

大类资产周报第5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

美元走弱，有何“异象”？

6月以来，美元持续下行、快速跌破100关口。本轮下行中，美元与美债走势一度分化、美欧基本面的分化也不支撑美元走弱。背后的原因、后续的演绎？本文分析，供参考。

热点思考：美元走弱，有何“异象”？

一问：近期美元走弱中的“异象”？与美债走势一度分化、与基本面韧性似有背离

6月以来，美元持续下行，近期更是加速回落、跌破100关口。通胀低预期、美联储官员放鸽下，加息预期的大幅降温，无疑是美元快速下行的主要驱动。一方面，6月美国CPI、核心CPI分别超预期回落至3.0%、4.8%；另一方面，6月非农公布后，美联储官员“鸽”声渐起。截至7月13日，市场对9月加息预期下修至12%，美元也随之大幅回落。本轮下行中，出现了一些“异象”：美债与美元走势一度出现分化；美欧基本面的分化也不支撑美元走弱。美债与美元走势一度出现分化，美债大幅上行45bp、美元却明显贬值，本轮的背离，并非源自欧债收益率更快上行的影响，10Y德债收益率仅上行35bp，美德利差也在走阔。基本上，美国经济韧性显现、欧元区进一步走弱，也与美元走势背离。

二问：美元与美债分化的背后？欧洲银行业担忧的缓和、日元走强的支撑

美债供给因素并非本轮美元与美债分化的主因。有观点认为，6月以来的分化主因供给因素对美债收益率的推升，但数据并不支撑：第一，6月净增的5200亿适销美债中91%均为短债，但期限利差反而收窄41bp。第二，美债并未“滞销”，各期限美债竞拍倍数不降反升。第三，当下市场流动性较充裕，一级交易商、投资基金等有能力消化美债供给。美元在美债大幅上行背景下的“异常”回落，主因欧洲银行业危机缓和后资金的回流，日元的快速升值也有影响。近期欧洲银行股超涨、银行业CDS回落，均反映市场担忧情绪缓释；伴随欧洲金融压力的缓释，前期避险情绪主导下抛售欧元买入美元的交易，在近期发生逆转。此外，日本YCC调整预期升温、套息交易逆转背景下的日元升值也有影响。

三问：美元走弱，对人民币影响几何？支撑有限，仍需内生动能催化

中期来看，通胀粘性的差异或使美欧货币政策走向收敛，基本面的持续分化也不支持美元大幅走弱。一方面，美国6月非农薪资增速高达4.4%，去通胀“下半场”或面临服务业粘性影响；而欧元区“通胀-薪资螺旋”不强，美欧货币政策或趋于收敛。另一方面，受制于财政约束等，欧元区经济或更为弱势，美欧基本面的分化也将对美元形成支撑。近期美元的快速贬值使人民币贬值压力明显缓释；但中期来看，美元回落空间有限、人民币升值仍需内生动能催化。近期人民币兑美元由6月30日的7.27快速升值至7.14，但人民币兑欧元等仍在走弱，可见人民币尚未进入趋势性升值阶段。向后看，美元难现大幅走弱。外因支撑有限的背景下，人民币升值仍需内生动能的催化。

周度回顾：美国通胀意外放缓、加息预期回落，美元走弱，风险资产普涨（2023/07/08-2023/07/15）

股票市场：全球主要股指普遍上涨，澳股领涨。发达国家股指中，澳大利亚普通股指数、法国CAC40、纳斯达克指数、德国DAX和英国富时100领涨，分别上涨3.8%、3.7%、3.3%、3.2%和2.4%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率普遍下行。美国10Y国债收益率下行23.00bp至3.83%，德国10Y国债收益率下行15.00bp至2.47%；意大利、法国和英国分别下行18.50bp、15.40bp和7.68bp，仅日本上行3.10bp。

外汇市场：美元指数走弱，人民币兑美元升值，但兑欧元、英镑贬值。挪威克朗、日元、欧元、英镑和加元兑美元分别升值5.67%、2.43%、2.37%、1.99%和0.49%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值1.10%、1.03%至7.1413、7.1579。

商品市场：原油、贵金属和有色价格上涨，黑色和农产品价格涨跌分化。沙特俄罗斯兑现减产、利比亚第二大油田停产和尼日利亚港口关闭，叠加加息预期回落，短期油价偏强；美国通胀超预期降温、美元走弱，贵金属大幅反弹。

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：美元走弱，有何“异象”？	5
一问：近期美元走弱中的“异象”？与美债走势一度分化、与基本面韧性似有背离	5
二问：美元与美债分化的背后？欧洲银行业担忧的缓和、日元走强的支撑	7
三问：美元走弱，对人民币影响几何？支撑有限，仍需内生动能催化	9
二、大类资产高频跟踪（2023/07/08-2023/07/15）	12
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨	12
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍下行	13
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值	14
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属和有色价格均上涨，黑色和农产品涨跌分化	15
风险提示	17

图表目录

图表 1：6 月以来，美元持续下跌、近期下破 100	5
图表 2：7 月美联储官员发言“鸽”声嘹亮	5
图表 3：美国 CPI 和核心 CPI 均明显放缓	5
图表 4：美国加息预期从 6 月底开始降温	5
图表 5：美元和美债的走势出现明显分化	6
图表 6：美德利差对美元走势的解释力弱化	6
图表 7：6 月以来，美欧基本面分化加剧	6
图表 8：美国 PMI 仍处在扩张区间、而欧元区萎缩	6
图表 9：美国地产行业从底部回暖	6
图表 10：6 月美欧经济信心指数走向出现相反趋势	6
图表 11：近期美国国债发行加速、但以短期美债为主	7
图表 12：近期，美债期限利差倒挂收窄	7
图表 13：从竞拍倍数来看，美债并未滞销	7
图表 14：交易商与投资基金是美债的主要买家	7
图表 15：6-7 月欧洲系统性重要银行 CDS 息差大幅下跌	8
图表 16：6 月以来，欧洲银行股明显上涨	8
图表 17：美元走势和美欧的金融状况差异高度相关	8
图表 18：避险情绪消退、美元下跌	8
图表 19：日元是美元指数的第三占比成分	8
图表 20：日本 YCC 调整的市场预期持续升温	8

图表 21:	日本薪资增速支撑通胀上行	9
图表 22:	远期和期权市场预期日元升值	9
图表 23:	欧元区已基本脱离银行业危机的冲击	9
图表 24:	本轮欧元、日元兑美元明显超涨	9
图表 25:	欧元非商业净持仓有所减少	10
图表 26:	日元非商业净持仓有所增加	10
图表 27:	2 月以来, 美欧制造业景气程度持续分化	10
图表 28:	美国薪资增速仍然具有韧性	10
图表 29:	服务通胀或较难回落	11
图表 30:	欧洲加息步入尾声	11
图表 31:	近期人民币升值受到本轮美元下跌的驱动	11
图表 32:	近日, 人民币兑欧洲主要货币仍在贬值	11
图表 33:	我国出口对人民币的拉升力量有限	11
图表 34:	关注 7 月会议的产业、地产和消费等领域政策	11
图表 35:	当周, 发达国家股指全线上涨	12
图表 36:	当周, 新兴市场股指涨跌分化	12
图表 37:	当周, 美股行业全线上涨	13
图表 38:	当周, 欧元区行业悉数上涨	13
图表 39:	当周, 恒生指数全线上涨	13
图表 40:	当周, 恒生行业多数上涨	13
图表 41:	当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行	13
图表 42:	当周, 美德英 10Y 收益率均下行	13
图表 43:	当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化	14
图表 44:	当周, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行	14
图表 45:	当周, 美元指数下跌, 多数货币兑美元升值	14
图表 46:	当周, 英镑、欧元兑美元均升值	14
图表 47:	当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨	14
图表 48:	雷亚尔和韩元兑美元均升值, 土耳其里拉贬值	14
图表 49:	当周, 英镑和欧元兑人民币升值, 美元贬值	15
图表 50:	当周, 人民币兑美元升值	15
图表 51:	当周, 商品价格走势多数上涨	15
图表 52:	WTI 原油、布伦特原油价格上涨	16
图表 53:	当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格持平	16
图表 54:	当周, 铜铝价格上涨	16
图表 55:	当周, 通胀预期降温	16

图表 56: 当周, 黄金、白银价格均上涨.....	16
图表 57: 当周, 10Y 美债实际收益率下行.....	16

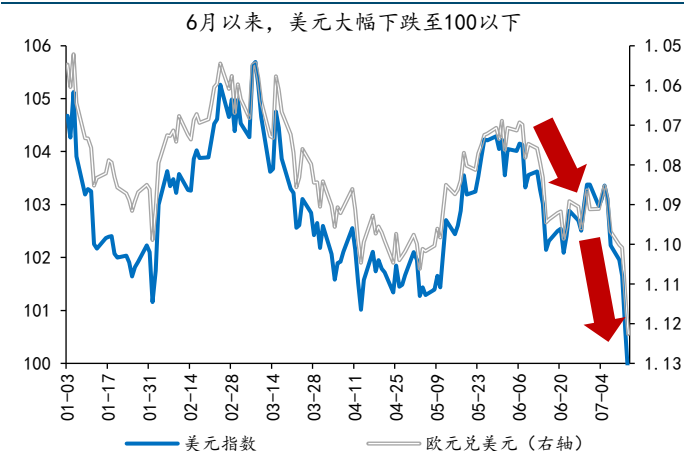
6月以来，美元持续下行、快速跌破100关口。本轮下行中，美元与美债走势一度分化、美欧基本面的分化也不支撑美元走弱。背后的原因、后续的演绎？本文分析，供参考。

一、热点思考：美元走弱，有何“异象”？

一问：近期美元走弱中的“异象”？与美债走势一度分化、与基本面韧性似有背离

6月以来，美元持续下行，近期更是加速回落，快速跌破100关口。5月31日至7月13日间，美元由104.7的高位快速下行，期间大幅回落4.1%、并一度走低至99.57。通胀低预期、美联储官员放鸽下，加息预期的大幅降温，无疑是美元快速下行的主要驱动。一方面，6月美国CPI、核心CPI分别超预期回落至3.0%、4.8%；另一方面，6月非农数据公布后，美联储官员也“鸽”声渐起，布拉德的辞职更是使坚定加息的阵营中少了一员大将。截至7月13日，市场对9月加息的预期由28%快速下修至12%，美元也随之大幅回落。

图表1：6月以来，美元持续下跌、近期下破100



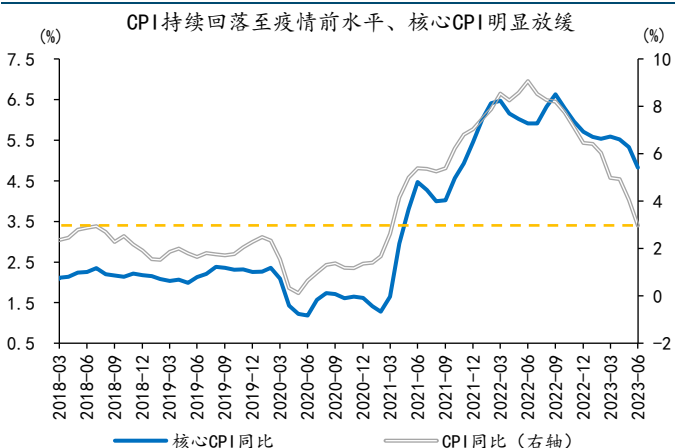
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：7月美联储官员发言“鸽”声嘹亮

日期	美联储官员	具体内容
2023-07-01	芝加哥联储主席古尔斯比	还没有拿定主意7月份会议应如何行动。
2023-07-06	纽约联储主席威廉姆斯	完全支持美联储在6月FOMC会议上维持利率不变的决定。目前减缓加息速度是合理的。
2023-07-10	亚特兰大联储主席博斯蒂克	通胀可以在没有更多次加息的情况下下降至2%。
2023-07-11	亚特兰大联储主席博斯蒂克	目前的政策“明显”处于限制性领域，美联储可以保持耐心。
2023-07-11	纽约联储主席威廉姆斯	预计不会出现经济衰退；货币政策收紧将对2024年的需求产生压力。
2023-07-11	克利夫兰联储主席梅斯特	正处于加息周期的最后阶段；尚未决定是否需要在7月加息，需要更多数据。
2023-07-13	圣路易斯联储主席布拉德	美联储“鹰王”布拉德辞职，第一副主席凯瑟琳·奥尼尔·佩斯任临时主席。

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：美国CPI和核心CPI均明显放缓



来源：Wind，国金证券研究所

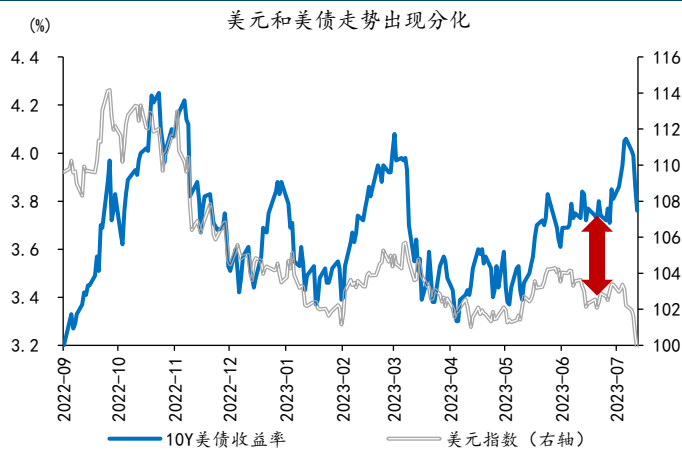
图表4：美国加息预期从6月底开始降温



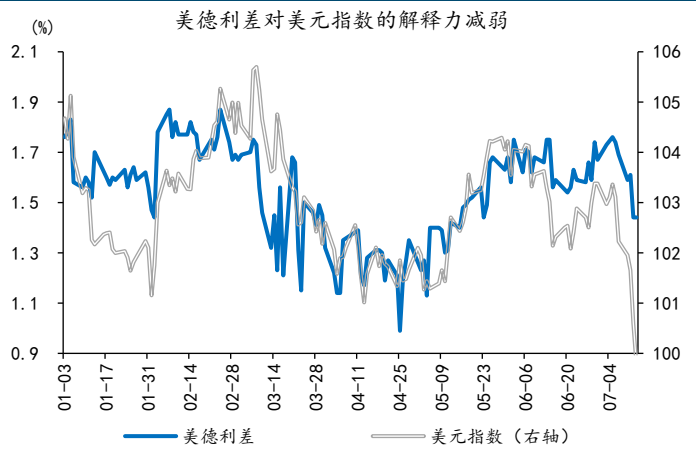
来源：Wind，国金证券研究所

本轮美元的快速下行中，也出现了一些“异象”；一方面，美债与美元走势一度出现分化，美德利差对美元走势的解释力似乎在弱化。历史回溯来看，美债收益率通常与美元走势较为一致，仅在欧债危机等冲击下才会明显背离。6月1日至7月7日间，10Y美债收益率大幅上行42.5bp、一度走高至4.10%，而美元则已现颓势，美元指数期间下跌1.91%、走低至102.22。本轮的背离，并非源自欧债收益率更快上行的影响，10Y德债收益率仅上行35bp，美德利差也在走阔。

图表5: 美元和美债的走势出现明显分化



图表6: 美德利差对美元走势的解释力弱化

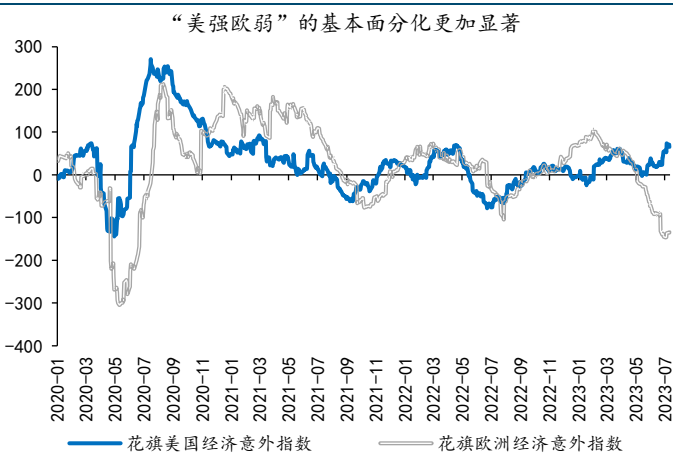


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

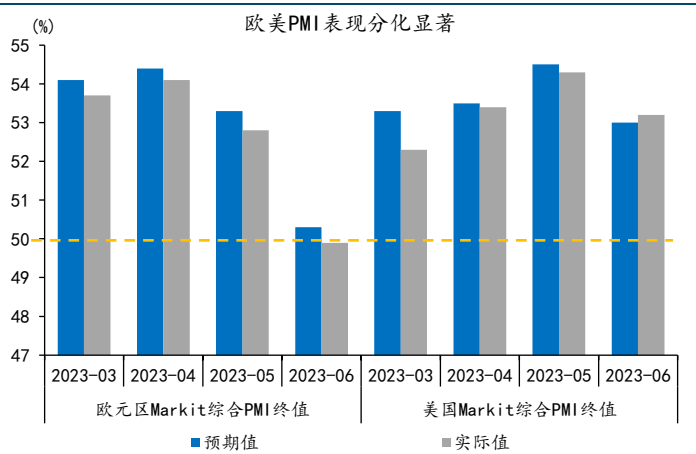
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

另一方面,从经济基本面来看,美国基本面仍有韧性,欧洲经济持续低预期,似乎也与美元走势快速走弱有一定背离。第一,6月以来,美国经济韧性持续显现,花旗经济意外指数由5月底的23.7快速回升至7月7日的72.0,而欧元区则由-63.5进一步走弱至-136.1;第二,欧洲PMI表现也有分化,6月欧元区Markit综合PMI回落至荣枯线以下,大幅低预期,而地产韧性支撑下,美国仍录得53.2、高于市场预期;第三,市场信心也在分化,6月Sentix信心指数美国已在企稳回升,而欧元区仍大幅走弱。

图表7: 6月以来,美欧基本面分化加剧



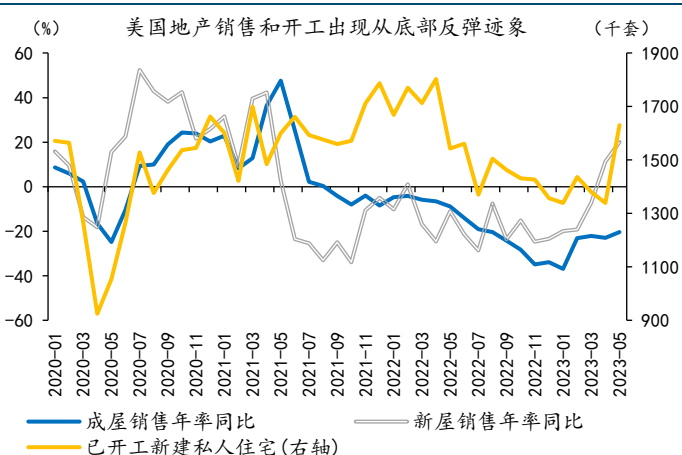
图表8: 美国PMI仍处在扩张区间、而欧元区萎缩



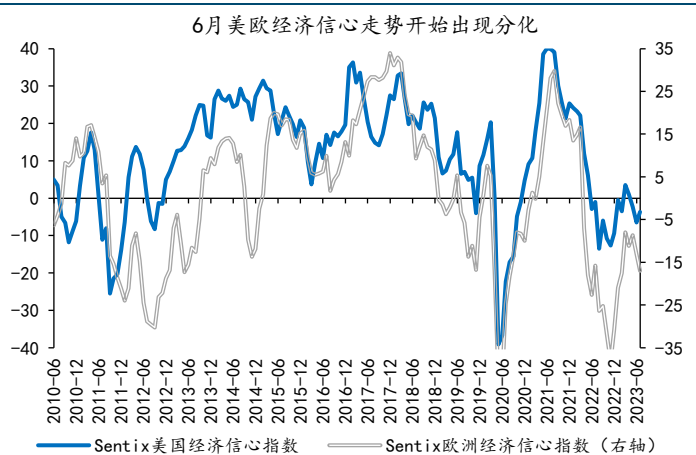
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 美国地产行业从底部回暖



图表10: 6月美欧经济信心指数走向出现相反趋势



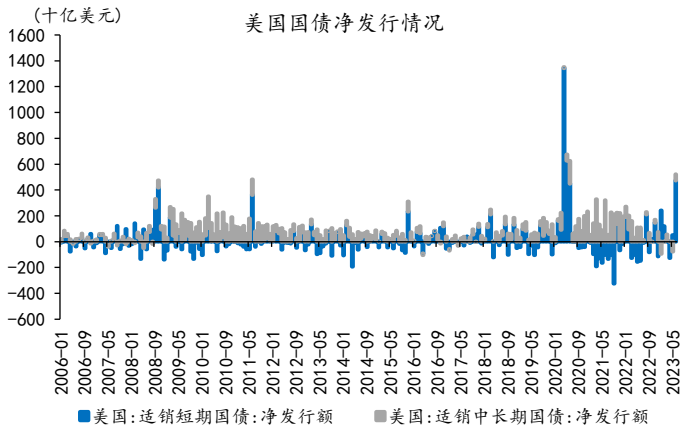
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问：美元与美债分化的背后？欧洲银行业担忧的缓和、日元走强的支撑

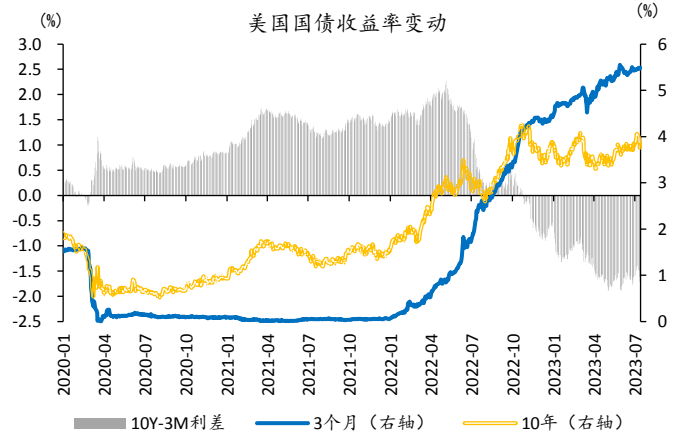
美债发行速度符合市场预期节奏、短债超发但期限利差反而缩窄，可见美债供给因素并非本轮美元与美债分化的主因。有观点认为，6月以来的美债与美元分化主因美债上限问题达成后，供给激增对美债收益率的大幅推升，但数据并不支撑：第一，近期美债发行加速、以短期为主，6月净增的5200亿适销美债中91%均为短债，但供给扰动并不明显；6月1日至7月7日，3个月美债收益率下行4bp、期限利差反而收窄41bp。第二，从竞拍倍数来看，美债并未“滞销”，各期限美债竞拍倍数不降反升。第三，当下市场流动性较充裕，一级交易商、投资基金购买了6月新发中的86%，市场有能力消化美债的供给。

图表11：近期美国国债发行加速、但以短期美债为主



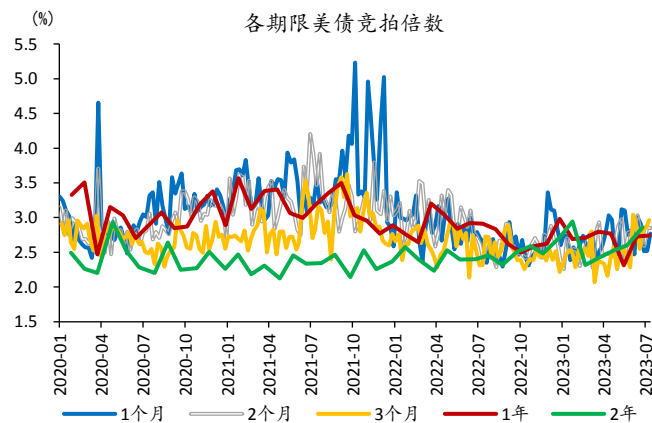
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：近期，美债期限利差倒挂收窄



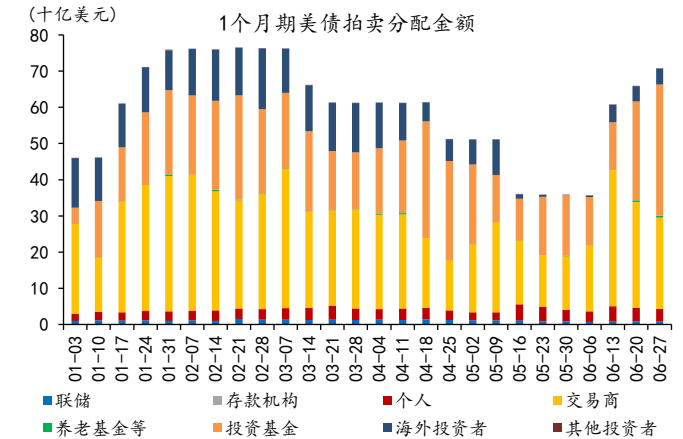
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：从竞拍倍数来看，美债并未滞销



来源：Bloomberg，国金证券研究所

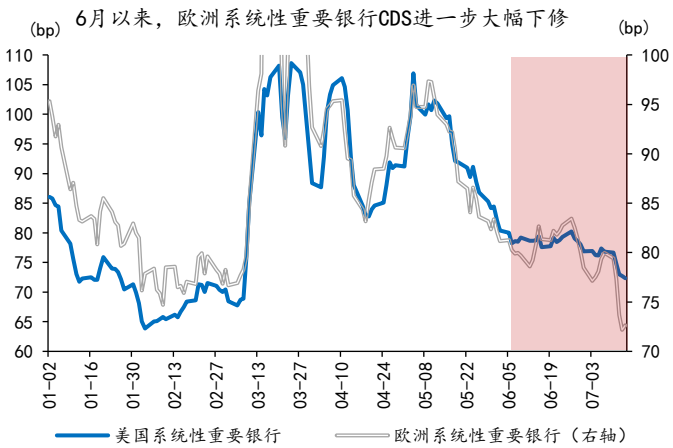
图表14：交易商与投资基金是美债的主要买家



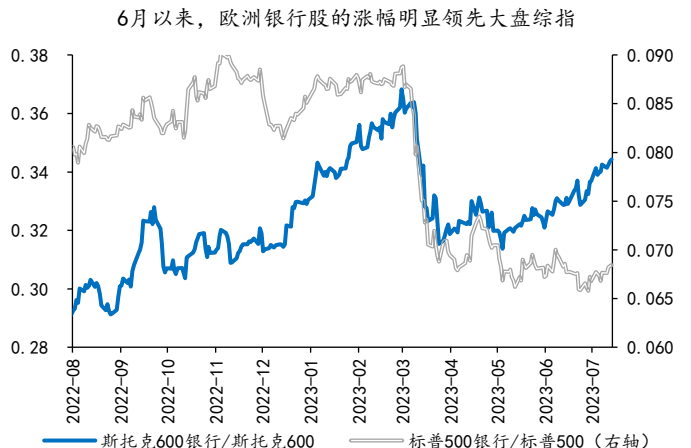
来源：Bloomberg，国金证券研究所

欧洲银行业危机的缓和与金融压力的缓释或是美元走弱的主因。本轮欧洲银行业危机滞后于美国，近期出现了明显缓和。近期欧洲银行股明显超涨、系统性重要银行加权CDS明显回落，均反映了市场担忧情绪的缓释。历史回溯来看，欧美金融条件差与欧元走势高度相关，伴随欧洲金融压力的缓释，欧元也重新赢得市场青睐。前期避险情绪主导下抛售欧元买入美元的交易，近期发生逆转；资金向欧洲的回流，支撑了欧元的汇率。

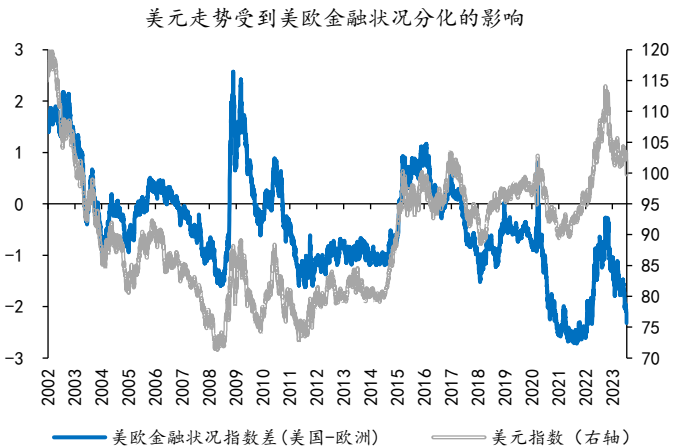
图表15: 6-7月欧洲系统性重要银行CDS息差大幅下跌



图表16: 6月以来，欧洲银行股明显上涨



图表17: 美元走势和美欧的金融状况差异高度相关

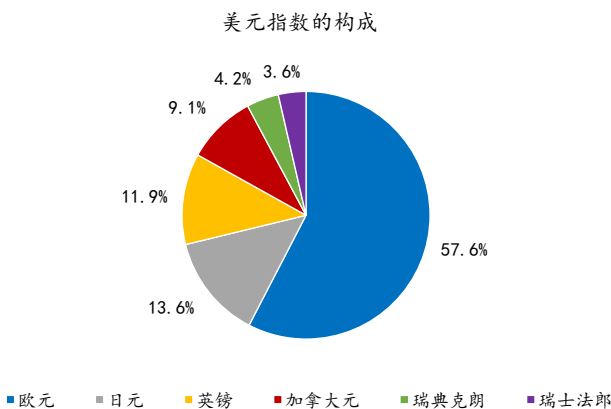


图表18: 避险情绪消退，美元下跌

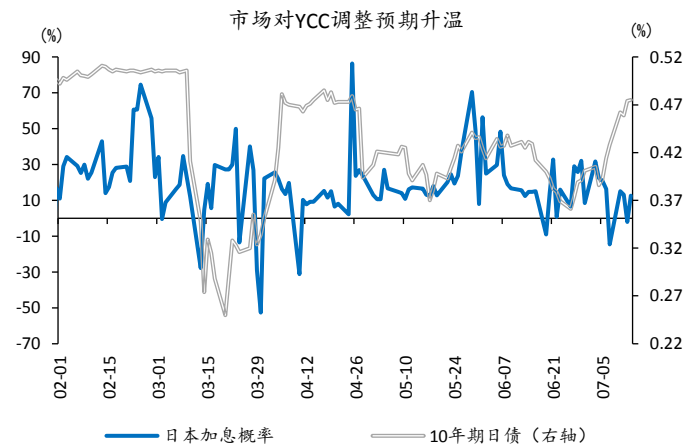


近期，日元快速升值，也加剧了美元指数的回落。日元同样也是美元指数的重要构成、占比达13.6%；日元的快速升值也是美债收益率上行背景下美元回落的解释之一。本轮日元升值主要源于两方面因素：一方面，日本春斗调薪大超预期，薪资增速高达3.8%、远超预期，市场对YCC调整的预期大幅升温，10Y日债收益率上行至0.48%、接近0.5%的上限。另一方面，前期大量套息资金在情绪演绎至极致后也有逆转，加速了日元的升值。

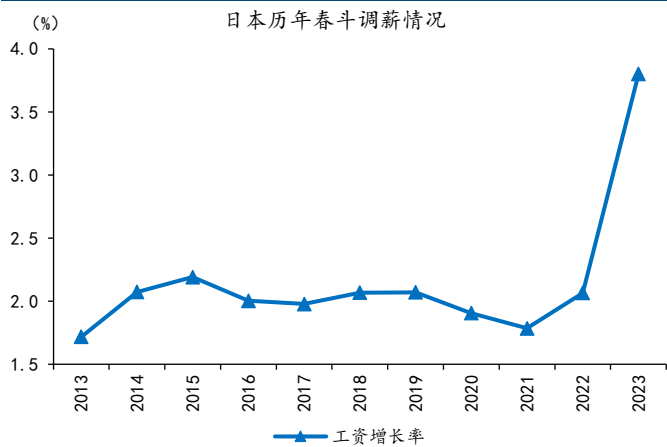
图表19: 日元是美元指数的第三占比成分



图表20: 日本YCC调整的市场预期持续升温



图表21: 日本薪资增速支撑通胀上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 远期和期权市场预期日元升值

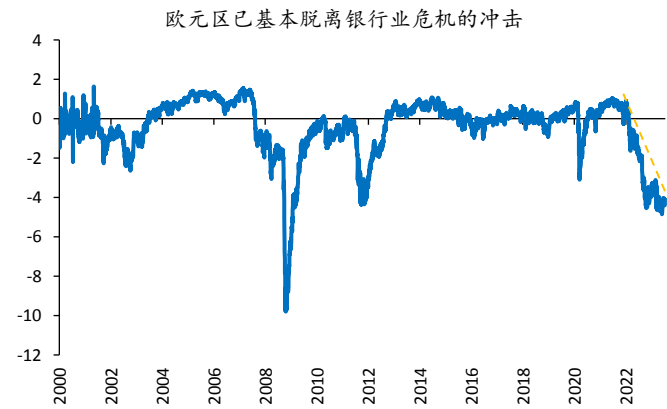


来源: Wind, 国金证券研究所

三问：美元走弱，对人民币影响几何？支撑有限，仍需内生动能催化

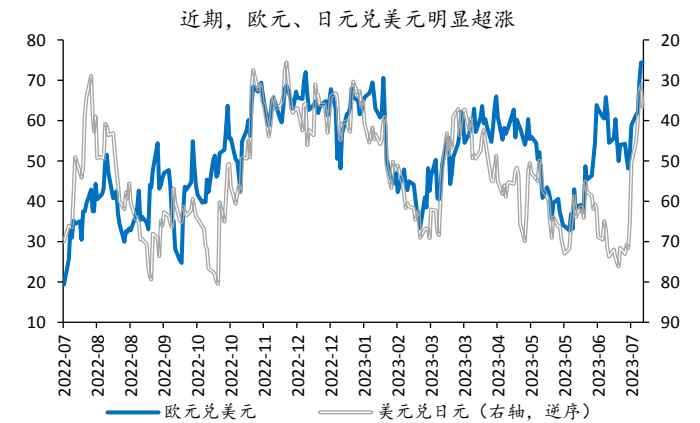
短期来看，欧洲金融条件已摆脱了银行业危机的冲击，近期资金回流对欧元的推升或将放缓；RSI 等交易指标也显示，近期美元指数或有超跌。从彭博金融条件指数来看，5月底欧元区金融条件触底后，近期明显回升、已基本回升至本轮加息周期的收紧路径，脱离了银行业危机的冲击。这意味着，前期避险资金回流欧洲对欧元的影响或将逐步放缓。从交易层面指标来看，欧元、日元均升破 70、非商业持仓由极值回落，均显示美元或有超跌。

图表23: 欧元区已基本脱离银行业危机的冲击



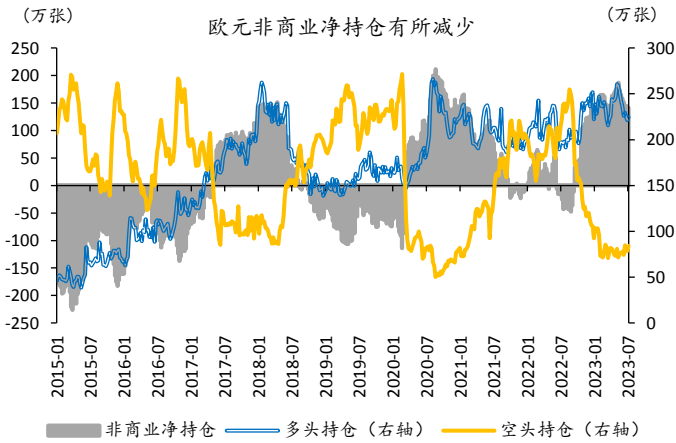
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 本轮欧元、日元兑美元明显超涨



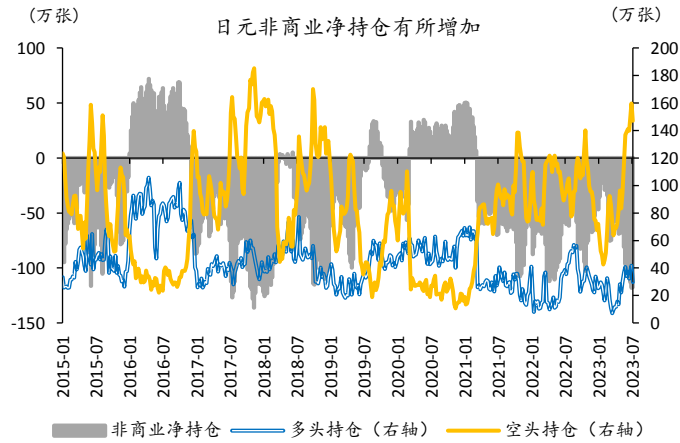
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 欧元非商业净持仓有所减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

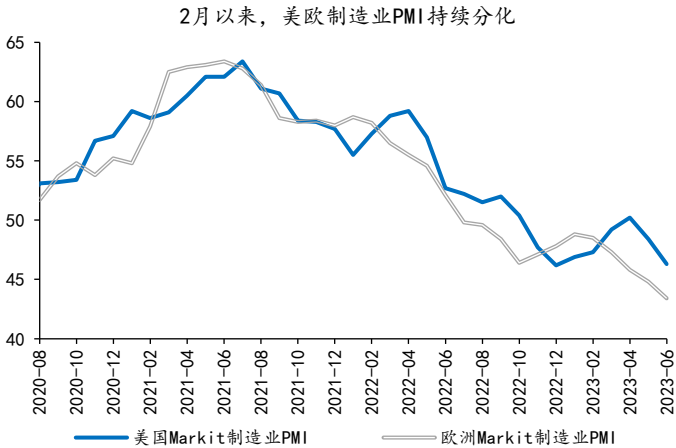
图表26: 日元非商业净持仓有所增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

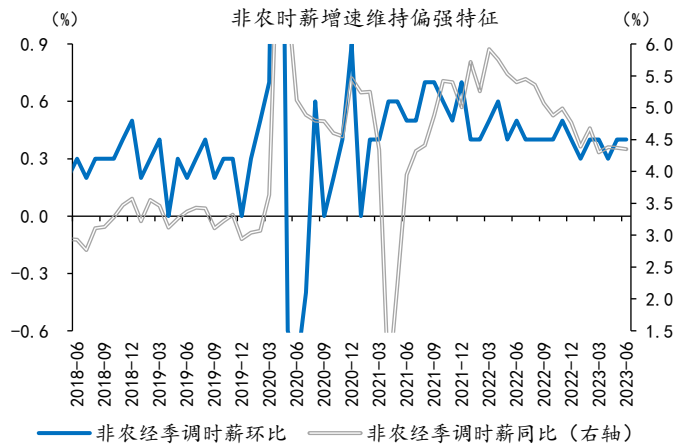
中期来看, 通胀粘性的差异或使美欧货币政策走向收敛, 基本面的持续分化也不支持美元大幅走弱。一方面, 美国新冠疫情期间向中低收入人群的超额财政补贴明显抬升了居民的薪资预期, 6月非农时薪增速超预期录得4.4%, 或意味着美国的去通胀“下半场”将面临服务业粘性的影响; 而受较低财政补贴力度的影响, 欧元区的“通胀-薪资螺旋”并不强, 或意味着欧洲去通胀的阻力更弱, 欧元区加息或也接近尾声, 美欧货币政策将趋于收敛。另一方面, 受制于财政支出等约束, 本轮美欧经济下行中, 欧元区或更为弱势, 美欧基本面的分化也将对美元形成一定支撑。

图表27: 2月以来, 美欧制造业景气程度持续分化



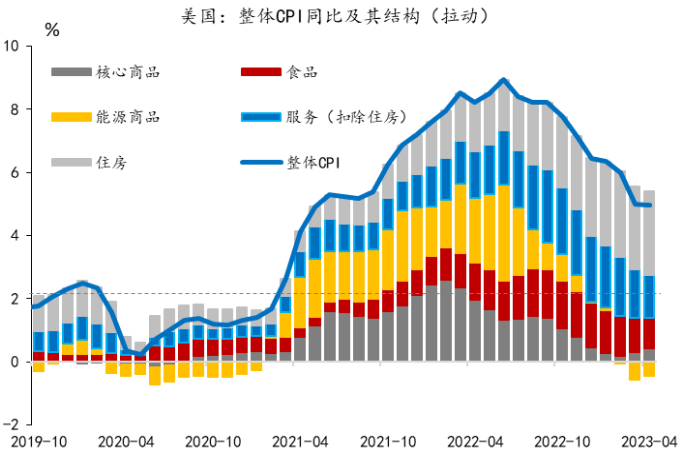
来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 美国薪资增速仍然具有韧性



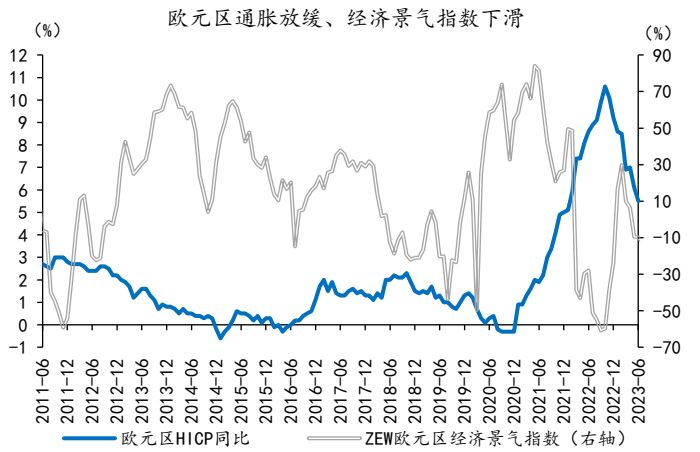
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 服务通胀或较难回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 欧洲加息步入尾声



来源: Wind, 国金证券研究所

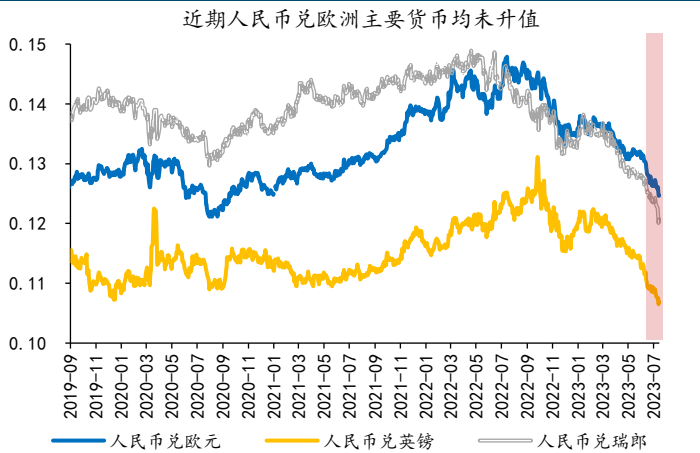
近期美元的快速贬值使人民币贬值压力明显缓释；但中期来看，美元回落空间有限、人民币升值仍需内生动能催化。近期美元指数快速回落，使人民币前期较大贬值压力明显弱化、人民币兑美元由6月30日的7.27快速升值至7月14日的7.14。但人民币兑欧元、瑞郎仍在快速贬值，可见人民币并未进入趋势性升值阶段。向后看，无论是美欧货币政策的收敛还是美欧基本面的分化均不支撑美元大幅走弱。外因支撑有限的背景下，人民币升值仍需内生动能的催化，稳增长政策是7月市场博弈焦点，对后续人民币走势至关重要。

图表31: 近期人民币升值受到本轮美元下跌的驱动



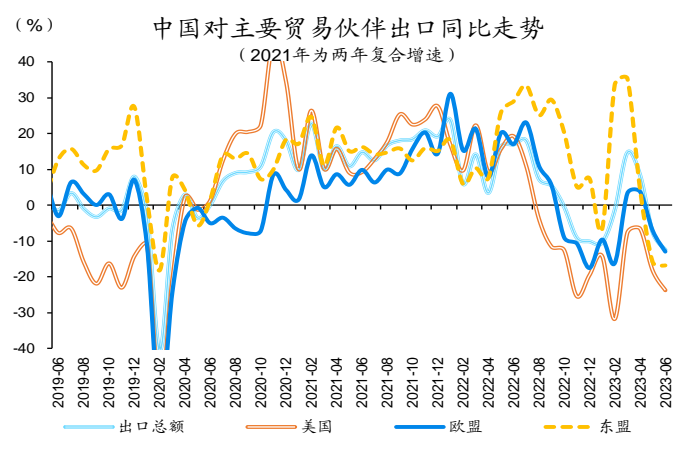
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 近日, 人民币兑欧洲主要货币仍在贬值



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 我国出口对人民币的拉升力量有限



来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 关注7月会议的产业、地产和消费等领域政策

时间	2019-07-30	2020-07-30	2021-07-30	2022-07-28
形势研判	上半年经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势。	当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大。	当前全球疫情仍在持续演变，外部环境趋紧复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成效。
宏观政策	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。	要确保宏观政策落地见效。	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性。	宏观政策要在扩大需求上积极作为。
产业政策	深化供给侧结构性改革，提升产业基础能力和产业链水平。	要以新型城镇化带动投资和消费需求，提高产业链供应链稳定性和竞争力，全力巩固农业基础地位。	要加强科技和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展关键核心技术攻关，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业。	要提高产业链供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局。
基建	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。	要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。	加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资。	支持中西部地区改善基础设施和营商环境。
地产	坚持房住不炒，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。	坚持房住不炒，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房住不炒，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展。加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策。	坚持房住不炒，因城施策用好用足各类调控政策，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
消费	深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场，多用改革办法扩大消费。	持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。	-	-
民生	巩固拓展脱贫攻坚成果，落实好就业优先政策，做好高校毕业生、农民工、退役军人等重点群体就业工作。	做好民生保障和困难群众基本生活保障工作，采取有效措施缓解疫情对青年就业影响，强化外出农民工就业服务保障，推进返乡农民工就近就业。	要抓好民生保障和安全生产，坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，强化高校毕业生就业服务，畅通农民工外出务工就业渠道，推进对灵活就业人员的劳动保障。推进基本养老保险全国统筹，落实“三孩”生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套。	要扎实做好民生保障工作，要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作。

来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

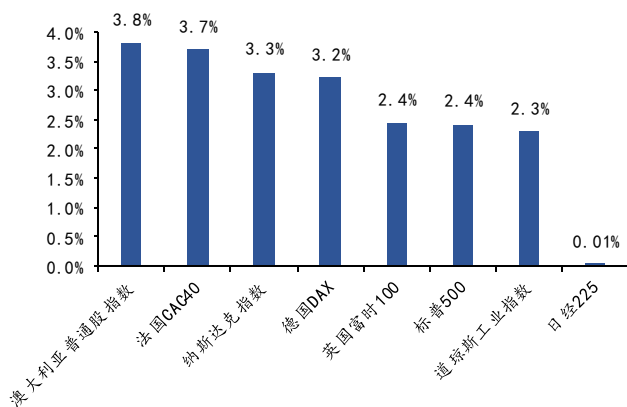
- 1) 6月以来，美元持续下行，近期更是加速回落、跌破100关口。通胀低预期、美联储官员放鸽下，加息预期的大幅降温，无疑是美元快速下行的主要驱动。但本轮下行中，出现了一些“异象”：美债与美元走势一度出现分化；美欧基本面的分化也不支撑美元走弱。美债与美元走势一度出现分化，美债大幅上行45bp、美元却明显贬值，本轮的背离，并非源自欧债收益率更快上行的影响，10Y德债收益率仅上行35bp，美德利差也在走阔。基本上，美国经济韧性显现、欧元区进一步走弱，也与美元走势背离。
- 2) 美债供给因素并非本轮美元与美债分化的主因。有观点认为，6月以来的分化主因供给因素对美债收益率的推升，但数据并不支撑：第一，6月净增的5200亿适销美债中91%均为短债，但期限利差反而收窄41bp。第二，美债并未“滞销”，各期限美债竞拍倍数不降反升。第三，当下市场流动性较充裕，一级交易商、投资基金等有能力消化美债供给。
- 3) 美元在美债大幅上行背景下的“异常”回落，主因欧洲银行业危机缓和后资金的回流，日元的快速升值也有影响。近期欧洲银行股超涨、银行业CDS回落，均反映市场担忧情绪缓释；伴随欧洲金融压力的缓释，前期避险情绪主导下抛售欧元买入美元的交易，在近期发生逆转。此外，日本YCC调整预期升温、套息交易逆转背景下的日元升值也有影响。
- 4) 中期来看，通胀粘性的差异或使美欧货币政策走向收敛，基本面的持续分化也不支持美元大幅走弱。一方面，美国6月非农薪资增速高达4.4%，去通胀“下半场”或面临服务业粘性影响；而欧元区“通胀-薪资螺旋”不强，美欧货币政策或趋于收敛。另一方面，受制于财政约束等，欧元区经济或更为弱势，美欧基本面的分化也将对美元形成支撑。
- 5) 近期美元的快速贬值使人民币贬值压力明显缓释；但中期来看，美元回落空间有限、人民币升值仍需内生动能催化。近期人民币兑美元由6月30日的7.27快速升值至7.14，但人民币兑欧元等仍在走弱，可见人民币尚未进入趋势性升值阶段。向后看，美元难现大幅走弱。外因支撑有限的背景下，人民币升值仍需内生动能的催化。

二、大类资产高频跟踪（2023/07/08-2023/07/15）

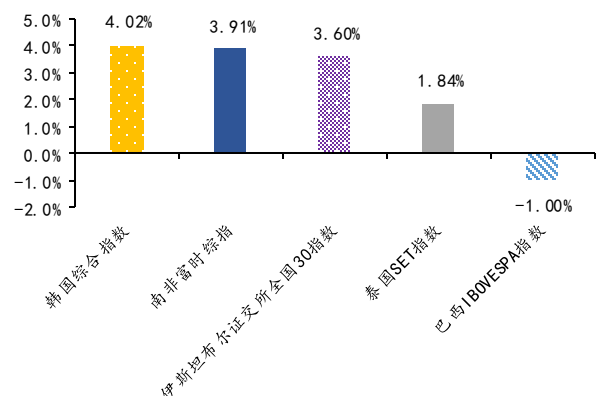
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨

发达国家股指全线上涨，新兴市场股指多数上涨。澳大利亚普通股指数、法国CAC40、纳斯达克指数、德国DAX和英国富时100领涨，分别上涨3.8%、3.7%、3.3%、3.2%和2.4%。韩国综合指数、南非富时综指、伊斯坦布尔证交所全国30指数和泰国SET指数分别上涨4.02%、3.91%、3.60%和1.84%，仅巴西IBOVESPA指数下跌，跌幅为1.00%。

图表35：当周，发达国家股指全线上涨



图表36：当周，新兴市场股指涨跌分化

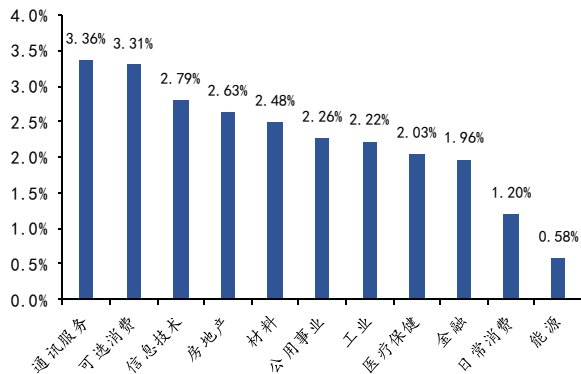


来源：Wind，国金证券研究所

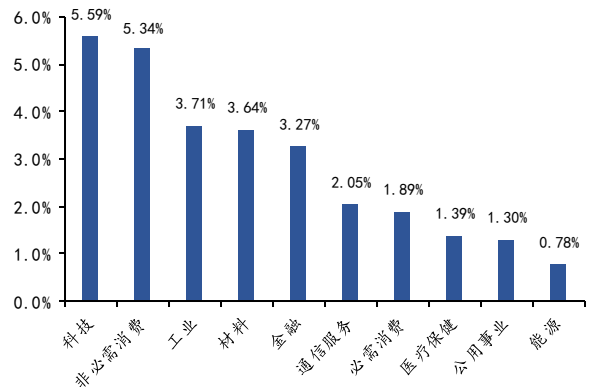
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看，本周美股行业全线上涨。其中通讯服务、可选消费、信息技术、房地产和材料领涨，分别上涨3.36%、3.31%、2.79%、2.63%和2.48%。从欧元区行业板块来看，本周欧元区行业悉数上涨。其中科技、非必需消费、工业、材料和金融领涨，分别上涨5.59%、5.34%、3.71%、3.64%和3.27%。

图表37: 当周, 美股行业全线上涨



图表38: 当周, 欧元区行业悉数上涨

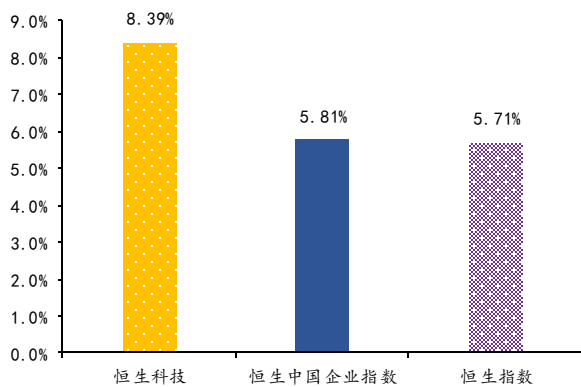


来源: Wind, 国金证券研究所

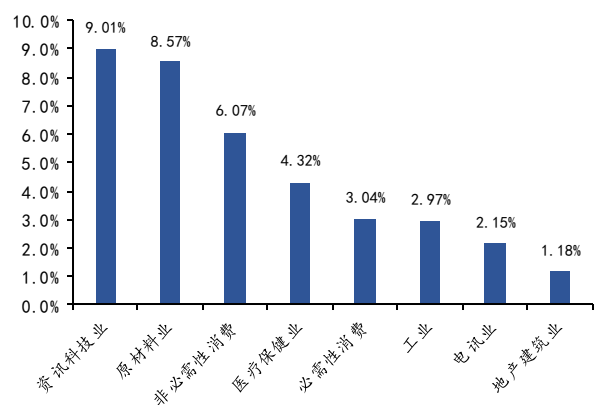
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数和分别上涨 8.39%、5.81%和 5.71%。行业方面, 恒生行业全线上涨, 其中资讯科技业、原材料业、非必需性消费、医疗保健业和必需性消费领涨, 分别上涨 9.01%、8.57%、6.07%、4.32%和 3.04%。

图表39: 当周, 恒生指数全线上涨



图表40: 当周, 恒生行业多数上涨



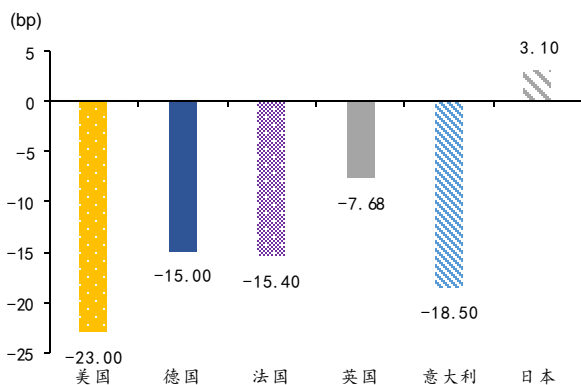
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

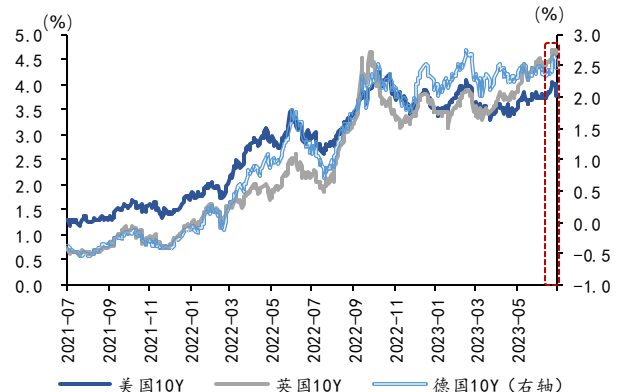
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率普遍下行

发达国家 10 年期国债收益率普遍下行。美国 10Y 国债收益率下行 23.00bp 至 3.83%，德国 10Y 国债收益率下行 15.00bp 至 2.47%；意大利、法国和英国 10Y 国债收益率分别下行 18.50bp、15.40bp 和 7.68bp，仅日本 10Y 国债收益率上行 3.10bp。

图表41: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行



图表42: 当周, 美德英 10Y 收益率均下行



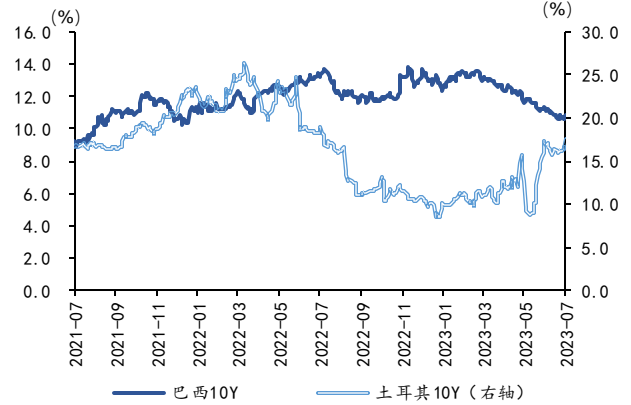
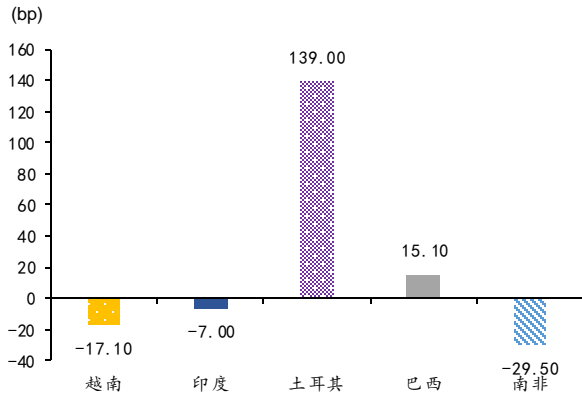
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率上行 139.00bp 至 17.61%，巴西 10Y 国债收益率上行 15.10bp 至 10.79%；印度、越南和南非 10Y 国债收益率分别下行 7.00bp、17.10bp 和 29.50bp。

图表43: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化

图表44: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行



来源: Wind, 国金证券研究所

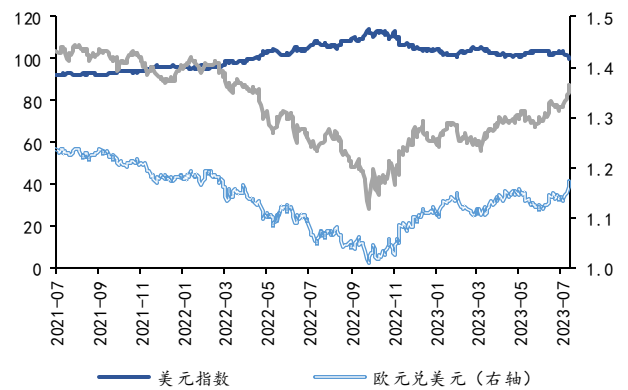
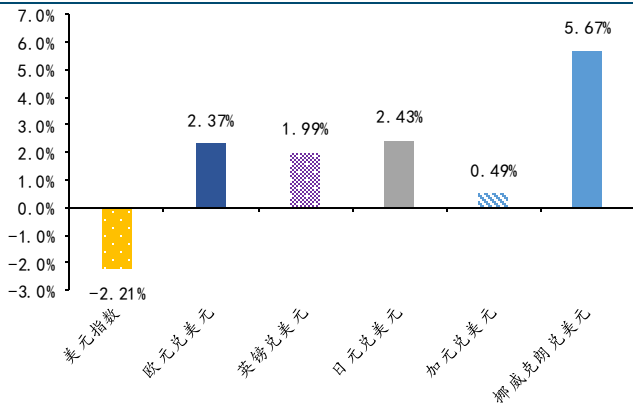
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值

美元指数走弱, 本周下跌 2.21% 至 99.9633。挪威克朗、日元、欧元、英镑和加元兑美元分别升值 5.67%、2.43%、2.37%、1.99% 和 0.49%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨, 菲律宾比索、韩元、雷亚尔和印度卢比兑美元分别升值 2.31%、2.31%、1.67% 和 1.13%, 仅土耳其里拉贬值 0.47%。

图表45: 当周, 美元指数下跌, 多数货币兑美元升值

图表46: 当周, 英镑、欧元兑美元均升值

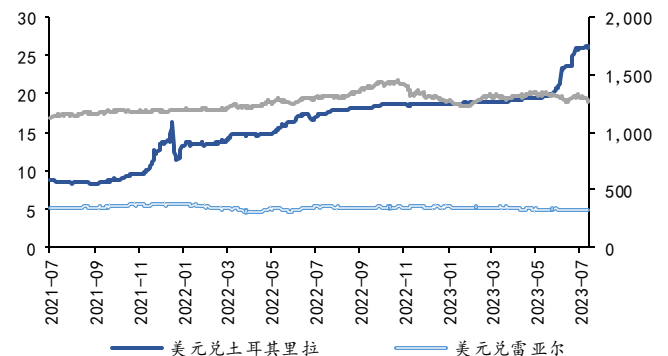
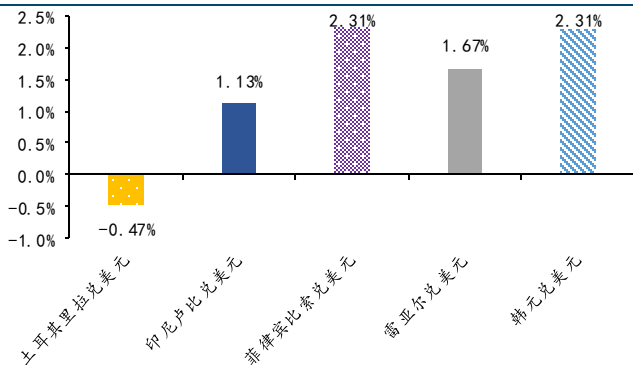


来源: Wind, 国金证券研究所

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上涨

图表48: 雷亚尔和韩元兑美元均升值, 土耳其里拉贬值

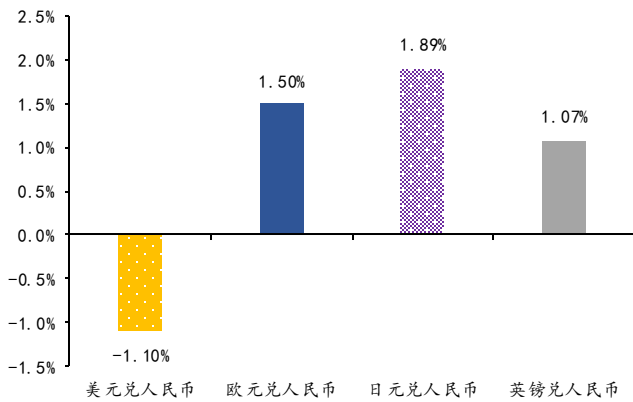


来源: Wind, 国金证券研究所

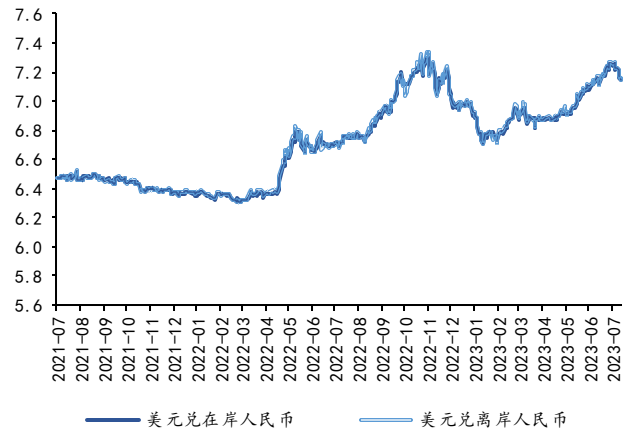
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元升值 1.10%，兑日元、欧元和英镑分别贬值 1.89%、1.50%和 1.07%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 792bp 至 7.1413，美元兑离岸人民币汇率较上周环比下行 742bp 至 7.1579。

图表49：当周，英镑和欧元兑人民币升值，美元贬值



图表50：当周，人民币兑美元升值



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、贵金属和有色价格均上涨，黑色和农产品涨跌分化

原油、贵金属和有色价格悉数上涨，黑色、农产品涨跌分化。其中，COMEX 银、LME 铝和玻璃领涨，分别上涨 8.16%、6.45%和 4.98%；仅生猪、豆油和沥青下跌，跌幅分别为 2.61%、0.50%和 0.23%。沙特俄罗斯兑现减产、利比亚第二大油田停产和尼日利亚港口关闭，叠加加息预期回落，短期油价偏强；美国通胀超预期降温、美元走弱，贵金属大幅反弹。

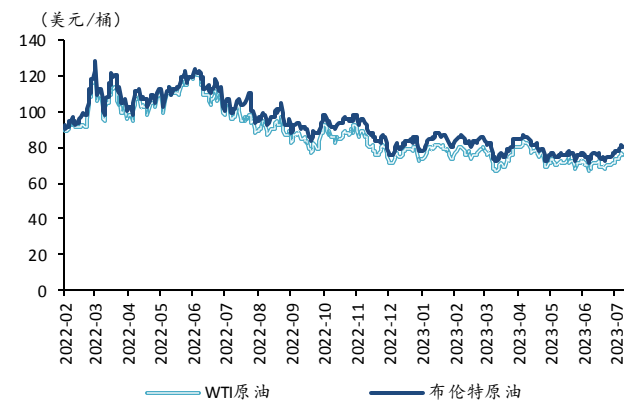
图表51：当周，商品价格走势多数上涨

类别	品种	2023-07-14	2023-07-07	2023-06-30	2023-06-23	2023-06-16
原油	WTI原油	2.11%	4.56%	2.14%	-3.65%	2.29%
	布伦特原油	1.78%	4.77%	1.42%	-3.60%	2.43%
贵金属	COMEX黄金	1.52%	0.82%	-0.57%	-1.85%	-0.16%
	COMEX银	8.16%	1.49%	-1.89%	-2.92%	-2.01%
有色	LME铜	4.26%	1.26%	-3.15%	-1.14%	2.18%
	LME铝	6.45%	-0.49%	-1.52%	-4.21%	0.18%
	LME镍	4.12%	2.10%	-3.69%	-9.64%	7.89%
	LME锌	3.77%	-1.07%	-0.21%	-4.34%	3.48%
黑色	玻璃	4.98%	1.66%	3.75%	-4.91%	-2.29%
	焦煤	0.00%	1.06%	8.29%	3.36%	16.88%
	沥青	-0.23%	2.34%	0.48%	0.59%	0.83%
	铁矿石	0.63%	-0.34%	1.21%	-1.14%	3.85%
	螺纹钢	1.82%	-0.70%	-0.93%	-2.63%	9.23%
农产品	生猪	-2.61%	2.15%	-7.40%	-1.45%	0.03%
	棉花	2.58%	0.34%	1.61%	-2.71%	-0.12%
	豆粕	1.65%	5.84%	-2.81%	4.17%	6.23%
	豆油	-0.50%	3.24%	1.62%	-1.47%	6.87%

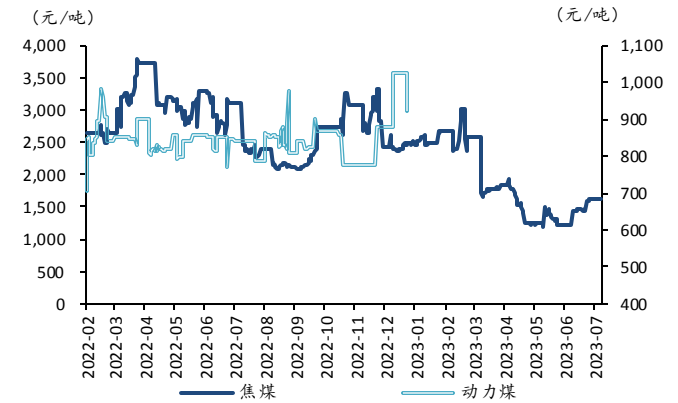
来源：Wind，国金证券研究所

原油价格均上涨，黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 2.11%至 70.64 美元/桶，布伦特原油价格上涨 1.78%至 74.90 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨，焦煤价格持平在 1617 元/吨；铁矿石和螺纹钢价格分别上涨 0.63%至 879 元/吨和 1.82%至 3750 元/吨，沥青下跌 0.23%至 3880 元/吨。

图表52: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



图表53: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格持平

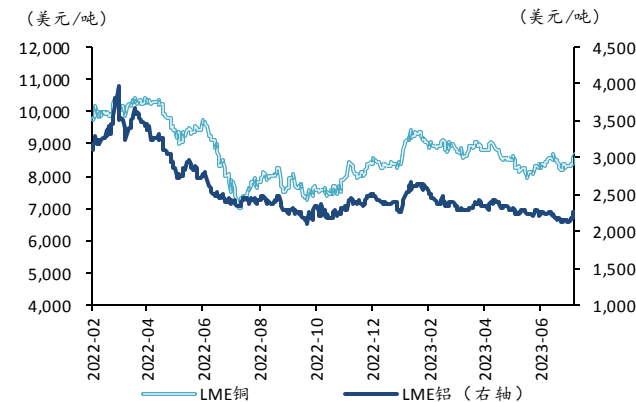


来源: Wind, 国金证券研究所

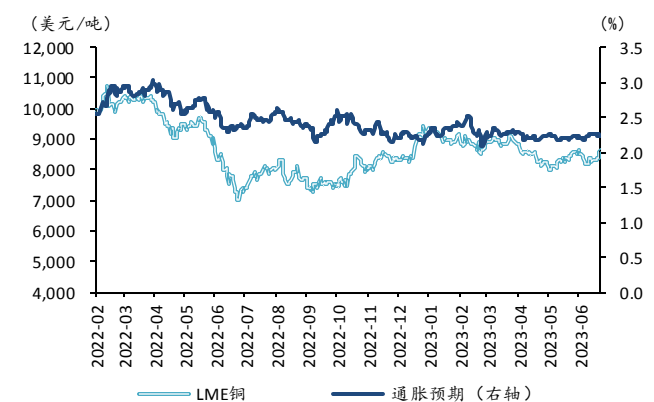
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格上涨, 贵金属价格均上涨。LME 铜上涨 4.26%至 8666 美元/吨, LME 铝上涨 6.45%至 2268 美元/吨。通胀预期从前值的 2.27%下降至 2.24%。COMEX 黄金上涨 1.52%至 1954.80 美元/盎司, COMEX 银上涨 8.16%至 24.98 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.79%降至 1.59%。

图表54: 当周, 铜铝价格上涨



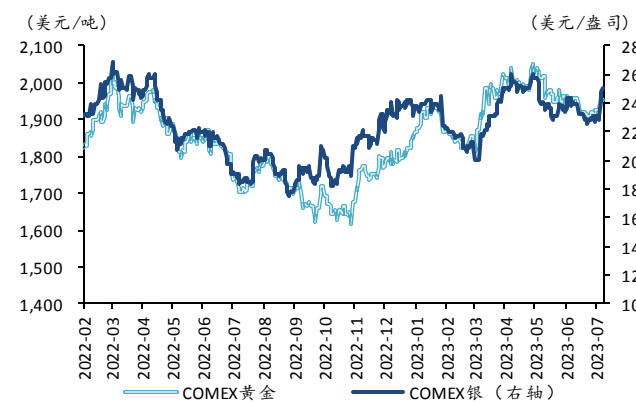
图表55: 当周, 通胀预期降温



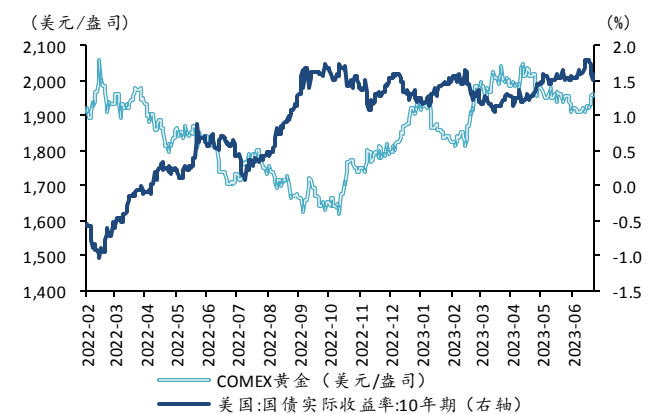
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 黄金、白银价格均上涨



图表57: 当周, 10Y 美债实际收益率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

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