

繁荣的顶点？商品市场的信号（二）

年初以来，大宗商品市场大幅震荡、“一波三折”，主导各阶段商品走势的核心逻辑如何变化、后续又将如何演绎？本文分析，可供参考。

➤ 一问：年初以来大宗商品的表现？整体大幅震荡、内部显著分化

年初以来，大宗商品价格大幅震荡，整体走势“一波三折”。1) 第一阶段上行期，年初至3月上旬，CRB现货指数上涨8.45%；2) 第二阶段震荡期，3月中旬至6月上旬，商品价格内部分化，CRB指数震荡上行1.40%；3) 第三阶段下行期，6月中旬至7月中旬，CRB指数下跌9.67%；4) 第四阶段反弹期，7月下旬以来，商品价格企稳反弹，CRB现货指数反弹2.15%。

不同商品间价格显著分化，其中能源价格与其他商品价格的分化尤为突出；黑色系国内外价差拉大，亦是体现。1) 能源与工业金属的分化，在原油与LME铜之间集中体现。年初以来，铜油比持续下行至68，创2009年以来新低；2) 国内保供稳价的推进、叠加俄乌冲突扰动，黑色系内外价差快速拉大，动力煤、螺纹钢内外价差，分别较年初走阔188美元/吨和88美元/吨。

➤ 二问：商品定价的核心逻辑？“滞胀交易”向“衰退交易”的逐步演绎

年初至6月上旬，“通胀加强 VS 经济走弱”、“疫情蔓延 VS 稳增长”的两大博弈，成为了定价焦点，俄乌冲突亦有明显扰动。1) 年初至3月上旬的上行期，需求回暖背景下滞胀交易延续、俄乌冲突下供给收缩的冲击、与部分商品低位库存的扰动，驱动商品普涨；2) 3月中旬至6月上旬的震荡期，“俄乌”长期化下，商品价格上涨预期仍在，同时海外衰退担忧也在升温。

6月中旬以来，投资者对“衰退”的担忧逐步升温，市场从“滞胀交易”向“衰退交易”逐步演绎，商品价格出现过一波快速下跌。1) 6月中旬至7月上旬的下行期，美、欧等海外主要经济体的PMI快速下行，引发的“衰退”担忧从股债市场向商品市场溢出；2) 7月中旬以来反弹期，受益于前期过快下跌后情绪修复；就业与零售的韧性，也使得“衰退”担忧阶段性降温。

➤ 三问：未来可能的演绎？重回基本面，但供需有别、结构分化依旧

情绪释放后，商品定价或重回供需基本面；海外经济进入“衰退”阶段的时点或在冬春之交，商品市场的“衰退交易”或将延续。近期，商品价格出现了一定超跌反弹；回溯历史，情绪快速释放后，商品价格多会经历阶段盘整，并在基本面明确后，重新回归供需驱动。无论经济切入“衰退”阶段对供需的影响，还是全球流动性收紧的背景，对商品价格均会形成一定压制。

供需结构的差异，或导致商品价格内部分化，一段时期内仍将延续。铜、铝等工业金属的全球消费量与全球经济紧密相关，原油近七成需求来自弱周期的交通运输，小麦等农产品需求则相对刚性。供给端因素，不同商品分类亦有所不同，或使得步入“衰退”阶段，商品价格内部分化仍将延续。能源与粮食供给约束最强，其中产油国增产幅度有限、粮食供给受疫后扰动偏紧。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、国内经济复苏不及预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、周度专题：繁荣的顶点？商品市场的信号（二） | 4 |
| 1.1、年初以来大宗商品的表演？整体大幅震荡、内部显著分化 | 4 |
| 1.2、商品定价的核心逻辑？“滞胀交易”向“衰退交易”的逐步演绎 | 5 |
| 1.3、未来可能的演绎？重回基本面，但供需有别、结构分化依旧 | 9 |
| 二、数据跟踪：发达国家股市普遍上涨，大宗商品价格多数反弹 | 11 |
| 2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨 | 11 |
| 2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化 | 13 |
| 2.3、外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元小幅升值 | 14 |
| 2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格多数上涨 | 15 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：年初以来商品指数的走势 | 4 |
| 图表 2：商品指数各阶段涨跌情况 | 4 |
| 图表 3：年初以来各类商品价格走势 | 4 |
| 图表 4：第二阶段，能源价格与其他商品显著分化 | 4 |
| 图表 5：近期，LME 铜与布伦特原油价格显著分化 | 5 |
| 图表 6：铜油比下行至 68，创 2009 年以来新低 | 5 |
| 图表 7：动力煤内外价差不断拉大 | 5 |
| 图表 8：螺纹钢内外价格走势也出现分歧 | 5 |
| 图表 9：俄罗斯与乌克兰主要商品出口占全球比重 | 6 |
| 图表 10：LME 铜、LME 铝库存均处于历史低位 | 6 |
| 图表 11：欧美通货膨胀率不断攀升 | 6 |
| 图表 12：4 月，IMF 大幅下调欧美经济预测 | 6 |
| 图表 13：3-6 月，WTI 原油的做多力量仍强 | 7 |
| 图表 14：3-4 月，全国新增确诊人数不断攀升 | 7 |
| 图表 15：6 月 8 日至 7 月 15 日，主要大类资产价格变动 | 7 |
| 图表 16：海外主要经济体 PMI 快速回落至荣枯线附近 | 8 |
| 图表 17：疫情后，股票市场与商品市场的联动加强 | 8 |
| 图表 18：本轮 LME 铜下跌的速度历史罕见 | 8 |
| 图表 19：近期，市场情绪有所修复 | 8 |
| 图表 20：美国就业数据仍非常强劲 | 8 |
| 图表 21：美国商业零售销售同比仍处高位 | 8 |
| 图表 22：商品价格变动与 GDP 增速相关性较高 | 9 |
| 图表 23：原油供需缺口与油价走势相关 | 9 |
| 图表 24：LME 铜价与精炼铜消费需求较为相关 | 9 |
| 图表 25：历轮 CRB 指数下跌的表现 | 9 |
| 图表 26：从 PMI 新订单看，本轮衰退或始于冬春之交 | 10 |
| 图表 27：美国经济衰退概率仍在不断升温 | 10 |
| 图表 28：历轮衰退期，商品下跌的持续时长与深度 | 10 |
| 图表 29：主要经济体 M2 与 CRB 商品走势相关 | 10 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 30: 美欧石油消费量仍未恢复至疫情前水平..... | 10 |
| 图表 31: 2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低..... | 10 |
| 图表 32: 拉尼娜影响下, 南美主要产粮国产量下滑..... | 11 |
| 图表 33: 供需缺口驱动了近年来小麦价格的上行..... | 11 |
| 图表 34: 本周, 发达国家股指普遍上涨..... | 12 |
| 图表 35: 本周, 新兴市场股指普遍上涨..... | 12 |
| 图表 36: 本周, 美股行业普遍上涨..... | 12 |
| 图表 37: 本周, 欧元区行业多数上涨..... | 12 |
| 图表 38: 本周, 香港市场小幅调整..... | 13 |
| 图表 39: 本周, 恒生行业多数下跌..... | 13 |
| 图表 40: 主要发达国家 10 年期国债收益率多数上行..... | 13 |
| 图表 41: 本周, 美德 10 年期利率上行, 英国下行..... | 13 |
| 图表 42: 新兴市场国家 10 年期国债收益率普遍下行..... | 14 |
| 图表 43: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率下行..... | 14 |
| 图表 44: 本周, 美元指数走弱..... | 14 |
| 图表 45: 本周, 欧元、英镑兑美元升值..... | 14 |
| 图表 46: 本周, 主要新兴市场兑美元多数升值..... | 14 |
| 图表 47: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元分化..... | 14 |
| 图表 48: 本周, 人民币兑欧元、英镑贬值..... | 15 |
| 图表 49: 本周, 美元兑人民币贬值..... | 15 |
| 图表 50: 本周, 大宗商品价格走势各异..... | 15 |
| 图表 51: 本周, WTI 原油、布伦特原油价格上涨..... | 16 |
| 图表 52: 本周, 焦煤、动力煤价格下跌..... | 16 |
| 图表 53: 本周, 铜铝价格上涨..... | 16 |
| 图表 54: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回落..... | 16 |
| 图表 55: 本周, 贵金属价格上涨..... | 16 |
| 图表 56: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率持平..... | 16 |

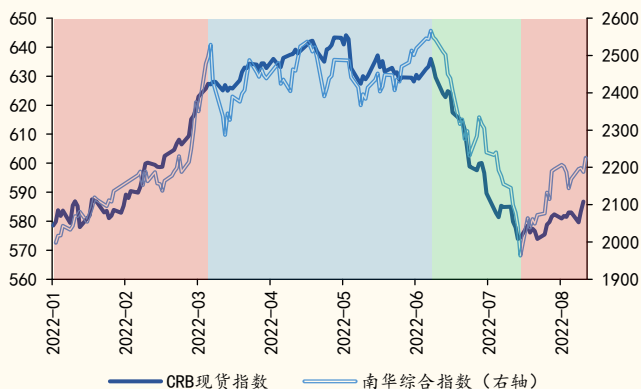
一、周度专题：繁荣的顶点？商品市场的信号（二）

年初以来，大宗商品市场大幅震荡，“一波三折”，主导各阶段商品走势的核心逻辑如何变化、后续又将如何演绎？本文分析，可供参考。

1.1、年初以来大宗商品的表現？整体大幅震荡、内部显著分化

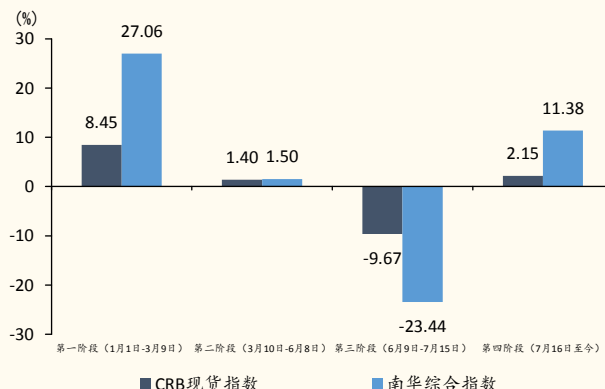
年初以来，大宗商品价格大幅震荡，整体走势“一波三折”。整体而言，可以划分为四个阶段：1) 第一阶段，年初至3月上旬，商品价格持续上涨，CRB现货指数上涨8.45%；2) 第二阶段，3月中旬至6月上旬，商品价格内部分化，CRB现货指数震荡上行1.40%；3) 第三阶段，6月中旬至7月中旬，各品类商品快速回调，CRB现货指数下跌9.67%；4) 第四阶段，7月下旬以来，商品价格企稳反弹，CRB现货指数与南华商品指数分别反弹2.15%和11.38%。

图表 1：年初以来商品指数的走势



来源：Wind，国金证券研究所

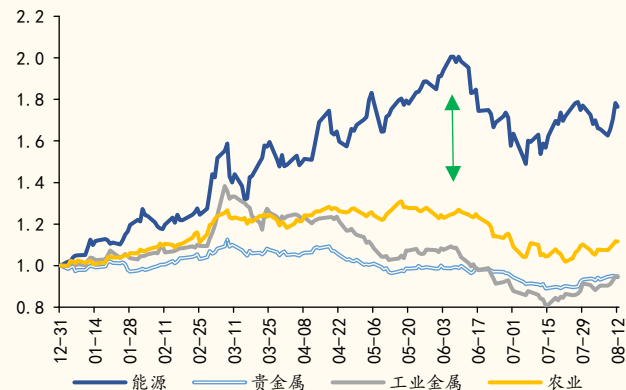
图表 2：商品指数各阶段涨跌情况



来源：Wind，国金证券研究所

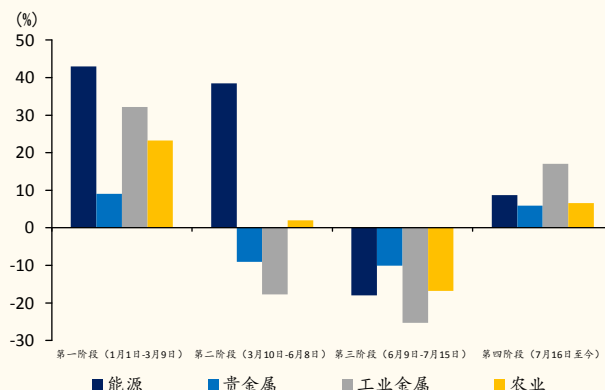
分品类来看，不同商品的价格显著分化，其中能源价格与其他商品价格的分化尤为突出。商品间的分化行情，在第二阶段最为明显；3月10日至6月8日间，工业金属、贵金属分别下跌17.76%和9.04%，而能源与农业则分别上涨了38.43%和2.03%。能源商品与工业金属的分化，在原油与LME铜之间有明显表现。年初以来，“铜油比”持续下行，7月19日为68，创2009年以来新低。

图表 3：年初以来各类商品价格走势



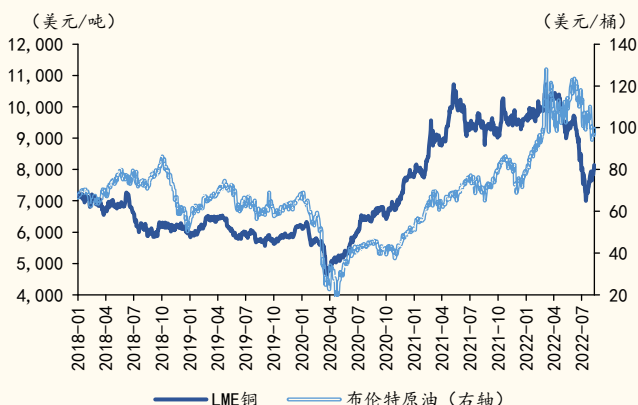
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 4：第二阶段，能源价格与其他商品显著分化



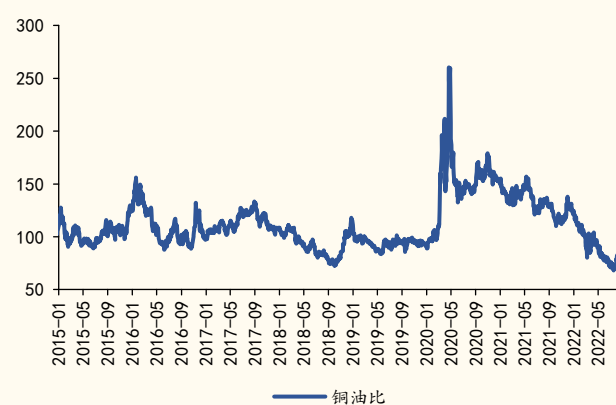
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5: 近期, LME 铜与布伦特原油价格显著分化



来源: Wind, 国金证券研究所

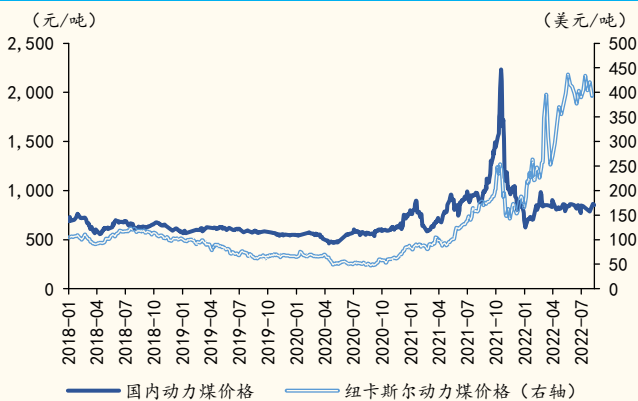
图表 6: 铜油比下行至 68, 创 2009 年以来新低



来源: Wind, 国金证券研究所

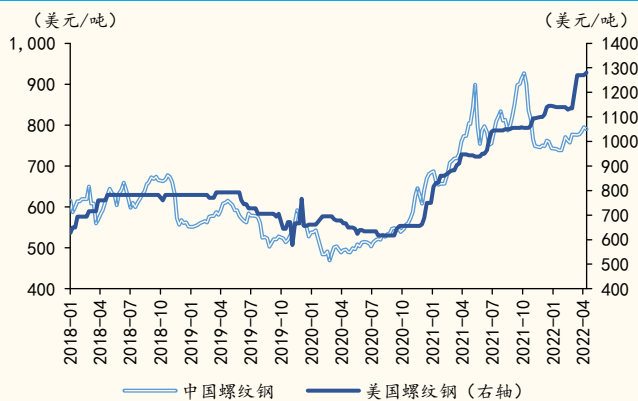
分国别来看, 年初以来黑色系商品, 国内外价差不断拉大。随着国内保供稳价政策的推进, 叠加海外“俄乌冲突”的供给侧扰动, 动力煤、螺纹钢等黑色系商品, 国内外价差均进一步拉大。其中, 动力煤的国内外价差, 由年初的 77.19 美元/吨快速走阔至 8 月的 265.08 美元/吨; 螺纹钢的国内外价差, 也由年初的 402 美元/吨进一步走阔至 490 美元/吨, 价差进一步拉大 88 美元/吨。

图表 7: 动力煤内外价差不断拉大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 螺纹钢内外价格走势也出现分歧

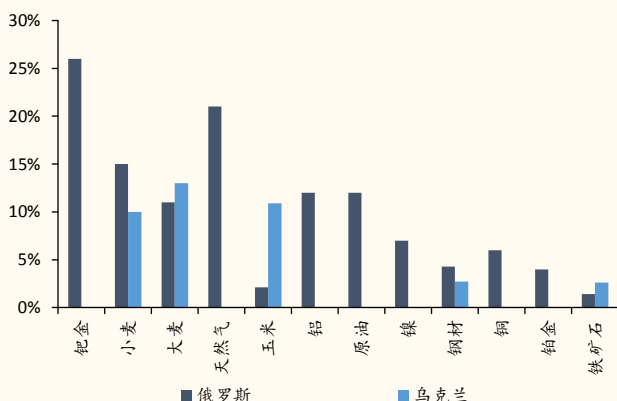


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、商品定价的核心逻辑? “滞胀交易”向“衰退交易”的逐步演绎

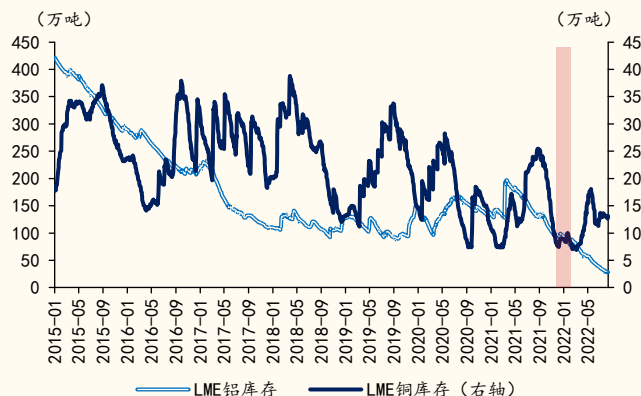
第一阶段的上行期, “滞胀交易”逻辑延续, “俄乌冲突”则进一步加剧了供给收缩的恐慌。年初至 3 月上旬, 两方面因素驱动了商品价格的普涨: 1) “俄乌冲突”的供给扰动, 俄、乌是部分商品的主要出口国, 其中小麦、天然气、铝、原油、钢材、铜出口占比分别高达 24%、21%、12%、12%、7%、6%; 2) 库存去化后, 铜铝等部分商品库存处于历史低位, 加剧了供给端冲击的影响。

图表 9: 俄罗斯与乌克兰主要商品出口占全球比重



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: LME 铜、LME 铝库存均处于历史低位

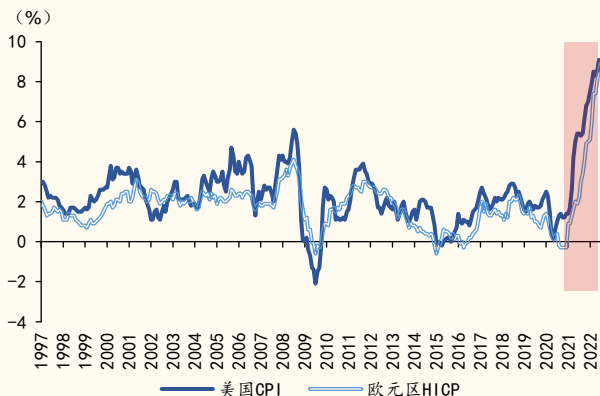


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

第二阶段震荡期，“通胀加强 VS 经济走弱”、“疫情蔓延 VS 稳增长”的两大博弈，成为了定价焦点，导致了商品价格整体的剧烈震荡，与内部严重的分化。

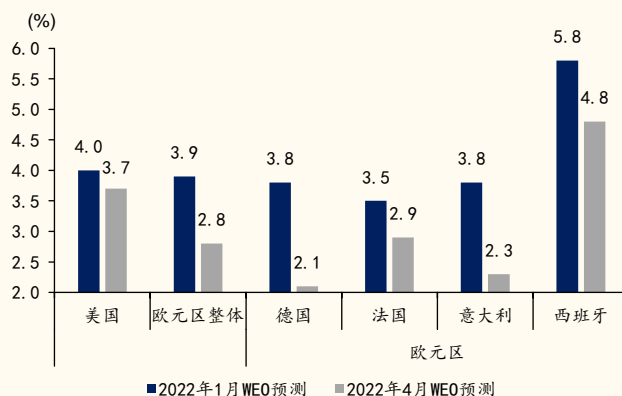
1) “俄乌冲突”后，部分商品供需偏紧的预期仍在，WTI 原油的做空力量在 3 月-6 月间快速走强；欧美通胀的持续攀升，也导致通胀预期与商品价格互为强化。与此同时，IMF 大幅下调欧美经济体 2022 年经济预期，衰退担忧明显升温。2) 国内疫情的蔓延引发对国内需求走弱的担忧，黑色系价格受到显著冲击。

图表 11: 欧美通货膨胀率不断攀升



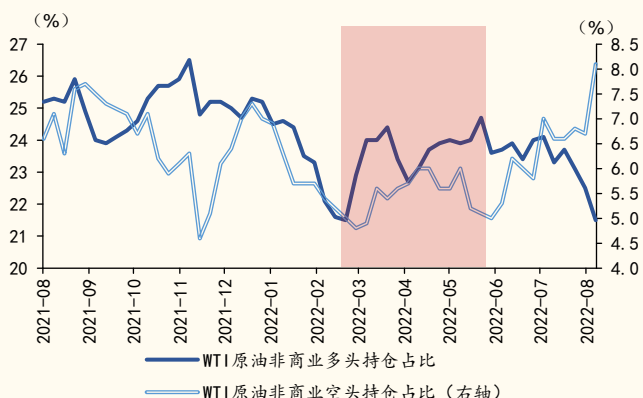
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 4 月, IMF 大幅下调欧美经济预测



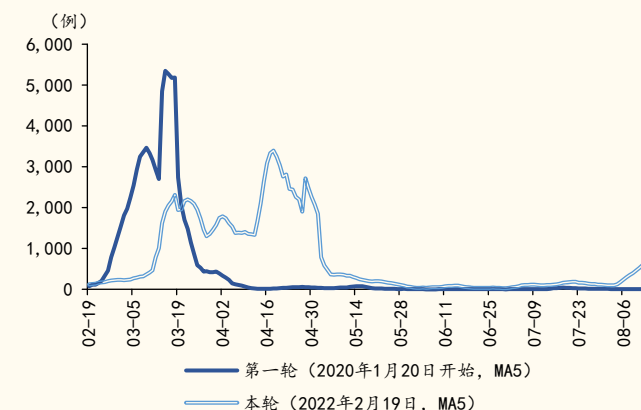
来源: IMF, 国金证券研究所

图表 13: 3-6 月, WTI 原油的做多力量仍强



来源: Wind, 国金证券研究所

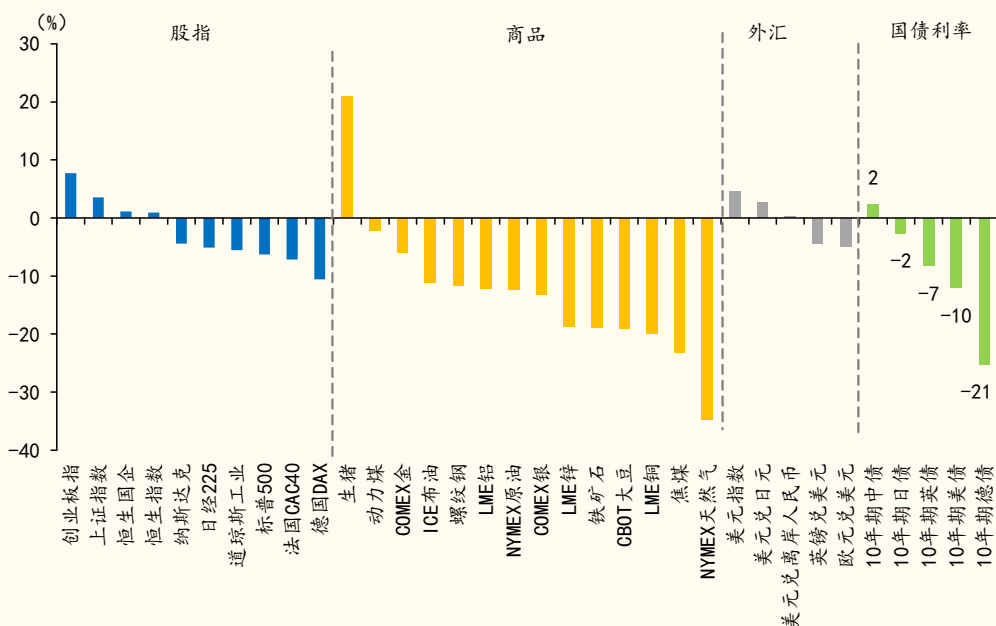
图表 14: 3-4 月, 全国新增确诊人数不断攀升



来源: Wind, 国金证券研究所

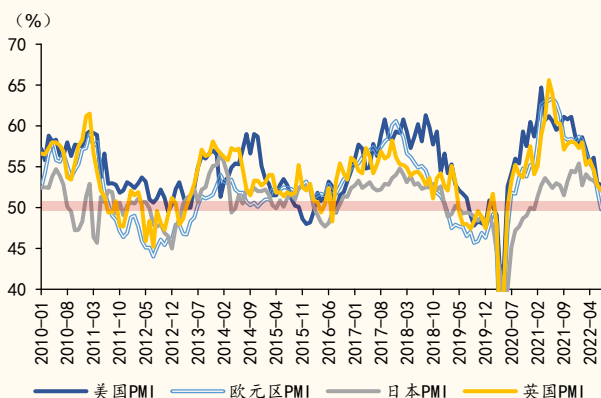
第三阶段下行期, 投资者对“衰退”的担忧逐步升温, 市场从“滞胀交易”向“衰退交易”逐步演绎, 全球大宗商品普遍下跌。6 月, 美国、欧洲、英国等发达经济体的制造业 PMI 分别下行 3.1、2.5 和 1.8, 均回落至 53 以下。经济前瞻指标的快速下行, 引发市场对“衰退”担忧的加剧。与此同时, 过去几年的全球大放水, 导致各类资产的金融属性显著提升、以及市场间联动性增强。流动性的长期过剩, 使大宗商品的金融属性显著提高。“衰退”担忧快速从股票市场向商品市场溢出, 导致 6 月 8 日至 7 月 15 日全球大类资产价格普遍下跌。

图表 15: 6 月 8 日至 7 月 15 日, 主要大类资产价格变动



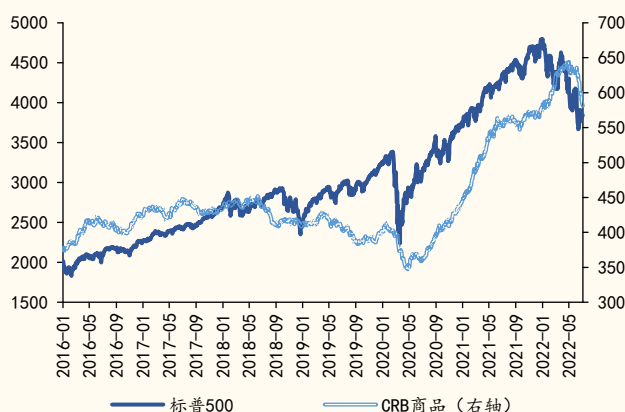
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 海外主要经济体 PMI 快速回落至荣枯线附近



来源: Wind, 国金证券研究所

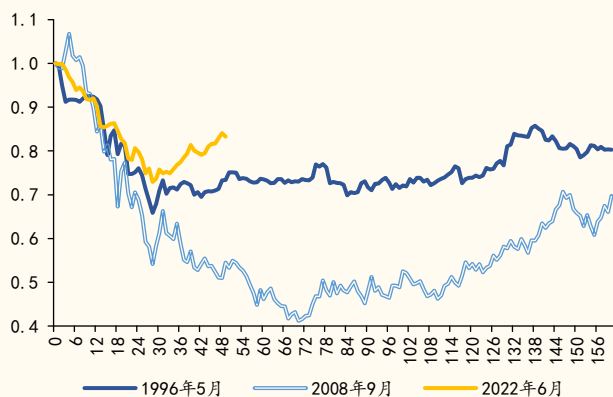
图表 17: 疫情后, 股票市场与商品市场的联动加强



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

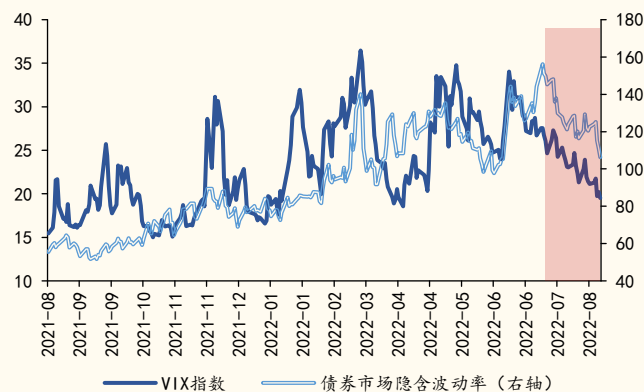
第四阶段反弹期, 前期商品价格过快下跌后, 市场情绪有所修复; 同时, 就业韧性仍强, 美国商业零售销售仍居高位, 市场衰退担忧有所缓和。以 LME 铜为例, 6 月 8 日至 7 月 15 日, 铜价在 27 个交易日大幅下跌 27.1%, 历史上, 仅 1996 年 5 月、2008 年 9 月有过相近速度的下跌; 这两轮下跌后, 铜价均阶段性盘整。本轮中, 市场情绪修复下, 铜价再次超跌反弹。同时, 7 月美国非农新增就业 53 万人, 远超市场预期的 25 万人; 红皮书商业零售销售也在 7 月 30 日升至 15.5%, 就业与零售数据较强的韧性, 也使得市场衰退担忧有所缓和。

图表 18: 本轮 LME 铜下跌的速度历史罕见



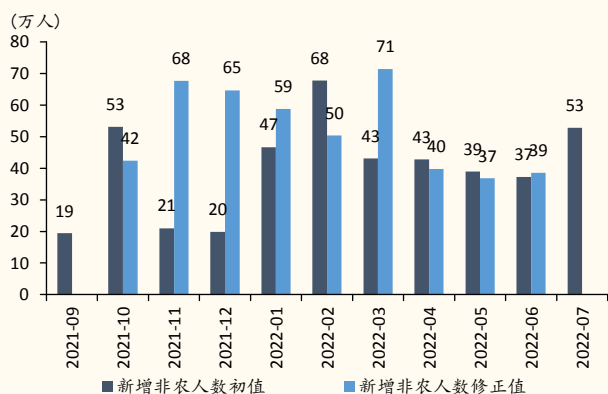
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 近期, 市场情绪有所修复



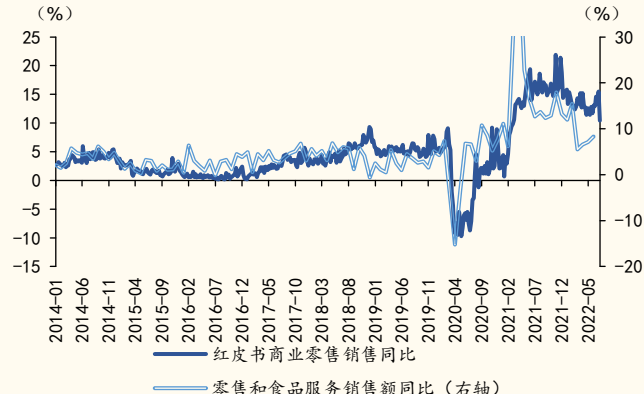
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 20: 美国就业数据仍非常强劲



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 美国商业零售销售同比仍处高位

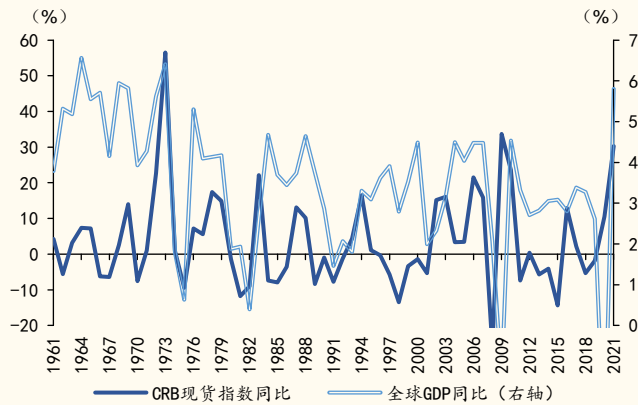


来源: Wind, 国金证券研究所

1.3、未来可能的演绎？重回基本面，但供需有别、结构分化依旧

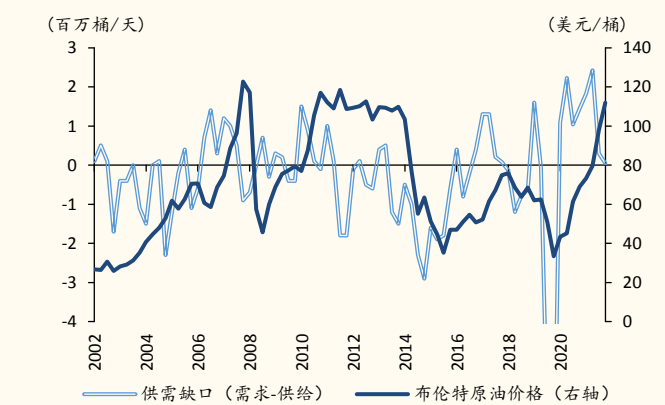
情绪释放后，商品定价或重回供需基本面。历史回溯来看，商品价格主要取决于供需变化。大宗商品的整体走势上，CRB 现货指数与全球 GDP 增速的相关性较高；分品类来看，无论是布伦特原油与原油消费的供需缺口、还是 LME 铜与全球精炼铜的消费需求，均有着较强的相关性，供需面也是各细分品种定价的驱动力。近期，商品价格出现了一定超跌反弹；回溯历史，情绪快速释放后，商品价格多会经历阶段盘整，并在基本面信号明确后，重新回归供需驱动。

图表 22：商品价格变动与 GDP 增速相关性较高



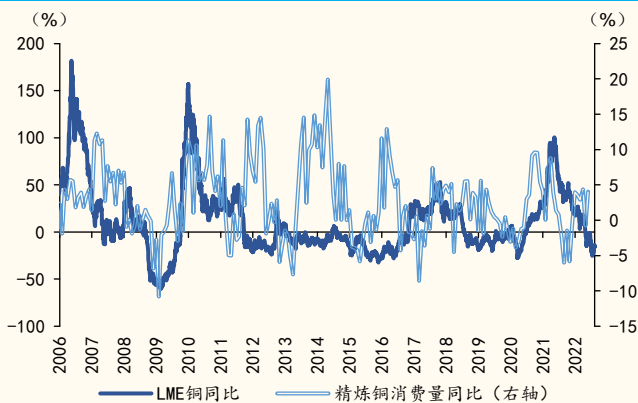
来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：原油供需缺口与油价走势相关



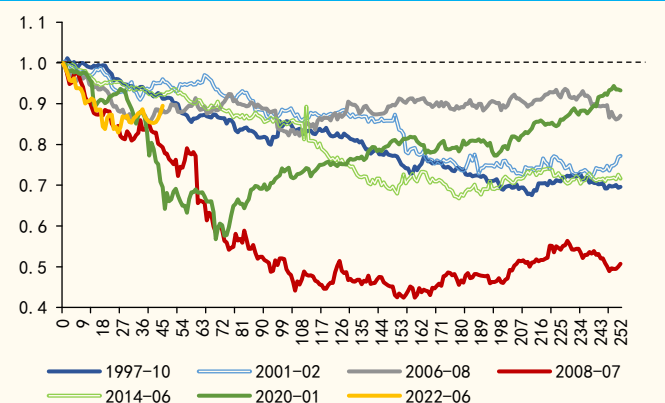
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：LME 铜价与精炼铜消费需求较为相关



来源：Wind，国金证券研究所

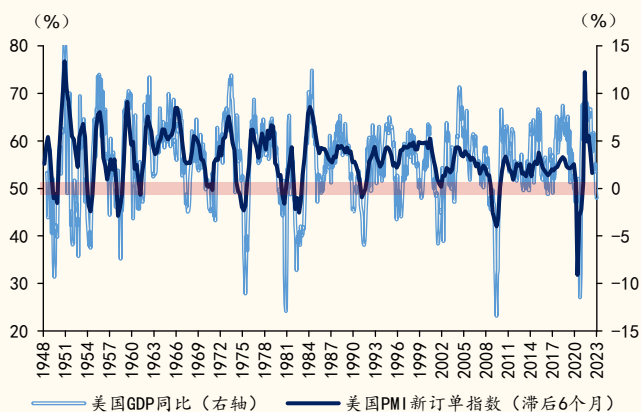
图表 25：历轮 CRB 指数下跌的表现



来源：Wind，国金证券研究所

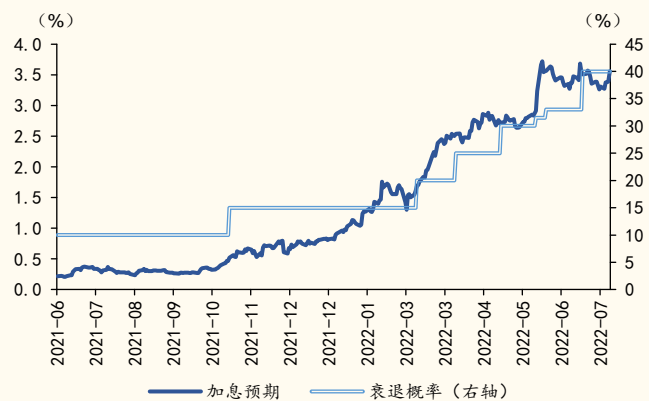
海外经济进入“衰退”阶段的时点或在冬春之交，商品市场的“衰退交易”或将延续。历史经验显示，制造业 PMI 新订单指数一般领先于经济走势 2-4 个季度；3 月以来，美国制造业 PMI 新订单指数明显回落，截至 7 月已回落至 48.0%，连续两个月位于荣枯线以下，这指向美国经济步入“衰退”的时点或在今年底至明年初。长期而言，无论是经济切入“衰退”阶段对供需的影响，还是高通胀下、全球流动性收紧的背景，对大宗商品的价格走势均会形成一定压制。

图表 26: 从 PMI 新订单看, 本轮衰退或始于冬春之交



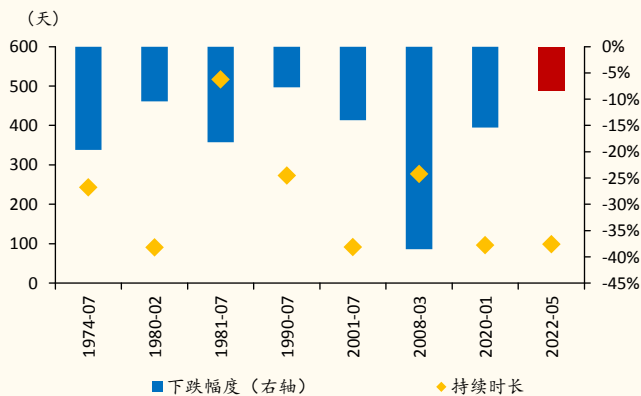
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 美国经济衰退概率仍在不断升温



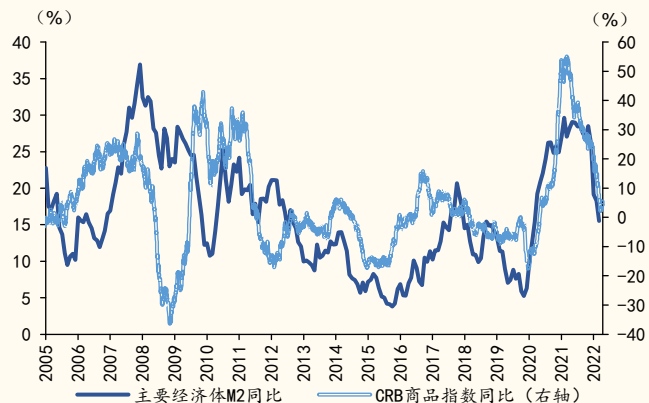
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 28: 历轮衰退期, 商品下跌的持续时长与深度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

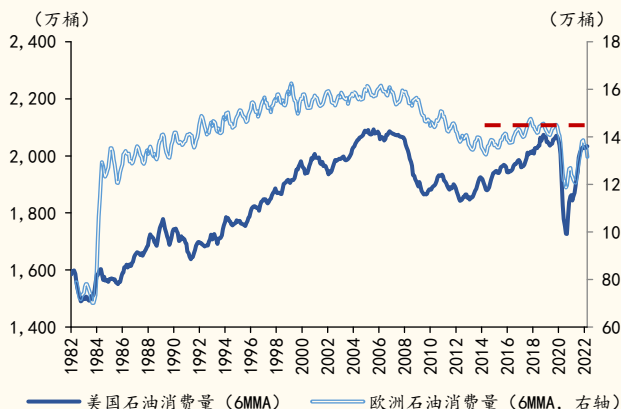
图表 29: 主要经济体 M2 与 CRB 商品走势相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

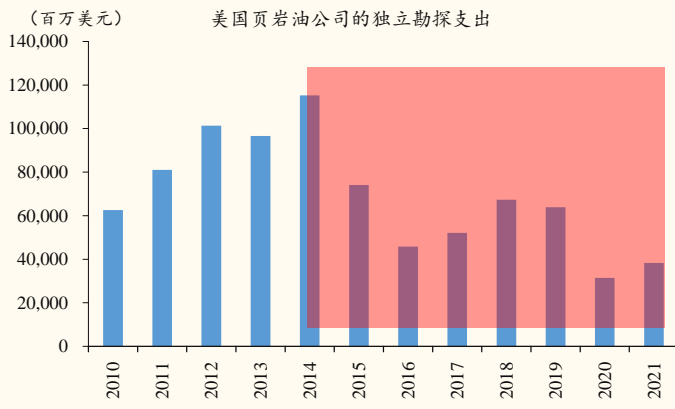
商品各品类间供需结构的差异, 或导致大宗商品价格的内部分化仍在。不同商品需求受经济衰退的影响不一, 历史回溯来看, 1996 年至今, 铜、铝等工业金属的全球消费量与全球 GDP 同比增速有一定相关性, 而小麦等农产品的需求则相对刚性; 同时, 原油高达 67% 的交运需求对经济周期的敏感性也相对较弱。工业金属与能源、农产品需求刚性的差异, 叠加油气、部分农产品仍偏紧的供给, 或将导致未来工业金属、能源、农产品等商品价格走势, 出现明显分化。

图表 30: 美欧石油消费量仍未恢复至疫情前水平



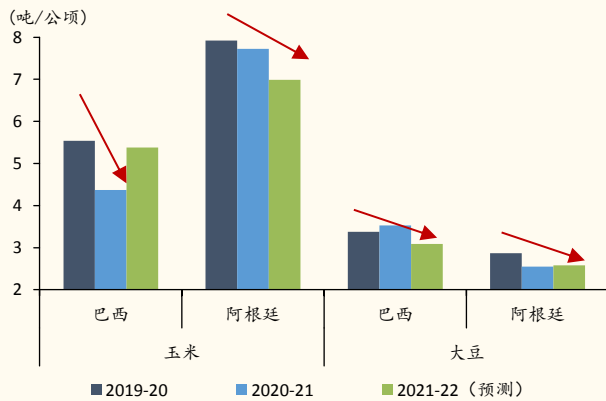
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低



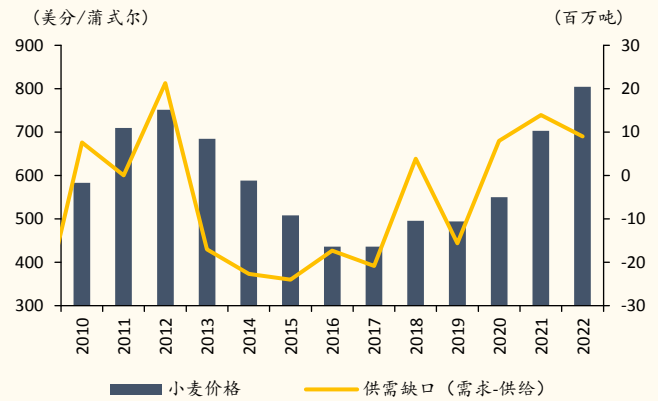
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 32: 拉尼娜影响下, 南美主要产粮国产量下滑



来源: Conab, 国金证券研究所

图表 33: 供需缺口驱动了近年来小麦价格的上行



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

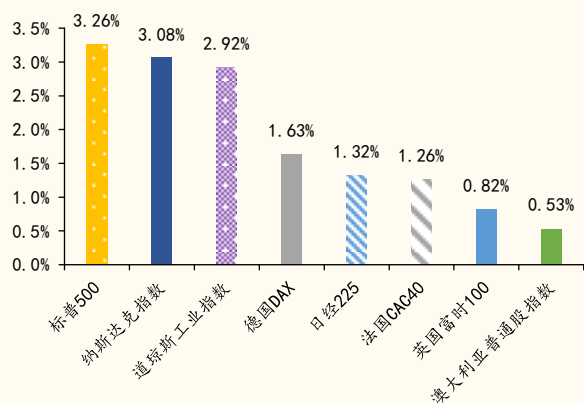
- 1) 年初以来, 大宗商品价格大幅震荡, 整体走势“一波三折”。1) 第一阶段上行期, 年初至 3 月上旬; 2) 第二阶段震荡期, 3 月中旬至 6 月上旬; 3) 第三阶段下行期, 6 月中旬至 7 月中旬; 4) 第四阶段反弹期, 7 月下旬以来。不同商品间价格显著分化, 其中能源价格与其他商品价格的分化尤为突出; 黑色系国内外价差拉大, 亦是体现。
- 2) 1) 上行期, 需求回暖背景下滞胀交易延续、俄乌冲突下供给收缩的冲击、与部分商品低位库存的扰动, 驱动商品普涨; 2) 震荡期, 商品价格上涨预期仍在, 同时海外衰退担忧也在升温; 3) 下行期, 海外经济体 PMI 快速下行, 引发的衰退担忧从股债市场向商品溢出; 4) 反弹期, 受益于前期过快下跌后的市场情绪修复; 就业与零售的韧性, 也使衰退担忧阶段性降温。
- 3) 情绪释放后, 商品定价或重回供需基本面。近期, 商品价格出现了一定超跌反弹; 回溯历史, 情绪快速释放后, 商品价格多会经历阶段盘整, 并在基本面明确后, 重新回归供需驱动。海外经济进入“衰退”阶段的时点或在冬春之交, 商品市场的“衰退交易”或将延续。结构上来看, 供需结构的差异, 或导致商品价格内部分化, 一段时期内仍将延续。

二、数据跟踪: 发达国家股市普遍上涨, 大宗商品价格多数反弹

2.1、权益市场追踪: 全球资本市场普遍上涨

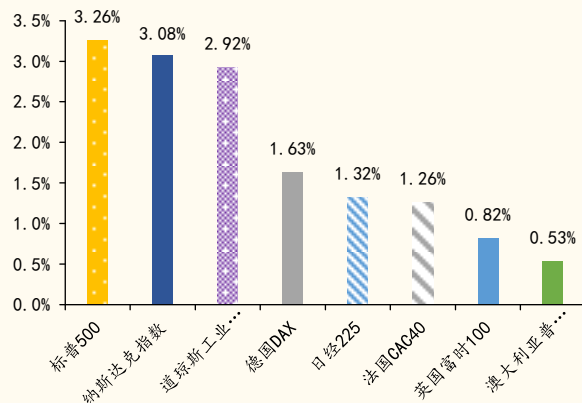
发达国家股指和新兴市场股指均普遍上涨。标普 500、纳斯达克指数、道琼斯工业指数、德国 DAX、日经 225、法国 CAC40、英国富时 100 和澳大利亚普通股指数和和分别上涨 3.26%、3.08%、2.92%、1.63%、1.32%、1.26%、0.82%、0.53%。巴西 IBOVESPA 指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、俄罗斯 RTS、南非富时综指、韩国综合指数、泰国 SET 指数分别上涨 5.91%、4.42%、4.10%、1.74%、1.49%和 1.32%。

图表 34: 本周, 发达国家股指普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

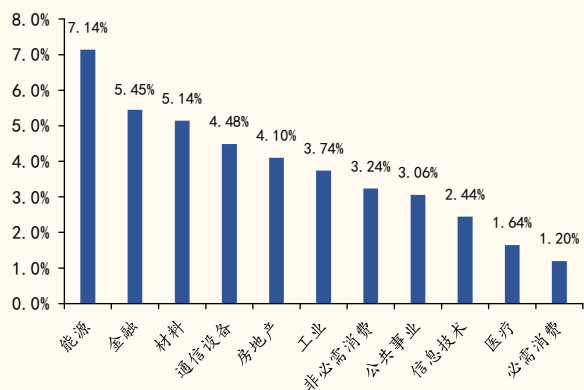
图表 35: 本周, 新兴市场股指普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

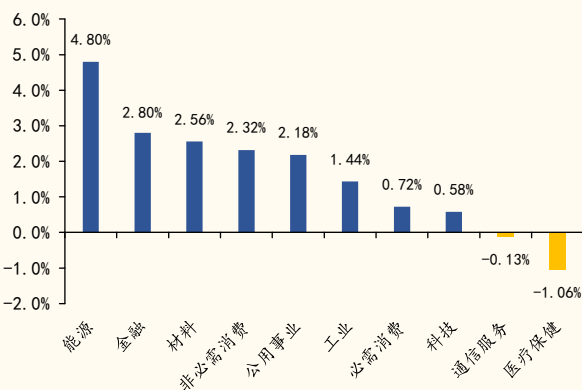
美国各行业普遍上涨, 能源和金融板块领涨; 欧元区行业多数上涨, 通信、医疗板块相对弱势。从美国标普 500 的行业涨幅来看, 本周美股行业普遍上涨。其中能源、金融和材料领涨, 分别上涨 7.14%、5.45%、5.14%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业涨跌互现。其中能源、金融和材料领涨, 分别上涨 4.80%、2.80%和 2.56%; 医疗保健和通信服务领跌, 分别下跌 1.06%和 0.13%。

图表 36: 本周, 美股行业普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

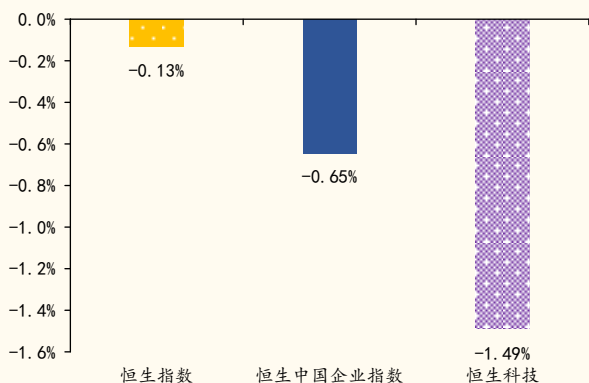
图表 37: 本周, 欧元区行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

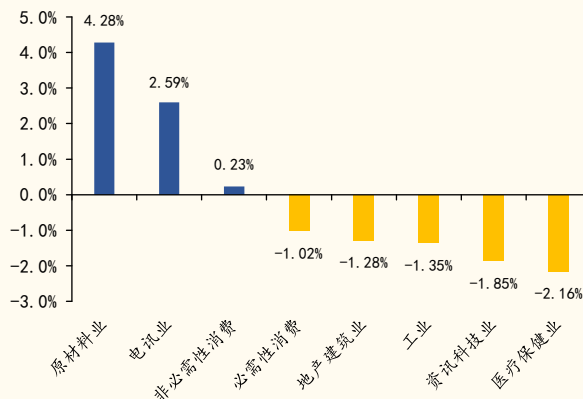
香港市场小幅回调, 恒生行业多数下跌。恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技分别下跌 0.13%、0.65%和 1.49%。行业方面, 恒生行业多数下跌, 原材料业、电讯业、非必需性消费领涨, 分别上涨 4.28%、2.59%和 0.23%; 医疗保健业、资讯科技业、工业领跌, 分别下跌 2.16%、1.85%、1.35%。

图表 38: 本周, 香港市场小幅调整



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 本周, 恒生行业多数下跌

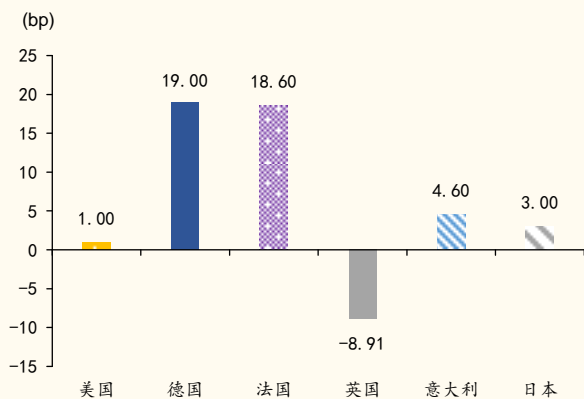


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率走势分化

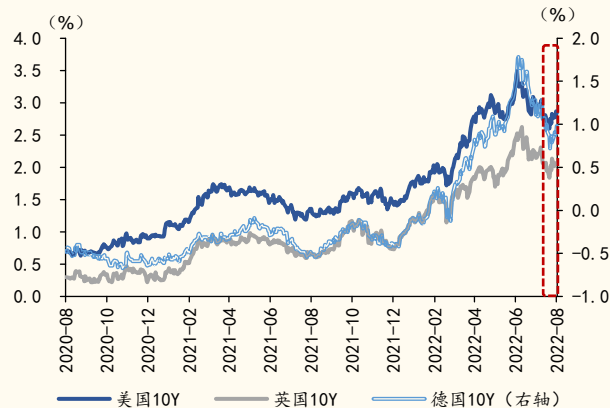
发达国家 10 年期国债收益率多数上行, 英国收益率下行。其中, 美国 10 年期国债收益率上行 1.0bp 至 2.84%, 德国和日本 10 年期国债收益率分别上行 19.0bp、3.0bp 至 0.98%和 0.20%。法国和意大利 10 年期国债收益率分别上行 18.6bp 和 4.6bp; 英国 10 年期国债收益率下行 8.9bp。

图表 40: 主要发达国家 10 年期国债收益率多数上行



来源: Wind, 国金证券研究所

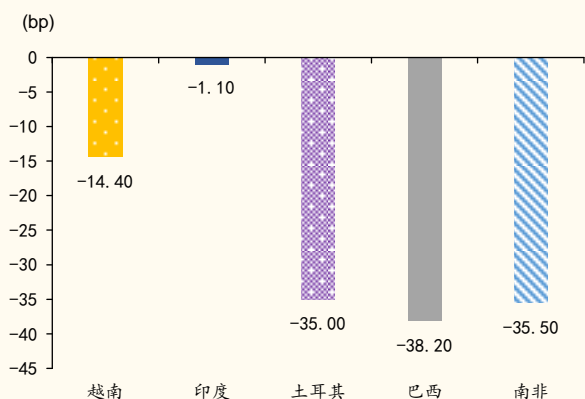
图表 41: 本周, 美德 10 年期利率上行, 英国下行



来源: Wind, 国金证券研究所

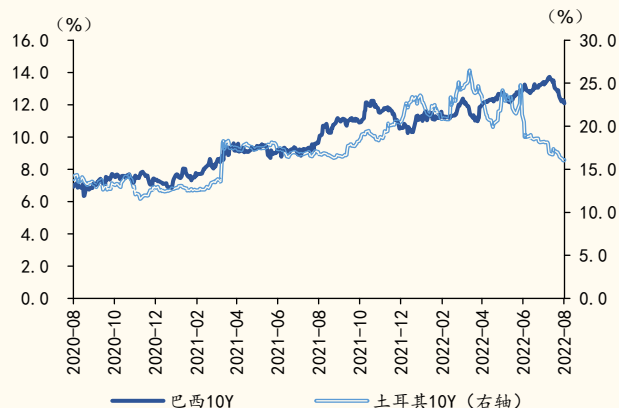
新兴市场 10 年期国债收益率普遍下行。越南、印度、南非 10 年期国债收益率分别下行 14.40bp、1.10bp、35.50bp。土耳其 10 年期国债收益率下行 35.00bp 至 16.10%, 巴西 10 年期国债收益率下行 38.20bp 至 12.08%。

图表 42: 新兴市场国家 10 年期国债收益率普遍下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率下行

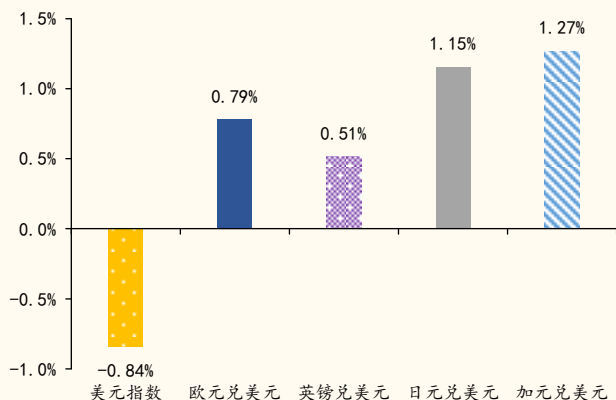


来源: Wind, 国金证券研究所

2.3、外汇市场追踪: 美元指数走弱, 人民币兑美元小幅升值

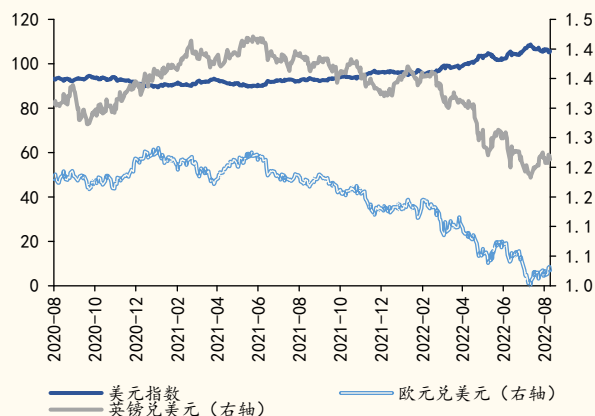
美元指数走弱, 欧元、英镑、日元兑美元升值。美元指数走弱, 欧元、英镑和日元兑美元分别升值 0.79%、0.51%和 1.15%。土耳其里拉、菲律宾比索兑美元分别贬值 0.11%、0.44%; 印尼卢比、雷亚尔和韩元兑美元分别升值 1.87%、1.75%和 0.10%。

图表 44: 本周, 美元指数走弱



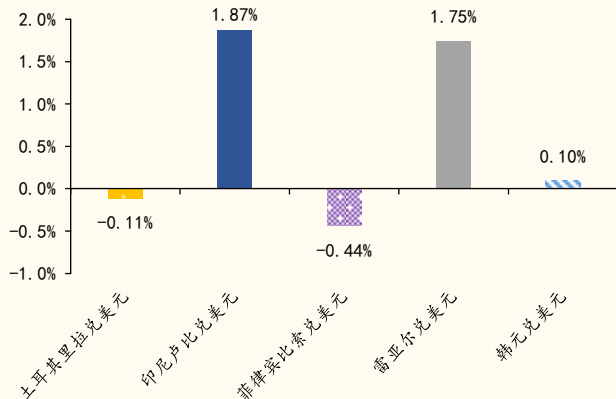
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 本周, 欧元、英镑兑美元升值



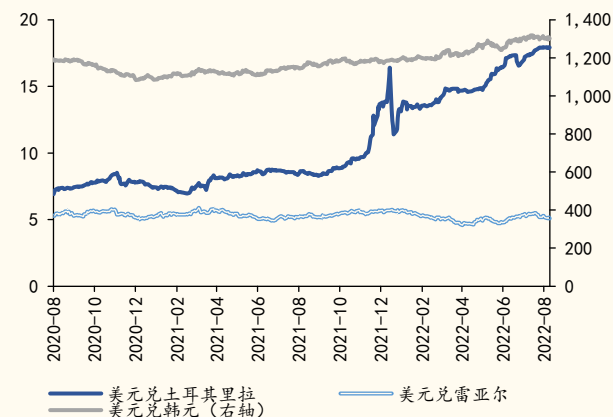
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 本周, 主要新兴市场兑美元多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

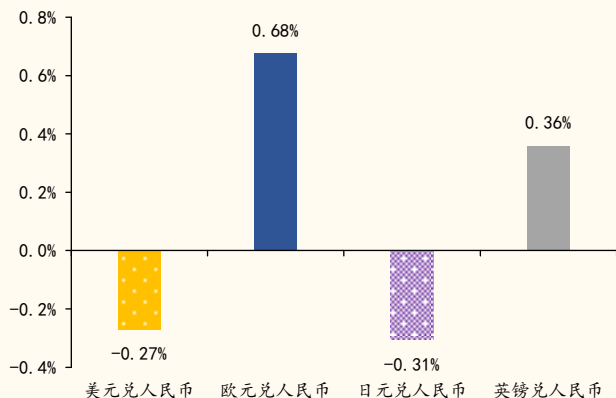
图表 47: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元分化



来源: Wind, 国金证券研究所

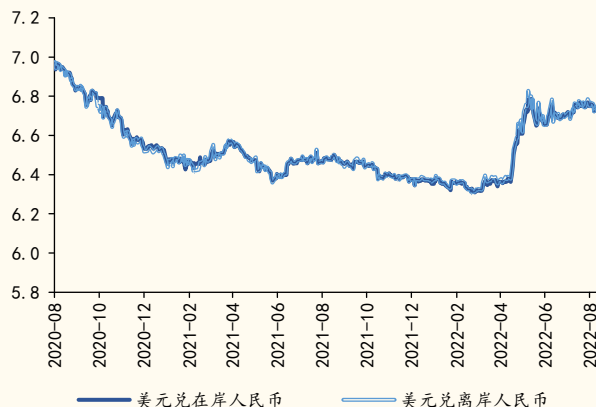
人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑欧元、英镑贬值。美元和日元兑人民币分别贬值 0.27%和 0.31%；欧元和英镑兑人民币分别升值 0.68%、0.36%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 182bp 至 6.7430，美元兑离岸人民币汇率下行 290bp 至 6.7382。

图表 48: 本周，人民币兑欧元、英镑贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 本周，美元兑人民币贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格多数上涨

大宗商品价格多数上涨，生猪、棉花价格大幅上行。本周，原油、贵金属、有色价格上涨，黑色、农产品价格走势分化。其中，下跌幅度最大的是豆粕和沥青，分别下跌 7.30%和 1.06%；涨幅最大的是棉花和生猪，分别上涨 6.08%和 6.07%。

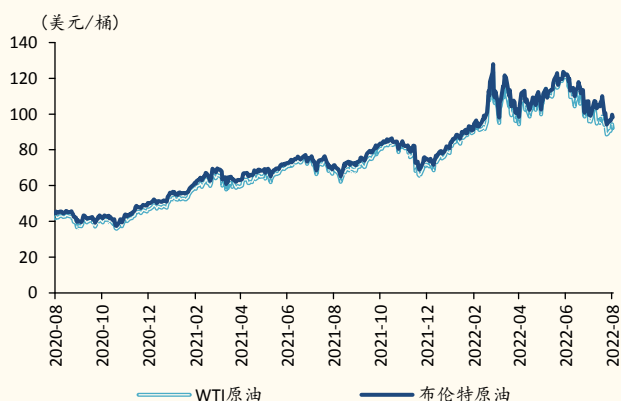
图表 50: 本周，大宗商品价格走势各异

| 类别 | 品种 | 2022-08-12 | 2022-08-04 | 2022-07-28 | 2022-07-21 | 2022-07-14 |
|-----|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 原油 | WTI原油 | 3.46% | -8.17% | 0.07% | 0.60% | -6.77% |
| | 布伦特原油 | 3.40% | -12.15% | 3.16% | 4.80% | -5.30% |
| 贵金属 | COMEX黄金 | 1.36% | 3.23% | 2.15% | 0.45% | -1.95% |
| | COMEX银 | 4.31% | 1.28% | 6.14% | 2.71% | -5.02% |
| 有色 | LME铜 | 2.96% | -1.82% | 4.38% | 3.57% | -7.31% |
| | LME铝 | 1.05% | -2.67% | -0.47% | 3.81% | -3.09% |
| | LME镍 | 5.61% | 0.23% | -0.55% | 11.52% | -3.44% |
| | LME锌 | 4.04% | 1.96% | 5.51% | 2.80% | -5.70% |
| 黑色 | 动力煤 | -0.35% | 1.65% | 0.38% | 0.41% | -1.82% |
| | 焦煤 | -0.44% | 5.28% | 9.52% | -9.50% | -8.94% |
| | 沥青 | -1.06% | 0.78% | 7.32% | 0.97% | -5.55% |
| | 铁矿石 | 3.89% | 0.33% | 16.81% | -8.30% | -4.46% |
| 农产品 | 螺纹钢 | 1.44% | 1.49% | 4.20% | -1.47% | -8.51% |
| | 生猪 | 6.07% | -2.60% | 0.91% | -7.37% | 3.17% |
| | 棉花 | 6.08% | -6.53% | 0.47% | -0.50% | -11.70% |
| | 豆粕 | -7.30% | -0.60% | 3.98% | -2.75% | 1.84% |
| | 豆油 | 4.34% | 1.02% | 4.35% | 4.64% | -0.72% |

来源: Wind, 国金证券研究所

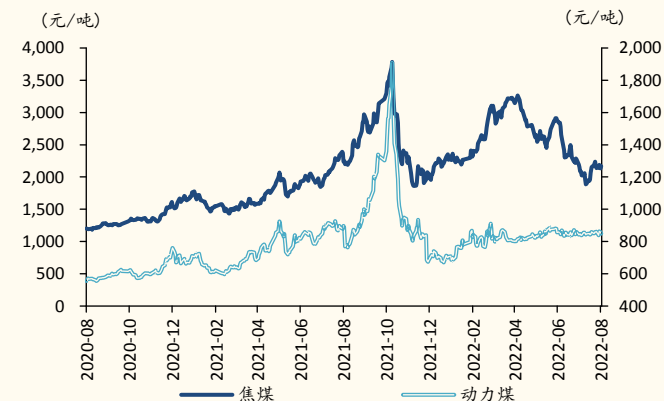
原油价格上涨，黑色金属普遍下跌。WTI 原油价格上涨 3.46%至 92.09 美元/桶，布伦特原油价格上涨 3.40%至 98.15 美元/桶。动力煤、焦煤、沥青价格分别下跌 0.35%、0.44%、1.06%至 858 元/吨、2132 元/吨、4184 元/吨。铁矿石和螺纹钢价格分别上涨 3.89%、1.44%至 735 元/吨、4080 元/吨。

图表 51: 本周, WTI原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

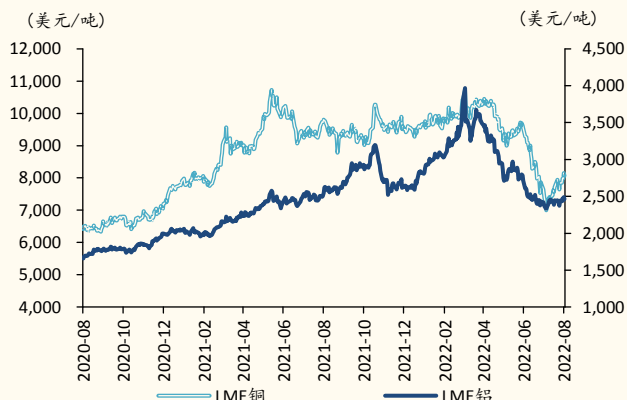
图表 52: 本周, 焦煤、动力煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

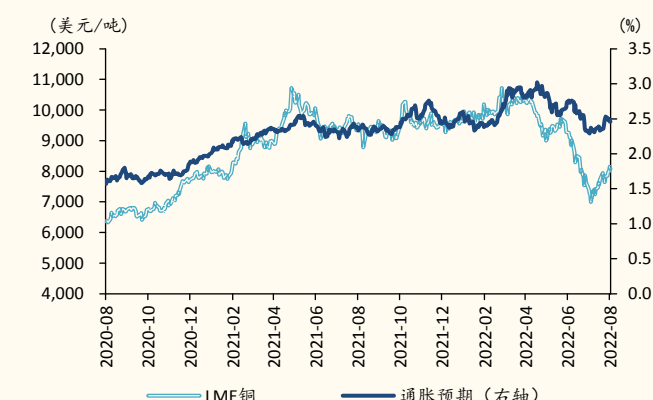
铜铝价格共振上涨, 贵金属价格延续反弹。LME 铜和 LME 铝价格分别上涨 2.96% 和 1.05% 至 8071 美元/吨和 2466 美元/吨。通胀预期从前值的 2.53% 回落至 2.46%。COMEX 黄金上涨 1.36% 至 1815.50 美元/盎司, COMEX 银上涨 4.31% 至 20.70 美元/盎司。10 年期美债实际收益率维持在 0.37%。

图表 53: 本周, 铜铝价格上涨



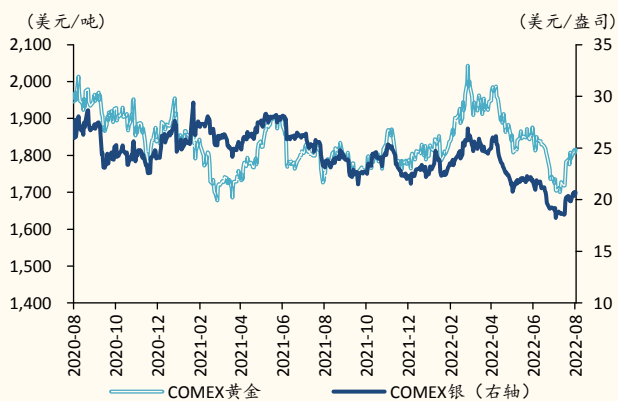
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 54: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回落



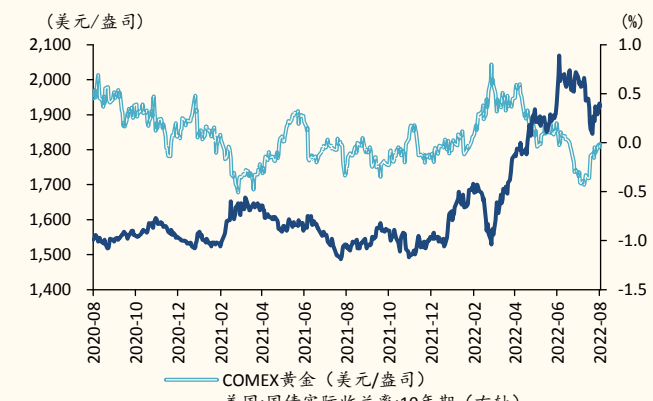
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 本周, 贵金属价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 56: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率持平



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示:

- 1、美联储货币政策收紧超预期:** 通货膨胀高居不下, 美国经济衰退担忧减弱, 或导致美联储货币政策收紧持续超预期。
- 2、国内经济复苏不及预期:** 疫情再度反复, 政策力度不及预期, 或将导致下半年国内经济复苏进程相对放缓。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402