

大类资产周报第 14 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

人民币升值，延续的“意义”？

11月以来，人民币汇率延续升值态势；上周，中间价、离岸价、在岸价一度“三价合一”。人民币汇率未来会否延续升值、汇率的走强对其他市场“意味”着什么？本文分析，仅供参考。

热点思考：人民币汇率，延续的“意义”？

一问：人民币汇率的新“变化”？从“被动”升值到“主动”升值

上周，人民币延续强势的升值态势，中间价、离岸价、在岸价一度“三价合一”。11月20日-21日，人民币汇率显著走强，在岸人民币分别升值0.5%、0.6%，由7.21走强至7.13。与此同时，中国外汇交易中心11月21日上午9时15分公布的人民币兑美元中间价调升至7.14，时隔4个月，人民币汇率再度实现中间价、离岸价、在岸价“三价合一”。人民币升值幅度高于美元指数贬值幅度，叠加交易量的持续回暖，更多积极“信号”正在显现。前期，人民币的升值更多依赖美元回落的推升。但11月17日以来，美元仅小幅贬值0.4%，而在岸人民币升值幅度达0.9%，人民币已由“被动”升值转向“主动”升值。同时，全周人民币即期询价交易量达1450亿美元，“结汇”的走强已有显现。

二问：支撑人民币继续走强的原因？结汇需求的释放，“稳汇率”政策的支撑

年初以来，在人民币贬值担忧下，大量结汇需求“积压”；近期贬值担忧缓和，年终季节性结汇需求的释放或对汇率有明显支撑。年初以来，我国贸易顺差达6840亿美元，但代客结售汇差额则为-312亿美元，潜在“结汇需求”高达7153亿美元，远高于历史同期、亦高于去年10月的5872亿美元。积压结汇需求年终的集中释放，或支撑人民币走强。

“稳汇率”政策态度的延续，对市场信心有一定支撑；衍生品市场，也释放了汇率继续走强的积极信号。中央金融工作会议提出“加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”稳汇率政策的连贯性对于市场信心有一定支撑。此外，衍生品市场上，远期汇率的走强、风险逆转因子的走低，也释放了人民币升值延续的信号。

三问：汇率走强对国内市场“意味”着什么？基本面改善下的持续升值，或成市场破局“关键”

中期来看，内外因素的共振，或将支撑人民币持续保持相对强势。内因来看，当下库存处于绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号已愈加明确，广义财政支出的“加速”，或将为经济进一步注入上行的“动能”。外因来看，美国经济延续走弱、降息预期逐步升温，美元“顶部”或已出现、趋势性回落或将对人民币汇率形成支撑。

基本面改善的逻辑、人民币升值的趋势性，与北上资金的行为会否“共振”，是未来国内市场破局“关键因素”之一。今年8月以来，北上资金累计外流1820亿元，对A股市场造成明显拖累。当下，A股市场缺乏增量资金支撑：10月底私募仓位仅58.7%；公募基金的发行也持续低迷。人民币汇率升值，与北上资金回流的潜在“共振”，值得持续关注。

周度回顾：全球主要股指走势分化，美元指数走势疲弱（2023/11/20-2023/11/24）

股票市场：发达国家股指走势分化。道琼斯工业指数、标普500和法国CAC40分别上涨1.3%、1.0%和0.8%，而创业板指下跌2.4%。

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3.0bp至4.5%，德国10Y国债收益率上行11.0bp至2.7%；法国和英国10Y国债收益率分别上行5.4bp和6.5bp。

外汇市场：美元指数下行，人民币兑美元、欧元均升值、兑英镑贬值。欧元和英镑兑美元分别升值0.2%、1.1%，日元和加元兑美元分别升值0.1%和0.6%。美元兑在岸人民币922bp至7.2，兑离岸人民币下行986bp至7.1。

商品市场：原油上涨、农产品下跌，贵金属、有色和黑色走势分化。俄罗斯取消夏季柴油燃料出口临时禁令，阿联酋能源部长宣称目前冲突不会对石油产生短期影响。

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：人民币升值，延续的“意义”？	4
一问：本周人民币汇率的新“变化”？从“被动”升值到“主动”升值	4
二问：支撑人民币继续走强的“动能”？ 结汇需求的释放，“稳汇率”政策的支撑	5
三问：汇率走强对国内市场“意味”着什么？基本面改善下的持续升值，或成破局“关键”	8
二、大类资产高频跟踪（2023/11/20-2023/11/24）	10
（一）权益市场追踪：全球资本市场走势分化	10
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上行	11
（三）外汇市场追踪：美元指数下行，人民币兑美元和欧元均升值，兑英镑贬值	12
（四）大宗商品市场追踪：原油上涨、农产品下跌，贵金属、有色和黑色走势分化	13
风险提示	15

图表目录

图表 1： 上周，人民币兑美元汇率延续升值	4
图表 2： 11 月 21 日，人民币汇率再度“三价合一”	4
图表 3： 美元指数走势与人民币较为趋同	4
图表 4： 11 月 21 日，20 年期美债的拍卖结果	4
图表 5： 美联储纪要公布后，美债利率快速下行	5
图表 6： 密歇根大学消费者调查数据弱于预期	5
图表 7： 11 月以来人民币、美元的升贬值情况	5
图表 8： 近期，美元兑人民币即期询价交易也在回暖	5
图表 9： 今年，贸易差额与结售汇差额差距不断拉大	6
图表 10： 贸易差额-结售汇差额显示“待结汇需求”较高	6
图表 11： 贸易差额-涉外收付款显示或有资金“漏出”	6
图表 12： 人民币汇率在 11 月、12 月多季节性走强	6
图表 13： 近期，逆周期因子或仍未完全退出	7
图表 14： 外汇存款准备金下调预期释放 164 亿美元资金	7
图表 15： 央行政策调控与人民币汇率走势	7
图表 16： 即远期汇率相关性走低时通常意味着拐点将至	8
图表 17： 近期，离岸人民币汇率远期贴水走低	8
图表 18： 期权隐含波动率跌破 5%后人民币多趋势性变盘	8
图表 19： 结合风险逆转因子可判别人民币升贬值方向	8
图表 20： 产成品库存已处低位，而实际利率仍居高位	8

图表 21: 10 月, 广义财政的收支增速均明显改善.....	8
图表 22: 能源价格的回落, 对美元指数也有拖累.....	9
图表 23: 加息暂停期, 美元指数多在后半程趋于回落.....	9
图表 24: 人民币贬值期, 北上资金多有外流.....	9
图表 25: 汇率贬值期, 权益市场多受到拖累.....	9
图表 26: 当前私募基金仓位处于较低的水平.....	10
图表 27: 2022 年以来, 公募偏股型基金发行持续低迷.....	10
图表 28: 当周, 发达国家股指走势分化.....	11
图表 29: 当周, 新兴市场股指多数上涨.....	11
图表 30: 当周, 美股行业全线上涨.....	11
图表 31: 当周, 欧元区行业全线上涨.....	11
图表 32: 当周, 恒生指数全线上涨.....	11
图表 33: 当周, 恒生行业走势分化.....	11
图表 34: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行.....	12
图表 35: 当周, 10Y 收益率美英德均上行.....	12
图表 36: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上行.....	12
图表 37: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均上行.....	12
图表 38: 当周, 美元指数下跌.....	12
图表 39: 当周, 英镑、欧元兑美元均升值.....	12
图表 40: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌.....	13
图表 41: 土耳其里拉和韩元兑美元均下跌.....	13
图表 42: 当周, 人民币兑美元欧元均升值, 兑英镑贬值.....	13
图表 43: 当周, 人民币兑美元升值.....	13
图表 44: 当周, 商品价格走势多数下跌.....	14
图表 45: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	14
图表 46: 当周, 焦煤价格上涨.....	14
图表 47: 当周, 铜铝价格均上涨.....	15
图表 48: 当周, 通胀预期降温.....	15
图表 49: 当周, 黄金、白银价格分化.....	15
图表 50: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	15

11月以来，人民币汇率延续升值态势；上周，中间价、离岸价、在岸价一度“三价合一”。人民币汇率未来是否会延续升值、汇率走强对其他市场“意味”着什么？本文分析，供参考。

一、热点思考：人民币升值，延续的“意义”？

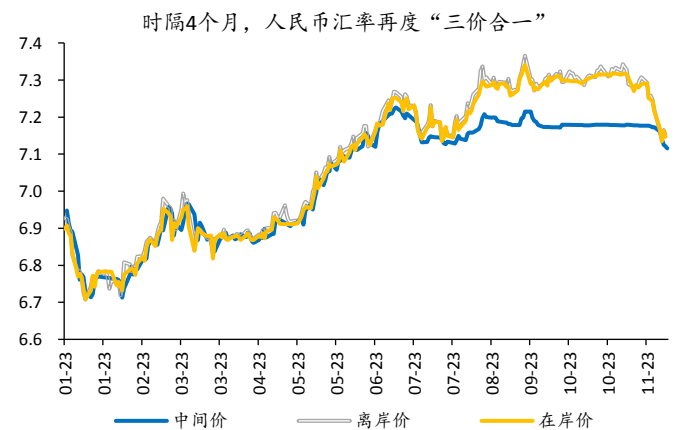
一问：本周人民币汇率的新“变化”？从“被动”升值到“主动”升值

上周，人民币延续强势的升值态势，中间价、离岸价、在岸价一度“三价合一”。11月20日、11月21日两个交易日，人民币兑美元汇率显著走强，在岸人民币汇率分别升值0.5%、0.6%，由7.21走强至7.13；离岸人民币汇率分别升值0.3%、0.7%，由7.22走强至7.14。与此同时，中国外汇交易中心11月21日上午9时15分公布的人民币兑美元中间价调升至7.14，时隔4个月，人民币汇率再度实现中间价、离岸价、在岸价“三价合一”。

图表1：上周，人民币兑美元汇率延续升值



图表2：11月21日，人民币汇率再度“三价合一”

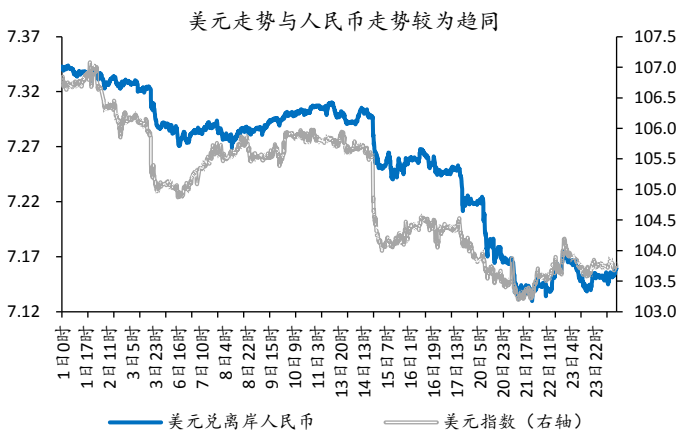


来源：Wind，国金证券研究所

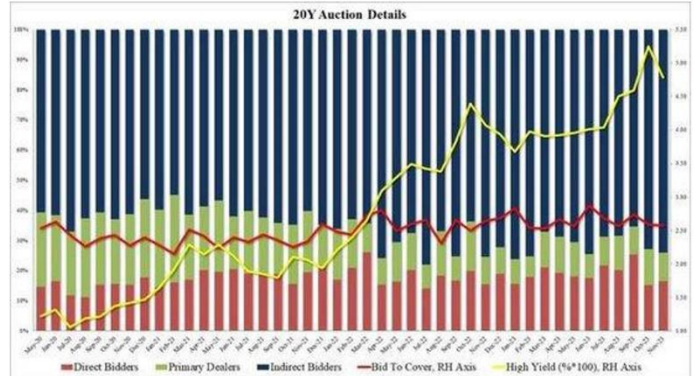
来源：Wind，国金证券研究所

从节奏来看，人民币汇率仍与美元指数走势较为趋同。11月20日以来，人民币汇率“W”型震荡走升，两波升值行情的直接触发因素仍是美元走弱。上周美元的弱势主要受三方因素影响：第一，11月21日的20年期美债拍卖好于预期，中标利率4.78%较10月大幅回落，包括海外央行等在内的间接购买比率达74.0%、需求明显回暖。第二，11月22日公布的美联储议息会议纪要相对偏鸽，“继续加息”或已不再是基准情形。第三，11月23日密歇根消费者调查数据走弱，信心指数、预期指数分别回落至61.3、56.8。

图表3：美元指数走势与人民币较为趋同



图表4：11月21日，20年期美债的拍卖结果



来源：Bloomberg，国金证券研究所

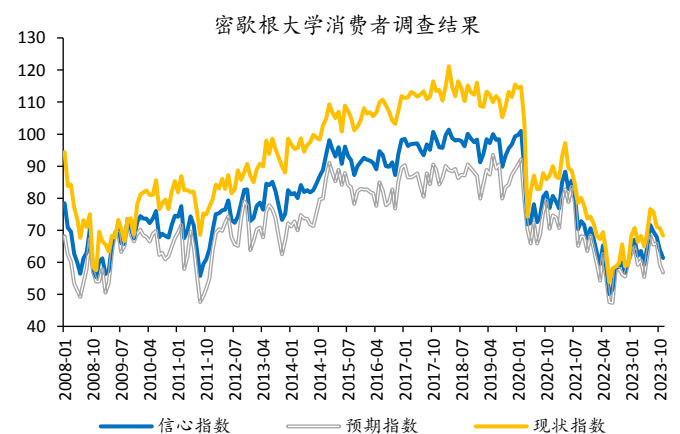
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 美联储纪要公布后, 美债利率快速下行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

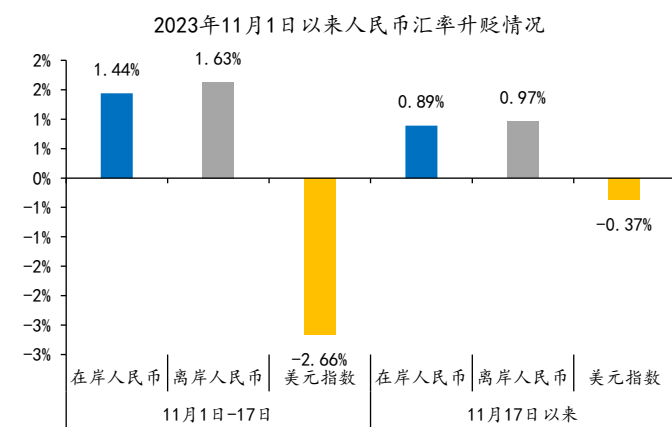
图表6: 密歇根大学消费者调查数据弱于预期



来源: Wind, 国金证券研究所

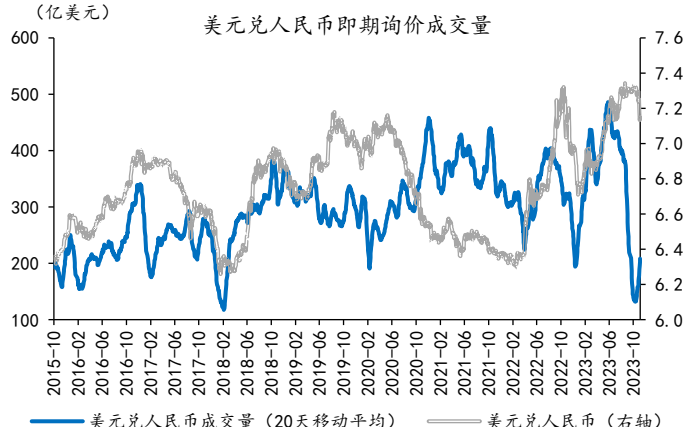
从幅度来看, 人民币升值高于美元指数贬值幅度, 叠加交易量的持续回暖, 更多的积极“信号”正在显现。11月1日-11月17日, 在岸人民币升值1.4%, 同期美元指数走贬2.7%, 人民币汇率的升值更多依赖美元的被动推升。但这一现象已现变化, 11月17日以来, 美元小幅贬值0.4%, 而在岸人民币升值幅度达0.9%, 人民币已由“被动”升值转向“主动”升值。同时, 全周人民币即期询价交易量达1450亿美元, 结汇的走强已有显现。

图表7: 11月以来人民币、美元的升贬值情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 近期, 美元兑人民币即期询价交易也在回暖

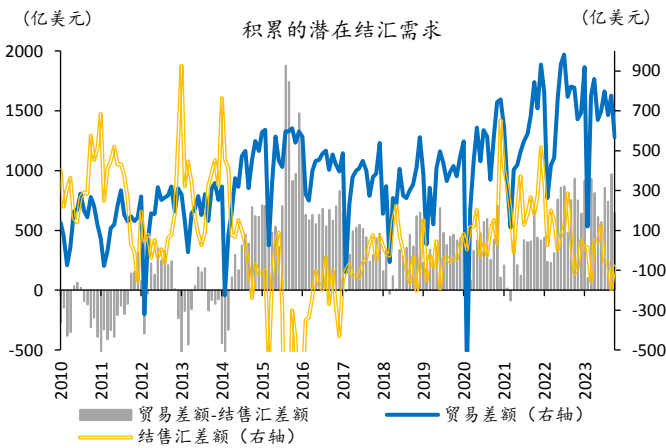


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 支撑人民币继续走强的“动能”? 结汇需求的释放, “稳汇率”政策的支撑

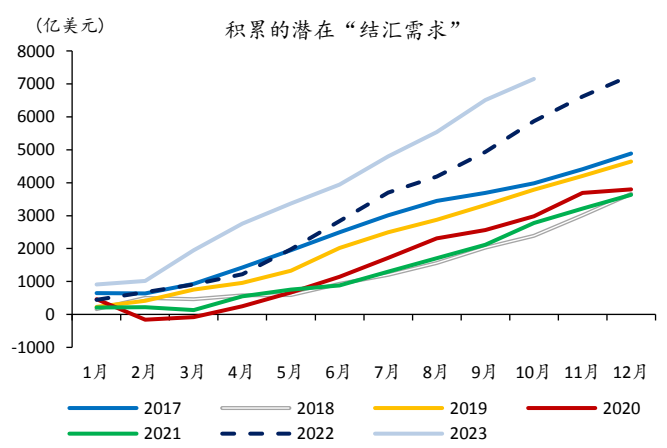
年初以来, 在人民币贬值的担忧下, 大量结汇需求“积压”; 近期贬值担忧的缓和、叠加年终结汇的季节性, 结汇需求的释放或对汇率有明显支撑。年初以来, 我国进出口贸易顺差高达6840亿美元, 但银行代客结售汇差额则为-312亿美元, 积累的潜在“结汇需求”高达7153亿美元, 远高于历史同期、亦高于去年10月的5872亿美元。这其中既有“出口少收汇”等“漏出”的3291亿美元, 也有“藏汇于民”的3962亿美元。10月, 出口收汇率由0.86提升至0.93, 银行代客结售汇逆差也由194亿美元收窄至81亿美元。企业、居民的结售汇意愿已有改善。积压的“结汇需求”年终的集中释放, 或对汇率有明显支撑。

图表9: 今年, 贸易差额与结售汇差额差距不断拉大



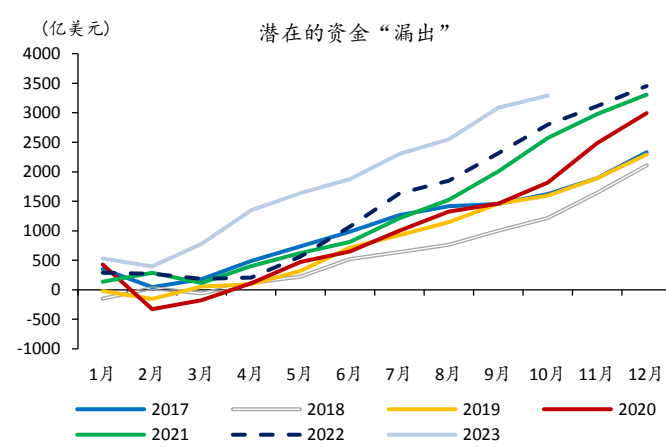
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 贸易差额-结售汇差额显示“待结汇需求”较高



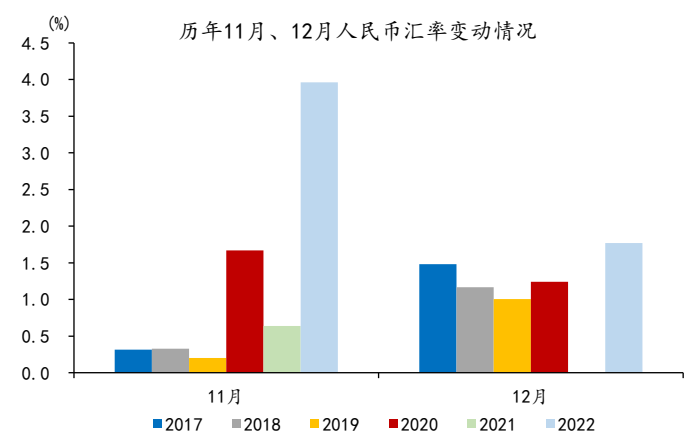
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 贸易差额-涉外收付款显示或有资金“漏出”



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 人民币汇率在11月、12月多季节性走强



来源: Wind, 国金证券研究所

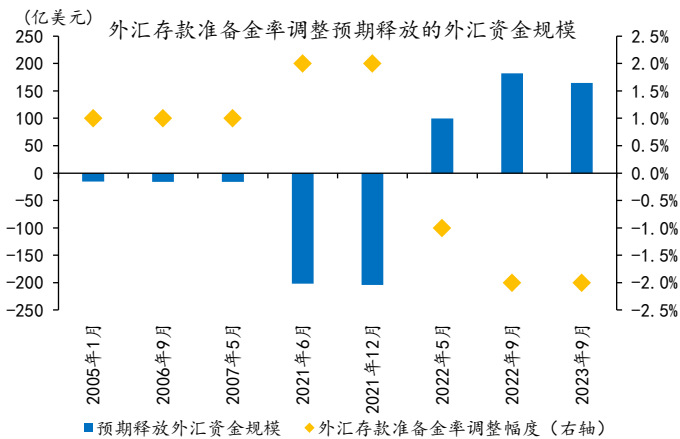
“稳汇率”政策态度的延续, 对市场信心也有一定支撑。11月24日, 中国外汇交易中心公布的人民币兑美元中间价为7.1151, 强于前日7.1470的在岸价与7.1524的离岸价, “逆周期因子”在“三价合一”后或仍延续使用, 显现了“稳汇率”政策的连贯性与稳健性。当下, 前期推出的外汇存款准备金率下调、跨境融资宏观审慎调节参数上调、离岸央票发行等政策仍在发挥作用; 中央金融工作会议也提出, “加强外汇市场管理, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”历史回溯来看, 央行“稳汇率”政策往往在人民币汇率持续升值后才会陆续退出, 政策的连贯性对于市场信心有一定支撑。

图表13: 近期, 逆周期因子或仍未完全退出



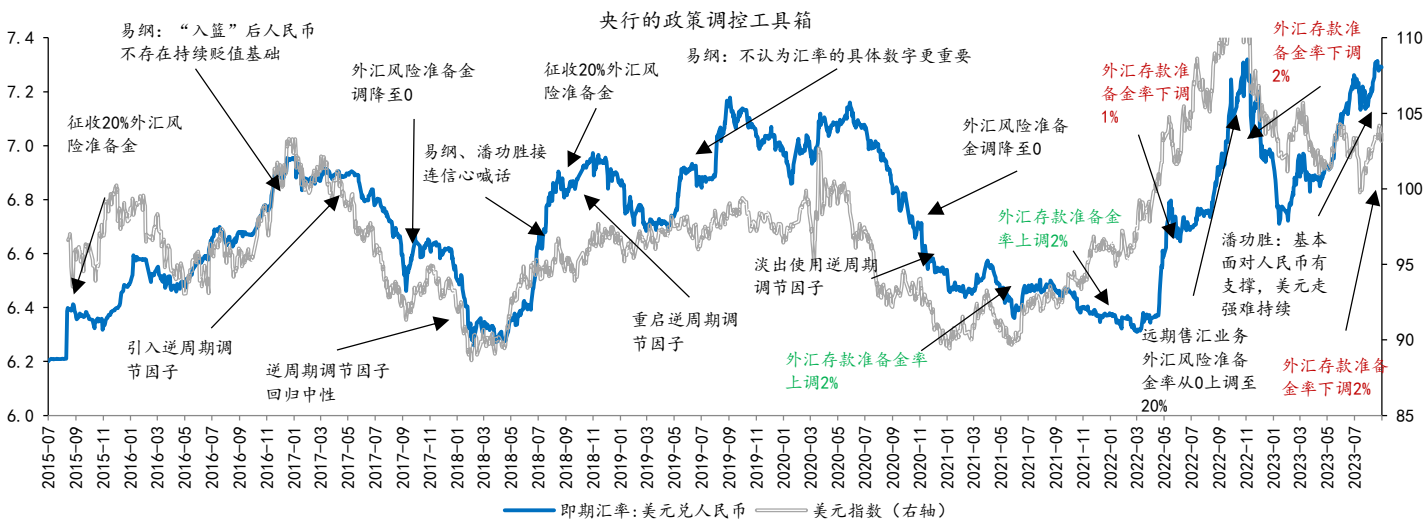
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 外汇存款准备金率下调预期释放164亿美元资金



来源: Wind, 国金证券研究所

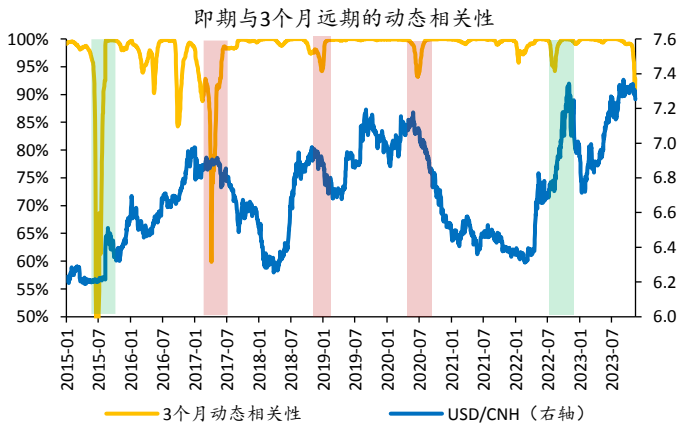
图表15: 央行政策调控与人民币汇率走势



来源: Wind, 中国人民银行, 国金证券研究所

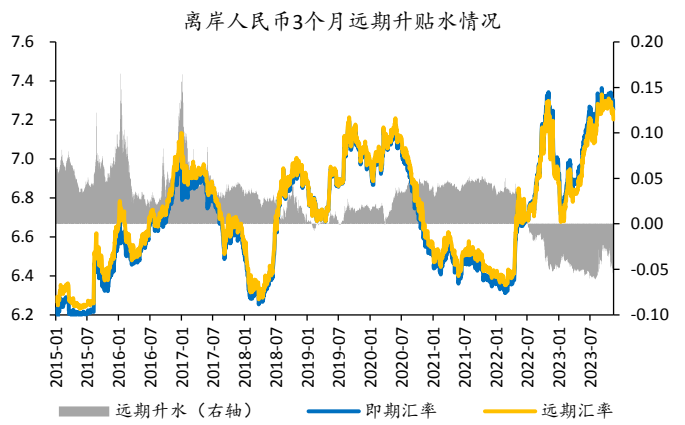
此外, 交易层面, 远期汇率的走强、风险逆转因子的走低, 也释放了人民币延续升值的信号。第一, 远期市场上, 即远期动态相关性的大幅走低、往往意味着“变盘”的开始; 2017年4月、2018年12月、2020年6月, 远期市场信号释放后, 人民币兑美元均持续走强, 分别升值9.6%、4.0%、10.1%。9月以来, 在人民币即期汇率仍在7.3关口波动时、远期汇率已提前“转向”。第二, 期权市场上, 隐含波动率走低多指示汇率拐点临近, 2017年以来的4次隐含波动率跌破5%, 人民币在后三个月分别升值1.7%、4.6%、4.5%和1.3%; 近期, 隐含波动率于10月13日跌破5%, 风险逆转因子也快速走低。

图表16: 即远期汇率相关性走低时通常意味着拐点将至



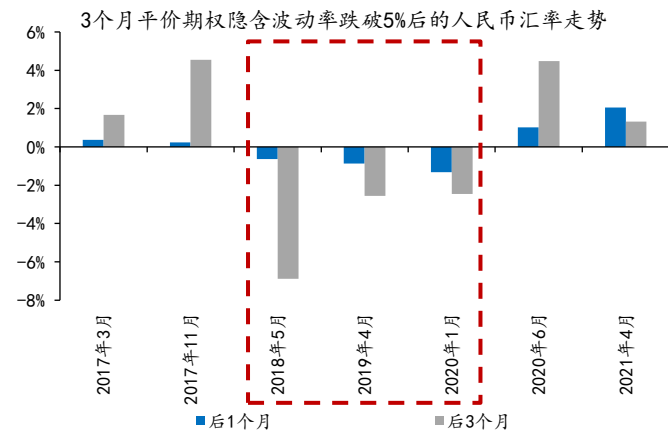
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 近期, 离岸人民币汇率远期贴水走低



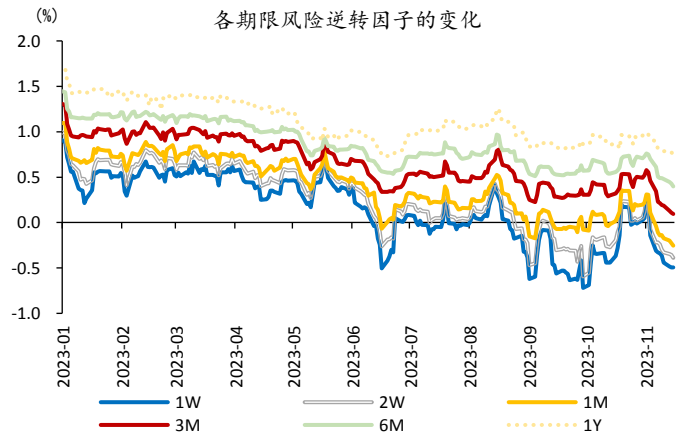
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 期权隐含波动率跌破5%后人民币多趋势性变盘



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 结合风险逆转因子可判别人民币升贬值方向

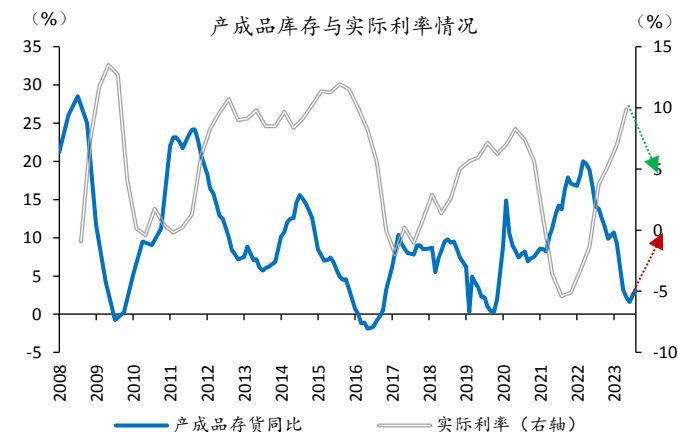


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问: 汇率走强对国内市场“意味”着什么? 基本面改善下的持续升值, 或成破局“关键”

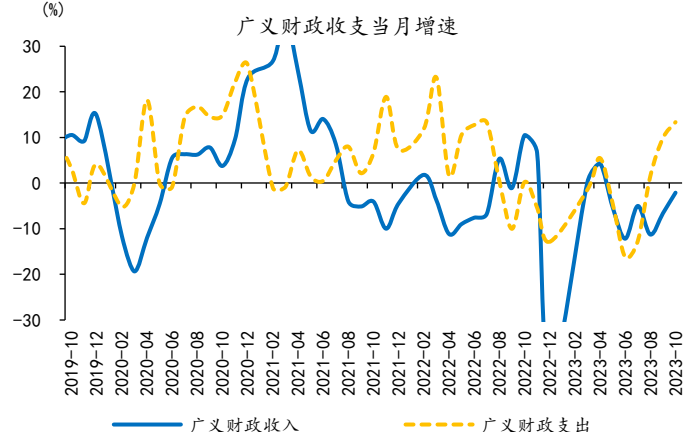
中期来看, 内外因素的共振, 或将支撑人民币持续保持相对强势。内因来看, 国内经济企稳向好的信号已愈发明确。当下库存处于绝对低位, 叠加实际利率下行, 经济企稳向上信号已愈加明确; 11月1日以来, 花旗中国经济意外指数已由7.6上行至18.0。而10月底“万亿国债”增发、10月广义财政支出“加速”, 或将为经济进一步注入上行的“动能”。

图表20: 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21: 10月, 广义财政的收支增速均明显改善

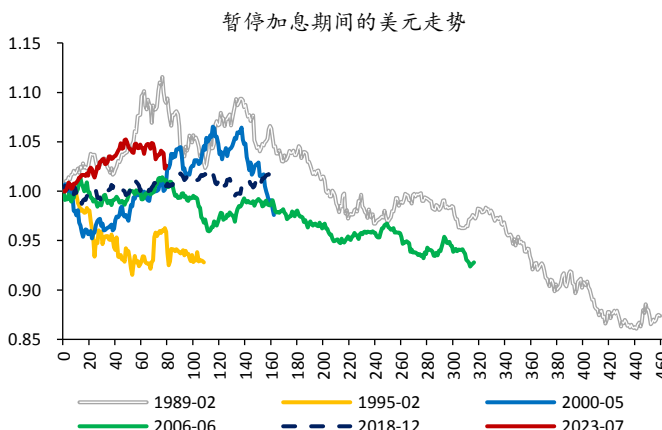


来源: Wind, 国金证券研究所

外因来看，美元“顶部”或已出现，趋势性回落或将对人民币汇率形成支撑。第一，美国经济延续走弱，10月美国制造业PMI由49.0回落至46.7；就业市场也现松动，新增非农就业人数仅15万人、失业率也走高至3.9%。第二，供求关系缓和之下的油价回落，也将改变分化的能源依赖度下美强欧弱的格局，对美元指数相对利空。第三，历史回溯来看，从加息到降息的“暂停期”，美元指数多在后半程走弱。

图表22: 能源价格的回落, 对美元指数也有拖累

图表23: 加息暂停期, 美元指数多在后半程趋于回落



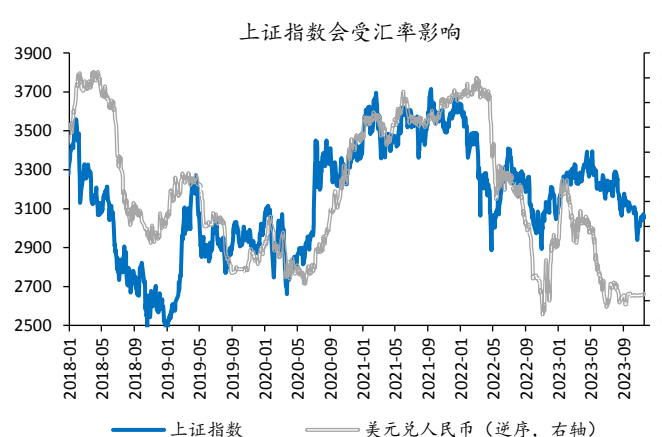
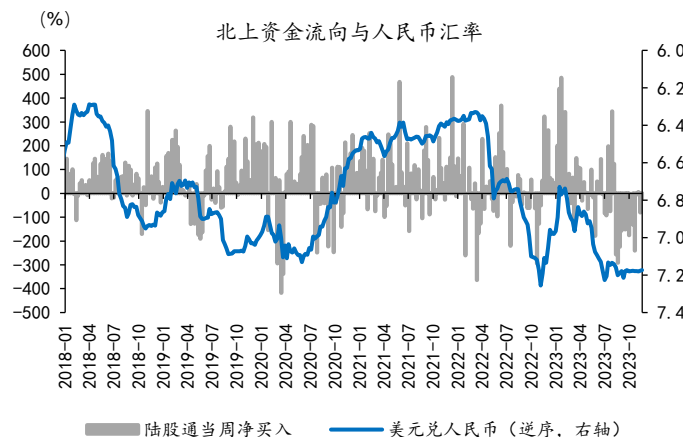
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

基本面改善的逻辑、人民币升值的趋势性，与北上资金的行为会否“共振”，是未来国内市场破局“关键因素”之一。北上资金流向往往会受到人民币升值预期的影响，在2018年四季度、2019年中、2022年三季度、2023年8月以来等人民币贬值压力较大的时间段，北上资金均出现较大幅度外流，其中今年8月以来，北上资金累计外流1820亿元，对A股市场造成了明显的拖累。当下，A股市场相对缺乏增量资金的支撑：根据华润信托统计，私募仓位仅58.7%，处2018年以来14.7%的低分位；公募基金的发行也持续处于低位。人民币汇率升值，与北上资金回流的共振，或成后续市场“破局”的焦点之一。

图表24: 人民币贬值期, 北上资金多有外流

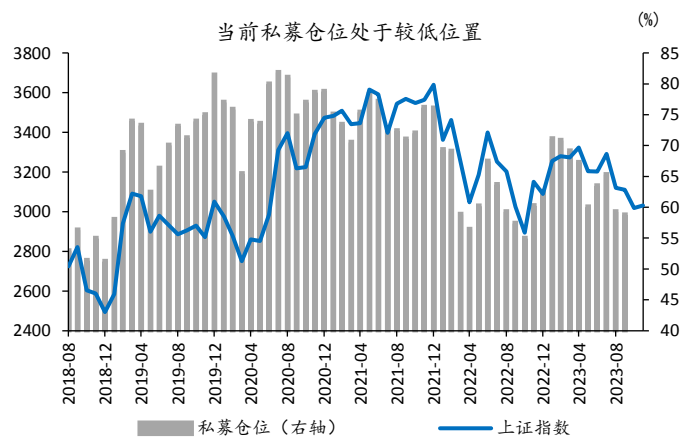
图表25: 汇率贬值期, 权益市场多受到拖累



来源: Wind, 国金证券研究所

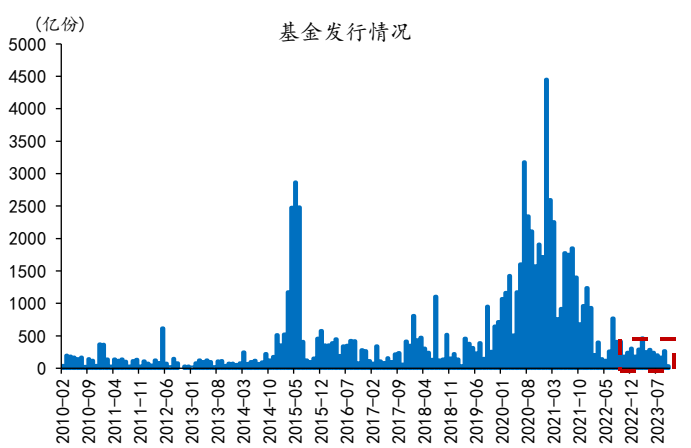
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 当前私募基金仓位处于较低的水平



来源: 华润信托, 国金证券研究所

图表27: 2022年以来, 公募偏股型基金发行持续低迷



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

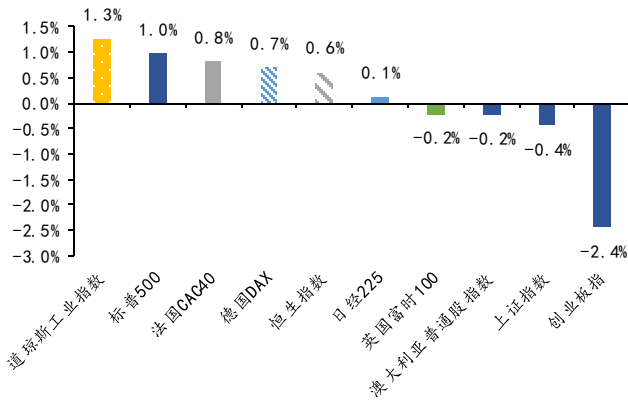
- 1) 上周, 人民币延续强势的升值态势, 中间价、离岸价、在岸价一度“三价合一”。人民币升值幅度高于美元指数贬值幅度, 叠加交易量的持续回暖, 更多积极“信号”正在显现。前期, 人民币的升值更多依赖美元回落的推升。但11月17日以来, 美元仅小幅贬值0.4%, 而在岸、离岸人民币升值幅度分别达0.9%、1.0%, 人民币已由“被动”升值转向“主动”升值。同时, 全周人民币即期询价交易量达1450亿美元, “结汇”的走强已有显现。
- 2) 结汇需求的释放, “稳汇率”政策等, 将支撑人民币汇率进一步走强。第一, 年初以来, 在人民币贬值担忧下, 大量结汇需求“积压”; 近期贬值担忧缓和, 年终季节性结汇需求的释放或对汇率有明显支撑。年初以来, 我国贸易顺差达6840亿美元, 但代客结售汇差额则为-312亿美元, 潜在“结汇需求”高达7153亿美元。中央金融工作会议提出“加强外汇市场管理, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”稳汇率政策的连贯性对于市场信心也有一定支撑。第三, 此外, 远期汇率的走强、风险逆转因子的走低, 同样也释放了人民币汇率升值延续的信号。
- 3) 基本面改善下的人民币持续升值, 或成国内市场破局的“关键”。内因来看, 当下库存处于绝对低位, 叠加实际利率下行, 经济企稳向上信号已愈加明确, 广义财政支出的“加速”, 或将为经济进一步注入上行的“动能”。外因来看, 美国经济延续走弱、降息预期逐步升温, 美元“顶部”或已出现、趋势性回落或将对人民币汇率形成支撑。基本面改善的逻辑、人民币升值的趋势性, 与北上资金的行为会否“共振”, 是未来国内市场破局“关键因素”之一。

二、大类资产高频跟踪 (2023/11/20-2023/11/24)

(一) 权益市场追踪: 全球资本市场走势分化

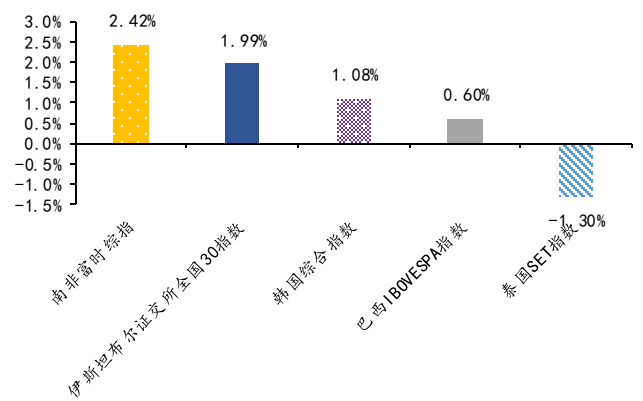
发达国家股指走势分化, 新兴市场股指多数上涨。道琼斯工业指数、标普500和法国CAC40分别上涨1.3%、1.0%和0.8%, 而创业板指下跌2.4%。南非富时综指、伊斯坦布尔证交所全国30指数、韩国综合指数和巴西IBOVESPA指数分别上涨2.4%、2.0%、1.1%和0.6%, 仅泰国SET指数下跌1.3%。

图表28: 当周, 发达国家股指走势分化



来源: Wind, 国金证券研究所

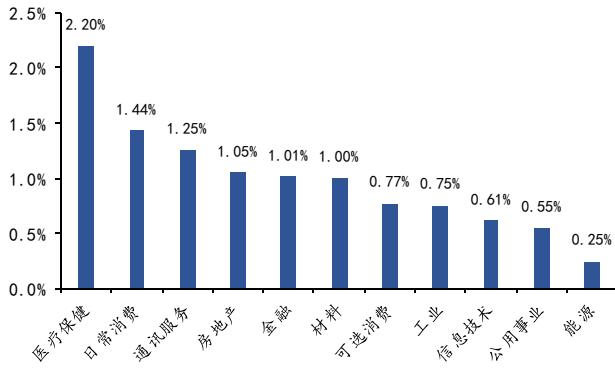
图表29: 当周, 新兴市场股指多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

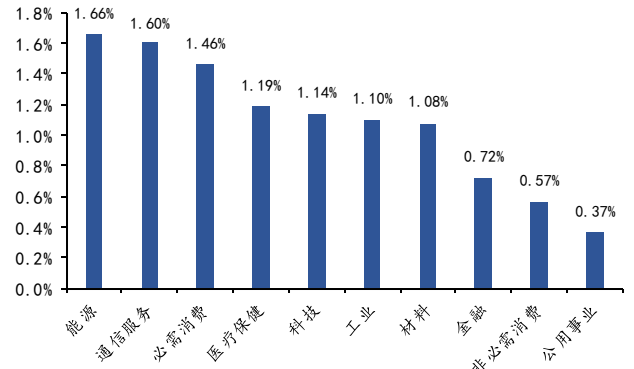
从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业全线上涨。其中医疗保健、日常消费、通讯服务和房地产领涨, 分别上涨 2.2%、1.4%、1.3%和 1.1%。从欧元区行业板块来看, 本周行业全线上涨。其中能源、通信服务和必需消费领涨, 分别上涨 1.7%、1.6%和 1.5%。

图表30: 当周, 美股行业全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

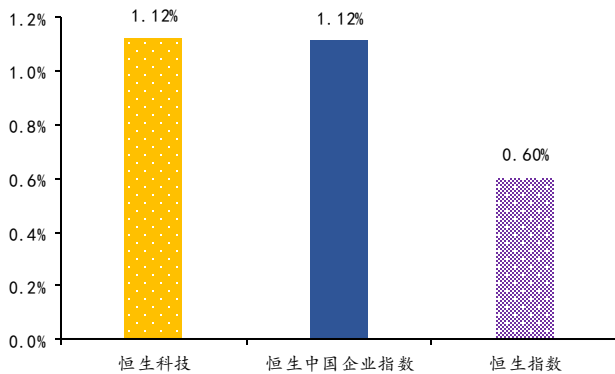
图表31: 当周, 欧元区行业全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

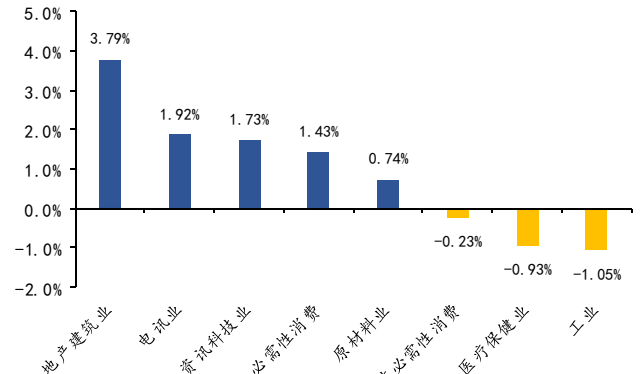
香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨 1.1%、1.1%和 0.6%。行业方面, 恒生行业走势分化, 其中地产建筑业、电讯业和资讯科技业分别上涨 3.8%、1.9%和 1.7%, 工业、医疗保健液和非必需性消费分别下跌 1.1%、0.9%和 0.2%。

图表32: 当周, 恒生指数全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 当周, 恒生行业走势分化



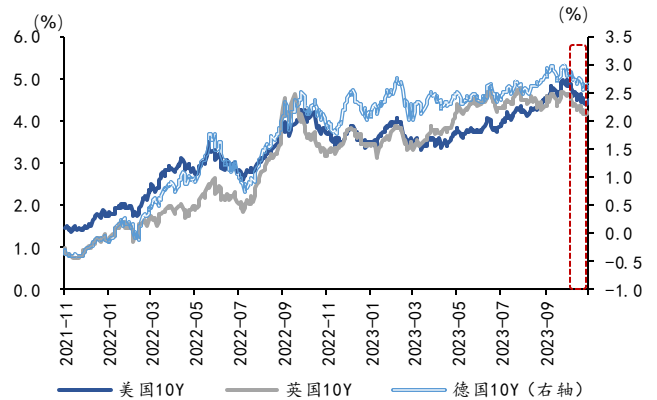
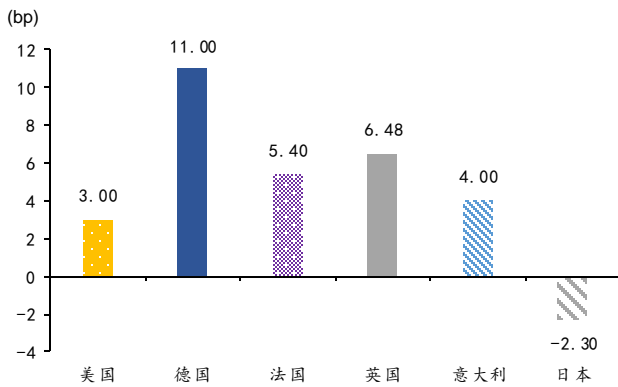
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数上行

发达国家 10 年期国债收益率多数上行。美国 10Y 国债收益率上行 3.0bp 至 4.5%, 德国 10Y 国债收益率上行 11.0bp 至 2.7%; 法国和英国 10Y 国债收益率分别上行 5.4bp 和 6.5bp。

图表34: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行

图表35: 当周, 10Y 收益率美英德均上行



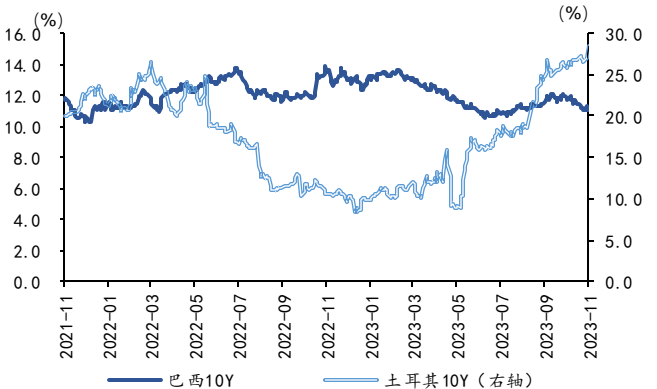
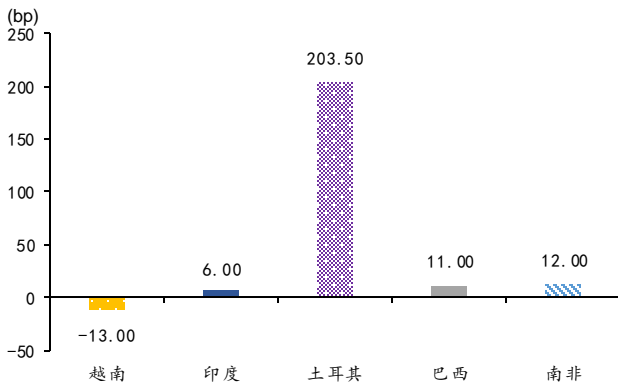
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数上行, 土耳其、南非、巴西和印度 10Y 国债收益率分别上行 203.5bp、12.0bp、11.0bp、6.0bp, 仅越南 10Y 国债收益率下行 13.0bp 至 2.6%。

图表36: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上行

图表37: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均上行



来源: Wind, 国金证券研究所

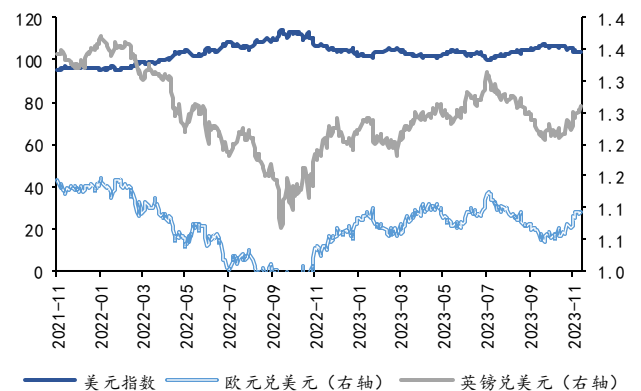
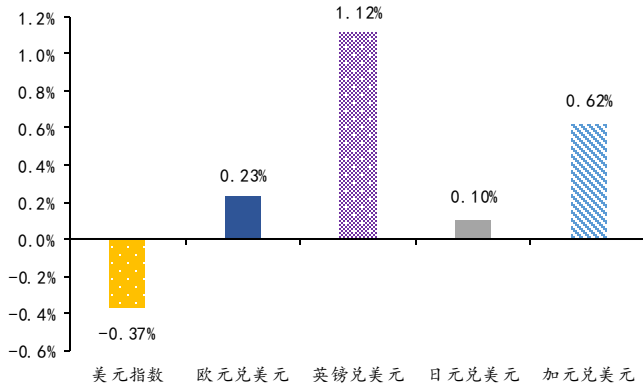
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数下行, 人民币兑美元和欧元均升值, 兑英镑贬值

美元指数下行, 本周下跌 0.4% 至 103.4。欧元和英镑兑美元分别升值 0.2%、1.1%, 日元和加元兑美元分别升值 0.1% 和 0.6%。主要新兴市场兑美元汇率多数下跌, 印尼卢比、菲律宾比索、韩元和土耳其里拉兑美元分别贬值 0.8%、0.7%、0.9% 和 0.6%, 仅雷亚尔兑美元升值 0.1%。

图表38: 当周, 美元指数下跌

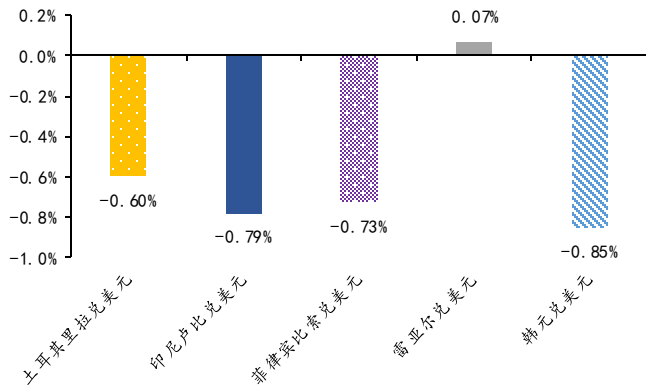
图表39: 当周, 英镑、欧元兑美元均升值



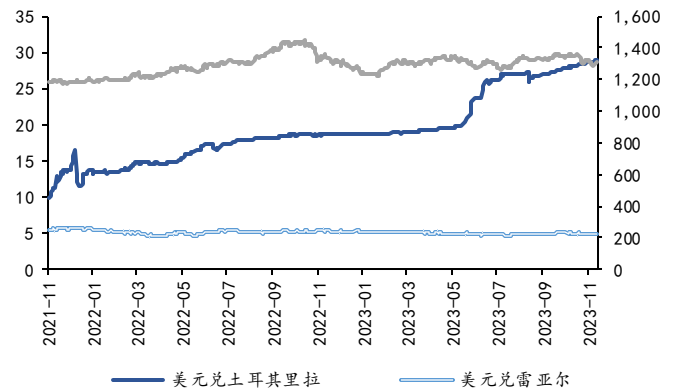
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌



图表41: 土耳其里拉和韩元兑美元均下跌

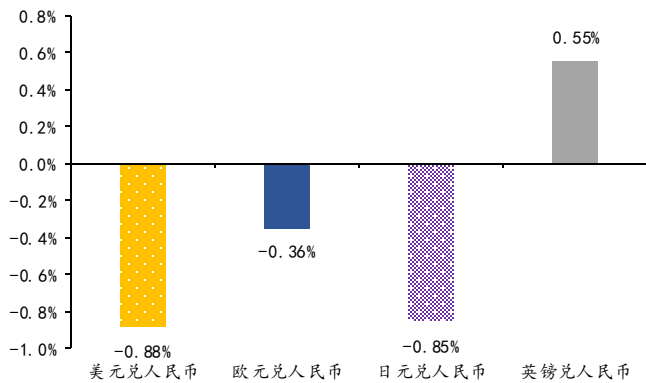


来源: Wind, 国金证券研究所

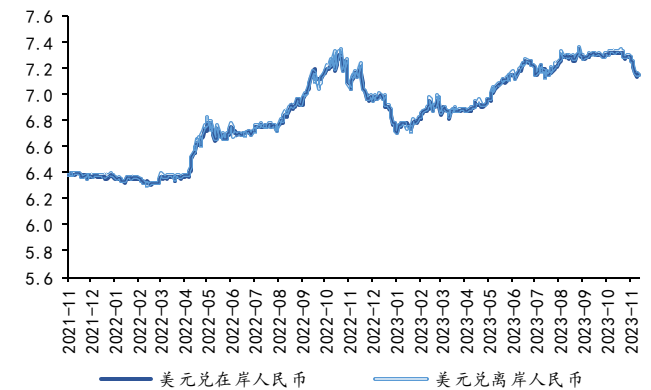
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元和欧元分别升值 0.9% 和 0.4%，兑英镑贬值 0.6%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 922bp 至 7.2，美元兑离岸人民币汇率下行 986bp 至 7.1。

图表42: 当周, 人民币兑美元欧元均升值, 兑英镑贬值



图表43: 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: 原油上涨、农产品下跌, 贵金属、有色和黑色走势分化

原油上涨、农产品下跌, 贵金属、有色和黑色走势分化。其中 LME 铜、铁矿石和布伦特原油领涨, 分别上涨 2.0%、1.8% 和 1.0%; LME 镍、棉花和沥青领跌, 分别下跌 3.1%、2.3% 和 2.0%。

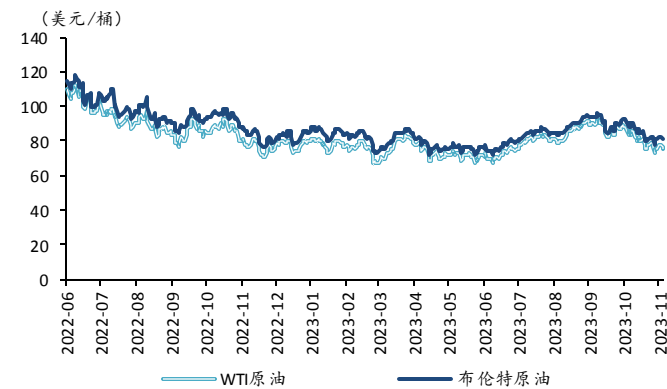
图表44: 当周, 商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-11-24	2023-11-17	2023-11-10	2023-11-03	2023-10-27
原油	WTI 原油	0.67%	-1.66%	-4.15%	-5.88%	-2.88%
	布伦特原油	1.00%	-1.01%	-4.08%	-6.18%	-1.82%
贵金属	COMEX 黄金	0.57%	2.32%	-2.69%	0.43%	-0.09%
	COMEX 银	-0.21%	7.06%	-1.74%	-1.01%	-3.13%
有色	LME 铜	2.03%	1.94%	-0.92%	1.51%	1.25%
	LME 铝	0.77%	-0.72%	-0.98%	2.28%	0.64%
	LME 镍	-3.09%	-2.44%	-3.19%	-1.15%	-1.65%
	LME 锌	-1.52%	-1.00%	3.44%	1.87%	1.55%
黑色	玻璃	0.00%	-4.68%	0.06%	2.89%	-3.61%
	焦煤	0.15%	-3.56%	0.00%	11.29%	-1.89%
	沥青	-2.03%	-1.24%	-5.44%	0.63%	0.47%
	铁矿石	1.77%	2.92%	0.05%	0.21%	2.96%
	螺纹钢	-0.05%	3.51%	0.08%	3.05%	2.62%
农产品	生猪	0.00%	-1.24%	-0.88%	1.13%	-6.95%
	棉花	-2.30%	0.67%	-1.39%	-1.56%	-0.62%
	豆粕	-1.86%	-6.87%	5.37%	0.96%	-1.07%
	豆油	-1.24%	-0.05%	1.33%	1.95%	-0.66%

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 0.7% 至 75.5 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 1.0% 至 80.6 元/桶。焦煤上涨 0.2% 至 1974 元/吨; 螺纹钢价格下跌 0.1% 至 3955 元/吨, 铁矿石上涨 1.8% 至 1020 元/吨, 沥青下跌 2.0% 至 3570 元/吨。

图表45: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

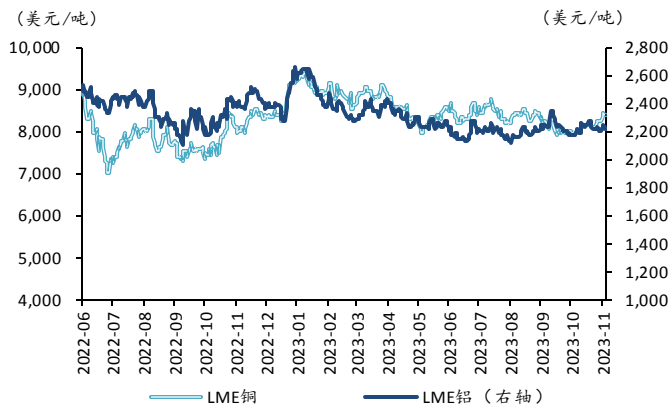
图表46: 当周, 焦煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

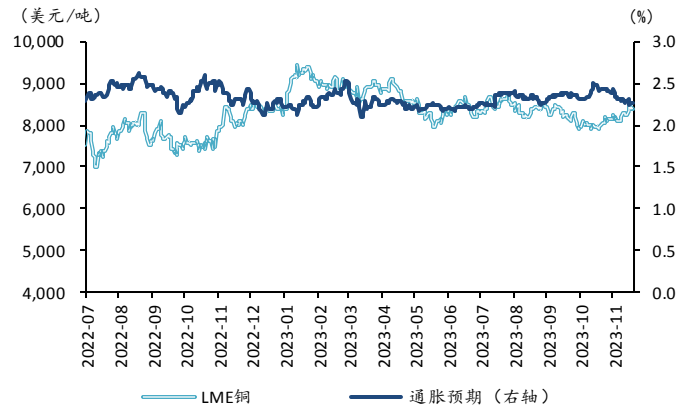
铜铝价格走势分化, 贵金属价格上涨。LME 铜上涨 2.0% 至 8401 美元/吨, LME 铝上涨 0.77% 至 2216 美元/吨。通胀预期从前值的 2.28% 下降至 2.26%。COMEX 黄金上涨 0.6% 至 2001.0 美元/盎司, COMEX 银下跌 0.2% 至 24.3 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 2.16% 升至 2.2%。

图表47: 当周, 铜铝价格均上涨



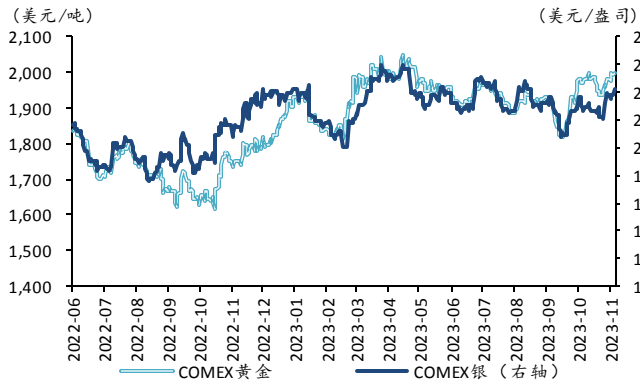
来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 当周, 通胀预期降温



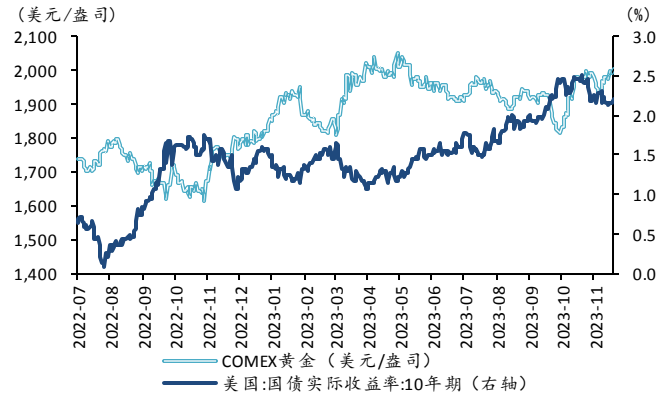
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 当周, 黄金、白银价格分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 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