

大类资产周报第 15 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

金价大涨，定价因子“失灵”了吗？

10月以来，黄金价格大涨，一度创下了历史新高，与其定价模型的“理论中枢”偏离度也达到了历史极值。定价模型为何失效，是“新变量”的冲击还是“老因子”的失灵，后续又将如何演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：金价大涨，定价因子“失灵”了吗？

一问：近期黄金价格的“异军突起”？一度创下历史新高、与理论中枢大幅偏离

近期黄金价格大涨，一度创下了历史新高，与其定价模型的“理论中枢”偏离度也达到了历史极值。10月6日以来，金价快速飙升，截至12月8日，COMEX金价大涨10.3%至2008美元/盎司、并一度在12月1日创下了2152美元/盎司的历史新高。当下，金价远高于我们前期提出的五因子定价模型理论中枢，偏离度达267美元/盎司、创历史新高。避险情绪升温、实际利率回落是近期金价回落的推动；但模型“解释外”因素也发挥了重要作用。一方面，11月以来，10Y美债实际利率由10月31日的2.46%大幅回落至12月8日的2.02%；另一方面，巴以冲突升级，地缘政治风险指数由9月末的99飙升至11月末的173，避险情绪明显升温。但剔除模型内因素后，仍有7成的涨幅有待“解释”。

二问：“新变量”冲击还是“老因子”失灵？降息预期或有“透支”、投资需求较为“滞后”

传统框架中的“实际利率”通常以TIPS为代理变量；但黄金交易中隐含的“实际利率”，或较TIPS更“鸽”，导致了“老因子”的失灵。事实上，黄金交易并不严格遵循TIPS的定价，TIPS成交量仅占美债总成交量的3.4%、较低流动性也使其更可能出现偏误。当下黄金隐含了未来一年内7.5次的降息预期，或较美债的隐含的2.6次更“鸽”。

央行与私人的购金行为滞后公布，或是近期背离的另一解释；这类行为或出于对主权货币的“担忧”。世界黄金协会跟踪的央行、私人投资均为季频，四季度暂未公布的“老因子”变动或是上涨的又一原因。这类行为导致金价与实际利率镜像中枢两阶段抬升，分别对应于比特币2020年、2022年8月以来的大涨，或同样出于对主权货币信任的下滑。

三问：新高之后，金价将“何去何从”？短期或向中枢回归，把握“蓄力”上行机遇

短期来看，当下金价隐含的“降息预期”或过度透支；居民投资行为易在事件性冲击后往复，或也使金价短期承压。一方面，经济的韧性、薪资通胀的粘性，或导致美联储较晚降息、当前降息预期或有“透支”。另一方面，巴以冲突、穆迪下调美债展望等，或使私人投资阶段性“超买”；黄金非商业多头头寸也达91%的历史分位，短期或有往复。

中长期来看，美债利率易降难升、经济衰退的担忧、央行购金的持续等，仍是对金价的有利支撑。第一，历史回溯来看，最后一次加息到首次降息期间，美债利率的下行或是大势所趋。第二，经济下行阶段，黄金多有较好市场表现。第三，当下，中国、日本、印度等经济体量较大的国家，黄金占外储比例偏低，地缘风险等担忧下、或仍将持续购金。

周度回顾：全球主要股指走势分化，美元指数回升（2023/12/4-2023/12/8）

股票市场：发达国家股指走势分化。法国CAC40、澳大利亚普通股指数和纳斯达克指数分别上涨2.5%、1.7%和0.7%，而在退出“负利率”政策的担忧下，日经225指数大跌3.4%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率走势分化。美国10Y国债收益率上行1bp至4.23%，德国10Y国债收益率下行20.0bp至2.26%；法英两国10Y国债收益率分别下行10.2bp和18.1bp。

外汇市场：美元指数上行，人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均升值。欧元、英镑和加元兑美元分别贬值1.1%、1.3%和0.7%，仅日元兑美元升值1.3%。美元兑在岸人民币上行295bp至7.17，兑离岸人民币上行614bp至7.19。

商品市场：原油、贵金属、有色全线下跌、黑色、农产品走势分化。WTI原油、布伦特原油和COMEX黄金领跌，分别下跌6.4%、6.1%和2.0%。OPEC减产不及预期，或是油价下跌的主要原因。

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：金价大涨，定价因子“失灵”了吗？	4
一问：近期黄金价格的“异军突起”？一度创下历史新高、与理论中枢大幅偏离	4
二问：“新变量”冲击还是“老因子”失灵？降息预期或有“透支”、投资需求较为“滞后”	6
三问：新高之后，金价将“何去何从”？短期或向中枢回归，把握“蓄力”上行机遇	8
二、大类资产高频跟踪（2023/12/4-2023/12/8）	11
（一）权益市场追踪：全球资本市场走势分化	11
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化	12
（三）外汇市场追踪：美元指数上行，人民币兑美元贬值，兑欧元和英镑均升值	13
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属、有色全线下跌、黑色、农产品走势分化	14
风险提示	16

图表目录

图表 1： 现货、期货黄金一度均创下了历史新高	4
图表 2： 通胀调整后的黄金价格距离前高仍有距离	4
图表 3： 金价与五因子模型定价中枢出现大幅偏离	4
图表 4： 央行购金在五因子模型中有较强的解释力	4
图表 5： 2023 年以来，金价与全球 ETF 持仓也开始背离	5
图表 6： 近期，金价与实际利率的偏离度也达历史新高	5
图表 7： 四季度金价涨幅的各影响因素拆解	5
图表 8： 11 月以来，10Y 美债实际利率大幅回落 44bp	5
图表 9： 10 月以来，地缘政治风险快速飙升	6
图表 10： 五因子及“其他”因素对金价季度涨幅的解释	6
图表 11： 金价变动仍与 10Y 美债实际利率显著负相关	6
图表 12： 金价在各个时间段中的波动幅度	6
图表 13： 联邦利率期货市场显示的未来一年内降息幅度	7
图表 14： 1 年期、10 年期美债隐含未来降息约 2.6 次	7
图表 15： 美股市场隐含的降息预期约 7.9 次	7
图表 16： 跨市场比较来看，股市、黄金定价“偏鸽”	7
图表 17： 近期，比特币价格大幅上涨	8
图表 18： 美联储扩表、美债超发或引发了市场的担忧	8
图表 19： 金价与实际利率镜像关系的中枢明显抬升	8
图表 20： 美债变动 100bp 时，金价涨跌的非对称性走高	8
图表 21： 当下，美国成屋库存低、有效利率并不高	9
图表 22： TBAC 预期下，美债拍卖规模仍有上行风险	9
图表 23： 当下，美债期限仍倒挂 48bp	9

图表 24: 短期, 10 年期美债利率或有反复.....	9
图表 25: 央行及私人投资占黄金需求的半数左右.....	9
图表 26: 调查显示, 仅 1/4 央行未来一年有购金意愿.....	9
图表 27: 黄金的私人投资在各季度的波动相对较大.....	10
图表 28: 当前, 黄金非商业多头头寸达历史 91%分位.....	10
图表 29: 最后一次加息到首次降息期间, 美债易降难升.....	10
图表 30: 历次美国经济衰退期, 黄金价格易涨难跌.....	10
图表 31: 2023 年调查中, 主要央行购买黄金的理由.....	10
图表 32: 当下, 中国、日本、印度等仍有较大购金空间.....	10
图表 33: 当周, 发达国家股指走势分化.....	11
图表 34: 当周, 新兴市场股指走势分化.....	11
图表 35: 当周, 美股行业走势分化.....	12
图表 36: 当周, 欧元区行业多数上涨.....	12
图表 37: 当周, 恒生指数全线下跌.....	12
图表 38: 当周, 恒生行业普遍下跌.....	12
图表 39: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率有所分化.....	12
图表 40: 当周, 10Y 收益率美英德表现分化.....	12
图表 41: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率走势分化.....	13
图表 42: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均上行.....	13
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全线下跌.....	13
图表 46: 土耳其里拉和韩元兑美元均下跌.....	13
图表 47: 当周, 人民币兑美元贬值, 兑欧元英镑均升值.....	14
图表 48: 当周, 人民币兑美元贬值.....	14
图表 49: 当周, 商品价格走势多数下跌.....	14
图表 50: WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	15
图表 51: 当周, 焦煤价格上涨.....	15
图表 52: 当周, 铜铝价格均下跌.....	15
图表 53: 当周, 通胀预期降温.....	15
图表 54: 当周, 黄金、白银均下跌.....	15
图表 55: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	15

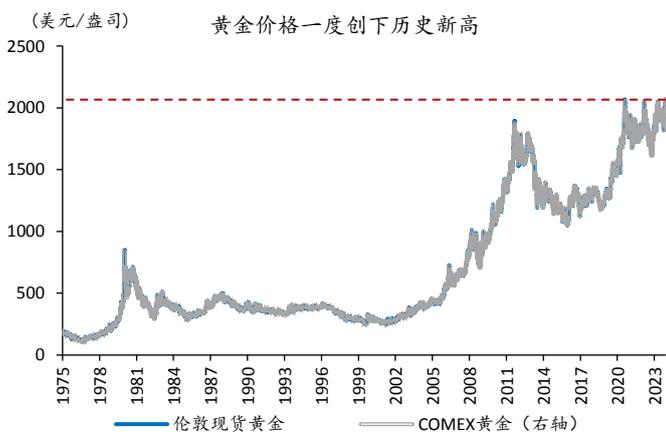
10月以来，金价大涨，一度创下了历史新高，与“理论中枢”偏离度也达历史极值。定价模型的失效，是“新变量”冲击还是“老因子”失灵，后续将如何演绎？供参考。

一、热点思考：金价大涨，定价因子“失灵”了吗？

一问：近期黄金价格的“异军突起”？一度创下历史新高、与理论中枢大幅偏离

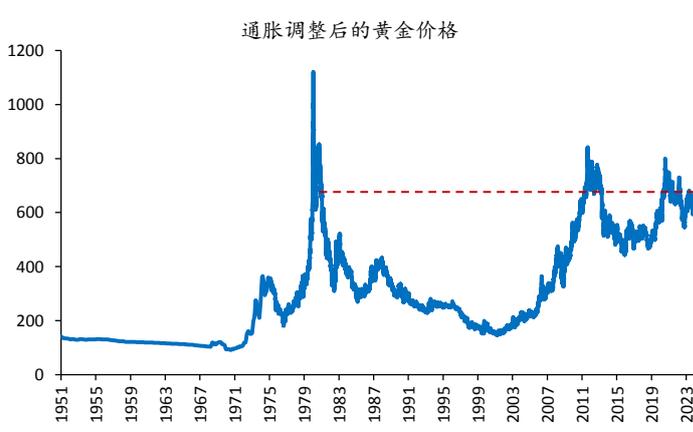
近期黄金价格大涨，一度创下了历史新高。10月6日以来，黄金价格快速飙升。截至12月8日，伦敦现货黄金、COMEX金价大涨10.3%，分别收于2008美元/盎司和2005美元/盎司。其中，COMEX金一度在12月1日涨至2152美元/盎司，既2022年3月、2023年5月两次挑战未果后、终于突破了2020年8月7日2089美元/盎司的前高，创下了历史新高。但从通胀调整后的金价来看，当下金价处于91%的历史分位、离前高仍有较大距离。

图表1：现货、期货黄金一度均创下了历史新高



来源：Wind，国金证券研究所

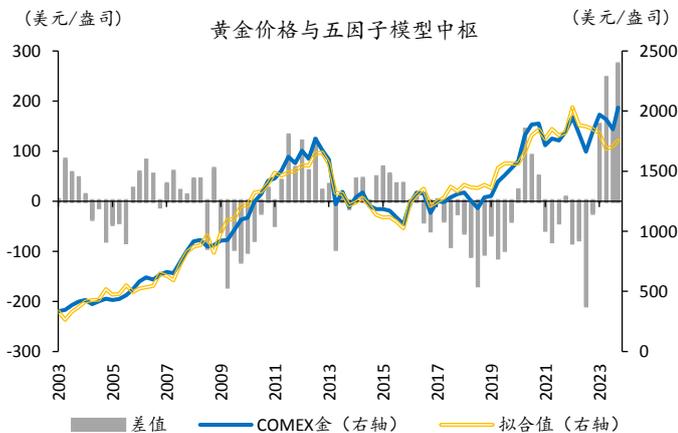
图表2：通胀调整后的黄金价格距离前高仍有距离



来源：Bloomberg，国金证券研究所

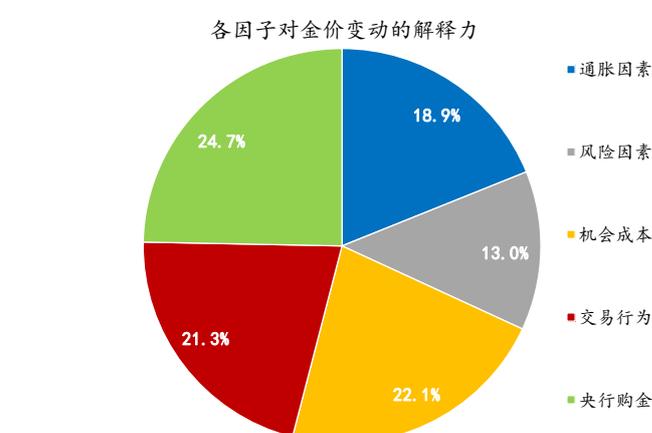
经历了本轮的大幅上涨后，黄金价格与其定价模型的“理论中枢”偏离度也达到了历史极值。在4月26日报告《黄金：宏大叙事下的“另类”思考》中，我们提出了纳入央行购金的五因子模型；模型中通胀因素、风险因素、机会成本、交易行为、央行购金对金价的解释力分别为19%、13%、22%、21%和25%。当下，金价远远高出模型中1762美元/盎司的理论中枢值，偏离度达267美元/盎司、创历史新高。过往经验中，全球ETF持仓量、10Y美债实际利率也均是跟踪金价较为有效的指标，当下金价也与二者出现了明显的偏离。

图表3：金价与五因子模型定价中枢出现大幅偏离



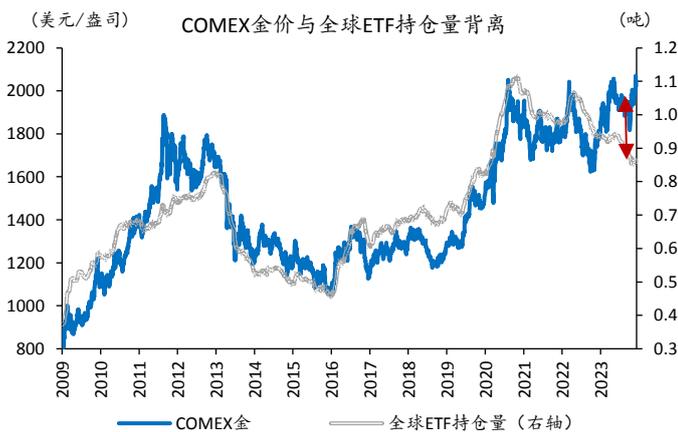
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：央行购金在五因子模型中有较强的解释力



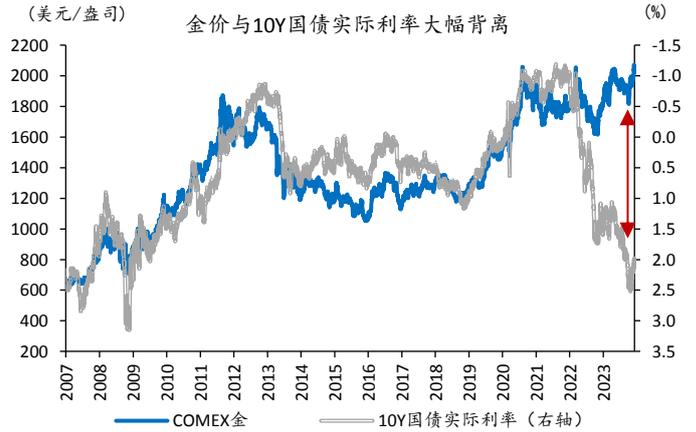
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 2023年以来, 金价与全球ETF持仓也开始背离



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

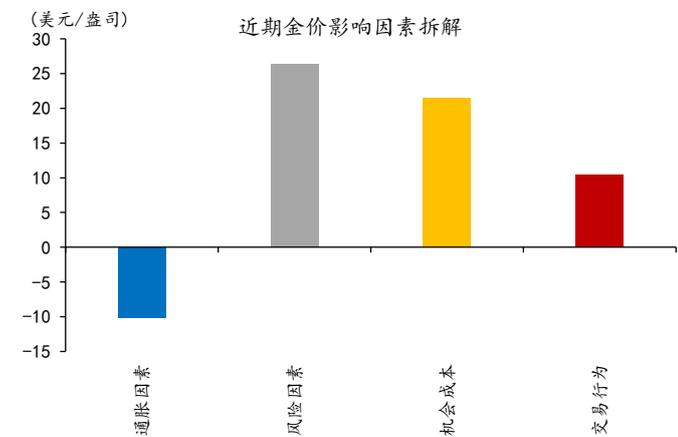
图表6: 近期, 金价与实际利率的偏离度也达历史新高



来源: Wind, 国金证券研究所

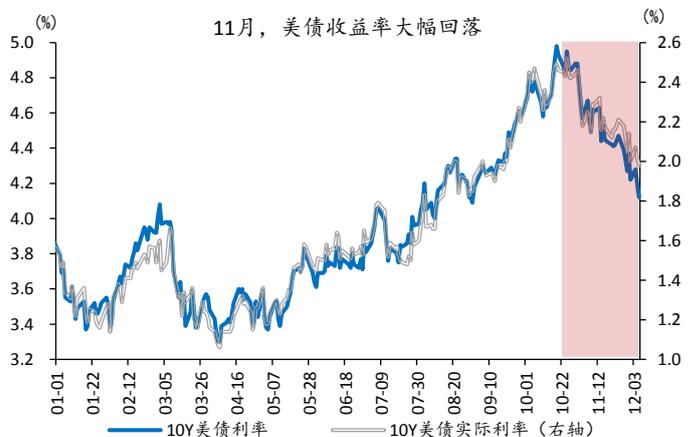
从模型“解释内”因素来看, 避险情绪升温、实际利率回落是主要推动; 但“解释外”因素在近期上涨中发挥了更为重要的作用。对模型各因子拆解来看, 近期避险情绪与实际利率的回落是金价最有力的推手。一方面, 11月以来, 供求关系改善、经济数据走弱、投机扰动缓和的影响下, 美债利率大幅回落, 10Y美债实际利率由10月31日的2.46%回落至12月8日的2.02%、下行了44bp; 另一方面, 巴以冲突升级, 地缘政治风险指数由9月末的99飙升至11月末的173, 避险情绪升温也支撑了近期金价的大涨。但模型内因子仅能解释金价四季度181美元涨幅的三成, 是什么带来了“解释外”的上涨?

图表7: 四季度金价涨幅的各影响因素拆解



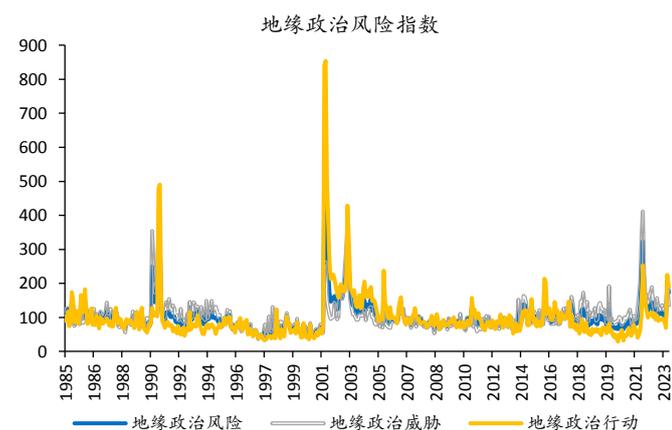
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表8: 11月以来, 10Y美债实际利率大幅回落44bp



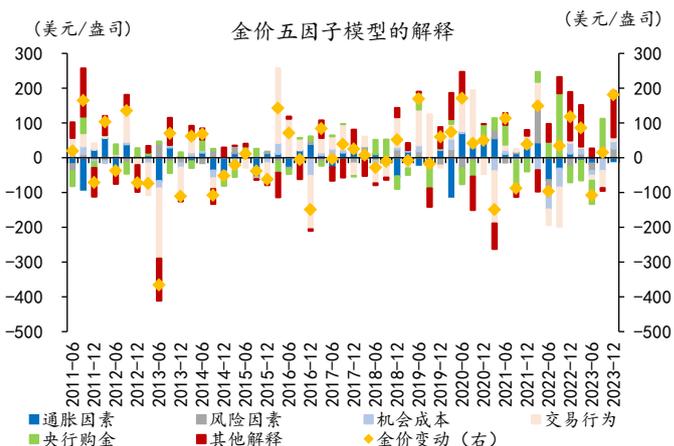
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 10月以来, 地缘政治风险快速飙升



来源: GPR, 国金证券研究所

图表10: 五因子及“其他”因素对金价季度涨幅的解释

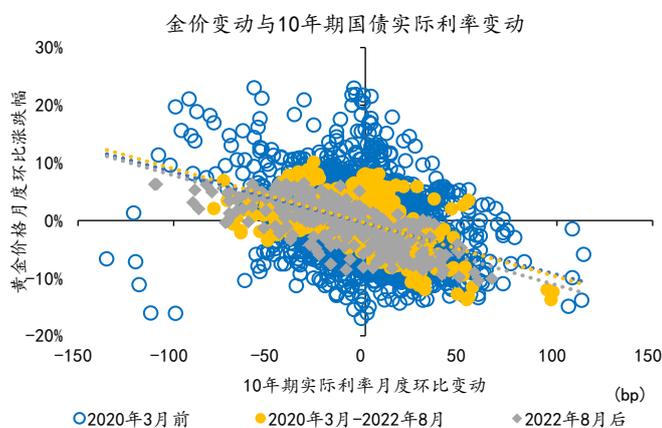


来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

二问：“新变量”冲击还是“老因子”失灵？降息预期或有“透支”、投资需求较为“滞后”

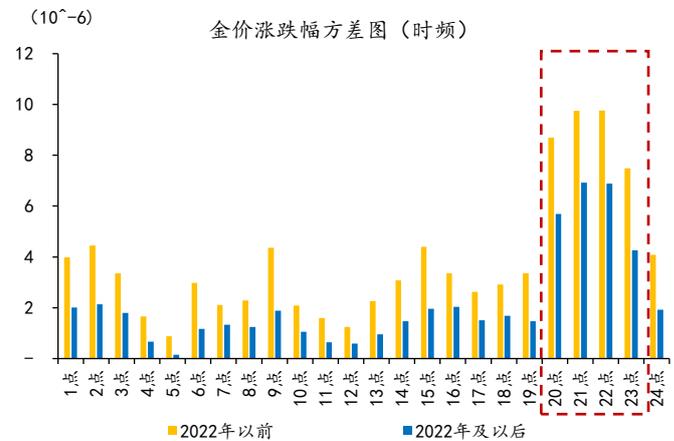
实际上, 实际利率的框架并未完全失灵, 金价仍与实际利率具有较高的负相关性。一方面, 历史回溯来看, 黄金价格月度环比涨跌幅与 10 年期美债实际利率月度环比变动幅度、两者的负相关关系长期较为稳定, 仅在 2022 年 8 月以来出现了小幅变动, 但仍显著负相关。另一方面, 统计金价在每日交易中各时段的价格波动幅度, 可以看出, 金价变动多在北京时间 20 时-23 时出现, 这正是美国经济金融数据集中公布的时段。

图表11: 金价变动仍与 10Y 美债实际利率显著负相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

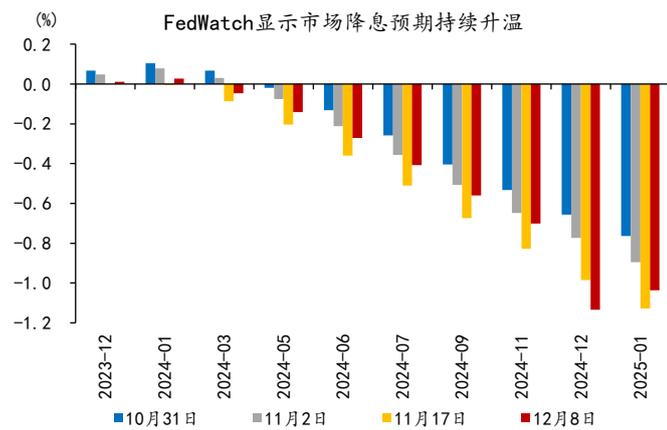
图表12: 金价在各个时间段中的波动幅度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

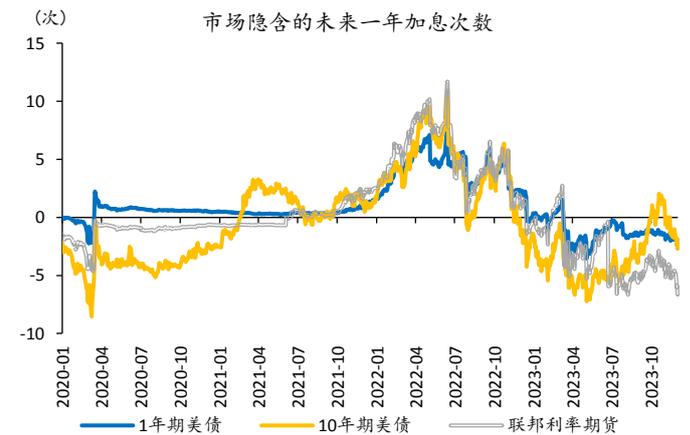
但一方面, 传统框架中的“实际利率”通常以 TIPS 为代理变量; 但黄金交易中隐含的“实际利率”, 或较 TIPS 更“鸽”, 透支了一定的“降息预期”, 导致了“老因子”的失灵。在传统框架中, 为了跟踪的便利, 通常以 TIPS 作为“实际利率”的表征; 但黄金交易并不严格遵循 TIPS 的定价, TIPS 成交量仅占美债总成交量的 3.4%、较低流动性也使其更可能出现偏误。通过计算标普 500、1 年期/10 年期美债、COMEX 黄金、联邦利率期货的隐含“降息预期”, 可以看出, 当下标普 500、黄金分别隐含了未来一年内 7.9 次及 7.5 次的降息预期, 或较美债、联邦利率期货更“鸽”, 在一定程度上透支了“降息预期”。

图表13: 联邦利率期货市场显示的未来一年内降息幅度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 1年期、10年期美债隐含未来降息约2.6次



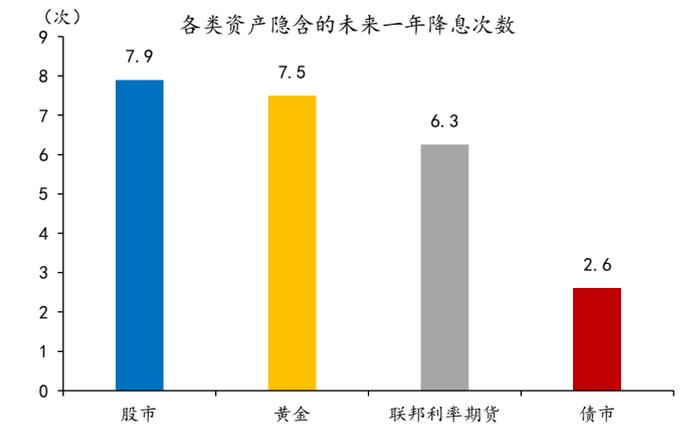
来源: Bloomberg, Fed, 国金证券研究所

图表15: 美股市场隐含的降息预期约7.9次



来源: Bloomberg, Fed, 国金证券研究所

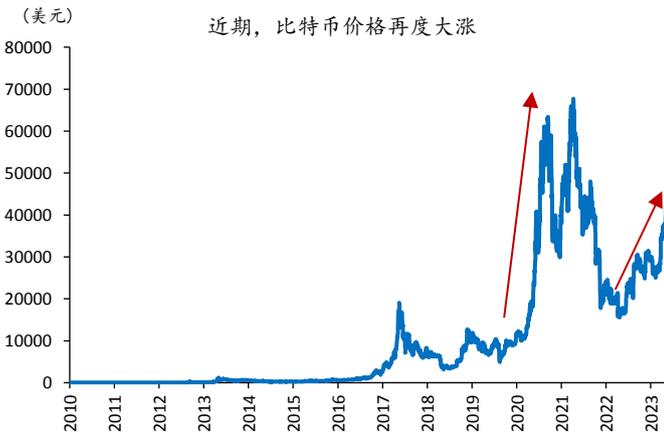
图表16: 跨市场比较来看, 股市、黄金定价“偏鸽”



来源: Bloomberg, Fed, 国金证券研究所

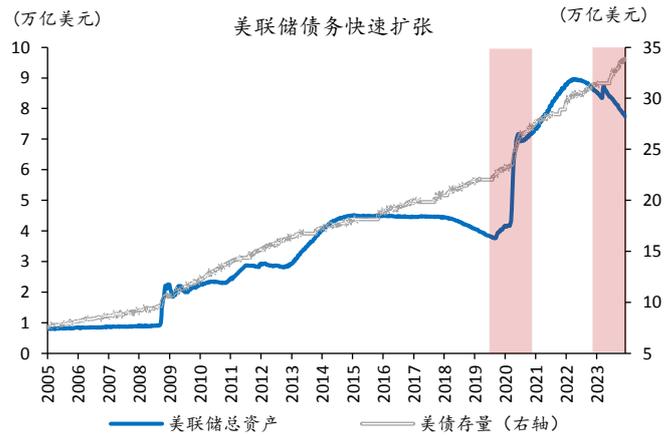
另一方面, 滞后发布的“央行购金”与“居民投资”可能是抬升金价中枢的力量之一, 而这或出于对主权货币的“长担忧”。以比特币的大涨来表征对“主权货币”信心的走弱: 2020年3月, 全球央行大放水, 引发货币超发的担忧, 比特币价格应声上涨; 2022年下半年, 美债上限危机不断升温, 引发了对美元体系的“不信任”, 比特币行情再度启动。而黄金的两阶段中枢抬升均发生在这一背景下: 2020年3月以前、2020年3月-2022年8月、2022年8月以来, 实际利率下行100bp, 金价分别上涨11.4%、14.2%、17.0%; 实际利率上行100bp, 金价分别下跌6.6%、5.8%、5.3%, 非对称性明显走强。

图表17: 近期, 比特币价格大幅上涨



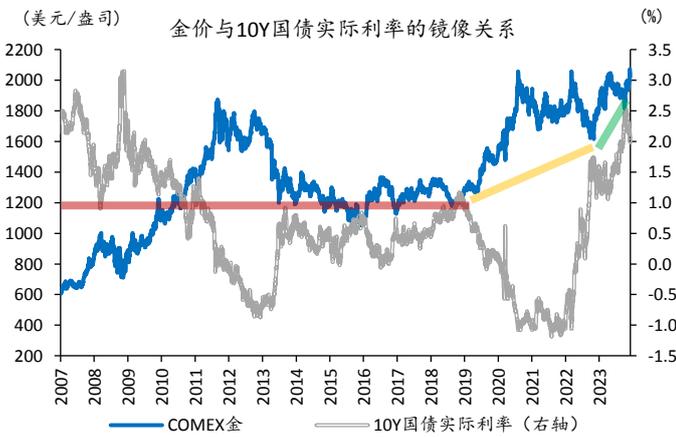
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 美联储扩表、美债超发或引发了市场的担忧



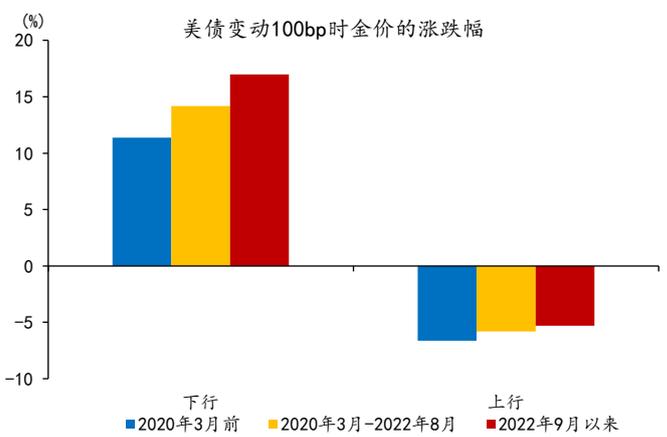
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 金价与实际利率镜像关系的中枢明显抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 美债变动100bp时, 金价涨跌的非对称性走高

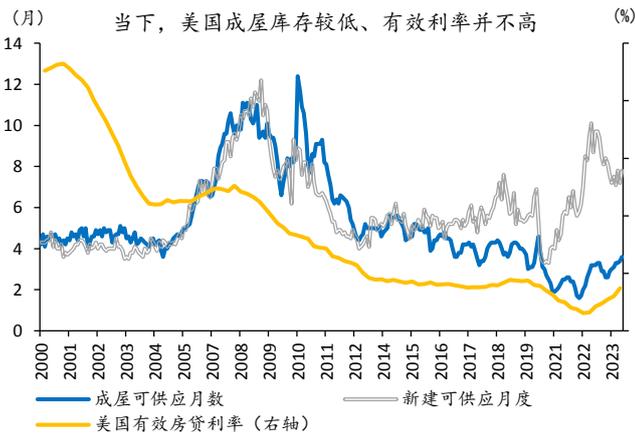


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问: 新高之后, 金价将“何去何从”? 短期或向中枢回归, 把握“蓄力”上行机遇

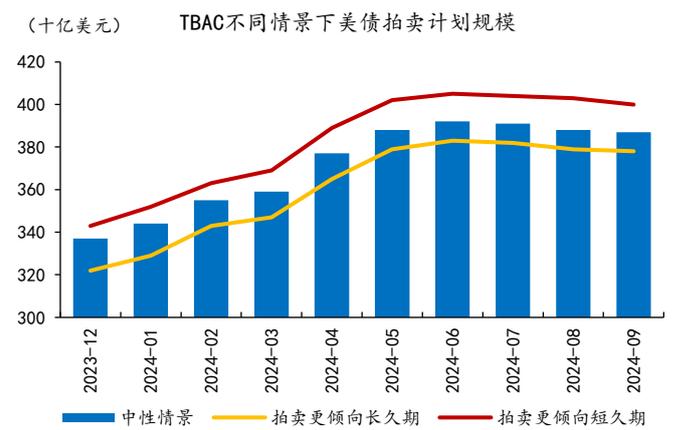
短期来看, 当下金价隐含的“降息预期”或已过度透支, 或存短期调整的可能。前期, 美债利率持续下行是金价的重要支撑、且金价隐含的降息预期或较之更高。然而, 低位库存叠加仍然偏低的有效利率, 美国地产的韧性或成经济的短期支撑; 美国11月失业率3.7%、薪资环比0.4%, 薪资的粘性或拖累通胀的回落速度, 当下市场对于明年一季度开始降息的预期或有“透支”。此外, 财政支出压力下、美债仍有供给冲击的可能; 叠加期限利差的约束, 短期美债仍有震荡上行的风险, 金价或相对承压。

图表21: 当下, 美国成屋库存低、有效利率并不高



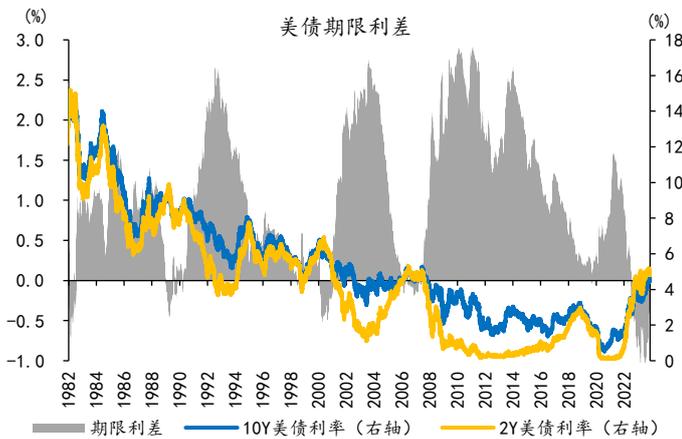
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: TBAC 预期下, 美债拍卖规模仍有上行风险



来源: USDT, 国金证券研究所

图表23: 当下, 美债期限仍倒挂 48bp



来源: Wind, 国金证券研究所

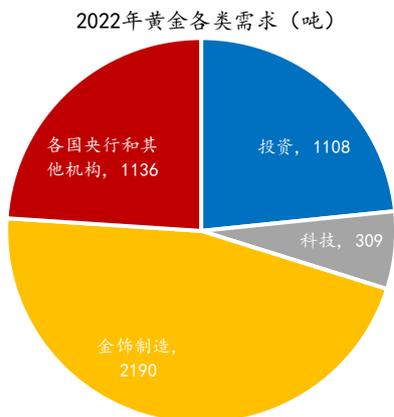
图表24: 短期, 10 年期美债利率或有反复



来源: Bloomberg, Fed, 国金证券研究所

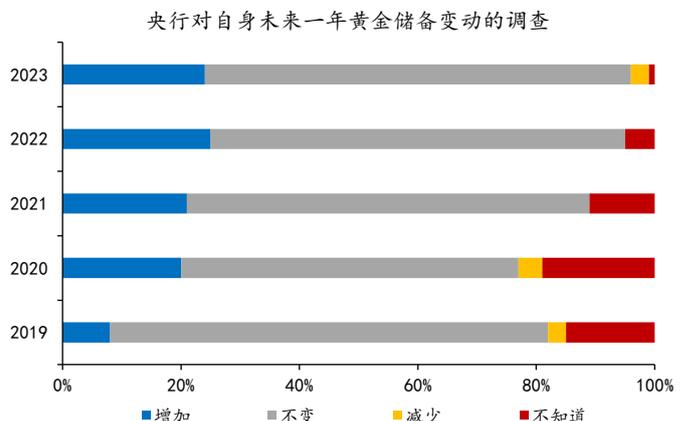
另一方面, 避险情绪、主权货币信任下降等引发的居民投资行为, 易在事件性冲击后往复, 或也使金价短期承压。历史回溯来看, 以央行与私人投资加总表征的黄金需求, 与金价走势较为一致: 其中, 央行购金是一个“慢变量”、75%的央行认为明显未来一年黄金储备会不变或减少, 而私人投资的波动则相对较大。近期, 巴以冲突升温、穆迪下调美债展望等事件, 或使得私人投资阶段性“超买”; 而机构投资者方面, 黄金非商业多头头寸也达到了91%的历史分位。居民端投资行为在短期或有往复, 对金价形成压制。

图表25: 央行及私人投资占黄金需求的半数左右



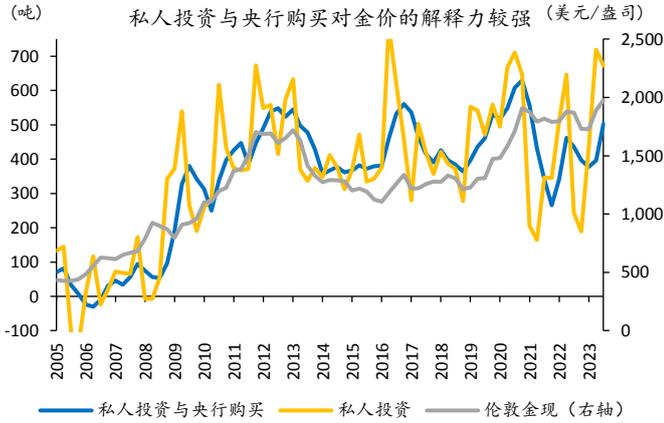
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表26: 调查显示, 仅 1/4 央行未来一年有购金意愿



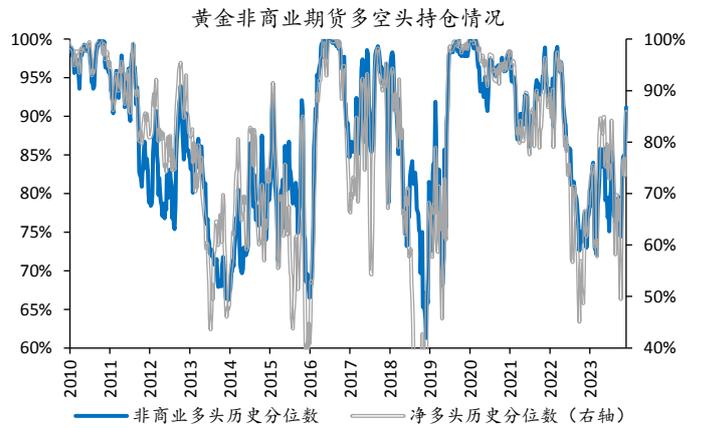
来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表27: 黄金的私人投资在各季度的波动相对较大



来源: 世界黄金协会, Bloomberg, 国金证券研究所

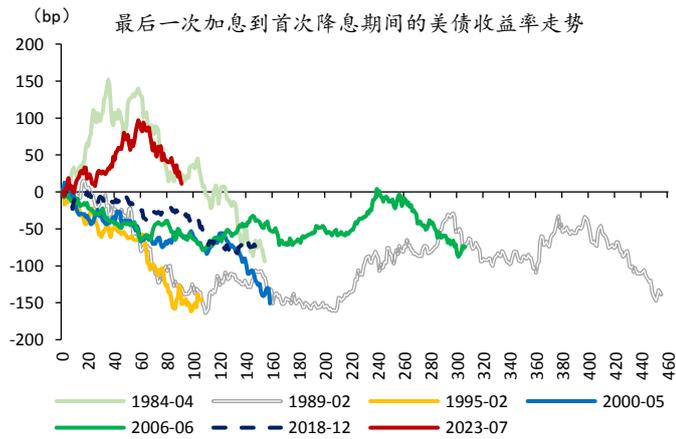
图表28: 当前, 黄金非商业多头头寸达历史 91% 分位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

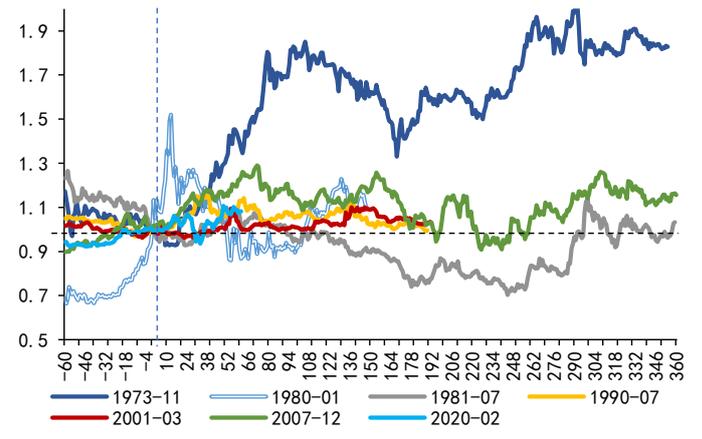
中长期来看, 美债利率易降难升、经济衰退的担忧、央行购金的持续等, 仍是对金价的有利支撑; 短期向中枢的回归、或是为再度上行的“蓄力”。第一, 历史回溯来看, 最后一次加息到首次降息期间, 美债利率的下行或是大势所趋。第二, 经济下行阶段, 黄金价格也多有较好的市场表现。第三, 当下, 中国、日本、印度、俄罗斯等经济体量较大的国家, 黄金占外储比例仍然偏低, 在地缘风险等担忧下, 或仍将持续购入黄金。

图表29: 最后一次加息到首次降息期间, 美债易降难升



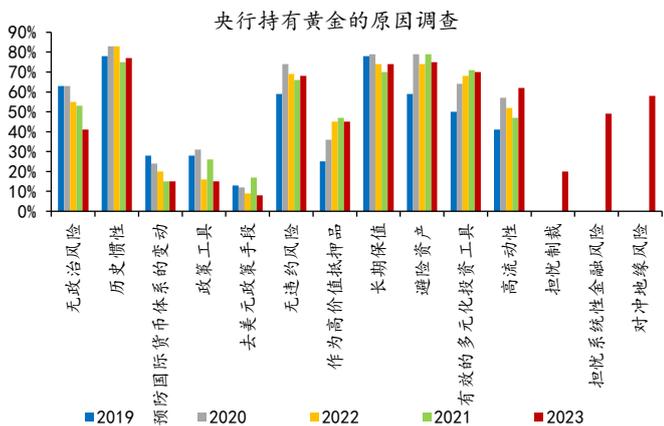
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 历次美国经济衰退期, 黄金价格易涨难跌



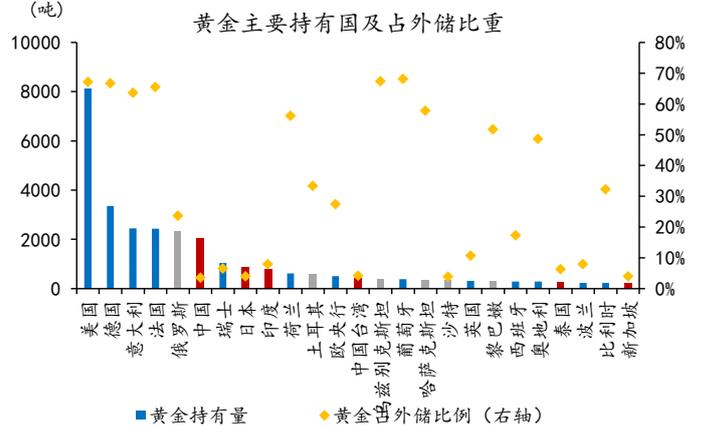
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 2023 年调查中, 主要央行购买黄金的理由



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

图表32: 当下, 中国、日本、印度等仍有较大购金空间



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

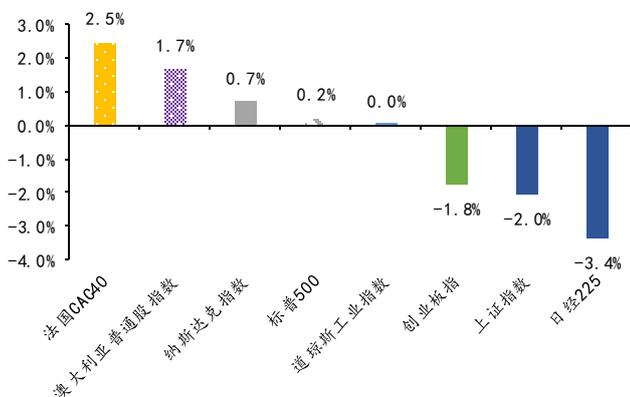
- 1) 近期黄金价格大涨，一度创下了历史新高，与其定价模型的“理论中枢”偏离度也达到了历史极值。避险情绪升温、实际利率回落是近期金价回落的推动；但剔除模型内因素后，仍有7成的涨幅有待“解释”。
- 2) 一方面，传统框架中的“实际利率”通常以TIPS为代理变量；但当下黄金隐含了未来一年内7.5次的降息预期，较美债的隐含的2.6次更“鸽”。另一方面，世界黄金协会跟踪的央行、私人投资均为季频，四季度暂未公布的“老因子”变动或是上涨的又一原因。这类行为导致金价与实际利率镜像中枢两阶段抬升，分别对应于比特币2020年、2022年8月以来的大涨，或同样出于对主权货币信任的下滑。
- 3) 短期来看，当下金价隐含的“降息预期”或过度透支；居民投资行为易在事件性冲击后往复，或也使金价短期承压。中长期来看，美债利率易降难升、经济衰退的担忧、央行购金的持续等，仍是对金价的有利支撑。

二、大类资产高频跟踪（2023/12/4-2023/12/8）

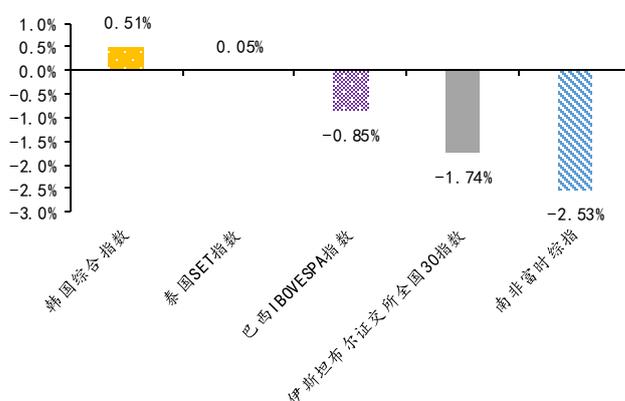
（一）权益市场追踪：全球资本市场走势分化

发达国家股指走势分化，新兴市场股指走势分化。法国CAC40、澳大利亚普通股指数和纳斯达克指数分别上涨2.5%、1.7%和0.7%，而创业板指、上证指数和日经225分别下跌1.8%、-2.0%和-3.4%。韩国综合指数和泰国SET指数分别上涨0.5%和0.1%，巴西IBOVESPA指数、伊斯坦布尔证交所全国30指数和南非富时综指分别下跌0.9%、1.7%和2.5%。

图表33：当周，发达国家股指走势分化



图表34：当周，新兴市场股指走势分化

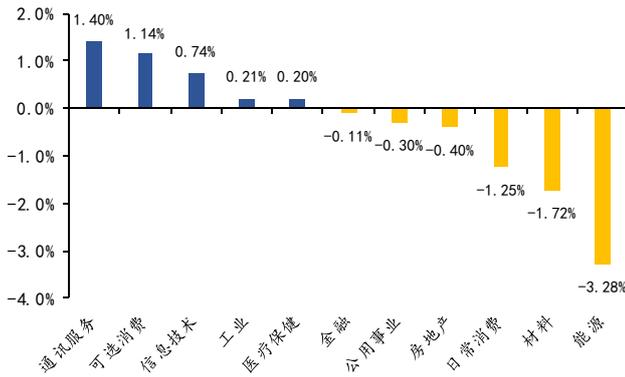


来源：Wind，国金证券研究所

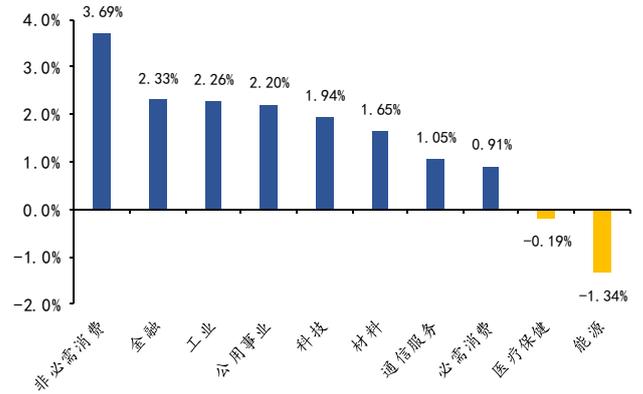
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看，本周美股行业走势分化。其中通讯服务、可选消费、信息技术和工业领涨，分别上涨1.4%、1.1%、0.7%和0.2%。从欧元区行业板块来看，本周行业多数上涨。其中非必需消费、金融和工业领涨，分别上涨3.7%、2.3%和2.3%。

图表35: 当周, 美股行业走势分化



图表36: 当周, 欧元区行业多数上涨

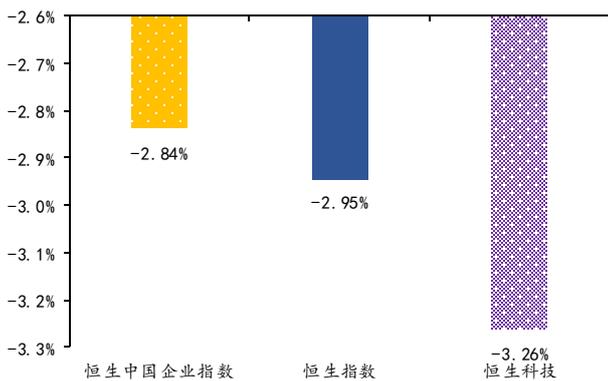


来源: Wind, 国金证券研究所

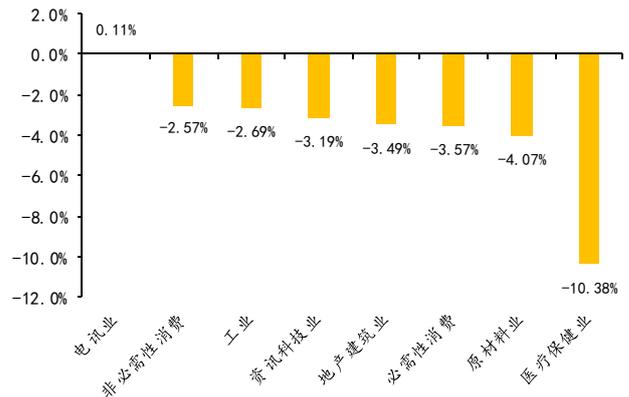
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生中国企业指数、恒生指数和恒生科技分别下跌 2.8%、3.0%和 3.3%。行业方面, 恒生行业普遍下跌, 其中医疗保健业、原材料业和非必需性消费领跌, 分别下跌 10.4%、4.1%和 3.6%, 仅电讯业小幅上涨 0.1%。

图表37: 当周, 恒生指数全线下跌



图表38: 当周, 恒生行业普遍下跌



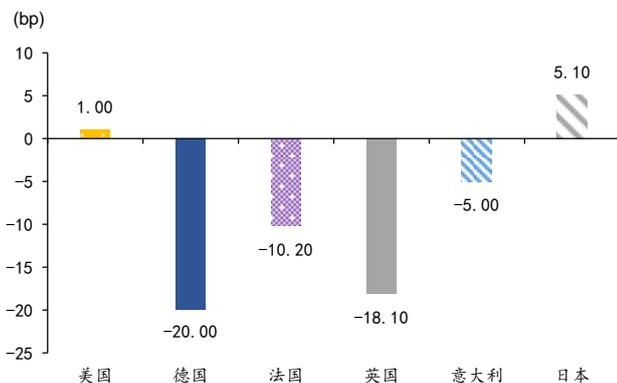
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

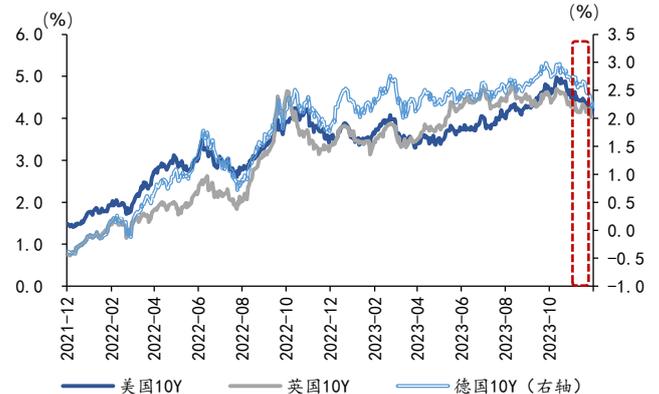
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率走势分化

发达国家 10 年期国债收益率走势分化。美国 10Y 国债收益率上行 1bp 至 4.23%, 德国 10Y 国债收益率下行 20.0bp 至 2.26%; 法英两国 10Y 国债收益率分别下行 10.2bp 和 18.1bp。

图表39: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率有所分化



图表40: 当周, 10Y 收益率美英德表现分化



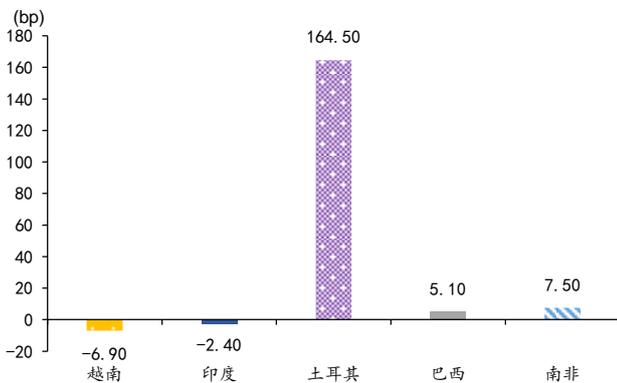
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率走势分化，土耳其、南非和巴西 10Y 国债收益率分别上行 164.5bp、7.5bp、5.1bp，越南和印度 10Y 国债收益率分别下行 6.9bp、2.4bp。

图表41：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益率走势分化

图表42：当周，土耳其和巴西 10Y 利率均上行



来源：Wind，国金证券研究所

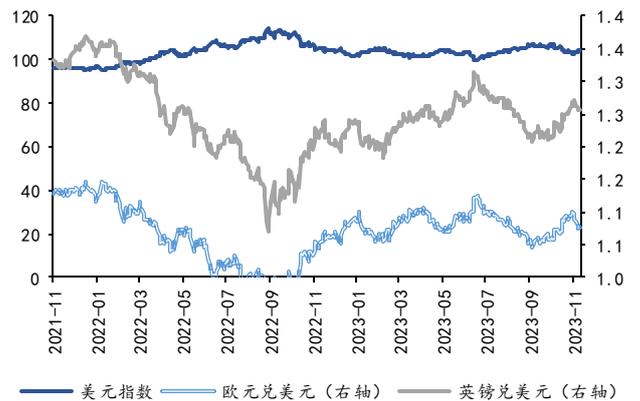
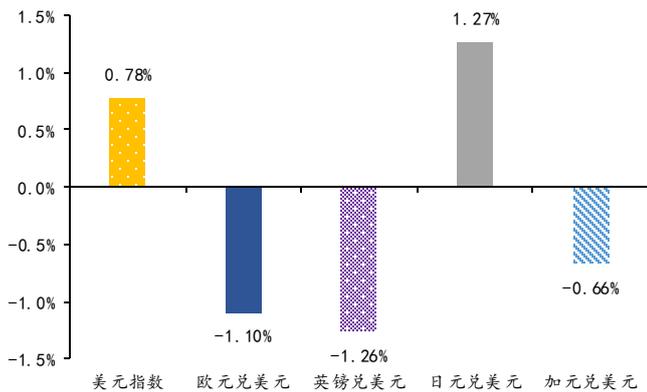
来源：Wind，国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪：美元指数上行，人民币兑美元贬值，兑欧元和英镑均升值

美元指数上行，本周上涨 0.8% 至 104.0。欧元、英镑和加元兑美元分别贬值 1.1%、1.3% 和 0.7%，仅日元兑美元升值 1.3%。主要新兴市场兑美元汇率全线下跌，印尼卢比、菲律宾比索、韩元、雷亚尔和土耳其里拉兑美元分别贬值 1.1%、0.5%、1.7%、1.0 和 0.2%。

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

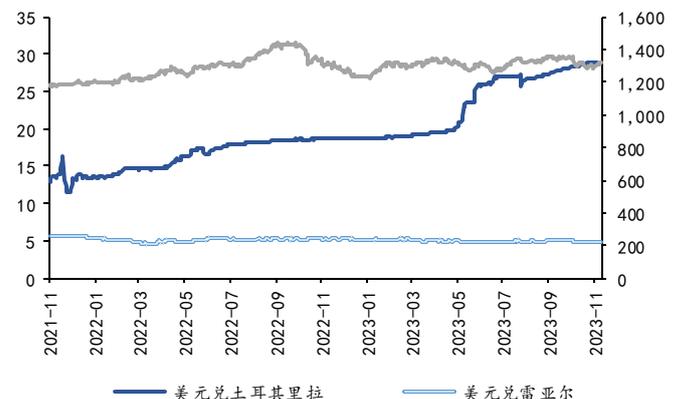
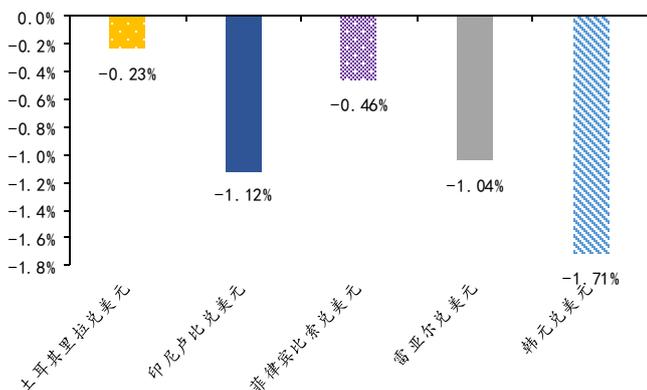


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表45：当周，主要新兴市场兑美元全线下跌

图表46：土耳其里拉和韩元兑美元均下跌



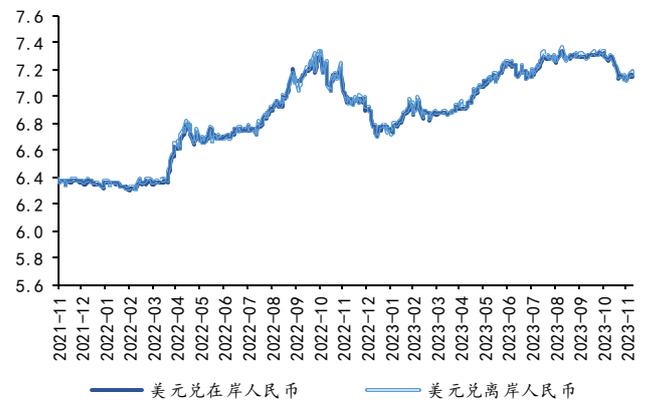
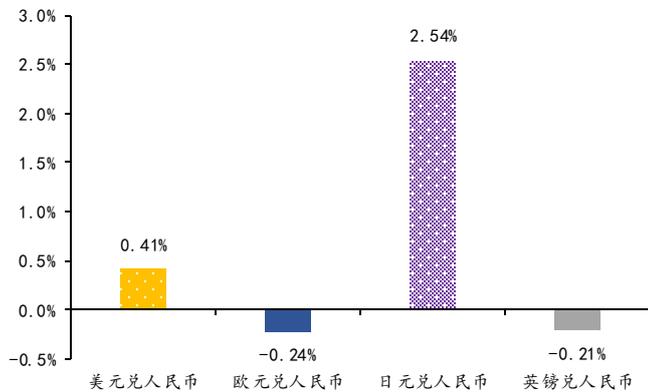
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.4%，兑英镑和欧元分别升值 0.2% 和 0.2%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 295bp 至 7.2，美元兑离岸人民币汇率上行 614bp 至 7.2。

图表47: 当周, 人民币兑美元贬值, 兑欧元英镑均升值

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、贵金属、有色全线下跌、黑色、农产品走势分化

原油、贵金属、有色全线下跌、黑色、农产品走势分化。其中 WTI 原油、布伦特原油和 COMEX 黄金领跌, 分别下跌 6.4%、6.1% 和 2.0%; 焦煤和铁矿石涨幅较大, 分别上涨 9.6% 和 6.0%。

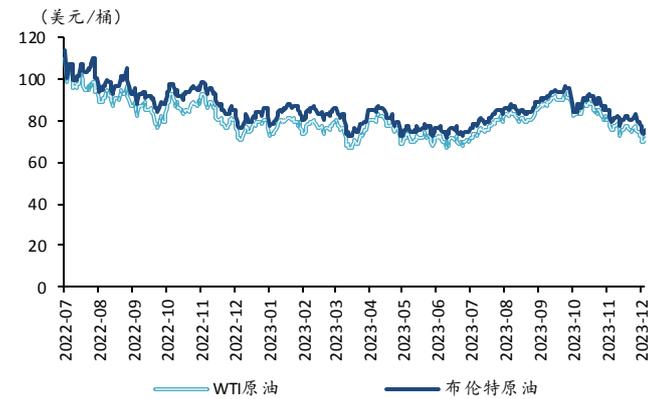
图表49: 当周, 商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-12-08	2023-12-01	2023-11-24	2023-11-17	2023-11-10
原油	WTI 原油	-6.39%	-1.95%	-0.46%	-1.66%	-4.15%
	布伦特原油	-6.12%	-2.11%	-0.04%	-1.01%	-4.08%
贵金属	COMEX 黄金	-2.04%	3.61%	1.05%	2.32%	-2.69%
	COMEX 银	-6.57%	5.07%	1.87%	7.06%	-1.74%
有色	LME 铜	-2.70%	1.56%	1.93%	1.94%	-0.92%
	LME 铝	-2.02%	-1.49%	0.59%	-0.72%	-0.98%
	LME 镍	-3.29%	4.01%	-4.79%	-2.44%	-3.19%
	LME 锌	-2.20%	-2.85%	-0.62%	-1.00%	3.44%
黑色	玻璃	0.00%	10.41%	0.46%	-4.68%	0.06%
	焦煤	9.57%	-4.76%	1.33%	-3.56%	0.00%
	沥青	-1.46%	1.40%	-0.58%	-1.24%	-5.44%
	铁矿石	5.98%	-2.40%	3.19%	2.92%	0.05%
	螺纹钢	-0.77%	-1.39%	0.79%	3.51%	0.08%
农产品	生猪	-4.66%	1.29%	0.00%	-1.24%	-0.88%
	棉花	0.98%	0.26%	-3.06%	0.67%	-1.39%
	豆粕	2.10%	-3.48%	-1.16%	-6.87%	5.37%
	豆油	-1.32%	-0.02%	-1.72%	-0.05%	1.33%

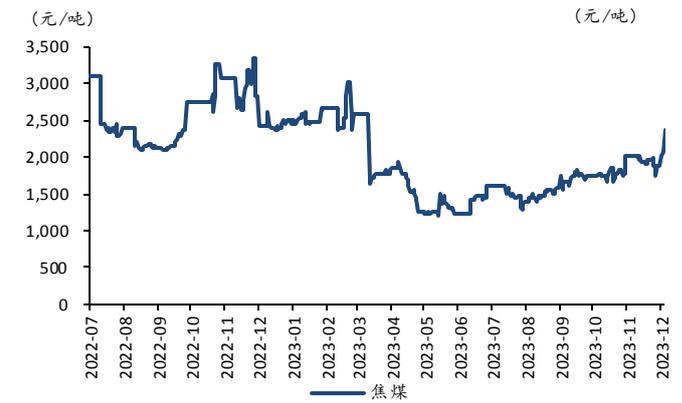
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格均下跌, 黑色价格走势分化。WTI 原油价格下跌 6.4% 至 71.2 美元/桶, 布伦特原油价格下跌 6.1% 至 75.8 元/桶。焦煤上涨 9.6% 至 2366 元/吨; 螺纹钢价格下跌 0.8% 至 3882 元/吨, 铁矿石上涨 6.0% 至 1039 元/吨, 沥青下跌 1.5% 至 3619 元/吨。

图表50: WTI 原油、布伦特原油价格均下跌



图表51: 当周, 焦煤价格上涨

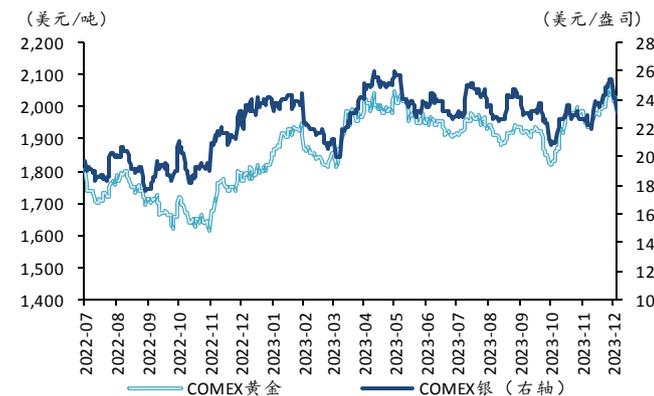


来源: Wind, 国金证券研究所

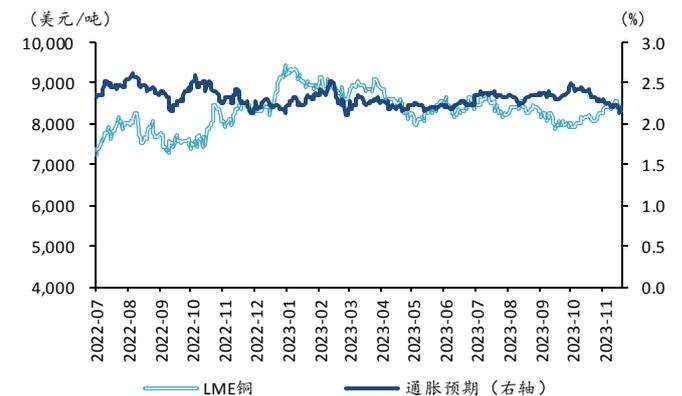
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格均下跌, 贵金属价格下跌。LME 铜下跌 2.7%至 8425 美元/吨, LME 铝下跌 2.0%至 2150 美元/吨。通胀预期从前值的 2.22%下降至 2.21%。COMEX 黄金下跌 2.0%至 2004.6 美元/盎司, COMEX 银下跌 6.6%至 23.0 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 2.00%升至 2.02%。

图表52: 当周, 铜铝价格均下跌



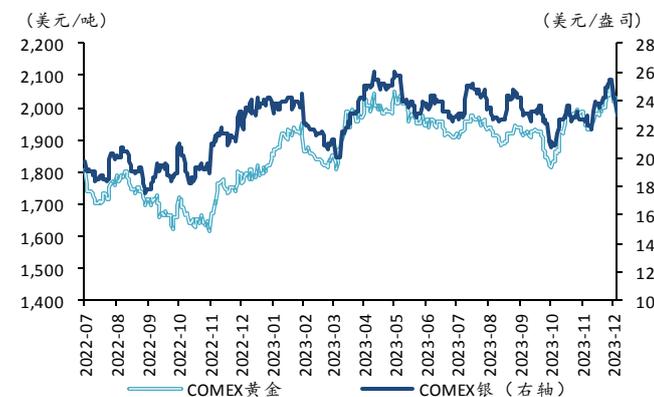
图表53: 当周, 通胀预期降温



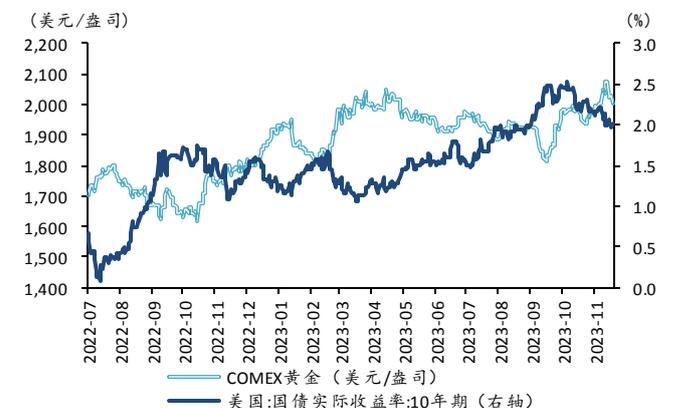
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 黄金、白银均下跌



图表55: 当周, 10Y 美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

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