

# 大类资产周报第3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

## “进击”的日股 VS “弱势”的日元？

年初以来，日经 225 指数不断刷新 1990 年以来的新高；外资持续流入的同时，日元却在大幅贬值。“股汇分化”异象背后的原因、后续可能的演绎？本文分析，仅供参考。

### 热点思考：“进击”的日股 VS “弱势”的日元？

#### 一问：伴随日股大涨的“异象”？外资持续流入，日元却在贬值

年初以来，日经 225 指数不断刷新 1990 年以来的新高，外资持续流入的同时，日元却在大幅贬值。4 月 7 日以来，日本市场的外资大举涌入 661 亿美元，驱动日股大涨 23%；而日元却持续疲软，4 月 7 日至今，日元兑美元贬值 6.1%、再破 140 关口。拉长时间看，1988 年以来的多数时间段，日本股指与汇率均呈负相关关系，负相关系数低至-0.7。在多数国家，股汇之间更多呈现为正相关关系；日本的情况并不多见。从资金流向来看，外资流入一国股市，在推升股指的同时也会带来本币升值压力。从背后逻辑来看，股市多是经济的“晴雨表”、汇率也是两国基本面相对强弱的反映。以中国为例，“811”汇改后中国股汇相关系数高达 0.6。经济向好时，人民币升值与股指上涨通常同时出现。

#### 二问：股汇负相关的缘由？超宽松政策下的共同驱动，贬值提振出口利润等

日本股汇负相关主因，在于日本长期实施超宽松货币政策、利率与基本面明显“脱钩”；这一背景下美日利差成为日本股、汇共同定价的关键因素：1) 美日利差走阔时，套利资金流向高息货币，造成日元相对美元贬值；套利资金规模远超股市外资，主导了汇率的波动。2) 美债收益率走高，对美国风险资产形成压制，部分资金会转向日本股市。此外，日元贬值对出口刺激下日本企业盈利的改善、避险情绪对日元日股两类资产的差异化影响，也是日本股汇负相关关系的潜在解释。第一，日本对外依存度较高，日元贬值对日本出口有明显刺激作用，进而改善日本出口导向型企业盈利，支撑股价上涨。第二，日元是典型的避险资产，当市场风险偏好走低时，也会出现日元升值、日股承压。

#### 三问：若日元转升，日股还能涨吗？基本面有支撑，日股行情或能延续

中期来看，美联储加息接近尾声，日本 YCC 政策有松动可能；美日利差缩窄后，日元或步入升值区间。美联储方面，下半年美国核心通胀或加速下行，2023 年底降息条件或较为充分。日央行方面，“春斗”调薪带来 3.7% 的薪资增幅创 1993 年以来新高，经济动能恢复也使日央行调整 YCC 的条件逐渐具备。远期与期权市场上，日元升值预期均在升温。日元升值会终结本轮日股上涨吗？基本面支撑下，日股行情或有延续。本轮日股上涨的背后，有贬值促进出口链条下的盈利支撑。依据海外收入占比从高到低将日本上市公司分为 5 组，年初以来涨幅分别为 33.6%、35.7%、28.1%、25.2% 和 14.7%，出口型企业明显超涨。此外，政策提振下“回购”等提升资本效率行为，也有望改善日股的盈利面。

### 周度回顾：美联储加息“远未终结”，人民币汇率延续承压（2023/06/09-2023/06/16）

**股票市场：**全球主要股票指数多数上涨，港股领涨。发达国家股指中，日经 225、纳斯达克指数、标普 500、德国 DAX 和法国 CAC40 领涨，分别上涨 4.5%、3.2%、2.6%、2.6% 和 2.4%。

**债券市场：**发达国家 10 年期国债收益率多数上行。美国 10Y 国债收益率上行 2.00bp 至 3.77%，德国 10Y 国债收益率上行 6.00bp 至 2.48%；英国和法国分别上行 3.30bp 和 13.85bp，意大利和日本分别下行 8.30bp 和 0.40bp。

**外汇市场：**美元指数走弱，人民币兑美元升值。挪威克朗、加元、英镑和欧元兑美元分别升值 1.95%、1.06%、1.99% 和 1.77%，仅日元兑美元下跌 1.76%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.06%、0.23% 至 7.1239、7.1282。

**商品市场：**大宗商品价格多数上涨，原油和有色上涨，贵金属下跌，黑色和农产品多数上涨。受稳增长政策加码预期提振、电厂日耗升高和铁水产量企稳，焦煤大涨 16.88%；美联储鹰派信号释放，贵金属冲高后回落。

### 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：“进击”的日股 VS“弱势”的日元？	4
一问：伴随日股大涨的“异象”？外资持续流入，日元却在贬值	4
二问：股汇负相关的缘由？超宽松政策下的共同驱动，贬值提振出口利润等	5
三问：若日元转升，日股还能涨吗？基本面有支撑，日股行情或能延续	8
二、大类资产高频跟踪（2023/06/09-2023/06/16）	11
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨	11
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨	12
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元升值、兑欧元和英镑均贬值	13
（四）大宗商品市场追踪：原油和有色均上涨，贵金属下跌，黑色和农产品多数上涨	15
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：年初以来，日股大涨的同时日元大幅走弱	4
图表 2：4 月以来，外资流入持续流入，推高日股	4
图表 3：从 1989 年开始，日本股汇呈现负相关	4
图表 4：日本市场直接受冲击的三段时期表现不同	4
图表 5：多数国家股汇之间呈现一定的正相关关系	5
图表 6：“811 汇改”以来，中国股汇走势呈现正相关	5
图表 7：中国经济基本面和人民币走势相对同步	5
图表 8：国内股市也多在经济超预期时表现良好	5
图表 9：长期以来，日本利率与基本面几乎脱钩	6
图表 10：美日利差越大，离岸日元套利行为越活跃	6
图表 11：美日利差越高，日股相对美股越强	6
图表 12：美股表现不佳时，资金会寻求新的“目的地”	6
图表 13：结构上，日本的套利型外资体量较大	7
图表 14：美日利差走阔时，套利资金大幅流出	7
图表 15：日本股票市场上外资影响力“举足轻重”	7
图表 16：伯克希尔·哈撒韦大量发行日元债融资	7
图表 17：日元贬值对出口有拉动作用	8
图表 18：日元贬值有利于日股企业盈利能力改善	8
图表 19：VIX 飙升时，日元多表现为升值	8
图表 20：疫后大放水中，风险资产价格普遍上涨	8

图表 21: 前期高房价对 CPI 的拉动或将加速减弱.....	9
图表 22: 美国薪资增速或将维持下行态势.....	9
图表 23: 日本通胀形势变化或将触发 YCC 调整.....	9
图表 24: 远期与期权市场上, 日元升值预期均在升温.....	9
图表 25: 剔除汇率因素, 本轮日股上涨依然显著.....	9
图表 26: 海外营业收入占比高的日股分组涨幅更高.....	9
图表 27: 《伊藤报告》发布后, 日股 ROE 持续攀升.....	10
图表 28: 《伊藤报告》发布后高 ROE 个股取得超额回报.....	10
图表 29: 近期, 前 2 个月宣布回购的日股表现向好.....	10
图表 30: 3 月底政策出台后, 日本尚未掀起“回购潮”.....	10
图表 31: 当周, 发达国家股指全线上涨.....	11
图表 32: 当周, 新兴市场股指多数上涨.....	11
图表 33: 当周, 美股行业多数上涨.....	12
图表 34: 当周, 欧元区行业普遍上涨.....	12
图表 35: 当周, 恒生指数全线上涨.....	12
图表 36: 当周, 恒生行业多数上涨.....	12
图表 37: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上涨.....	13
图表 38: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行.....	13
图表 39: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数下跌.....	13
图表 40: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率涨跌分化.....	13
图表 41: 当周, 美元指数下跌, 欧元、英镑兑美元升值.....	14
图表 42: 当周, 英镑、欧元兑美元均升值.....	14
图表 43: 当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨.....	14
图表 44: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔和韩元升值.....	14
图表 45: 当周, 美元兑人民币贬值, 英镑和欧元升值.....	14
图表 46: 当周, 人民币兑美元升值.....	14
图表 47: 当周, 商品价格走势多数上涨.....	15
图表 48: WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....	15
图表 49: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨.....	15
图表 50: 当周, 铜铝价格上涨.....	16
图表 51: 当周, 通胀预期升温.....	16
图表 52: 当周, 黄金、白银价格均下跌.....	16
图表 53: 当周, 10Y 美债实际收益率持平.....	16

年初以来，日经 225 指数不断刷新 1990 年以来的新高；外资持续流入的同时，日元却在大幅贬值。“股汇分化”异象背后的原因、后续可能的演绎？本文分析，可供参考。

## 一、热点思考：“进击”的日股 VS “弱势”的日元？

### 一问：伴随日股大涨的“异象”？外资持续流入，日元却在贬值

年初以来，日经 225 指数不断刷新 1990 年以来的新高，外资持续流入的同时，日元却在大幅贬值。截至 6 月 16 日，日经 225 指数年初以来已累计上涨 31.1%，一度触及 33706，创下 1990 年 3 月以来的新高。本轮日股大涨，背后外资驱动特征明显；4 月 7 日以来，日本市场的外资大举涌入 660.8 亿美元，日股也随之加速上行、大涨 22.5%。而伴随着外资的涌入，日元却持续疲软，4 月 7 日至今，日元兑美元贬值 6.1%、再度贬破 140 关口。

图表1：年初以来，日股大涨的同时日元大幅走弱



图表2：4月以来，外资流入持续流入，推高日股

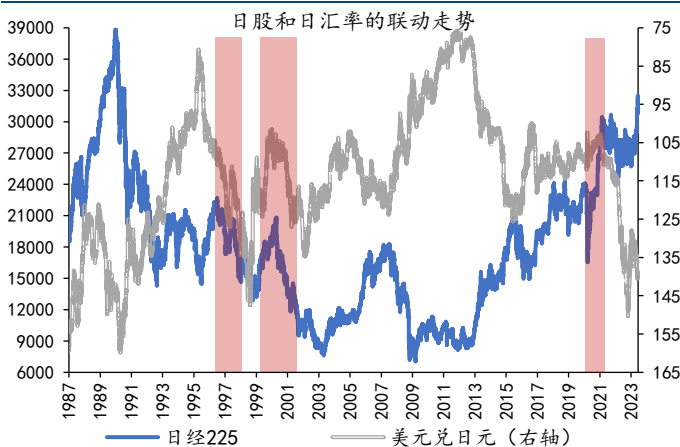


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

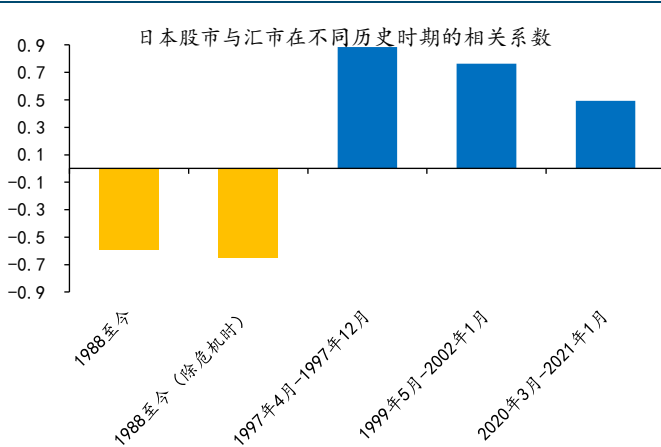
拉长时间看，1988 年以来的多数时间段，日本市场的股指与汇率均呈负相关关系。1988 年后，《广场协议》签订后政府主动干预下的日元升值渐入尾声，而在随后的 35 年中，日元汇率在大部分时间段均与日本股指负相关。例外的三次分别出现在 1997 年金融危机时期、2000-2002 年互联网泡沫时期和 2020 年新冠疫情期间，三次日本股汇的相关性分别为 0.88、0.76、0.49；而除去直接冲击日本的危机后，日本股汇之间相关系数低至-0.65。

图表3：从 1989 年开始，日本股汇呈现负相关



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：日本市场直接受冲击的三段时期表现不同

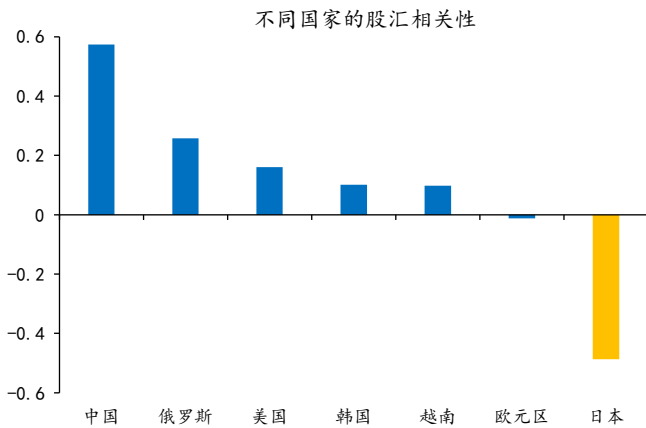


来源：Bloomberg，国金证券研究所

在多数国家，股汇之间更多地呈现为正相关关系；日本的这一情况并不多见。从资金流向来看，外资流入一国的股票市场，在推升该国股市的同时，在外汇市场上也会带来本币升

值压力。从背后逻辑来看，多数国家股市是经济的“晴雨表”、汇率长期也是两国基本面相对强弱的反映。以中国为例，2015年“811”汇改后，中国股汇之间相关系数高达0.57。经济基本面向好时，人民币升值与股指上涨通常同时出现；日本的负相关关系较为罕见。

图表5：多数国家股汇之间呈现一定的正相关关系



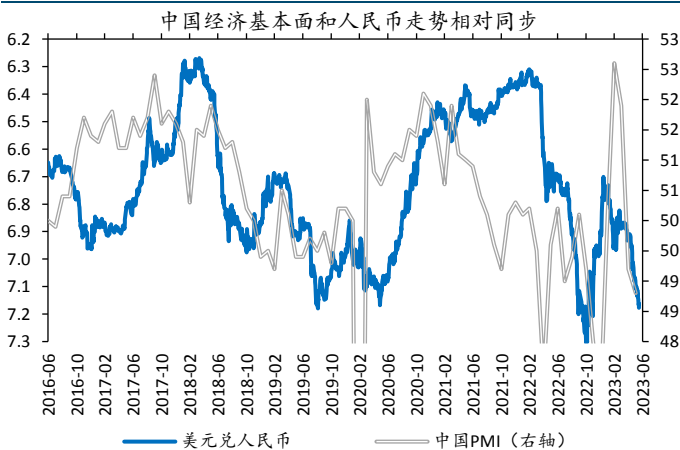
图表6：“811汇改”以来，中国股汇走势呈现正相关



来源：Wind，国金证券研究所

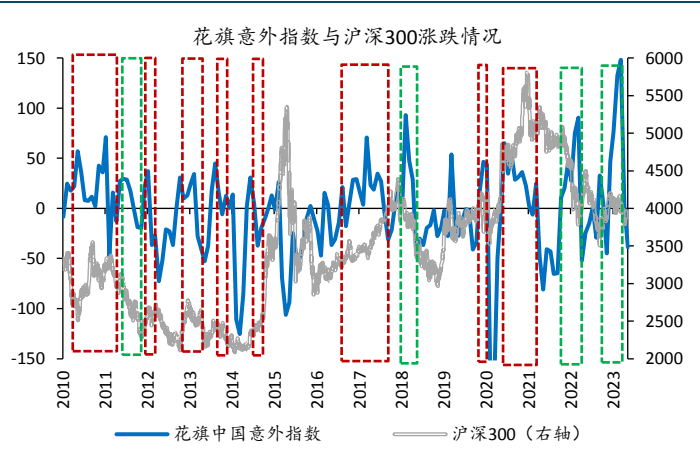
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表7：中国经济基本面和人民币走势相对同步



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表8：国内股市也多在经济超预期时表现良好

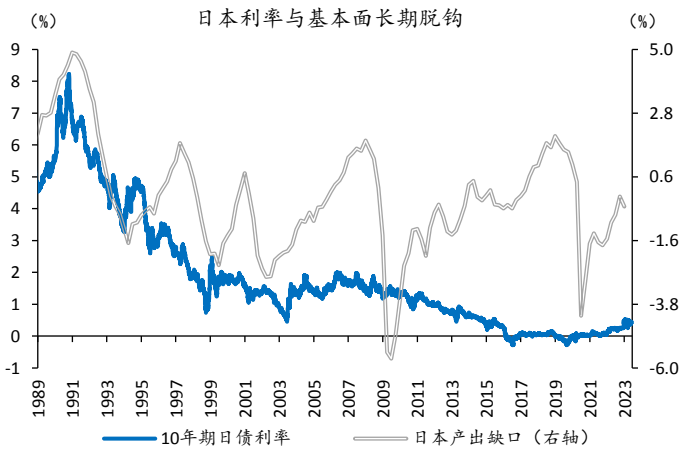


来源：Wind，国金证券研究所

二问：股汇负相关的缘由？超宽松政策下的共同驱动，贬值提振出口利润等

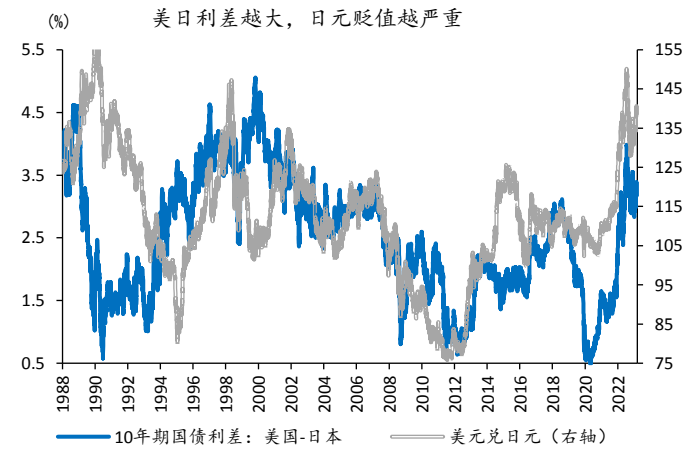
日本股汇负相关的主因在于，日本长期实施超宽松货币政策，利率与基本面明显“脱钩”；这一背景下美日利差成为日本股、汇共同定价的关键因素。自1999年首次实施“零利率”政策以来，日本长期实施超宽松政策，政策目标利率始终低于0.5%。这导致10年期日债利率与日本经济基本面“脱钩”，基本面不再是主导日本股、汇走势的核心驱动。而美日利差则成为了市场定价的关键之一：一方面，当美日利差走阔时，套利资金流向高息货币，造成日元相对美元的贬值；另一方面，美债收益率走高，对美国风险资产形成压制，部分资金会流出美国股市、流向日本股市，因而美日利差与日经225/标普500走势高度相关。

图表9: 长期以来, 日本利率与基本面几乎脱钩



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美日利差越大, 离岸日元套利行为越活跃



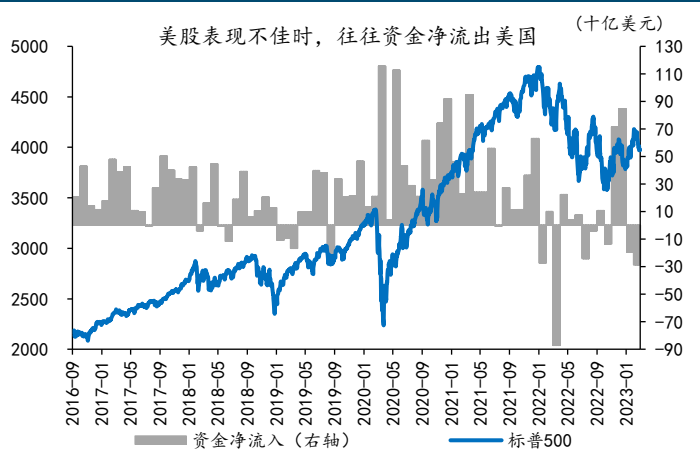
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 美日利差越高, 日股相对美股越强



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

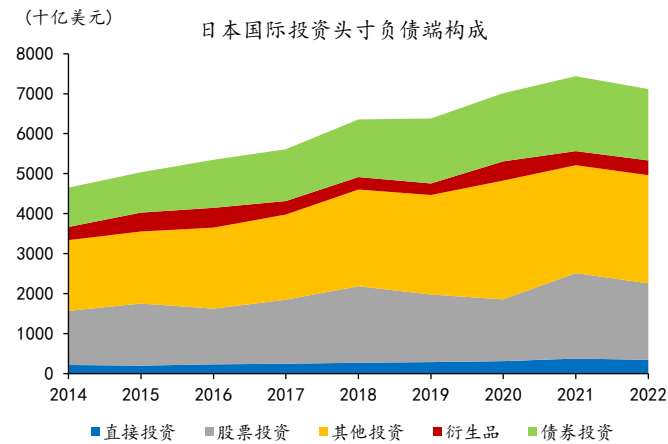
图表12: 美股表现不佳时, 资金会寻求新的“目的地”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

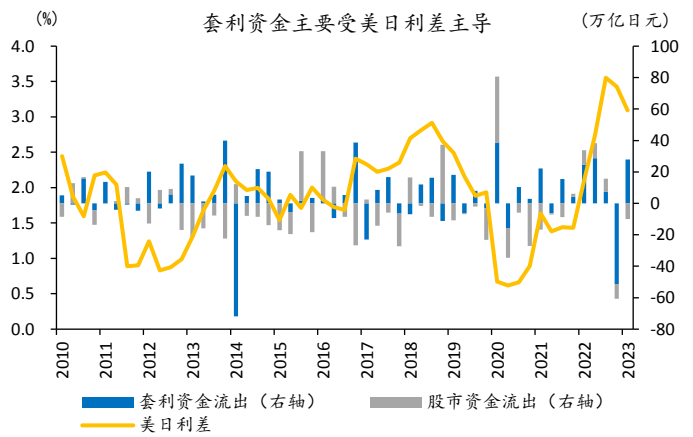
套利资金规模远超股票市场的外资, 其主导了汇率波动; 当外资流入推升日股时, 受美日利差走阔影响外流的套利资金规模更大, 驱动了日元的贬值。从国际投资头寸来看, 截至2023年一季度, 外资投资日本权益类资产规模约236万亿日元, 而通过贷款、债券、货币市场工具融出的日元规模则高达608万亿日元, 这部分资金主要以套利为目的。美日利差走阔时, 套利资金大量流出, 而股市资金流入体量则相对较小; 2023年一季度, 套利资金外流规模28万亿日元, 而股市外资流入规模仅10万亿日元。此外, 投资日股的外资, 以本地债务融资形式进入、并在远期套保, 不会带来即期升值、反而会增加远期贬值压力。

图表13: 结构上, 日本的套利型外资体量较大



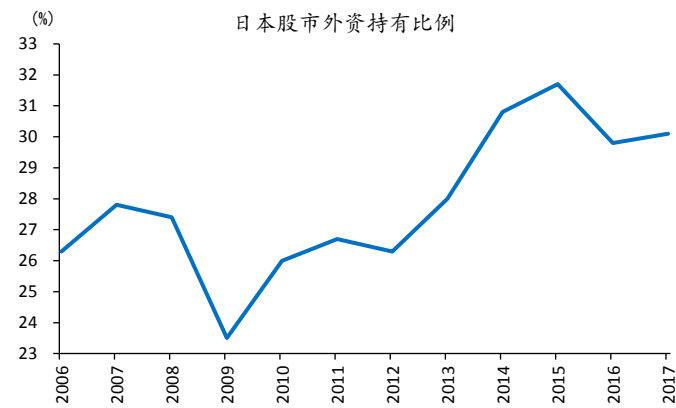
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 美日利差走阔时, 套利资金大幅流出



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 日本股票市场上外资影响力“举足轻重”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

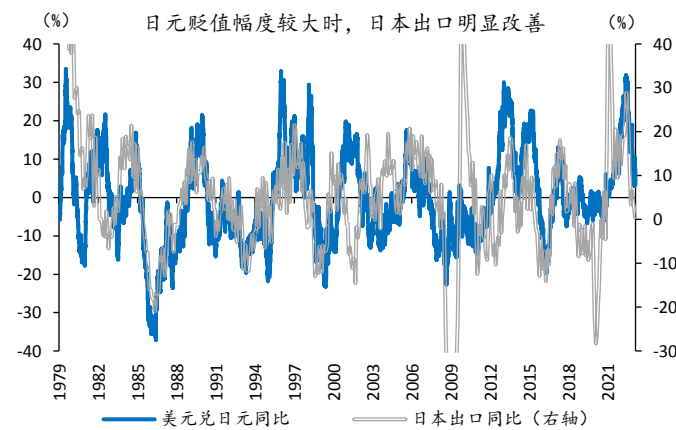
图表16: 伯克希尔·哈撒韦大量发行日元债融资

公司债发行日	到期日区间	加权收益率 (%)	融资总额 (十亿日元)
2019-09-13	2024-2049年	0.5	430.0
2020-04-16	2023-2060年	1.07	195.5
2022-01-25	2027-2052年	0.5	128.5
2022-12-08	2025-2052年	0.7	115.0
2023-04-15	2026-2053年	1.1	164.4

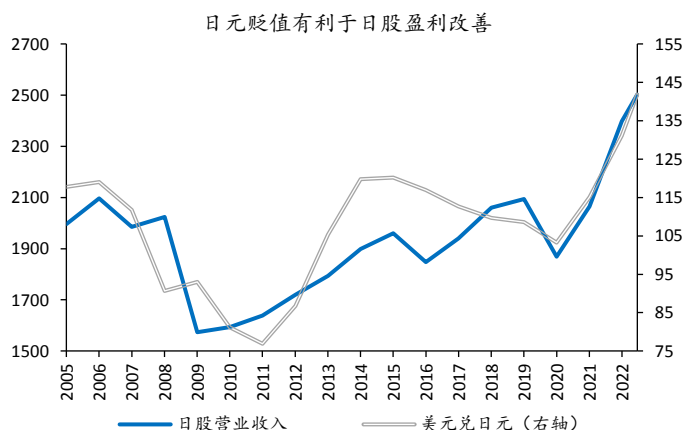
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

此外, 日元贬值对出口刺激下日本企业盈利的改善、避险情绪对日元日股两类资产的差异化影响, 也是日本股汇负相关关系的潜在解释。第一, 截至 2022 年日本贸易依存度高达 39%, 日元贬值对日本出口有明显刺激作用, 进而改善日本出口导向型企业盈利, 支撑股价上涨。第二, 日元是典型的避险资产, 当市场风险偏好走低时, 日元升值、而日股承压, 也是日本股汇负相关的成因之一; 2008 年金融危机时, 这一特征非常明显。1997 年、1999-2001 年的异常更多受到亚洲货币危机、欧元诞生等冲击, 2020 年日本股汇的正相关, 主因则是日元受益避险情绪的同时、日股也受益于全球大放水下风险资产价格的普遍膨胀。

图表17: 日元贬值对出口有拉动作用



图表18: 日元贬值有利于日股企业盈利能力改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

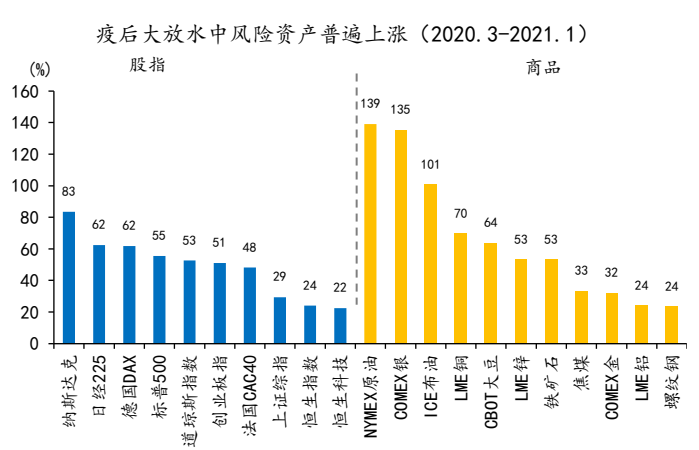
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: VIX 飙升时，日元多表现为升值



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 疫后大放水中，风险资产价格普遍上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

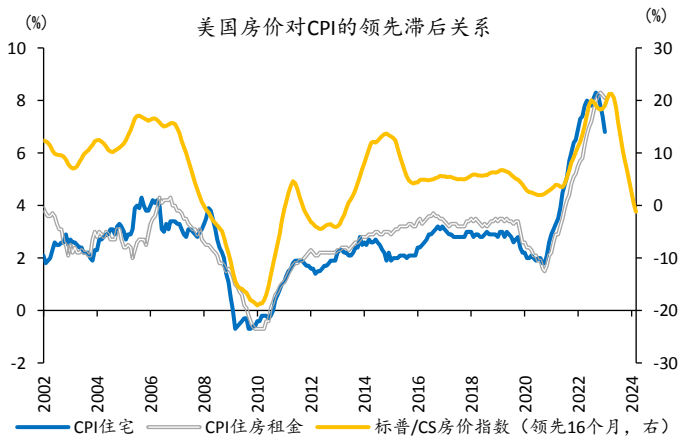
### 三问：若日元转升，日股还能涨吗？基本面有支撑，日股行情或能延续

中期来看，美联储加息尾声美债利率易落难升，日本经济、通胀持续超预期，YCC 政策有松动可能；美日利差缩窄后，日元或将步入升值区间。美联储方面，根据房价-租金的滞后关系，下半年租金通胀或进入下降通道；而美国劳动力市场转弱的信号也在增强，工资下行趋势或将延续。下半年美国核心通胀或加速下行；2023 年底降息的条件或较为充分。日央行方面，截至今年4月，日本核心核心 CPI 已升至 4.1%，“春斗”调薪带来 3.7% 的薪资增幅创 1993 年以来新高，低通胀不再成为日央行的主要顾虑，经济动能的持续恢复也使日央行调整 YCC 的条件逐渐具备。<sup>1</sup>远期与期权市场上，日元升值预期均在升温。

<sup>1</sup> 关于美联储加息节奏、日央行 YCC 政策调整的分析，详见《从结束加息到降息的“距离”——美联储 5 月例会解读和政策展望》、《日央行“意外”上调 YCC，冲击几何？》、《日本走出长期通缩阴影了吗？》。

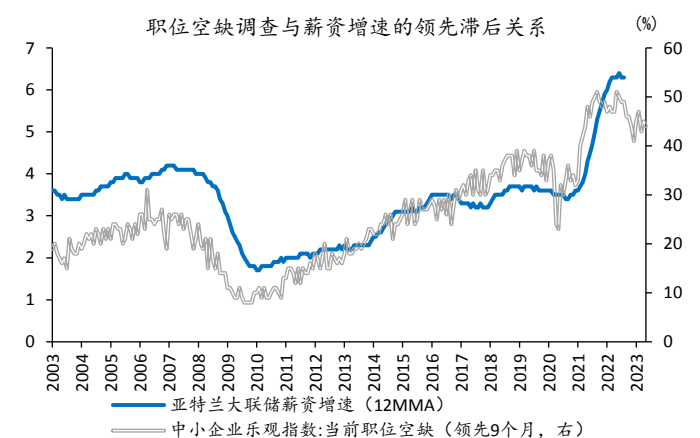


图表21: 前期高房价对CPI的拉动或将加速减弱



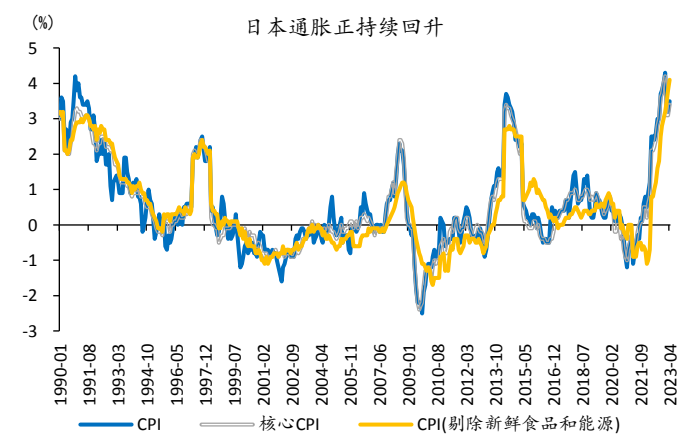
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 美国薪资增速或将维持下行态势



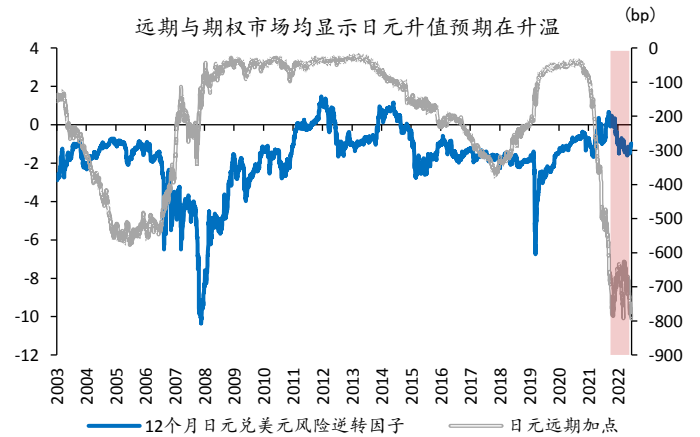
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 日本通胀形势变化或将触发YCC调整



来源: Wind, 国金证券研究所

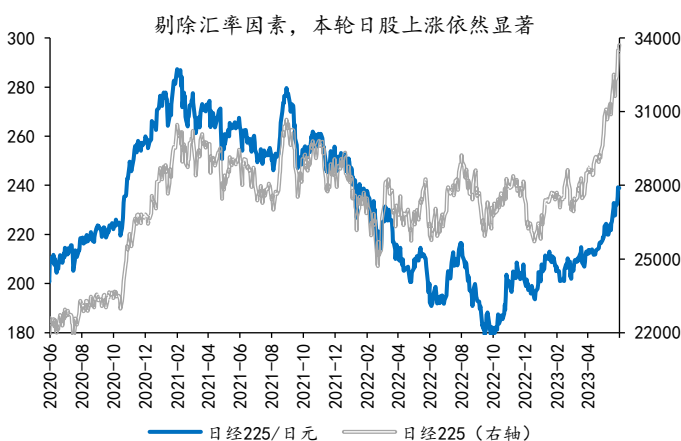
图表24: 远期与期权市场上, 日元升值预期均在升温



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

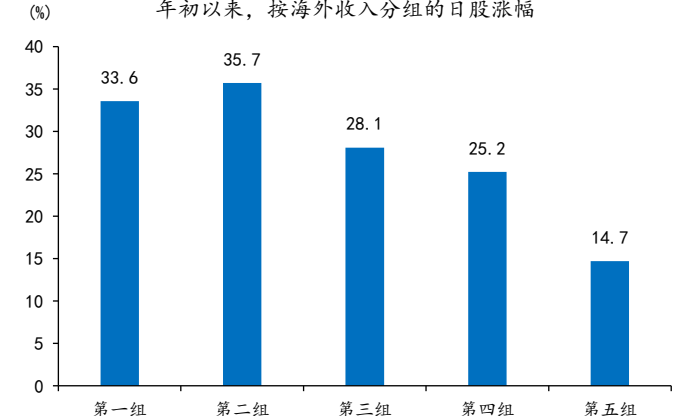
日元升值会终结本轮日股上涨吗? 基本面支撑下, 并不必然。单靠“美日利差”驱动下的股涨汇贬, 汇率调整后原本上涨的股指通常“走平”; 而年初以来的日股, 在汇率调整后仍明显上行、涨幅仍高达 23.3%。本轮日股上涨的背后, 有贬值促进出口链条下的盈利支撑。依据海外收入占比从高到低将东证所全部上市公司分为 5 组, 这 5 组市值加权后年初以来的涨幅分别为 33.6%、35.7%、28.1%、25.2%和 14.7%; 出口型企业明显超涨。

图表25: 剔除汇率因素, 本轮日股上涨依然显著



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

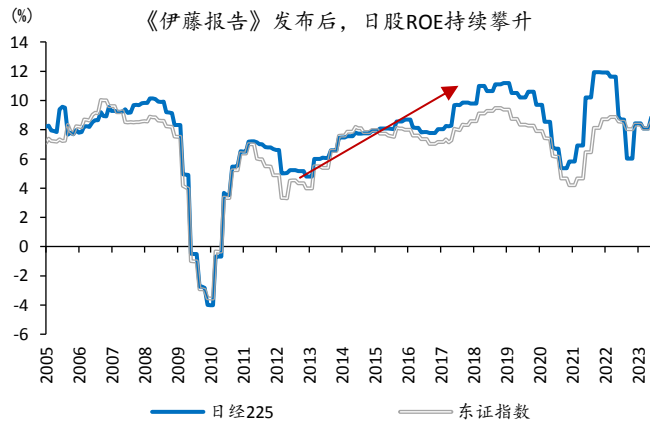
图表26: 海外营业收入占比高的日股分组涨幅更高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

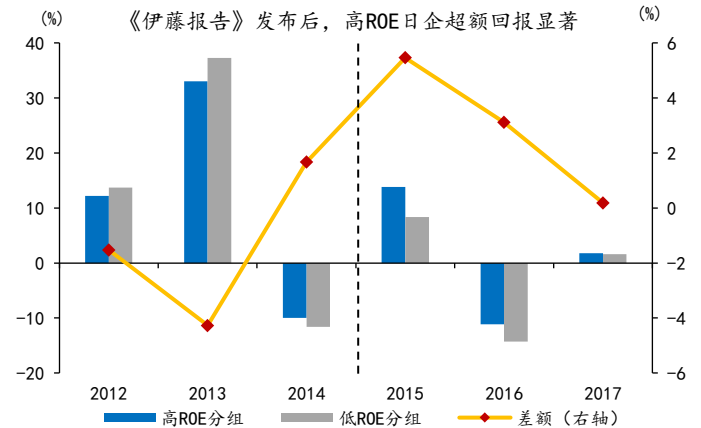
此外，政策提振下“回购”等提升资本效率行为，也有望改善日股的盈利面。从2014年8月发布的《伊藤报告》来看，伊藤报告对彼时的日股有两方面利好，一方面，日股ROE持续攀升，日经225指数ROE从2014年二季度的7.7%持续攀升至2018年四季度的11.2%。另一方面，市场也给予了高ROE个股更高的定价，2012-2014年，年初1至4月的年报行情中，高ROE日股较低ROE日股的超额收益率分别为-1.5%、-4.3%和1.7%；而2015-2017年，则为5.5%、3.1%和0.2%。近期，前2个月宣布回购的日股表现向好；而主板上市的922家破净股中，已有308家宣布了提升股息和回购的计划；“日特估”行情或将延续。

图表27: 《伊藤报告》发布后，日股ROE持续攀升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 《伊藤报告》发布后高ROE个股取得超额回报



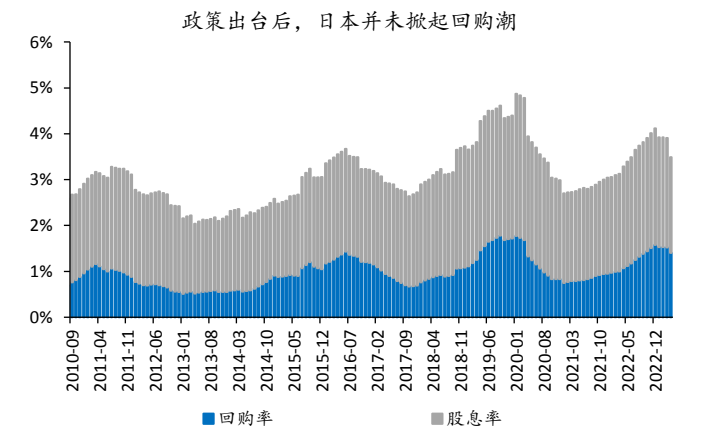
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 近期，前2个月宣布回购的日股表现向好



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 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

经过研究，我们发现：

- 1) 年初以来，日经225指数不断刷新1990年以来的新高，外资持续流入的同时，日元却在大幅贬值。拉长时间看，1988年以来的多数时间段，日本股指与汇率均呈负相关关系。在多数国家，股汇之间更多呈现为正相关关系；日本的情况并不多见。从资金流向来看，外资流入一国股市，在推升股指的同时也会带来本币升值压力。从背后逻辑来看，股市多是经济的“晴雨表”、汇率也是两国基本面相对强弱的反映。以中国为例，“811”汇改后中国股汇相关系数高达0.6。经济向好时，人民币升值与股指上涨通常同时出现。
- 2) 日本股汇负相关主因在于，日本长期实施超宽松货币政策，利率与基本面明显“脱钩”；这一背景下美日利差成为日本股、汇共同定价的关键因素：第一，美日利差走阔时，套利资金流向高息货币，造成日元相对美元贬值；套利资金规模远超股市外资，主导了汇率的波动。第二，美债收益率走高，对美国风险资产形成压制，部分资金会转向日本股市。
- 3) 同时，日元贬值对出口刺激下日本企业盈利的改善、避险情绪对日元日股两类资产的

差异化影响，也是日本股汇负相关关系的潜在解释。第一，日本对外依存度较高，日元贬值对日本出口有明显刺激作用，进而改善日本出口导向型企业盈利，支撑股价上涨。第二，日元是典型的避险资产，当市场风险偏好走低时，也会出现日元升值、日股承压。

4) 中期来看，美联储加息接近尾声，日本 YCC 政策有松动可能；美日利差缩窄后，日元或步入升值区间。美联储方面，下半年美国核心通胀或加速下行，2023 年底降息条件或较为充分。日央行方面，“春斗”调薪带来 3.7% 的薪资增幅创 1993 年以来新高，经济动能恢复也使日央行调整 YCC 的条件逐渐具备。远期与期权市场上，日元升值预期均在升温。

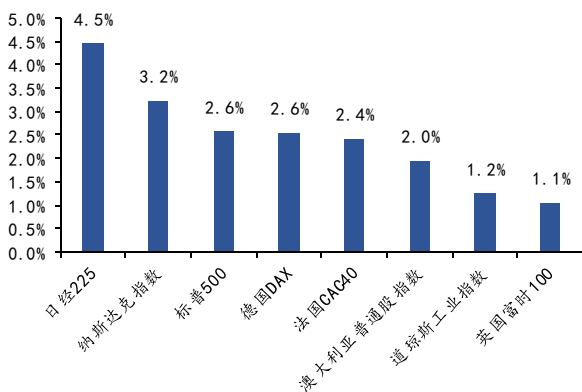
5) 日元升值会终结本轮日股上涨吗？基本面支撑下，日股行情或有延续。本轮日股上涨的背后，有贬值促进出口链条下的盈利支撑。依据海外收入占比从高到低将日本上市公司分为 5 组，年初以来涨幅分别为 33.6%、35.7%、28.1%、25.2% 和 14.7%，出口型企业明显超涨。此外，政策提振下“回购”等提升资本效率行为，也有望改善日股的盈利面。

## 二、大类资产高频跟踪（2023/06/09-2023/06/16）

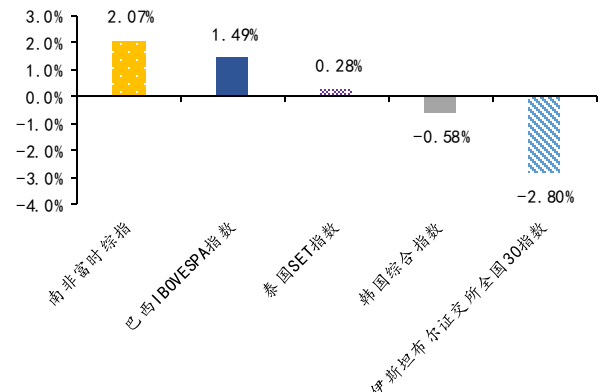
### （一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨

发达国家股指全线上涨，新兴市场股指多数上涨。日经 225、纳斯达克指数、标普 500、德国 DAX 和法国 CAC40 领涨，分别上涨 4.5%、3.2%、2.6%、2.6% 和 2.4%。南非富时综指、巴西 IBOVESPA 指数和泰国 SET 指数上涨，分别上涨 2.07%、1.49% 和 0.28%；伊斯坦布尔证交所全国 30 指数和韩国综合指数下跌，分别下跌 2.80% 和 0.58%。

图表31：当周，发达国家股指全线上涨



图表32：当周，新兴市场股指多数上涨

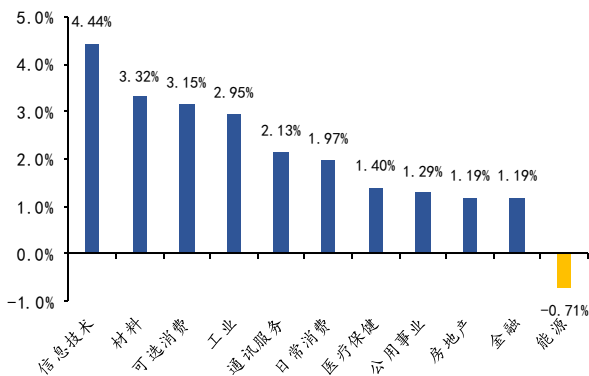


来源：Wind，国金证券研究所

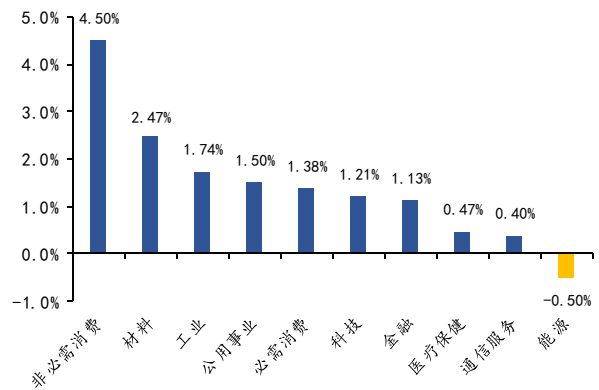
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看，本周美股行业多数上涨。其中信息技术、材料、可选消费、工业和通讯服务领涨，分别上涨 4.44%、3.32%、3.15%、2.95% 和 2.13%；仅能源下跌，跌幅为 0.71%。从欧元区行业板块来看，本周欧元区行业普遍上涨。其中非必需消费、材料、工业、公用事业和必需消费领涨，分别上涨 4.50%、2.47%、1.74%、1.50% 和 1.38%；仅能源下跌，跌幅为 0.50%。

图表33: 当周, 美股行业多数上涨



图表34: 当周, 欧元区行业普遍上涨

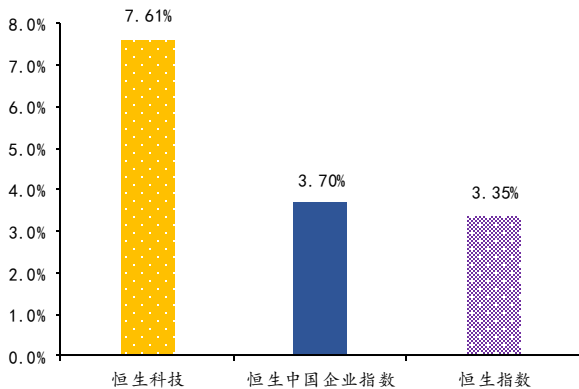


来源: Wind, 国金证券研究所

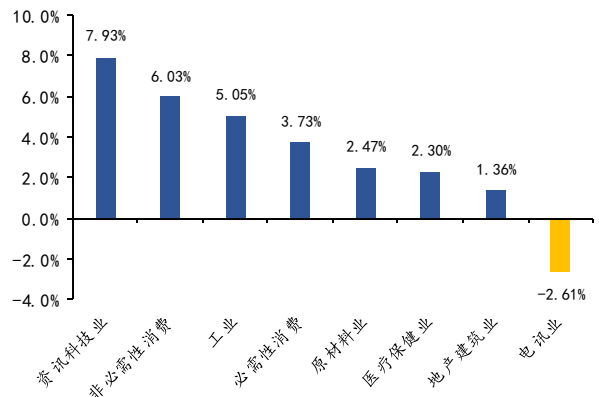
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生中国企业指数、恒生指数和恒生科技分别上涨 7.61%、3.70%和 3.35%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 其中资讯科技业、非必需性消费、工业、必需性消费和原材料业领涨, 分别上涨 7.93%、6.03%、5.05%、3.73%和 2.47%。

图表35: 当周, 恒生指数全线上涨



图表36: 当周, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

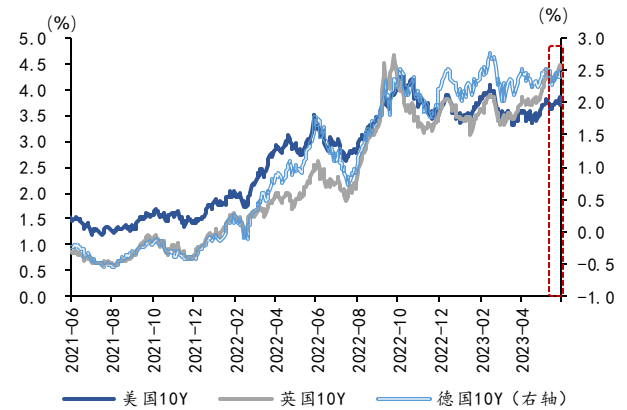
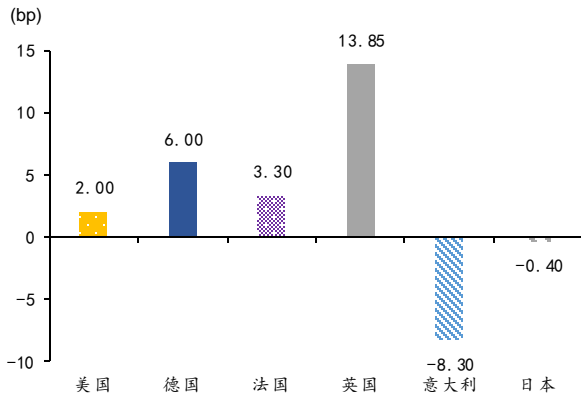
来源: Wind, 国金证券研究所

## (二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨

发达国家 10 年期国债收益率多数上行。美国 10Y 国债收益率上行 2.00bp 至 3.77%, 德国 10Y 国债收益率上行 6.00bp 至 2.48%; 英国和法国分别上行 3.30bp 和 13.85bp, 意大利和日本分别下行 8.30bp 和 0.40bp。

图表37: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上涨

图表38: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行



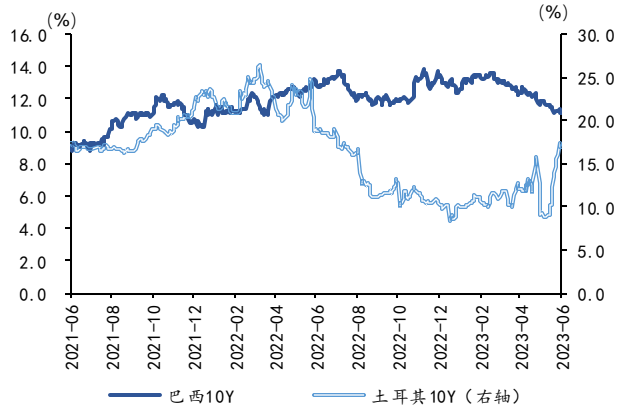
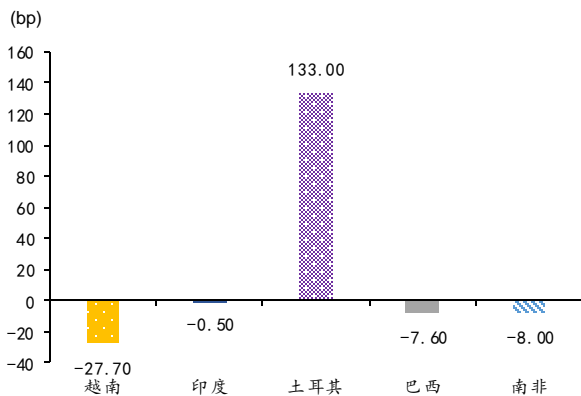
来源: Wind, 国金证券研究所

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 国债收益率上行 133.00bp 至 16.88%，巴西 10Y 国债收益率下行 7.60bp 至 11.13%；越南、南非和印度 10Y 国债收益率分别下行 27.70bp、8.00bp 和 0.50bp。

图表39: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数下跌

图表40: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率涨跌分化



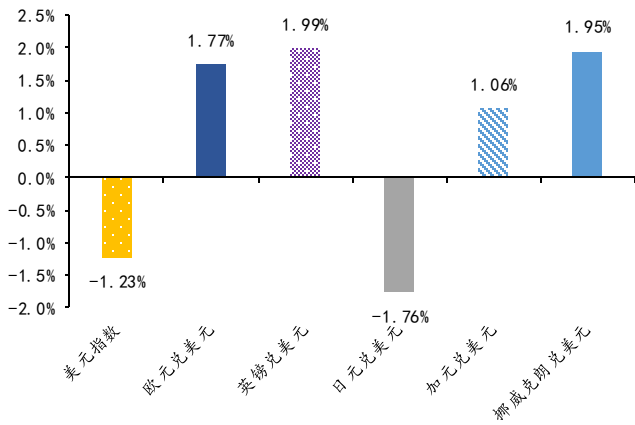
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

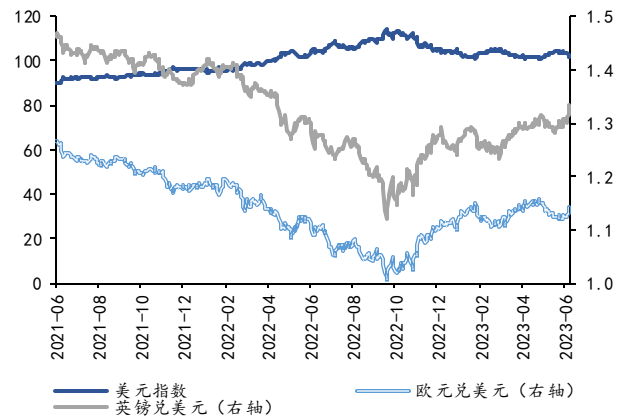
### （三）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元升值、兑欧元和英镑均贬值

美元指数走强，本周下跌 1.23% 至 102.2833。挪威克朗、加元、英镑和欧元兑美元分别升值 1.95%、1.06%、1.99% 和 1.77%，仅日元兑美元下跌 1.76%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨，菲律宾比索、雷亚尔和韩元兑美元分别升值 0.47%、1.20% 和 0.87%，土耳其里拉和印尼卢比兑美元分别贬值 1.01% 和 0.59%。

图表41: 当周, 美元指数下跌, 欧元、英镑兑美元升值



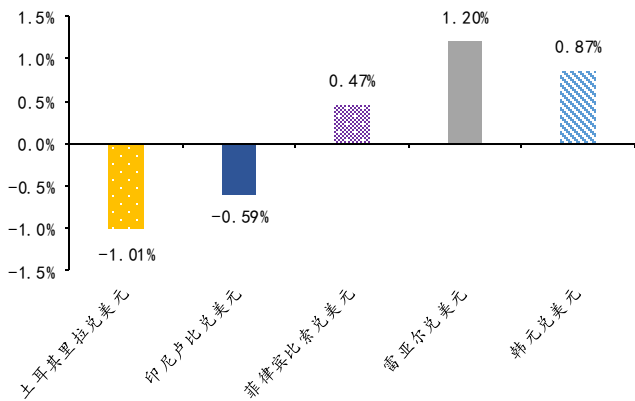
图表42: 当周, 英镑、欧元兑美元均升值



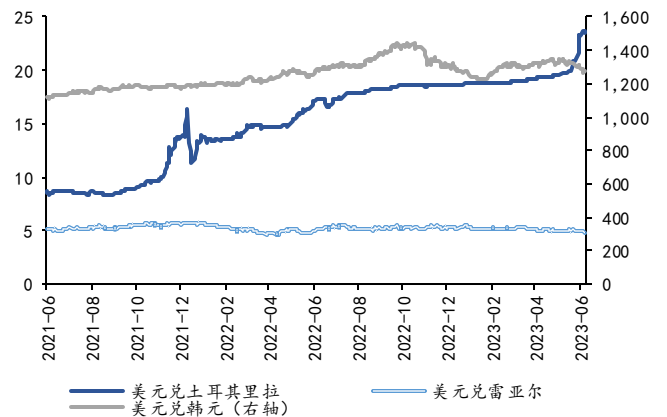
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨



图表44: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔和韩元升值

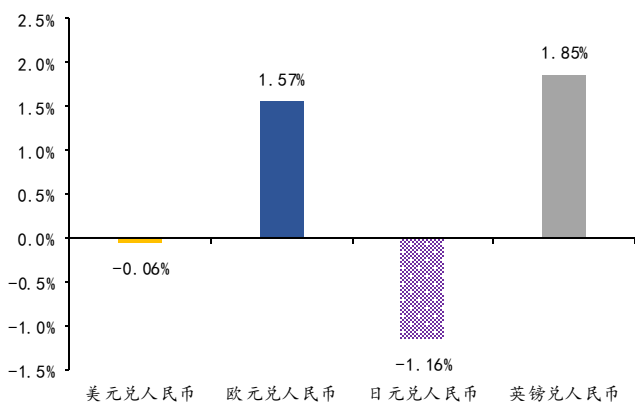


来源: Wind, 国金证券研究所

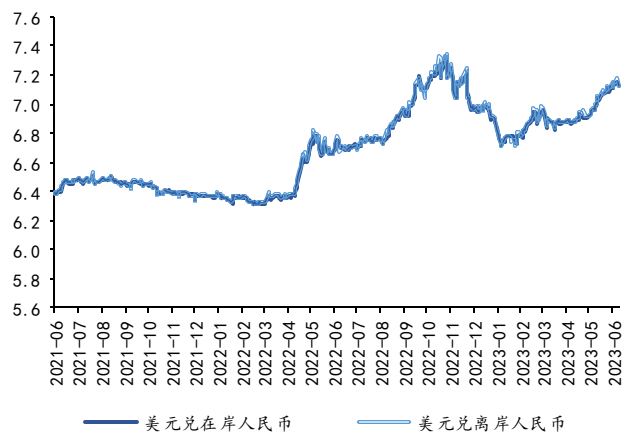
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元升值 0.06%，兑欧元和英镑分别贬值 1.57% 和 1.85%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 44bp 至 7.1239，美元兑离岸人民币汇率上行 162bp 至 7.1282。

图表45: 当周, 美元兑人民币贬值, 英镑和欧元升值



图表46: 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：原油和有色均上涨，贵金属下跌，黑色和农产品多数上涨

原油和有色价格均上涨，贵金属价格下跌，黑色和农产品价格多数上涨。其中，焦煤、螺纹钢和 LME 镍领涨，分别上涨 16.88%、9.23%和 7.89%；仅玻璃、COMEX 银、COMEX 黄金和棉花下跌，分别下跌 2.29%、2.01%、0.16%和 0.12%。受稳增长政策加码预期提振、电厂日耗升高叠加铁水产量止降企稳，支撑焦煤上涨；虽美联储暂停加息、但鹰派信号释放，贵金属冲高后回落。

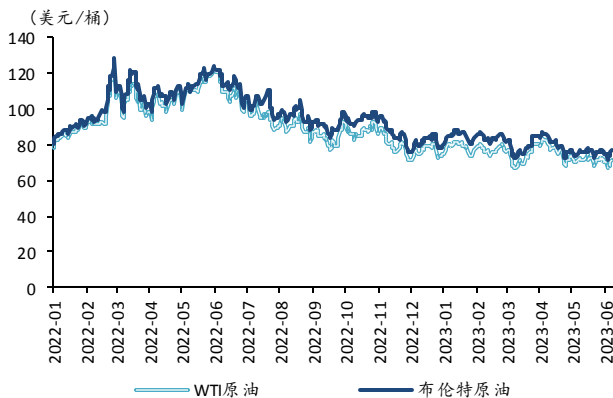
图表47：当周，商品价格走势多数上涨

类别	品种	2023-06-16	2023-06-09	2023-06-02	2023-05-26	2023-05-19
原油	WTI原油	2.29%	-2.19%	-1.28%	1.57%	2.16%
	布伦特原油	2.43%	-1.76%	-1.07%	1.81%	1.90%
贵金属	COMEX黄金	-0.16%	0.66%	-0.05%	-1.43%	-1.87%
	COMEX银	-2.01%	2.44%	2.81%	-3.34%	-0.19%
有色	LME铜	2.18%	0.60%	2.81%	-1.92%	0.01%
	LME铝	0.18%	-1.03%	2.32%	-2.53%	2.62%
	LME镍	7.89%	-0.12%	-0.12%	-0.35%	-2.76%
	LME锌	3.48%	3.51%	-0.64%	-6.49%	-1.54%
黑色	玻璃	-2.29%	1.45%	-0.40%	-0.74%	-13.40%
	焦煤	16.88%	0.00%	-5.92%	-5.69%	10.28%
	沥青	0.83%	-1.35%	2.02%	-3.79%	6.06%
	铁矿石	3.85%	2.74%	4.32%	-2.90%	-2.58%
	螺纹钢	9.23%	3.38%	-1.82%	-4.04%	5.83%
农产品	生猪	0.03%	-2.15%	3.38%	0.93%	0.07%
	棉花	-0.12%	2.85%	5.69%	-3.23%	3.54%
	豆粕	6.23%	4.00%	-1.86%	-0.63%	-8.70%
	豆油	6.87%	3.00%	-3.71%	0.69%	-7.21%

来源：Wind，国金证券研究所

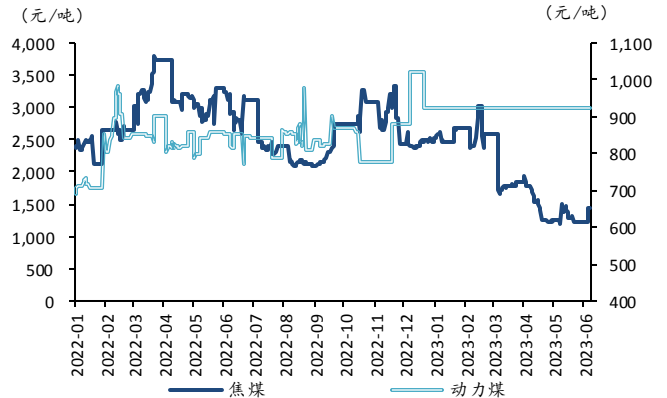
原油价格均上涨，黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 2.29%至 71.78 美元/桶，布伦特原油价格上涨 2.43%至 76.61 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨，焦煤价格上涨 16.88%至 1430 元/吨；螺纹钢、沥青和铁矿石价格分别上涨 9.23%至 3845 元/吨、3.85%至 876 元/吨和 0.83%至 3760 元/吨。

图表48：WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表49：当周，动力煤价格持平，焦煤价格上涨

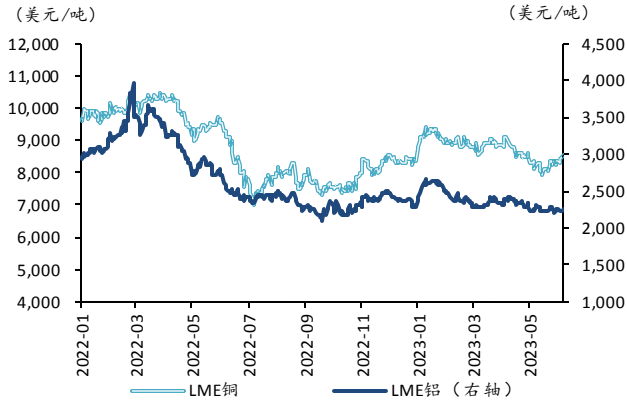


来源：Wind，国金证券研究所

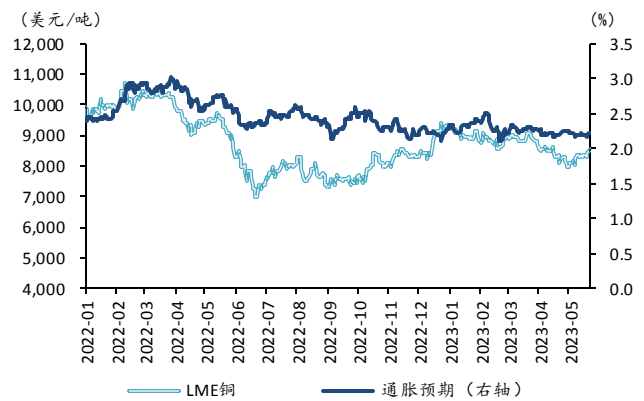
铜铝价格上涨，贵金属价格均下跌。LME 铜上涨 2.18%至 8573 美元/吨，LME 铝上涨 0.18%

至 2270 美元/吨。通胀预期从前值的 2.20% 上升至 2.22%。COMEX 黄金下跌 0.16% 至 1957.10 美元/盎司，COMEX 银下跌 2.01% 至 23.89 美元/盎司。10Y 美债实际收益率与前值的 1.55% 持平。

图表50: 当周, 铜铝价格上涨



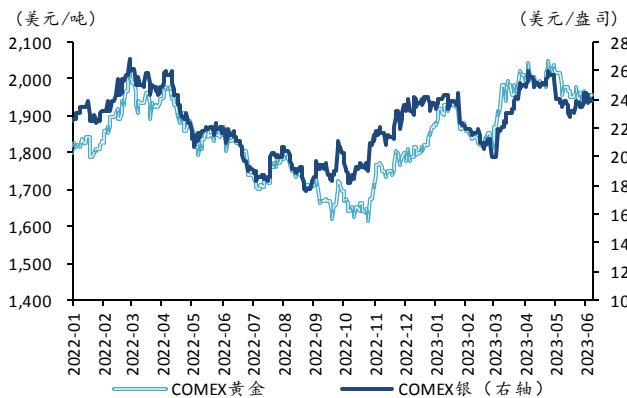
图表51: 当周, 通胀预期升温



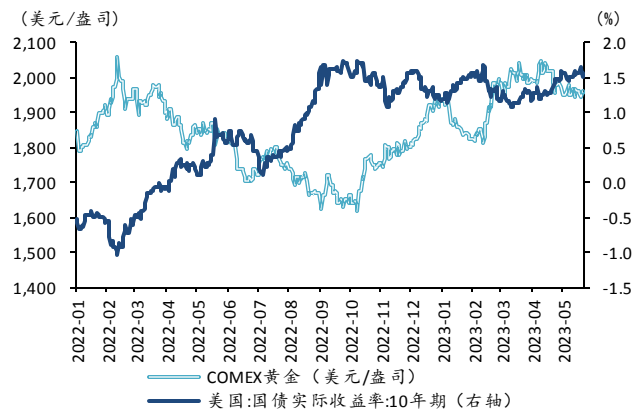
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 当周, 黄金、白银价格均下跌



图表53: 当周, 10Y 美债实际收益率持平



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