

大类资产周报第2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

6月市场主线：国内博弈政策预期，海外聚焦经济韧性

6月以来，国内股市、商品止跌回暖，海外风险资产的行情继续演绎。市场主线逻辑及未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：6月市场主线，国内博弈政策预期，海外聚焦经济韧性

一问：国内市场的主线逻辑？弱现实下，预期边际回暖

6月以来，经济预期逐渐底部企稳；国内股市、大宗商品均现止跌回暖，债市收益率亦低位企稳。国内制造业 PMI 连续2个月大幅低预期后，在6月边际回暖、持平于预期的49%；市场也在对经济进行预期调整：股市底部企稳，万得全A、恒生指数分别上涨1.6%、3.7%；各期限国债利率停止回调、低位震荡；南华黑色、有色分别反弹10.5%、3.4%。结构上来看，外资和内资的预期出现了一定分化。股市周期性板块领涨、驱动大盘企稳向好的同时，北上资金仍有外流，6月下旬外流88亿元，外资机构持股比例高的公司明显超跌。商品市场内外明显分化，南华综合指数大涨7.7%，主因内资定价的黑色系支撑；而CRB商品延续震荡。此外，人民币大幅贬值2.0%也反映了外资较差的预期。

二问：海外市场的主线逻辑？经济韧性仍在，紧缩预期升温

美国经济仍具韧性，服务业、地产、就业均超市场预期，提振全球风险偏好：第一，周期性板块相较防御性板块明显超涨，可选消费、工业等周期性行业领涨，分别大涨12.0%、11.2%。第二，美股由前期7大科技股独涨向普涨行情演绎，美股风险溢价进一步下行，标普500风险溢价下探至-0.9%。全球避险情绪趋弱，COMEX金下跌2.7%。

与此同时，市场的紧缩预期仍在升温；鲍威尔持续放鹰、叠加超预期的经济数据，美联储7月和9月加息预期明显升温，美债收益率快速上行。6月以来，市场加息预期明显上修；截至6月30日，美联储7月加息概率高达81.1%，9月的加息概率也从负数转正、升至24%。美债收益率也随之走高，10年期美债收益率大幅上行17bp、再破4%。

三问：7月市场焦点何在？国内聚焦政策，海外聚焦盈利

情绪演绎至极致后，市场或将向基本面回归；过往7月都是重要会议的时点，今年7月政策落地节奏与月底的政治局会议，或成市场博弈的关键。6月以来，前期快速弱化的市场情绪底部震荡；市场也逐步向基本面回归。过往年份，7月政治局会议均是影响市场后续趋势的重要窗口；当下稳增长政策备受瞩目，政策预期或为市场博弈焦点。

海外市场，在经济韧性持续显现的同时，二季度美股多数行业的盈利预期却遭下调，7月中旬披露的美股上市公司二季度业绩表现能否再超预期，或成市场博弈关键。此外，7月加息几成市场“一致预期”，但7月之后的加息路径市场仍存较大分歧，通胀、就业等数据仍是影响加息预期变动的关键焦点。

月度回顾：美国经济韧性仍在、紧缩预期再度升温，大宗商品止跌回暖（2023/06/01-2023/06/30）

股票市场：全球主要股指普遍上涨，日股领涨。发达国家股指中，日经225、纳斯达克指数、标普500、道琼斯工业指数和法国CAC40领涨，分别上涨7.5%、6.6%、6.5%、4.6%和4.3%。

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17.00bp至3.81%，德国10Y国债收益率上行15.00bp至2.43%；英国和法国分别上行23.03bp和8.00bp，仅意大利和日本分别下行10.30bp和2.20bp。

外汇市场：美元指数走弱，人民币兑美元贬值。日元、欧元和英镑兑美元分别升值3.56%、2.08%和2.01%，仅加元兑美元下跌2.39%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值2.00%、2.09%至7.2523、7.2677。

商品市场：原油、黑色悉数上涨，贵金属均下跌，有色、农产品价格涨跌分化。高温天气、厄尔尼诺扰动，叠加国内政策预期升温，大宗商品价格有支撑，黑色煤炭类领涨；美国经济韧性较强，全球避险情绪走弱，贵金属回落。

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、6月市场主线，国内博弈政策预期，海外聚焦经济韧性.....	5
一问：国内市场的主线逻辑？弱现实延续，强预期已起.....	5
二问：海外市场的主线逻辑？经济韧性仍在，紧缩预期升温.....	7
三问：7月市场焦点何在？国内聚焦政策预期，海外博弈二季度盈利.....	9
二、大类资产高频跟踪（2023/06/01-2023/06/30）.....	11
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨.....	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、黑色上涨，贵金属下跌，有色、农产品涨跌分化.....	15
三、报告精选.....	17
（一）“进击”的日股 VS “弱势”的日元？.....	17
（二）“低库存”下的投资机遇？.....	19
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：6月，国内制造业 PMI 边际回升、持平于预期.....	5
图表 2：6月，A股、港股主要股指底部企稳.....	5
图表 3：6月国内债市普遍底部震荡.....	5
图表 4：6月以来，国内黑色和有色价格止跌反弹.....	5
图表 5：海外对国内基本面持有相对消极的判断.....	6
图表 6：外资持股占比高的 A 股公司 6 月跌幅居前.....	6
图表 7：6月 A 股周期性板块表现优于防御性板块.....	6
图表 8：国内和国外大宗商品价格显著分化.....	6
图表 9：今年 6 月我国各大城市面临高温天气.....	6
图表 10：高温天气下，煤炭、家电和饮料等板块上涨.....	6
图表 11：国内动力煤价格上涨.....	7
图表 12：近期 ONI 显示，全球范围内厄尔尼诺已出现.....	7
图表 13：敏感的地产部门保持持续复苏势头.....	7
图表 14：5 月美国制造业、服务业 PMI 均超预期.....	7
图表 15：美国劳动力市场仍然紧张.....	7
图表 16：6 月美国市场风险偏好明显提振.....	7
图表 17：相较防御性板块，周期性板块表现更好.....	8
图表 18：6 月，美股从前期的 7 大科技独涨转向普涨.....	8
图表 19：美股股指风险溢价下行.....	8
图表 20：本月贵金属表现趋弱.....	8
图表 21：6 月，美联储紧缩预期仍不断升温.....	9
图表 22：6 月美债收益率持续上行.....	9
图表 23：6 月以来，市场情绪底部企稳、仍在震荡.....	9

图表 24:	前期, 上证指数涨跌主要由情绪驱动	9
图表 25:	每年 7 月政治局会议将部署下半年经济工作	10
图表 26:	关注产业、地产和消费等领域政策	10
图表 27:	2022 年央行带头创设 7399 亿元金融工具	10
图表 28:	政策性、开发性银行贷款去年增幅较大	10
图表 29:	3 月始, 科技属性突出的纳指 EPS 增速回升	10
图表 30:	纳指 EPS 的上升主要归功于科技龙头	10
图表 31:	二季度美股多数行业的盈利预期遭下调	11
图表 32:	美联储加息路径仍为市场博弈焦点	11
图表 33:	本月, 发达国家股指全线上涨	12
图表 34:	本月, 新兴市场股指涨跌分化	12
图表 35:	本月, 美股行业全线上涨	12
图表 36:	本月, 欧元区行业多数上涨	12
图表 37:	本月, A 股市场上行为主	12
图表 38:	本月, A 股行业涨跌分化	12
图表 39:	本月, 恒生指数全线上涨	13
图表 40:	本月, 恒生行业多数上涨	13
图表 41:	本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行	13
图表 42:	本月, 美德英 10Y 收益率均上行	13
图表 43:	本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化	14
图表 44:	本月, 土耳其、巴西 10Y 利率涨跌分化	14
图表 45:	本月, 中国国债收益率普遍下行	14
图表 46:	本月, 3 个月、2 年期和 10 年期国债均下行	14
图表 47:	本月, 美元指数下跌, 仅加元兑美元贬值	14
图表 48:	本月, 英镑、欧元兑美元均上涨	14
图表 49:	本月, 主要新兴市场兑美元涨跌分化	15
图表 50:	雷亚尔和韩元兑美元升值, 土耳其里拉贬值	15
图表 51:	本月, 美元、英镑和欧元兑人民币升值	15
图表 52:	本月, 人民币兑美元贬值	15
图表 53:	本月, 商品价格走势多数上涨	16
图表 54:	WTI 原油、布伦特原油价格上涨	16
图表 55:	本月, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨	16
图表 56:	本月, 铜铝价格涨跌分化	17
图表 57:	本月, 通胀预期升温	17
图表 58:	本月, 黄金、白银价格均下跌	17
图表 59:	本月, 10Y 美债实际收益率上行	17
图表 60:	年初以来, 日股大涨的同时日元大幅走弱	17
图表 61:	4 月以来, 外资流入持续流入, 推高日股	17
图表 62:	1989 年始, 日本股汇负相关 (除三段危机外)	18
图表 63:	多数国家股汇之间呈现一定的正相关关系	18
图表 64:	长期以来, 日本利率与基本面几乎脱钩	18

图表 65: 美日利差越高, 日股相对美股越强.....	18
图表 66: 日元贬值对出口有拉动作用.....	18
图表 67: VIX 飙升时, 日元多表现为升值.....	18
图表 68: 日本通胀形势变化或将触发 YCC 调整.....	19
图表 69: 远期与期权市场上, 日元升值预期均在升温.....	19
图表 70: 剔除汇率因素, 本轮日股上涨依然显著.....	19
图表 71: 海外营业收入占比高的日股分组涨幅更高.....	19
图表 72: 年初以来, 除黄金外大宗商品价格普跌.....	20
图表 73: 6 月以来, 南华商品价格指数明显反弹.....	20
图表 74: 6 月黑色系普涨, 铁矿石、焦炭等领涨.....	20
图表 75: 6 月有色金属价格均实现不同程度上涨.....	20
图表 76: 国内外的原油价格走势分化.....	20
图表 77: 年初以来, 玻璃产量维持负增速.....	20
图表 78: 螺纹钢库存处于历史同期的低位.....	21
图表 79: 今年以来, 锌全球库存持续低于前四年同期.....	21
图表 80: 低库存时期的铜价涨幅更显著.....	21
图表 81: 低库存的继续去化给铜价以底部支撑.....	21
图表 82: 库存低位的工业金属值得关注.....	21
图表 83: 低位的铜铝交易所库存仍在不断去化.....	21

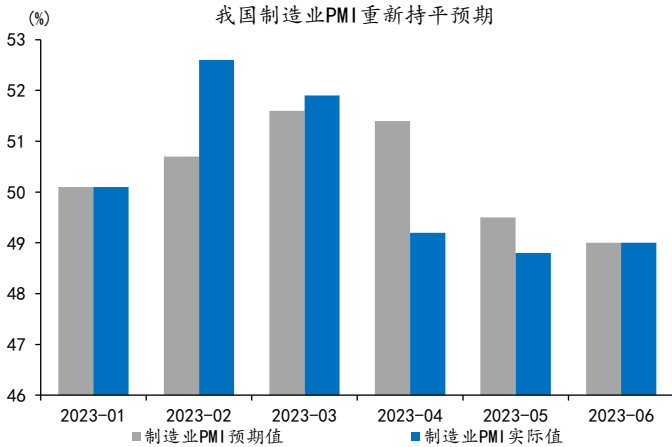
6月以来，国内股市、商品止跌回暖，海外风险资产的行情继续演绎。市场主线逻辑及未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

一、6月市场主线，国内博弈政策预期，海外聚焦经济韧性

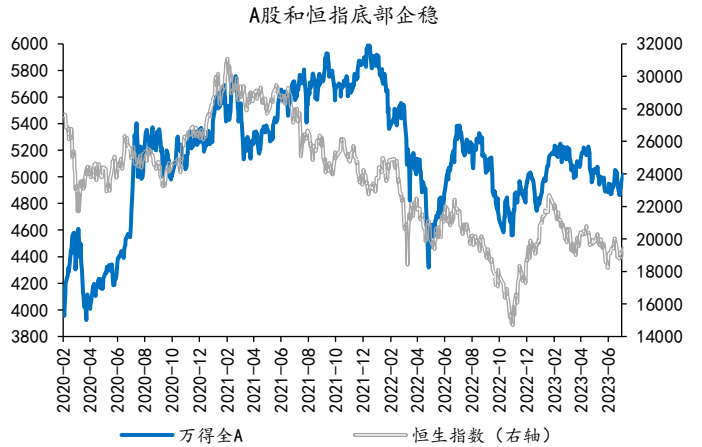
一问：国内市场的主线逻辑？弱现实延续，强预期已起

5月以来，经济预期加速下修，截至6月，经济预期逐渐底部企稳；6月以来，国内股市、大宗商品均呈现止跌回暖迹象，债市收益率亦低位企稳。国内制造业PMI在连续2个月大幅低预期后，在6月边际回暖，持平于预期的49%。与此同时，市场在对经济进行预期调整：国内股市底部企稳，6月万得全A和恒生指数分别上涨1.6%和3.7%；各期限国债利率停止回调、延续震荡；南华黑色、有色金属指数分别从底部反弹10.5%、3.4%。

图表1：6月，国内制造业PMI边际回升、持平于预期



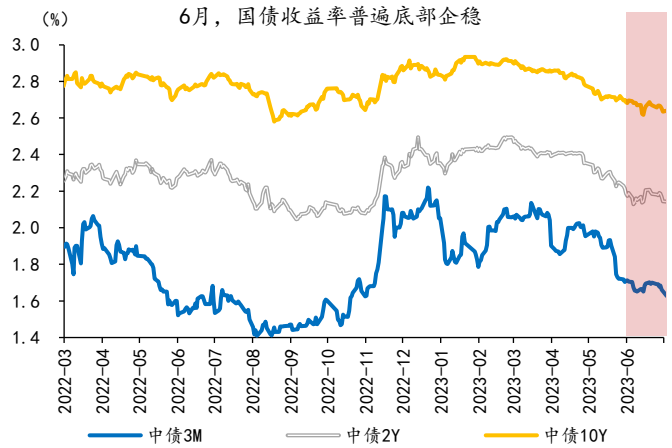
图表2：6月，A股、港股主要股指底部企稳



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：6月国内债市普遍底部震荡



来源：Wind，国金证券研究所

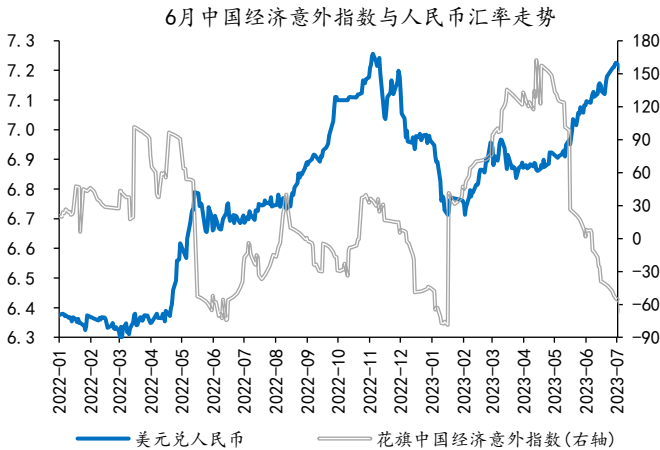
图表4：6月以来，国内黑色和有色价格止跌反弹



来源：Wind，国金证券研究所

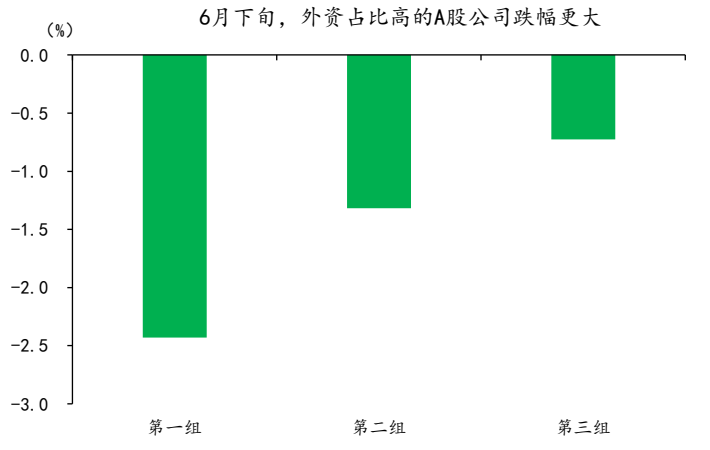
结构上来看，外资和内资的预期出现了一定程度的分化。6月以来，外资对国内市场的预期仍相对悲观，市场表现上：第一，人民币汇率进一步贬值2.0%；第二，6月下旬北上资金外流88亿元，这一期间，外资机构持股比例高的公司平均下跌2.4%、远超外资持股占比低公司0.7%的平均跌幅。国内投资者的预期则在边际改善：第一，对经济更敏感的周期性板块领涨、大涨4.2%。第二，黑色等支撑下，大宗商品价格国内外走势分化，南华综合指数大涨7.7%。

图表5: 海外对国内基本面持有相对消极的判断



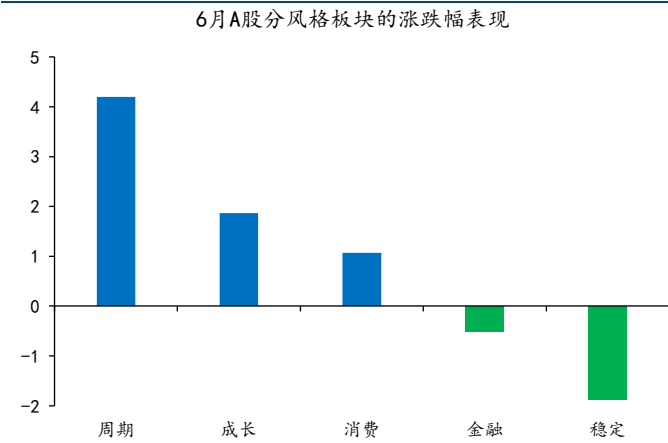
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 外资持股占比高的A股公司6月跌幅居前



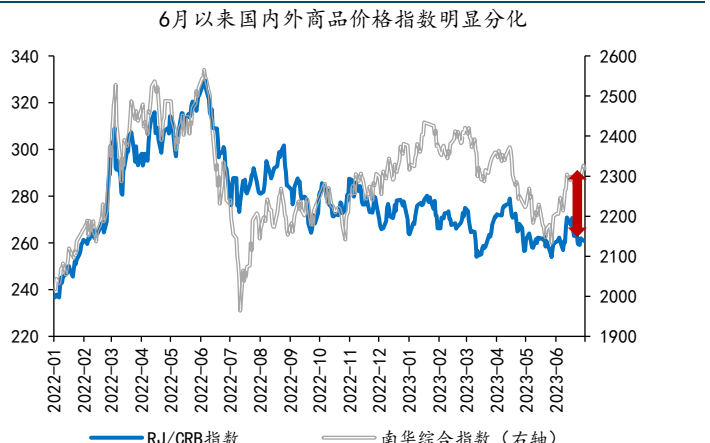
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 6月A股周期性板块表现优于防御性板块



来源: Wind, 国金证券研究所

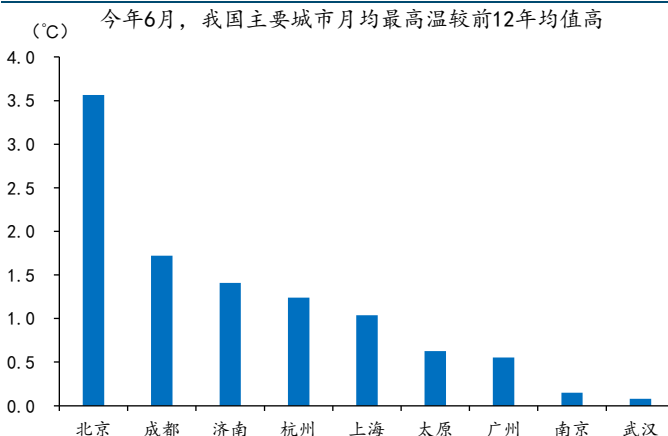
图表8: 国内和国外大宗商品价格显著分化



来源: Wind, 国金证券研究所

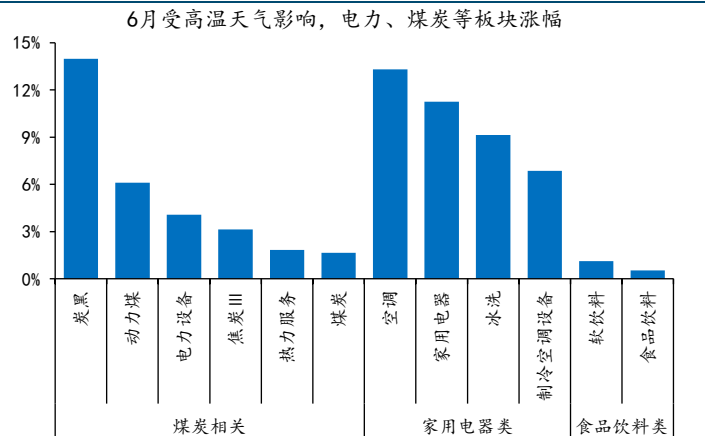
高温天气、厄尔尼诺等因素对市场也有扰动; 股市方面家电、电力、煤炭表现突出, 商品中动力煤价格也在明显上涨。6月, 全球范围的厄尔尼诺异常气象逐渐增加, 引起全球气温飙升、破坏性天气出现, 我国各大主要城市均遭遇同期少见的炎热天气。受益于高温夏日的电力需求和降温需求增加, 相关板块如煤炭、家电和食品饮料板块的情绪近期持续向好, 其中空调、动力煤等板块涨幅居前, 涨幅分别达 13.3%、7.7%; 部分动力煤价格也出现较大幅度的反弹, 其中宁波港不同品种动力煤的价格涨幅均逾 5%。

图表9: 今年6月我国各大城市面临高温天气



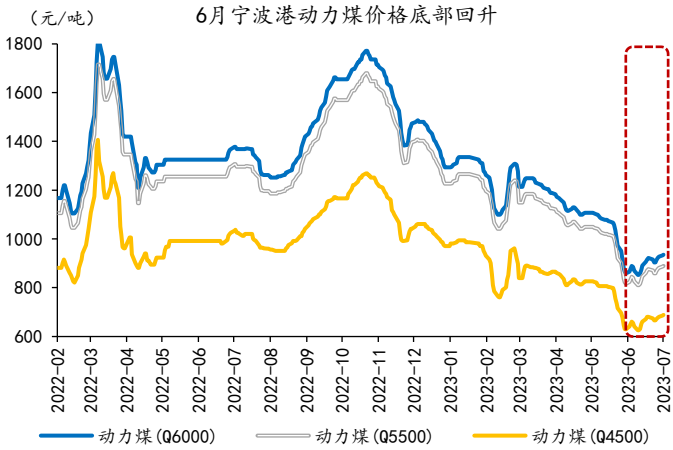
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 高温天气下, 煤炭、家电和饮料等板块上涨



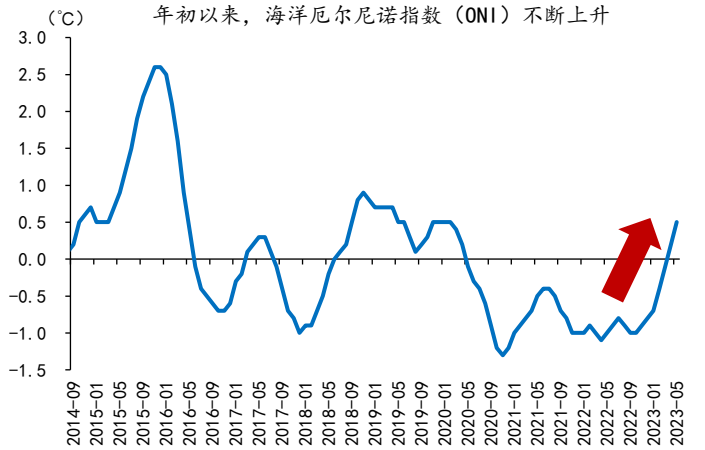
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 国内动力煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 近期 ONI 显示, 全球范围内厄尔尼诺已出现

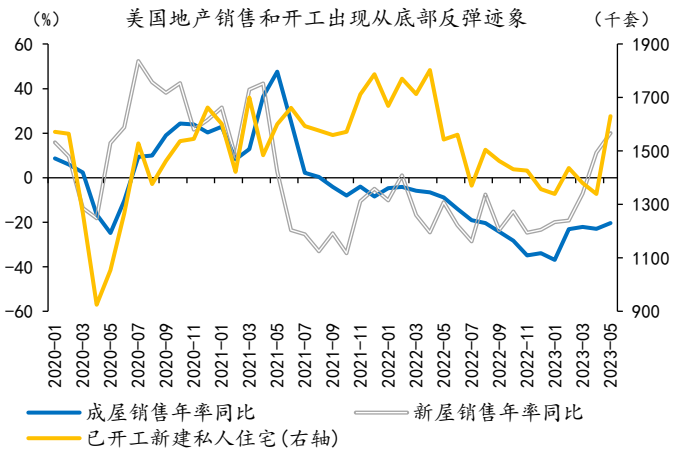


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 海外市场的主线逻辑? 经济韧性仍在, 紧缩预期升温

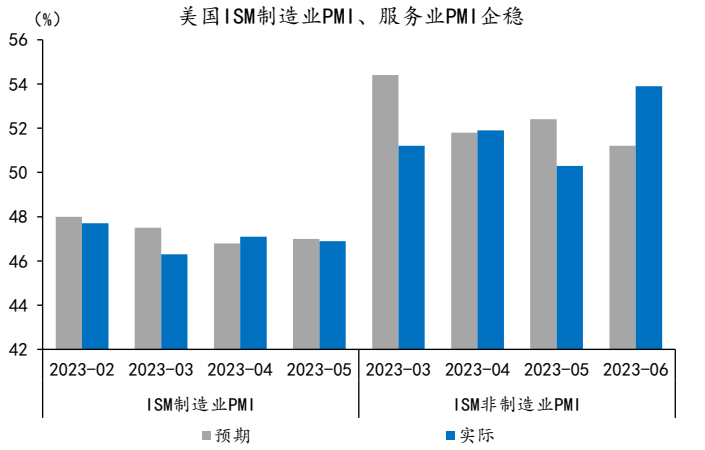
美国经济仍具韧性, 提振全球风险偏好; 服务业、地产、就业均超市场预期: 1) 采购经理人指数仍有支撑, 4、5月美国 ISM 制造业 PMI 仍有韧性, 非制造业 PMI 明显超预期。2) 地产市场保持火热, 美国 5 月新屋销售延续 4 月的强势反弹、同比大涨 20%, 已开工新建私人住宅数量较 4 月超预期增加 29.1 万套, 成屋销售跌幅也在收窄。3) 劳动力市场韧性十足, 5 月新增非农人数大超预期、达 33.9 万人, 较预期高出 14.4 万人。

图表13: 敏感的地产部门保持持续复苏势头



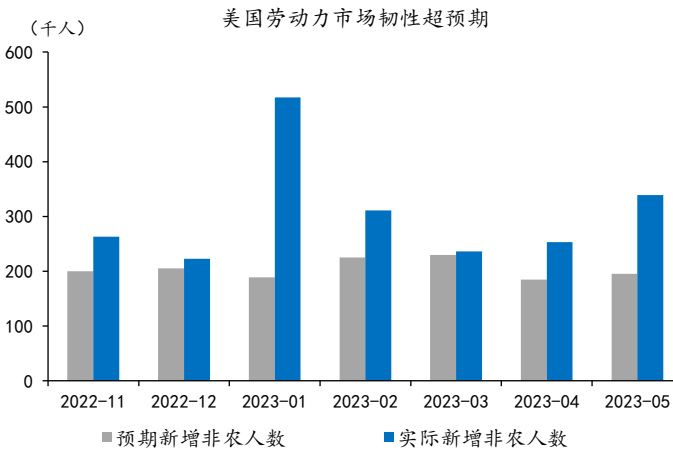
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 5月美国制造业、服务业 PMI 均超预期



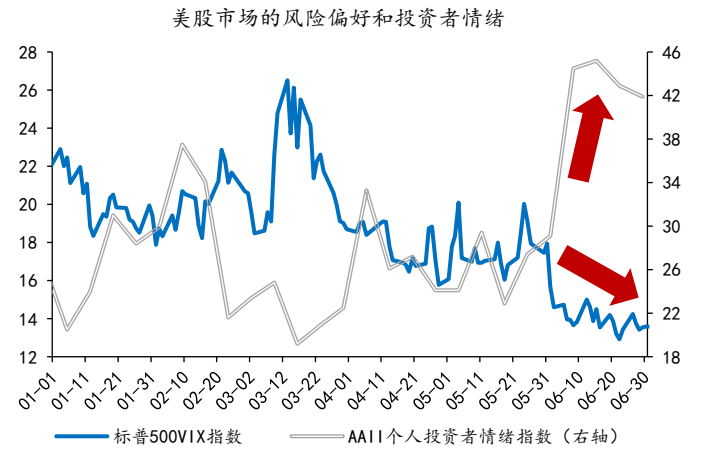
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 美国劳动力市场仍然紧张



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 6月美国市场风险偏好明显提振



来源: Wind, 国金证券研究所

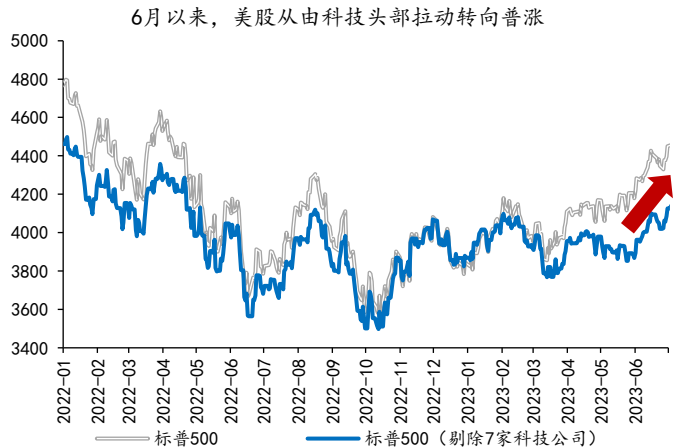
美股等市场表现对经济韧性也有较好印证：1) 周期性板块相较防御性板块明显超涨，可选消费、工业和材料等周期性行业领涨，分别大涨 12.0%、11.2%和 10.8%。2) 美股由前期 7 大科技股独涨向普涨行情演绎；2023 年前 5 月的分化走势转向同步上涨，标普 500 剔除 7 家科技头部后的 6 月涨幅高达 6.7%、高于标普 500 的 6.5%。3) 美股风险溢价进一步下行，标普 500、纳指的股权隐含风险溢价分别下探至-0.9%、0.8%。4) 避险资产表现不尽如人意；6 月以来，COMEX 金、银分别下跌 2.7%、3.5%，全球避险情绪趋弱。

图表17: 相较防御性板块, 周期性板块表现更好



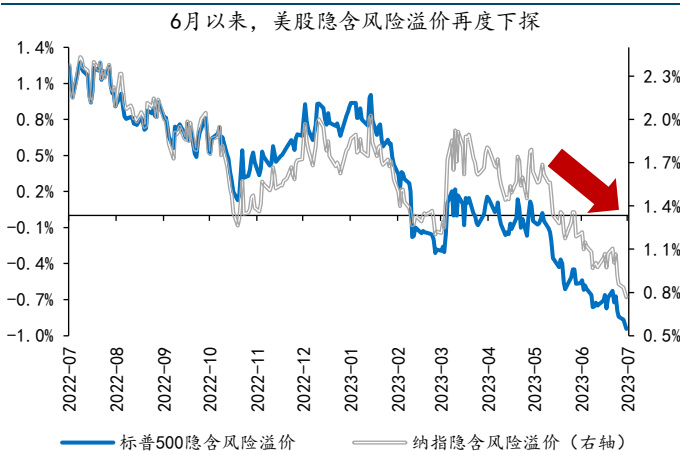
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 6月, 美股从前期的7大科技独涨转向普涨



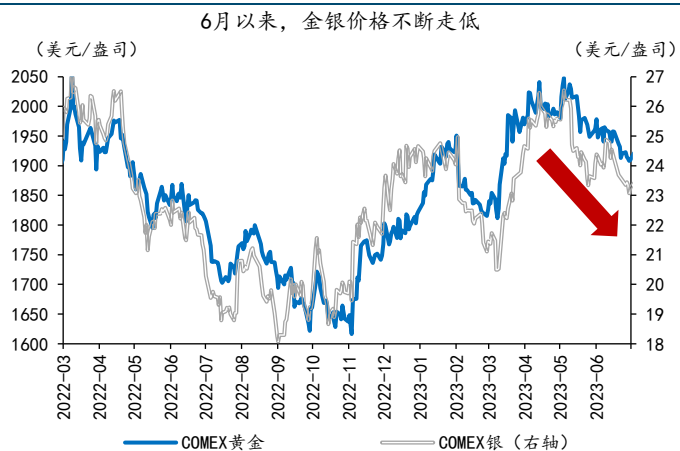
来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 美股指期货风险溢价下行



来源: Wind, 国金证券研究所

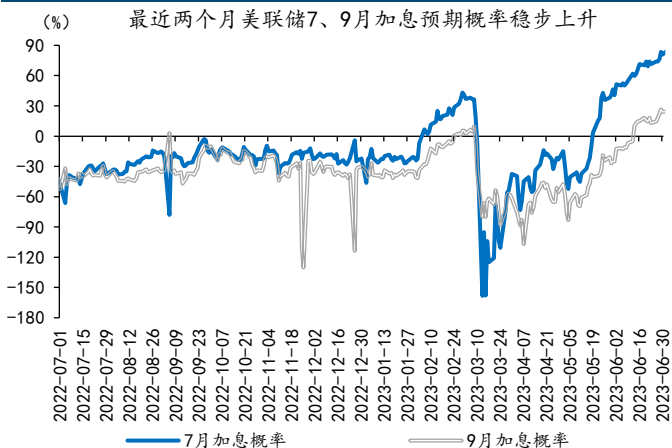
图表20: 本月贵金属表现趋弱



来源: Wind, 国金证券研究所

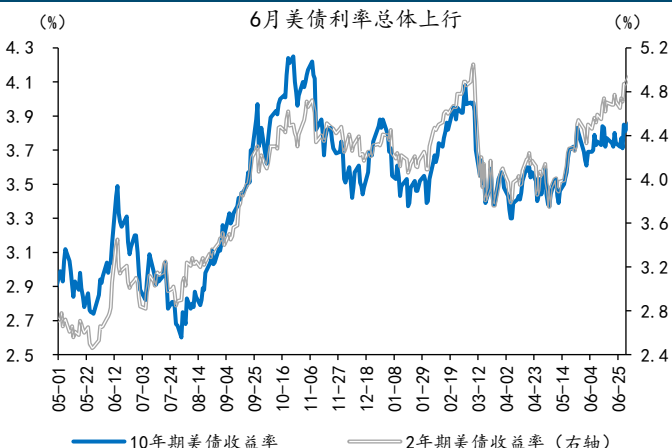
与此同时, 紧缩预期仍在升温。美联储 6 月如期暂停加息后, 鲍威尔发言接连放鹰、坚定抗通胀决心, 叠加多项经济数据超预期强劲, 市场强化了对联储 7 月和 9 月加息的预期。掉期交易市场显示, 截至 6 月 30 日, 美联储 7 月加息概率高达 81.1%, 9 月的加息概率也从负数转正、升至 24%。美债收益率随之明显走高, 6 月以来, 10 年期、2 年期美国国债收益率分别上行 17bp、47bp, 10 年期美债收益率再破“4%”。

图表21: 6月, 美联储紧缩预期仍不断升温



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 6月美债收益率持续上行

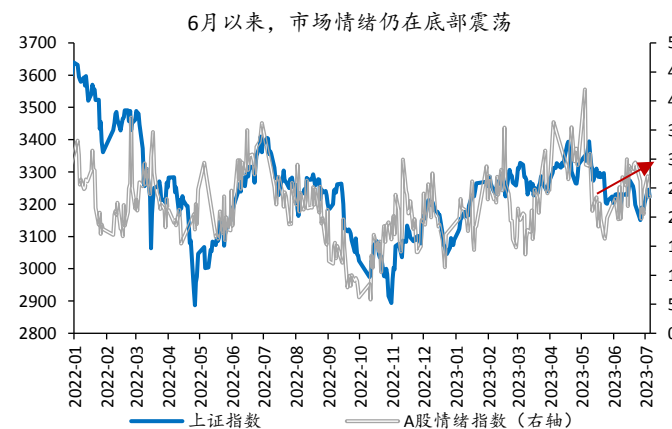


来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 7月市场焦点何在? 国内聚焦政策预期, 海外博弈二季度盈利

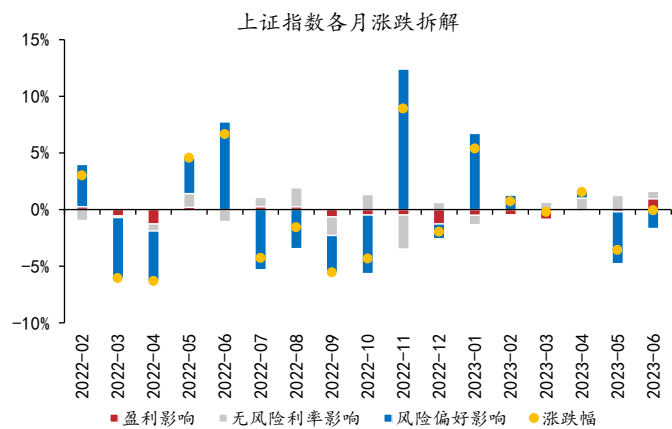
情绪演绎至极致后, 市场或将向基本面回归。从市场情绪来看, 5月以来, 由交易面指标构建的A股情绪指数持续下行、逼近年初低位; 但步入6月后, 市场情绪底部、持续震荡。从市场涨跌拆解来看, 前期上证指数的涨跌主要由市场风险偏好驱动, 6月盈利对市场涨跌的贡献边际回升。回溯2020年以来的5轮逆周期调节, 均为货币先行、稳增长政策在随后1季度内落地, 而这一期间, 基本面回归与政策博弈均成为市场主线。

图表23: 6月以来, 市场情绪底部企稳、仍在震荡



来源: Wind, 国金证券研究所

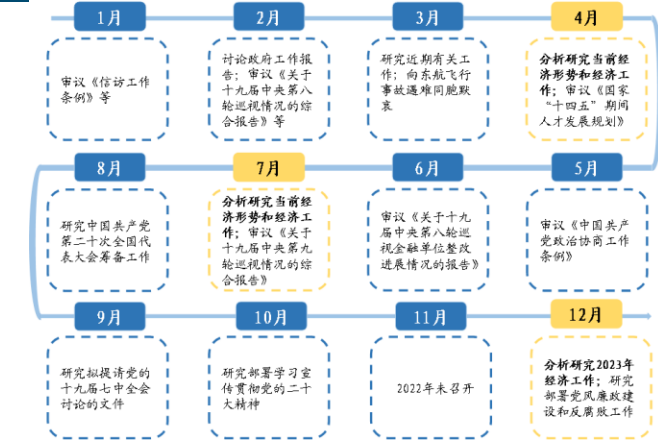
图表24: 前期, 上证指数涨跌主要由情绪驱动



来源: Wind, 国金证券研究所

过往7月份都是重要会议的时点, 今年7月政策落地节奏与月底的政治局会议, 将成市场博弈的关键。每年7月的政治局会议均是开启下半年经济工作部署的起点, 也是影响市场后续趋势的重要窗口; 今年, 会议对于产业、地产和消费等领域的政策定位, 以及二季度央行货币政策例会提出的“逆周期调节”将以何种形式落地执行、专项债和“准财政”等工具的实施力度, 均值得市场持续关注。

图表25: 每年7月政治局会议将部署下半年经济工作



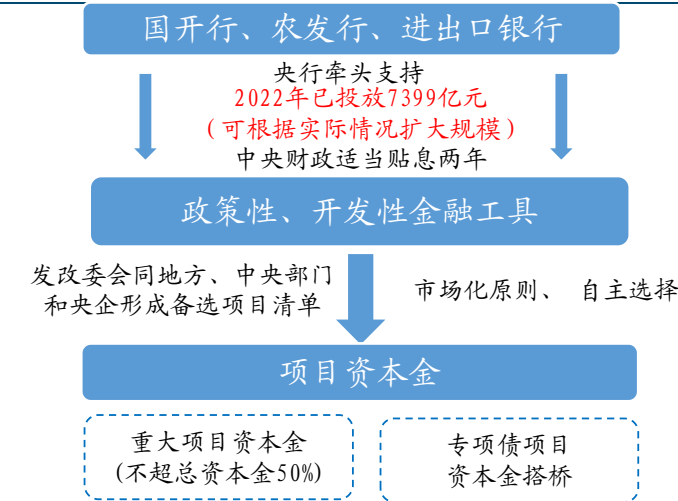
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 关注产业、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, 外部环境更趋复杂严峻, 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, 提升产业链供应链韧性和竞争力, 全力巩固农业基础地位。	要以新型城镇化带动投资和消费需求, 提高产业链供应链韧性和竞争力, 全力巩固农业基础地位。	要深化科技创新和产业链供应链韧性, 加强基础研究, 推动应用研究, 开展补链强链专项行动, 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, 因城施策用好用活长效机制, 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, 多举措办法扩大消费。	要持续扩大国内需求, 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, 实施就业优先政策, 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, 引导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, 畅通农民工就业渠道, 改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。	要扎实抓好民生保障工作, 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。

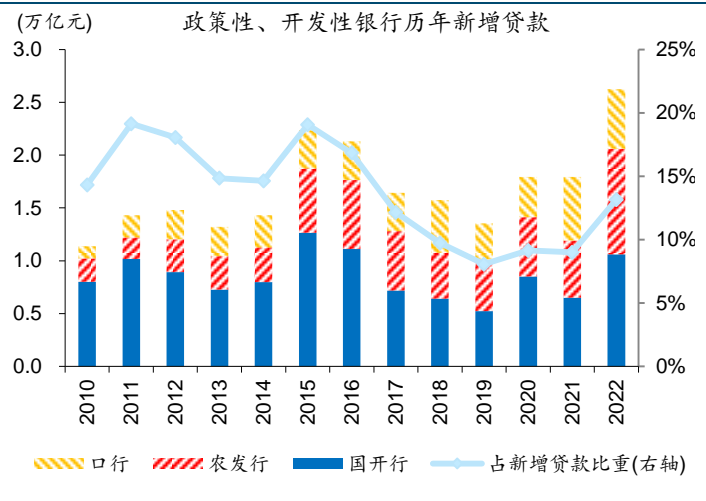
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 2022年央行带头创设7399亿元金融工具



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

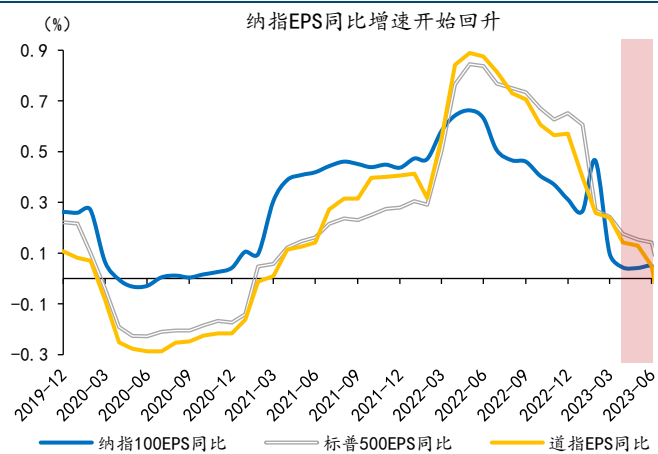
图表28: 政策性、开发性银行贷款去年增幅较大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

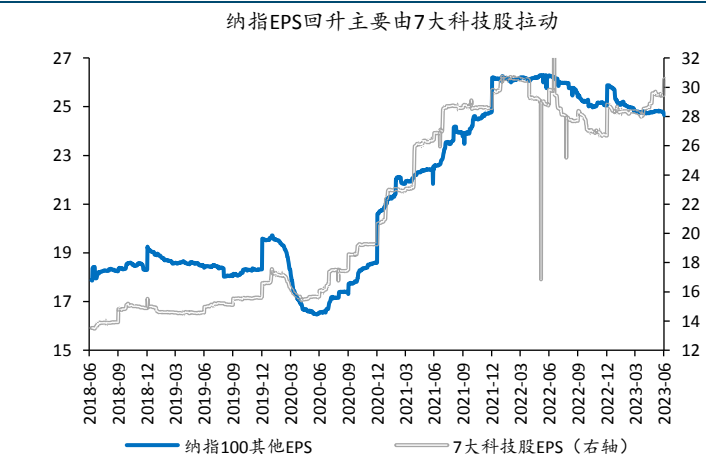
海外市场, 前期经济仍有韧性, 但市场盈利预期却并未上修, 美股二季报业绩能否再超预期或为市场博弈焦点; 此外, 7月议息会议对市场加息预期的影响也值得关注。在经济韧性持续显现的同时, 二季度美股多数行业的盈利预期却遭下调, 纳指100预测EPS同比增速的上行主要由科技龙头拉升; 这一背景下, 7月中旬披露的美股上市公司二季度业绩表现能否超预期, 或将成为市场后续博弈的关键点。此外, 美联储加息接近尾声, 7月大概率加息落地后, 后续加息路径仍存较大分歧, 通胀、就业数据仍是关注焦点。

图表29: 3月始, 科技属性突出的纳指EPS增速回升



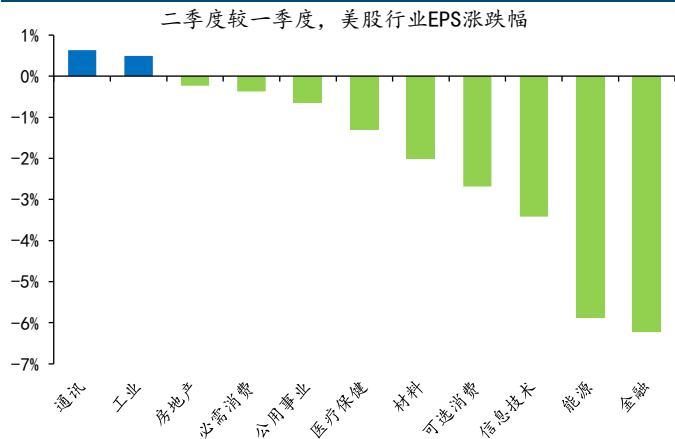
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 纳指EPS的上升主要归功于科技龙头

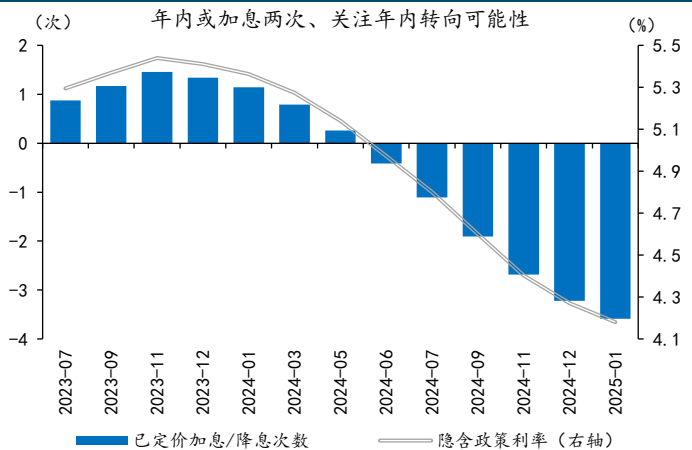


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31：二季度美股多数行业的盈利预期遭下调



图表32：美联储加息路径仍为市场博弈焦点



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：

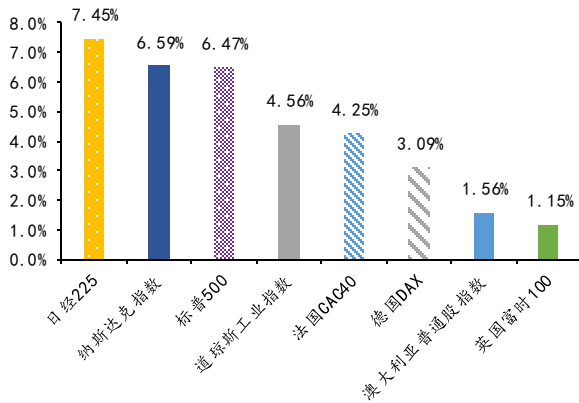
- 1) 国内制造业 PMI 连续 2 个月大幅低预期后，在 6 月边际回暖、持平于预期的 49%；市场也在对经济进行预期调整：股市底部企稳，万得全 A、恒生指数分别上涨 1.6%、3.7%；各期限国债利率停止回调、低位震荡；南华黑色、有色分别反弹 10.5%、3.4%。结构上来看，外资和内资的预期出现了一定分化。股市周期性板块领涨、驱动大盘企稳向好的同时，北上资金仍有外流，6 月下旬外流 88 亿元，外资机构持股比例高的公司明显超跌。商品市场内外明显分化，南华综合指数大涨 7.7%，主因内资定价的黑色系支撑；而 CRB 商品延续震荡。此外，人民币大幅贬值 2.0%也反映了外资较差的预期。
- 2) 美国经济仍具韧性，服务业、地产、就业均超市场预期，提振全球风险偏好：第一，周期性板块相较防御性板块明显超涨，可选消费、工业等周期性行业领涨，分别大涨 12.0%、11.2%。第二，美股由前期 7 大科技股独涨向普涨行情演绎，美股风险溢价进一步下行，标普 500 风险溢价下探至-0.9%。全球避险情绪趋弱，COMEX 金下跌 2.7%。与此同时，市场的紧缩预期仍在升温；鲍威尔持续放鹰、叠加超预期的经济数据，美联储 7 月和 9 月加息预期明显升温，10 年期美债收益率大幅上行 17bp、再破 4%。
- 3) 情绪演绎至极致后，市场或将向基本面回归；过往 7 月都是重要会议的时点，今年 7 月政策落地节奏与月底的政治局会议，或成市场博弈的关键。6 月以来，前期快速弱化的市场情绪底部震荡；市场也逐步向基本面回归。过往年份，7 月政治局会议均是影响市场后续趋势的重要窗口；当下稳增长政策备受瞩目，政策预期或为市场博弈焦点。
- 4) 海外市场，在经济韧性持续显现的同时，二季度美股多数行业的盈利预期却遭下调，7 月中旬披露的美股上市公司二季度业绩表现能否再超预期，或成市场博弈关键。此外，7 月加息几成市场“一致预期”，但 7 月之后的加息路径市场仍存较大分歧，通胀、就业等数据仍是影响加息预期变动的关键焦点。

二、大类资产高频跟踪（2023/06/01-2023/06/30）

（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨

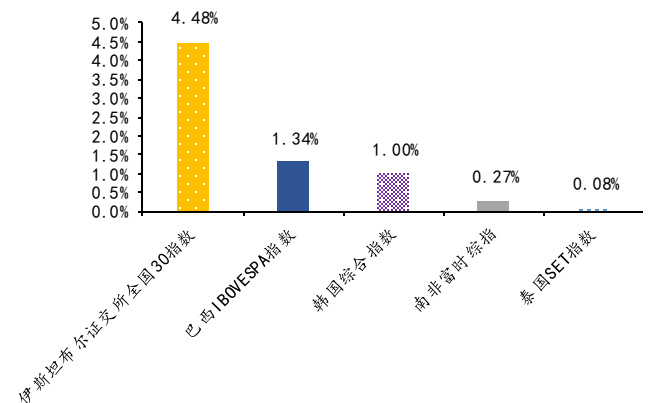
发达国家股指全线上涨，新兴市场股指涨跌分化。日经 225、纳斯达克指数、标普 500、道琼斯工业指数和法国 CAC40 领涨，分别上涨 7.5%、6.6%、6.5%、4.6%和 4.3%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、巴西 IBOVESPA 和南非富时综指分别上涨 18.98%、9.00%和 1.28%，韩国综合指数和泰国 SET 指数下跌，分别下跌 0.37%和 1.82%。

图表33: 本月, 发达国家股指全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

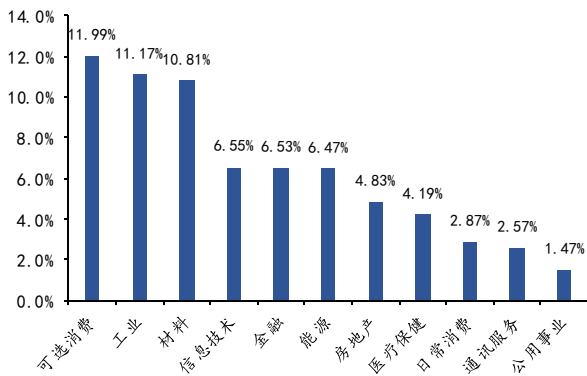
图表34: 本月, 新兴市场股指涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

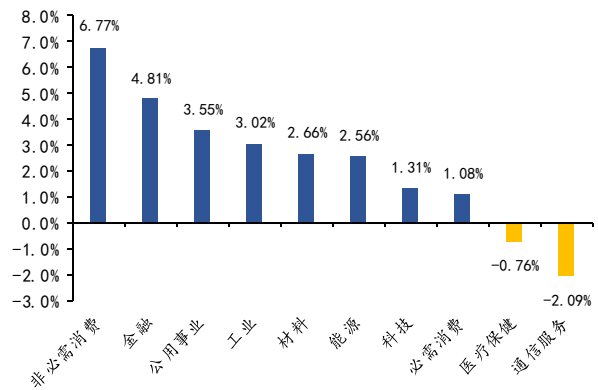
从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本月美股行业全线上涨。其中可选消费、工业、材料、信息技术和金融领涨, 分别上涨 11.99%、11.17%、10.81%、6.55%和 6.53%。从欧元区行业板块来看, 本月欧元区行业多数上涨。其中非必需消费、金融、公用事业、工业和材料领涨, 分别上涨 6.77%、4.81%、3.55%、3.02%和 2.66%。

图表35: 本月, 美股行业全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

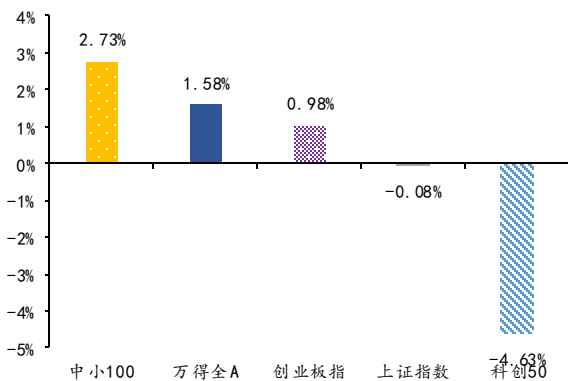
图表36: 本月, 欧元区行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

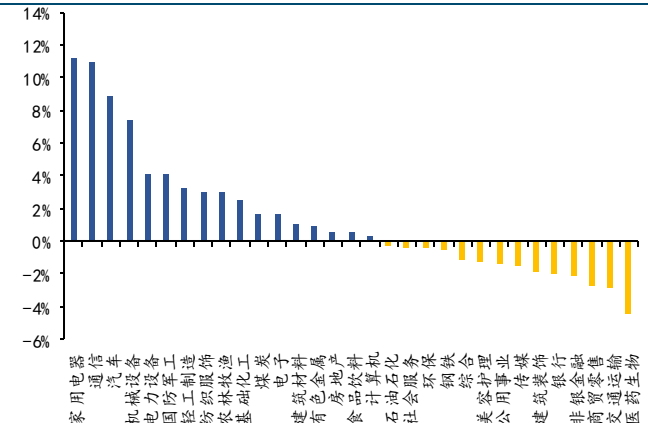
本月, A 股各类宽基指数上行为主。中小 100、万得全 A 和创业板指分别上涨 2.73%、1.58%和 0.98%; 仅上证指数和科创 50 分别下跌 0.08%和 4.63%。行业方面涨跌分化。其中家用电器、通信和汽车领涨, 分别上涨 11.25%、10.91%和 8.89%; 医药生物、交通运输和商贸零售领涨, 分别下跌 4.50%、2.92%和 2.76%。

图表37: 本月, A 股市场上行为主



来源: Wind, 国金证券研究所

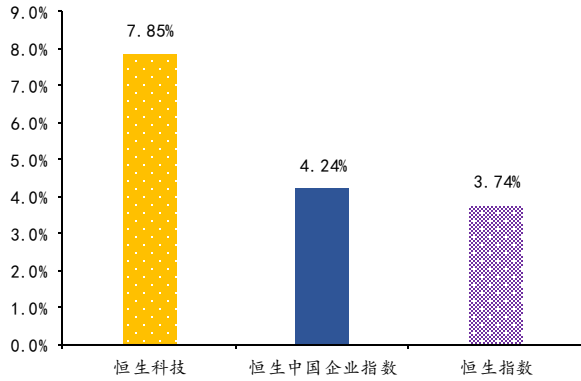
图表38: 本月, A 股行业涨跌分化



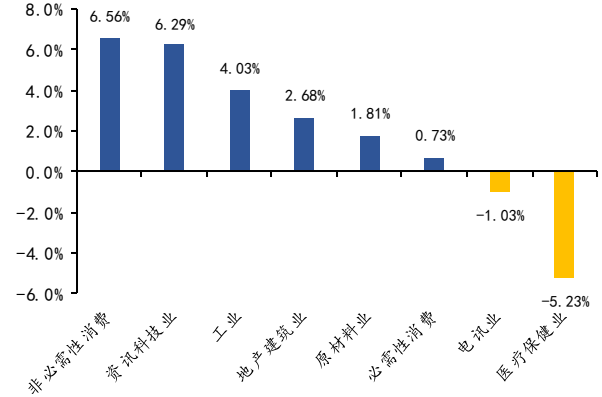
来源: Wind, 国金证券研究所

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分别上涨 7.85%、4.24% 和 3.74%。行业方面，恒生行业多数上涨，其中非必需性消费、资讯科技业、工业、地产建筑业和原材料业领涨，分别上涨 6.56%、6.29%、4.03%、2.68%和 1.81%。

图表39: 本月，恒生指数全线上涨



图表40: 本月，恒生行业多数上涨



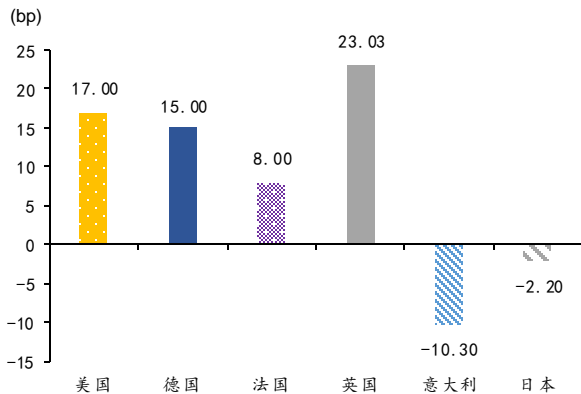
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

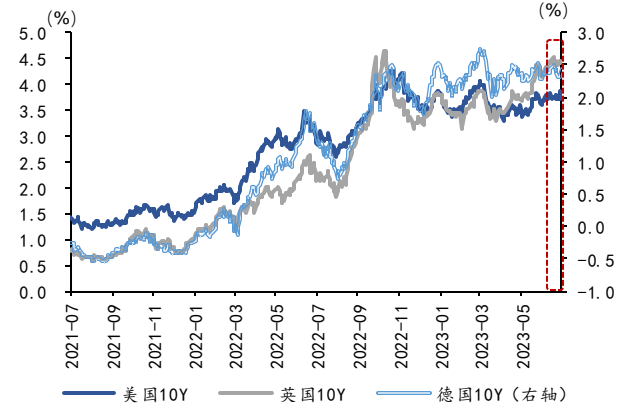
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数上行

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 17.00bp 至 3.81%，德国 10Y 国债收益率上行 15.00bp 至 2.43%；英国和法国 10Y 国债收益率分别上行 23.03bp 和 8.00bp，仅意大利和日本分别下行 10.30bp 和 2.20bp。

图表41: 本月，主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行



图表42: 本月，美德英 10Y 收益率均上行

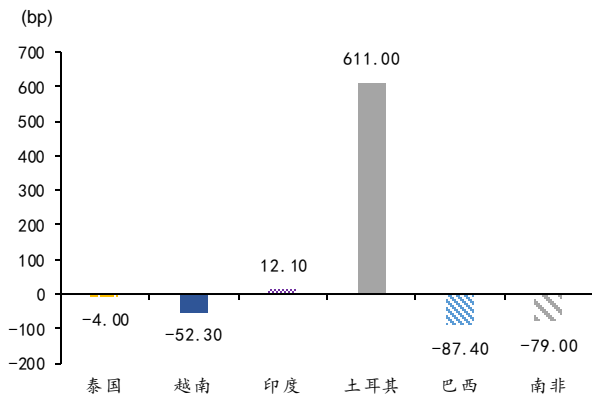


来源: Wind, 国金证券研究所

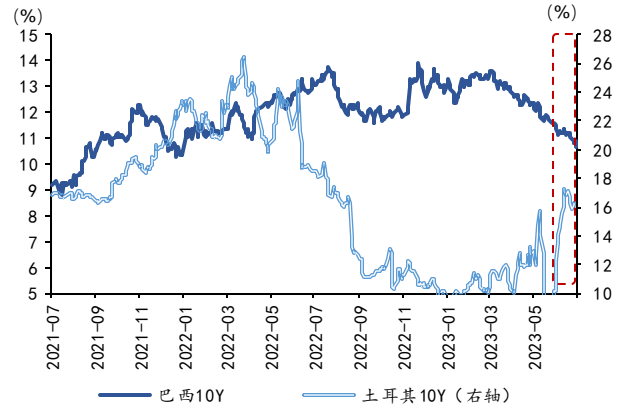
来源: Wind, 国金证券研究所

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 611.00bp 至 16.34%，巴西 10Y 国债收益率下行 87.40bp 至 10.66%；巴西、南非、越南和泰国 10Y 国债收益率分别下行 87.40bp、79.00bp、52.30bp 和 4.00bp，印度上行 12.10bp。

图表43: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化



图表44: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率涨跌分化

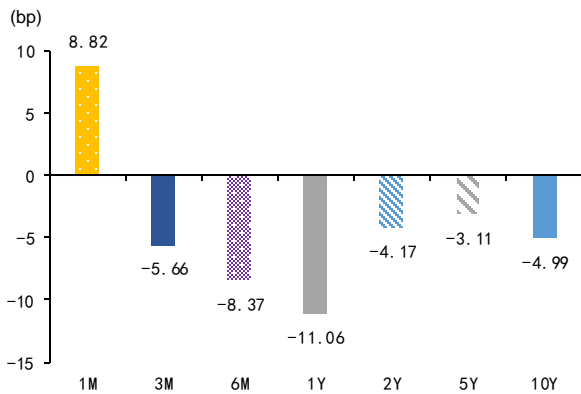


来源: Wind, 国金证券研究所

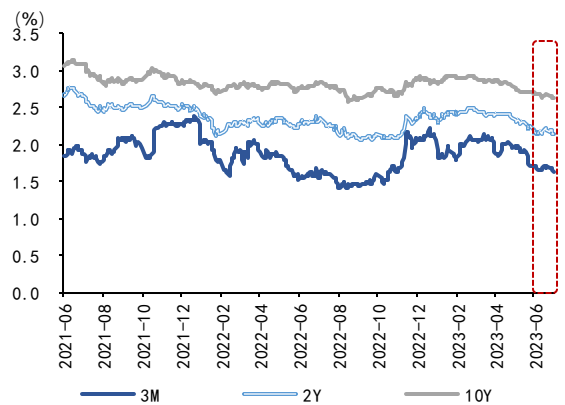
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, 中国国债收益率普遍下行。3 个月期国债收益率下行 5.66bp 至 1.95%, 2 年期国债收益率下行 4.17bp 至 2.35%, 10 年期国债收益率下行 4.99bp 至 2.78%, 期限利差走阔。1M、6M 分别上行 8.82bp、下行 8.37bp; 1Y、5Y 分别下行 11.06bp 和 3.11bp。

图表45: 本月, 中国国债收益率普遍下行



图表46: 本月, 3 个月、2 年期和 10 年期国债均下行



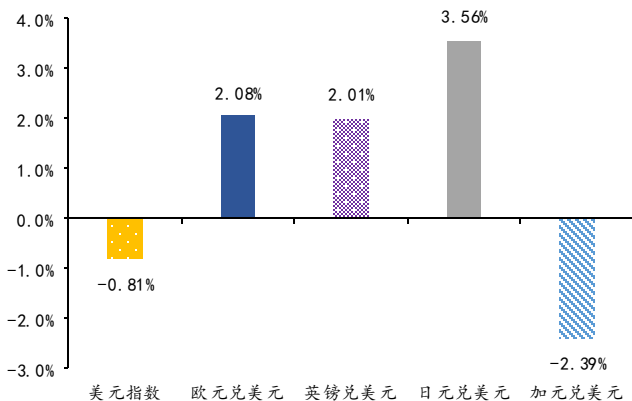
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

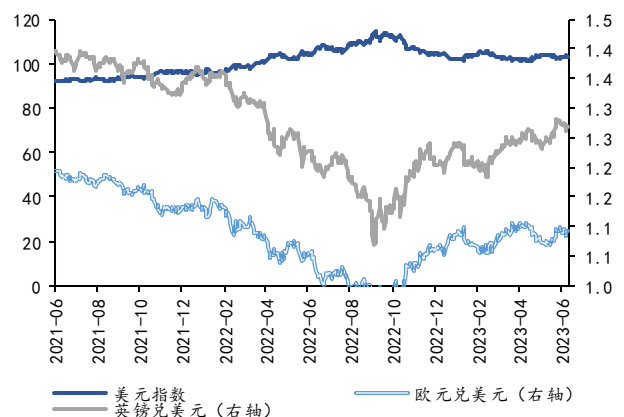
(三) 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值

美元指数走弱, 本月下跌 0.81% 至 102.3788。日元、欧元和英镑兑美元分别升值 3.56%、2.08% 和 2.01%, 仅加元兑美元下跌 2.39%。主要新兴市场兑美元汇率涨跌分化, 雷亚尔、菲律宾比索和韩元兑美元分别升值 5.60%、1.93% 和 0.33%, 土耳其里拉和印度卢比兑美元分别贬值 19.00% 和 0.34%。

图表47: 本月, 美元指数下跌, 仅加元兑美元贬值



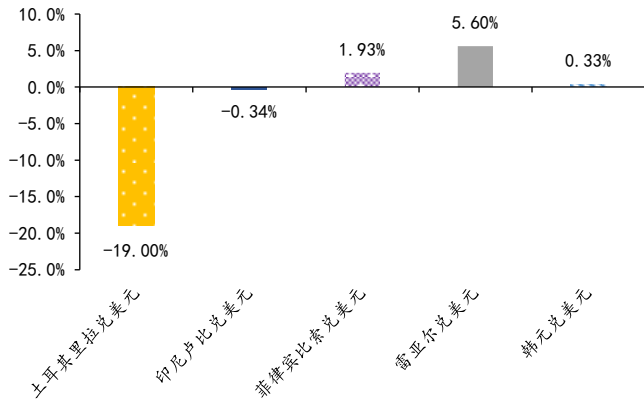
图表48: 本月, 英镑、欧元兑美元均上涨



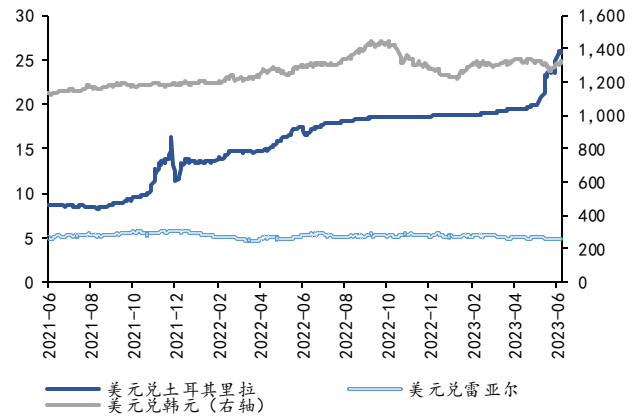
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 本月, 主要新兴市场兑美元涨跌分化



图表50: 雷亚尔和韩元兑美元升值, 土耳其里拉贬值

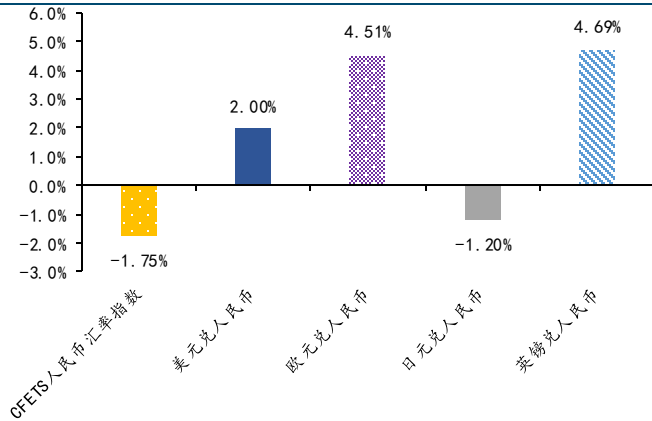


来源: Wind, 国金证券研究所

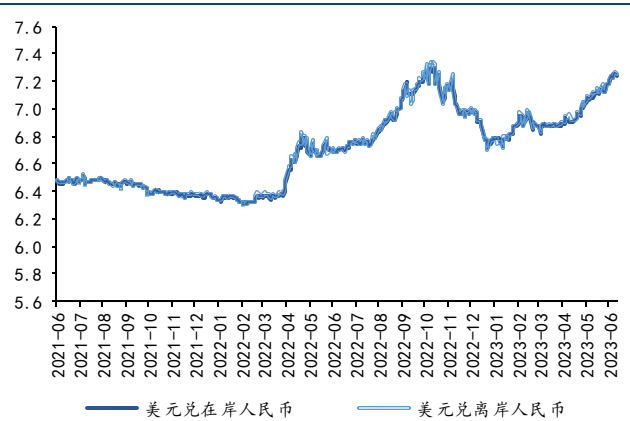
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 2.00%，兑欧元和英镑分别贬值 4.51%和 4.69%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 1420bp 至 7.2523，美元兑离岸人民币汇率上行 1485bp 至 7.2677。

图表51: 本月, 美元、英镑和欧元兑人民币升值



图表52: 本月, 人民币兑美元贬值



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、黑色上涨, 贵金属下跌, 有色、农产品涨跌分化

原油、黑色悉数上涨, 贵金属均下跌, 有色、农产品涨跌分化。其中, 焦煤、螺纹钢和豆油领涨, 分别上涨 30.83%、16.12%和 13.40%; 生猪、LME 铝和 COMEX 银领跌, 分别下跌 11.06%、3.60%和 3.50%。高温天气、厄尔尼诺扰动, 叠加国内政策预期升温, 大宗商品价格有支撑, 黑色煤炭类领涨; 美国经济韧性较强, 全球避险情绪走弱, 贵金属回落。

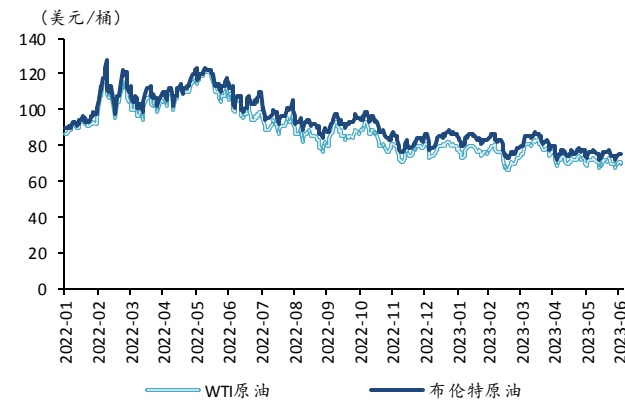
图表53: 本月, 商品价格走势多数上涨

类别	品种	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月
原油	WTI原油	3.75%	-11.32%	1.47%	-1.79%	-2.31%
	布伦特原油	3.08%	-8.65%	-0.29%	-4.91%	-0.71%
贵金属	COMEX黄金	-2.70%	-1.37%	1.03%	7.83%	-5.27%
	COMEX银	-3.50%	-6.00%	3.81%	15.40%	-11.06%
有色	LME铜	2.00%	-6.27%	-3.90%	0.93%	-2.78%
	LME铝	-3.60%	-5.17%	-1.39%	1.28%	-8.88%
	LME镍	-1.34%	-14.67%	3.22%	-7.09%	-15.46%
	LME锌	5.56%	-16.06%	-7.18%	-3.72%	-11.37%
黑色	焦煤	30.83%	-3.09%	-28.54%	-25.80%	-10.17%
	沥青	1.58%	1.16%	1.51%	-3.98%	-1.48%
	铁矿石	10.81%	-8.24%	-10.49%	4.22%	3.36%
	螺纹钢	16.12%	-10.86%	-12.93%	-4.70%	4.58%
农产品	生猪	-11.06%	4.87%	-3.88%	3.40%	0.17%
	棉花	7.08%	-0.13%	7.09%	0.14%	-5.39%
	豆粕	13.06%	-7.20%	4.07%	-12.88%	-7.04%
	豆油	13.40%	-11.64%	-4.55%	-12.48%	0.87%

来源: Wind, 国金证券研究所

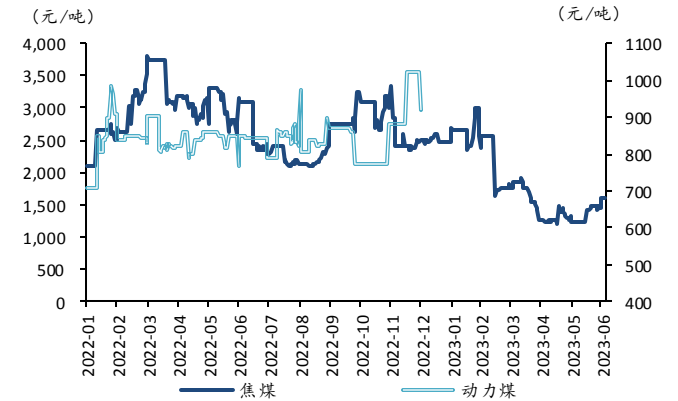
原油价格均上涨, 黑色价格悉数上涨。WTI 原油价格上涨 3.75%至 70.64 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 3.08%至 74.90 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格上涨 30.83%至 1600 元/吨; 铁矿石和沥青价格分别上涨 10.81%至 877 元/吨和 1.58%至 3800 元/吨, 螺纹钢上涨 16.12%至 3709 元/吨。

图表54: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

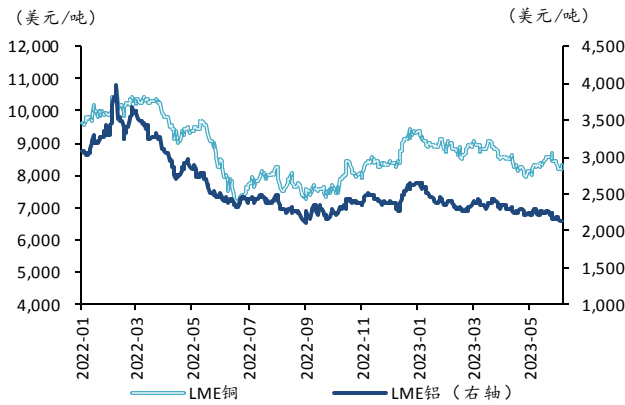
图表55: 本月, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

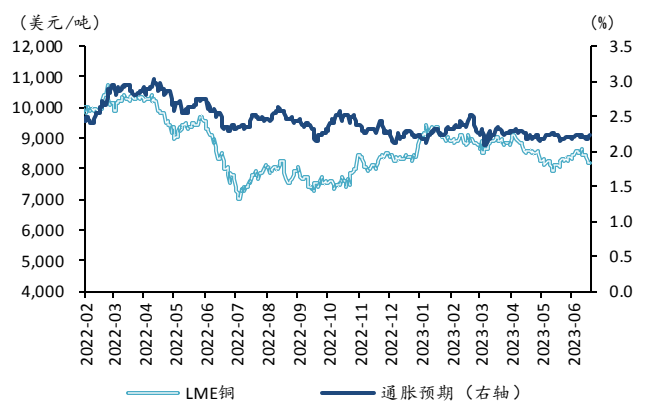
铜铝价格涨跌分化, 贵金属价格均下跌。LME 铜上涨 2.00%至 8208 美元/吨, LME 铝下跌 3.60%至 2141 美元/吨。通胀预期从前值的 2.18%上升至 2.22%。COMEX 黄金下跌 2.70%至 1909.90 美元/盎司, COMEX 银下跌 3.50%至 22.76 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.46%升至 1.59%。

图表56: 本月, 铜铝价格涨跌分化



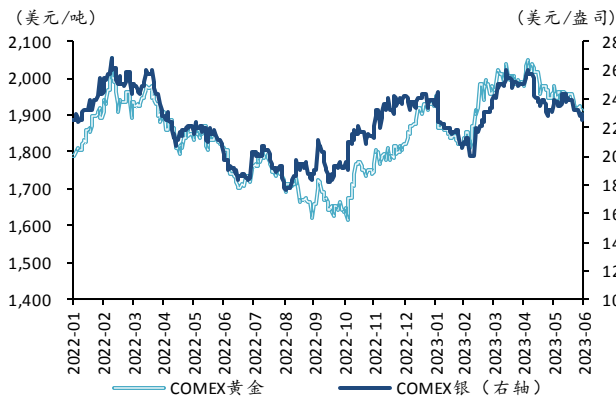
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 本月, 通胀预期升温



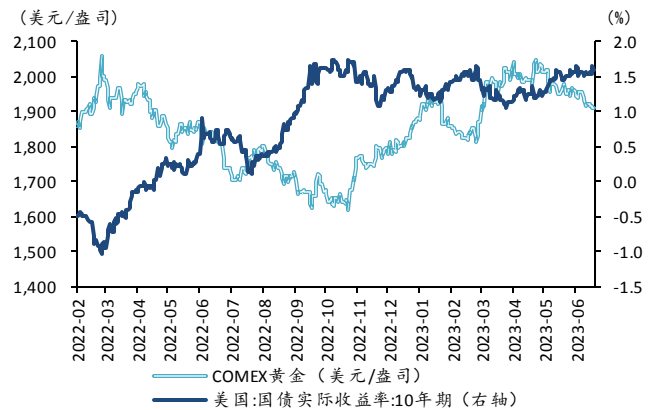
来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本月, 黄金、白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 本月, 10Y美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

三、报告精选

(一) “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。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。但在多数国家, 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。

图表60: 年初以来, 日股大涨的同时日元大幅走弱



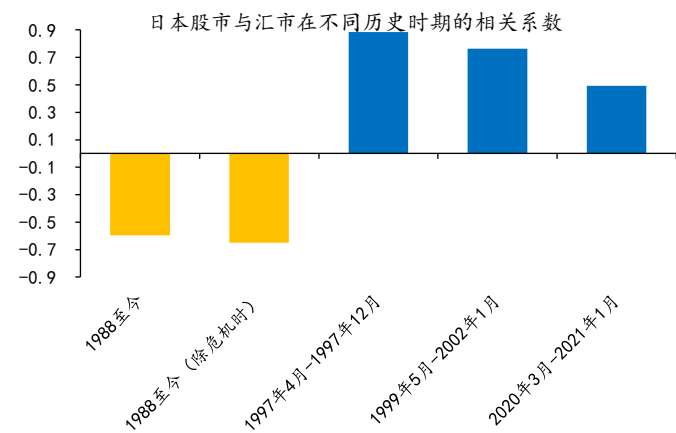
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 4月以来, 外资流入持续流入, 推高日股



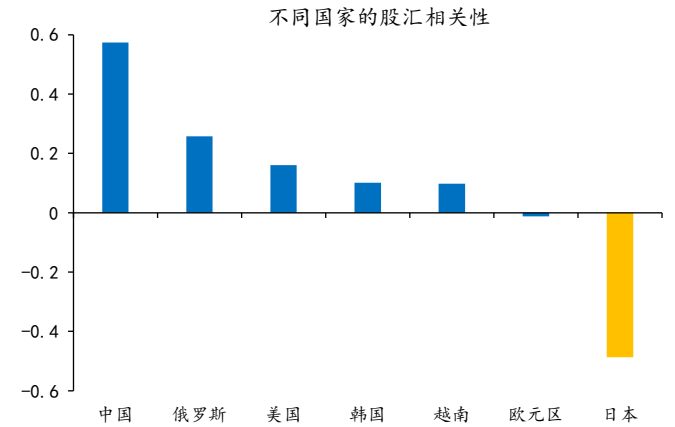
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 1989 年始, 日本股汇负相关 (除三段危机外)



来源: Wind, 国金证券研究所

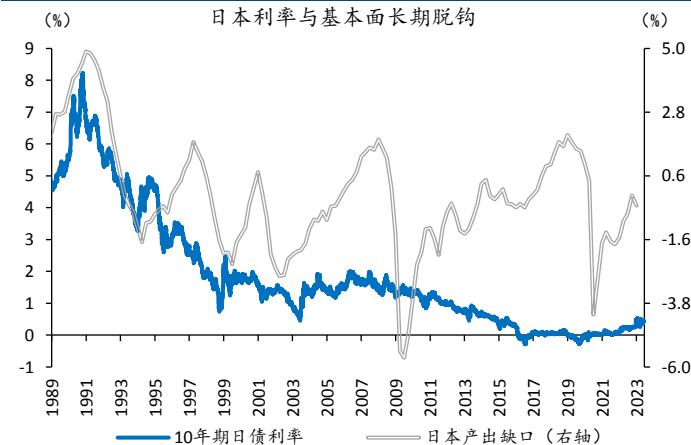
图表63: 多数国家股汇之间呈现一定的正相关关系



来源: Wind, 国金证券研究所

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美元。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。

图表64: 长期以来, 日本利率与基本面几乎脱钩



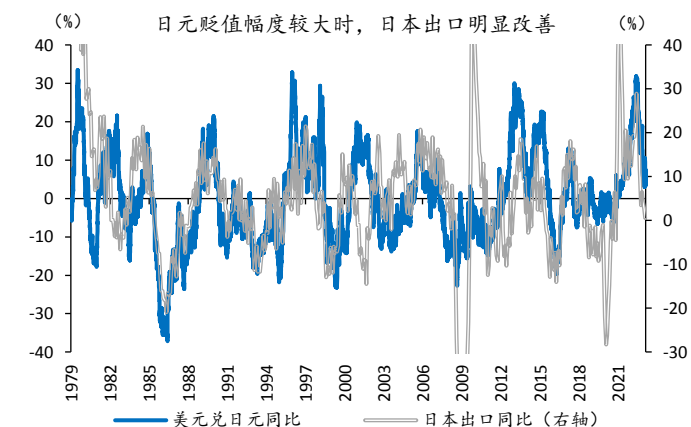
来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 美日利差越高, 日股相对美股越强



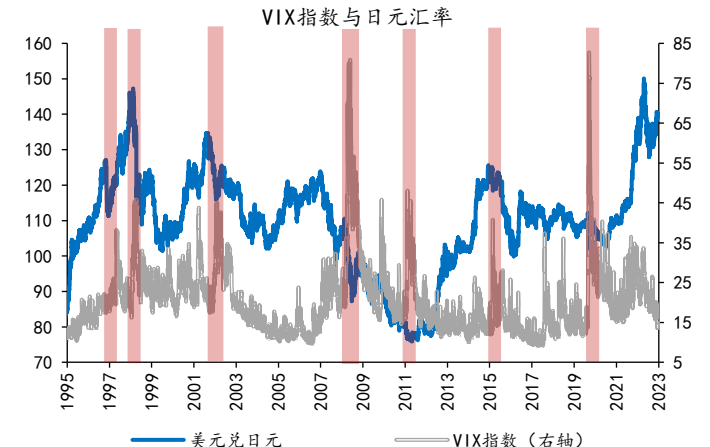
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 日元贬值对出口有拉动作用



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: VIX 飙升时, 日元多表现为升值

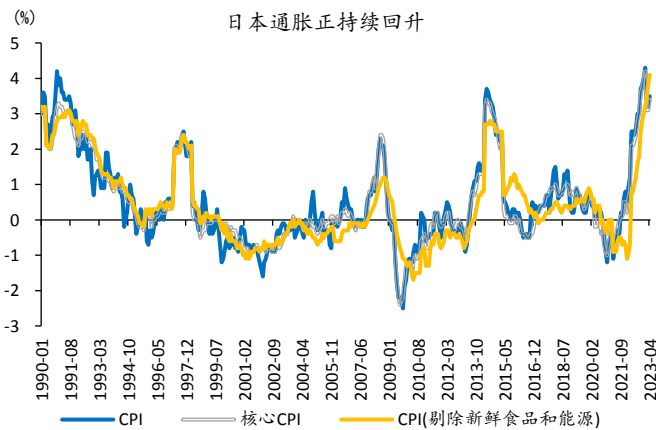


来源: Wind, 国金证券研究所

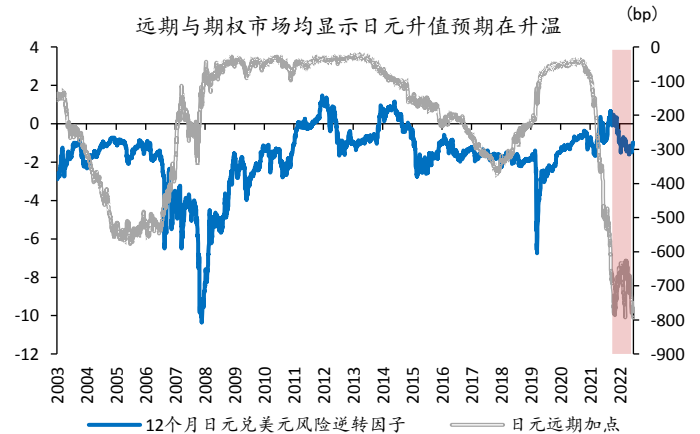
中期来看，下半年美国核心通胀或加速下行，美联储加息接近尾声；日本方面，“春斗”调薪带来的3.7%的薪资增幅创1993年以来新高，经济动能恢复也使日央行调整YCC的条件逐渐具备；美日利差缩窄后，日元或步入升值区间。远期与期权市场上，日元升值预期均在升温。日元升值会终结本轮日股上涨吗？基本面支撑下，日股行情或有延续。本轮日股上涨的背后，有贬值促进出口链条下的盈利支撑。

图表68：日本通胀形势变化或将触发YCC调整

图表69：远期与期权市场上，日元升值预期均在升温



来源：Wind，国金证券研究所



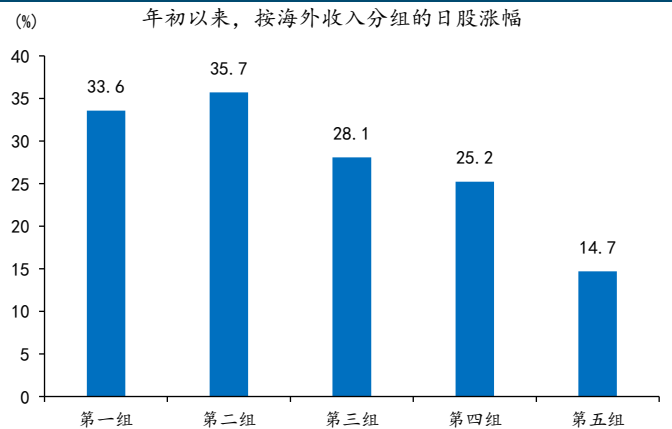
来源：Wind，国金证券研究所

图表70：剔除汇率因素，本轮日股上涨依然显著

图表71：海外营业收入占比高的日股分组涨幅更高



来源：Wind，国金证券研究所

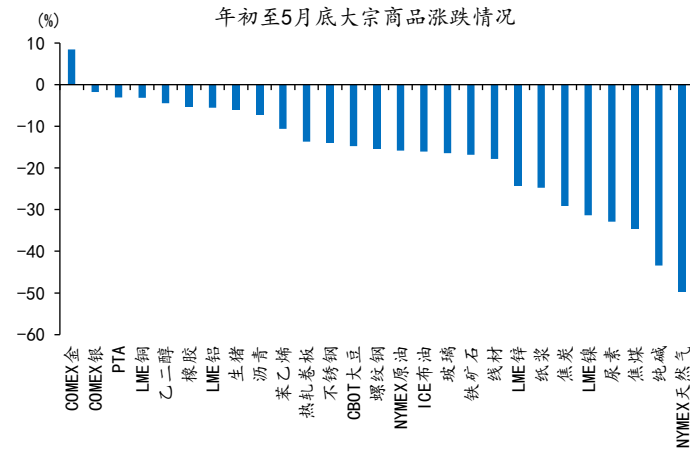


来源：Wind，国金证券研究所

(二) “低库存”下的投资机遇？

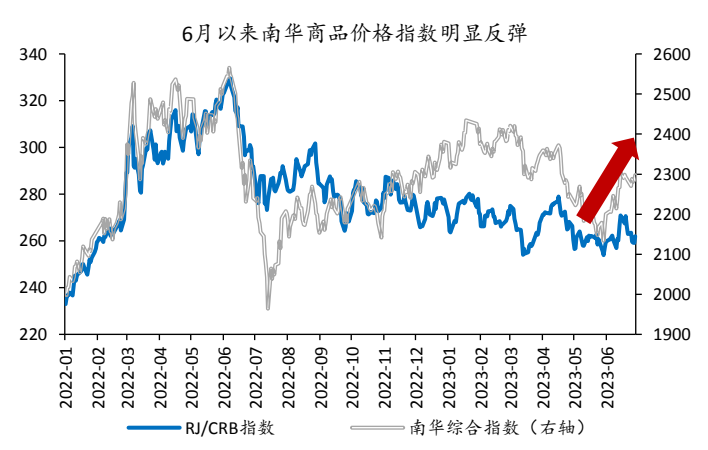
年初以来，大宗商品表现疲弱，除黄金外悉数下跌；6月以来部分品类止跌回暖。截至5月31日，大宗商品表现普遍较弱，仅COMEX金上涨8.5%，其他品类悉数下跌。但6月以来，国内部分商品已在企稳反弹，南华综合指数涨幅高达7.7%。细分市场来看，工业品价格回暖中存在一定分化。6月以来，黑色系中铁矿石、焦炭、焦煤等表现突出；能化品中，原油、玻璃和纯碱领涨；有色金属中，锡、锌、铜率先止跌反弹。

图表72: 年初以来, 除黄金外大宗商品价格普跌



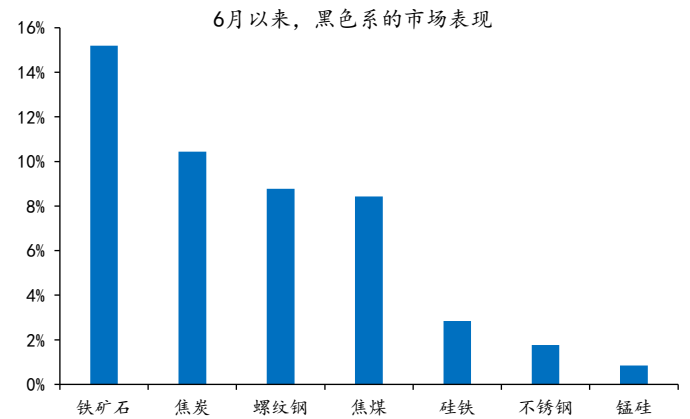
来源: Wind, 国金证券研究所

图表73: 6月以来, 南华商品价格指数明显反弹



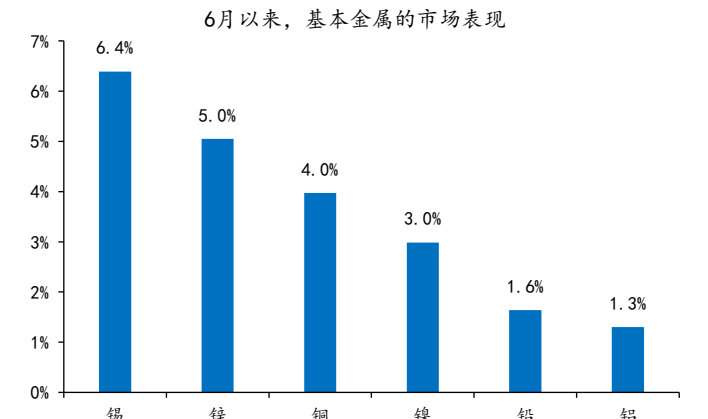
来源: Wind, 国金证券研究所

图表74: 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

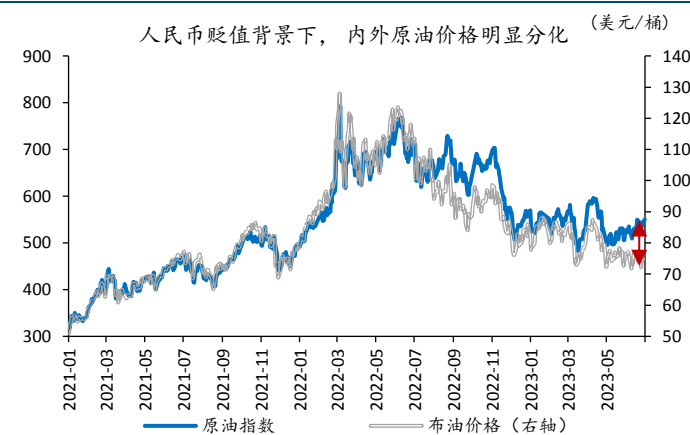
图表75: 6月有色金属价格均实现不同程度上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

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、焦炭和螺纹钢库存均处同期低位; 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, 6 月领涨的锌、铜交易所合计库存分别位于 9.6%、4.1% 的历史低位水平。

图表76: 国内外的原油价格走势分化



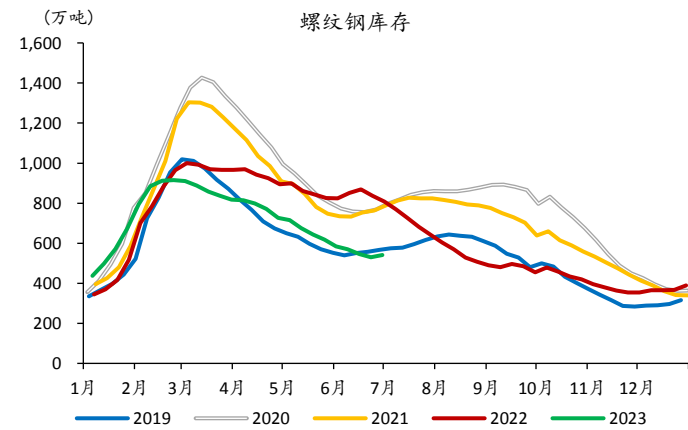
来源: Wind, 国金证券研究所

图表77: 年初以来, 玻璃产量维持负增速



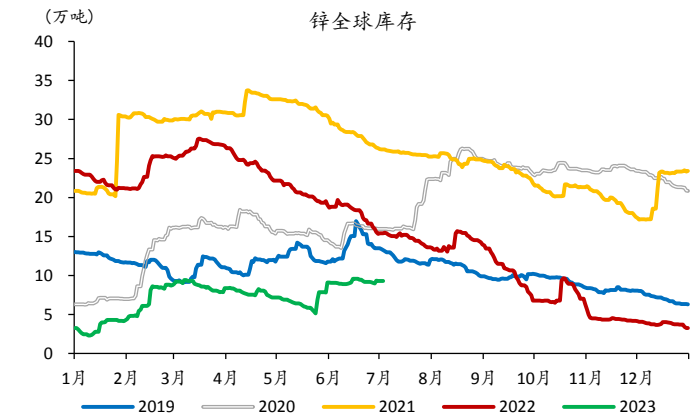
来源: Wind, 国金证券研究所

图表78: 螺纹钢库存处于历史同期的低位



来源: Wind, 国金证券研究所

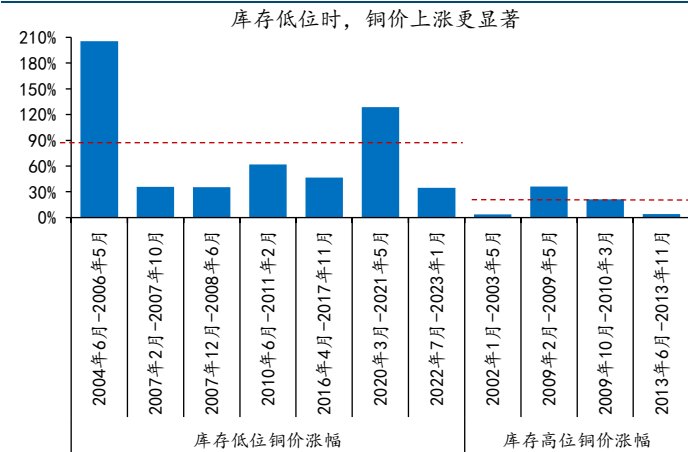
图表79: 今年以来, 锌全球库存持续低于前四年同期



来源: Wind, 国金证券研究所

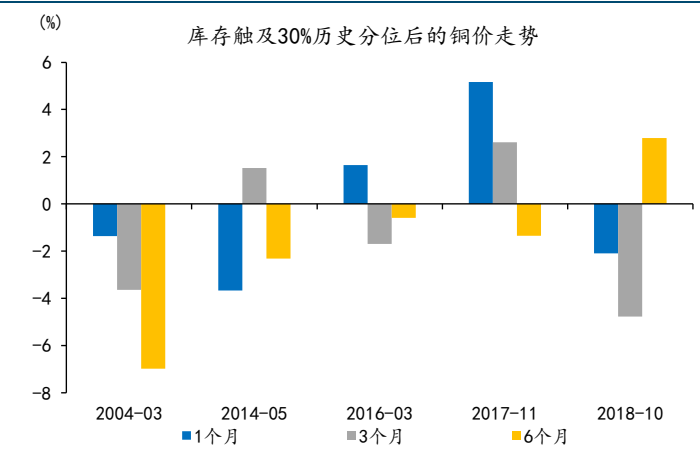
以铜为例, 低库存一方面意味着需求回暖时更高的商品价格弹性, 另一方面也意味着更低的下行空间、能为价格提供底部支撑。1) 2002 年至今, 铜价走高多发生在低库存时期; 7 次在低位库存时期铜价平均年化涨幅高达 84%, 而高库存时期仅为 16%。2) 5 次库存向下触及 30% 历史分位数时, 随后半年间 LME 铜价跌幅均低于 8%, 回撤幅度相对有限。当下对经济需求较为敏感的商品中, 焦煤、焦炭、铜、铝等库存均处于历史的相对低位。经济回暖的预期升温下, 低库存商品的胜率优势或将逐步凸显。

图表80: 低库存时期的铜价涨幅更显著



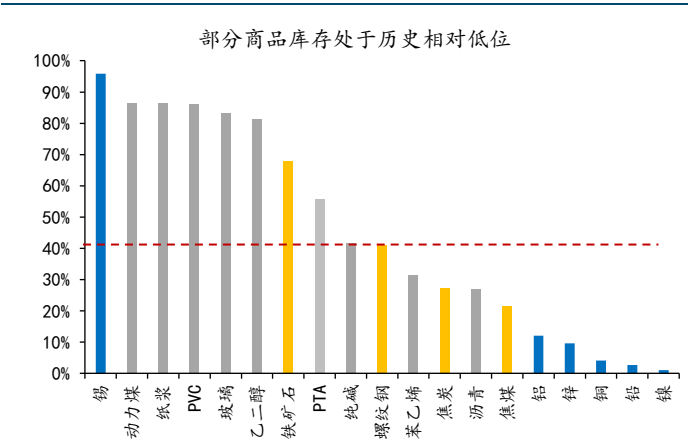
来源: Wind, 国金证券研究所

图表81: 低库存的继续去化给铜价以底部支撑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表82: 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83: 低位的铜铝交易所库存仍在不断去化



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