

大类资产周报第9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：李欣越（执业 S1130523080006）

lixinyue@gjzq.com.cn

美国企业债违约，需要担忧吗？

2023 以来，此前市场担忧的美国企业债违约潮迟迟未至，企业债指数反而边际转强。背后的原因、后续的变化，哪些板块可能率先出现风险的暴露？本文分析，仅供参考。

热点思考：美国企业债违约，需要担忧吗？

一问：美国企业债违约潮迟迟未至？经济韧性超预期，现金储备提供缓冲垫

年初以来，美国企业债的市场表现边际转强，投机级债券尤为明显。一级市场上，投机级企业债发行较去年有所好转，截至 8 月末，投机级企业债累计发行 1135 亿美元、较去年同期多发 247 亿美元，投机级占比也由去年的 8.3% 回升至 11.2%。二级市场上，2022 年 10 月以来，投机级、投资级企业债指数分别上涨 11.3%、3.5%，信用利差也有明显回落。美国经济表现持续的韧性，是企业债违约潮未至的主因；疫情期间大幅增加的现金储备也提供了一定的保护。宏观层面，美国经济持续超预期，美国企业破产潮未至，美国企业破产指数仍维持在历史低位。微观层面，美国企业债到期压力在 2024-2028 年才会集中释放；同时疫情期间，美国企业现金负债率、现金对利息支出的保障倍数均有明显提升。

二问：违约潮还有可能爆发吗？投机级企业债面临一定压力，警惕“由点到面”的传染

美国经济仍有下行压力，银行信贷条件的收紧或将进一步加剧企业债的违约压力。向后看，美国经济或有三重压力：1) 本轮去库周期或延续至 2023 年底。2) 金融周期仍在下行，银行信用收缩。3) 货币紧缩效应滞后 9-12 个月。当下，银行信贷条件明显收紧，对大中型企业、小型企业的贷款收紧比率均已达 50% 以上，或将加剧企业债的违约风险。历史回溯来看，历轮违约潮爆发通常“由点到面”的传染。1990 年、2001 年、2008 年、2020 年的历次违约潮，通常在能源、可选消费等行业率先发生，随后企业债信用利差快速走阔，三大评级机构对债券评级的下调数量逐渐增加，约 1-2 季度后，违约潮正式出现。多数违约潮首先发生于投机级债券市场，随后风险逐步向投资级企业债溢出。

三问：哪些板块可能率先暴露风险？能源业违约风险无需过虑，非必需消费业值得关注

当前，美国企业债存量规模已破 10 万亿美元，其中非必需消费业在投机级企业债中占比较高。疫情期间，美国企业债发行规模快速上升；截至 2023 年二季度，美国企业债存量规模同比增长 2.2%，未偿余额达 10.6 万亿美元。其中，BBB 级以下的投机级债券占比约 21%。分行业来看，投机级企业债中，非必需消费业占比更是高达 29%。

随着到期高峰的临近、超额储蓄的支撑减弱等，非必需消费行业的违约风险或值得关注。相对坚挺的油价，较为良好的微观指标，均显示当下能源行业违约无需过虑。当下，非必需消费杠杆率处于历史相对高位，并即将在 2024 年出现到期高峰。随着通胀对实际收入的持续侵蚀，以及前期超额储蓄的支撑减弱，非必需消费等违约风险或值得关注。

周度回顾：美国通胀反弹，欧央行暗示加息停止，美元、美债走强（2023/09/11-2023/09/15）

股票市场：全球主要股指多数上涨，港股领跌。发达国家股指中，英国富时 100、日经 225、法国 CAC40、澳大利亚普通股指数和德国 DAX 指数领涨，分别上涨 3.1%、2.8%、1.9%、1.7% 和 1.0%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率多数上行。美国 10Y 国债收益率上行 4.00bp 至 4.33%，德国 10Y 国债收益率上行 5.00bp 至 2.65%；意大利、法国 10Y 国债收益率分别上行 6.90bp、4.20bp，英国下行 14.03bp，日本持平。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑均升值。加元、英镑和欧元兑美元分别贬值 0.84%、0.68% 和 0.37%，挪威克朗和日本分别升值 1.00% 和 0.01%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值 0.19%、0.30% 至 7.2755、7.2807。

商品市场：原油、贵金属和黑色价格上涨，有色、农产品涨跌分化。受地产及基建政策改善预期升温、“金九银十”购房旺季的到来影响，钢厂高铁水、双焦企业维持高产能，外加节前补库需求支撑，黑色系普涨。

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：美国企业债违约，需要担忧吗？	4
一问：美国企业债违约潮迟迟未至？经济韧性超预期，现金储备提供缓冲垫	4
二问：违约潮还有可能爆发吗？投机级企业债面临一定压力，警惕“由点到面”的传染	5
三问：哪些板块可能率先暴露风险？能源业违约风险无需过虑，非必需消费业值得关注	7
二、大类资产高频跟踪（2023/09/11-2023/09/15）	10
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨	10
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行	11
（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	12
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属和黑色上涨，有色、农产品涨跌分化	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：近期，美国企业债市场困境指数明显回落	4
图表 2：彭博美国投机级债券指数明显回升	4
图表 3：2023 年，企业债发行中投机级占比也略有回升	4
图表 4：投机级、投资级企业债信用利差均小幅走低	4
图表 5：历史上，美国企业债违约潮通常在衰退期发生	5
图表 6：美国企业破产指数仍维持在相对低位	5
图表 7：疫情期间，美国上市公司持有现金比例明显上升	5
图表 8：美国企业债或将在 2024-2028 年间集中到期	5
图表 9：制造、批发与零售库存同比增速	6
图表 10：贷款的收紧或将加速企业债问题的暴露	6
图表 11：大规模评级下调后往往伴随着违约潮	6
图表 12：近期，美国企业债评级下调数已再度攀升	6
图表 13：违约企业债以投机级为主	6
图表 14：过去 3 轮违约潮中，企业债违约情况	6
图表 15：能源与非必需消费违约率较高	7
图表 16：零售销售下滑时，非必需消费违约率上升	7
图表 17：油价下跌时，能源业违约频发	7
图表 18：房价见底通常领先地产企业债违约 1-3 季度	7
图表 19：美国企业债未偿余额超 10 万亿美元	8
图表 20：美国非金融企业债各评级分布	8

图表 21: 美国非金融投资级企业债行业分布	8
图表 22: 美国非金融投资级企业债行业分布	8
图表 23: 美国页岩油的产量增长缓慢	8
图表 24: 原油的供需仍维持紧平衡	8
图表 25: 能源行业 EBITDA 依旧居高	9
图表 26: 能源行业企业债的偿债指标仍较为健康	9
图表 27: 罗素 3000 中, 非必需消费等僵尸企业占比较高	9
图表 28: 非必需消费业企业债将在明年迎来到期高峰	9
图表 29: 非必需消费业杠杆率仍处于历史的相对高位	9
图表 30: 超额储蓄的缩减对消费的支持或将明显走弱	9
图表 31: 当周, 发达国家股指多数上涨	10
图表 32: 当周, 新兴市场股指多数上涨	10
图表 33: 当周, 美股行业多数上涨	11
图表 34: 当周, 欧元区行业多数上涨	11
图表 35: 当周, 恒生指数全线下跌	11
图表 36: 当周, 恒生行业多数上涨	11
图表 37: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行	12
图表 38: 当周, 10Y 收益率美德均上行、英国下行	12
图表 39: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上涨	12
图表 40: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行	12
图表 41: 当周, 美元指数上涨	13
图表 42: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值	13
图表 43: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值	13
图表 44: 韩元、雷亚尔兑美元均升值, 土耳其里拉贬值	13
图表 45: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元升值	13
图表 46: 当周, 人民币兑美元升值	13
图表 47: 当周, 商品价格走势多数上涨	14
图表 48: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨	14
图表 49: 当周, 焦煤价格上涨	14
图表 50: 当周, 铜铝价格上涨	15
图表 51: 当周, 通胀预期持平	15
图表 52: 当周, 黄金、白银价格上涨	15
图表 53: 当周, 10Y 美债实际收益率上行	15

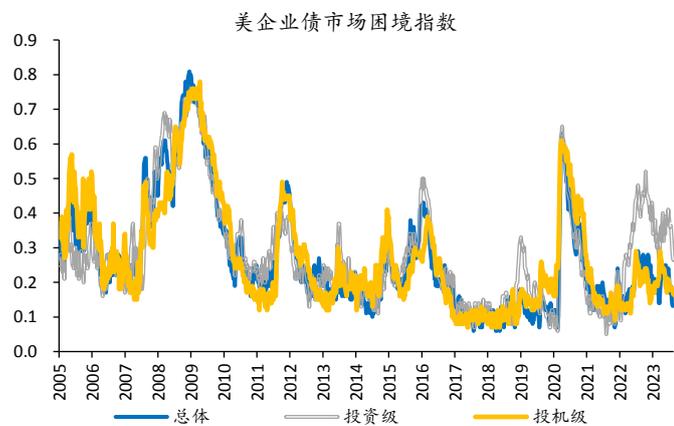
2023 以来，此前市场担忧的美国企业债违约潮迟迟未至，企业债指数反而边际转强。背后的原因、后续的变化，哪些板块可能率先出现风险的暴露？本文分析，可供参考。

一、热点思考：美国企业债违约，需要担忧吗？

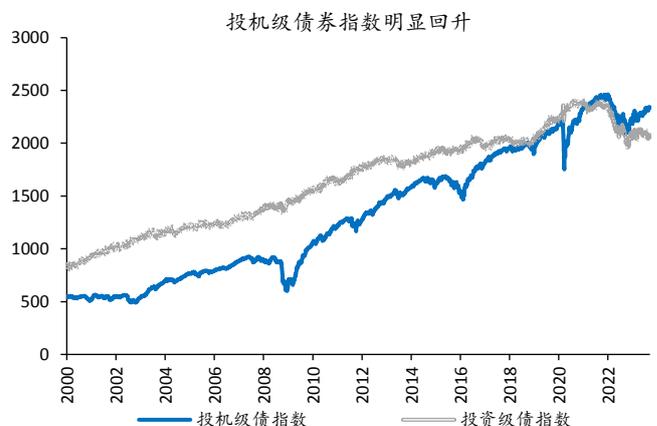
一问：美国企业债违约潮迟迟未至？经济韧性超预期，现金储备提供缓冲垫

年初以来，美国企业债的市场表现边际转强，投机级债券尤为明显。2022 年 10 月以来，美国企业债市场困境指数明显回落，该指数刻画了企业债的市场状况，其中投资级、投机级分别处于历史 55.6%、27.6% 的分位水平。一级市场上，投机级企业债发行情况较去年有所好转，截至 8 月末，投机级企业债累计发行 1135 亿美元、较去年同期多发 247 亿美元，投机级占比也由去年的 8.3% 回升至 11.2%。二级市场上，彭博投机级企业债指数明显回升，2022 年 10 月 13 日以来，投机级、投资级企业债指数分别上涨 11.3%、3.5%；信用利差也均有明显回落，二者分别由 527bp、163bp 回落至 368bp、119bp。

图表1：近期，美国企业债市场困境指数明显回落



图表2：彭博美国投机级债券指数明显回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：2023 年，企业债发行中投机级占比也略有回升



图表4：投机级、投资级企业债信用利差均小幅走低

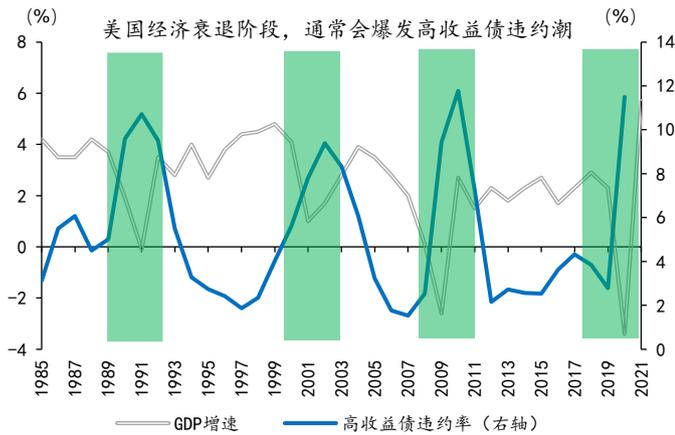


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

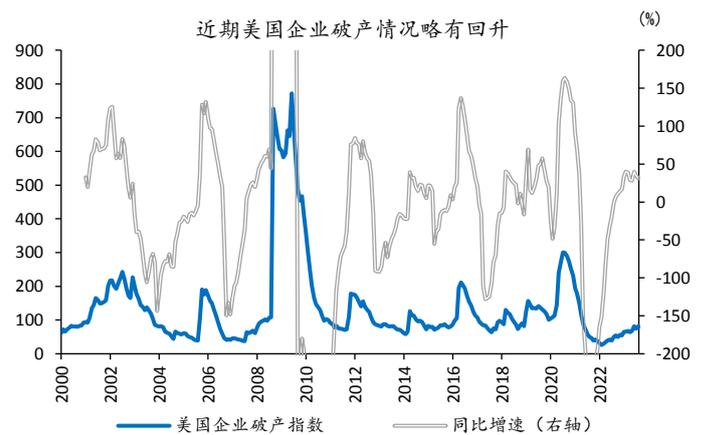
美国经济表现持续的韧性，是企业债违约潮迟迟未至的主要原因。历史回溯来看，美国投机级企业债违约潮突破 10% 的高点分别出现在 1991 年、2002 年、2010 年和 2020 年，均处于经济衰退周期的后半程。而本轮之中，美国经济持续超预期，花旗经济意外指数由 2022 年 6 月 30 日的 -71.6 回升至 9 月 15 日的 61.4，彭博统计的 1 年内衰退概率也降至 60%。经济韧性的支撑下，美国企业破产潮未至，美国企业破产指数仍维持在历史低位。

图表5: 历史上, 美国企业债违约潮通常在衰退期发生



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 美国企业破产指数仍维持在相对低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

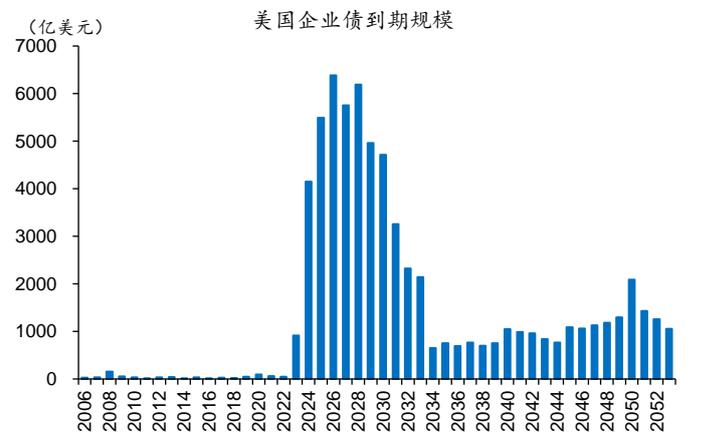
微观层面, 企业到期压力尚未集中释放, 疫情期间大幅增加的现金储备也提供了一定的保护。一方面, 从到期情况来看, 2023 年美国企业债到期规模仅 1005.7 亿美元, 且投机级占比仅 34%; 到期压力在 2024-2028 年才会集中释放, 投机级占比也会提升至接近 5 成。另一方面, 疫情期间大放水中, 美国企业低成本融入的资金并未悉数投入使用, 有大量以现金形式储备; 2022 年, 美国企业现金占总资产比例上升至 14%, 现金负债率由 2019 年的 18% 提升至 2022 年的 21%, 现金对利息支出的保障倍数也由 4.2 升至 5.4。

图表7: 疫情期间, 美国上市公司持有现金比例明显上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 美国企业债或将在 2024-2028 年间集中到期

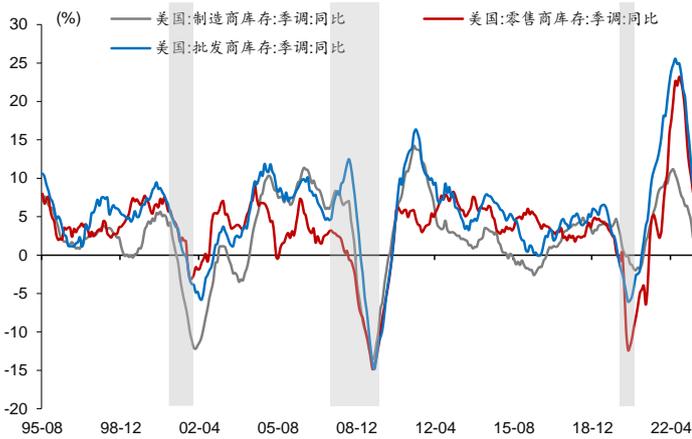


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问: 违约潮还有可能爆发吗? 投机级企业债面临一定压力, 警惕“由点到面”的传染

美国经济仍有下行压力, 银行信贷条件的收紧或将进一步加剧企业债的违约压力。向后看, 美国经济基本面冷热不均, 短期内仍面临三重压力: 1) 去库存压力仍在。本轮去库存周期始于 2022 年中, 或延续至 2023 年底。2) 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。3) 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。而今年三月份银行业危机后, 银行信贷条件明显收紧, 对大中型企业、小型企业的贷款收紧比率均已达 50% 以上, 这或将加剧企业债的违约风险。历史回溯来看, 美国企业债评级下调通常领先违约潮 1-2 个季度, 而当下企业债评级下调数已再度上升。

图表9: 制造、批发与零售库存同比增速



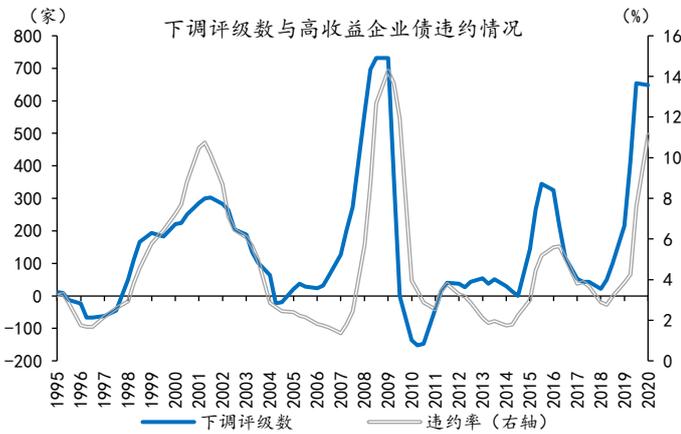
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 贷款的收紧或将加速企业债问题的暴露



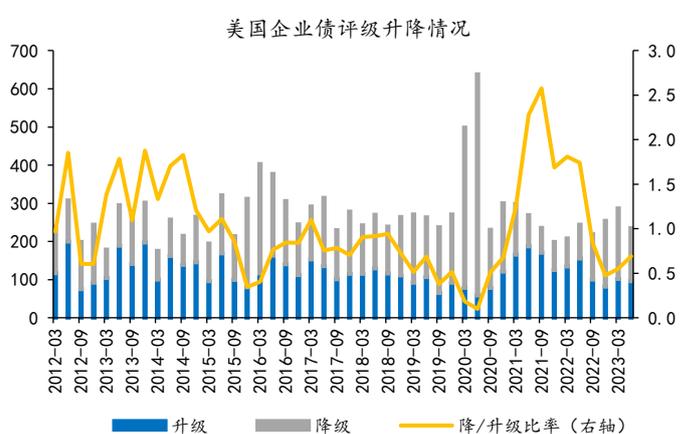
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 大规模评级下调后往往伴随着违约潮



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

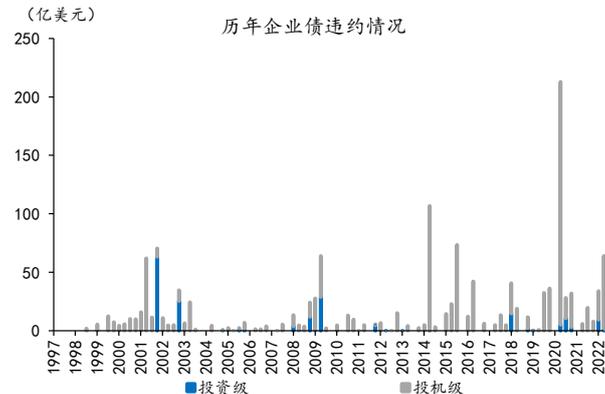
图表12: 近期, 美国企业债评级下调数已再度攀升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

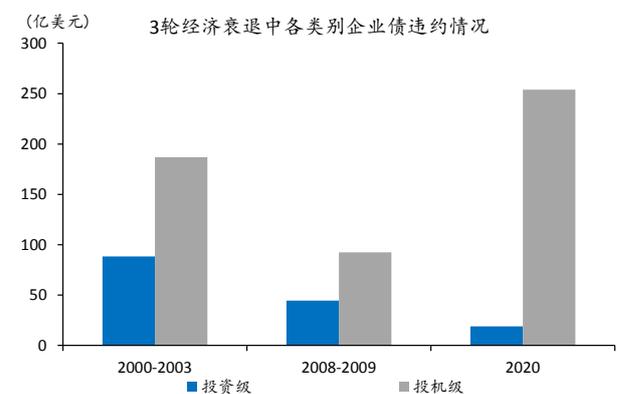
历史回溯来看, 美国企业债违约以投机级企业债为主, 历轮违约潮爆发通常“由点到面”的传染。1990年、2001年、2008年、2020年的美国经济衰退期, 投机级企业债均出现了违约潮; 历次违约潮, 通常在部分行业首先发生, 随后企业债信用利差快速走阔, 三大评级机构对债券评级的下调数量逐渐增加, 约1-2季度后, 违约潮正式出现。多数违约潮首先发生于投机级债券市场, 随后风险逐步向投资级企业债溢出。

图表13: 违约企业债以投机级为主



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

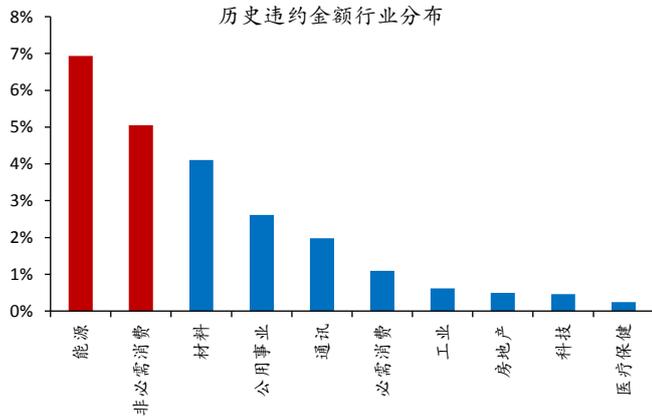
图表14: 过去3轮违约潮中, 企业债违约情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

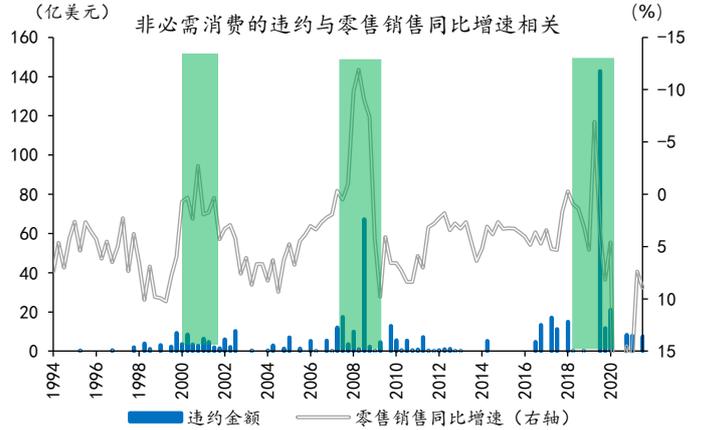
结构上来看，能源、可选消费等行业的违约风险相对较大，风险往往率先暴露；其中零售销售增速、油价等指标，是观察可选消费、能源的违约率的前瞻性指标。历史回溯来看，能源与非必需消费违约率相对较高，分别达 6.9%、5.1%。分行业而言，1) 美国零售销售同比增速下滑至 0 以下，通常会伴随着非必需消费业违约率的快速上升；2) 原油价格跌破 50 美元/桶时，历史上出现了四次能源业的违约潮；3) 房价指数同比增速见底，通常领先地产企业债违约 1-3 个季度。

图表15: 能源与非必需消费违约率较高



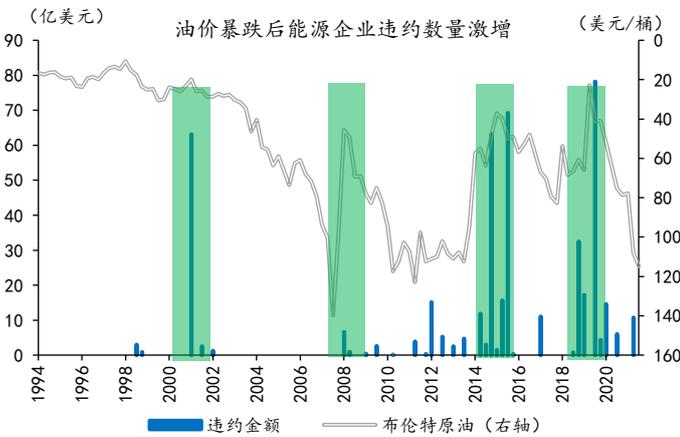
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 零售销售下滑时, 非必需消费违约率上升



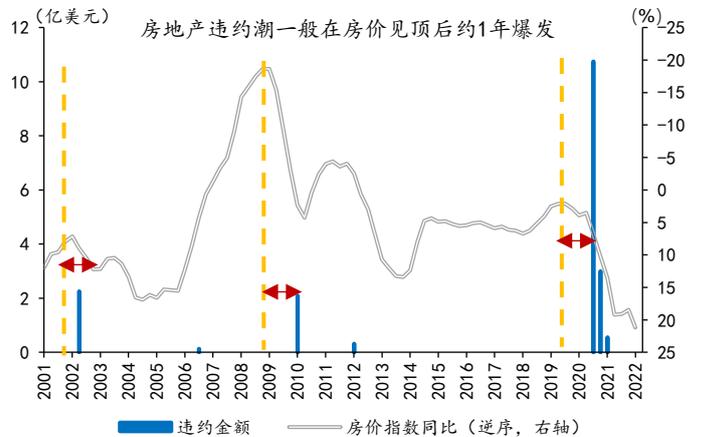
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 油价下跌时, 能源业违约频发



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 房价见底通常领先地产企业债违约 1-3 季度

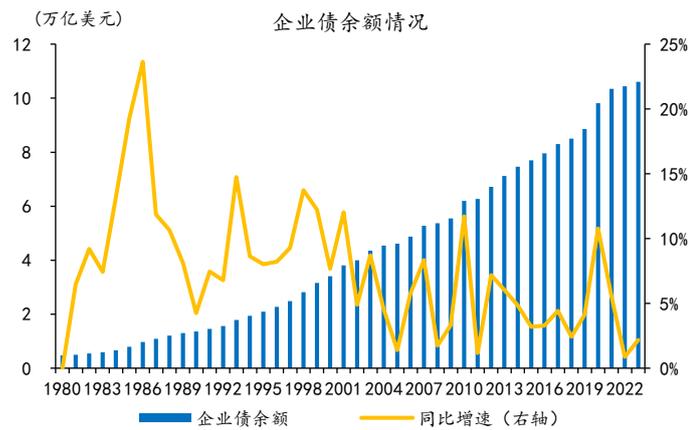


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问: 哪些板块可能率先暴露风险? 能源业违约风险无需过虑, 非必需消费业值得关注

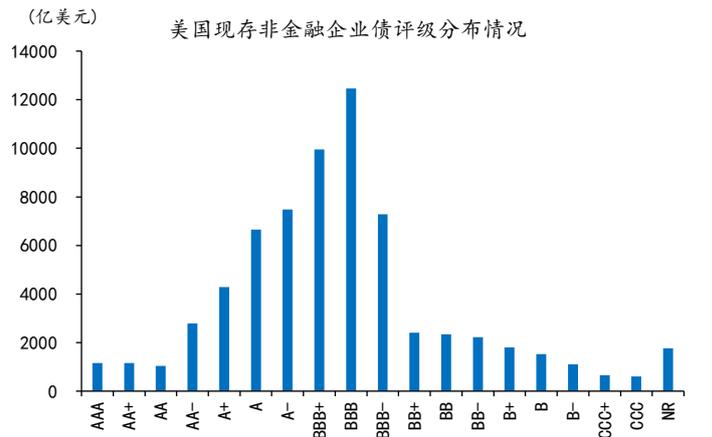
当前, 美国企业债存量规模已破 10 万亿美元, 其中非必需消费业在投机级企业债中占比较高。疫情期间, 美联储大放水的推动下, 美国企业债发行规模快速上升, 截至 2023 年二季度, 美国企业债存量规模同比增长 2.2%, 未偿余额达 10.6 万亿美元。其中, BBB 级以下的投机级债券占比约 21%。分行业来看, 投资级企业债中, 公用事业、非必需消费占比较高, 分别达 16%、15%; 而投机级企业债中, 非必需消费业占比更是高达 29%。

图表19: 美国企业债未偿余额超 10 万亿美元



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

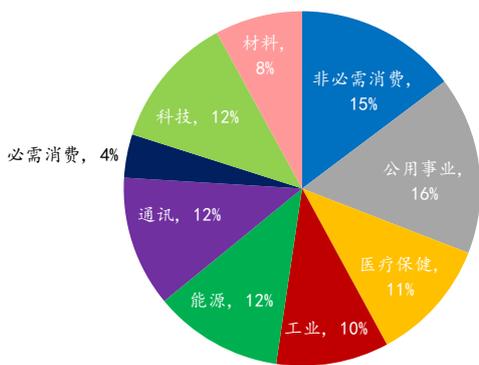
图表20: 美国非金融企业债各评级分布



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 美国非金融投资级企业债行业分布

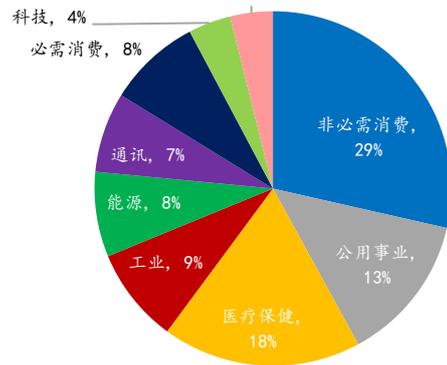
美国现存非金融投资级企业债行业分布情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美国非金融投资级企业债行业分布

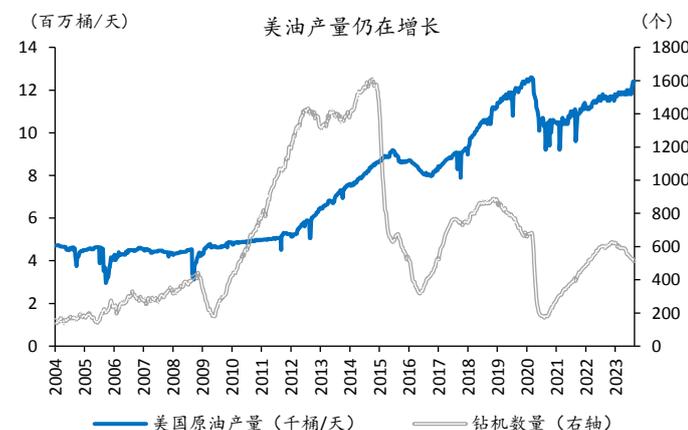
美国现存非金融投机级企业债行业分布情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

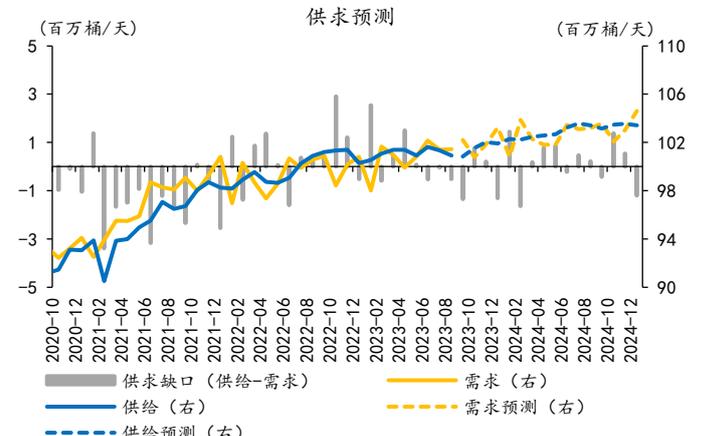
相对坚挺的油价，较为良好的微观指标，均显示当下能源行业违约无需过虑。当下，供给端，沙特、俄罗斯等原油主要出口国持续减产，美国页岩油的产量增长缓慢；叠加需求端的韧性，未来一段时间，原油价格或仍将维持高位震荡。从微观指标来看，高居不下的油价支撑了标普能源行业的 EBITDA、总债务/EBITDA 或利息保障倍数等偿债指标，均显示能源行业目前违约风险或相对有限。

图表23: 美国页岩油的产量增长缓慢



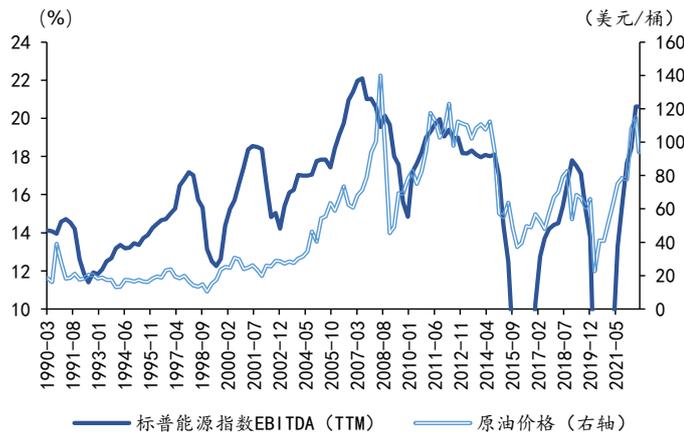
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表24: 原油的供需仍维持紧平衡



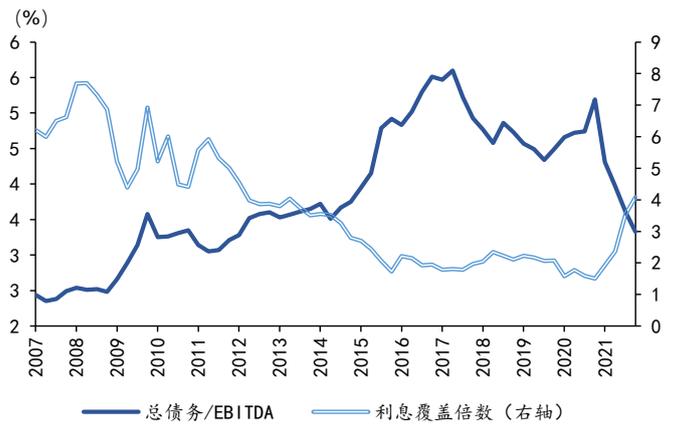
来源: EIA, 国金证券研究所

图表25: 能源行业 EBITDA 依旧居高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

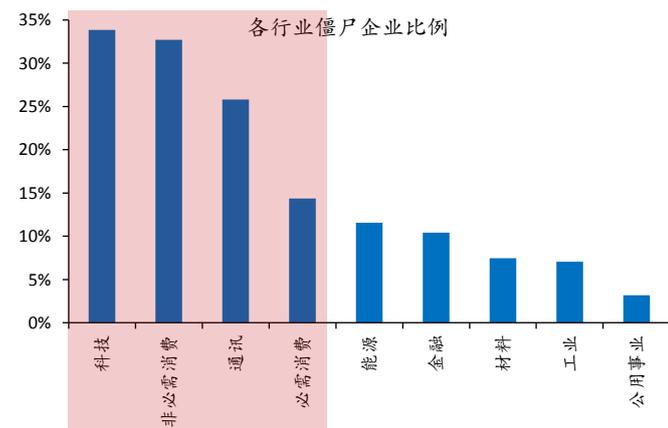
图表26: 能源行业企业债的偿债指标仍较为健康



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

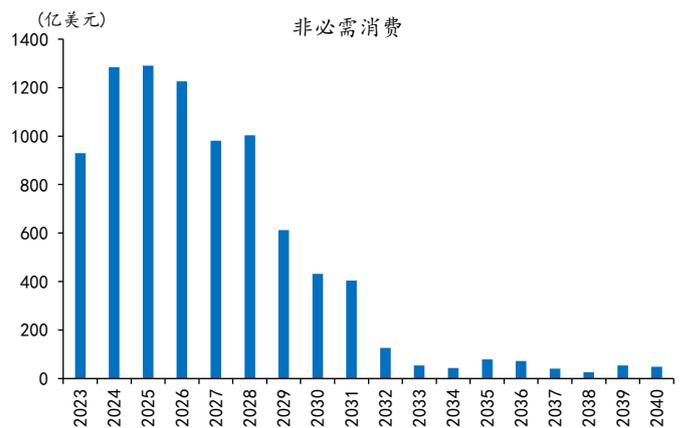
随着到期高峰的临近、超额储蓄的支撑减弱等，非必需消费行业的违约风险或值得关注。“便宜钱”时代“低效”企业杠杆快速累积；罗素3000指数成分股中，僵尸企业占比最高的科技、非必需消费、通讯、必需消费业，也是在2020-2021年间高收益企业债发行占比提升最为明显的4个行业；其中，非必需消费杠杆率处于历史相对高位，并即将在2024年步入到期高峰。随着通胀对实际收入的持续侵蚀，以及前期超额储蓄的支撑减弱，非必需消费等行业的违约风险或值得关注。

图表27: 罗素3000中，非必需消费等僵尸企业占比较高



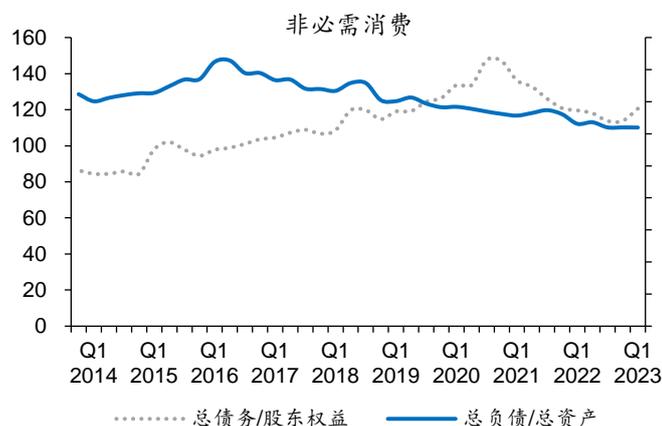
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 非必需消费业企业债将在明年迎来到期高峰



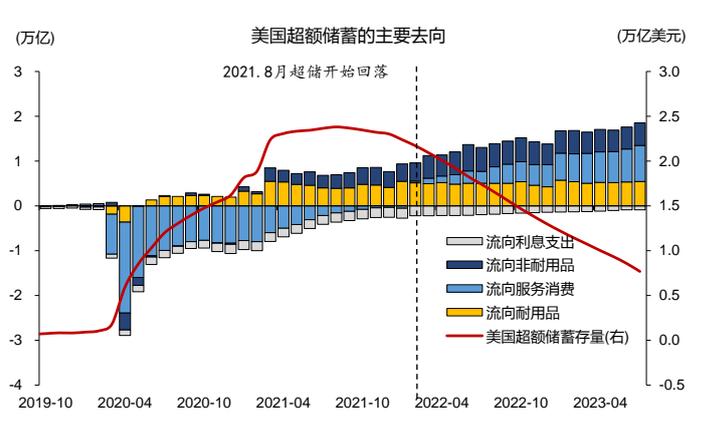
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 非必需消费业杠杆率仍处于历史的相对高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 超额储蓄的缩减对消费的支持或将明显走弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

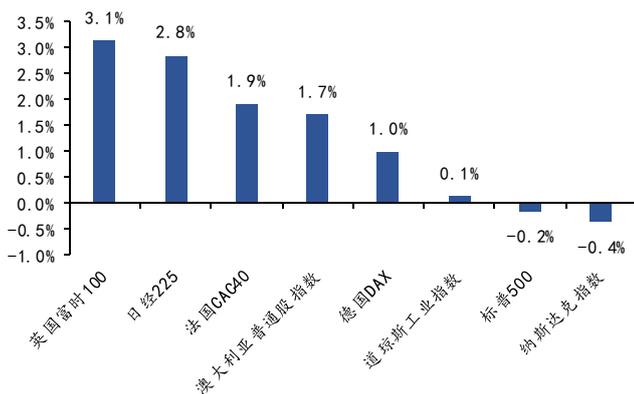
- 1) 年初以来，美国企业债的市场表现边际转强，投机级债券尤为明显。一级市场上，投机级企业债发行较去年有所好转，截至8月末，投机级企业债累计发行1135亿美元、较去年同期多发247亿美元，投机级占比也由去年的8.3%回升至11.2%。二级市场上，2022年10月以来，投机级、投资级企业债指数分别上涨11.3%、3.5%，信用利差也明显回落。
- 2) 美国经济表现持续的韧性，是企业债违约潮未至的主因；疫情期间大幅增加的现金储备也提供了一定的保护。宏观层面，美国经济持续超预期，美国企业破产潮未至，美国企业破产指数仍维持在历史低位。微观层面，美国企业债到期压力在2024-2028年才会集中释放；同时疫情期间，美国企业现金负债率、现金对利息支出的保障倍数均有明显提升。
- 3) 向后看，美国经济或有三重压力，银行信贷条件的收紧或将进一步加剧企业债的违约压力。历史回溯来看，历轮违约潮爆发通常“由点到面”的传染。1990年、2001年、2008年、2020年的历次违约潮，通常在能源、可选消费等行业率先发生，随后企业债信用利差快速走阔，三大评级机构对债券评级的下调数量逐渐增加，约1-2季度后，违约潮正式出现。多数违约潮首先发生于投机级债券市场，随后风险逐步向投资级企业债溢出。
- 4) 随着到期高峰的临近、超额储蓄的支撑减弱等，非必需消费行业的违约风险或值得关注；而相对坚挺的油价，较为良好的微观指标，均显示当下能源行业违约无需过虑。当下，美国企业债存量规模已破10万亿美元，其中非必需消费业在投机级企业债中占比较高；而非必需消费杠杆率处于历史相对高位，并即将在2024年出现到期高峰。随着通胀对实际收入的持续侵蚀，以及前期超额储蓄的支撑减弱，非必需消费等违约风险或值得关注。

二、大类资产高频跟踪（2023/09/11-2023/09/15）

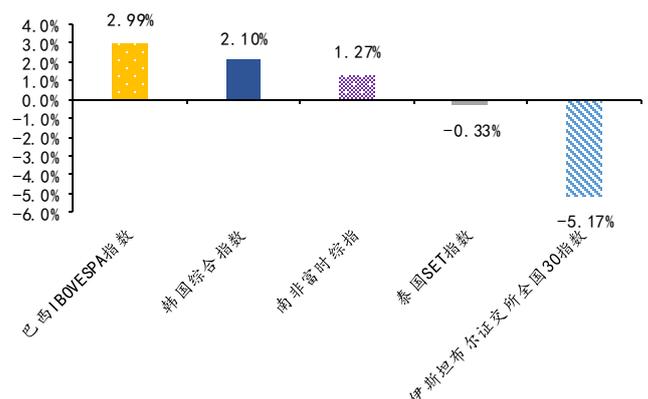
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨

发达国家股指多数上涨，新兴市场股指多数上涨。英国富时100、日经225、法国CAC40、澳大利亚普通股指数和德国DAX指数领涨，分别上涨3.1%、2.8%、1.9%、1.7%和1.0%。巴西IBOVESPA指数、韩国综合指数和南非富时综指分别上涨2.99%、2.10%和1.27%；泰国SET指数、伊斯坦布尔证交所全国30指数分别下跌0.33%和5.17%。

图表31：当周，发达国家股指多数上涨



图表32：当周，新兴市场股指多数上涨

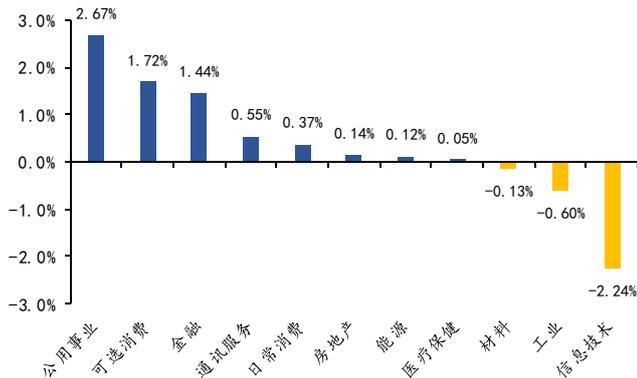


来源：Wind，国金证券研究所

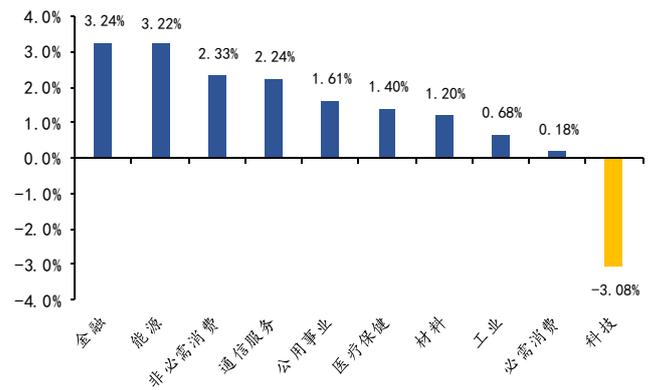
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看，本周美股行业多数上涨。其中公用事业、可选消费和金融领涨，分别上涨2.67%、1.72%和1.44%；仅信息技术、工业和材料分别下跌2.24%、0.60%和0.13%。从欧元区行业板块来看，本周行业多数上涨。其中金融、能源和非必需消费领涨，分别上涨3.24%、3.22%和2.33%；仅科技下跌3.08%。

图表33: 当周, 美股行业多数上涨



图表34: 当周, 欧元区行业多数上涨

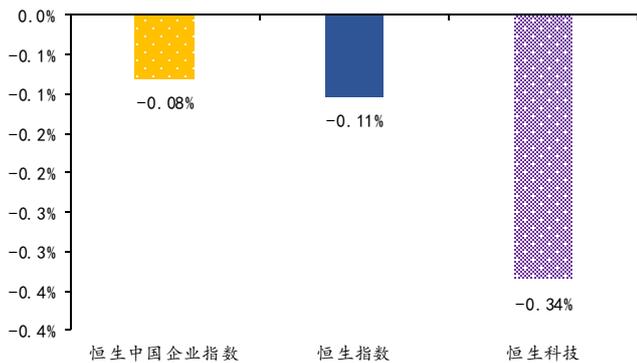


来源: Wind, 国金证券研究所

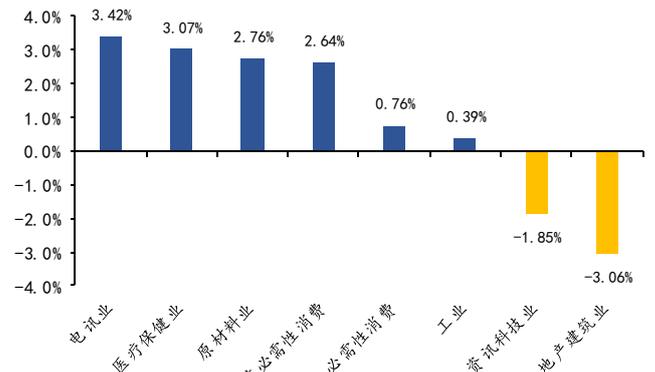
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌 0.34%、0.11%和 0.08%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 其中电讯业、医疗保健和原材料业领涨, 分别上涨 3.42%、3.07%和 2.76%, 仅资讯科技业、地产建筑业分别下跌 1.85%、3.06%。

图表35: 当周, 恒生指数全线下跌



图表36: 当周, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

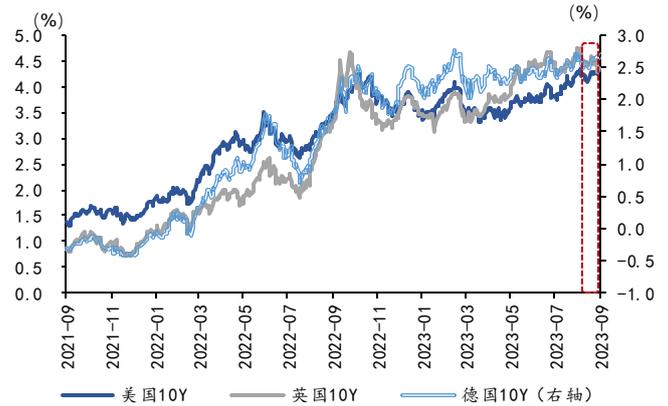
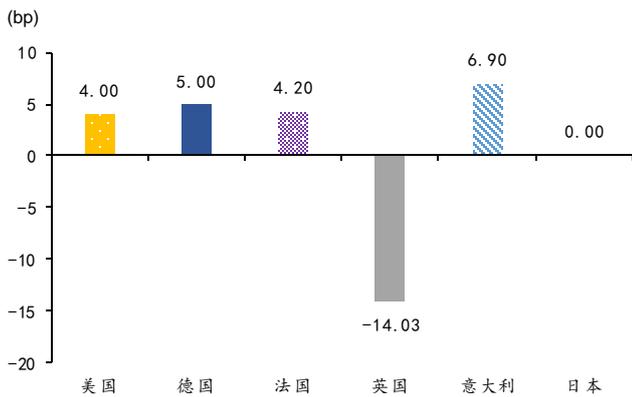
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率普遍上行

发达国家 10 年期国债收益率普遍上行。美国 10Y 国债收益率上行 4.00bp 至 4.33%, 德国 10Y 国债收益率上行 5.00bp 至 2.65%; 意大利、法国 10Y 国债收益率分别上行 6.90bp、4.20bp, 英国下行 14.03bp, 日本持平。

图表37: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行

图表38: 当周, 10Y 收益率美德均上行、英国下行



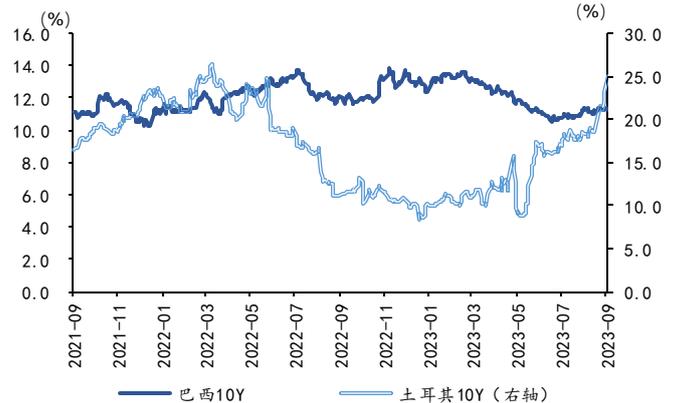
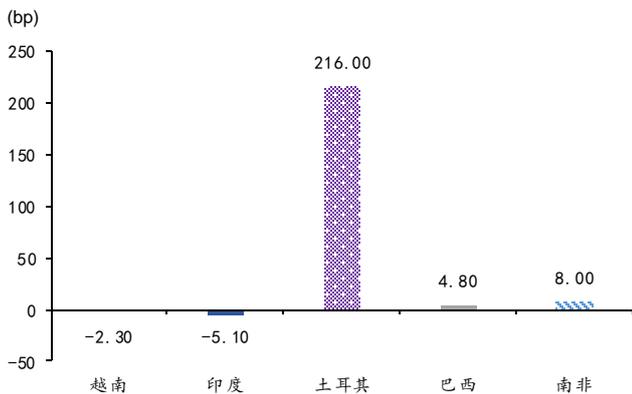
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。土耳其 10Y 国债收益率上行 216.00bp 至 23.31%，巴西 10Y 国债收益率上行 4.80bp 至 11.34%；越南和印度 10Y 国债收益率分别下行 2.30bp 和 5.10bp，南非上行 8.00bp。

图表39: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上涨

图表40: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行



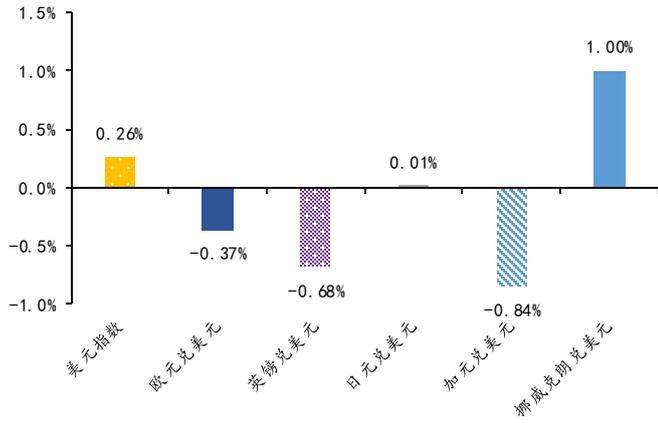
来源: Wind, 国金证券研究所

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、欧元和英镑升值

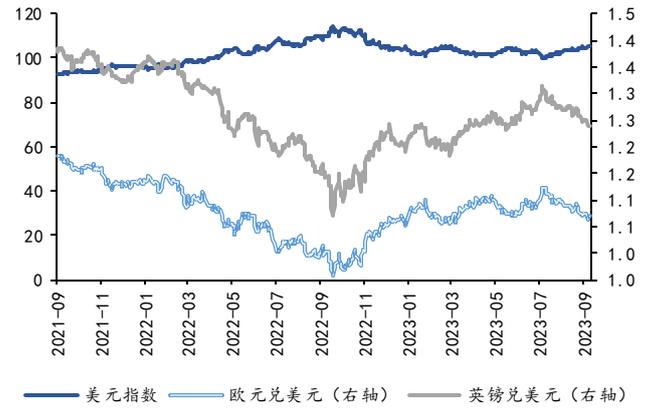
美元指数走强, 本周上涨 0.26% 至 105.34。加元、英镑和欧元兑美元分别贬值 0.84%、0.68% 和 0.37%，挪威克朗和日本分别升值 1.00% 和 0.01%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨，雷亚尔、韩元和印度卢比兑美元分别升值 2.64%、0.52% 和 0.11%，仅土耳其里拉和菲律宾比索分别贬值 0.58% 和 0.17%。

图表41: 当周, 美元指数上涨



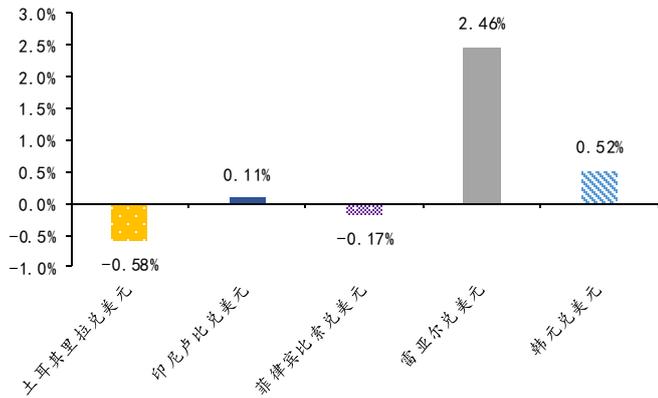
来源: Wind, 国金证券研究所

图表42: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值



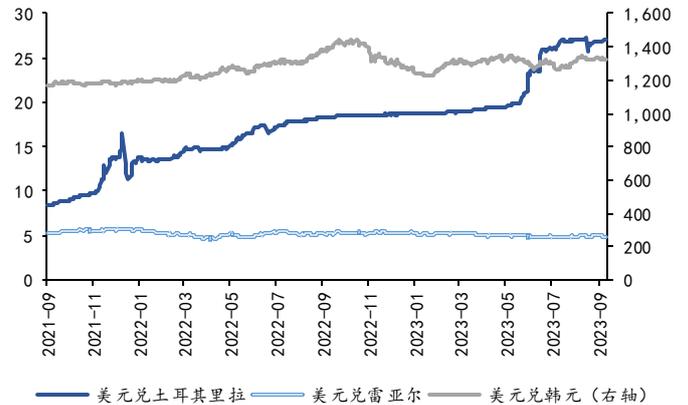
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

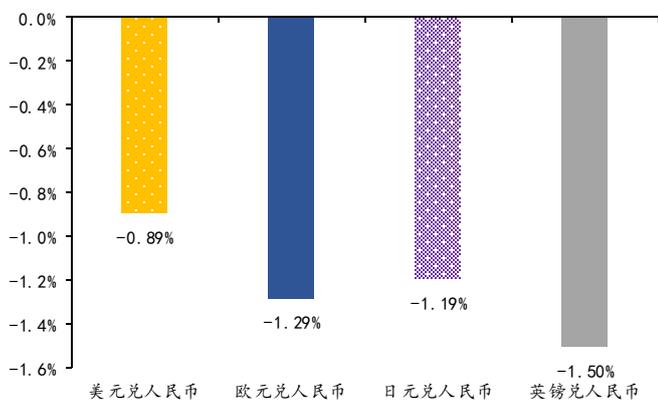
图表44: 韩元、雷亚尔兑美元均升值, 土耳其里拉贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

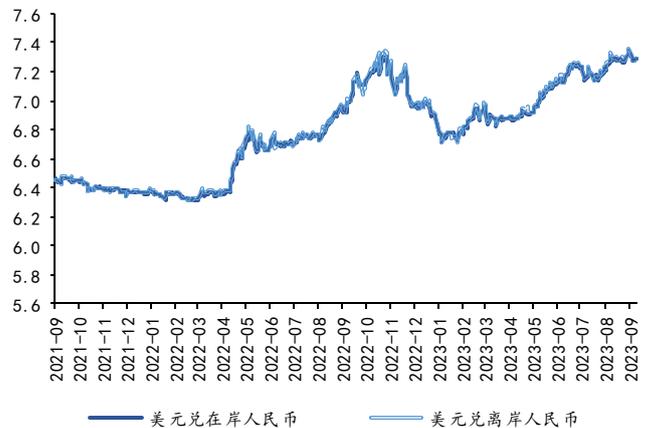
人民币兑美元升值 0.89%，兑英镑、欧元和日元分别升值 1.50%、1.29% 和 1.19%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 136bp 至 7.2755，美元兑离岸人民币汇率下行 219bp 至 7.2807。

图表45: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 当周, 人民币兑美元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪：原油、贵金属和黑色上涨，有色、农产品涨跌分化

原油、贵金属和黑色价格上涨，有色、农产品价格涨跌分化。其中，焦煤、WTI 原油和螺纹钢领涨，分别上涨 6.00%、3.99%和 3.98%；仅豆粕、LME 镍和豆油下跌，分别下跌 2.74%、1.23%和 1.21%。受地产及基建政策改善预期升温、“金九银十”购房旺季的到来影响，钢厂高铁水、双焦企业维持高产能，外加节前补库需求支撑，黑色系普涨。

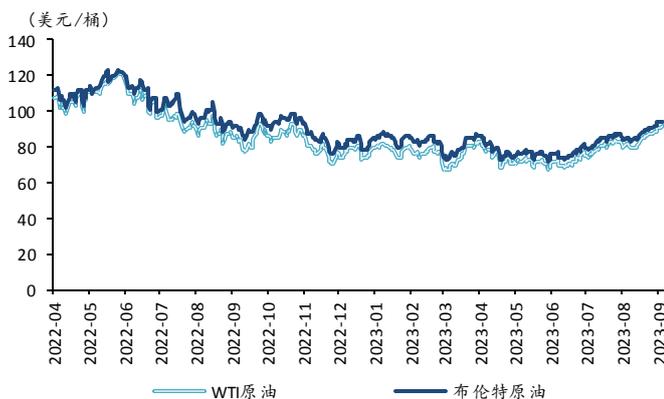
图表47：当周，商品价格走势多数上涨

类别	品种	2023-09-19	2023-09-12	2023-09-05	2023-08-29	2023-08-22
原油	WTI原油	3.99%	2.48%	6.81%	1.91%	-1.67%
	布伦特原油	3.63%	2.24%	5.32%	1.74%	-1.01%
贵金属	COMEX黄金	0.18%	-0.53%	0.45%	1.06%	0.09%
	COMEX银	0.50%	-1.93%	-4.93%	6.13%	3.41%
有色	LME铜	0.79%	-0.77%	0.40%	0.29%	2.32%
	LME铝	0.09%	0.48%	1.34%	-0.60%	1.59%
	LME镍	-1.23%	-4.46%	1.97%	0.49%	2.30%
	LME锌	3.98%	1.01%	1.94%	3.14%	1.73%
黑色	焦煤	6.00%	-4.38%	16.23%	-1.78%	3.08%
	沥青	0.46%	0.28%	1.67%	-2.00%	0.39%
	铁矿石	1.02%	2.13%	4.03%	-2.28%	8.82%
	螺纹钢	4.16%	-0.96%	1.99%	-1.93%	0.97%
农产品	生猪	2.12%	3.54%	0.34%	-1.01%	0.96%
	棉花	1.10%	-0.94%	-0.28%	3.10%	-0.20%
	豆粕	-2.74%	-5.02%	-0.59%	2.66%	5.53%
	豆油	-1.21%	-0.49%	-1.42%	3.31%	1.08%

来源：Wind，国金证券研究所

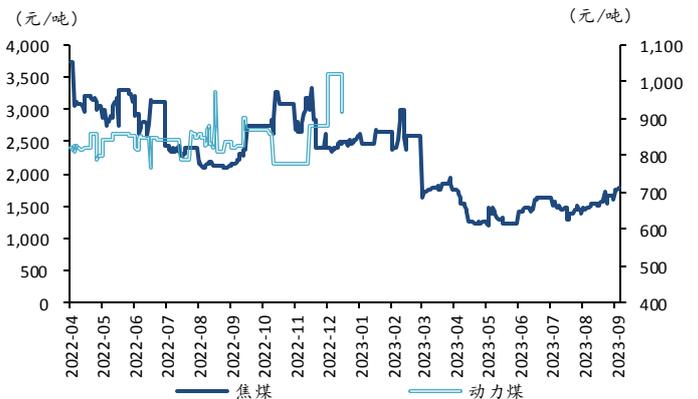
原油价格上涨，黑色价格均上涨。WTI 原油价格上涨 3.99%至 90.77 美元/桶，布伦特原油价格上涨 3.63%至 93.93 元/桶。焦煤价格上涨 6.00%至 1787 元/吨；螺纹钢、铁矿石和沥青价格分别上涨 4.16%、1.02%和 0.46%至 3763 元/吨、941 元/吨和 4004 元/吨。

图表48：WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源：Wind，国金证券研究所

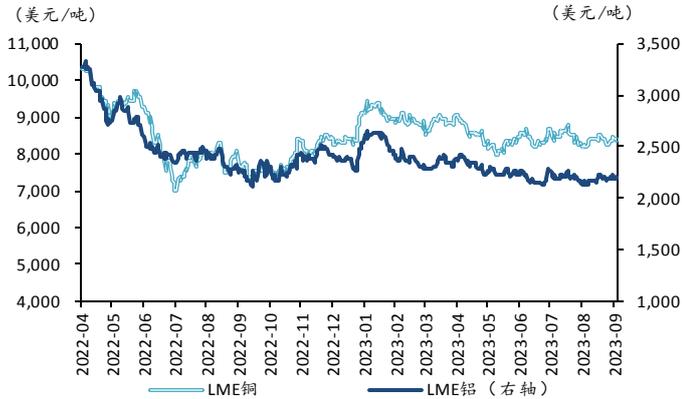
图表49：当周，焦煤价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

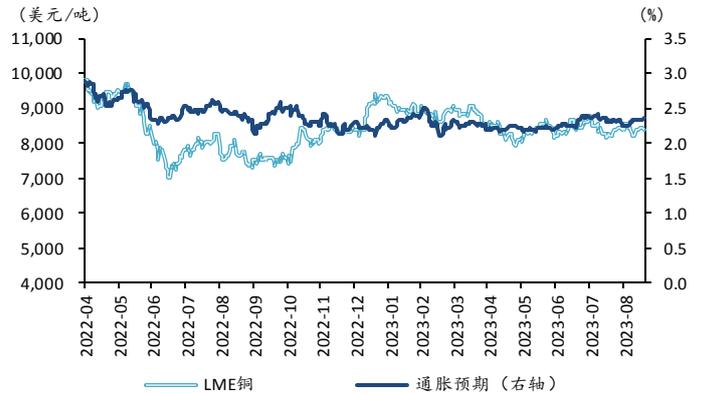
铜铝价格均上涨，贵金属价格均上涨。LME 铜上涨 0.79%至 8425.00 美元/吨，LME 铝下跌 0.09%至 2196.00 美元/吨。通胀预期持平在 2.35%。COMEX 黄金上涨 0.18%至 1926.60 美元/盎司，COMEX 银上涨 0.50%至 23.19 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.94%升至 1.98%。

图表50: 当周, 铜铝价格上涨



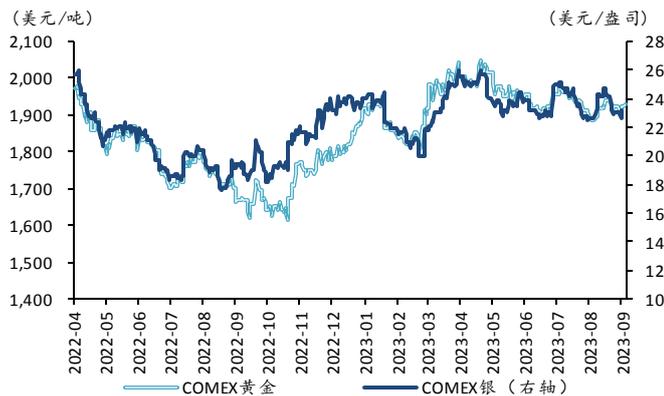
来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 当周, 通胀预期持平



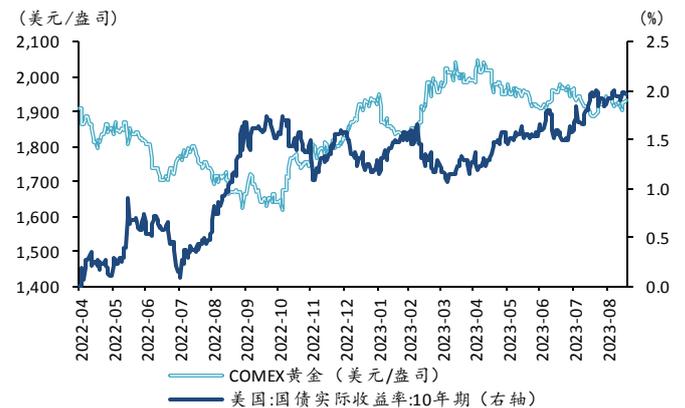
来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 当周, 黄金、白银价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 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