

# 大类资产周报第4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

## “低库存”下的投资机遇？

6月以来，部分大宗商品一改年初以来颓势、相继企稳反弹。近期相对强势品种有哪些，释放的市场信号？有哪些投资逻辑值得继续关注？本文分析，可供参考。

### 热点思考：“低库存”下的投资机遇？

一问：年初以来商品价格的走势？整体表现疲弱，6月以来部分品类止跌回暖

年初以来，大宗商品表现疲弱，除黄金外悉数下跌；6月以来部分品类止跌回暖。截至5月31日，大宗商品表现普遍较弱，仅COMEX金上涨8.5%，其他品类悉数下跌。但6月以来，国内部分商品已在企稳反弹，南华综合指数涨幅高达7.7%。黑色系、农产品、能化品以及有色金属均止跌回暖，涨幅分别达10.5%、7.5%、5.6%和3.4%。

细分市场来看，工业品价格回暖中存在一定分化。6月以来，黑色系中铁矿石、焦炭、焦煤等表现突出，分别上涨15.7%、11.7%、10.1%；锰硅和硅铁相对疲软。能化品中，原油、玻璃和纯碱领涨，涨幅分别为8.3%、7.7%和4.4%；LPG、沥青等相对滞涨。有色金属中，锡、锌、铜率先止跌反弹，分别上涨6.4%、5.1%和4.0%；铝、铅则相对弱势。

二问：近期相对强势的商品特征？除汇率与供给扰动外，多数库存处于低位

近期人民币汇率的快速贬值，是原油、铁矿石等高度依赖进口商品大涨的解释之一；供给端扰动也支撑了玻璃、锡等品类价格。以原油为例，6月内外油价明显分化，截至6月30日，国内原油价格较5月31日大幅上涨7.7%，而布油则震荡走平。供给扰动方面，我国玻璃生产增速快速下滑至5月的-9.4%；锡、铜等也受到进口国减产的明显冲击。除汇率与供给扰动外，库存处于相对低位是近期多数强势品种最为鲜明的共性特征。黑色系领涨品类中，焦煤、焦炭库存均处低位，螺纹钢库存也处于历史同期较低的分位水平。能化产品中，涨幅居前的纯碱库存处于41.5%的历史分位数。有色金属中，锌、铜6月涨幅居前，其全球交易所合计库存分别位于9.6%、4.1%的历史低位水平。

三问：库存周期下，值得关注的逻辑？低位库存，或意味着更高的胜率

以铜为例，低库存一方面意味着需求回暖时更高的商品价格弹性，另一方面也意味着更低的下行空间、能为价格提供底部支撑。2002年至今，铜价走高多发生在低库存时期；7次在低位库存时期铜价平均年化涨幅高达84%，而高库存时期仅为16%。而5次库存向下触及30%历史分位数时，随后半年间LME铜价跌幅均低于8%，回撤幅度相对有限。当下对经济需求较为敏感的商品中，焦煤、焦炭、铜、铝等库存均处于历史的相对低位。当下，焦煤、焦炭的主要港口库存分别处于21.6%、27.2%的历史分位数；铜、铝库存均以交易所库存为主，分别处于有数据以来9.8%和3.2%的历史分位水平。经济回暖的预期升温下，低库存商品的胜率优势或将逐步凸显。

### 周度回顾：美国经济仍显韧性、欧美央行频频放鹰，人民币汇率急跌（2023/06/24-2023/07/01）

股票市场：全球主要股指普遍上涨，美股领涨。发达国家股指中，法国CAC40、标普500、纳斯达克指数、道琼斯工业指数和德国DAX领涨，分别上涨3.3%、2.3%、2.2%、2.0%和2.0%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率悉数上行。美国10Y国债收益率上行7.00bp至3.81%，德国10Y国债收益率上行7.00bp至2.43%；意大利、法国、英国和日本10Y国债收益率分别上行7.30bp、4.90bp、2.58bp和1.90bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元贬值。加元、日元和英镑兑美元分别贬值0.49%、0.44%和0.16%，仅欧元和挪威克朗兑美元分别上涨0.18%和0.81%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值1.02%、0.71%至7.2523、7.2677。

商品市场：大宗商品价格涨跌分化，原油上涨，贵金属和有色下跌，黑色多数上涨，农产品涨跌分化。钢厂利润修复、铁水产量继续升高，叠加高温天气，焦煤价格有支撑；美国多重经济数据超预期、美元走强，贵金属延续回落。

### 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：“低库存”下的投资机遇	4
一问：年初以来商品价格的走势？整体表现疲弱，6月以来部分品类止跌回暖	4
二问：近期相对强势的商品特征？除汇率与供给扰动外，多数库存处于低位	6
三问：库存周期下，值得关注的逻辑？低位库存，或意味着更高的胜率	8
二、大类资产高频跟踪（2023/06/24-2023/07/01）	10
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨	10
（二）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率悉数上涨	12
（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值	12
（四）大宗商品市场追踪：原油上涨，贵金属、有色下跌，黑色和农产品涨跌分化	13
风险提示	15

## 图表目录

图表 1：年初以来，除黄金外大宗商品价格普跌	4
图表 2：6月以来，南华商品价格指数明显反弹	4
图表 3：南华商品各类别权重	4
图表 4：6月以来，黑色、能化、有色均出现止跌迹象	4
图表 5：6月黑色系普涨，铁矿石、焦炭等领涨	5
图表 6：黑色系5月底已跌至底部、6月反弹	5
图表 7：6月能化产品多数上涨，原油、玻璃、纯碱领涨	5
图表 8：年初以来，能化产品价格分化明显	5
图表 9：6月有色金属价格均实现不同程度上涨	5
图表 10：锡、锌和铜率先止跌反弹、并在6月领涨	5
图表 11：在岸、离岸人民币快速贬值	6
图表 12：国内外的原油价格走势分化	6
图表 13：我国是铁矿石进口第一大国	6
图表 14：铁矿石国内现货价格涨幅大于进口价格涨幅	6
图表 15：今年玻璃产量位于最近五年同期的相对低位	7
图表 16：年初以来，玻璃产量维持负增速	7
图表 17：缅甸是我国锡矿的最主要进口国	7
图表 18：年初以来，智利铜矿产量受到扰动	7
图表 19：螺纹钢库存处于历史同期的低位	7
图表 20：纯碱库存位于五年内同期的相对低位	7
图表 21：今年以来，锌全球库存持续低于前四年同期	8
图表 22：铜全球库存从3月开始去库至历史低位	8
图表 23：铜价上涨时期，低库存周期和高库存周期划分	8
图表 24：低库存时期的铜价涨幅更显著	8
图表 25：2004年经济繁荣叠加低库存，铜价涨幅大	8
图表 26：2020年国内经济企稳复苏，低库存支撑铜价	8

图表 27: 低库存的继续去化给铜价以底部支撑.....	9
图表 28: 库存分位下破 30%后, 铜价下行空间相对有限.....	9
图表 29: 库存低位的工业金属值得关注.....	9
图表 30: 今年 3、4 月旺季焦炭港口库存维持低位.....	9
图表 31: 焦煤库存有所回升, 但仍处历史低位.....	10
图表 32: 低位的铜铝交易所库存仍在不断去化.....	10
图表 33: 当周, 发达国家股指全线上涨.....	11
图表 34: 当周, 新兴市场股指涨跌分化.....	11
图表 35: 当周, 美股行业全线上涨.....	11
图表 36: 当周, 欧元区行业悉数上涨.....	11
图表 37: 当周, 恒生指数全线上涨.....	11
图表 38: 当周, 恒生行业多数上涨.....	11
图表 39: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率悉数上行.....	12
图表 40: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行.....	12
图表 41: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化.....	12
图表 42: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率涨跌分化.....	12
图表 43: 当周, 美元指数上涨, 多数货币兑美元贬值.....	13
图表 44: 当周, 英镑、欧元兑美元涨跌分化.....	13
图表 45: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌.....	13
图表 46: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元兑美元均贬值.....	13
图表 47: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币升值.....	13
图表 48: 当周, 人民币兑美元贬值.....	13
图表 49: 当周, 商品价格走势涨跌分化.....	14
图表 50: WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....	14
图表 51: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨.....	14
图表 52: 当周, 铜铝价格下跌.....	15
图表 53: 当周, 通胀预期升温.....	15
图表 54: 当周, 黄金、白银价格均下跌.....	15
图表 55: 当周, 10Y 美债实际收益率上涨.....	15

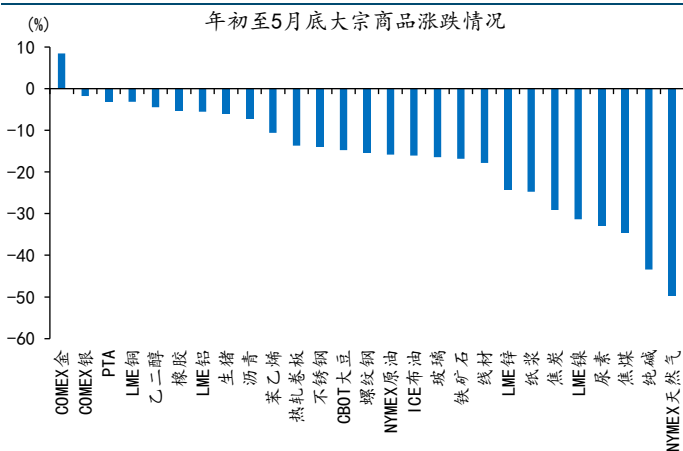
6月以来，部分大宗商品一改年初以来颓势、相继企稳反弹。近期相对强势品种有哪些，释放的市场信号？有哪些投资逻辑值得继续关注？本文分析，可供参考。

## 一、热点思考：“低库存”下的投资机遇

### 一问：年初以来商品价格的走势？整体表现疲弱，6月以来部分品类止跌回暖

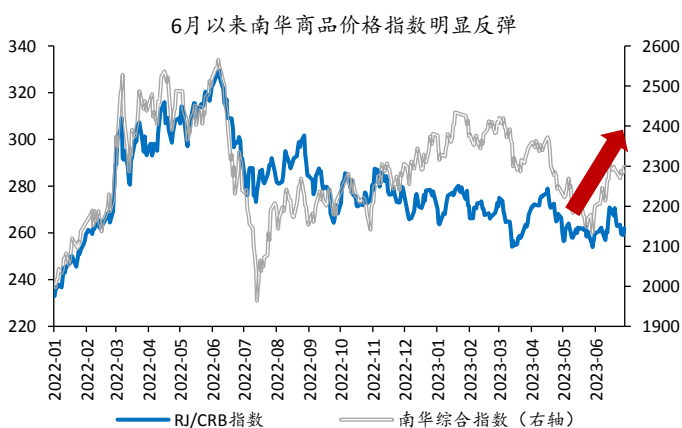
年初以来，大宗商品表现疲弱，除黄金外悉数下跌；6月以来，南华综合指数止跌回暖。年初至5月31日，大宗商品表现普遍较弱，仅COMEX金上涨8.5%，其他品类悉数下跌；其中，纯碱、NYMEX天然气和LME镍领涨，涨幅分别达42.1%、38.0%和32.1%。6月以来，海外商品维持震荡的同时，国内大宗商品已在企稳反弹，南华综合指数涨幅高达7.7%。拆解来看，黑色系、农产品、能化产品以及有色金属在本轮中均止跌回暖，涨幅分别达10.5%、7.5%、5.6%和3.4%。

图表1：年初以来，除黄金外大宗商品价格普跌



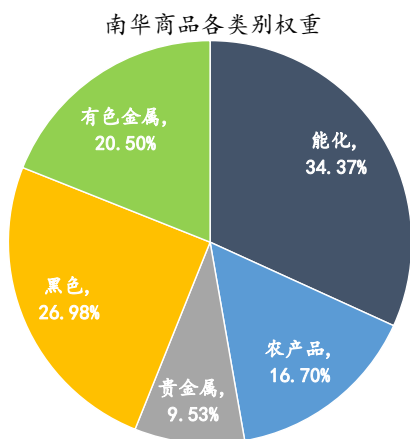
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：6月以来，南华商品价格指数明显反弹



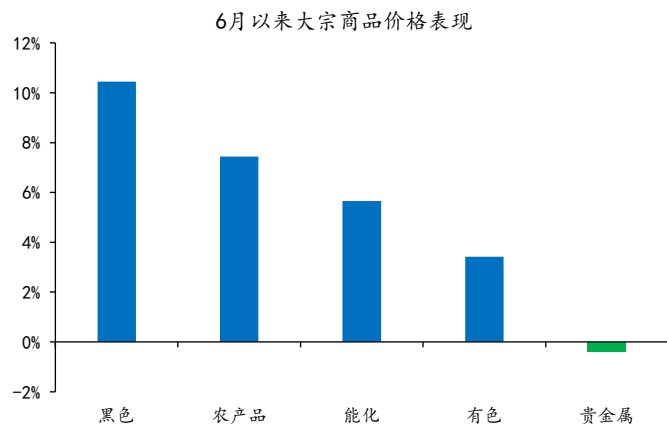
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：南华商品各类别权重



来源：Wind，国金证券研究所

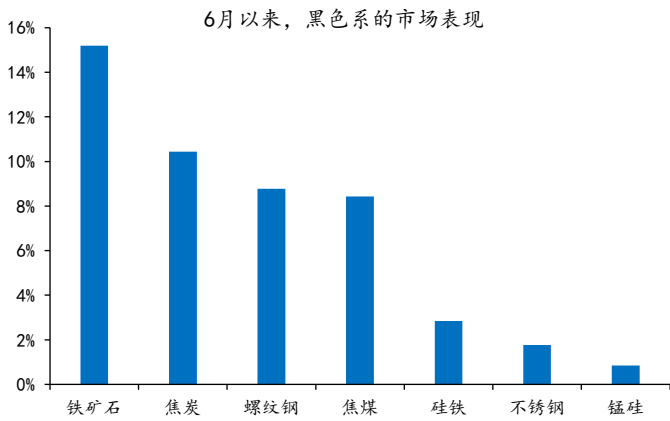
图表4：6月以来，黑色、能化、有色均出现止跌迹象



来源：Wind，国金证券研究所

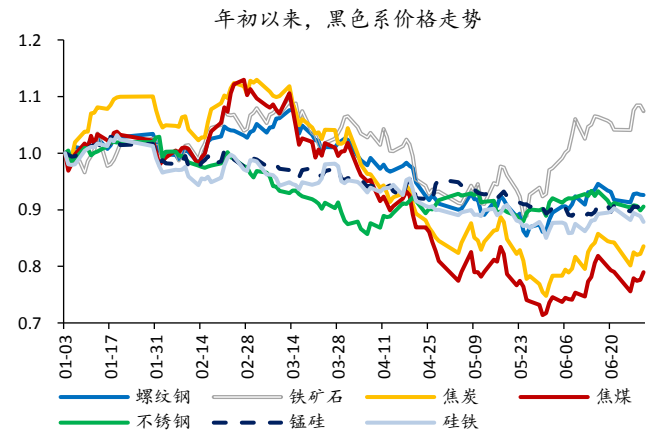
细分市场来看，黑色系商品中铁矿石、焦炭、焦煤、螺纹钢表现较为突出。年初以来，焦煤、焦炭的下跌幅度远超其他品种，在6月反弹的行情中表现也更为强劲；具体而言，铁矿石、焦炭、螺纹钢和焦煤领涨，分别上涨15.2%、10.4%、8.8%和8.4%。不锈钢、锰硅和硅铁的6月相对滞涨，分别小幅变动了2.8%、1.8%和0.8%。

图表5: 6月黑色系普涨, 铁矿石、焦炭等领涨



来源: Wind, 国金证券研究所

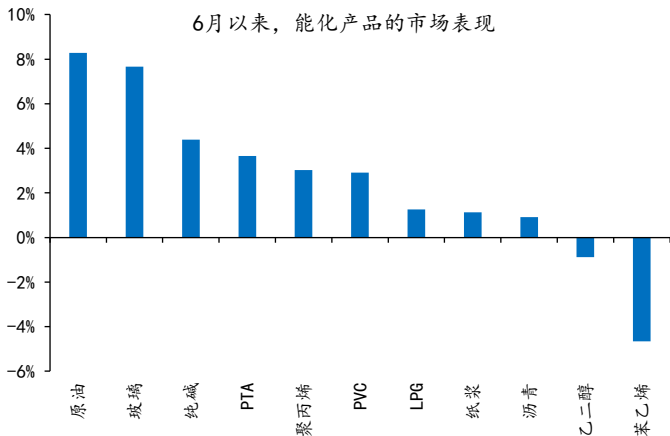
图表6: 黑色系5月底已跌至底部, 6月反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

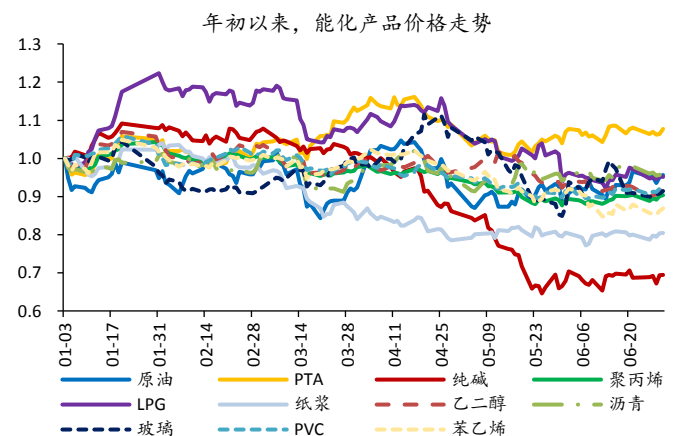
能化产品中, 原油、玻璃、纯碱领涨。年初至今, 多数能化产品价格从4月中旬开始承压; 6月上中旬, 除乙二醇、苯乙烯外, 能化产品集体反弹, 随后维持窄幅震荡格局。其中, 原油、玻璃和纯碱涨幅居前, 分别上涨了8.3%、7.7%和4.4%。

图表7: 6月能化产品多数上涨, 原油、玻璃、纯碱领涨



来源: Wind, 国金证券研究所

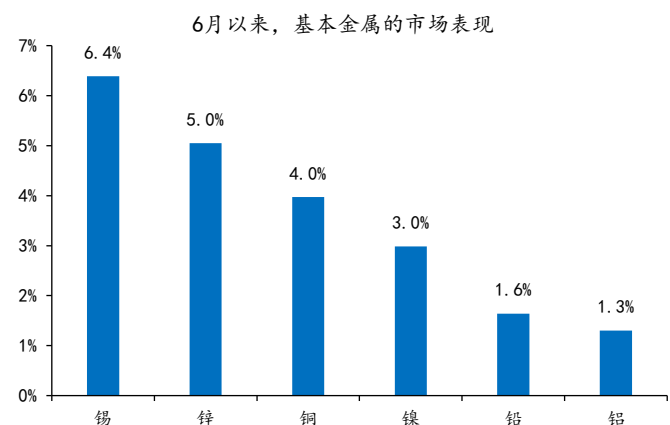
图表8: 年初以来, 能化产品价格分化明显



来源: Wind, 国金证券研究所

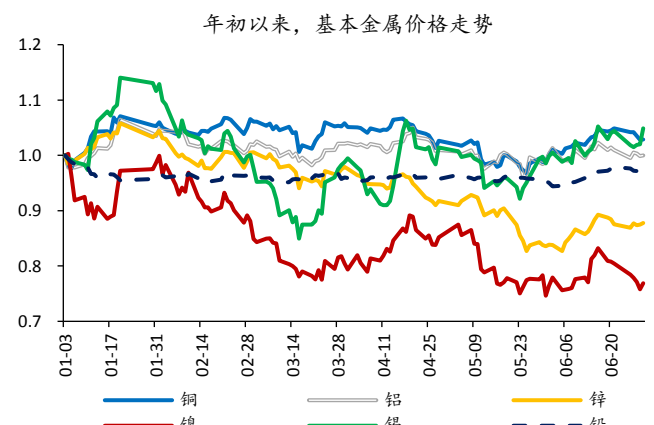
有色金属中, 锡、锌、铜市场表现最优。4月中旬至5月底, 有色金属价格均大幅下行至年初以来的相对低位; 进入6月后, 有色金属板块集体呈现出触底回升的态势。其中, 锡、锌和铜率先在5月25日止跌、随后开启反弹, 这三种商品在本轮行情中涨幅领先, 6月以来分别上涨了6.4%、5.1%和4.0%; 铝和铅的价格表现则相对弱势、涨幅皆低于2%。

图表9: 6月有色金属价格均实现不同程度上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 锡、锌和铜率先止跌反弹, 并在6月领涨



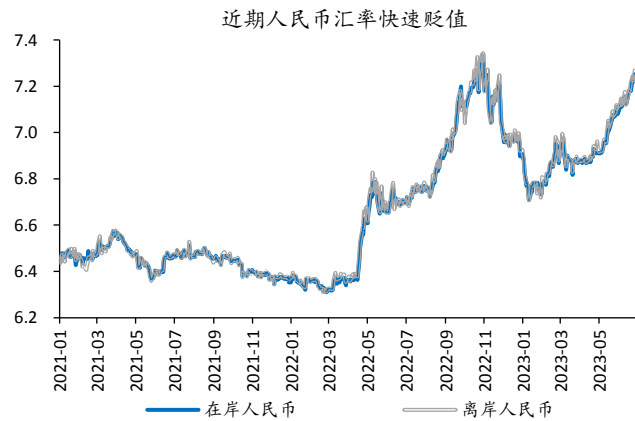
来源: Wind, 国金证券研究所



二问：近期相对强势的商品特征？除汇率与供给扰动外，多数库存处于低位

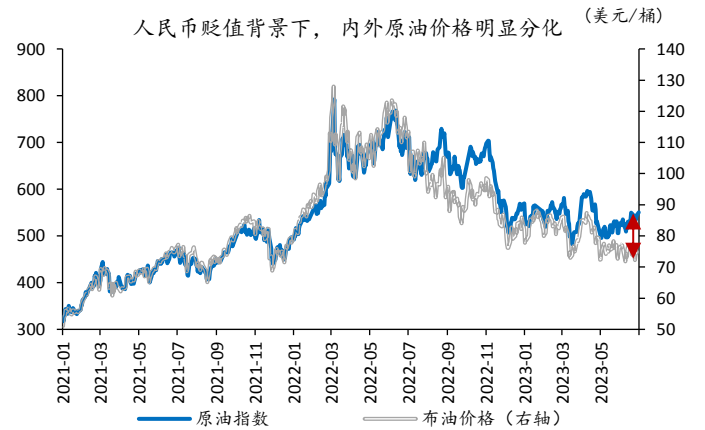
近期人民币汇率的快速贬值，是原油、铁矿石等高度依赖进口商品大涨的解释之一。6月以来，在岸、离岸人民币分别大幅贬值2.0%、2.1%至7.25、7.27，被动推升了部分进口依赖较高的商品价格。1) 6月国内原油和布伦特原油的价格走势明显分化，截至6月30日，国内原油价格较5月31日大幅上涨7.7%，而布伦特原油则震荡走平，内外原油价格明显分化。2) 作为占全球69%铁矿石进口规模的第一进口国，我国的铁矿石价格同样易受人民币急贬的影响，6月人民币计价的国内铁矿石较美元计价的进口品涨幅更大。

图表11：在岸、离岸人民币快速贬值



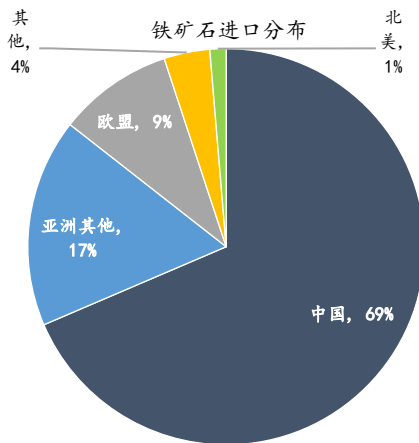
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：国内外的原油价格走势分化



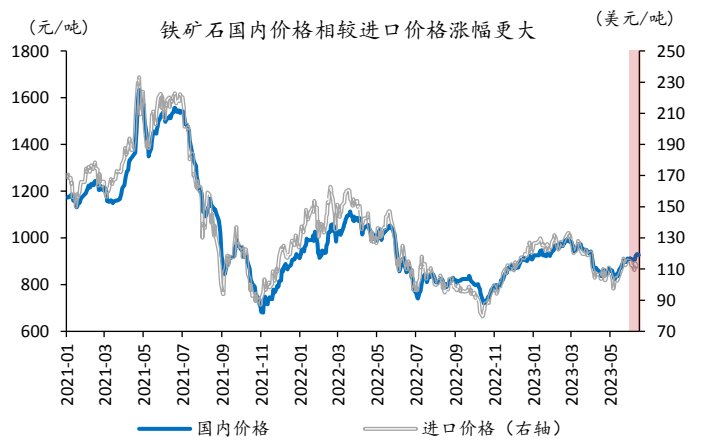
来源：Wind，国金证券研究所

图表13：我国是铁矿石进口第一大国



来源：Wind，国金证券研究所

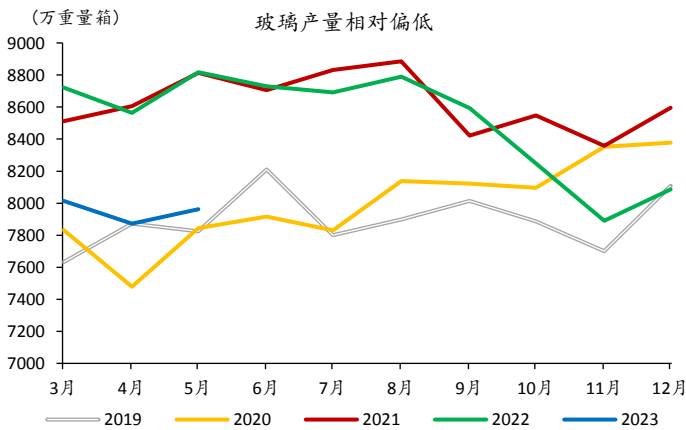
图表14：铁矿石国内现货价格涨幅大于进口价格涨幅



来源：Wind，国金证券研究所

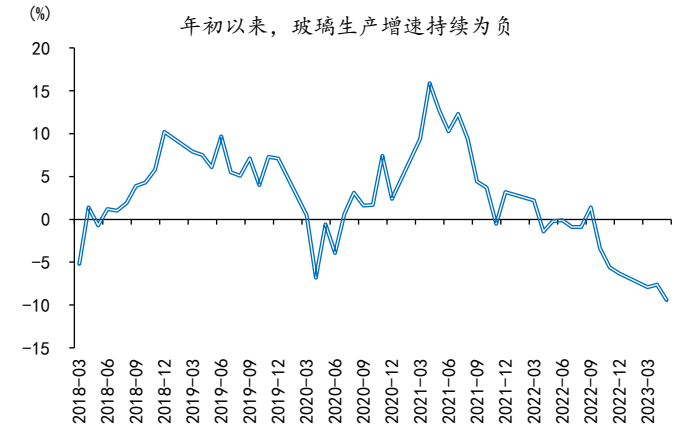
供给端扰动也是部分大宗商品价格反弹的驱动；6月以来，玻璃、锡等商品的供给冲击，对其价格形成明显支撑。去年10月以来，玻璃生产增速从-3.4%下滑至-9.4%、持续为负；年内产量也持续偏低，对玻璃价格形成明显支撑。锡价和铜价则受到了主要进口国减产的影响：1) 缅甸是我国锡矿最主要的进口来源国，2022年占比高达77%；近期缅甸低邦政府下发禁矿令，供给端扰动明显加剧。2) 我国铜矿供给对智利、秘鲁依赖较高，其中智利由于铜业压缩支出与铜矿品味下降，供给水平远低于疫情前，1-4月产量较2020年同期下跌11.1%；秘鲁方面的抗议活动也危及30%左右的铜矿产量。

图表15: 今年玻璃产量位于最近五年同期的相对低位



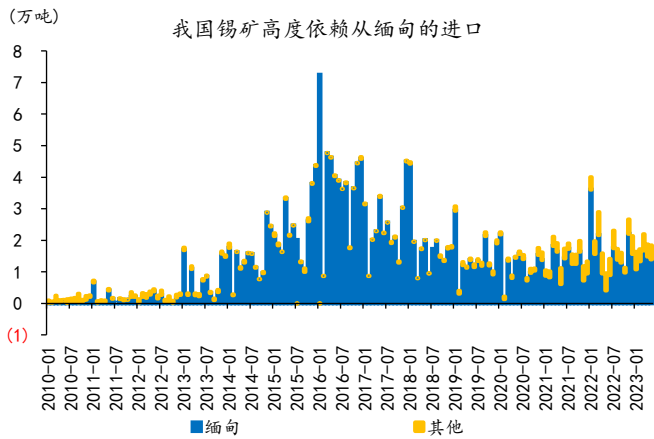
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 年初以来, 玻璃产量维持负增速



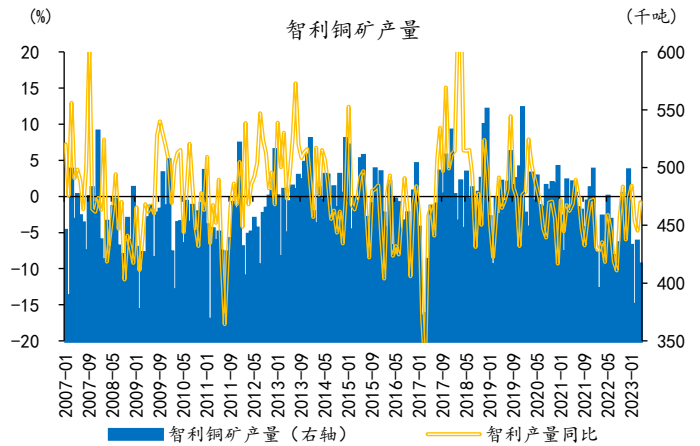
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 缅甸是我国锡矿的最主要进口国



来源: Wind, 国金证券研究所

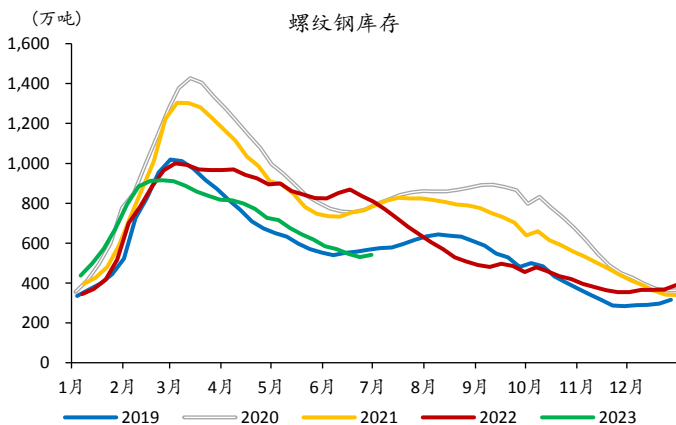
图表18: 年初以来, 智利铜矿产量受到扰动



来源: Wind, 国金证券研究所

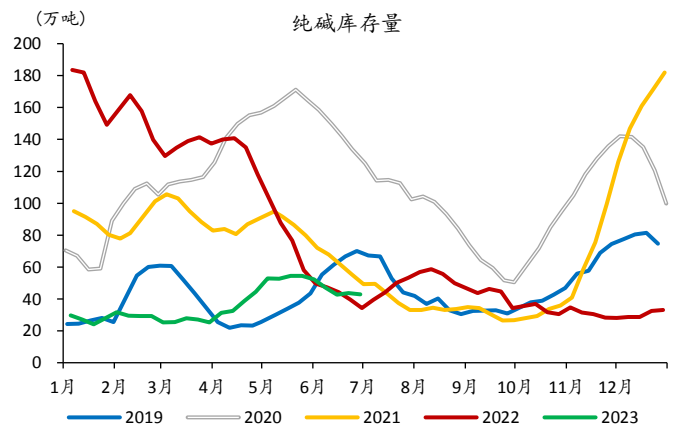
除汇率与供给扰动外, 库存处于相对低位是近期多数强势品种最为鲜明的共性特征。第一, 黑色系商品中, 焦煤、焦炭的港口库存分别位于 21.6%、27.2% 的历史分位数, 螺纹钢的国内库存也处于历史同期较低的分位水平, 三类商品均在 6 月领涨, 涨幅分别达到 11.7%、10.1% 和 7.5%。第二, 能化产品中, 涨幅居前的纯碱库存处在 41.5% 的历史分位数, 6 月涨幅高达 4.4%。第三, 有色金属中, 锌、铜的 6 月涨幅居前, 分别上涨了 5.0%、4.0%, 其全球交易所合计库存分别位于 9.6%、4.1% 的历史低位水平。

图表19: 螺纹钢库存处于历史同期的低位



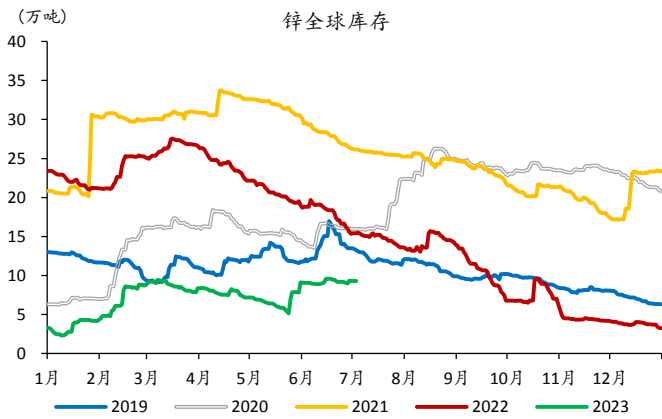
来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 纯碱库存位于五年内同期的相对低位

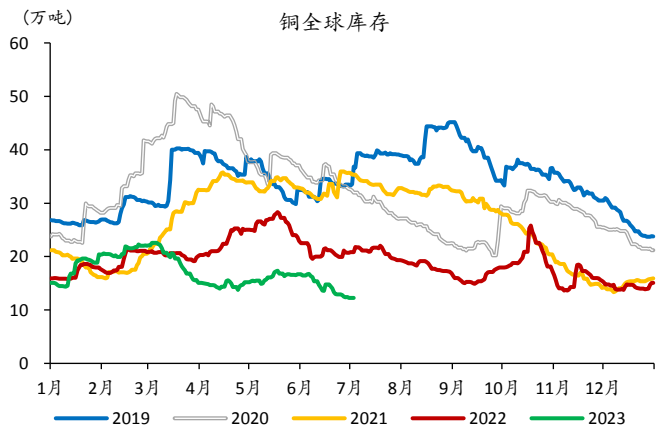


来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 今年以来, 锌全球库存持续低于前四年同期



图表22: 铜全球库存从3月开始去库至历史低位



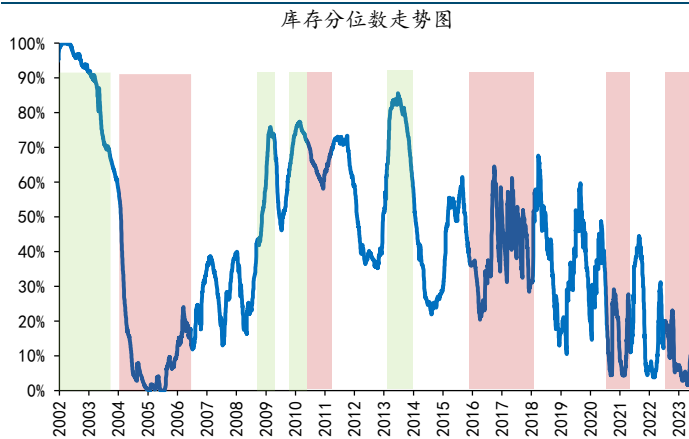
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 库存周期下, 值得关注的逻辑? 低位库存, 或意味着更高的胜率

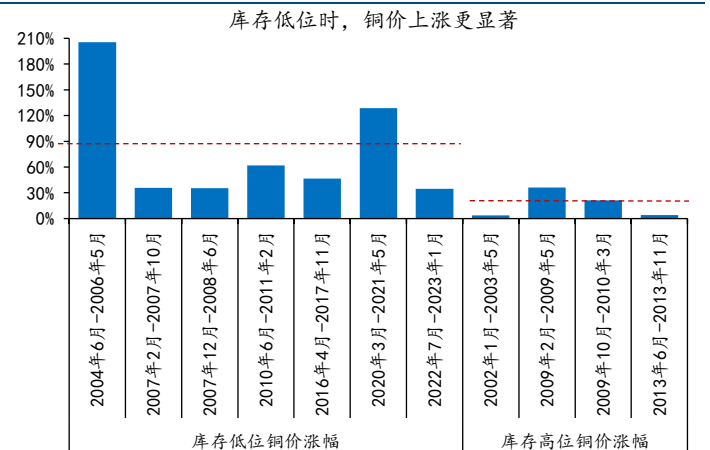
以铜为例, 低库存往往意味着更高的商品价格弹性; 回溯历史, 库存低位时, 一旦国内复苏势能增强或海外开始转向货币宽松, 铜价便会呈现出较高的弹性。按照库存历史分位划分出低库存和高库存的不同时段, 我们发现: 1) 2002 年至今, 铜价走高多发生在低库存时期。2) 低库存时期, 铜价涨幅更具弹性, 7 次铜低位库存时期的平均年化涨幅高达 84%, 而高库存时期的平均年化涨幅仅 16%。如 2004 年 6 月至 2006 年 5 月、2020 年 3 月至 2021 年 5 月, 政策刺激经济企稳回升期间, 铜价涨幅分别高达 205.4%、128.6%。

图表23: 铜价上涨时期, 低库存周期和高库存周期划分



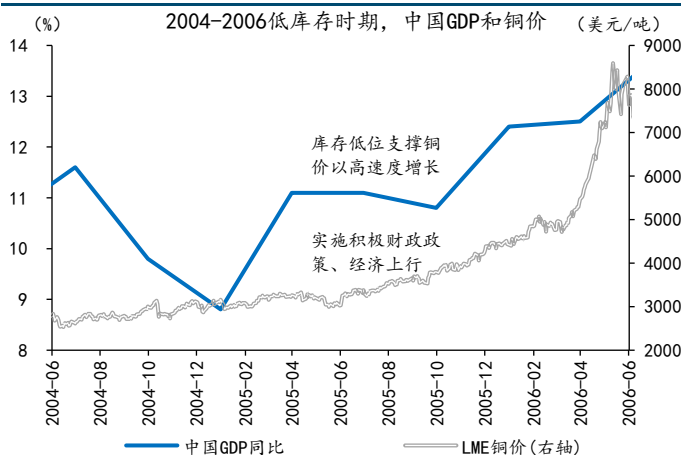
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 低库存时期的铜价涨幅更显著



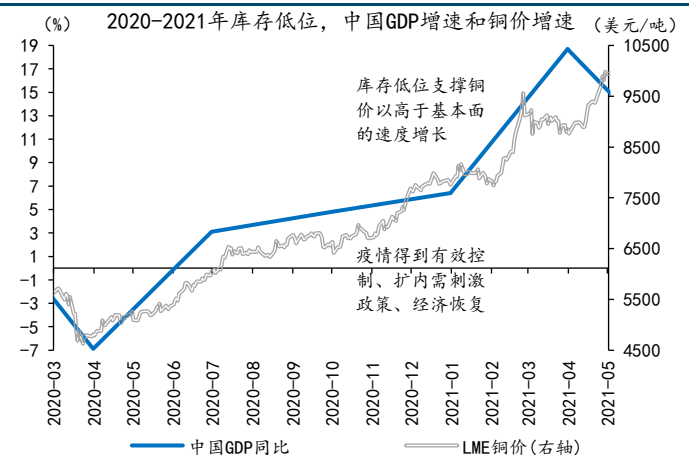
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 2004 年经济繁荣叠加低库存, 铜价涨幅大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 2020 年国内经济企稳复苏, 低库存支撑铜价

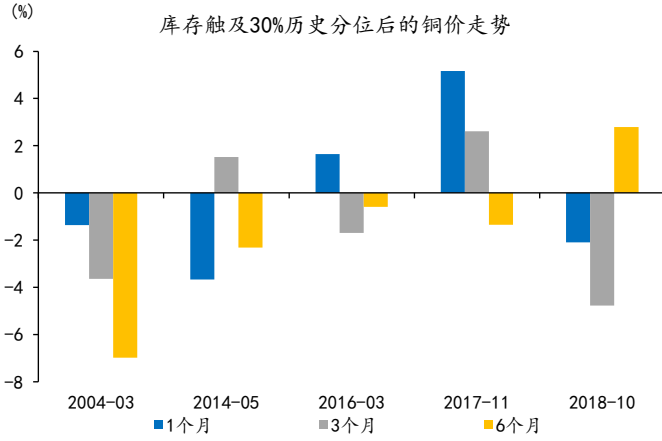


来源: Wind, 国金证券研究所



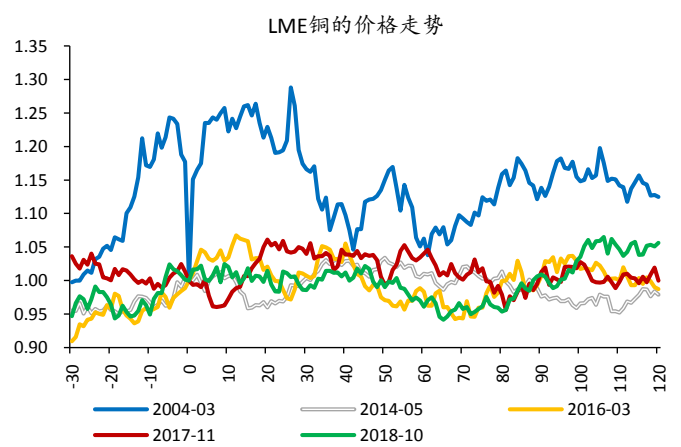
同时，低库存还意味着更小的下行空间、能为价格提供一定的底部支撑。2002 年以来，铜的三大交易所库存分别在 2004 年 3 月 8 日、2014 年 5 月 15 日、2016 年 3 月 2 日、2017 年 11 月 28 日和 2018 年 10 月 1 日向下触及 30%历史分位，在随后的 6 个月中，铜价的最大跌幅分别为 7.0%、2.3%、0.6%、1.4%、6.7%，回撤幅度相对有限。

图表27: 低库存的继续去化给铜价以底部支撑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

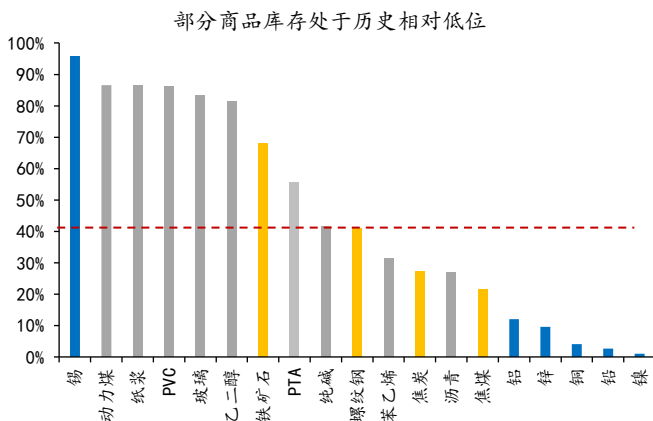
图表28: 库存分位下破 30%后, 铜价下行空间相对有限



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

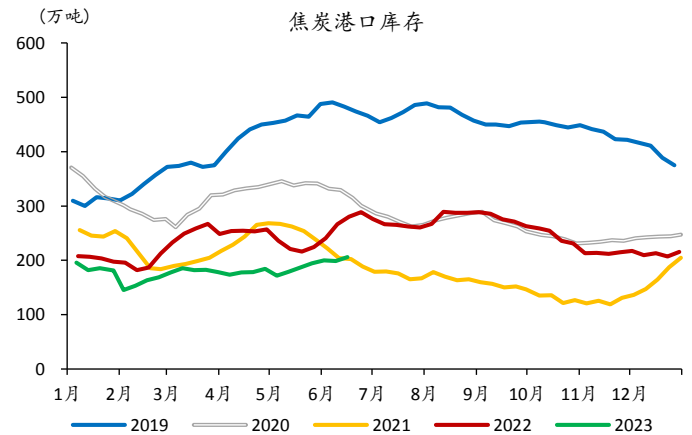
当下对经济需求较为敏感的商品中，焦煤、焦炭、铜、铝等库存均处于历史的相对低位；经济回暖的预期升温下，库存低位的大宗商品或拥有较大的上行动能。焦煤方面，国内 230 家独立焦化厂合计库存 713.2 万吨、六大港口库存合计 215.5 万吨，分别处于 2013 年以来 28.3%、21.6% 的历史分位数。焦炭方面，我国出口较多，截至 6 月 30 日，港口库存合计 219 万吨，处于 2011 年以来 27.2% 的分位数。铜、铝库存均以交易所库存为主，分别处于有数据以来 9.8% 和 3.2% 的历史分位水平。如果基本面企稳回暖、基建加速落地，企业或将陆续进入补库阶段，低库存商品的胜率优势将逐步凸显。

图表29: 库存低位的工业金属值得关注



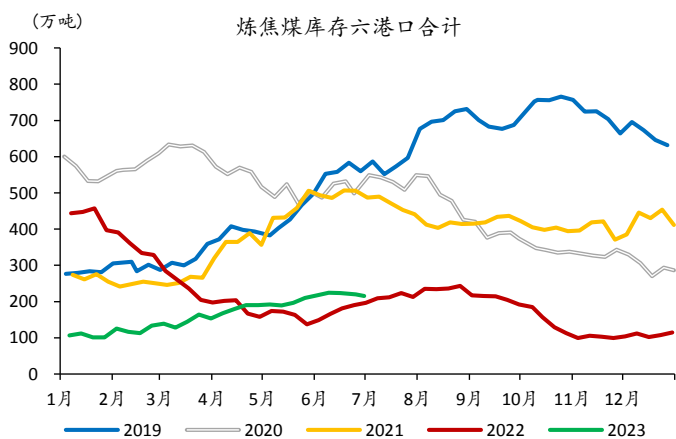
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 今年 3、4 月旺季焦炭港口库存维持低位

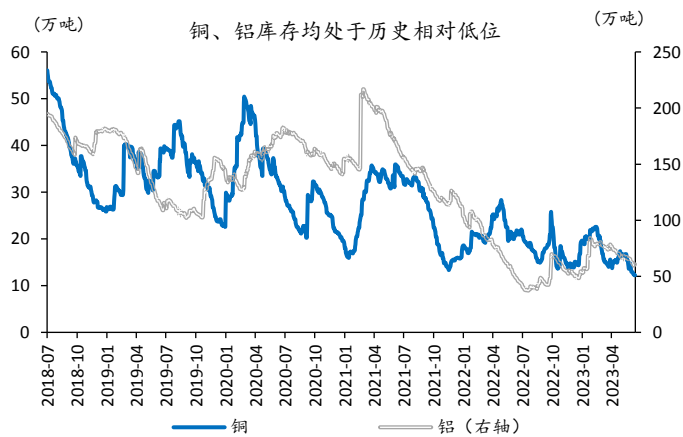


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31：焦煤库存有所回升，但仍处历史低位



图表32：低位的铜铝交易所库存仍在不断去化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

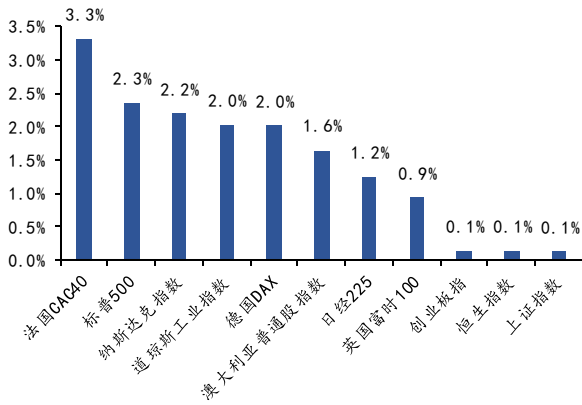
- 1) 年初以来，大宗商品表现疲弱，除黄金外悉数下跌；6月以来部分品类止跌回暖。黑色系、农产品、能化品以及有色金属均止跌回暖，涨幅分别达10.5%、7.5%、5.6%和3.4%。黑色系中铁矿石、焦炭、焦煤等表现突出，分别上涨15.7%、11.7%、10.1%；锰硅和硅铁相对疲软。能化品中，原油、玻璃和纯碱领涨，涨幅分别为8.3%、7.7%和4.4%；LPG、沥青等相对滞涨。有色金属中，锡、锌、铜率先止跌反弹，分别上涨6.4%、5.1%和4.0%；铝、铅则相对弱势。
- 2) 近期人民币汇率的快速贬值，是原油、铁矿石等高度依赖进口商品大涨的解释之一；供给端扰动也支撑了玻璃、锡等品类价格。除汇率与供给扰动外，库存处于相对低位是近期多数强势品种最为鲜明的共性特征。黑色系领涨品类中，焦煤、焦炭库存均处低位，螺纹钢库存也处于历史同期较低的分位水平。能化产品中，涨幅居前的纯碱库存处于41.5%的历史分位数。有色金属中，锌、铜6月涨幅居前，其全球交易所合计库存分别位于9.6%、4.1%的历史低位水平。
- 3) 以铜为例，低库存一方面意味着需求回暖时更高的商品价格弹性，另一方面也意味着更低的下行空间、能为价格提供底部支撑。2002年至今，铜价走高多发生在低库存时期；7次在低位库存时期铜价平均年化涨幅高达84%，而高库存时期仅为16%。而5次库存向下触及30%历史分位数时，随后半年间LME铜价跌幅均低于8%，回撤幅度相对有限。
- 4) 当下对经济需求较为敏感的商品中，焦煤、焦炭、铜、铝等库存均处于历史的相对低位。当下，焦煤、焦炭的主要港口库存分别处于21.6%、27.2%的历史分位数；铜、铝库存均以交易所库存为主，分别处于有数据以来9.8%和3.2%的历史分位水平。经济回暖的预期升温下，低库存商品的胜率优势或将逐步凸显。

## 二、大类资产高频跟踪（2023/06/24-2023/07/01）

### （一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨

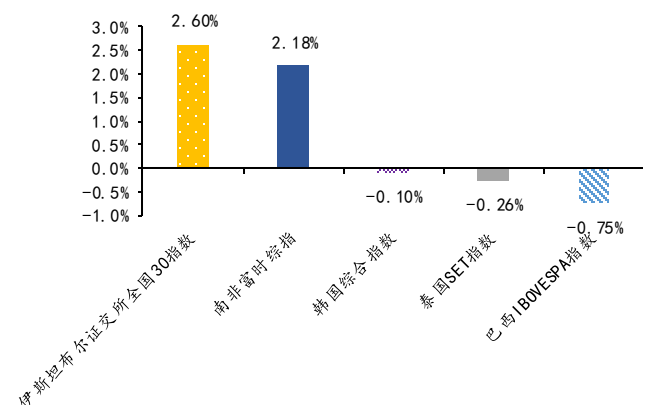
发达国家股指全线上涨，新兴市场股指涨跌分化。法国CAC40、标普500、纳斯达克指数、道琼斯工业指数和德国DAX领涨，分别上涨3.3%、2.3%、2.2%、2.0%和2.0%。伊斯坦布尔证交所全国30指数和南非富时综指分别上涨2.60%和2.18%，韩国综合指数、泰国SET指数和巴西IBOVESPA指数下跌，分别下跌0.10%、0.26%和0.75%。

图表33: 当周, 发达国家股指全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

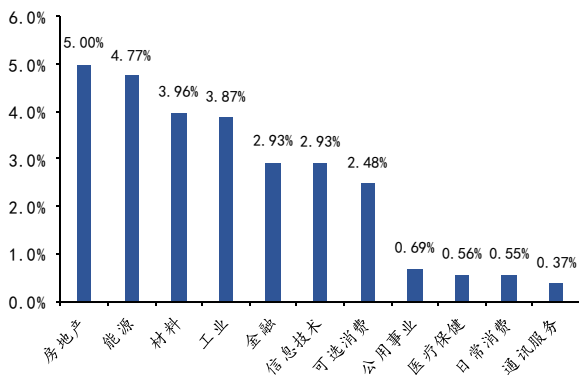
图表34: 当周, 新兴市场股指涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

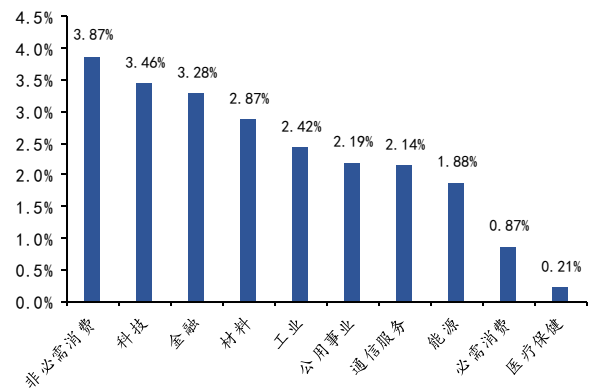
从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业全线上涨。其中房地产、能源、材料、工业和金融领涨, 分别上涨 5.00%、4.77%、3.96%、3.87%和 2.93%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业悉数上涨。其中非必需消费、科技、金融、材料和工业领涨, 分别上涨 3.87%、3.46%、3.28%、2.87%和 2.42%。

图表35: 当周, 美股行业全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

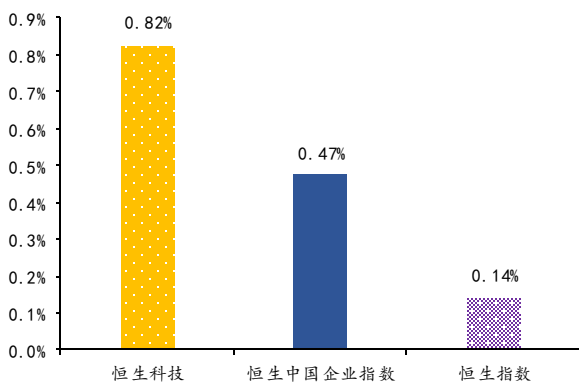
图表36: 当周, 欧元区行业悉数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

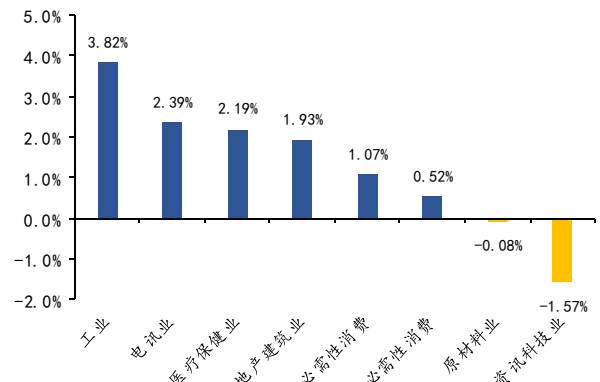
香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数和分别上涨 0.82%、0.47%和 0.14%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 其中工业、电讯业、医疗保健业、地产建筑业和必需性消费领涨, 分别上涨 3.82%、2.39%、2.19%、1.93%和 1.07%。

图表37: 当周, 恒生指数全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 当周, 恒生行业多数上涨

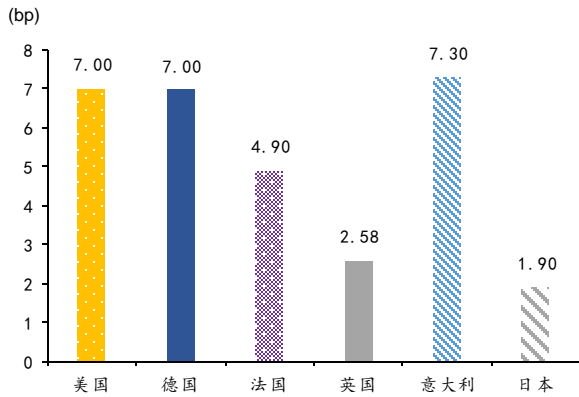


来源: Wind, 国金证券研究所

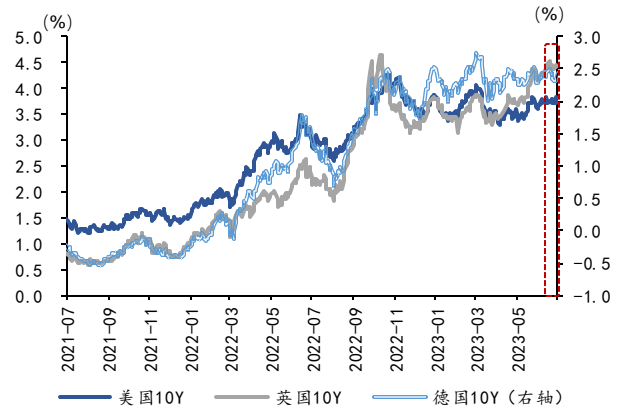
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率悉数上涨

发达国家 10 年期国债收益率悉数上行。美国 10Y 国债收益率上行 7.00bp 至 3.81%，德国 10Y 国债收益率上行 7.00bp 至 2.43%；意大利、法国、英国和日本 10Y 国债收益率分别上行 7.30bp、4.90bp、2.58bp 和 1.90bp。

图表39：当周，主要发达国家 10Y 国债收益率悉数上行



图表40：当周，美德英 10Y 收益率均上行

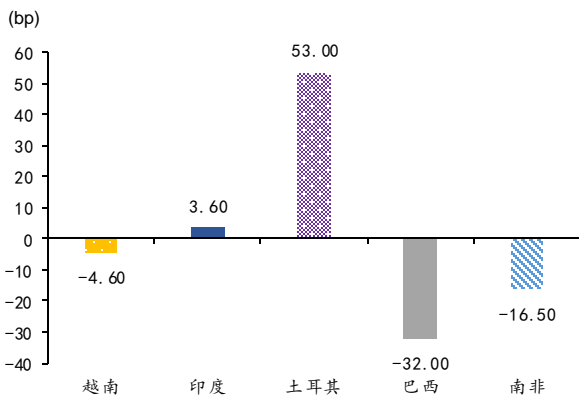


来源：Wind，国金证券研究所

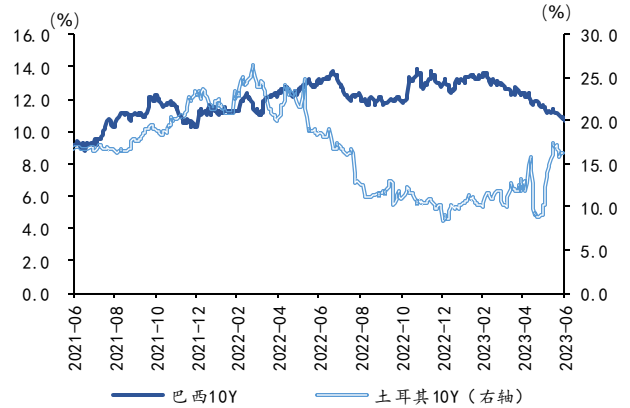
来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率上行 53.00bp 至 16.34%，巴西 10Y 国债收益率下行 32.00bp 至 10.66%；越南和南非 10Y 国债收益率分别下行 4.60bp 和 16.50bp，印度上行 3.60bp。

图表41：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化



图表42：当周，土耳其、巴西 10Y 利率涨跌分化



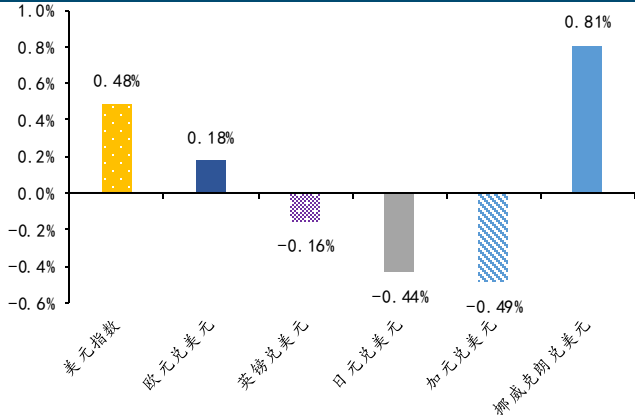
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值

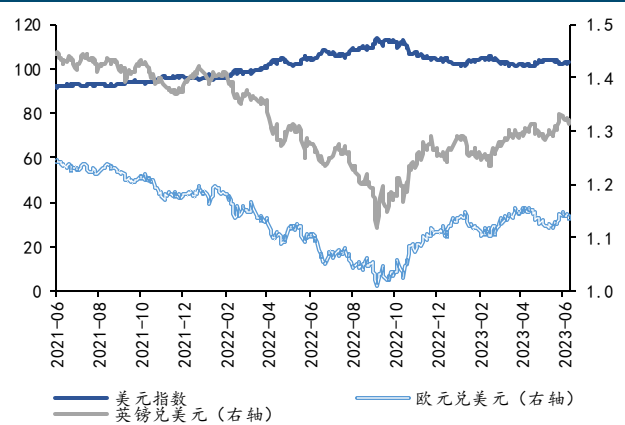
美元指数走强，本周上涨 0.48% 至 102.3788。加元、日元和英镑兑美元分别贬值 0.49%、0.44% 和 0.16%，仅欧元和挪威克朗兑美元分别上涨 0.18% 和 0.81%。主要新兴市场兑美元汇率多数下跌，菲律宾比索和印度卢比兑美元分别升值 0.70% 和 0.03%，土耳其里拉、雷亚尔和韩元兑美元分别贬值 1.71%、0.57% 和 0.06%。

图表43: 当周, 美元指数上涨, 多数货币兑美元贬值



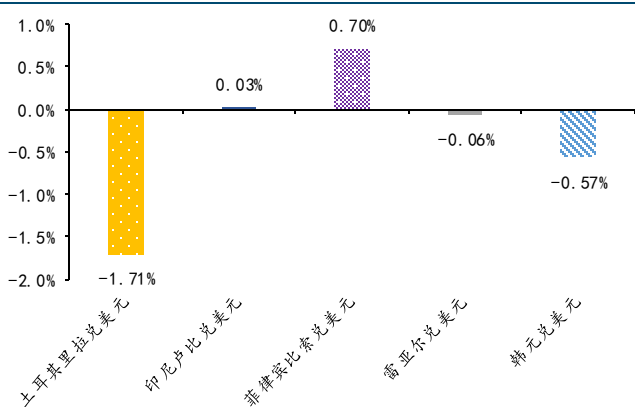
来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 当周, 英镑、欧元兑美元涨跌分化



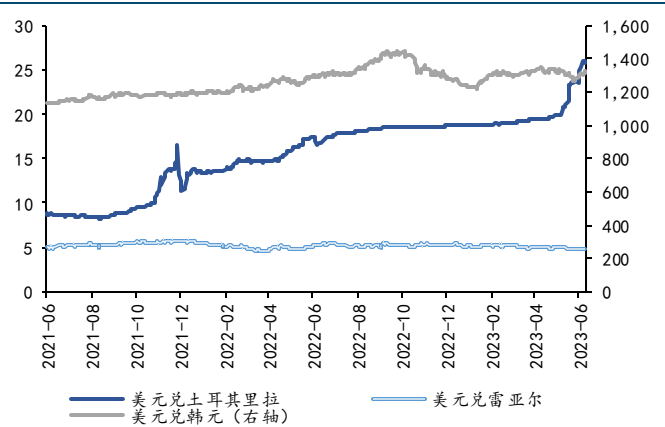
来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

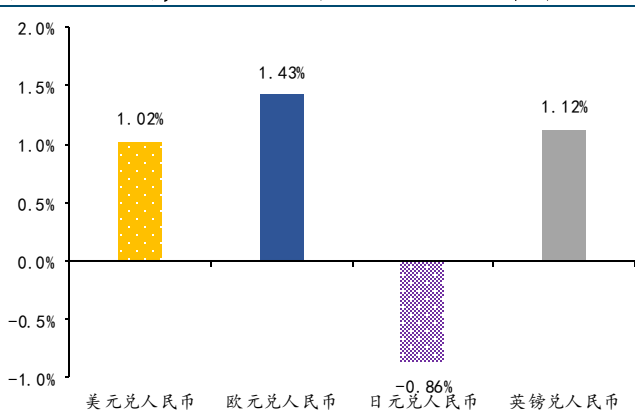
图表46: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元兑美元均贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 1.02%，兑欧元和英镑分别贬值 1.43% 和 1.12%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 730bp 至 7.2523，美元兑离岸人民币汇率上行 510bp 至 7.2677。

图表47: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油上涨, 贵金属、有色下跌, 黑色和农产品涨跌分化

原油上涨, 贵金属和有色价格均下跌, 黑色多数上涨, 农产品涨跌分化。其中, 焦煤、玻璃和 WTI 原油领涨, 分别上涨 8.29%、3.75% 和 2.14%; 生猪、LME 镍和 LME 铜领跌, 分



别下跌 7.40%、3.69%和 3.15%。钢厂利润修复、铁水产量继续升高，叠加高温天气，焦煤和铁矿石价格获得支撑；美国多重经济数据超预期、美元走强，贵金属延续回落。

图表49：当周，商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023-06-30	2023-06-23	2023-06-16	2023-06-09	2023-06-02
原油	WTI原油	2.14%	-3.65%	2.29%	-2.19%	-1.28%
	布伦特原油	1.42%	-3.60%	2.43%	-1.76%	-1.07%
贵金属	COMEX黄金	-0.57%	-1.85%	-0.16%	0.66%	-0.05%
	COMEX银	-1.89%	-2.92%	-2.01%	2.44%	2.81%
有色	LME铜	-3.15%	-1.14%	2.18%	0.60%	2.81%
	LME铝	-1.52%	-4.21%	0.18%	-1.03%	2.32%
	LME镍	-3.69%	-9.64%	7.89%	-0.12%	-0.12%
	LME锌	-0.21%	-4.34%	3.48%	3.51%	-0.64%
黑色	玻璃	3.75%	-4.91%	-2.29%	1.45%	-0.40%
	焦煤	8.29%	3.36%	16.88%	0.00%	-5.92%
	沥青	0.48%	0.59%	0.83%	-1.35%	2.02%
	铁矿石	1.21%	-1.14%	3.85%	2.74%	4.32%
	螺纹钢	-0.93%	-2.63%	9.23%	3.38%	-1.82%
农产品	生猪	-7.40%	-1.45%	0.03%	-2.15%	3.38%
	棉花	1.61%	-2.71%	-0.12%	2.85%	5.69%
	豆粕	-2.81%	4.17%	6.23%	4.00%	-1.86%
	豆油	1.62%	-1.47%	6.87%	3.00%	-3.71%

来源：Wind，国金证券研究所

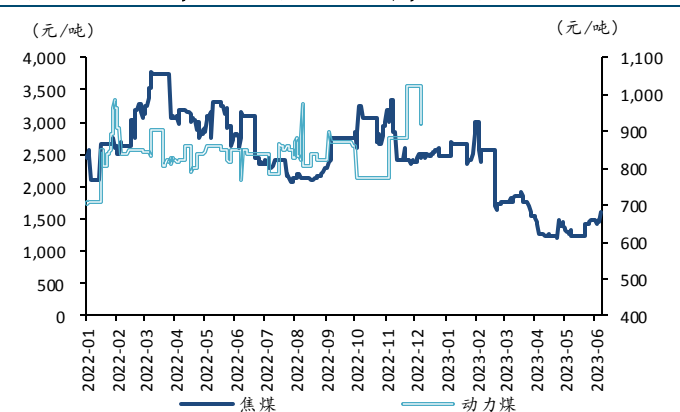
原油价格均上涨，黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 2.14%至 70.64 美元/桶，布伦特原油价格上涨 1.42%至 74.90 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨，焦煤价格上涨 8.29%至 1600 元/吨；铁矿石和沥青价格分别上涨 1.12%至 877 元/吨和 0.48%至 3800 元/吨，螺纹钢下跌 0.93%至 3709 元/吨。

图表50：WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

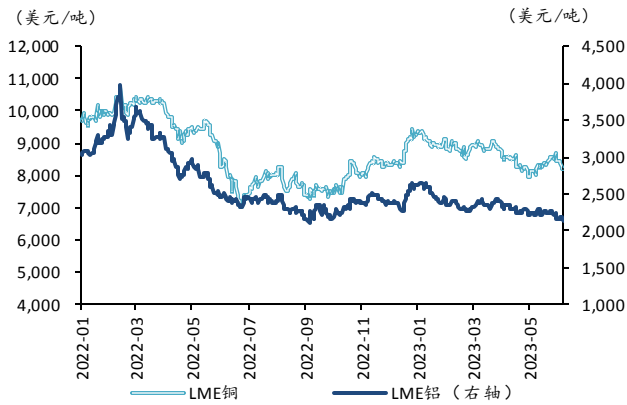
图表51：当周，动力煤价格持平，焦煤价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

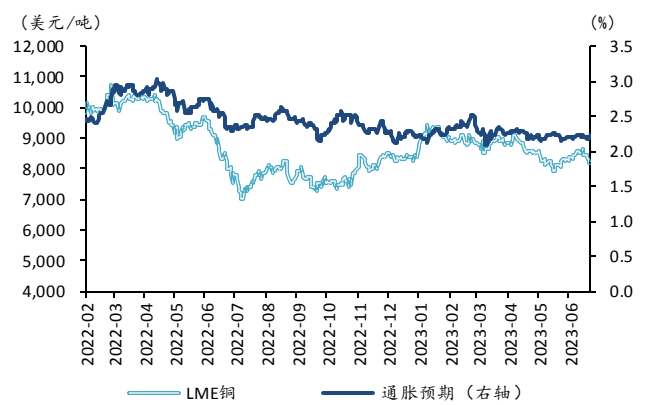
铜铝价格下跌，贵金属价格均下跌。LME 铜下跌 3.15%至 8208 美元/吨，LME 铝下跌 1.52%至 2141 美元/吨。通胀预期从前值的 2.21%上升至 2.22%。COMEX 黄金下跌 0.57%至 1909.90 美元/盎司，COMEX 银下跌 1.89%至 22.76 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.53%升至 3.59%。

图表52: 当周, 铜铝价格下跌



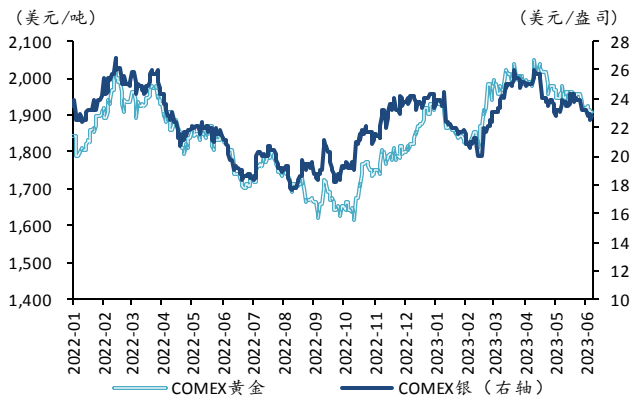
来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 当周, 通胀预期升温



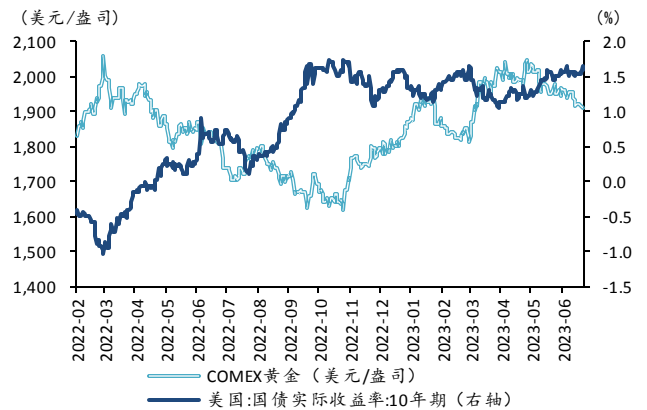
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 黄金、白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 10Y美债实际收益率上涨



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