023-07-11	14:00	德国	6月CPI:同比(%)	6.1	6.3
2023-07-12	待定	中国	6月M0:同比(%)	9.6	-
2023-07-12	待定	中国	6月M1:同比(%)	4.7	-
2023-07-12	待定	中国	6月M2:同比(%)	11.6	11.1467
2023-07-12	待定	中国	6月社会融资规模:当月值(亿元)	15600	-
2023-07-12	待定	中国	6月社会融资规模存量:同比	9.5	9.0615
2023-07-12	待定	中国	6月新增人民币贷款(亿元)	13600	23842.8571
2023-07-12	20:30	美国	6月CPI:同比(%)	4	-
2023-07-12	20:30	美国	6月核心CPI:同比(%)	5.3	-
2023-07-12	22:30	美国	7月07日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-1508	-
2023-07-12	00:00	美国	7月EIA公布月度短期能源展望报告	-	-
2023-07-12	22:00	加拿大	7月加拿大央行公布利率决议	-	-
2023-07-13	16:00	法国	7月IEA公布月度原油市场报告	-	-
2023-07-13	待定	中国	6月出口金额:当月同比	-7.5	-10.1625
2023-07-13	待定	中国	6月出口金额:人民币:当月同比	-0.8	-
2023-07-13	待定	中国	6月进口金额:当月同比	-4.5	-3.7733
2023-07-13	待定	中国	6月进口金额:人民币:当月同比	2.3	-
2023-07-13	20:30	美国	6月PPI:最终需求:季调:同比(%)	1.2	0.4
2023-07-13	20:30	美国	6月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:同比(%)	2.8	2.8
2023-07-13	20:30	美国	6月核心PPI:季调:环比(%)	0.1	-
2023-07-13	20:30	美国	6月核心PPI:季调:同比(%)	2.6	-
2023-07-13	20:30	美国	7月08日当周初次申请失业金人数:季调(人)	248000	-
2023-07-15	09:30	中国	6月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告	-	-

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