

大类资产周报第6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

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 联系人：李欣越
 lixinyue@gjzq.com.cn

海外“股债跷跷板”，映射的交易逻辑？

今年4月以来，美债市场调整的同时、美股明显反弹，美国股债“跷跷板”效应再现。背后的原因、映射的逻辑、后续的演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：海外“股债跷跷板”，映射的交易逻辑？

一问：近期海外市场有何异动？“股债跷跷板”再现、交易逻辑或有切换

2022年3月美国进入加息周期后，美股和美债收益率走势镜像关系明显；而今年4月以来，“股债跷跷板”再现，美国股强债弱。2022年3月至2023年3月31日，美国股债同涨同跌，其中10Y美债收益率累计上行252bp，标普500指数累计下跌16.9%。但4月以来，10Y美债收益率震荡上行的同时、美股也大幅反弹，“股债跷跷板”效应重现。正常经济周期下，股债跷跷板效应是常态，流动性环境明显变化时，容易出现股债市场的同涨同跌；加息周期的尾声，交易逻辑常出现由紧缩预期向基本面强弱的切换。例如，随着2004年-2006年和2015年-2018年的加息周期进入后半程后，市场开始博弈经济“软着陆”的可能，期间股债均由同步涨跌同步、转向股涨债跌的“跷跷板效应”。

二问：本轮“股债跷跷板”的背后？前期受事件冲击、近期由基本面主导

4月至5月的“股债跷跷板”效应，主要受到两方面的事件冲击。一方面，银行业危机缓和后，市场风险偏好不断修复、避险情绪走弱，美债走弱、美股走强。另一方面，ChatGPT驱动的“AI行情”，也使得美股摆脱分母端“束缚”。5月底前，标普500的大涨8.1%、几乎均由前7大科技股拉动；剔除7家科技巨头后，标普500下跌0.4%。但步入6月后，市场交易逻辑逐步开始了切换。美国经济显示了相当的韧性，6月以来，美国服务业等经济数据均超市场预期，密歇根大学和谘商会统计的消费者信心均反弹。美股普涨，长端美债收益率也快速上行，其中标普500剔除前7大科技股后的涨幅高达7.0%、高于指数的6.6%。2Y和10Y美债则不断走弱，利率一度分别上行59bp和42bp。

三问：交易逻辑演进下，美股去向何方？去通胀“两难全”，美股上行动能或受阻

7月以来，部分美国经济指标已现走弱迹象；向后看，美国经济基本面冷热不均，短期内仍面临三重压力：第一，去库压力仍在。本轮去库存周期始于2022年中，或延续至2023年底。第二，金融周期仍在下行。历史上经济衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段。第三，货币紧缩效应一般滞后9-12个月，当下累积效应尚未充分体现。中期来看，美联储“去通胀”或以需求收缩为代价；随着市场交易主线逐步向“经济基本面”倾斜，美股上行动能或将受阻。当下，美国商品去通胀已基本完成、租金通胀下降趋势已现，后续的超级核心服务去通胀主要取决于工资增速。疫情之后，供给缺乏弹性的劳动力市场均衡化或依赖需求的压缩；而这无疑会加大美股“杀盈利”的压力。

周度回顾：欧央行暗示紧缩或接近尾声，美联储加息预期升温，美元走强（2023/07/15-2023/07/21）

股票市场：全球主要股指涨跌分化，英股领涨。发达国家股指中，英国富时100、道琼斯工业指数、法国CAC40、标普500和德国DAX领涨，分别上涨3.1%、2.1%、0.8%、0.7%和0.4%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率普遍下行。美国10Y国债收益率上行1.0bp至3.84%，德国10Y国债收益率持平在2.42%；日本、英国、意大利和法国10Y国债收益率分别下行48.0bp、23.2bp、10.4bp和4.2bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元贬值。日元、英镑、欧元、挪威克朗和加元兑美元分别贬值2.1%、1.8%、0.9%、0.3%和0.1%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.6%、0.4%至7.1869、7.1895。

商品市场：原油上涨，贵金属涨跌分化，有色均下跌，黑色和农产品多数上涨。受前期超涨、供需仍偏松的影响，焦煤价格在需求旺季的反弹有所回调；国家统计局发言称房地产仍将低位运行、叠加消费淡季，铜价承压。

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：海外“股债跷跷板”，映射的交易逻辑？	4
一问：近期海外市场有何异动？“股债跷跷板”再现、交易逻辑或有切换	4
二问：本轮“股债跷跷板”的背后？前期受事件冲击、近期由基本面主导	5
三问：交易逻辑演进下，美股去向何方？去通胀“两难全”，美股上行动能或受阻	8
二、大类资产高频跟踪（2023/07/15-2023/07/21）	11
（一）权益市场追踪：全球资本市场涨跌分化	11
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍下行	12
（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值、欧元和英镑升值	13
（四）大宗商品市场追踪：原油上涨，贵金属涨跌分化，有色均下跌，黑色和农产品多数上涨	14
风险提示	16

图表目录

图表 1：近期，美股美债“跷跷板”再现	4
图表 2：4 月以来，美国呈现股强债弱的走势	4
图表 3：典型加息时期与降息周期划分	4
图表 4：美股美债滚动一年期动态相关性	4
图表 5：1999 年典型加息周期，股债强弱同步	5
图表 6：2019 年货币宽松时期，股债均表现强势	5
图表 7：加息前期和末期，股债联动关系切换	5
图表 8：2015-2018 年加息周期尾声，股债关系切换	5
图表 9：银行业危机下银行 CDS 利差暴涨	6
图表 10：3-4 月美国银行股暴跌	6
图表 11：3-4 月美联储资产扩张，美股反弹	6
图表 12：3 月银行业危机后，美联储投放流动性	6
图表 13：年初至 5 月底，估值驱动下成长板块领涨	6
图表 14：5 月底前，相较于小盘股，大盘涨势更佳	6
图表 15：3-5 月纳指的前 7 大科技股表现尤为亮眼	7
图表 16：当前市场宽度处于历史最窄水平	7
图表 17：美国综合、非制造业 PMI 仍在扩张区间	7
图表 18：美国经济基本面仍具有韧性	7
图表 19：6 月以来，美股从科技头部拉升转向普涨	7
图表 20：6 月长端美债收益率快速上行	7
图表 21：6 月美国制造业 PMI 录得 46%，延续走弱	8
图表 22：美国 6 月不同产品工业产值同比	8
图表 23：美国 6 月零售同比 1.5%，环比 0.2%	8
图表 24：美国 6 月新屋开工回落	8
图表 25：制造、批发与零售库存同比增速	9
图表 26：图表 7：名义库存与实际库存增速的背离	9

图表 27: 商业银行贷款已在边际收紧	9
图表 28: 联邦基金利率或已经处于“充分紧缩”水平	9
图表 29: 美国“去通胀”三阶段	10
图表 30: 工资增速与超级核心服务通胀的相关性	10
图表 31: 美国 PMI 指数领先标普 500 未来 12 个月 EPS	10
图表 32: 失业率与平均时薪增速正相关	10
图表 33: 当周, 发达国家股指涨跌分化	11
图表 34: 当周, 新兴市场股指涨跌分化	11
图表 35: 当周, 美股行业多数上涨	11
图表 36: 当周, 欧元区行业多数上涨	11
图表 37: 当周, 恒生指数全线下跌	12
图表 38: 当周, 恒生行业多数下跌	12
图表 39: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍下行	12
图表 40: 当周, 10Y 收益率英国下行、德持平、美上行	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 利率均上行	12
图表 43: 当周, 美元指数上涨	13
图表 44: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值	13
图表 45: 当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨	13
图表 46: 土耳其里拉、韩元兑美元均升值, 雷亚尔贬值	13
图表 47: 当周, 人民币兑美元贬值, 兑英镑、欧元升值	14
图表 48: 当周, 人民币兑美元贬值	14
图表 49: 当周, 商品价格走势涨跌分化	14
图表 50: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨	15
图表 51: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌	15
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、白银价格涨跌分化	15
图表 55: 当周, 10Y 美债实际收益率下行	15

今年4月以来，美债市场调整的同时、美股明显反弹，美国股债“跷跷板”效应再现。背后的原因、映射的逻辑、后续的演绎？本文分析，仅供参考。

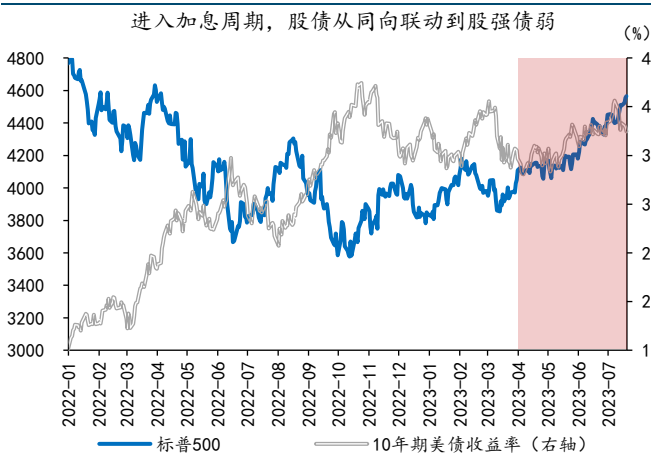
一、热点思考：海外“股债跷跷板”，映射的交易逻辑？

一问：近期海外市场有何异动？“股债跷跷板”再现、交易逻辑或有切换

2022年3月美国进入加息周期后，美股和美债收益率的走势镜像关系明显；而今年4月以来，“股债跷跷板”再现，美国股强债弱。2022年3月，美联储开启“赶作业式”加息进程，截至今年3月31日，10年期美债收益率一度累计上行251.5bp，标普500指数一度累计下跌16.9%。但4月以来，10年期美债收益率震荡上行的同时、美股也大幅反弹，“股债跷跷板”效应重现：截至7月19日，10年期美债收益率上行59.4bp至7月7日的峰值4.1%；期间，标普500指数也大涨8.4%。

图表1：近期，美股美债“跷跷板”再现

图表2：4月以来，美国呈现股强债弱的走势



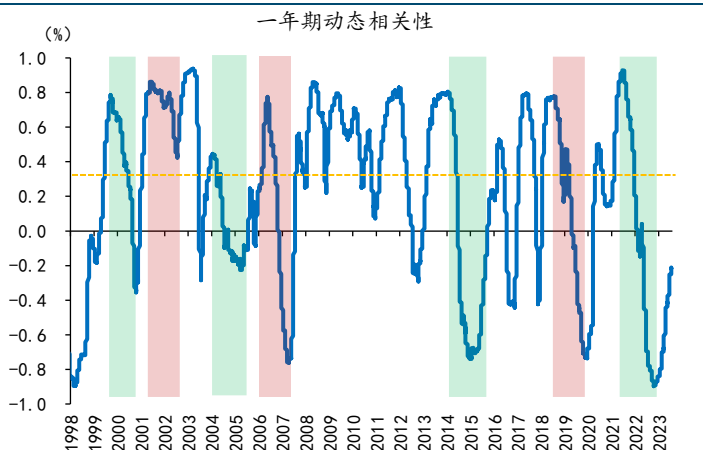
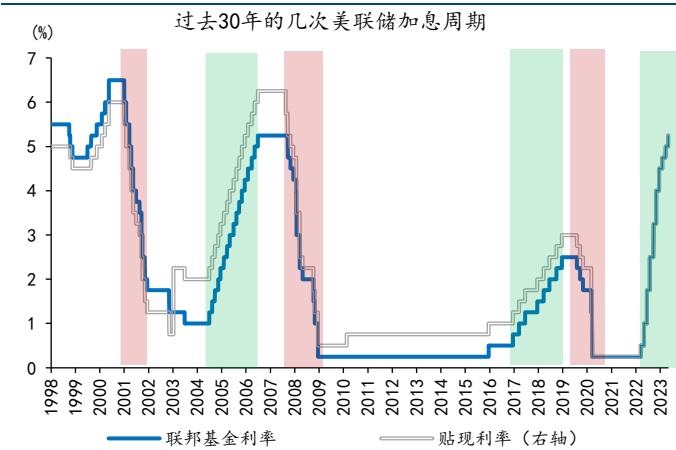
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

通常而言，当市场主线在交易经济基本面时，“股债跷跷板”效应显著；而当宏观流动性成为市场核心矛盾时，股债往往同向变动。理论上，经济向好，利好股市、利空债市，反之亦然。历史回溯来看，过去30年间，标普500与10年期美债收益率相关性为0.26，“股债跷跷板”效应确实存在。但在典型的加息与降息周期中，流动性则为股债的交易主线逻辑；1999年-2000年、2004年-2006年和2015年-2018年的加息周期，2001年、2008年和2020年的降息周期中，美股和美债收益率之间的动态相关性均跌至负值。这些时期，美元流动性迅速收紧或大量释放，股债联动受限于流动性变化，往往同步涨跌。

图表3：典型加息时期与降息周期划分

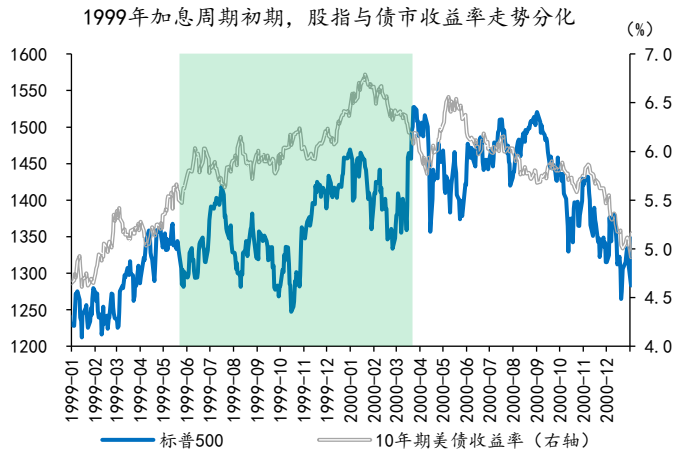
图表4：美股美债滚动一年期动态相关性



来源：Wind，国金证券研究所

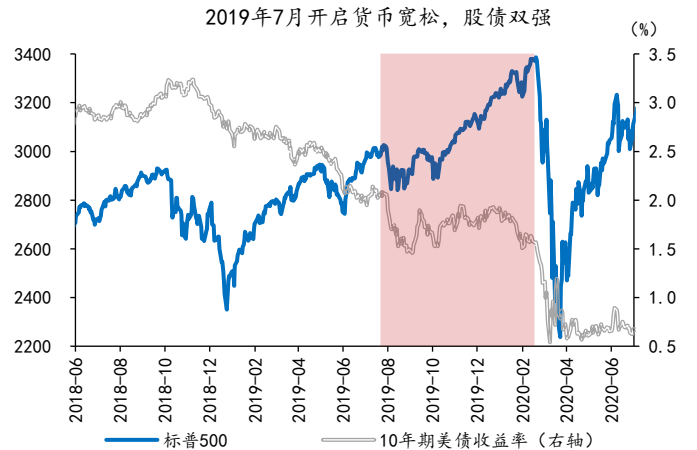
来源：Wind，国金证券研究所

图表5: 1999年典型加息周期, 股债强弱同步



来源: Wind, 国金证券研究所

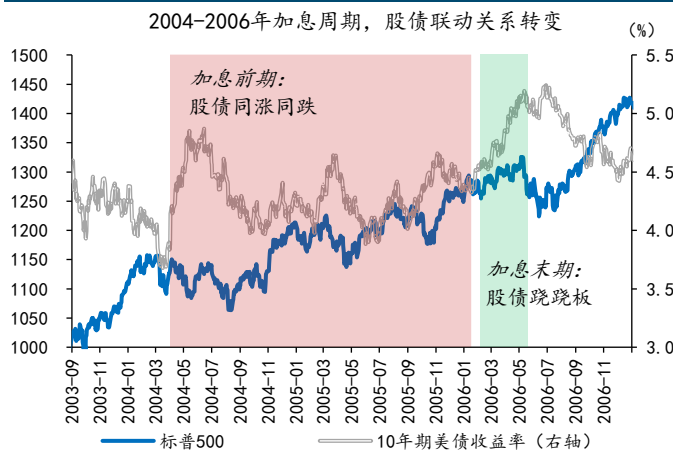
图表6: 2019年货币宽松时期, 股债均表现强势



来源: Wind, 国金证券研究所

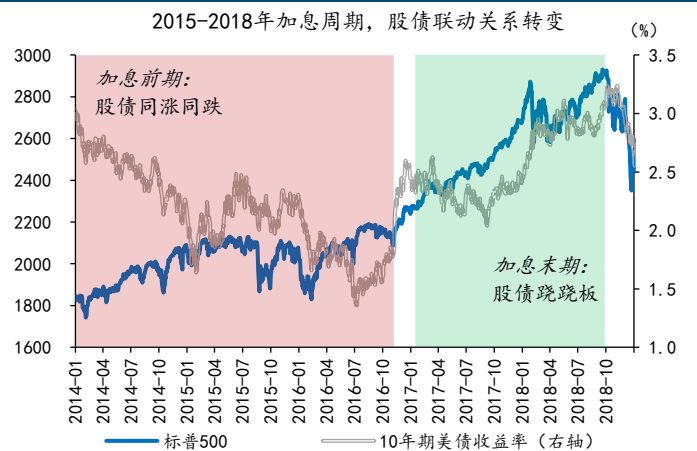
加息步入尾声时, 市场逻辑多发生切换——通常由交易紧缩预期转向交易经济基本面的强弱。回溯历史, 当美联储加息接近尾声, 股债联动关系常常发生切换、从前期的同涨同跌转向末期的反向变动, 背后的支撑是交易逻辑的切换——市场主线由交易紧缩预期转向交易经济基本面的韧性或衰退的预期。例如, 随着2004年-2006年和2015年-2018年的加息周期进入后半程后, 市场开始博弈经济“软着陆”的可能, 期间股债均由同步涨跌同步转向股涨债跌的“跷跷板效应”。

图表7: 加息前期和末期, 股债联动关系切换



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2015-2018年加息周期尾声, 股债关系切换

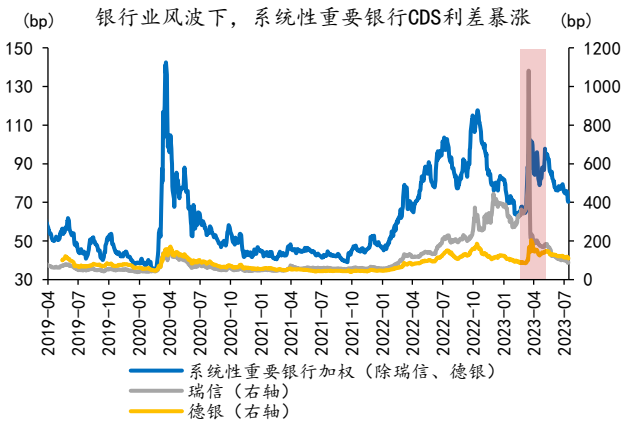


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 本轮“股债跷跷板”的背后? 前期受事件冲击、近期由基本面主导

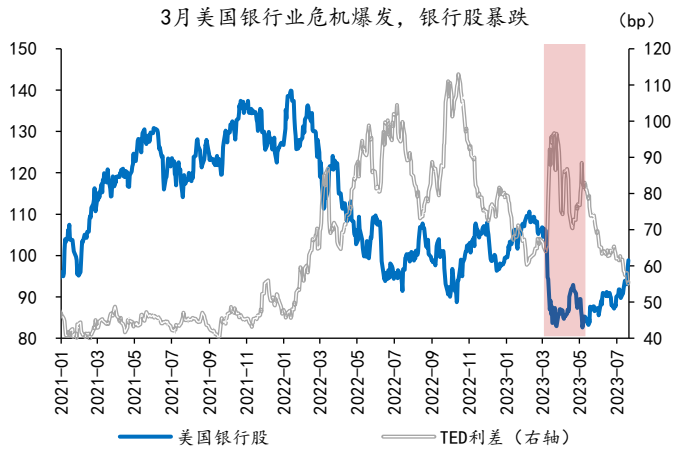
4月至5月的“股债跷跷板”效应, 主要受到两方面的事件冲击: 一方面, 银行业危机缓和后, 市场风险情绪重新提振, 股市上涨、债市回落。危机之初, 恐慌情绪迅速升温, 债市成为资金“避险地”, 10年期美债收益率一度下行75.1bp的同时, 标普500下跌4.8%至年初以来的底部3855.8。随后, 美联储紧急启用短期结构性金融工具如BTFP、贴现窗口等, 流动性渐趋充裕, 市场风险偏好不断修复, 资金流出美债市场, 10年期美债利率上行29.5bp, 而美股从底部向上大幅反弹8.1%。

图表9: 银行业危机下银行CDS利差暴涨



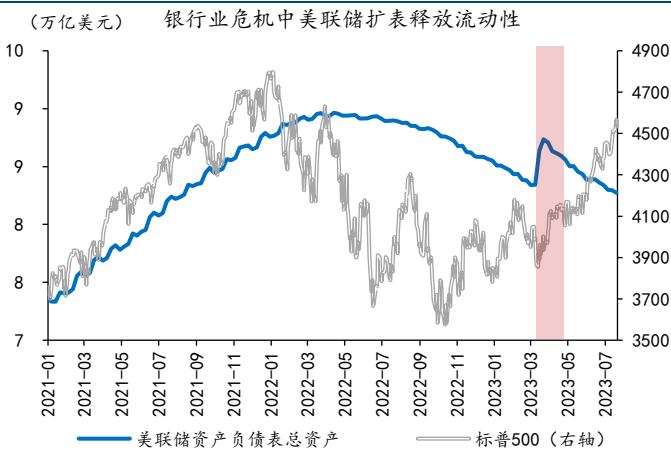
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 3-4月美国银行股暴跌



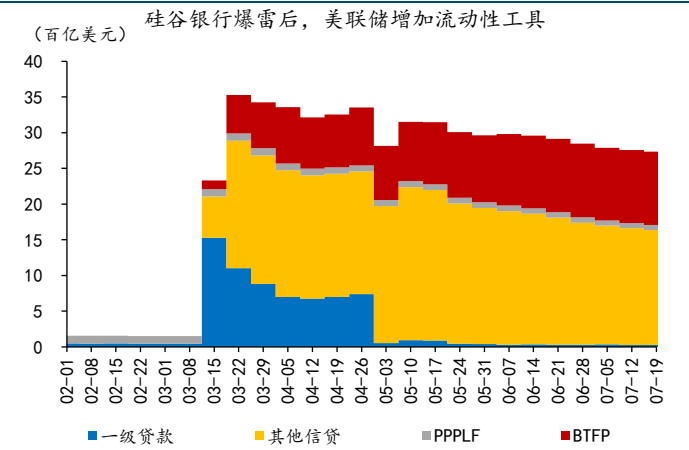
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 3-4月美联储资产扩张，美股反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

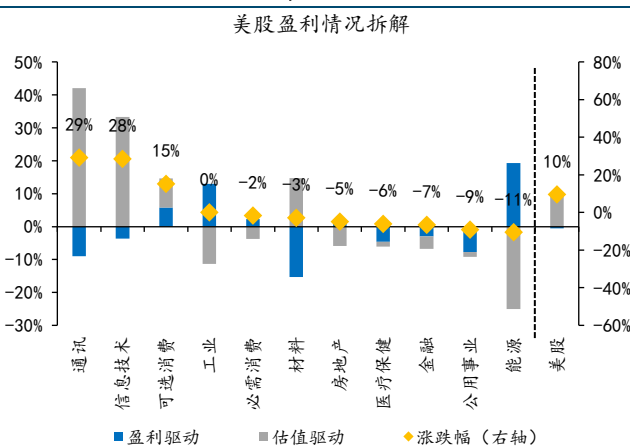
图表12: 3月银行业危机后，美联储投放流动性



来源: Wind, 国金证券研究所

另一方面，ChatGPT 驱动的“AI 行情”，也使得美股摆脱分母端“束缚”、大举上攻。5月底之前，标普500的上涨几乎均由前7大科技股拉动。估值驱动下，美股的成长板块领涨，大盘股涨势明显优于小盘股，7家科技巨头更是本轮美股持续上涨的主要支撑。年初至5月25日，标普500盈利下修0.5%的同时，通讯、信息技术行业的估值驱动最为显著，分别抬升42%和33%。如剔除7家科技巨头，期间标普500指数则下跌0.4%。从标普500成分股平均涨跌幅减去加权涨跌幅衡量的市场宽度来看，美股市场宽度一度触及历史最低。

图表13: 年初至5月底，估值驱动下成长板块领涨



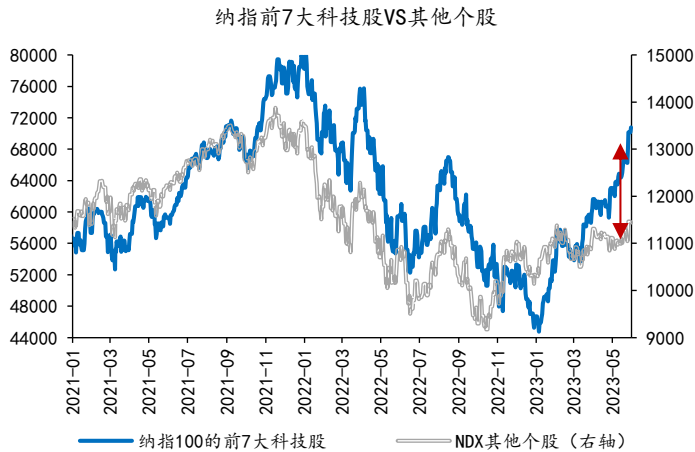
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 5月底之前，相较于小盘股，大盘涨势更佳



来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 3-5月纳指的前7大科技股表现尤为亮眼



来源: Wind, 国金证券研究所

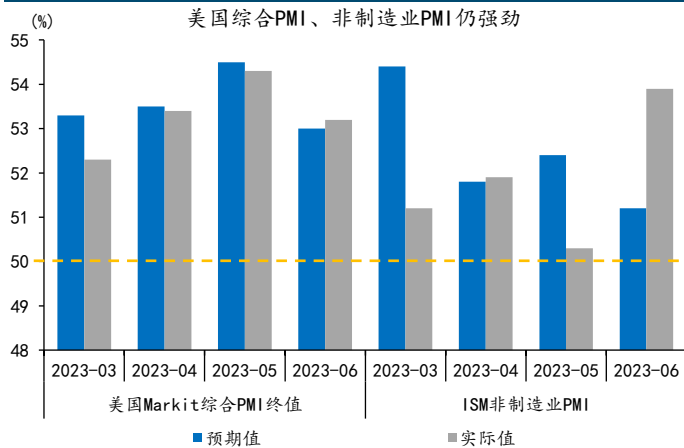
图表16: 当前市场宽度处于历史最窄水平



来源: Wind, 国金证券研究所

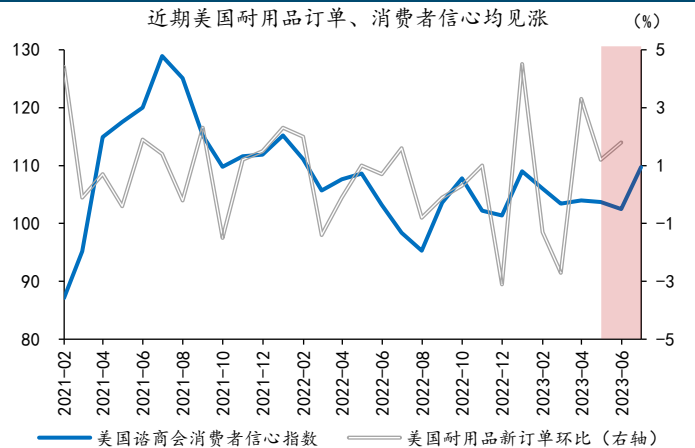
但步入6月后,市场交易逻辑逐步开始了切换。美国经济显现了相当的韧性;剔除前7大科技股,美股普涨,长端美债收益率也快速上行。6月,美国服务业、就业、信心指数等经济数据均超市场预期,非制造业PMI明显超预期,劳动力时薪增长率高企,密歇根大学和谘商会统计的消费者信心均反弹。截至7月23日,美股由前期的7大科技股独涨向普涨行情演绎;标普500剔除前7大科技股后的涨幅高达7.0%、高于标普500的6.6%。2年期和10年期美债则不断走弱,利率分别一度上行59bp和42bp至4.1%和5.0%。

图表17: 美国综合、非制造业PMI仍在扩张区间



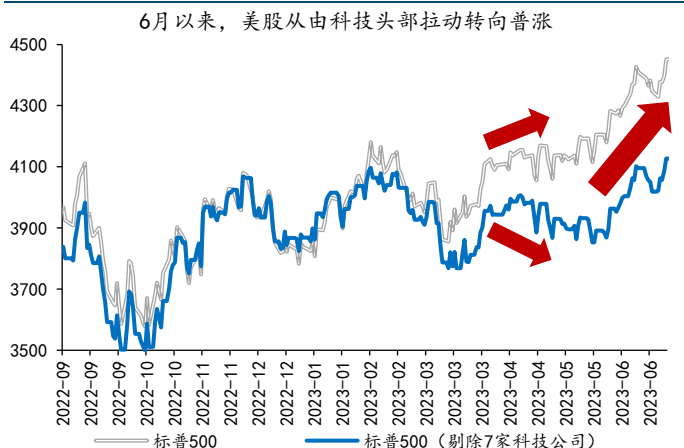
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 美国经济基本面仍具有韧性



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 6月以来,美股从科技头部拉升转向普涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 6月长端美债收益率快速上行



来源: Wind, 国金证券研究所

三问：交易逻辑演进下，美股去向何方？去通胀“两难全”，美股上行动能或受阻

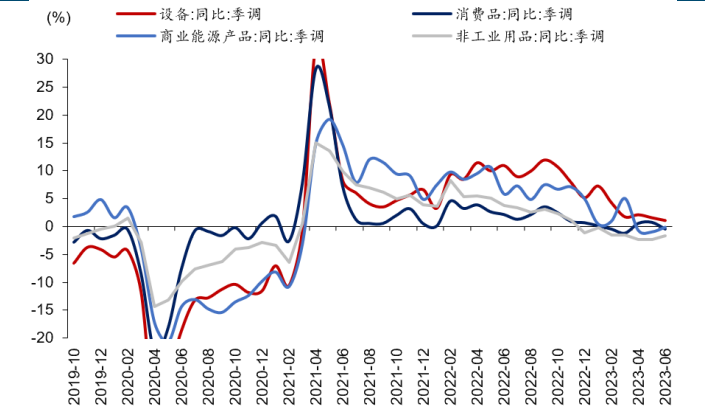
7月以来，部分美国经济指标已现走弱迹象。7月2日发布的ISM制造业PMI数据录得46%，低于预期值47%，连续第八个月萎缩；ISM制造业PMI的五个子项均低于荣枯线，生产、就业和自有库存回落，制造业总体走弱的特征依然较明显。生产方面，美国工业总产值同比增-0.5%、环比-1%，同比、环比增速均下降。消费方面，美国零售及食品销售同比1.5%，增速明显回落。地产方面，美国6月新屋开工143万户，前值156万户；成屋销售回落至416万套，前值430万套，销售、开工均现走弱。

图表21：6月美国制造业PMI录得46%，延续走弱



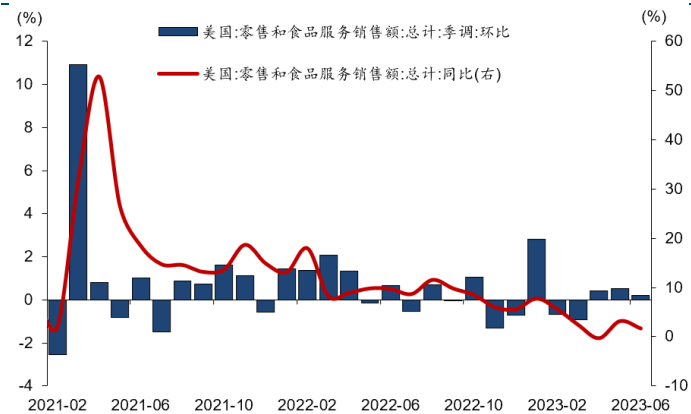
来源：Wind，国金证券研究所

图表22：美国6月不同产品工业产值同比



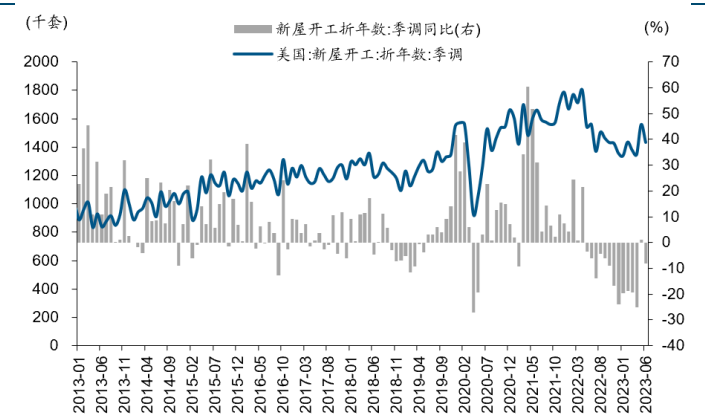
来源：Wind，国金证券研究所

图表23：美国6月零售同比1.5%，环比0.2%



来源：Wind，国金证券研究所

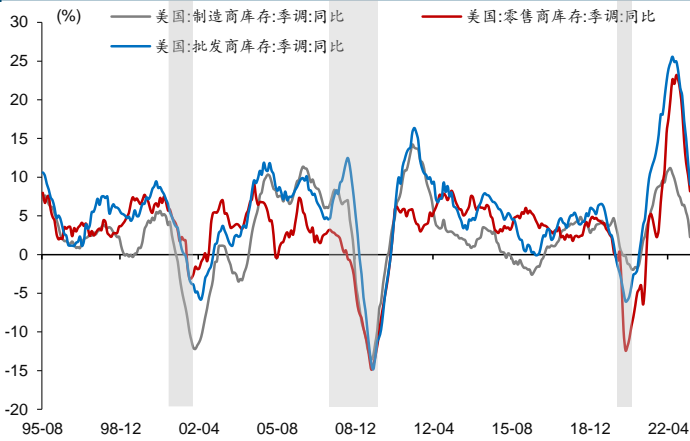
图表24：美国6月新屋开工回落



来源：Wind，国金证券研究所

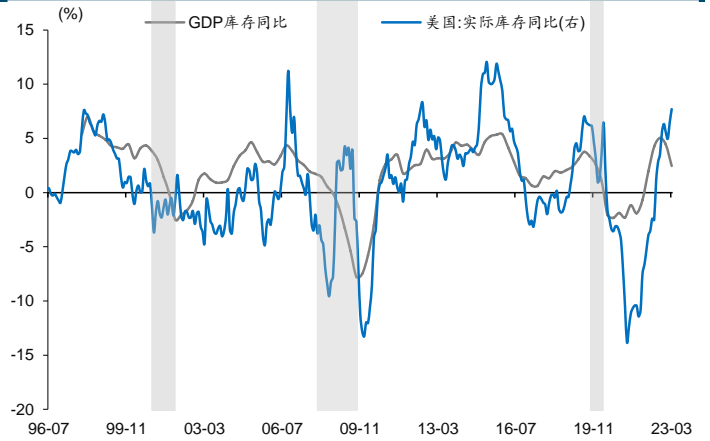
向后看，美国经济基本面冷热不均，短期内仍面临三重压力：第一，去库压力。本轮去库存周期始于2022年中，两个原因或使得本轮去库存周期被拉长至2023年底：1) 全球供应链的扰动下“被动补库”周期被显著拉长至14个月，接近历史平均时长的两倍；2) 名义与实际库存的变化明显背离。第二，金融周期仍在下行。经验上，衰退区间与银行信用周期收缩区间是重叠的，1990-1991年、2001年、2008-09年和2020年衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段，而银行业风险事件则加速了近期的信贷紧缩。第三，货币紧缩效应一般滞后9-12个月，当下累积效应尚未充分体现。

图表25: 制造、批发与零售库存同比增速



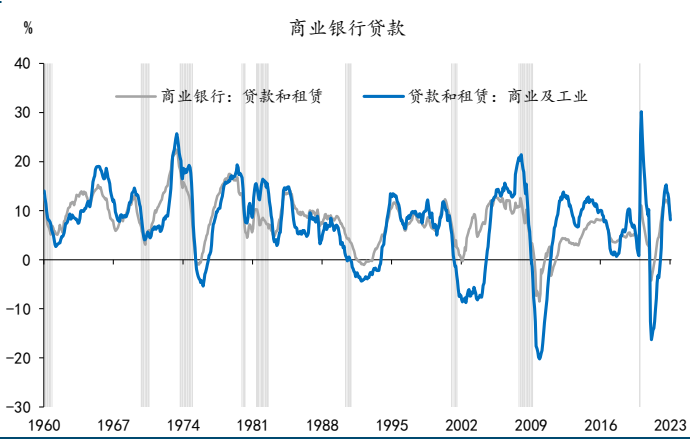
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 名义库存与实际库存增速的背离



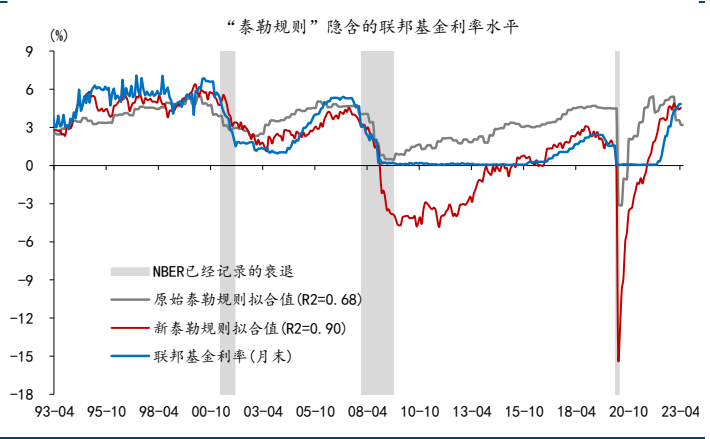
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 商业银行贷款已在边际收紧



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 联邦基金利率或已经处于“充分紧缩”水平



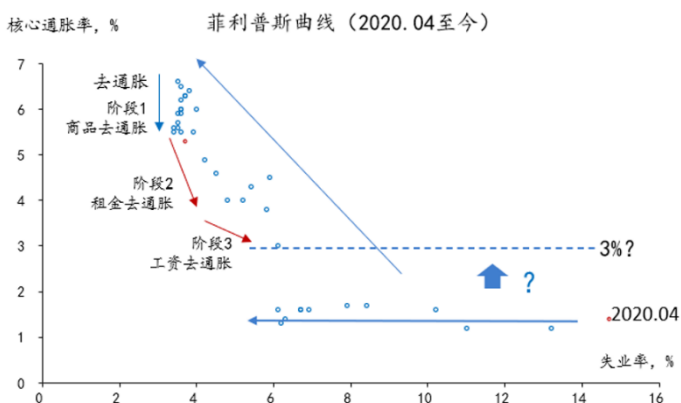
来源: Wind, 国金证券研究所

中期来看,美国“去通胀”即将进入第三阶段¹,美联储“去通胀”或以需求收缩为代价;随着市场交易主线逐步向“经济基本面”倾斜,美股上行动能或将受阻。根据通胀的结构和驱动力,可将美国去通胀划分为三个阶段:第一阶段商品去通胀;第二阶段住房服务去通胀;第三阶段为超级核心服务去通胀。当下,商品去通胀已基本完成、租金通胀下降的趋势已较为确定,美国去通胀正迈向第三阶段。超级核心服务去通胀主要取决于工资增速,疫情之后,由于“提前退休”等群体退出劳动力市场,供给缺乏弹性的劳动力市场均衡化或只能依靠压制需求来实现²;而这无疑会加大美股“杀盈利”压力。

¹ 参考报告:《美国“去通胀”的三个阶段》。

² 参考报告:《美国劳动力市场“转弱”的条件与信号》。

图表29: 美国“去通胀”三阶段



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 工资增速与超级核心服务通胀的相关性



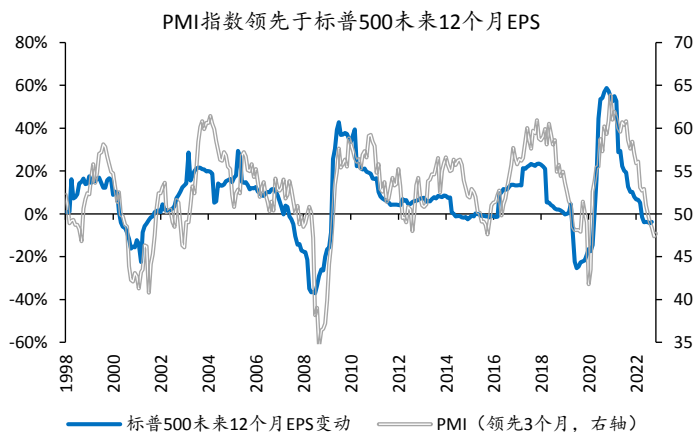
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 美国PMI指数领先标普500未来12个月EPS



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 失业率与平均时薪增速正相关



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

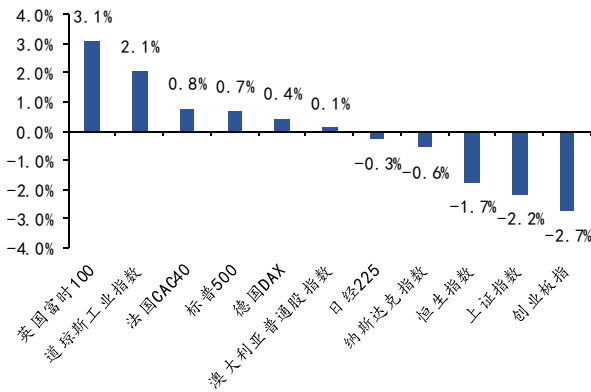
- 1) 2022年3月美国进入加息周期后, 美股和美债收益率走势镜像关系明显; 而今年4月以来, “股债跷跷板”再现, 美国股强债弱。正常经济周期下, 股债跷跷板效应是常态, 流动性环境明显变化时, 容易出现股债市场的同涨同跌; 加息周期的尾声, 交易逻辑常出现由紧缩预期向基本面强弱的切换。
- 2) 4月至5月的“股债跷跷板”效应, 主要受到两方面的事件冲击。一方面, 银行业危机缓和后, 市场风险偏好不断修复、避险情绪走弱, 美债走弱、美股走强。另一方面, ChatGPT驱动的“AI行情”, 也使得美股摆脱分母端“束缚”。但步入6月后, 市场交易逻辑逐步开始了切换。市场开始交易美国经济的韧性, 美股普涨, 美债收益率快速上行。
- 3) 7月以来, 部分美国经济指标已现走弱迹象; 向后看, 美国经济基本面冷热不均, 短期内仍面临三重压力: 第一, 去库压力仍在。本轮去库存周期始于2022年中, 或延续至2023年底。第二, 金融周期仍在下行。历史上经济衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段。第三, 货币紧缩效应一般滞后9-12个月, 当下累积效应尚未充分体现。
- 4) 中期来看, 美联储“去通胀”或以需求收缩为代价; 随着市场交易主线逐步向“经济基本面”倾斜, 美股上行动能或将受阻。当下, 美国商品去通胀已基本完成、租金通胀下降趋势已现, 后续的超级核心服务去通胀主要取决于工资增速。疫情之后, 供给缺乏弹性的劳动力市场均衡化或依赖需求的压缩; 而这无疑会加大美股“杀盈利”的压力。

二、大类资产高频跟踪（2023/07/15-2023/07/21）

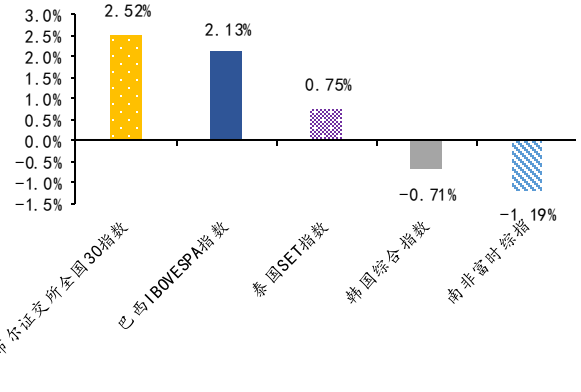
（一）权益市场追踪：全球资本市场涨跌分化

发达国家股指涨跌分化，新兴市场股指涨跌分化。英国富时 100、道琼斯工业指数、法国 CAC40、标普 500 和德国 DAX 领涨，分别上涨 3.1%、2.1%、0.8%、0.7%和 0.4%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、巴西 IBOVESPA 指数和泰国 SET 指数分别上涨 2.5%、2.1%和 0.8%，韩国综合指数和南非富时综指下跌，分别下跌 0.7%和 1.2%。

图表33：当周，发达国家股指涨跌分化



图表34：当周，新兴市场股指涨跌分化

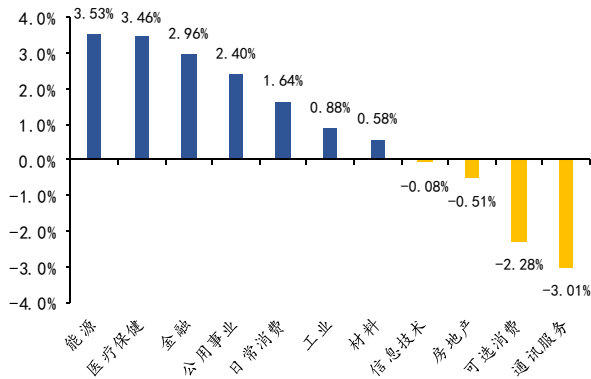


来源：Wind，国金证券研究所

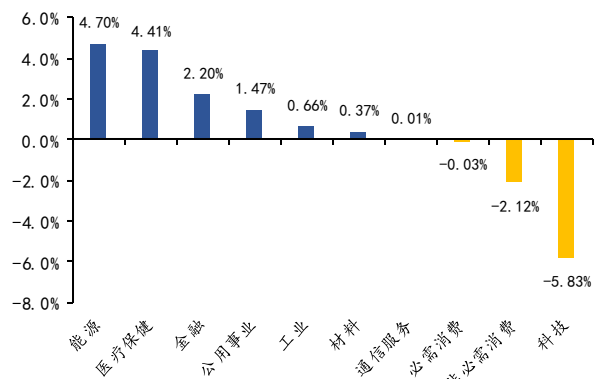
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看，本周美股行业多数上涨。其中能源、医疗保健、金融、公用事业和日常消费领涨，分别上涨 3.53%、3.46%、2.96%、2.40%和 1.64%。从欧元区行业板块来看，本周欧元区行业多数上涨。其中能源、医疗保健、金融、公用事业和工业领涨，分别上涨 4.70%、4.41%、2.20%、1.47%和 0.66%。

图表35：当周，美股行业多数上涨



图表36：当周，欧元区行业多数上涨

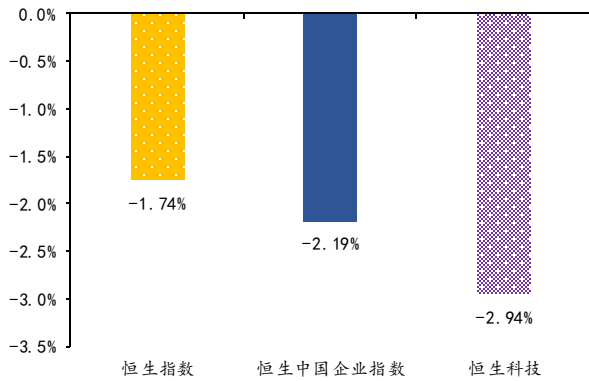


来源：Wind，国金证券研究所

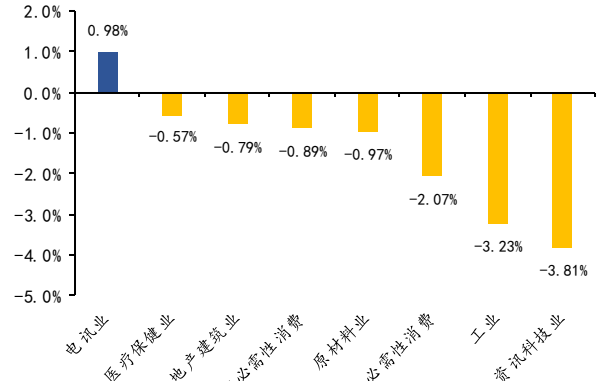
来源：Wind，国金证券研究所

香港市场全线下跌，恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数和分别下跌 2.94%、2.19%和 1.74%。行业方面，恒生行业多数下跌，其中资讯科技业、工业、必需性消费、原材料业和非必需性消费领跌，分别下跌 3.81%、3.23%、2.07%、0.97%和 0.89%。

图表37: 当周, 恒生指数全线下跌



图表38: 当周, 恒生行业多数下跌



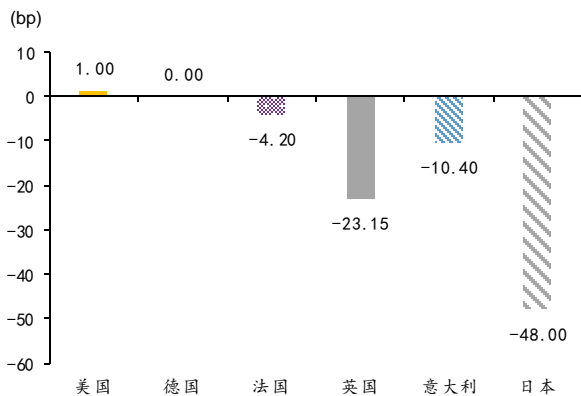
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

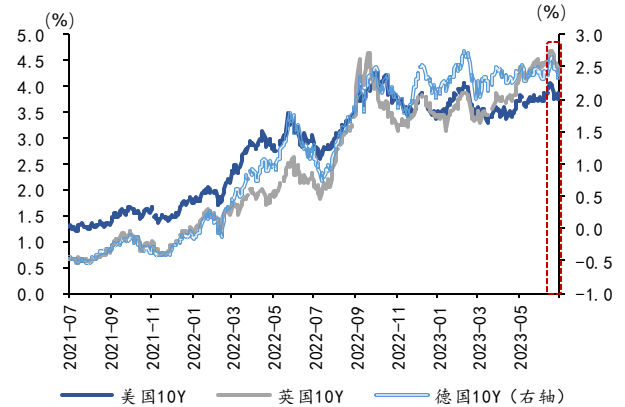
(二) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率普遍下行

发达国家10年期国债收益率普遍下行。美国10Y国债收益率上行1.00bp至3.84%，德国10Y国债收益率持平在2.42%；日本、英国、意大利和法国10Y国债收益率分别下行48.00bp、23.15bp、10.40bp和4.20bp。

图表39: 当周, 主要发达国家10Y国债收益率普遍下行



图表40: 当周, 10Y收益率英国下行、德持平、美上行

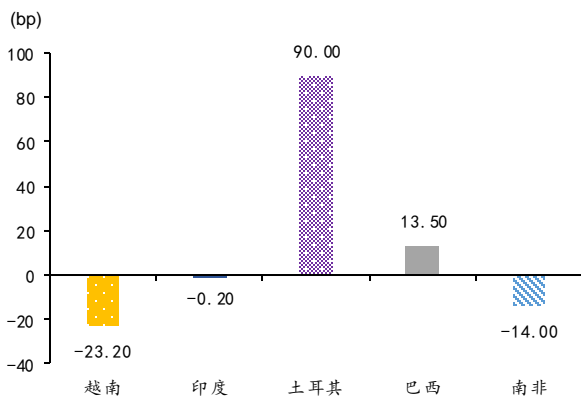


来源: Wind, 国金证券研究所

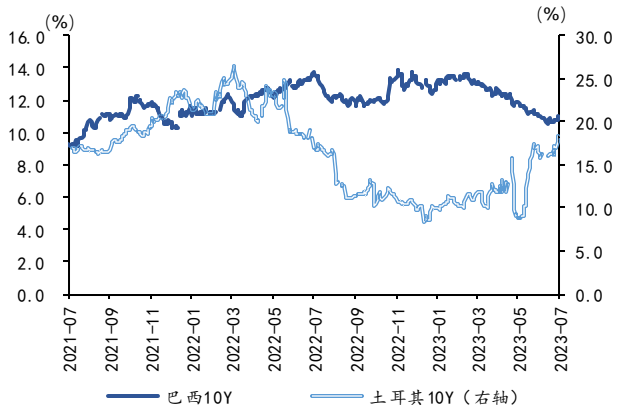
来源: Wind, 国金证券研究所

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90.00bp至18.09%，巴西10Y国债收益率上行13.50bp至10.93%；越南、南非和印度10Y国债收益率分别下行23.20bp、14.00bp和0.20bp。

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利率均上行



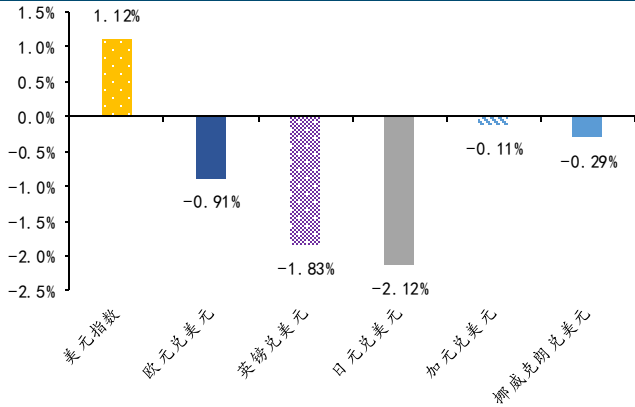
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

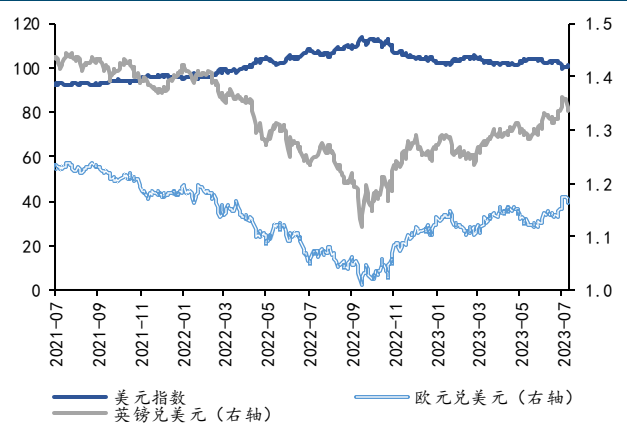
(三) 外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值、欧元和英镑升值

美元指数走强，本周上涨 1.12% 至 101.09。日元、英镑、欧元、挪威克朗和加元兑美元分别贬值 2.12%、1.83%、0.91%、0.29% 和 0.11%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨，土耳其里拉、韩元、菲律宾比索和印度卢比兑美元分别升值 3.03%、1.37%、0.77% 和 0.27%，仅雷亚尔贬值 0.24%。

图表43：当周，美元指数上涨



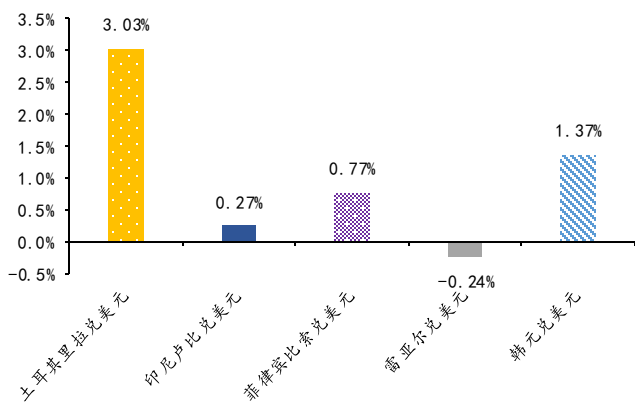
图表44：当周，英镑、欧元兑美元均贬值



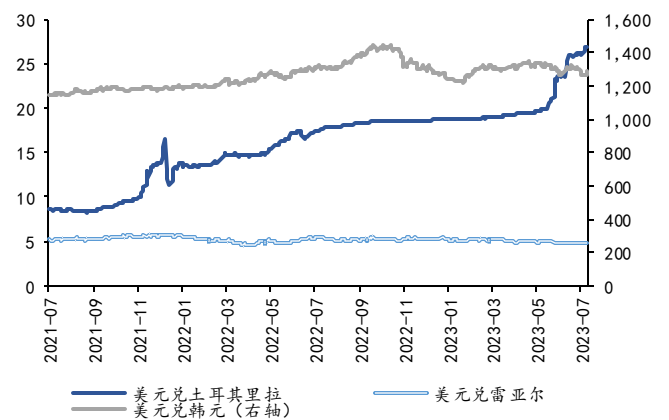
来源：Wind，国金证券研究所

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上涨



图表46：土耳其里拉、韩元兑美元均升值，雷亚尔贬值

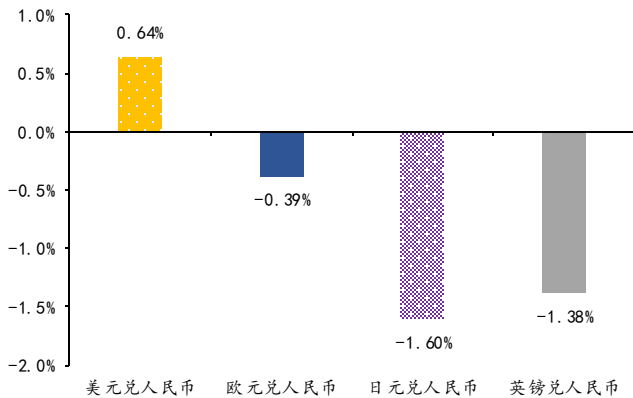


来源：Wind，国金证券研究所

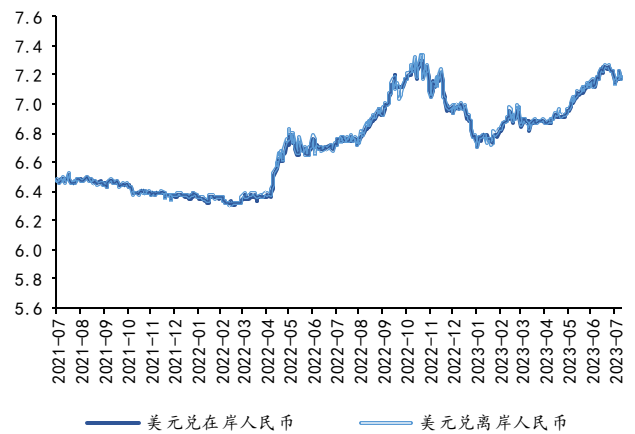
来源：Wind，国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.64%，兑日元、英镑和欧元分别升值 1.60%、1.38% 和 0.39%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 456bp 至 7.1869，美元兑离岸人民币汇率上行 316bp 至 7.1895。

图表47: 当周, 人民币兑美元贬值, 兑英镑、欧元升值



图表48: 当周, 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: 原油上涨, 贵金属涨跌分化, 有色均下跌, 黑色和农产品多数上涨

原油上涨, 贵金属涨跌分化, 有色价格均下跌, 黑色和农产品多数上涨。其中, 焦煤、LME 铝和 LME 铜领跌, 分别下跌 8.23%、3.15%和 2.52%; 豆粕、WTI 原油和棉花领涨, 分别上涨 4.19%、2.19%和 1.66%。受前期超涨、供需仍偏松的影响, 焦煤在需求旺季的反弹有所回调; 国家统计局发言称房地产仍将低位运行、叠加消费淡季, 铜价承压。

图表49: 当周, 商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023-07-21	2023-07-14	2023-07-07	2023-06-30	2023-06-23
原油	WTI原油	2.19%	2.11%	4.56%	2.14%	-3.65%
	布伦特原油	1.50%	1.78%	4.77%	1.42%	-3.60%
贵金属	COMEX黄金	0.44%	1.52%	0.82%	-0.57%	-1.85%
	COMEX银	-1.13%	8.16%	1.49%	-1.89%	-2.92%
有色	LME铜	-2.52%	4.26%	1.26%	-3.15%	-1.14%
	LME铝	-3.15%	6.45%	-0.49%	-1.52%	-4.21%
	LME镍	-1.74%	4.12%	2.10%	-3.69%	-9.64%
	LME锌	-2.32%	3.77%	-1.07%	-0.21%	-4.34%
黑色	玻璃	0.23%	0.87%	1.66%	3.75%	-4.91%
	焦煤	-8.23%	0.00%	1.06%	8.29%	3.36%
	沥青	0.21%	-0.23%	2.34%	0.48%	0.59%
	铁矿石	1.14%	0.63%	-0.34%	1.21%	-1.14%
农产品	螺纹钢	0.67%	1.82%	-0.70%	-0.93%	-2.63%
	生猪	0.00%	-2.61%	2.15%	-7.40%	-1.45%
	棉花	1.66%	2.58%	0.34%	1.61%	-2.71%
	豆粕	4.19%	1.65%	5.84%	-2.81%	4.17%
	豆油	1.13%	-0.50%	3.24%	1.62%	-1.47%

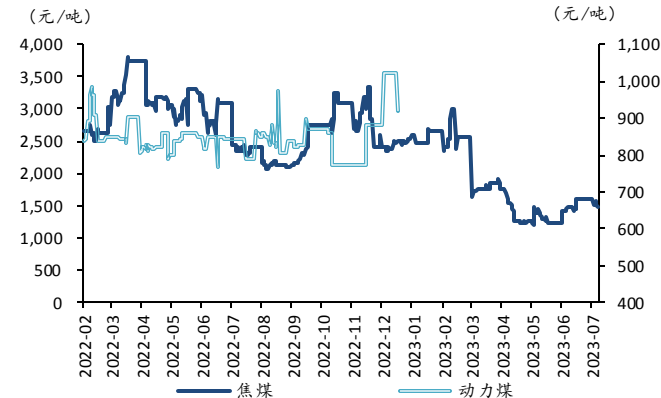
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格均上涨, 黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 2.19%至 77.07 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 1.50%至 81.07 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格下跌 8.23%至 1484 元/吨; 铁矿石、螺纹钢和沥青价格分别上涨 1.14%至 889 元/吨、0.67%至 3775 元/吨和 0.21%至 3888 元/吨。

图表50: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



图表51: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌

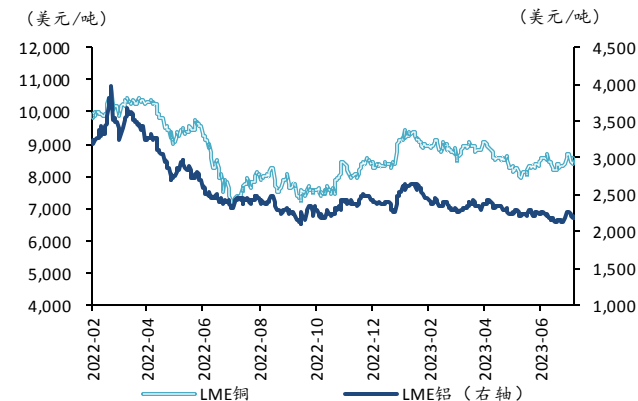


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

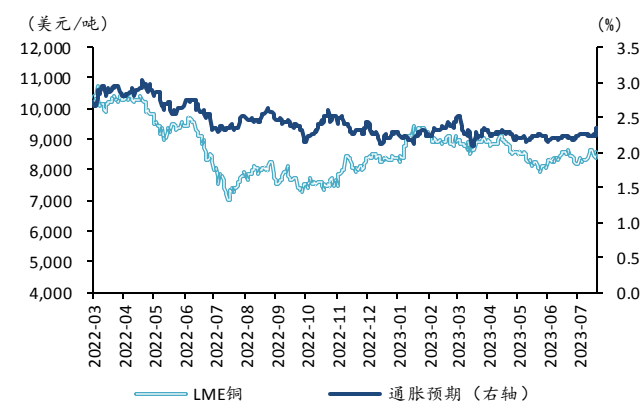
铜铝价格下跌, 贵金属价格涨跌分化。LME 铜下跌 2.52%至 8447.00 美元/吨, LME 铝下跌 3.15%至 2197.00 美元/吨。通胀预期从前值的 2.24%上升至 2.35%。COMEX 黄金上涨 0.44%至 1963.40 美元/盎司, COMEX 银下跌 1.13%至 24.70 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.59%降至 1.49%。

图表52: 当周, 铜铝价格下跌



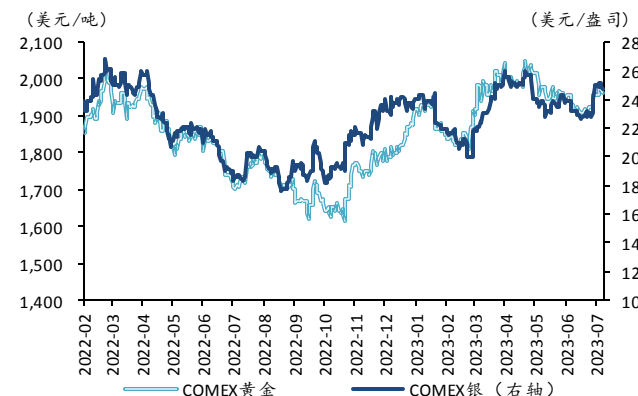
来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 当周, 通胀预期升温



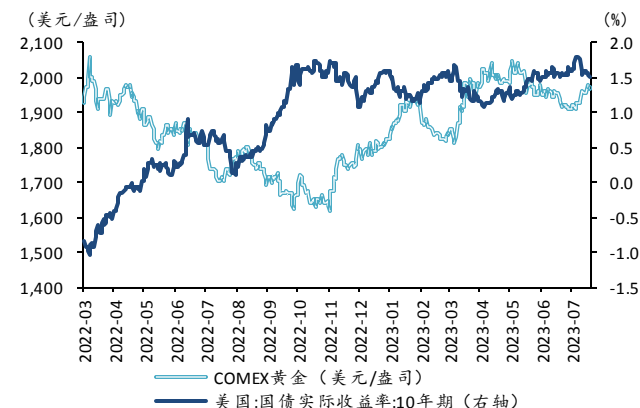
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 黄金、白银价格涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 10Y 美债实际收益率下行



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