

大类资产周报第 10 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

低估值“陷阱”？

近期，上证指数跌破 3000 点，A 股估值也已低于 2008 年 1664 点水平。当前 A 股的估值是否“过低”、行情启动仍需的增量条件？本文分析，可供参考。

热点思考：低估值“陷阱”？

一问：全球视角下中国资产的估值？跨国、跨资产、跨时间比较，均处于“较低”水平

横向比较来看，A 股、港股当前的估值，相较海外股市或国内债市、均较为便宜。从资本市场估值来看，最近 12 个月摊薄市盈率口径，全球指数与新兴市场指数分别为 18.0 与 14.3，而 A 股、港股分别为 12.2 和 14.4。8 月中旬以来，A 股股债收益差持续在 2 倍标准差以下震荡；A 股股权风险溢价也仅为 5.2%、逼近 5 年均值以上 1 个标准差。

纵向比较来看，当前 A 股、港股估值也均处于较低的历史分位水平。2010 年以来，上证指数、恒生指数市盈率历史分位数分别为 33.5%、4.4%。同为经济增速较快、估值相对较低的市场，印度 SENSEX30、越南胡志明指数全年分别上涨 7.0%、8.2%，而上证指数、恒生指数则分别下跌 4.9%、13.2%，国内市场的“低估值”优势似乎并未显现。

二问：多重视角下的估值“误区”？投资者结构、行业结构等变化，放大了“估值”优势

投资者结构、行业结构的变化，一定程度上放大了 A 股的“估值优势”。第一，外资等占比不断提升，截至 2023Q2 公募基金持有 A 股市值约 5.6 万亿，北上资金累计净流入 1.8 万亿；“机构化”过程中高估值个股的价值重估，或带动市场估值整体下行。第二，A 股金融等低估值行业占比达 15.8%、相对偏高，分行业比较，A 股估值优势或有所弱化。此外，经济增速中枢的下行、投资者情绪的低迷、市场流动性的下降也均会对估值产生影响。第一，2019 年以来，随着经济中枢的下移，10Y 国债利率中枢由 3.5% 下行至 2.9%，推高了股权风险溢价。第二，2023 年以来，A 股情绪指数持续下行，上证指数换手率快速下行至 0.7，情绪低迷、流动性弱化的市场环境下，估值水平也会有所下降。

三问：行情启动需要的“增量”条件？流动性环境与经济基本面的共同改善

综合考虑行业结构、投资者结构等变化，A 股市场的趋势性反弹，可能还需要基本面与流动性的共同改善。2012-2013 年间，也曾出现股债收益差跌破 2 倍标准差，但市场长期处于底部；彼时，GDP“破 8”引发市场担忧，“620 钱荒”加剧市场震荡。直至 2013 年 8 月，PMI 再度上行、市场流动性缓和后，A 股才再度上行。

基本面、政策的积极信号正不断积累，左侧投资的窗口已经出现；但趋势性行情的出现，或仍需流动性环境改善带来的支持。库存绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号已愈加明确；万亿国债落地，也释放了更强的积极信号。市场行情向趋势性反转的演绎，还需要关注资金端行为模式的变化。

周度回顾：美元指数快速回落，美债收益率一度破“5%”（2023/10/16-2023/10/20）

股票市场：全球主要股指全线下跌，创业板指领跌。发达国家股指中，创业板指、恒生指数、上证指数、日经 225 和纳斯达克指数领跌，分别下跌 5.0%、3.6%、3.4%、3.3% 和 3.2%。

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 30.00bp 至 4.93%，德国 10Y 国债收益率上行 17.00bp 至 2.94%；英国、法国、意大利和日本 10Y 国债收益率分别上行 23.77bp、19.90bp、16.90bp 和 7.60bp。

外汇市场：美元指数下行，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值。欧元、英镑、日元和加元兑美元分别升值 0.82%、0.22%、0.20% 和 0.44%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.40%、2.01% 至 7.3151、7.3286。

商品市场：原油和贵金属价格上涨，有色价格多数下跌，黑色和农产品价格走势分化。本周受美国减少原油库存、委内瑞拉大幅放缓石油生产、巴以冲突伊朗对以石油禁运等多重因素影响，油价快速拉涨。

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：低估值“陷阱”？	5
一问：全球视角下中国资产的估值？跨国、跨资产、跨时间比较，均处于“较低”水平	5
二问：多重视角下的估值“误区”？投资者结构、行业结构等变化，放大了“估值”优势	7
三问：行情启动需要的“增量”条件？流动性环境与经济基本面的共同改善	9
二、大类资产高频跟踪（2023/10/16-2023/10/22）	12
（一）权益市场追踪：全球资本市场普跌	12
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上行	13
（三）外汇市场追踪：美元指数下跌，人民币兑美元、欧元和英镑贬值	14
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属上涨，有色全线下跌，黑色、农产品走势分化	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：横向比较来看，当前 A 股、港股估值均较低	5
图表 2：当前，A 股估值已明显低于新兴市场	5
图表 3：A 股股债收益率差已低于 2 倍标准差	5
图表 4：港股股债收益差仍处于相对高位	5
图表 5：A 股股权风险溢价高出均值约 1 个标准差	6
图表 6：港股股权风险溢价仍维持在均值附近	6
图表 7：上证指数市盈率已处于 2010 年以来较低分位	6
图表 8：恒生指数市盈率已远低于 2010 年以来均值	6
图表 9：全球比较来看，A 股、港股估值分位均相对较低	6
图表 10：增长、估值两维度来看，A 股或应有更好表现	6
图表 11：近年来，北上资金规模不断扩大	7
图表 12：北上资金偏好估值相对偏低的个股	7
图表 13：机构投资者对低估值也有一定的偏好	7
图表 14：1970-1990 年间，美股估值持续维持低位	7
图表 15：A 股上市公司以可选消费、通讯、金融为主	8
图表 16：港股上市公司中，金融、地产占比极高	8
图表 17：美股上市公司以科技、医疗保健为主	8
图表 18：分行业来看，A 股估值并不存在系统性低估	8
图表 19：2020 年以来，无风险利率下行助推了 ERP	8
图表 20：随经济增速下行，主要经济体利率均趋于下行	8

图表 21: 2023 年以来, A 股市场情绪相对低迷.....	9
图表 22: 二季度以来, 国内市场流动性快速下降.....	9
图表 23: 行业结构调整后, A 股整体的估值并不低.....	9
图表 24: 2012 年-2013 年, A 股两度跌破 2000 点关口.....	9
图表 25: 期间, 中国经济预期在不断下修.....	10
图表 26: 2013 年的行情, 发生在基本面和流动性改善后.....	10
图表 27: 10 月, 沥青开工率持续回升.....	10
图表 28: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位.....	10
图表 29: 10 月, 货币市场流动性仍相对偏紧.....	10
图表 30: 2023 年, 股票+偏股基金发行持续低位.....	10
图表 31: 彭博中国 GDP 同比预测值的变化.....	11
图表 32: 花旗经济意外指数快速反弹.....	11
图表 33: 人民币汇率已相对企稳.....	11
图表 34: 外资流出也在边际放缓.....	11
图表 35: 当周, 发达国家股指全线下跌.....	12
图表 36: 当周, 新兴市场股指全线下跌.....	12
图表 37: 当周, 美股行业多数下跌.....	12
图表 38: 当周, 欧元区行业全线下跌.....	12
图表 39: 当周, 恒生指数全线下跌.....	13
图表 40: 当周, 恒生行业全线下跌.....	13
图表 41: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行.....	13
图表 42: 当周, 10Y 收益率美英德均上行.....	13
图表 43: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益全线上涨.....	13
图表 44: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行.....	13
图表 45: 当周, 美元指数下跌.....	14
图表 46: 当周, 英镑、欧元兑美元均升值.....	14
图表 47: 当周, 主要新兴市场兑美元走势分化.....	14
图表 48: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔兑美元升值.....	14
图表 49: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元贬值.....	14
图表 50: 当周, 人民币兑美元贬值.....	14
图表 51: 当周, 商品价格走势多数下跌.....	15
图表 52: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	15
图表 53: 当周, 焦煤价格上涨.....	15
图表 54: 当周, 铜铝价格均下跌.....	16
图表 55: 当周, 通胀预期升温.....	16

图表 56: 当周, 黄金、白银价格上涨.....	16
图表 57: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	16

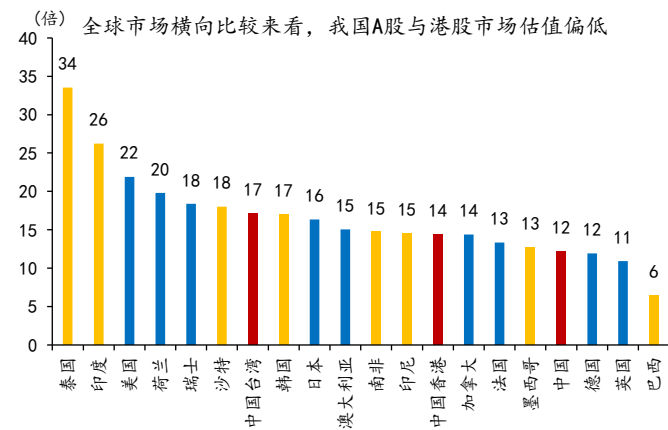
近期，上证指数跌破 3000 点，A 股估值也已低于 2008 年 1664 点水平。A 股估值是否“过低”、行情启动仍需的增量条件？本文分析，仅供参考。

一、热点思考：低估值“陷阱”？

一问：全球视角下中国资产的估值？跨国、跨资产、跨时间比较，均处于“较低”水平

跨国比较来看，A 股、港股当前的估值在全球范围内均较为便宜。从 MSCI 统计的资本市场估值来看，最近 12 个月摊薄市盈率口径，全球指数与新兴市场指数分别为 18.0 与 14.3，而 A 股、港股分别为 12.2 和 14.4。主要资本市场中，仅金融、能源上市公司占比达 47% 的巴西市场估值明显低于 A 股；而此前估值一度与全球指数较为接近的港股，在 2023 年大幅回撤后，估值水平也已回落至新兴市场指数附近。

图表1：横向比较来看，当前A股、港股估值均较低



图表2：当前，A股估值已明显低于新兴市场

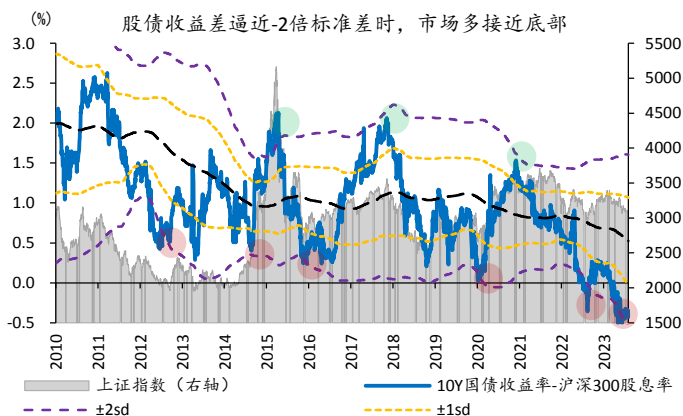


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

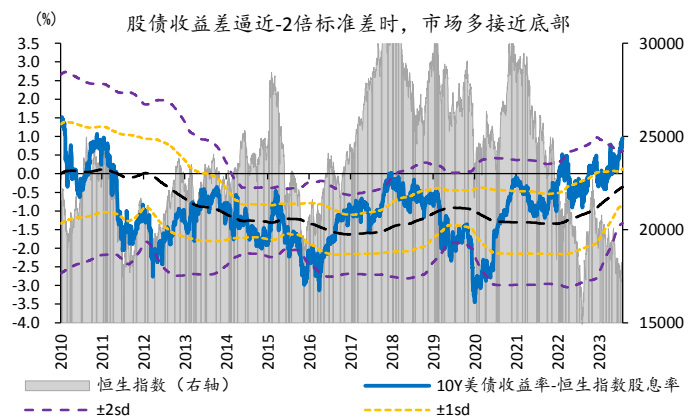
跨资产比较来看，无论是股债收益差还是股权风险溢价，均显示相对国债、A 股已具有较高性价比。从 10 年期国债收益率减去沪深 300 股息率衡量的股债收益差来看，8 月 15 日以来，A 股股债收益差持续在 2 倍标准差以下震荡，而受美债收益率快速上行影响，港股仍处于相对高位。从股权风险溢价来看，截至 10 月 20 日，A 股 ERP 为 5.2%、逼近 5 年均值以上 1 个标准差的 5.3%；而港股仍处于近 5 年中枢附近。

图表3：A股股债收益率差已低于2倍标准差



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：港股股债收益率差仍处于相对高位



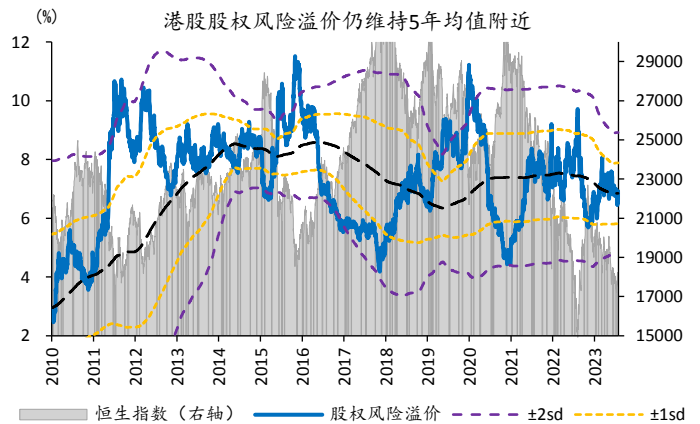
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: A股股权风险溢价高出均值约1个标准差



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 港股股权风险溢价仍维持在均值附近



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

跨时间维度来看,当前A股、港股估值均处于较低的历史分位水平。2010年以来,上证指数市盈率中枢约13.9,而当前PE(TTM)仅12.6、历史分位约33.5%;恒生指数市盈率中枢约10.8,而当前8.4的市盈率也低于中枢超1个标准差,历史分位数仅4.4%。全球主要资本市场中,A股、港股市盈率均处于较低的分位水平。同为经济增速较快、估值相对较低的市场,印度SENSEX30、越南胡志明指数全年分别上涨7.0%、8.2%,而上证指数、恒生指数则分别下跌4.9%、13.2%,国内市场的“低估值”优势似乎并未显现。

图表7: 上证指数市盈率已处于2010年以来较低分位



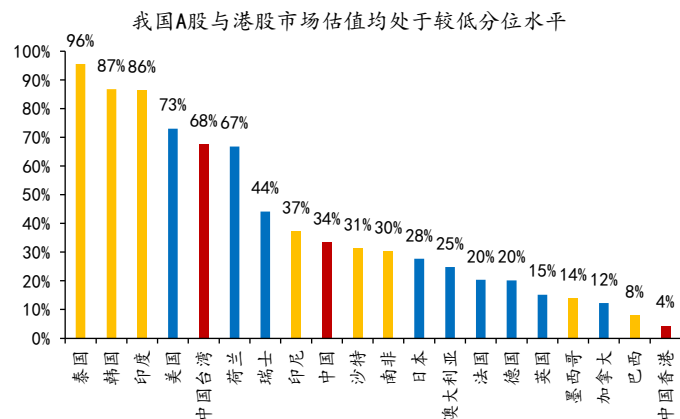
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 恒生指数市盈率已远低于2010年以来均值



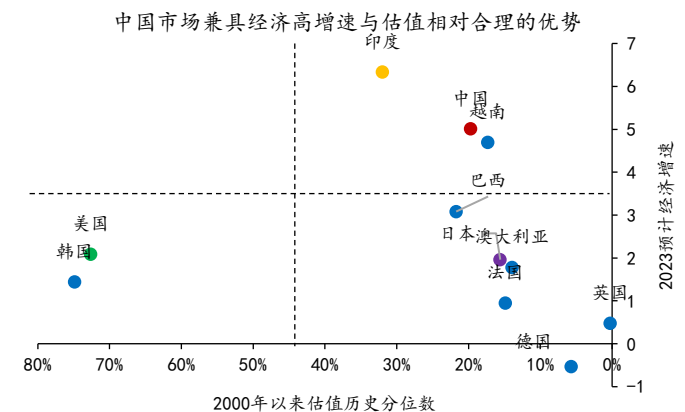
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 全球比较来看,A股、港股估值分位均相对较低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 增长、估值两维度来看,A股或应有更好表现

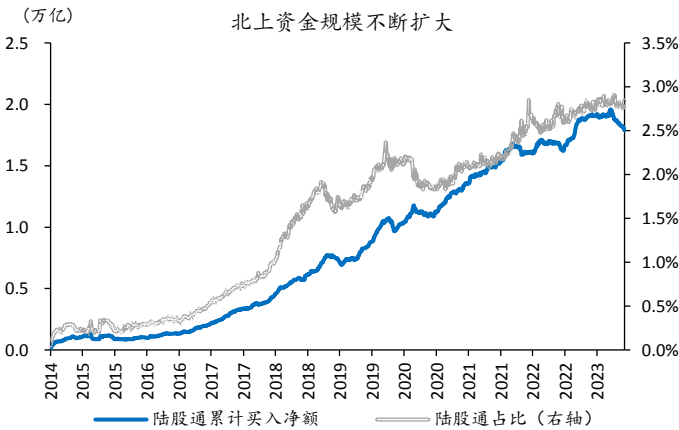


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问：多重视角下的估值“误区”？投资者结构、行业结构等变化，放大了“估值”优势

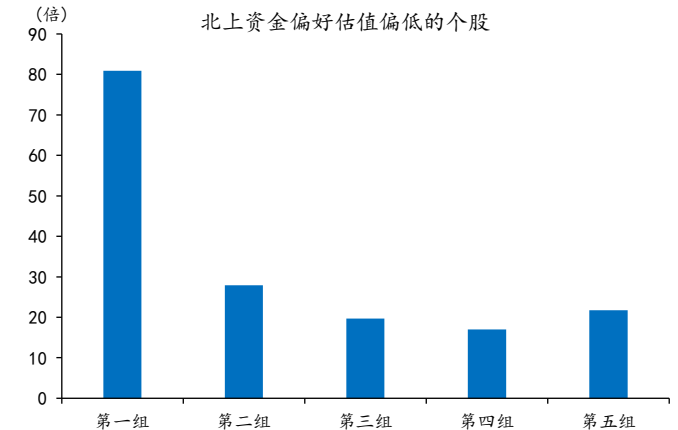
近年来，风险偏好相低的外资、险资等占比不断提升；此前高估值个股的“再定价”，或是A股估值下行的原因之一。近年来，A股投资者结构发生重大变化，其中最为鲜明的是机构占比的抬升与外资的持续流入；截至2023Q2公募基金持有A股市值约5.6万亿，北上资金累计净流入1.8万亿，占比约2.8%。将全部A股按北上持股占比、机构持股占比由低到高分为5组，以市值加权分别计算组内市盈率，可以看出北上资金、机构投资者均更偏好低估值个股。“机构化”过程中高估值个股的价值重估，或带动市场估值水平的整体下行。历史回溯来看，1970年代美股养老金入市过程中也出现了这一现象。

图表11：近年来，北上资金规模不断扩大



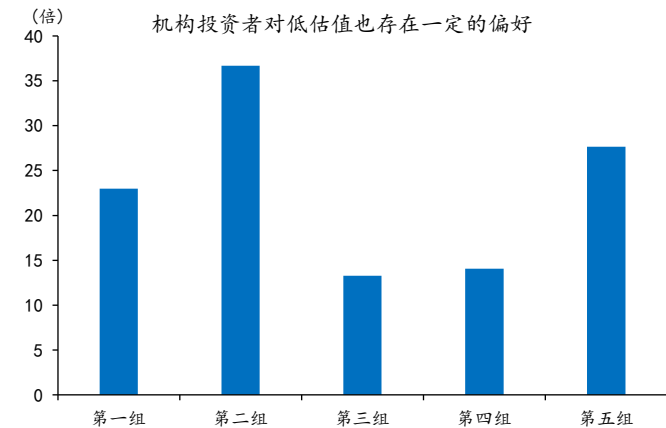
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：北上资金偏好估值相对偏低的个股



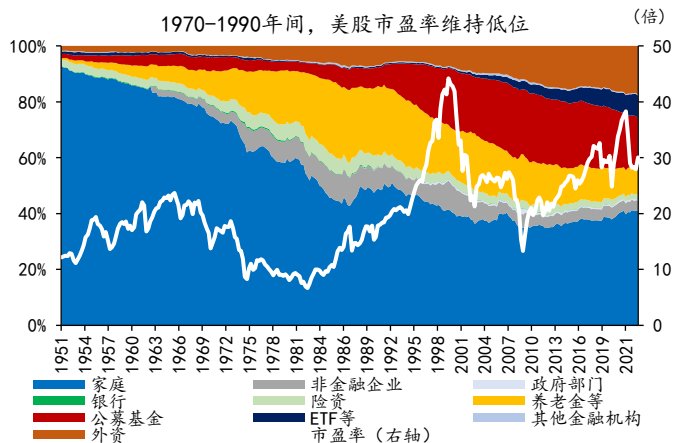
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：机构投资者对低估值也有一定的偏好



来源：Bloomberg，国金证券研究所

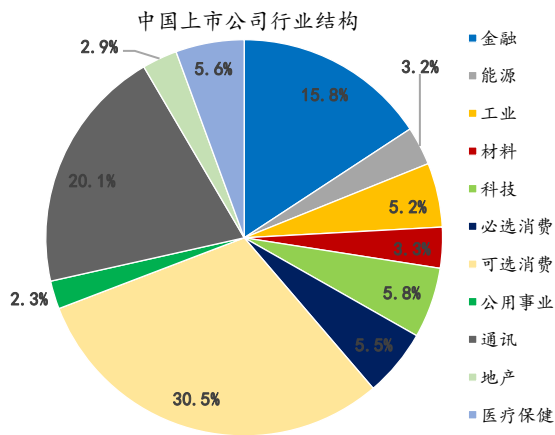
图表14：1970-1990年间，美股估值持续维持低位



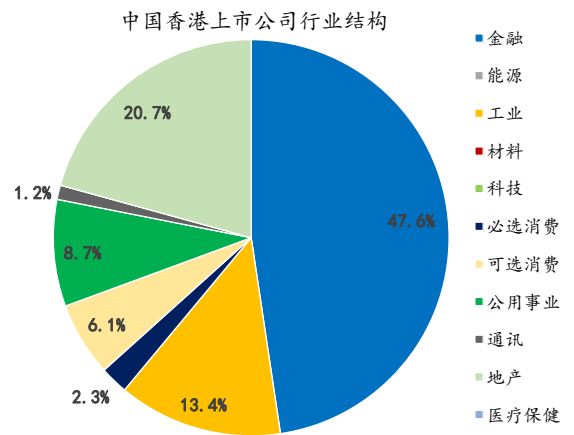
来源：Bloomberg，国金证券研究所

行业结构的不同，也可能在一定程度上放大了A股、港股的“估值优势”。从市场的行业构成来看，A股市场金融、地产占比均相对偏高，分别达15.8%、2.9%；港股市场这一特征更为明显，二者合计占比高达68.3%。而部分发达经济体市场，高市盈率行业占比相对更高；以美股为例，美股中科技、医疗保健占比分别达27.8%、13.2%，估值分别为21.4、34.3，对整体估值有明显拉动。分行业来看，相较于新兴市场整体，A股仅公用事业、金融估值明显偏低，通讯、材料等行业估值高于其他新兴市场。

图表15: A股上市公司以可选消费、通讯、金融为主



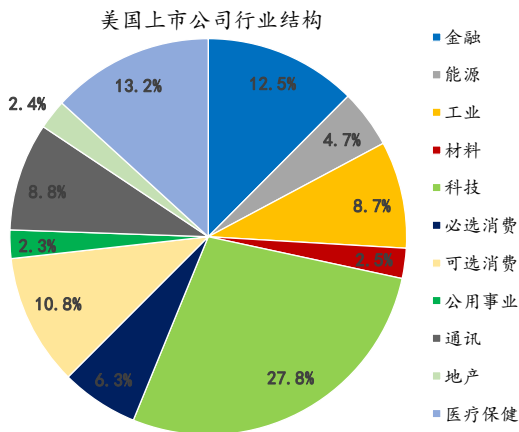
图表16: 港股上市公司中, 金融、地产占比极高



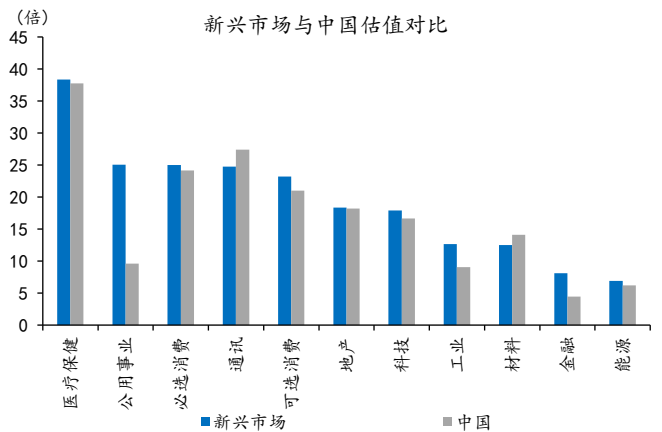
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 美股上市公司以科技、医疗保健为主



图表18: 分行业来看, A股估值并不存在系统性低估

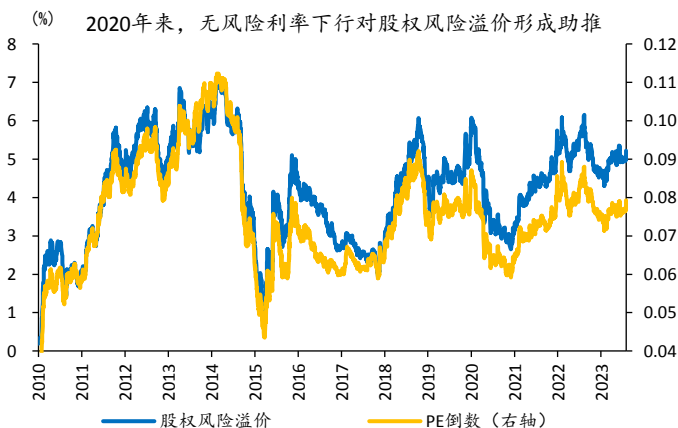


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

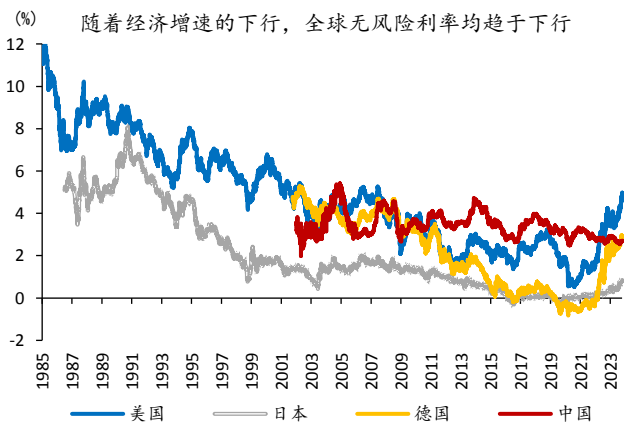
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

此外, 经济增速中枢的下行、投资者情绪的低迷、市场流动性的下降也均会对估值产生影响。第一, 2019年以前, 国债收益率持续围绕3.5%的中枢震荡, 股权风险溢价的波动主要由市盈率变动贡献; 而2019年以来, 随着经济中枢的下移, 10Y国债利率中枢也下行至2.9%, 无风险利率的趋势性下行, 一定程度上推高了股权风险溢价。第二, 市场情绪与流动性对估值也有影响。2023年以来, A股情绪指数持续下行、一度跌破10, 上证指数换手率快速下行至0.7, 情绪低迷、流动性弱化的市场环境下, 估值水平也会有所下降。

图表19: 2020年以来, 无风险利率下行助推了ERP



图表20: 随经济增速下行, 主要经济体利率均趋于下行



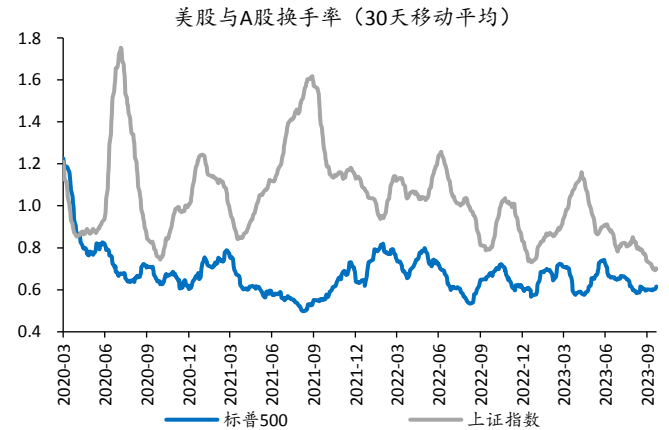
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 2023 年以来, A 股市场情绪相对低迷



图表22: 二季度以来, 国内市场流动性快速下降



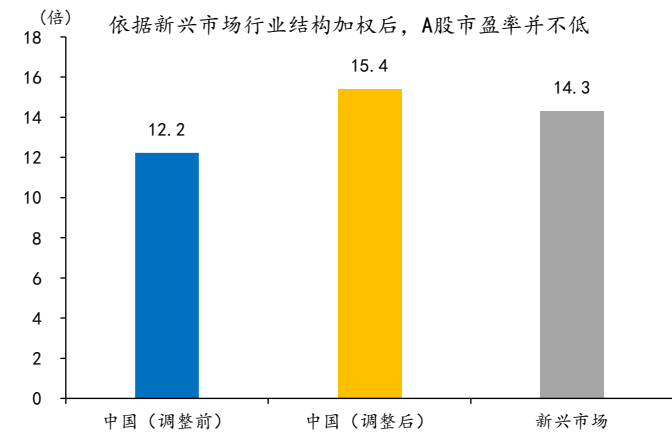
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

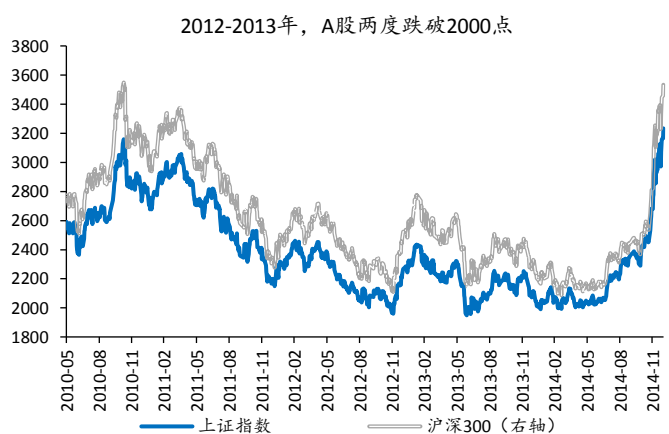
三问: 行情启动需要的“增量”条件? 流动性环境与经济基本面的共同改善

综合考虑行业结构、投资者结构等变化, A 股的趋势性上行, 或需要基本面与流动性的共同改善。一方面, 将 A 股各行业市盈率按新兴市场整体的行业结构加权后, A 股估值约 15.4; 进一步考虑投资者结构、经济中枢下行等因素, A 股估值优势或有所弱化。另一方面, 2012-2013 年间, 也曾出现过股债收益差跌破 2 倍标准差, 但市场长期处于底部; 彼时, 中国 GDP 增速“破 8”引发市场对经济增长的担忧, “620 钱荒”也进一步加剧市场的震荡。直至 2013 年 8 月, PMI 再度上行、市场流动性紧张明显缓和后, A 股才再度上行。

图表23: 行业结构调整后, A 股整体的估值并不低



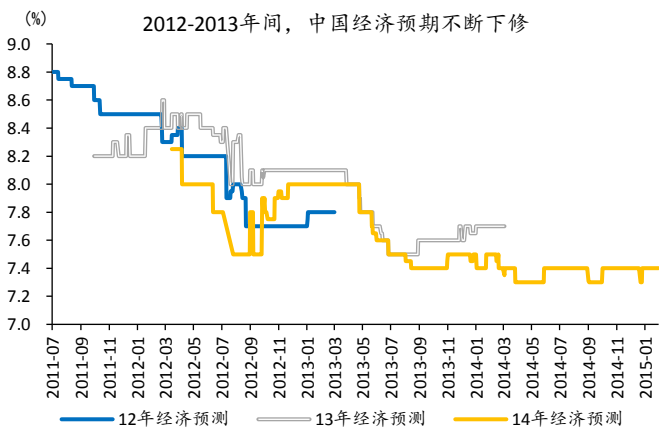
图表24: 2012 年-2013 年, A 股两度跌破 2000 点关口



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

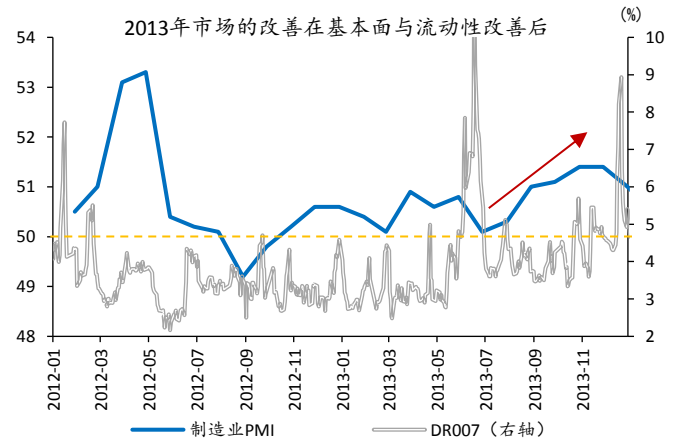
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 期间, 中国经济预期在不断下修



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

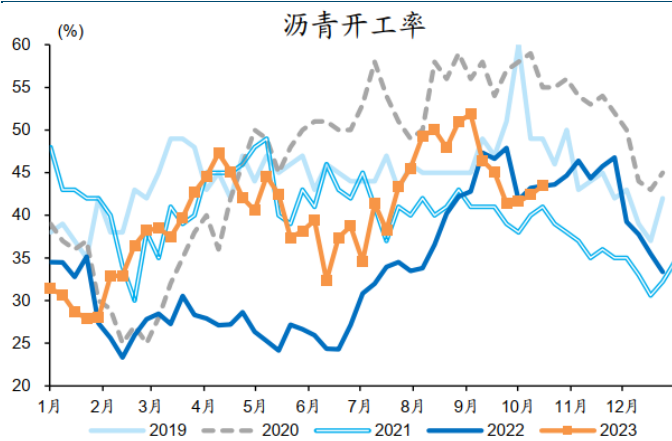
图表26: 2013年的行情, 发生在基本面和流动性改善后



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

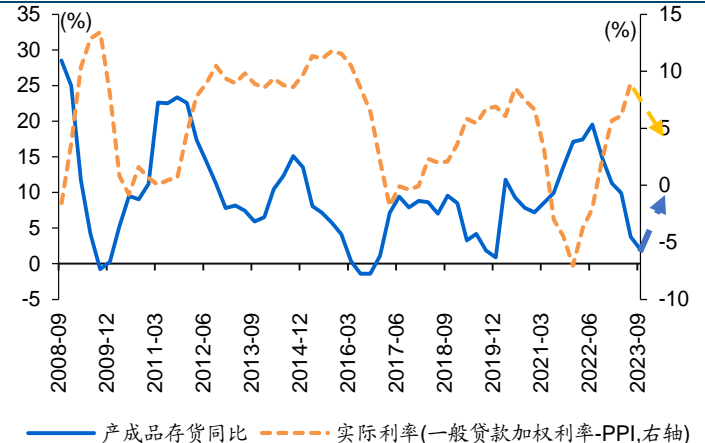
短期来看, 基本面的积极信号正不断积累; 随着政策刺激的进一步加码, 左侧布局的窗口已经打开。经济方面, 9月制造业PMI重返扩张区间、服务业PMI止跌回升; 三季度GDP同比4.9%, 投资需求修复带动工业生产扩张, 10月沥青开工率也明显改善; 库存绝对低位, 叠加实际利率下行, 经济企稳向上信号愈加明确。万亿国债落地, 也释放了更强的积极信号。但货币市场流动性仍相对偏紧, 二季度股票与偏股型公募基金发行仅627亿元、处于历史低位; 市场由反弹向趋势性行情的演绎, 仍待增量资金的支持。

图表27: 10月, 沥青开工率持续回升



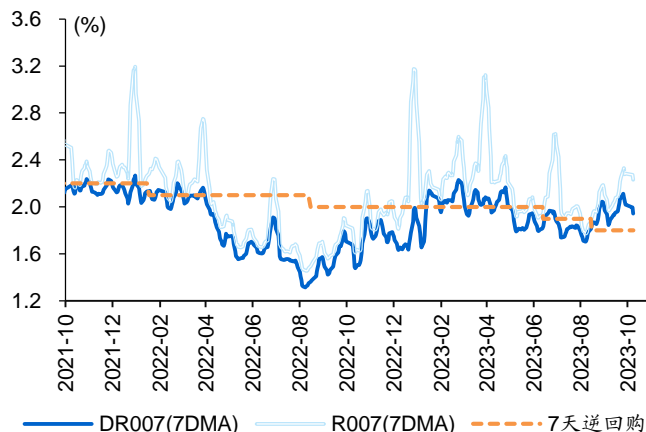
来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位



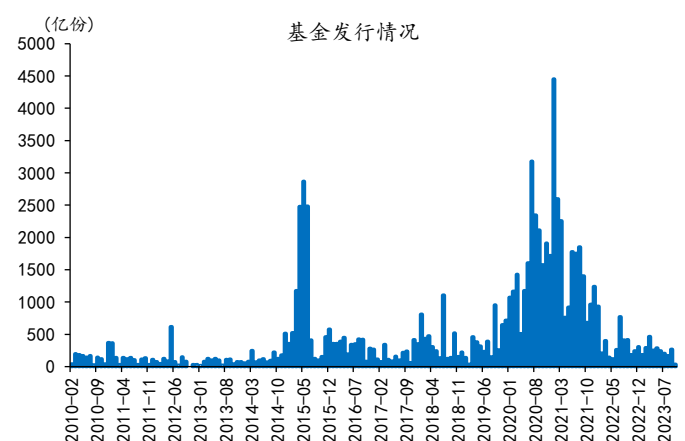
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 10月, 货币市场流动性仍相对偏紧



来源: Wind, 国金证券研究所

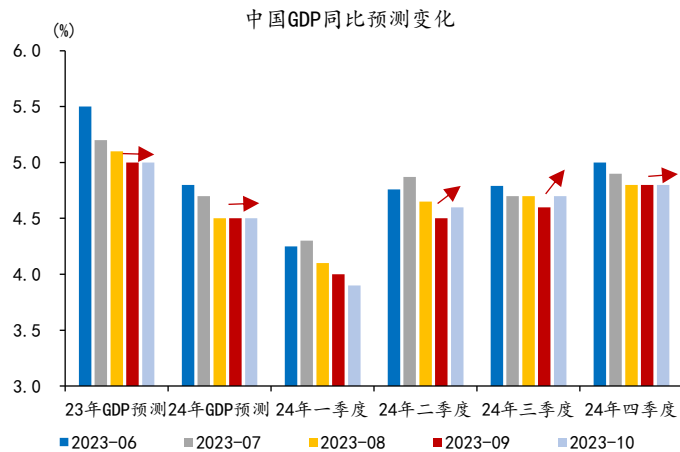
图表30: 2023年, 股票+偏股基金发行持续低位



来源: Wind, 国金证券研究所

中期来看，经济预期持续改善之下，前期大幅流出的外资“企稳”，或将助力市场信心的恢复。近期，外资对中国经济的预期已有改善：从外资机构对国内经济的预测来看，外资对国内2023年、2024年GDP增速预测已经企稳，对2024年下半年经济表现明显上修；从花旗经济意外指数来看，8月中旬以来，花旗经济意外指数底部上修，已回升至0值附近。随着基本面的持续改善，人民币汇率或将摆脱“弱势”，北上资金企稳后的重新流入，或将为市场带来“增量资金”的同时，助力市场信心的恢复。

图表31：彭博中国GDP同比预测值的变化



图表32：花旗经济意外指数快速反弹



来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

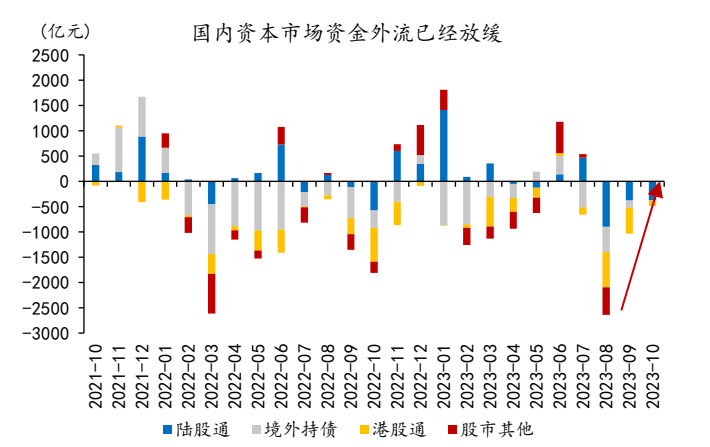
来源：Wind, 国金证券研究所

图表33：人民币汇率已相对企稳



来源：Wind, 国金证券研究所

图表34：外资流出也在边际放缓



来源：Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 横向比较来看，A股、港股当前的估值，相较海外股市或国内债市，均较为便宜。纵向比较来看，当前A股、港股估值也均处于较低的历史分位水平。同为经济增速较快、估值相对较低的市场，印度SENSEX30、越南胡志明指数全年分别上涨7.0%、8.2%，而上证指数、恒生指数则分别下跌4.9%、13.2%，国内市场的“低估值”优势似乎并未显现。
- 2) 投资者结构、行业结构的变化，一定程度上放大了A股的“估值优势”。第一，外资等占比不断提升，截至2023Q2公募基金持有A股市值约5.6万亿，北上资金累计净流入1.8万亿；“机构化”过程中高估值个股的价值重估，或带动市场估值整体下行。第二，A股金融等低估值行业占比达15.8%、相对偏高，分行业比较，A股的估值优势不再“突出”；此外，经济增速中枢的下行、投资者情绪的低迷、市场流动性的下降也均会对估值产生影响。
- 3) 综合考虑行业结构、投资者结构等变化，A股的趋势性上行，或需要基本面与流动性的共同改善。2012-2013年间，也曾出现股债收益差跌破2倍标准差，但市场长期处于底部；彼时，GDP“破8”引发市场担忧，“620钱荒”加剧市场震荡。直至2013年8月，PMI再度上行、市场流动性缓和后，A股才再度上行。

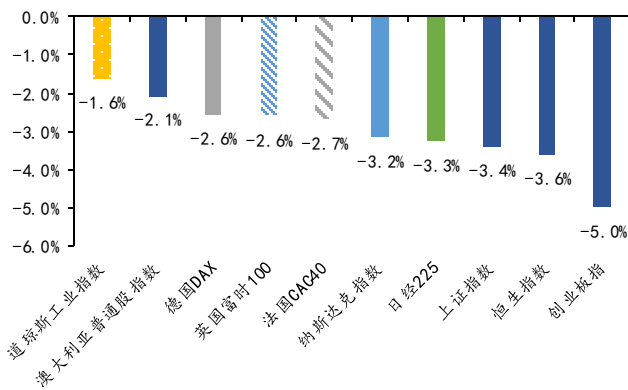
4) 基本面、政策的积极信号正不断积累，左侧投资的窗口已经出现；但趋势性行情的出现，或仍需流动性环境改善带来的支持。库存绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号已愈加明确；万亿国债落地，也释放了更强的积极信号。市场行情向趋势性反转的演绎，还需要关注资金端行为模式的变化。

二、大类资产高频跟踪（2023/10/16-2023/10/22）

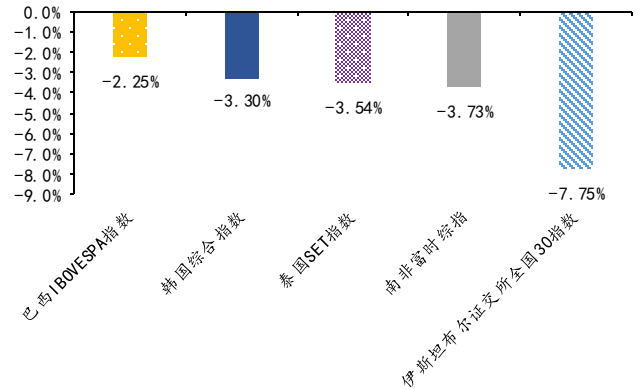
（一）权益市场追踪：全球资本市场普跌

发达国家股指全线下跌，新兴市场股指全线下跌。创业板指、恒生指数、上证指数、日经225和纳斯达克指数领跌，分别下跌5.0%、3.6%、3.4%、3.3%和3.2%。伊斯坦布尔证交所全国30指数、南非富时综指、泰国SET指数、韩国综合指数和巴西IBOVESPA指数分别下跌7.75%、3.73%、3.54%、3.30%和2.25%。

图表35：当周，发达国家股指全线下跌



图表36：当周，新兴市场股指全线下跌

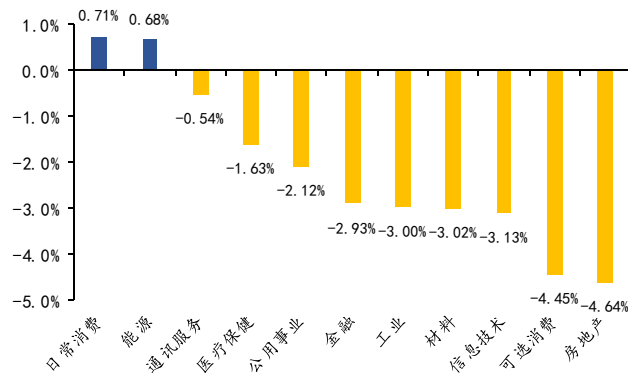


来源：Wind，国金证券研究所

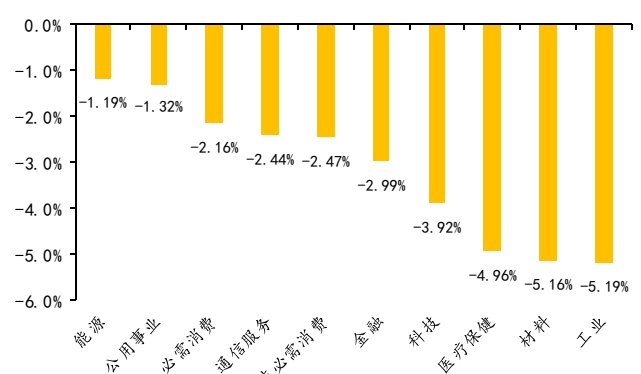
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看，本周美股行业多数下跌。其中房地产、可选消费和信息技术领跌，分别下跌4.64%、4.45%和3.13%；仅能源、日常消费分别上涨0.71%和0.68%。从欧元区行业板块来看，本周行业全线下跌。其中工业、材料和医疗保健领跌，分别下跌5.19%、5.16%和4.96%。

图表37：当周，美股行业多数下跌



图表38：当周，欧元区行业全线下跌

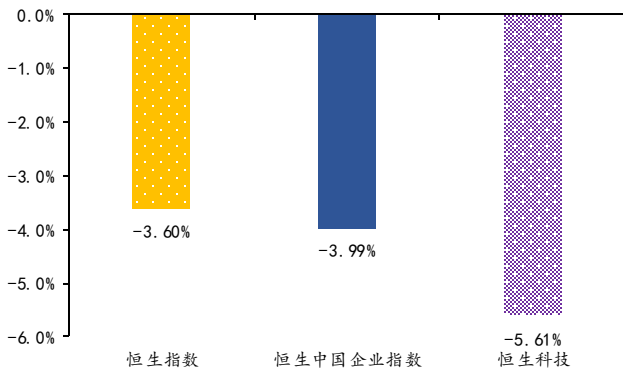


来源：Wind，国金证券研究所

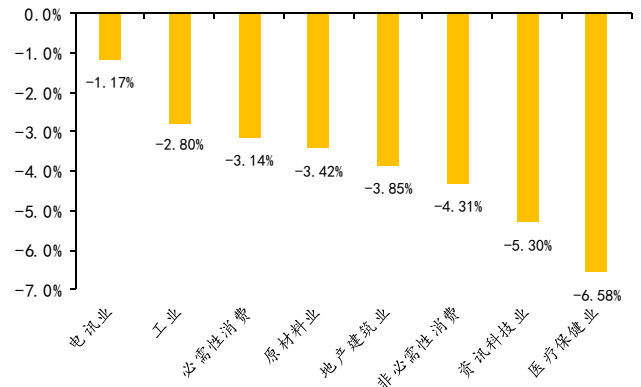
来源：Wind，国金证券研究所

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5.61%、3.99%和3.60%。行业方面，恒生行业全线下跌，其中医疗保健业、资讯科技业和非必需性消费领跌，分别下跌6.58%、5.30%、4.31%。

图表39: 当周, 恒生指数全线下跌



图表40: 当周, 恒生行业全线下跌



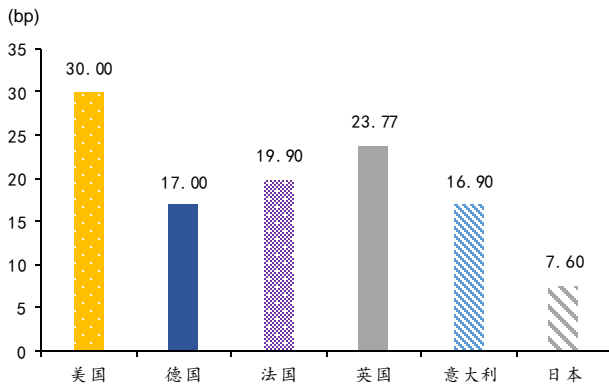
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

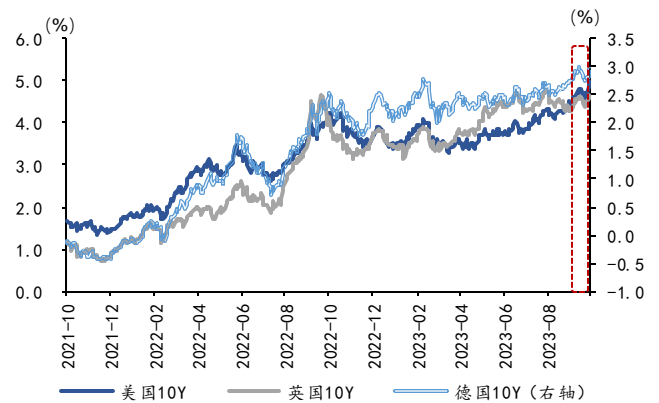
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上行

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 30.00bp 至 4.93%，德国 10Y 国债收益率上行 17.00bp 至 2.94%；英国、法国、意大利和日本 10Y 国债收益率分别上行 23.77bp、19.90bp、16.90bp 和 7.60bp。

图表41: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行



图表42: 当周, 10Y 收益率美英德均上行

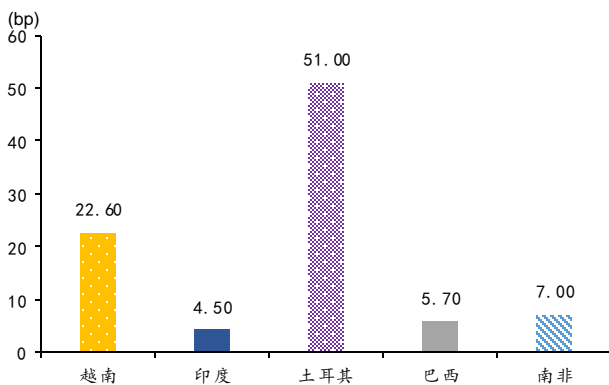


来源: Wind, 国金证券研究所

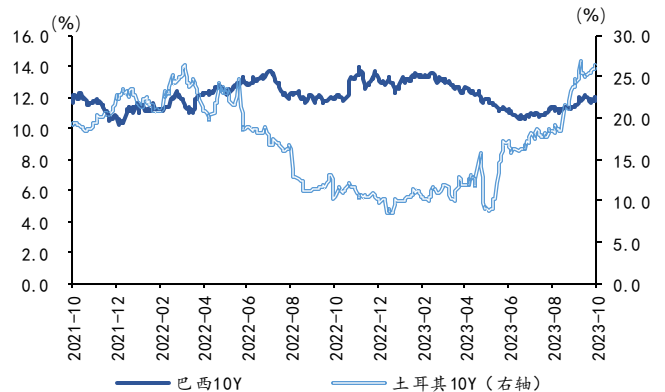
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率全线上行。土耳其 10Y 国债收益率上行 51.00bp 至 26.16%，巴西 10Y 国债收益率上行 5.70bp 至 11.91%；南非、越南和印度 10Y 国债收益率分别上行 7.00bp、22.60bp 和 4.50bp。

图表43: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益全线上涨



图表44: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行



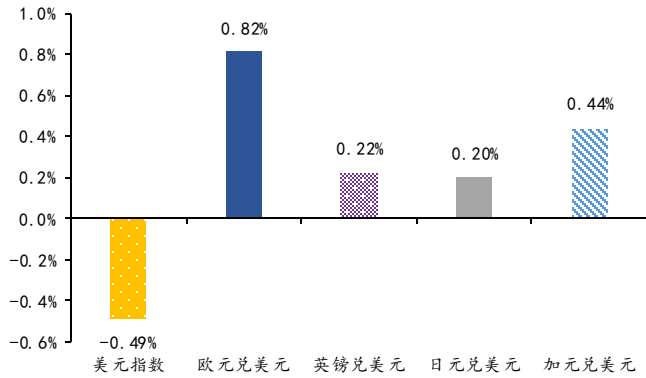
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

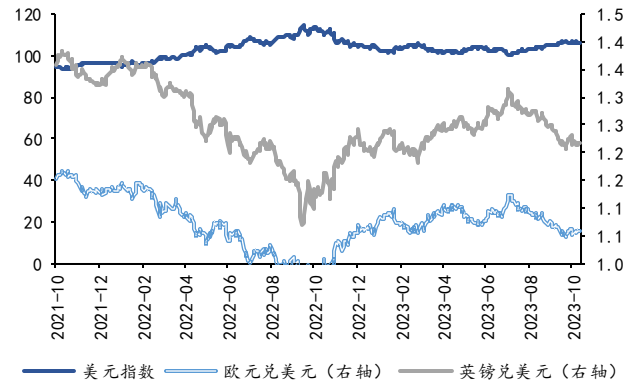
(三) 外汇市场追踪：美元指数下跌，人民币兑美元、欧元和英镑贬值

美元指数下跌，本周下跌0.49%至106.16。欧元、英镑、日元和加元兑美元分别升值0.82%、0.22%、0.20%和0.44%。主要新兴市场兑美元汇率走势分化，土耳其里拉和印度卢比兑美元分别贬值0.66%和1.09%，菲律宾比索、雷亚尔和韩元兑美元分别升值0.13%、0.87%和0.21%。

图表45：当周，美元指数下跌



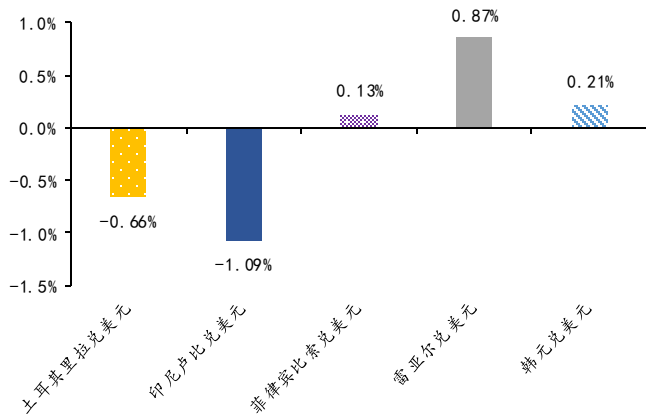
图表46：当周，英镑、欧元兑美元均升值



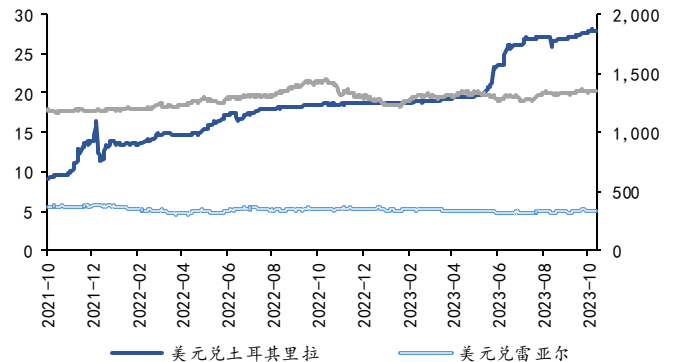
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表47：当周，主要新兴市场兑美元走势分化



图表48：土耳其里拉兑美元贬值，雷亚尔兑美元升值

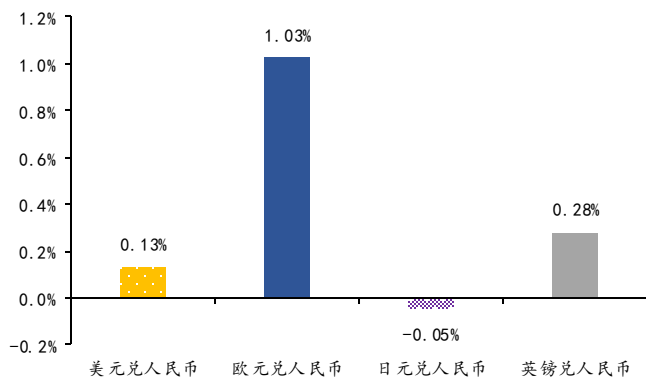


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

人民币兑美元贬值0.13%，兑欧元、英镑分别贬值1.03%、0.28%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行40bp至7.3151，美元兑离岸人民币汇率上行201bp至7.3286。

图表49：当周，人民币兑美元、英镑和欧元贬值



图表50：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、贵金属上涨，有色全线下跌，黑色、农产品走势分化

原油和贵金属价格上涨，有色价格全线下跌，黑色和农产品价格走势分化。其中 COMEX 黄金、焦煤和螺纹钢领涨，分别上涨 2.78%、5.71%和 1.76%；玻璃、沥青和棉花领跌，分别下跌 5.92%、4.06%和 5.17%。本周受美国减少原油库存、委内瑞拉大幅放缓石油生产、巴以冲突伊朗对石油禁运等多重因素影响，油价快速拉涨。

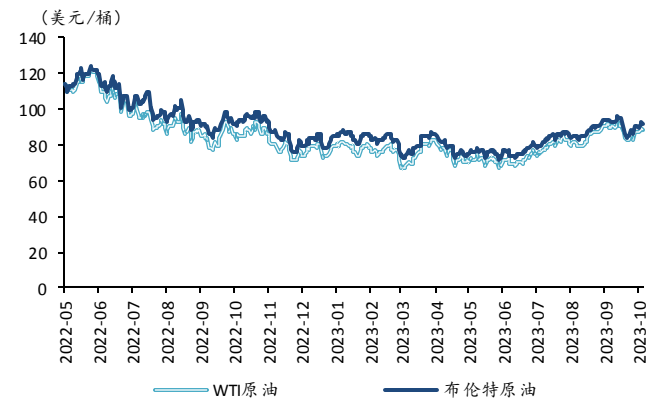
图表51：当周，商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-10-20	2023-10-13	2023-10-06	2023-09-29	2023-09-22
原油	WTI 原油	0.44%	5.92%	-8.81%	0.84%	-0.82%
	布伦特原油	1.40%	7.46%	-11.26%	2.19%	-0.70%
贵金属	COMEX 黄金	2.78%	5.28%	-0.83%	-4.00%	-0.13%
	COMEX 银	3.99%	8.51%	-6.33%	-5.74%	2.22%
有色	LME 铜	-0.48%	0.13%	-3.78%	0.32%	-2.02%
	LME 铝	-1.07%	-1.68%	-4.36%	4.51%	1.96%
	LME 镍	-0.75%	0.78%	-1.33%	-2.85%	-3.38%
	LME 锌	-0.80%	-2.36%	-5.70%	3.68%	-0.23%
黑色	玻璃	-5.92%	4.52%	0.00%	-1.64%	1.07%
	焦煤	5.71%	0.00%	0.00%	-1.60%	1.19%
	沥青	-4.06%	0.15%	0.00%	1.85%	-0.84%
	铁矿石	1.09%	-0.76%	0.00%	-2.27%	0.96%
	螺纹钢	1.76%	-2.63%	0.00%	-2.64%	-1.25%
农产品	生猪	-2.79%	-5.77%	0.00%	0.39%	-2.08%
	棉花	-5.17%	-4.16%	0.00%	2.60%	-0.72%
	豆粕	1.13%	-6.75%	0.00%	0.37%	-3.52%
	豆油	-0.17%	-1.66%	0.00%	2.70%	-5.14%

来源：Wind，国金证券研究所

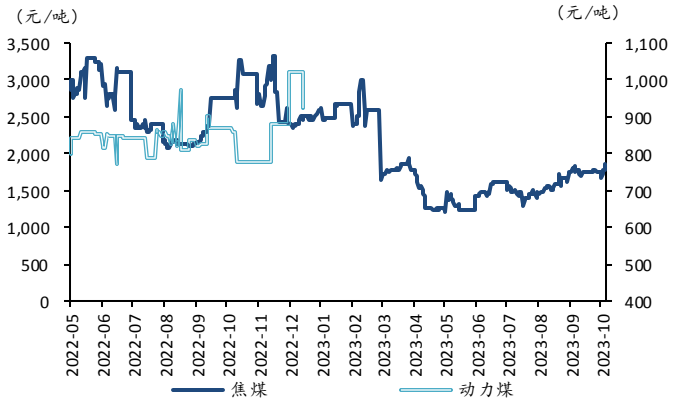
原油价格均上涨，黑色价格走势分化。WTI 原油价格上涨 0.44%至 88.08 美元/桶，布伦特原油价格上涨 1.40%至 92.16 元/桶。焦煤价格上涨 5.71%至 1850 元/吨；螺纹钢价格上涨 1.76%至 3582 元/吨，铁矿石和沥青分别下跌 1.09%至 930 元/吨和 4.06%至 3803 元/吨。

图表52：WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源：Wind，国金证券研究所

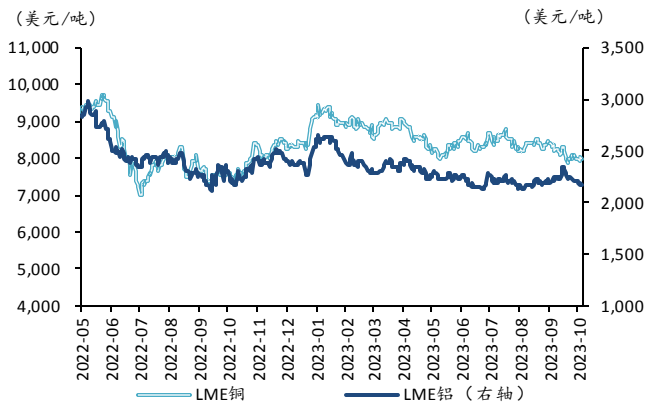
图表53：当周，焦煤价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

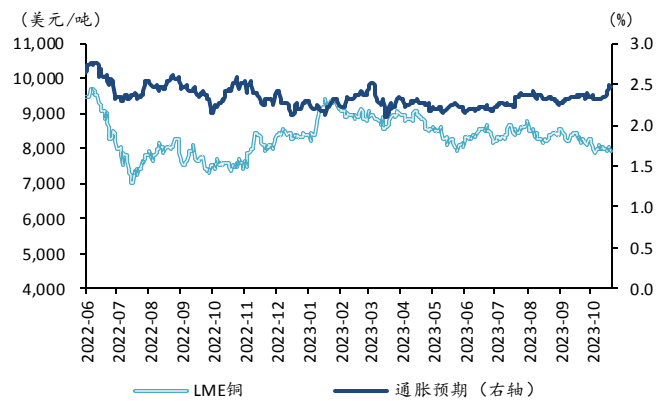
铜铝价格均下跌，贵金属价格上涨。LME 铜下跌 0.48%至 7940.00 美元/吨，LME 铝下跌 1.07%至 2177.00 美元/吨。通胀预期从前值的 2.34%上升至 2.47%。COMEX 黄金上涨 2.78%至 1982.20 美元/盎司，COMEX 银上涨 0.29%至 23.61 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 2.29%升至 2.46%。

图表54: 当周, 铜铝价格均下跌



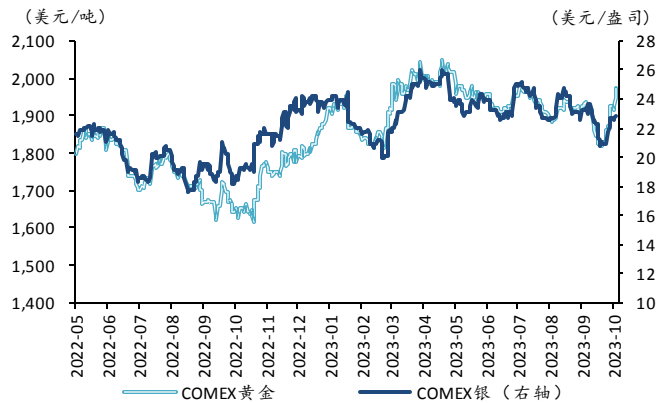
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 通胀预期升温



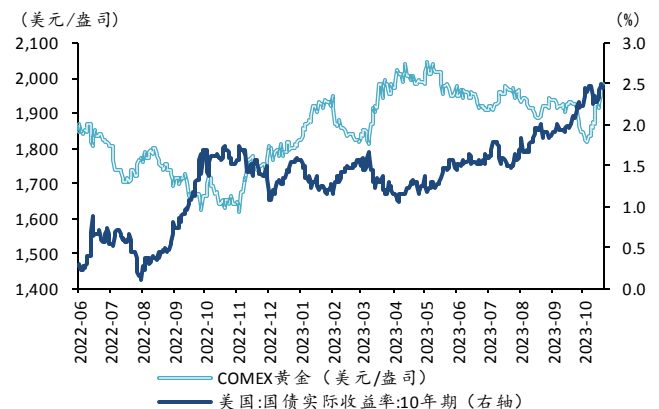
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 黄金、白银价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 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