

大类资产周报第7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

日本 YCC 再调整，值得担忧吗？

7月28日，日央行“意外”调整 YCC 政策，将 10 年期日债收益率波动区间实质性放宽至 1%，全球资本市场反应剧烈。日央行调整的原因、潜在的市场影响？本文分析，可供参考。

热点思考：日本 YCC 再调整，值得担忧吗？

一问：日央行议息会议的内容？超预期调整 YCC 政策、增添灵活控制空间

7月28日，日央行议息会议超预期调整收益率曲线控制（YCC），将 10 年期日债收益率波动区间实质性放宽至 1%。日央行 7 月例会声明称，10Y 日债收益率波动区间仍然维持在正负 0.5% 的区间，但该区间只作为参考；当利率触及上限，央行将以 1% 的固定利率购债，波动区间实质性被放宽至 1%。会议前后，日债、日股、美债齐跌，日元快速升值。从调查与交易数据来看，本次会议的 YCC 调整较超预期。市场调查方面，7 月中旬的彭博调查显示 82% 的经济学家预计 7 月会议上 YCC 不会发生调整；经济学家也普遍预测日本核心 CPI 2024 年将重新回落至 2% 以下。交易数据方面，截至 7 月 21 日，海外投资者 10Y 日债净头寸仅 -107 万日元、并未大举做空；10Y 日元掉期利率近期亦有回落。

二问：日央行为何超预期调整？核心通胀持续高于目标、经济基本面也有改善

核心通胀持续在 2% 以上运行，同时薪资增速明显提振后、服务业通胀粘性的显现，是日央行此次调整的主要原因。2022 年 4 月以来，日本核心 CPI 持续高于 2%。近期一般服务项已接过“再通胀”接力棒、对 CPI 拉动达 0.7%。随着春斗调薪 3.8% 创新高、半数居民通胀预期超 5%，日本或已形成更高更持续的工资增长，有望驱动长期通胀触及目标。年初以来日本经济持续超预期，日央行持续购债对收益率曲线的扭曲、日债流动性的冲击或也有一定影响：第一，“再通胀”提振了企业投资意愿与居民消费意愿，私企投资、私人消费成为日本经济增长的核心驱动；2023 年一季度，分别拉动 GDP 1.4%、0.9%。第二，日央行的购债行为导致债券定价被扭曲，也损害国债市场的活跃度和流动性。

三问：超预期调整的市场影响？冲击或弱于去年 12 月、对日股影响或相对有限

YCC 调整后，海外资金的回流通常会带来美债的下跌与日元的升值，但本轮套息交易的提前逆转，或使冲击相对弱化。去年 12 月日央行调整 YCC 后，美债收益率受到明显冲击，10Y 美债收益率在半个月上行 44bp。然而，随着换汇成本的不上升、有套补的套息交易在去年四季度已无利可图，部分交易的提前逆转或将弱化本轮 YCC 调整的冲击。市场还担忧股汇负相关背景下、日元升值或带来日股压力；但本轮日股行情有基本面支撑，仍有望延续。年初以来的日经 225 指数，在汇率调整后仍明显上行、涨幅仍高达 23.3%，上涨的背后有经济基本面的支撑。此外，政策提振下“回购”等提升资本效率行为，也有望进一步改善日股的盈利面。

周度回顾：欧美如期加息，美国经济强劲，日本调整 YCC，美元、日元走强（2023/07/22-2023/07/28）

股票市场：全球主要股指普遍上涨，港股领涨。发达国家主要股指中，纳斯达克指数、德国 DAX、日经 225、澳大利亚普通股指数和标普 500 领涨，分别上涨 2.0%、1.8%、1.4%、1.2% 和 1.0%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 12.00bp 至 3.96%，德国 10Y 国债收益率上行 3.00bp 至 2.50%；日本、意大利、法国和英国 10Y 国债收益率分别上行 8.70bp、4.20bp、4.10bp 和 0.97bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑升值。挪威克朗、欧元、加元和英镑兑美元分别贬值 1.22%、0.98%、0.18% 和 0.01%，仅日元升值 0.44%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.51%、0.50% 至 7.1504、7.1534。

商品市场：原油和有色悉数上涨，贵金属下跌，黑色和农产品价格多数上涨。OPEC 自愿减产供应紧张、中国经济向好预期和美国强劲经济支撑油价突破“80”高位；美国强劲的经济数据带动美元和美债上行，打压金价。

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：日本 YCC 再调整，值得担忧吗？	4
一问：日央行议息会议的内容？超预期调整 YCC 政策、增添灵活控制空间	4
二问：日央行为何超预期调整？核心通胀持续高于目标、经济基本面也有改善	5
三问：超预期调整的市场影响？冲击或弱于去年 12 月、对日股影响或相对有限	8
二、大类资产高频跟踪（2023/07/22-2023/07/28）	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 年期国债收益率全线上行	12
（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑升值	13
（四）大宗商品市场追踪：原油和有色悉数上涨，贵金属下跌，黑色和农产品多数上涨	14
风险提示	16

图表目录

图表 1：日本 YCC 政策的实施与调整	4
图表 2：4 月以来日本并未因触及上限而启用购债工具	4
图表 3：会议前后，日债和日元走势变动	4
图表 4：会议前后，美债和日元走势变化	4
图表 5：18% 的经济学家预计 7 月 YCC 发生变化	5
图表 6：彭博显示，市场预测 24 年 CPI 仍低于目标	5
图表 7：会议前，市场押注日央行按兵不动	5
图表 8：7 月市场并未大举做空日债	5
图表 9：日本 CPI 持续超出 2%，但开始降温	6
图表 10：7 月东京核心 CPI 超出市场预期	6
图表 11：日本综合 CPI 构成各项的拉动贡献	6
图表 12：工资增速是日本服务业 CPI 的先行指标	6
图表 13：今年春斗调薪涨幅可观	6
图表 14：6 月消费者调查显示居民通胀预期已有改善	6
图表 15：日央行期待的“收入-支出良性循环”	7
图表 16：日本 GDP 环比拉动拆解	7
图表 17：日本投资品、资本品、需求品库存不断高增	7
图表 18：日央行持有国债占比超 50%	8
图表 19：日央行持有各期限国债占比	8
图表 20：日债收益率曲线结构扭曲	8
图表 21：日债流动性压力仍居高位	8
图表 22：澳大利亚退出 YCC 后，澳债利率一路走高	9
图表 23：日本历次调整 YCC 后，日债利率均有上行	9
图表 24：日本居民持有的海外资产分布情况	9
图表 25：2022 年 12 月日央行调整后美债收益率上行	9
图表 26：美日利差走阔，推动日元套息交易回升	9

图表 27: 美元与日元的套息交易	9
图表 28: 欧元与日元的套息交易	10
图表 29: 全球银行业的日元净债权情况	10
图表 30: 剔除汇率因素, 本轮日股上涨依然显著	10
图表 31: 《伊藤报告》发布后高 ROE 个股取得超额回报	10
图表 32: 近期, 前 2 个月宣布回购的日股表现向好	10
图表 33: 3 月底政策出台后, 日本尚未掀起“回购潮”	10
图表 34: 当周, 发达国家股指全线上涨	11
图表 35: 当周, 新兴市场股指多数上涨	11
图表 36: 当周, 美股行业多数上涨	12
图表 37: 当周, 欧元区行业多数上涨	12
图表 38: 当周, 恒生指数全线上涨	12
图表 39: 当周, 恒生行业全线上涨	12
图表 40: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行	12
图表 41: 当周, 英德美 10Y 收益率均上行	12
图表 42: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化	13
图表 43: 当周, 土耳其 10Y 利率上行, 巴西持平	13
图表 44: 当周, 美元指数上涨	13
图表 45: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值	13
图表 46: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌	13
图表 47: 土耳其里拉、韩元和雷亚尔兑美元均贬值	13
图表 48: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元均升值	14
图表 49: 当周, 人民币兑美元升值	14
图表 50: 当周, 商品价格走势多数上涨	14
图表 51: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨	15
图表 52: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌	15
图表 53: 当周, 铜铝价格上涨	15
图表 54: 当周, 通胀预期升温	15
图表 55: 当周, 黄金、白银价格均下跌	15
图表 56: 当周, 10Y 美债实际收益率上行	15

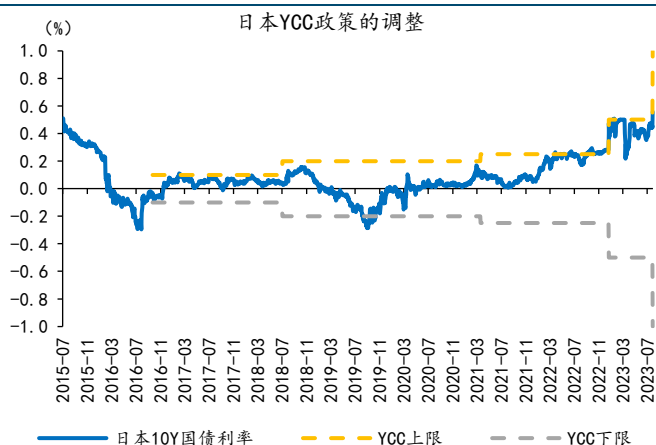
7月28日，日央行“意外”调整YCC政策，将10年期日债收益率波动区间实质性放宽至1%，全球资本市场反应剧烈。日央行调整的原因、潜在的市场影响？本文分析，供参考。

一、热点思考：日本YCC再调整，值得担忧吗？

一问：日央行议息会议的内容？超预期调整YCC政策、增添灵活控制空间

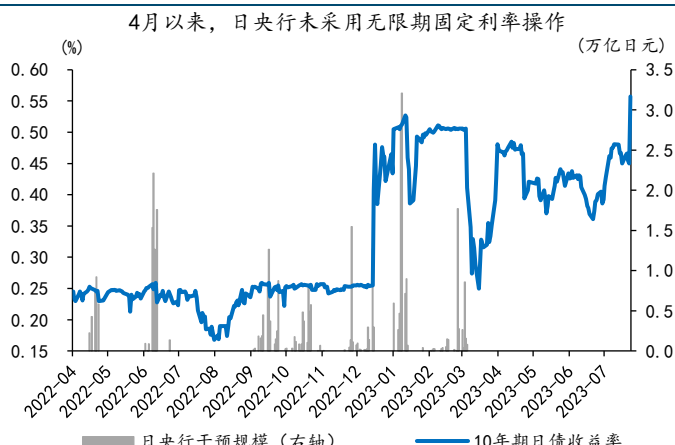
7月28日，日央行议息会议超预期调整收益率曲线控制（YCC），将10年期日债收益率波动区间实质性放宽至1%。日央行7月货币政策例会声明称，收益率曲线控制（YCC）政策的10年期日债收益率波动区间仍然维持在正负0.5%的区间，但该区间只作为参考；当利率触及上限，央行将以1%的固定利率进行购债操作。自2016年9月21日实施YCC以来，这是日央行继2018年6月30日、2021年3月19日、2022年12月20日后第四次扩宽YCC区间。随着植田和男上任后持续放鸽，10年期日债收益率4月以来持续在0.5%以下波动，日央行近4个月内并未启用固定利率购债操作。

图表1：日本YCC政策的实施与调整



来源：Bloomberg，国金证券研究所

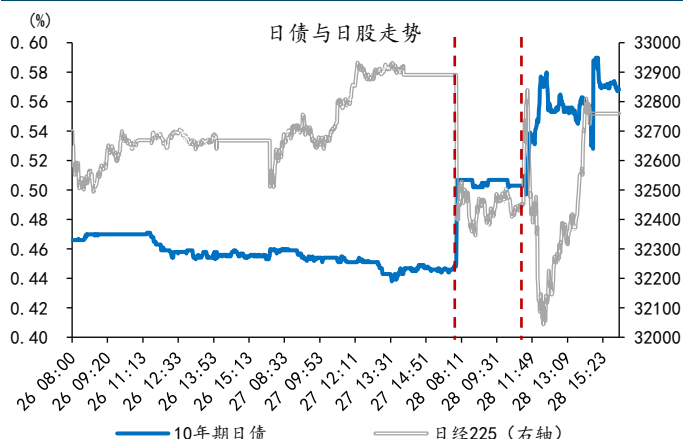
图表2：4月以来日本并未因触及上限而启用购债工具



来源：Bloomberg，国金证券研究所

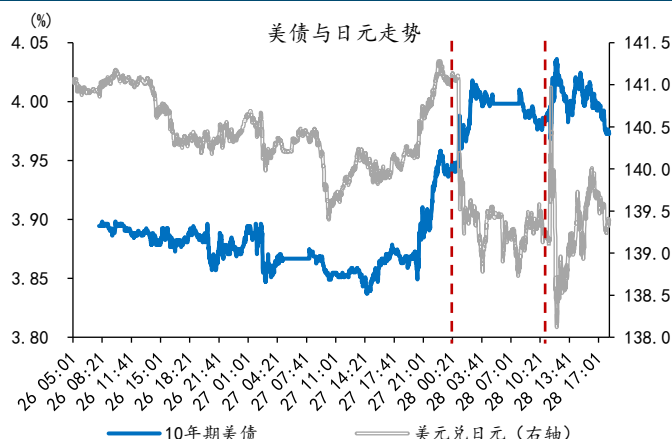
会议前，日经新闻的报告已极大抬升市场的预期；预期落地后，市场进一步消化冲击，日债、日股、美债齐跌，日元快速升值。7月28日凌晨1点，日经新闻报道日央行即将调整YCC，夜盘中市场闻风推高10Y美债收益率和日元，日元快速升值1.8%；日股、日债也开盘暴跌，10Y日债收益率上行6bp至0.51%、再度突破0.5%上限，日经225跌超1.5%。7月28日11点30分，日央行决议落地。10Y日债收益率应声上行、直逼0.6%，而其他三类资产则表现分化：1) 日经225快速下跌1.7%后底部修复、收盘回归前一日高位；2) 日元汇率大起大落，随后走贬至141；3) 10年期美债收益率在溢出效应影响下快速上行5.2bp至4.04%、但随后回落至3.95%。

图表3：会议前后，日债和日元走势变动



来源：Bloomberg，国金证券研究所

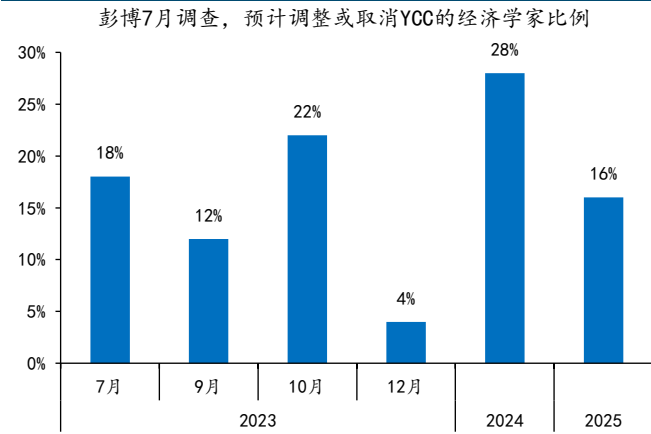
图表4：会议前后，美债和日元走势变化



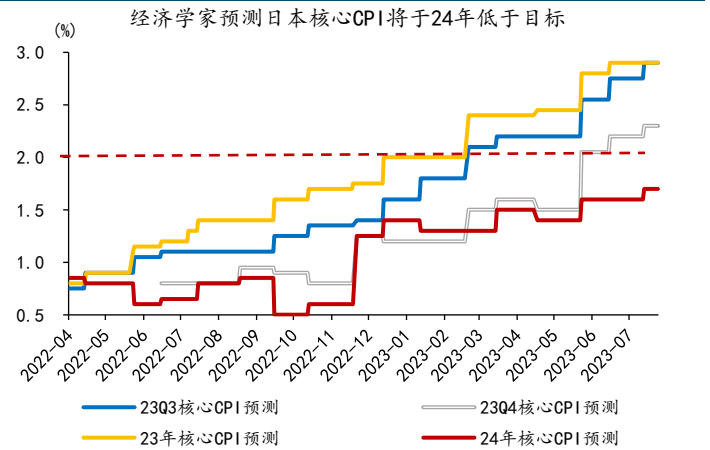
来源：Bloomberg，国金证券研究所

从调查与交易数据来看，本次会议的YCC调整较超市场预期。市场调查方面，7月中旬的彭博社调查显示82%的经济学家预计7月会议上YCC政策不会发生调整；同时，经济学家也普遍预测日本核心CPI仅在2023年高于目标、2024年将重新回落至2%以下。交易数据方面，截至7月21日，海外投资者10年期日债净头寸仅为-107万日元、并未大举做空；10Y日元掉期利率和20Y日债利率在快速上行后，近期随预期降温、也有小幅回落。

图表5: 18%的经济学家预计7月YCC发生变化



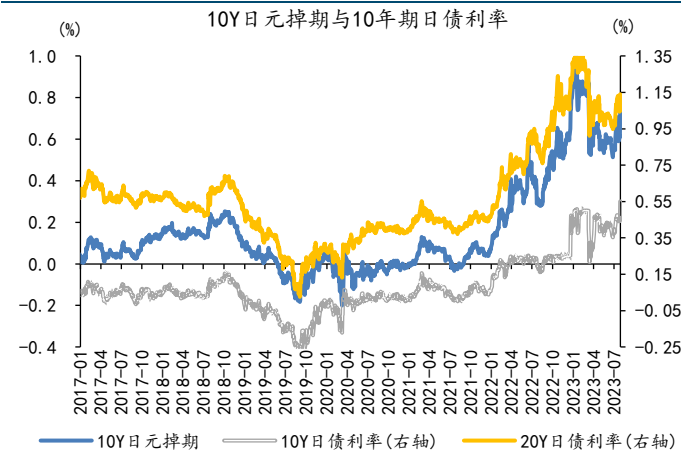
图表6: 彭博显示，市场预测24年CPI仍低于目标



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

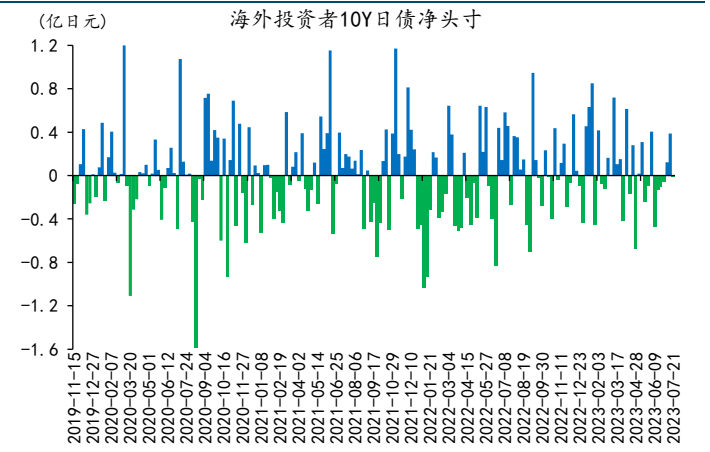
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 会议前，市场押注日央行按兵不动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 7月市场并未大举做空日债

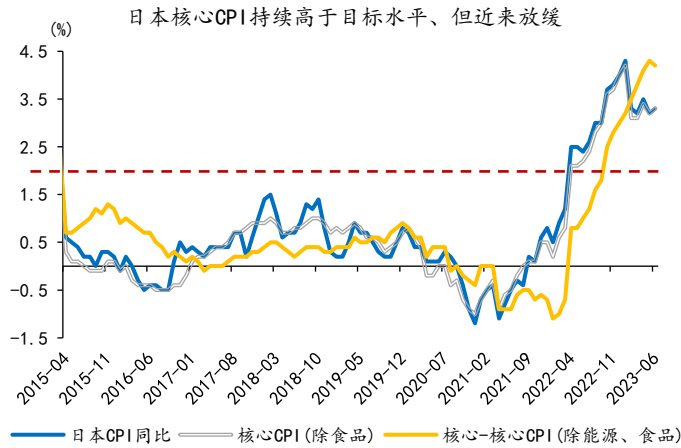


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问：日央行为何超预期调整？核心通胀持续高于目标、经济基本面也有改善

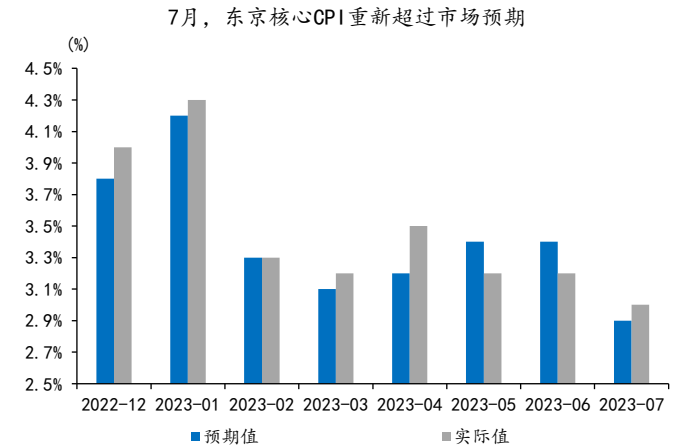
核心通胀持续在2%以上运行、近期东京通胀再超预期是日央行此次调整的主要原因。日本央行法案规定，央行的货币政策应以“实现物价稳定，从而为国民经济的健康发展做出贡献”为目标。2013年日央行进一步将物价稳定目标定为CPI同比变动2%。过去40年间，日本持续处于低通胀环境，CPI仅在2014年短暂突破过3%、随后快速回落。但2022年4月以来，日本CPI、核心CPI持续高于2%，剔除能源、食品的核心CPI也在2022年10月以来持续高于目标。7月27日，东京核心CPI录得3%、再超市场预期。

图表9: 日本 CPI 持续超出 2%，但开始降温



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

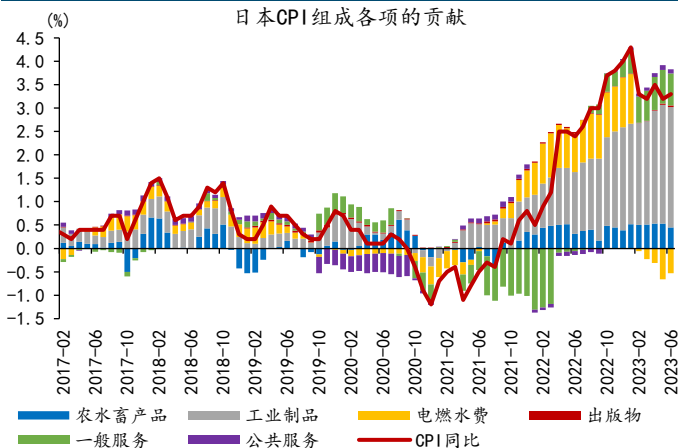
图表10: 7月东京核心CPI超出市场预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

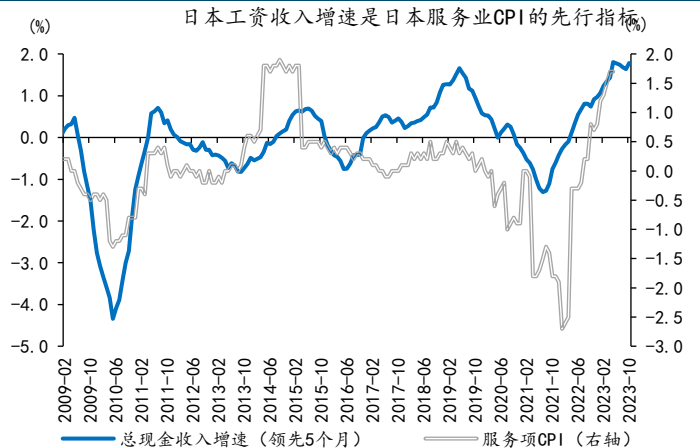
薪资增速明显提振后、服务业通胀粘性的显现, 是日央行做出调整的底气。今年 1 月以来, 日本 CPI 顶点已现, 但近期却表现出一定的粘性。拆解来看, 在能源价格回落拖累电燃水费、工业品通胀见顶后, 一般服务项接过了“再通胀”的接力棒、对 CPI 同比拉动已达 0.7%。历史回溯来看, 薪资增速通常领先日本服务业 CPI 两个季度左右; 随着“春斗调薪”3.8%创近 10 年新高, 半数以上居民未来 12 个月通胀预期超 5%, 日本或已逐步形成了“更高且更持续的工资增长”, 有望驱动长期通胀触及目标。

图表11: 日本综合 CPI 构成各项的拉动贡献



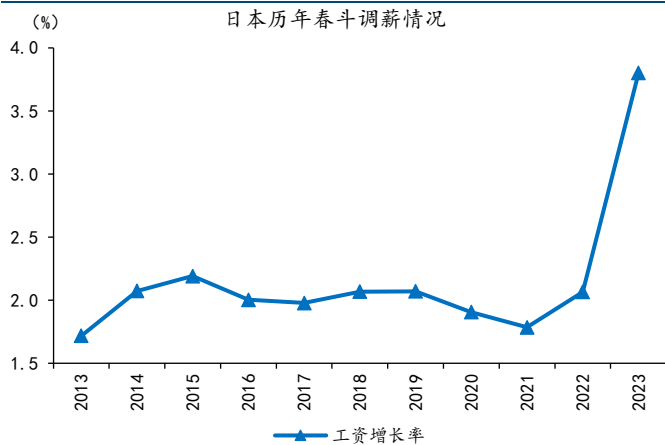
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 工资增速是日本服务业CPI的先行指标



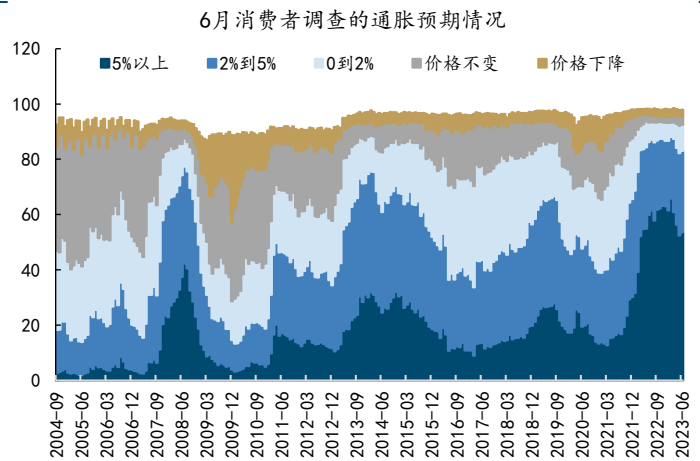
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 今年春斗调薪涨幅可观



来源: Wind, 国金证券研究所

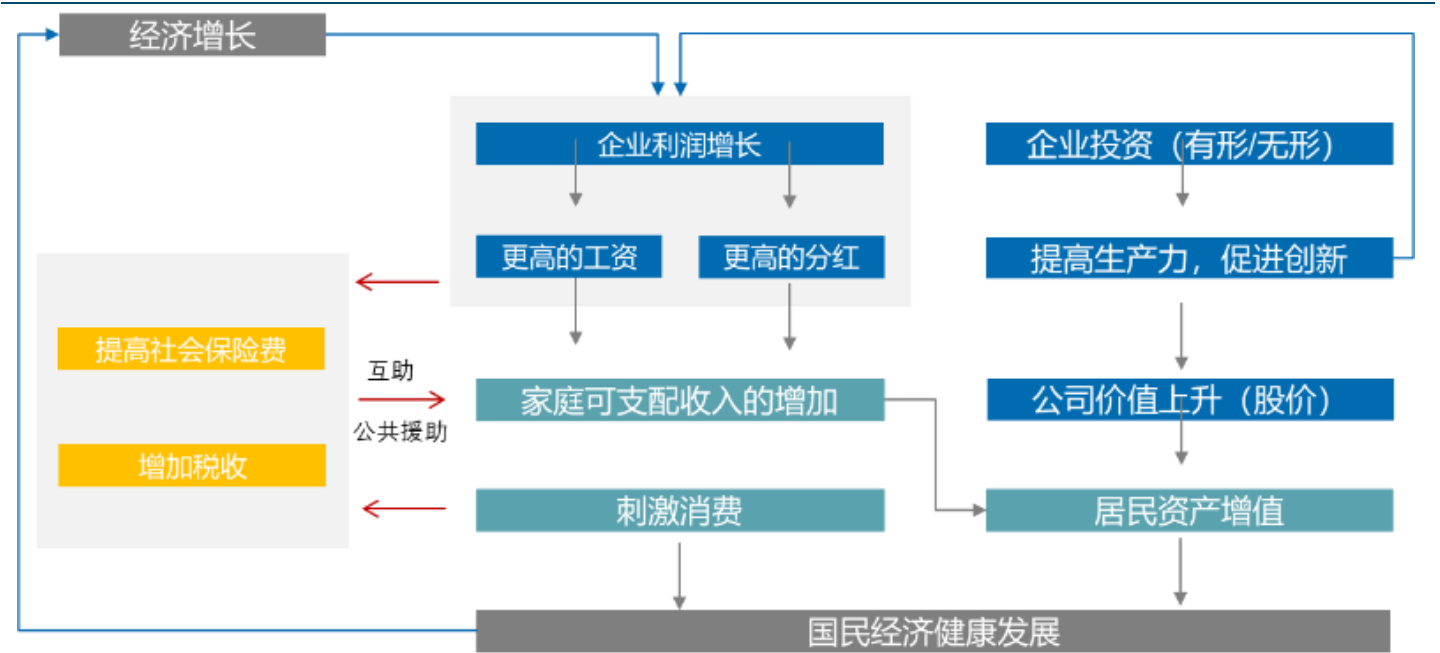
图表14: 6月消费者调查显示居民通胀预期已有改善



来源: Wind, 国金证券研究所

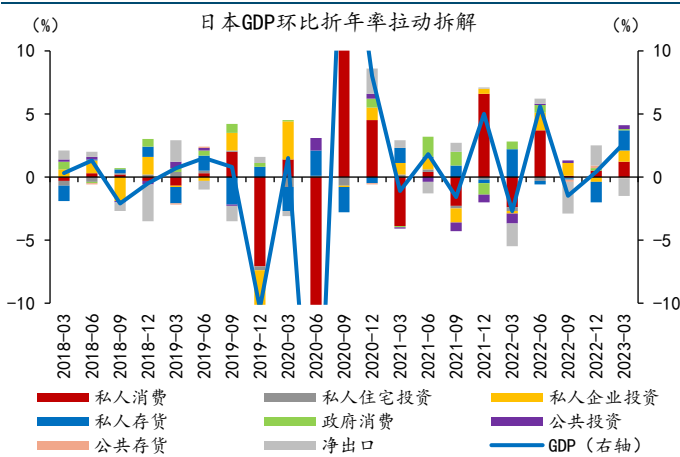
“国民经济的健康发展”也是日央行的考量之一；年初以来日本经济持续超预期，也是日央行调整的原因之一。90年代“大泡沫”破裂之后，日本长期受困于通缩产生的恶性循环之中。日央行的政策目标就是希望通过抬升通胀，进而形成收入和支出的“良性循环”。近期，“再通胀”提振了企业的投资意愿与居民的消费意愿，私人企业投资、私人消费成为了日本经济增长的核心驱动；2023年一季度，二者分别拉动GDP同比增长1.4%、0.9%，对冲了出口需求走弱对日本经济的拖累。

图表15：日央行期待的“收入-支出良性循环”



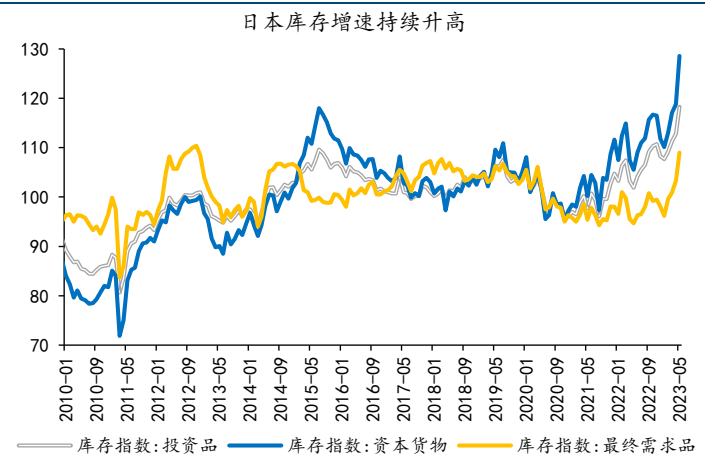
来源：BOJ、国金证券研究所

图表16：日本GDP环比拉动拆解



来源：Wind、国金证券研究所

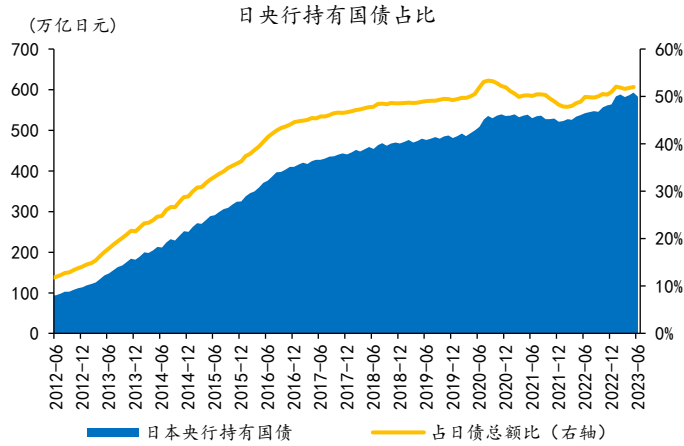
图表17：日本投资品、资本品、需求品库存不断高增



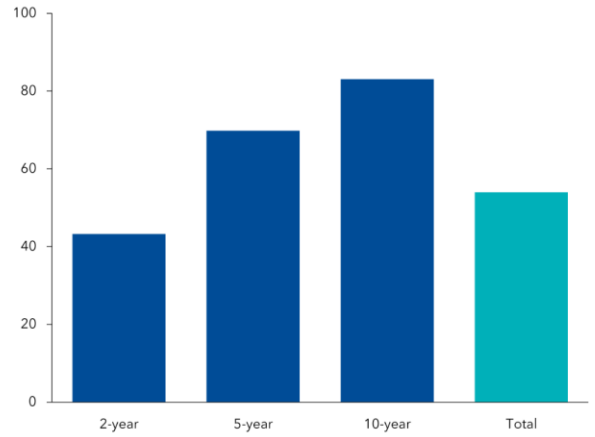
来源：Wind、国金证券研究所

此外，日央行持续购债对国债收益率曲线的扭曲、日债市场流动性的冲击也或有一定影响。截至2023年5月，日本央行持有的日本10年期国债占比已达80%以上，持有两年期国债占比达40%以上，5年期占比达60%以上，日央行的购债行为导致债券定价被扭曲，损害国债市场的活跃度和流动性：1) 10年期以下日债收益率均被压平于0.5%以下，而10年期日债收益率则快速趋高；2) 10年期日债一度连续多个交易日无成交，日债流动性压力指数在3月9日触及历史新高，当下仍处于83%的历史高位。

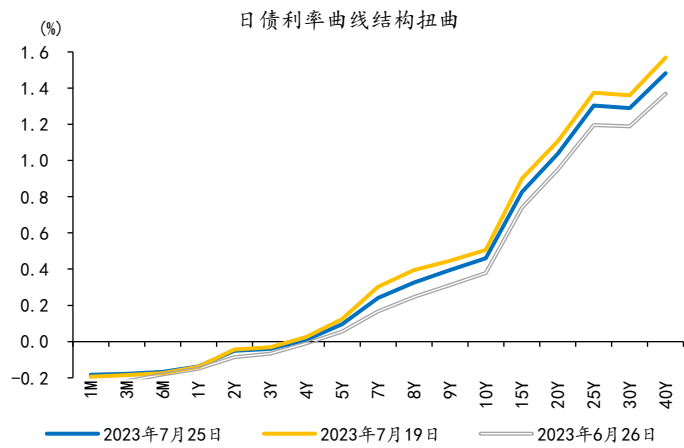
图表18: 日央行持有国债占比超50%



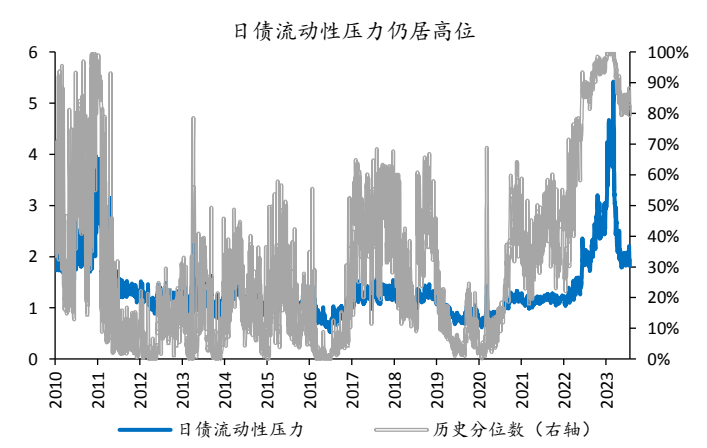
图表19: 日央行持有各期限国债占比



图表20: 日债收益率曲线结构扭曲



图表21: 日债流动性压力仍居高位



三问：超预期调整的市场影响？冲击或弱于去年12月、对日股影响或相对有限

历史经验显示，YCC 调整通常应带来日债收益率的快速上行，同时海外资金的回流或也将带来美债的下跌与日元的升值。历史回溯来看，2021年11月，澳大利亚放弃YCC后、澳债利率飙升；日央行2022年12月放宽YCC区间后，日债收益率也快速上行25bp、逼近0.5%。当下，从日本居民持有海外资产情况来看，美元、欧元标价的资产或是前期日元套利交易的主要对象；套息交易一旦逆转，对美债收益率等冲击或较为明显。以史为鉴，去年12月日央行调整YCC后，在加息预期较为稳定的背景下，美债收益率受到明显冲击，10Y、2Y美债收益率在半个月分别上行44bp、18bp。

图表22: 澳大利亚退出 YCC 后, 澳债利率一路走高



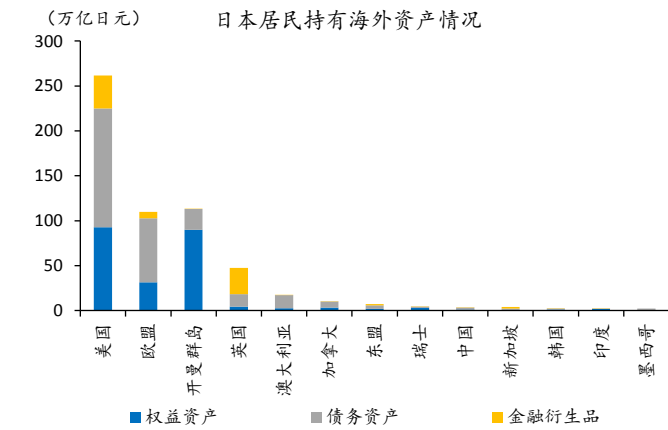
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 日本历次调整 YCC 后, 日债利率均有上行



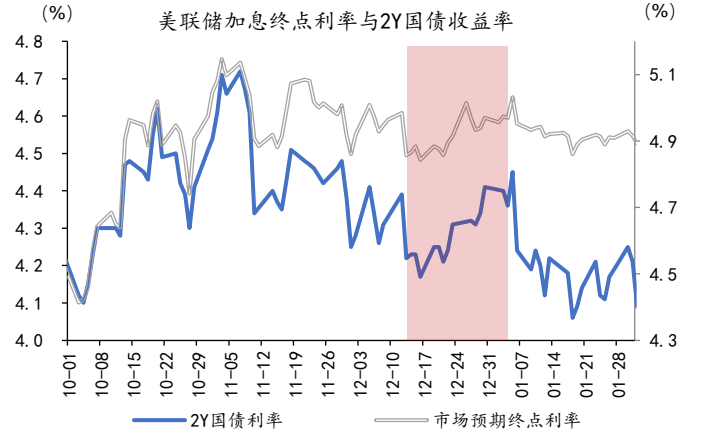
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 日本居民持有的海外资产分布情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

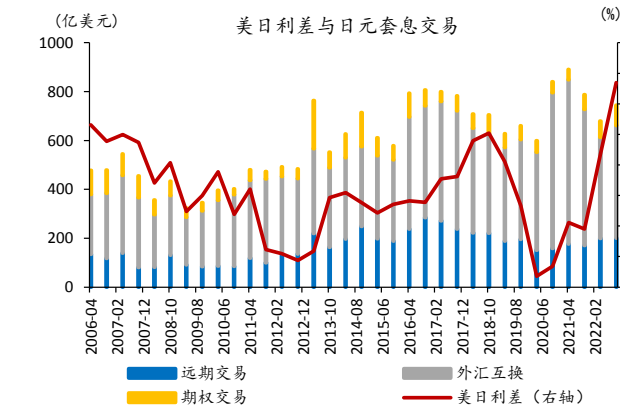
图表25: 2022年12月日央行调整后美债收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

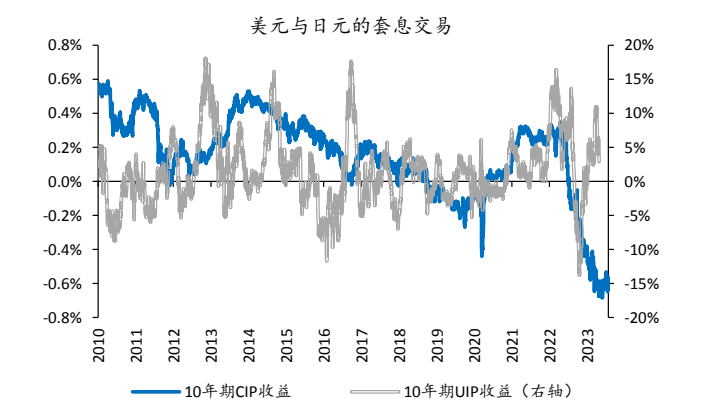
然而, 随着换汇成本的不断上升、有套补的套息交易在去年四季度已无利可图, 部分交易的提前逆转或将弱化本轮 YCC 调整的冲击。通常而言, 套息交易分为两类: 1) 有套补的套息。即期借入日元, 换汇美元后购买美债等资产, 并通过远期交易锁定汇兑损益; 2) 无套补的套息, 则需自行承担远期汇兑风险。第一类交易通常会伴随远期交易的明显上升, 去年 5-10 月, 美元兑日元的远期、互换等日均交易规模较前期增加 64 亿美元, 套息交易规模随美日利差走阔而增加。然而, 随着换汇成本的不断上升, 买入美元、欧元的套息空间已在去年 9 月、12 月相继转负, 以银行业对外的日元净债权衡量的套息资金规模也在 2023 年一季度见顶回落。这一变化, 或将弱化套息交易逆转的冲击。

图表26: 美日利差走阔, 推动日元套息交易回升



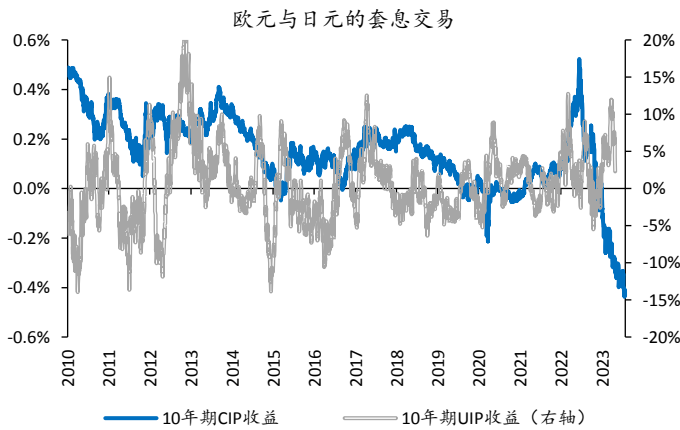
来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 美元与日元的套息交易



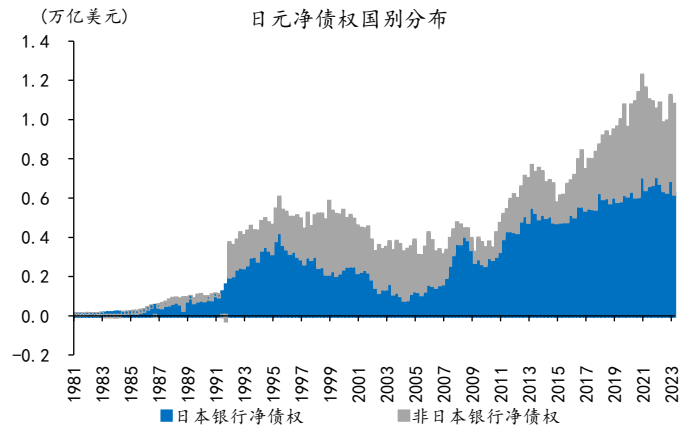
来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 欧元与日元的套息交易



来源: Wind, 国金证券研究所

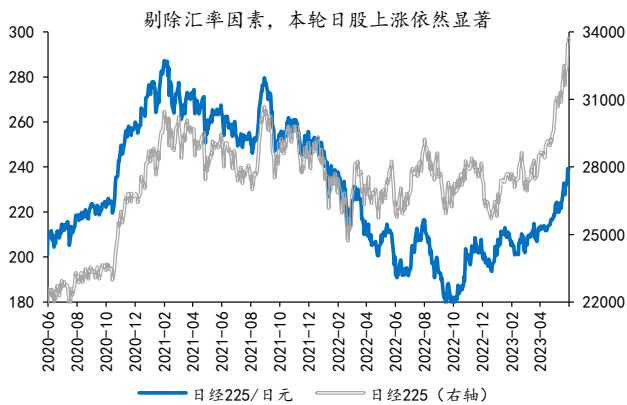
图表29: 全球银行业的日元净债权情况



来源: Wind, 国金证券研究所

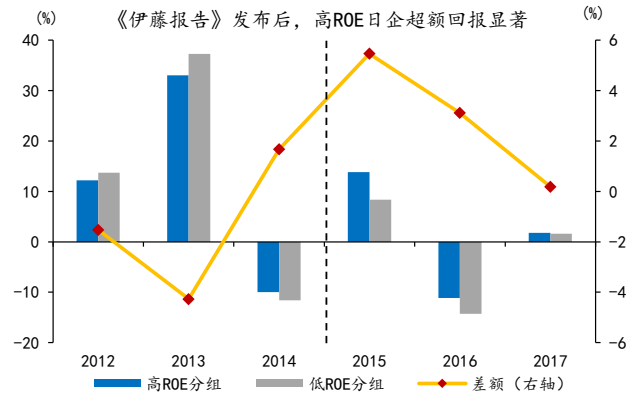
此外, 市场也担忧, 股汇负相关背景下、日元转向升值会否带来日股的压力; 本轮日股行情有基本面支撑, 或有望延续。本轮日本股汇负相关的主因在于, 日本长期实施超宽松货币政策, 利率与基本面明显“脱钩”; 这一背景下美日利差成为日本股、汇共同定价的关键因素。但单靠“美日利差”驱动下的股涨汇贬, 汇率调整后原本上涨的股指通常“走平”; 而年初以来的日股, 在汇率调整后仍明显上行、涨幅仍高达 23.3%, 说明日股上涨的背后, 有基本面的支撑。此外, 政策提振下“回购”等提升资本效率行为, 有望进一步改善日股的盈利面。¹

图表30: 剔除汇率因素, 本轮日股上涨依然显著



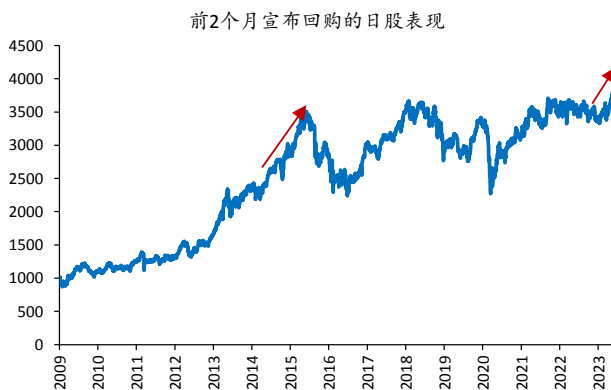
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 《伊藤报告》发布后高ROE个股取得超额回报



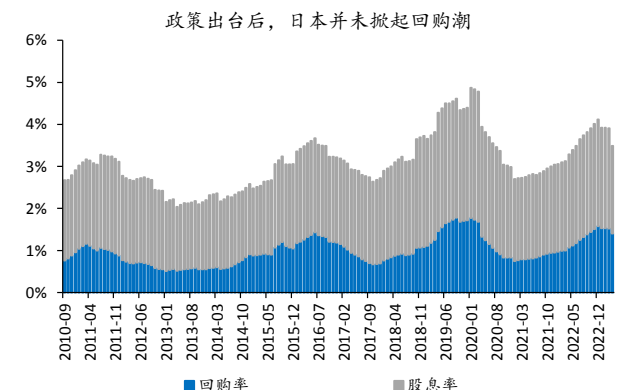
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 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33: 3月底政策出台后, 日本并未掀起“回购潮”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

¹ 参考报告《“进击”的日股 VS “弱势”的日元?》。

经过研究，我们发现：

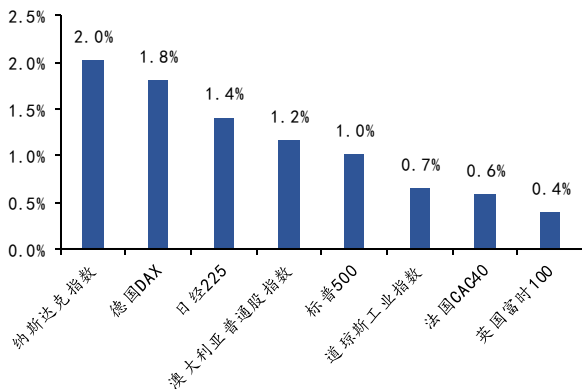
- 1) 7月28日，日央行议息会议超预期调整收益率曲线控制（YCC），将10年期日债收益率波动区间实质性放宽至1%。日会议前后，日债、日股、美债齐跌，日元快速升值。从调查与交易数据来看，本次会议的YCC调整较超市场预期。
- 2) 核心通胀持续在2%以上运行，同时薪资增速明显提振后、服务业通胀粘性的显现，是日央行此次调整的主要原因。年初以来日本经济持续超预期，日央行持续购债对收益率曲线的扭曲、日债流动性的冲击或也有一定影响。
- 3) YCC调整后，海外资金的回流通常会带来美债的下跌与日元的升值，但本轮套息交易的提前逆转，或使冲击相对弱化。去年12月日央行调整YCC后，美债收益率受到明显冲击，10Y美债收益率在半个月上行44bp。然而，随着换汇成本的不断上升、有套补的套息交易在去年四季度已无利可图，部分交易的提前逆转或将弱化本轮YCC调整的冲击。
- 4) 市场还担忧股汇负相关背景下、日元升值或带来日股压力；但本轮日股行情有基本面支撑，仍有望延续。年初以来的日经225指数，在汇率调整后仍明显上行、涨幅仍高达23.3%，上涨的背后有经济基本面的支撑。此外，政策提振下“回购”等提升资本效率行为，也有望进一步改善日股的盈利面。

二、大类资产高频跟踪（2023/07/22-2023/07/28）

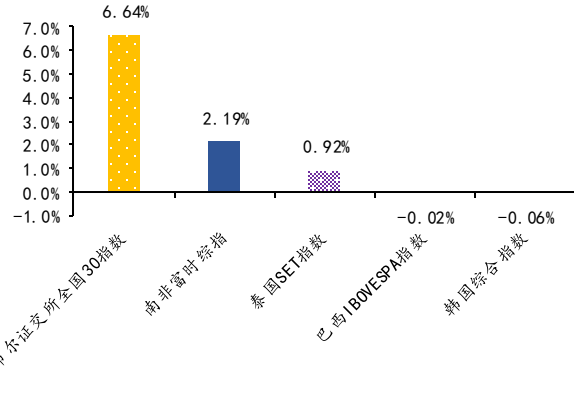
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨

发达国家股指全线上涨，新兴市场股指多数上涨。纳斯达克指数、德国DAX、日经225、澳大利亚普通股指数和标普500领涨，分别上涨2.0%、1.8%、1.4%、1.2%和1.0%。伊斯坦布尔证交所全国30指数、南非富时综指和泰国SET指数分别上涨6.6%、2.2%和0.9%，巴西IBOVESPA指数和韩国综合指数下跌，分别下跌0.02%和0.06%。

图表34：当周，发达国家股指全线上涨



图表35：当周，新兴市场股指多数上涨

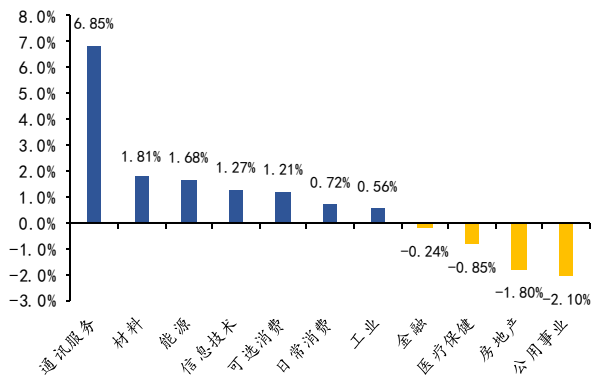


来源：Wind，国金证券研究所

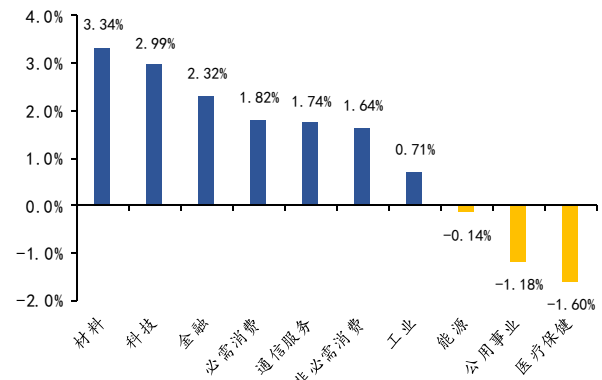
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看，本周美股行业多数上涨。其中通讯服务、材料、能源、信息技术和可选消费领涨，分别上涨6.85%、1.81%、1.68%、1.27%和1.21%。从欧元区行业板块来看，本周欧元区行业多数上涨。其中材料、科技、金融、必需消费和通信服务领涨，分别上涨3.34%、2.99%、2.32%、1.82%和1.74%。

图表36: 当周, 美股行业多数上涨



图表37: 当周, 欧元区行业多数上涨

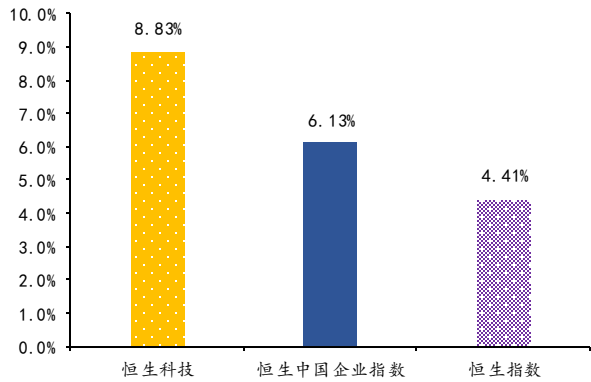


来源: Wind, 国金证券研究所

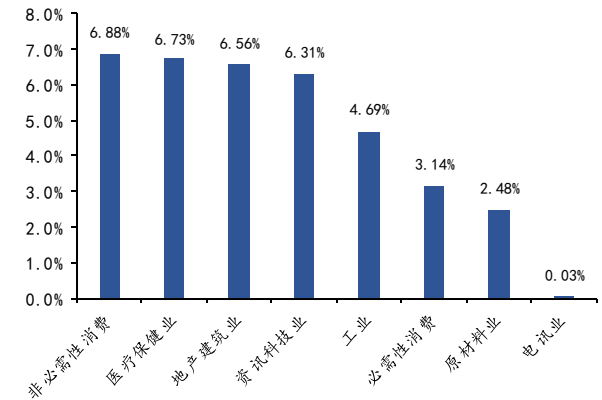
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨 8.83%、6.13%和 4.41%。行业方面, 恒生行业全线上涨, 其中非必需性消费、医疗保健业、地产建筑业、资讯科技业和工业领涨, 分别上涨 6.88%、6.73%、6.56%、6.31%和 4.69%。

图表38: 当周, 恒生指数全线上涨



图表39: 当周, 恒生行业全线上涨



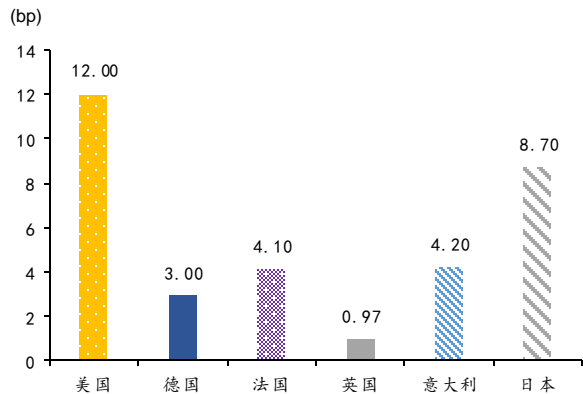
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

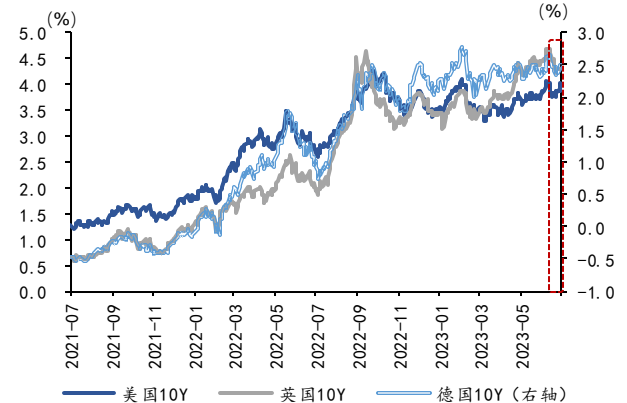
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上行

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 12.00bp 至 3.96%, 德国 10Y 国债收益率上行 3.00bp 至 2.50%; 日本、意大利、法国和英国 10Y 国债收益率分别上行 8.70bp、4.20bp、4.10bp 和 0.97bp。

图表40: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行



图表41: 当周, 英德美 10Y 收益率均上行



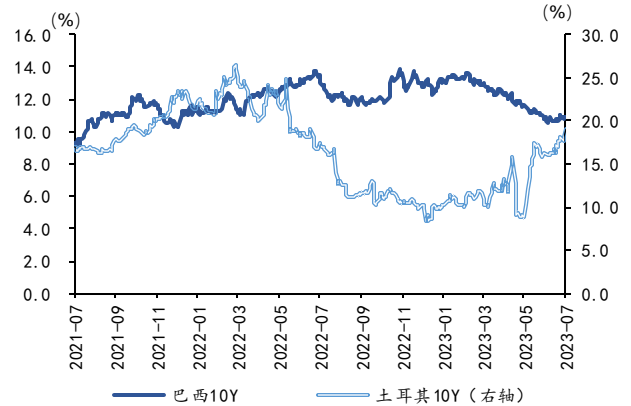
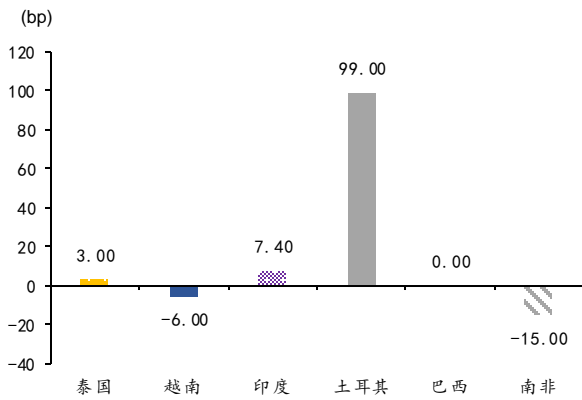
来源: Wind, 国金证券研究所

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 99.00bp 至 19.08%，巴西 10Y 国债收益率持平在 10.93%；越南和南非 10Y 国债收益率分别下行 6.00bp 和 15.00bp，印度和泰国 10Y 国债收益率分别上行 7.40bp 和 3.00bp。

图表42：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化

图表43：当周，土耳其 10Y 利率上行，巴西持平



来源：Wind，国金证券研究所

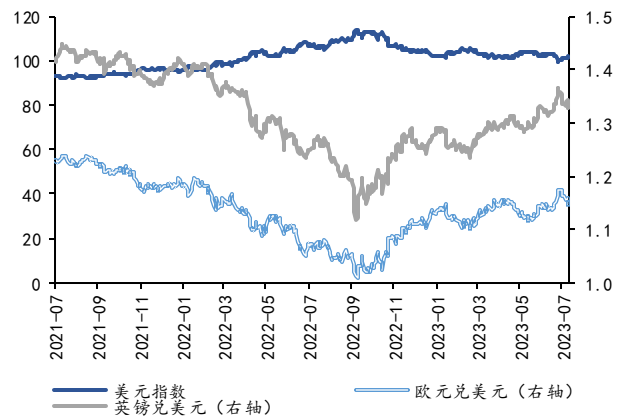
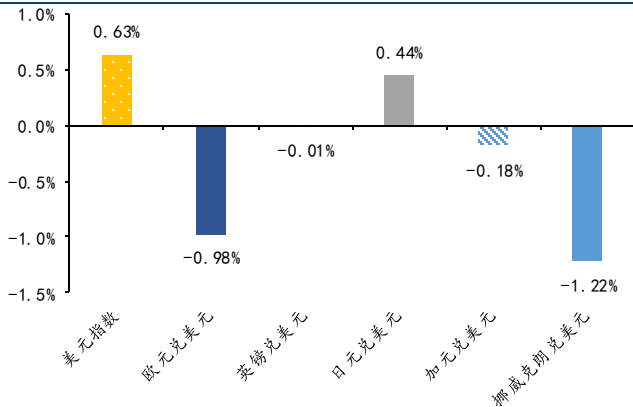
来源：Wind，国金证券研究所

（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑升值

美元指数走强，本周上涨 0.63% 至 101.72。挪威克朗、欧元、加元和英镑兑美元分别贬值 1.22%、0.98%、0.18% 和 0.01%，仅日元升值 0.44%。主要新兴市场兑美元汇率多数下跌，土耳其里拉、韩元和雷亚尔兑美元分别贬值 0.28%、1.02% 和 1.04%，菲律宾比索和印度卢比升值 0.28% 和 0.43%。

图表44：当周，美元指数上涨

图表45：当周，英镑、欧元兑美元均贬值

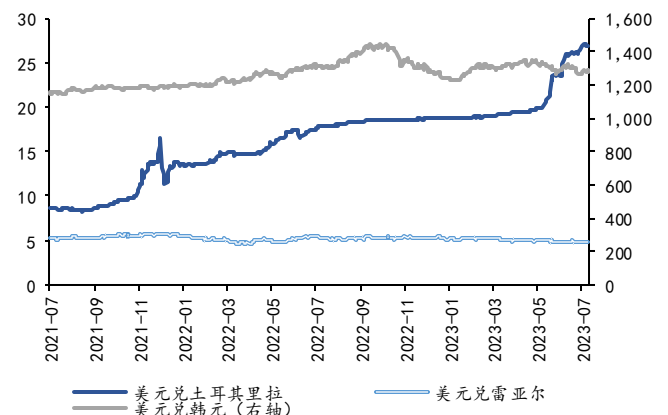
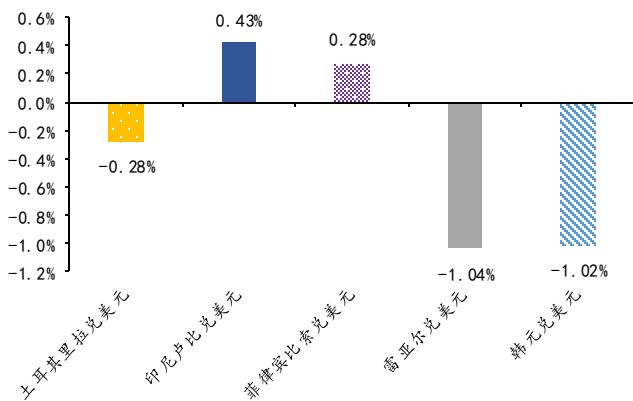


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表46：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌

图表47：土耳其里拉、韩元和雷亚尔兑美元均贬值

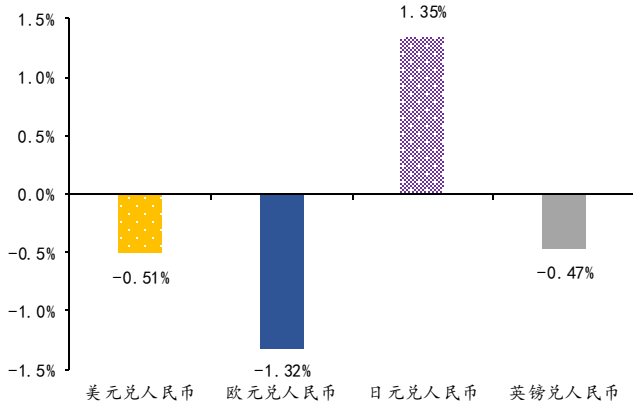


来源：Wind，国金证券研究所

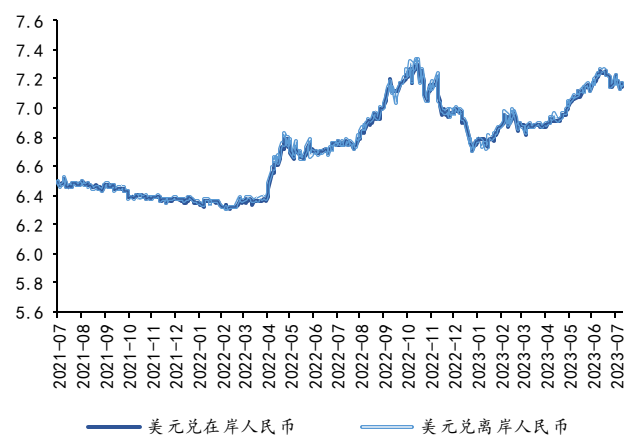
来源：Wind，国金证券研究所

人民币兑美元升值 0.51%，兑英镑和欧元分别升值 1.32% 和 0.47%，兑日元贬值 1.35%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 365bp 至 7.1504，美元兑离岸人民币汇率下行 361bp 至 7.1534。

图表48: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元均升值



图表49: 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: 原油和有色悉数上涨, 贵金属下跌, 黑色和农产品多数上涨

原油和有色悉数上涨, 贵金属下跌, 黑色和农产品价格多数上涨。其中, 生猪、布伦特原油和 WTI 原油领涨, 分别上涨 22.87%、4.84% 和 4.55%; 玻璃、COMEX 银和焦煤领涨, 分别下跌 1.50%、1.35% 和 0.81%。OPEC 自愿减产供应紧张、中国经济向好预期和美国强劲经济支撑油价突破“80”; 美国强劲的经济数据带动美元和美债上行, 打压金价。

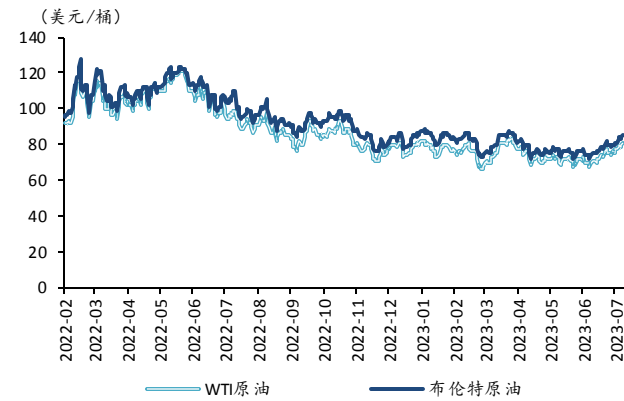
图表50: 当周, 商品价格走势多数上涨

类别	品种	2023-07-28	2023-07-21	2023-07-14	2023-07-07	2023-06-30
原油	WTI原油	4.55%	2.19%	2.11%	4.56%	2.14%
	布伦特原油	4.84%	1.50%	1.78%	4.77%	1.42%
贵金属	COMEX黄金	-0.23%	0.44%	1.52%	0.82%	-0.57%
	COMEX银	-1.35%	-1.13%	8.16%	1.49%	-1.89%
有色	LME铜	2.11%	-2.52%	4.26%	1.26%	-3.15%
	LME铝	0.25%	-3.15%	6.45%	-0.49%	-1.52%
	LME镍	3.55%	-1.74%	4.12%	2.10%	-3.69%
	LME锌	4.22%	-2.32%	3.77%	-1.07%	-0.21%
黑色	玻璃	-1.50%	0.23%	0.87%	1.66%	3.75%
	焦煤	-0.81%	-8.23%	0.00%	1.06%	8.29%
	沥青	0.10%	0.21%	-0.23%	2.34%	0.48%
	铁矿石	0.67%	1.14%	0.63%	-0.34%	1.21%
农产品	螺纹钢	0.03%	0.67%	1.82%	-0.70%	-0.93%
	生猪	22.87%	0.00%	-2.61%	2.15%	-7.40%
	棉花	-0.67%	1.66%	2.58%	0.34%	1.61%
	豆粕	2.49%	4.19%	1.65%	5.84%	-2.81%
	豆油	0.84%	1.13%	-0.50%	3.24%	1.62%

来源: Wind, 国金证券研究所

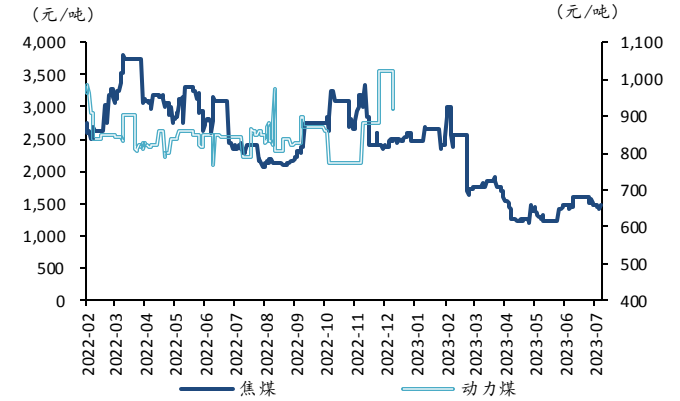
原油价格均上涨, 黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 4.55% 至 80.58 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 4.84% 至 84.99 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格下跌 0.81% 至 1472 元/吨; 铁矿石、沥青和螺纹钢价格分别上涨 0.67% 至 895 元/吨、0.10% 至 3892 元/吨和 0.03% 至 3776 元/吨。

图表51: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

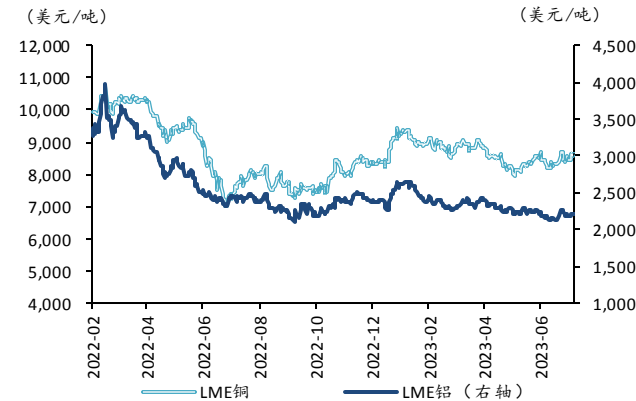
图表52: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

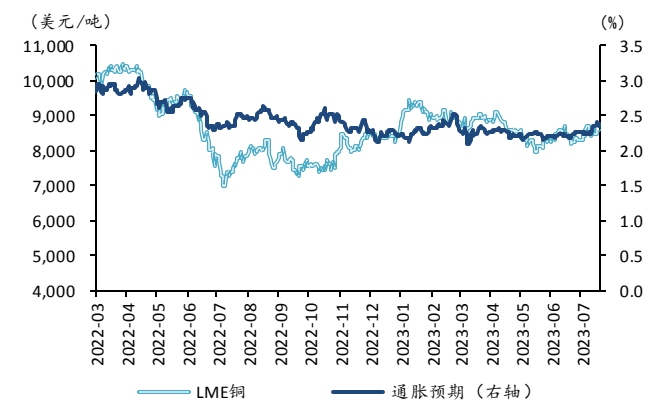
铜铝价格上涨, 贵金属价格下跌。LME 铜下跌 2.11% 至 8625.00 美元/吨, LME 铝上涨 0.25% 至 2202.00 美元/吨。通胀预期从前值的 2.35% 上升至 2.38%。COMEX 黄金下跌 0.23% 至 1958.80 美元/盎司, COMEX 银下跌 1.35% 至 24.37 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.49% 升至 1.58%。

图表53: 当周, 铜铝价格上涨



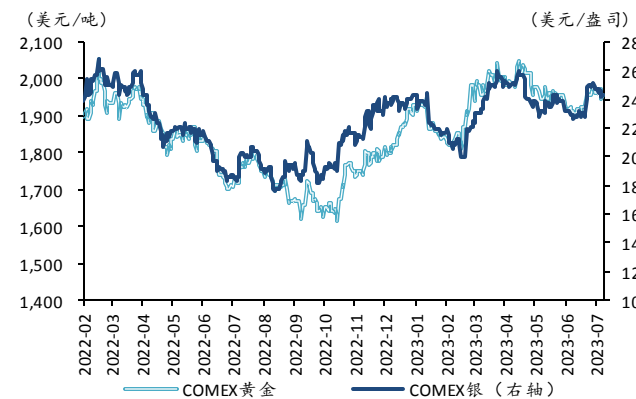
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 通胀预期升温



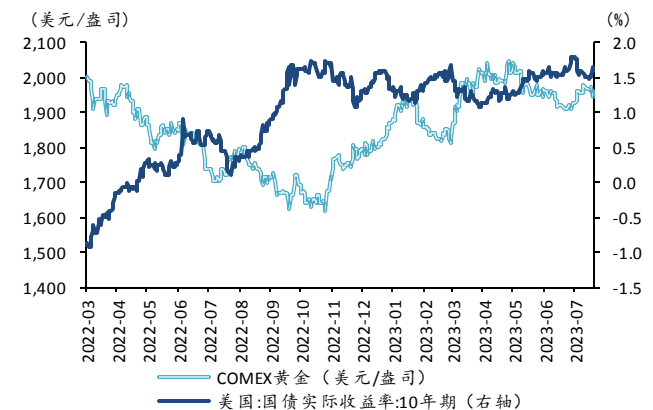
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 黄金、白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 10Y 美债实际收益率上行



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