



大类资产周报第 16 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

美元回落，港股为何“不涨”？

2016 年以来，港股与美元有着深深的“羁绊”，二者负相关关系极为显著；然而，近期美元大幅回落，港股却仍“踟蹰不前”。股汇联动背后的逻辑、近期背离的原因、未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：美元回落，港股为何“不涨”？

一问：美元与港股的“羁绊”？负相关关系显著，但近期明显背离

历史回溯来看，美元与港股有着显著的负相关关系；但近期美元快速回落，港股却仍在走弱。10 月 31 日，美元指数与恒生指数 3 年动态相关性走低至 -0.93、创 1980 年以来新低；当美元夜盘涨（跌）幅超过 1% 时，次日恒生指数有 85% 的概率下跌（上涨）。然而，11 月以来，美元指数大幅贬值 4.7%，恒生指数却下跌 4.5%、延续了前期的弱势表现。美元回落时，外资的流入与港股盈利的被动放大，或是历史经验中港股上涨的主要驱动。一方面，美元走弱时，香港金融条件趋于宽松，主动型外资往往大量流入，推高港股。另一方面，内地公司占港股市值近 7 成，这类公司日常经营中盈利、营收均由人民币计价；当美元贬值时，换算成港币的盈利会被放大，进而带来港币计价下港股价格的抬升。

二问：美元回落，港股缘何不涨？南下资金流入放缓，业绩疲软是主要原因

一方面，本轮美元回落中，外资流入的同时、南下资金流入却明显放缓，导致香港市场流动性改善程度不及过往。近期，外资流动性确有改善，近 1 个月全球 ETF 有 50.8 亿美元流入港股市场。然而人民币汇率大起大落，使得内资对汇率关注度有所上升；近期人民币快速升值，港股内资占比有所下降，在一定程度上弱化了外资带来的流动性改善。另一方面，今年港股较差的业绩表现，也导致美元回落对港股盈利的放大作用较为有限。美元回落既会放大盈利、也会扩大亏损，今年全部港股中亏损企业数量占比高达 47.1%，创 2013 年以来新高；恒生指数 EPS 也创下 2013 年以来新低。此外，金融地产、消费等行业，以及事件冲击下部分个股的弱势表现，对港股与美元指数的相关性也有扰动。

三问：未来港股与美元关系可能的演绎？联动或将回归，港股弹性或强于 A 股

随着汇率波动的下降与港股盈利的改善，港股与美元的负相关关系或将重新回归。一方面，在前期快速升值后，近期人民币汇率的升值速度已有所放缓，南下资金有望回归非汇率主导的传统行为模式，当前港股低位的估值有一定吸引力。另一方面，随着国内经济的企稳复苏，港股业绩或将改善，也将强化“放大器效应”下汇率与港股的联动。

股汇联动回归后，美元回落、港股或有更大的上涨“弹性”。过去 20 年中，美元共有过 8 轮典型的下行阶段。这 8 轮中，恒生指数股平均上涨 38.3%、远大于上证指数的 18.6%；8 轮中，港股也仅在 2007 年冲击下与 2020 年两次海外衰退时、涨幅略低于 A 股。行业层面来看，港股的金融业、必需消费业、能源业、综合、工业多有较好的市场表现。

周度回顾：发达国家国债收益率全线下行，原油、贵金属大幅上涨（2023/12/18-2023/12/22）

股票市场：发达国家股指走势分化，新兴市场股指走势分化。英国富时 100、纳斯达克指数和标普 500 分别上涨 1.6%、1.2% 和 0.8%，而上证指数、创业板指和恒生指数分别下跌 0.9%、1.2% 和 2.7%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率全线下跌。美国 10Y 国债收益率下行 1bp 至 3.9%，德国 10Y 国债收益率下行 7.0bp 至 2.00%；法英两国 10Y 国债收益率分别下行 7.3bp 和 15.19bp。

外汇市场：美元指数下跌，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值。美元指数下跌至 101.70。欧元、英镑和加元兑美元分别升值 1.09%、0.13% 和 0.81%。美元兑在岸人民币汇率上行至 7.13，美元兑离岸人民币汇率上行至 7.15。

商品市场：原油、贵金属、黑色全线上涨，有色、农产品走势分化。WTI 原油价格上涨 3.44% 至 73.56 美元/桶，布伦特原油价格上涨 3.71% 至 79.07 元/桶。

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：美元回落，港股为何“不涨”？	5
一问：美元与港股的“羁绊”？负相关关系显著，但近期明显背离	5
二问：美元回落，港股缘何不涨？南下资金流入放缓，业绩疲软是主要原因	7
三问：未来港股与美元关系可能的演绎？联动或将回归，港股弹性或强于 A 股	9
二、大类资产高频跟踪（2023/12/18-2023/12/22）	12
（一）权益市场追踪：全球资本市场走势分化	12
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线下跌	13
（三）外汇市场追踪：美元指数下跌，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值	13
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属、黑色全线上涨，有色、农产品走势分化	14
风险提示	16

图表目录

图表 1：恒生指数与美元指数有着显著的负相关关系	5
图表 2：今年以来，美元与港股动态相关性逼近历史最低	5
图表 3：美元大涨大跌时，港股多与之反向变动	5
图表 4：美债收益率与港股的负相关关系并不明显	5
图表 5：美元的起落对香港市场金融条件至关重要	6
图表 6：美元回落时，主动型外资通常加入流入	6
图表 7：AH 股溢价率与人民币汇率相关性并不强	6
图表 8：内地收入占比越高的港股，与美元负相关比例高	6
图表 9：近期，美元指数走弱，港股却仍未走强	6
图表 10：11 月 1 日以来，美元贬 4.7%，港股下跌 4.5%	6
图表 11：近 3 个月中，大量 ETF 资金流入港股市场	7
图表 12：外资偏好的个股在 11 月以来的表现相对更好	7
图表 13：历史上，汇率与南下资金流向的关系并不明显	7
图表 14：2022 年以来，内资占比与汇率走势较为一致	7
图表 15：三季度盈利企业业绩超预期、亏损企业低预期	8
图表 16：2023 年港股亏损企业占比高达 47.1%	8
图表 17：恒生指数、恒生国企指数 EPS 明显走低	8
图表 18：2016 年，恒生指数与美元指数相关性较弱	8
图表 19：历史上，能源、消费、金融地产对美元较敏感	8
图表 20：11 月以来，消费、能源、金融地产表现不佳	8



图表 21:	金融地产在港股市值占比超 4 成	9
图表 22:	剔除部分个股后, 港股与美元的背离有所收窄	9
图表 23:	近期, 人民币升值速度已有所放缓	9
图表 24:	港股较低的市盈率有望吸引南下资金重新企稳	9
图表 25:	港股盈利增速与国内经济增速息息相关	10
图表 26:	实际利率回落, 有望助力库存周期的启动	10
图表 27:	11 月以来, 市场降息预期持续升温	10
图表 28:	美国个人可支配收入拐点已现	10
图表 29:	当下, 美国经济延续走弱, 欧洲经济小幅改善	10
图表 30:	从加息到降息的间隔期, 美元指数多数走弱	10
图表 31:	美元回落期间, 港股多数走强	11
图表 32:	美元回落期间, A 股也多有较好的市场表现	11
图表 33:	相较 A 股, 港股在美元回落时“弹性更大”	11
图表 34:	金融、必需消费、能源等行业表现较为突出	11
图表 35:	当周, 发达国家股指走势分化	12
图表 36:	当周, 新兴市场股指多数上涨	12
图表 37:	当周, 美股行业多数上涨	12
图表 38:	当周, 欧元区行业多数上涨	12
图表 39:	当周, 恒生指数全线下跌	13
图表 40:	当周, 恒生行业普遍下跌	13
图表 41:	当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线下跌	13
图表 42:	当周, 10Y 收益率美英德均下跌	13
图表 43:	当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率走势分化	13
图表 44:	当周, 土耳其和巴西 10Y 利率分化	13
图表 45:	当周, 美元指数下跌	14
图表 46:	当周, 英镑、欧元兑美元走势上涨	14
图表 47:	当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨	14
图表 48:	土耳其里拉和韩元兑美元均下跌	14
图表 49:	当周, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值	14
图表 50:	当周, 人民币兑美元贬值	14
图表 51:	当周, 商品价格走势分化	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, 通胀预期降温	16



图表 56: 当周, 黄金、白银均上涨..... 16

图表 57: 当周, 10Y 美债实际收益率上行..... 16



2016年以来，港股与美元有着深深的“羁绊”，二者显著负相关；然而，近期美元大幅回落，港股却仍在走弱。股汇联动背后的逻辑、近期背离的原因、未来可能的演绎？供参考。

一、热点思考：美元回落，港股为何“不涨”？

一问：美元与港股的“羁绊”？负相关关系显著，但近期明显背离

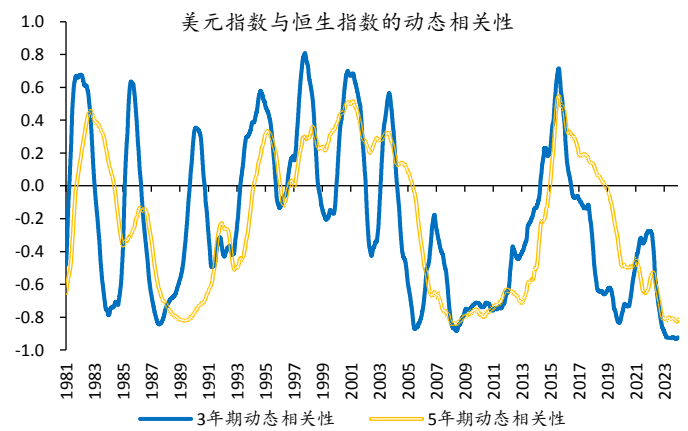
历史回溯来看，美元与港股有着显著的负相关关系；美元走势的研判、对港股投资较为重要。2023年10月31日，美元指数与恒生指数3年、5年动态相关性一度走低至-0.93、-0.82，均创1980年以来新低。2020年以来，当美元月涨（跌）幅超过1%时，恒生指数当月有92.9%的概率下跌（上涨）；当美元夜盘涨（跌）幅超过1%时，次日恒生指数有85.3%的概率下跌（上涨）。而美债研判对港股的指示作用，则较之更弱：当美债利率月上（下）行幅超过10bp时，恒生指数当月近47.1%的概率下跌（上涨）；当美债利率夜盘上（下）行幅超过10bp时，次日恒生指数有57.0%的概率下跌（上涨）。

图表1：恒生指数与美元指数有着显著的负相关关系



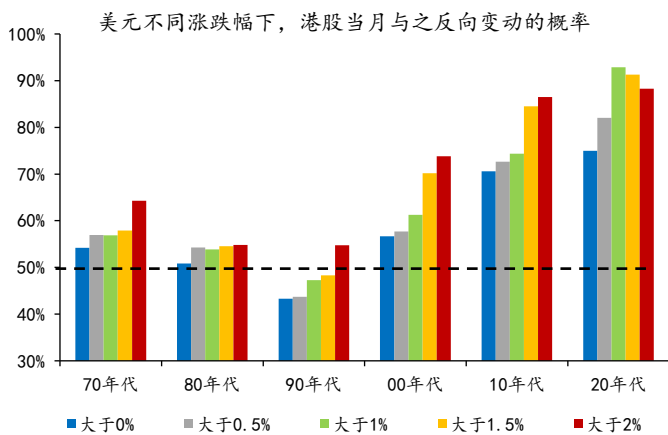
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：今年以来，美元与港股动态相关性逼近历史最低



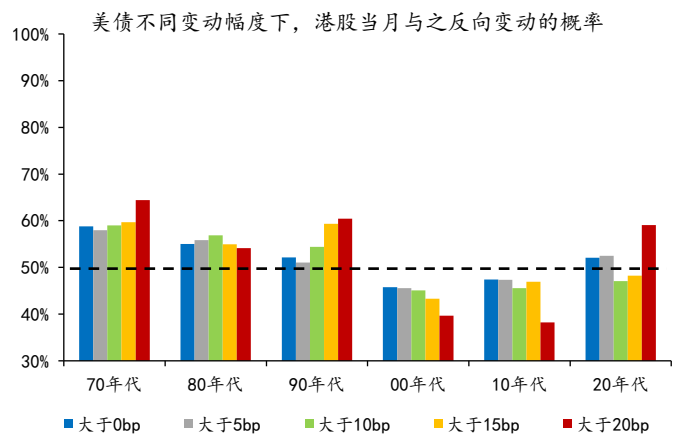
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：美元大涨大跌时，港股多与之反向变动



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：美债收益率与港股的负相关关系并不明显

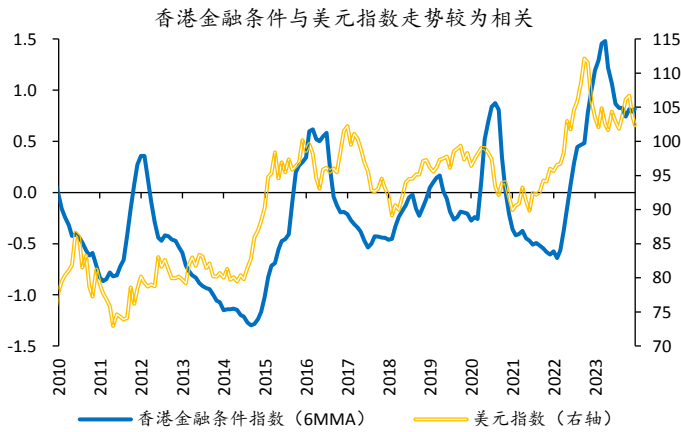


来源：Wind，国金证券研究所

美元回落时，外资的流入与港股盈利的被动放大，或是港股上涨的主要原因；反之亦然。一方面，联系汇率制下，美元流动性直接影响香港市场流动性；当美元指数走低时，香港市场的金融条件趋于宽松，主动型外资往往也会大量流入，推高港股估值。另一方面，内地公司占全部港股市值比重近7成，这类公司日常经营中盈利、营收均由人民币计价；当美元贬值时，换算成港币的盈利会被放大，进而带来港币计价下港股价格的抬升。为验证这一逻辑，我们将所有港股按照中国内地收入占比由高到低划分为5组，海外收入占比高的第五组中，仅29%的公司股价与美元显著负相关，而内地收入占比高的第一组则高达43%。

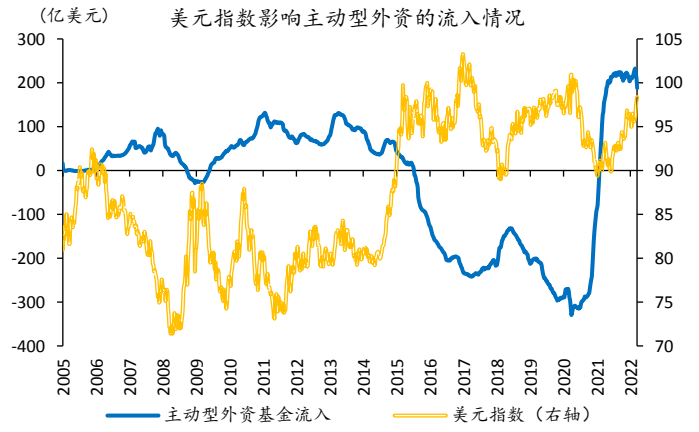


图表5: 美元的起落对香港市场金融条件至关重要



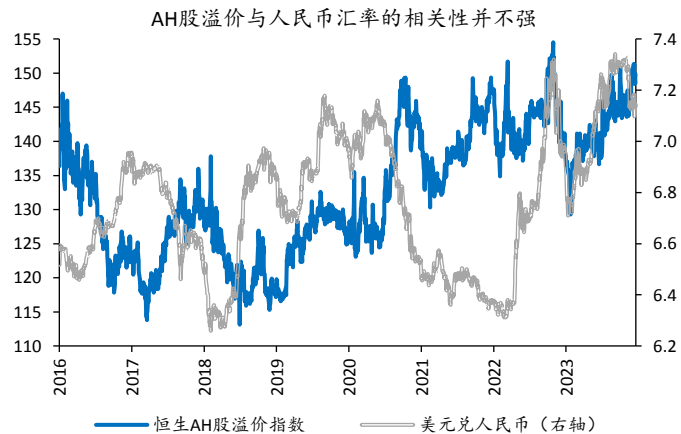
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 美元回落时, 主动型外资通常加入流入



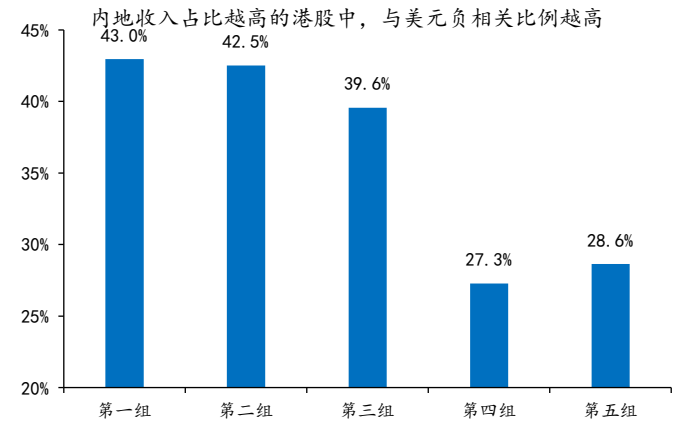
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: AH 股溢价率与人民币汇率相关性并不强



来源: Wind, 国金证券研究所

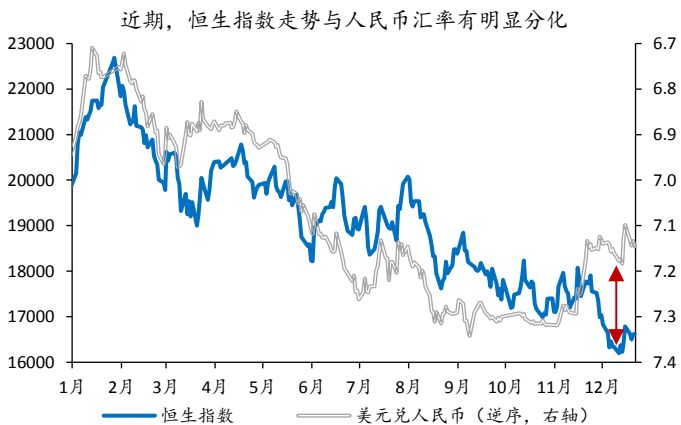
图表8: 内地收入占比越高的港股, 与美元负相关比例越高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

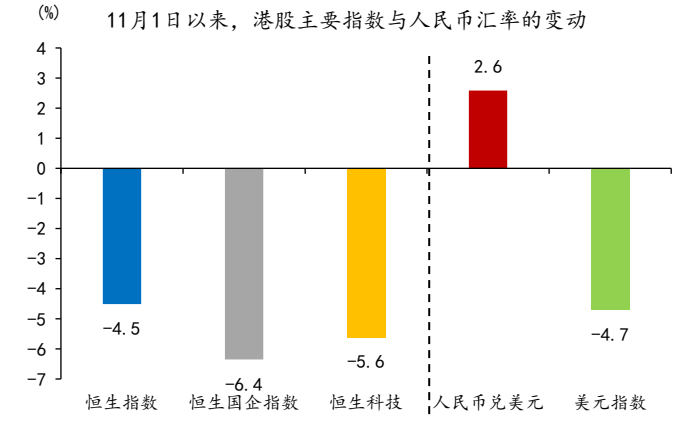
然而, 近期美元指数快速回落, 港股却仍在走弱, 二者间出现明显背离。11 月以来, 供求关系改善、经济数据走弱、投机扰动缓和的影响下, 美债利率大幅回落, 进而导致美元指数快速回落。截至 12 月 22 日, 美元指数大幅贬值 4.7%, 人民币兑美元升值 2.6%; 但港股却并未受到美元回落的提振, 恒生指数、恒生中国企业指数、恒生科技指数分别下跌 4.5%、6.4%、5.6%, 仍延续了前期的弱势表现。

图表9: 近期, 美元指数走弱, 港股却仍未走强



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 11 月 1 日以来, 美元贬 4.7%, 港股下跌 4.5%



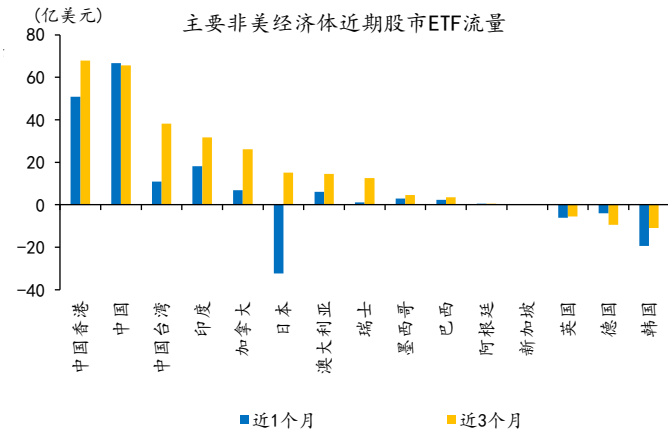
来源: Wind, 国金证券研究所



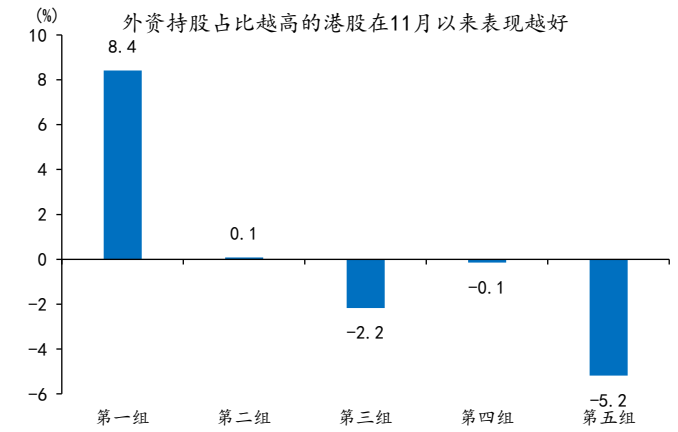
二问：美元回落，港股缘何不涨？南下资金流入放缓，业绩疲软是主要原因

第一，本轮美元回落中，外资流入的同时、南下资金流入却明显放缓，导致香港市场流动性改善程度不及过往。近期美元快速回落中，外资流动性确有改善：第一，近1个月、近3个月中，彭博统计下全球ETF分别有50.8亿美元、67.9亿美元流入港股市场；第二，外资偏好的港股在11月以来平均上涨8.4%、表现远优于其他港股。然而，南下资金行为模式的变化，则在一定程度上弱化了外资带来的流动性改善：历史上，南下资金与汇率关联性并不强，反而易受相对估值、相对收益等因素影响；但2022年以来，人民币汇率大起大落，使得内资对汇率关注度有所上升，近期人民币快速升值，港股内资占比有所下降。

图表11：近3个月中，大量ETF资金流入港股市场



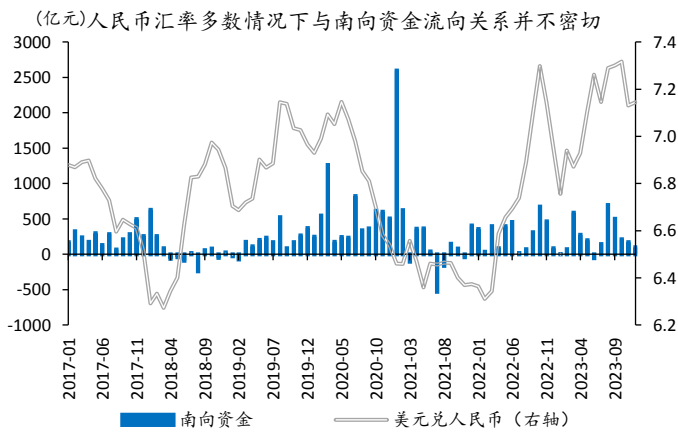
图表12：外资偏好的个股在11月以来的表现相对更好



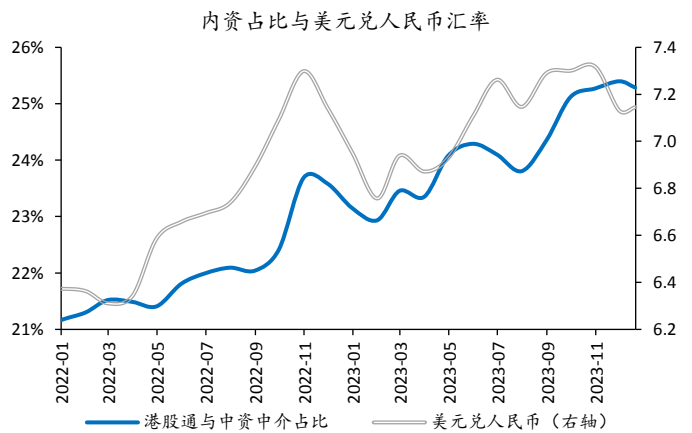
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：历史上，汇率与南下资金流向的关系并不明显



图表14：2022年以来，内资占比与汇率走势较为一致



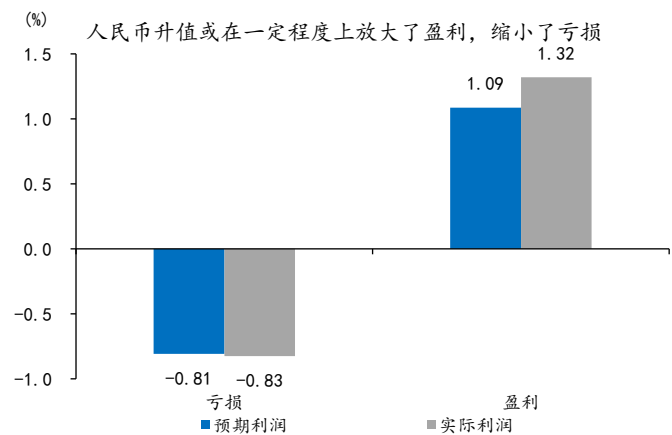
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

第二，今年港股较差的业绩表现，也导致美元回落对港股盈利的放大作用较为有限。汇率对内地经营、港股上市公司的业绩影响是一把双刃剑，美元回落既会放大盈利、也会扩大亏损，这一效应在今年港股三季报中也有体现：三季报港股盈利的公司业绩多超预期、亏损的公司业绩多低预期。今年全部港股中亏损企业数量占比高达47.1%，创2013年以来新高；恒生指数、恒生国企指数的过去12个月每股盈利也均创2013年以来新低。历史上，2016年也有过类似现象；彼时港股盈利不佳，美元指数与恒生指数相关性也明显走弱。近期，港股疲软的业绩表现，也再度弱化了换汇因素对人民币盈利的放大。

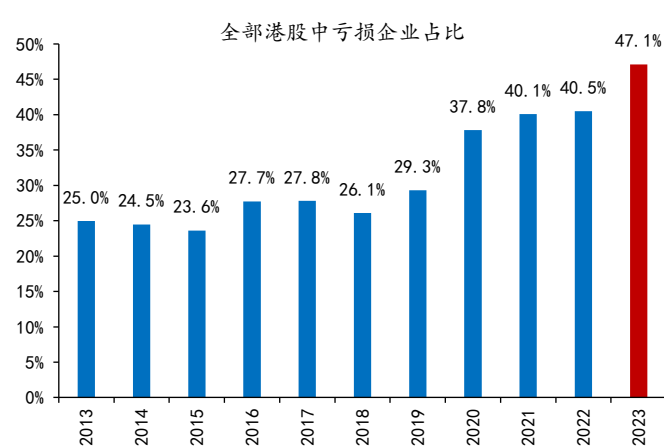


图表15: 三季报盈利企业业绩超预期、亏损企业低预期



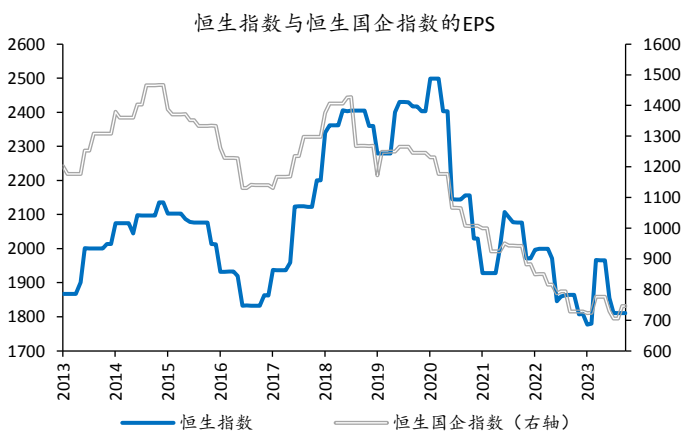
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 2023年港股亏损企业占比高达47.1%



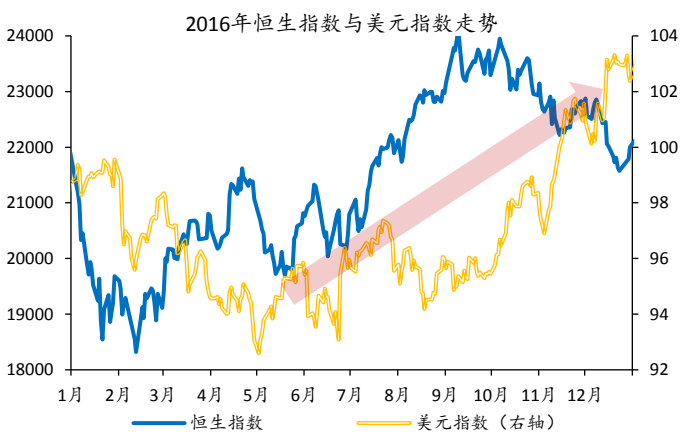
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 恒生指数、恒生国企指数EPS明显走低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

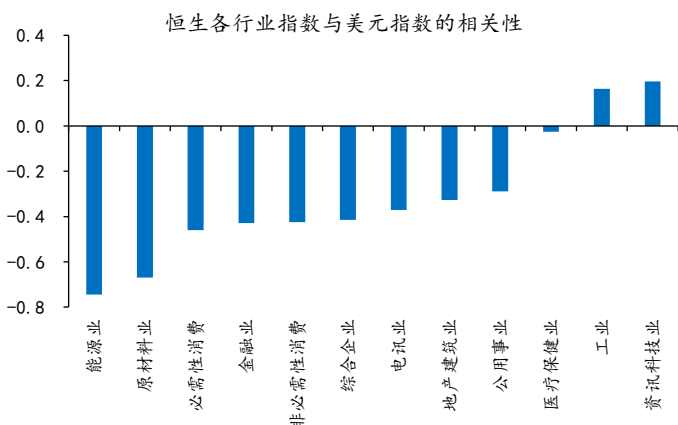
图表18: 2016年, 恒生指数与美元指数相关性较弱



来源: Wind, 国金证券研究所

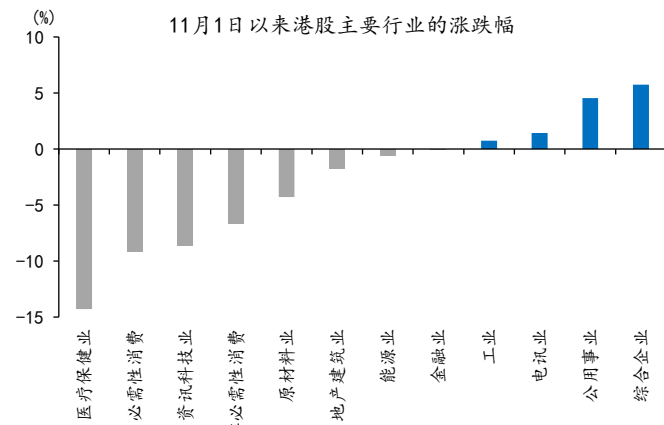
第三, 部分行业、个股近期表现疲弱, 对港股与美元指数的相关性也有扰动。历史回溯来看, 美元回落阶段, 能源、消费、金融地产等领域多有较好表现, 这些板块在港股市值占比也高达62%。然而近期海外需求不振、导致能源价格回落, 市场对金融地产与消费领域的信心也仍待巩固; 11月以来, 必选消费、可选消费、地产建筑业、能源业、金融业分别下跌9.2%、6.6%、1.8%、0.5%和0.1%。此外, 三季报、政策优化等事件对美国、药明生物、腾讯等公司也有明显冲击, 剔除后, 港股与美元的背离有一定程度的收窄。

图表19: 历史上, 能源、消费、金融地产对美元较敏感



来源: Wind, 国金证券研究所

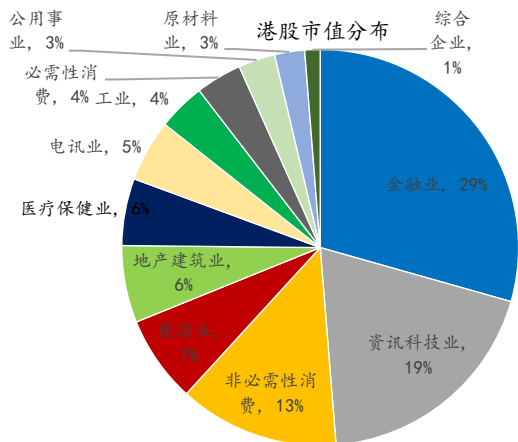
图表20: 11月以来, 消费、能源、金融地产表现不佳



来源: Wind, 国金证券研究所

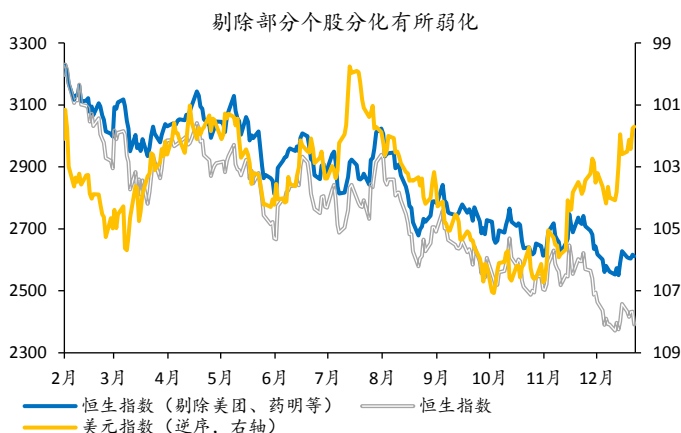


图表21: 金融地产在港股市值占比超4成



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 剔除部分个股后, 港股与美元的背离有所收窄



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问: 未来港股与美元关系可能的演绎? 联动或将回归, 港股弹性或强于A股

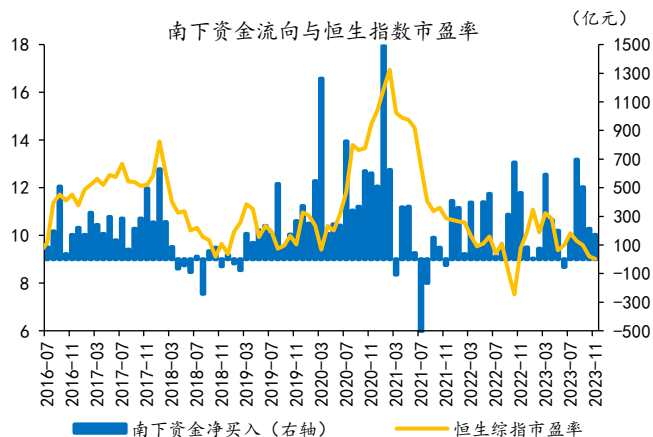
随着汇率波动的下降与港股盈利的改善, 港股与美元的负相关关系或将重新回归。一方面, 在前期快速升值后, 近期人民币汇率的升值速度已有所放缓, 南下资金有望回归非汇率主导的传统行为模式¹, 当前港股低位的绝对估值、相对估值均有一定吸引力。另一方面, 历史规律显示, 实际利率与库存行为反向、且弱领先; 当前实际利率处于历史绝对高位且下行趋势已确定、实际库存水平处于历史低位、修复的趋势也已开启, 加之政策加持, 2024年经济表现大概率较2023年会有所改善。随着国内经济的企稳复苏, 港股业绩或将改善, 也将强化“放大器效应”下汇率与港股的联动。

图表23: 近期, 人民币升值速度已有所放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 港股较低的市盈率有望吸引南下资金重新企稳



来源: Wind, 国金证券研究所

¹ 更多分析, 请参考《南下资金“全景”分析》。

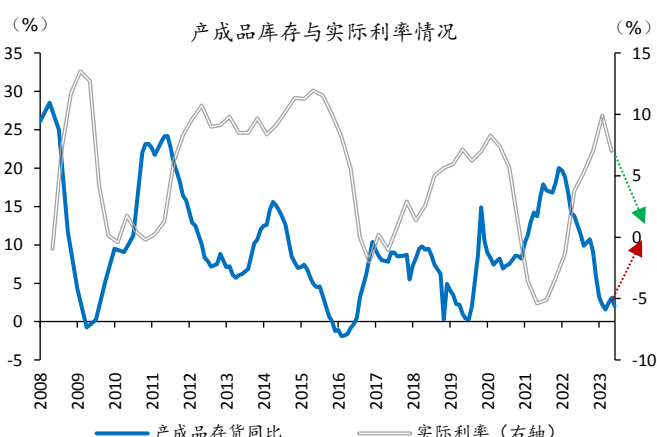


图表25: 港股盈利增速与国内经济增速息息相关



来源: Wind, 国金证券研究所

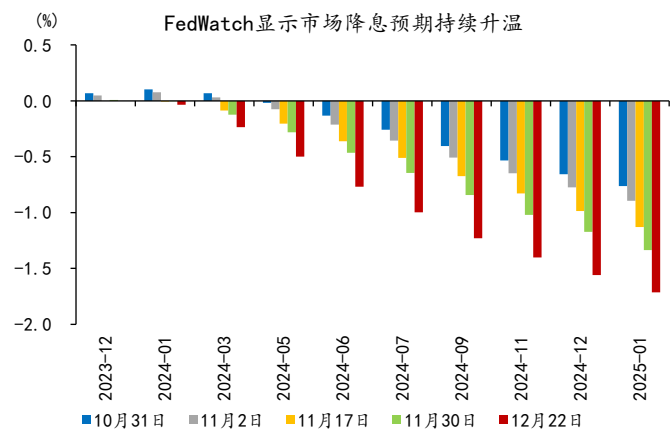
图表26: 实际利率回落, 有望助力库存周期的启动



来源: Wind, 国金证券研究所

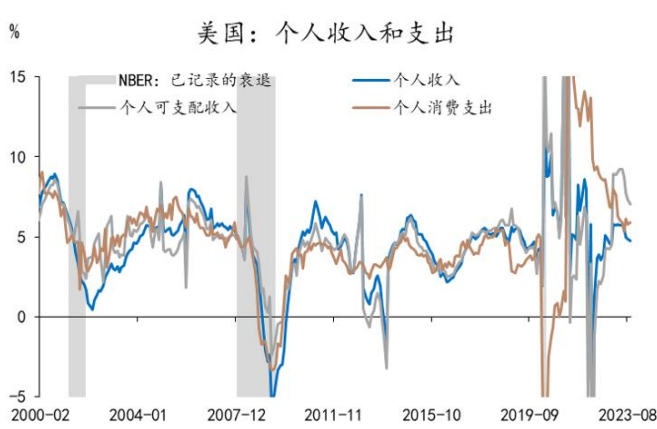
当下, 美联储已明确转向, 美国经济的韧性也在转弱; 首次降息开启之前, 美元或仍将延续弱势表现。第一, 12月美联储议息会议上, 鲍威尔首次承认通胀压力“缓和”、经济增速“放缓”, “鸽派”的声明标志着美联储已实质性转向; 历史回溯来看, 从加息到降息的间隔期, 美元指数在后半程多趋于回落。第二, 从基本面角度来看, 随着超额储蓄的消耗、个人收入的减少、个税抵扣的结束与利息支出的挤压, 消费韧性减弱后, 美国经济动能或将继续衰减, 也难对美元指数形成支撑。整体而言, 美元指数易降难升。

图表27: 11月以来, 市场降息预期持续升温



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 美国个人可支配收入拐点已现



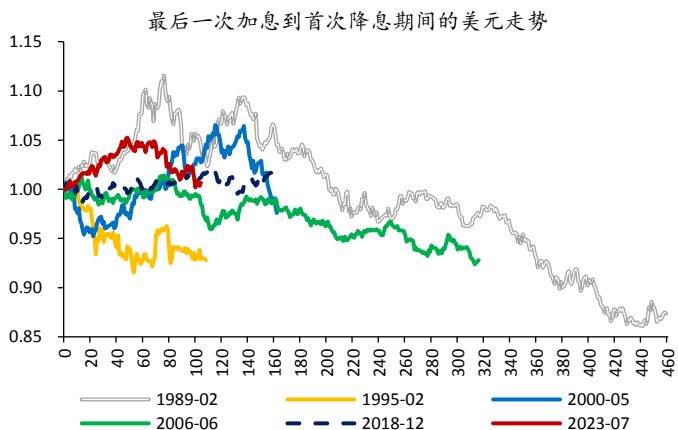
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 当下, 美国经济延续走弱, 欧洲经济小幅改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 从加息到降息的间隔期, 美元指数多数走弱



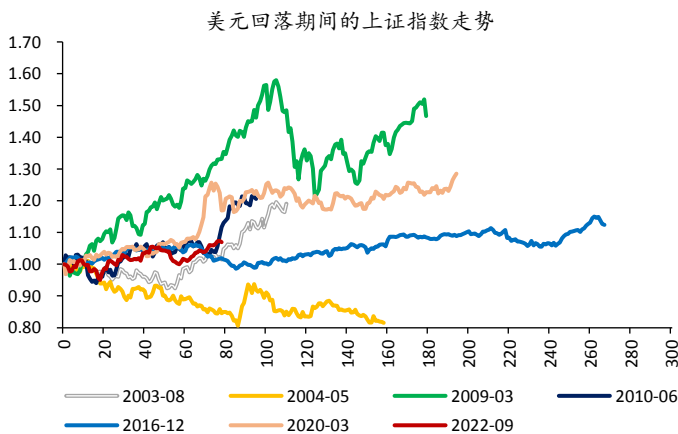
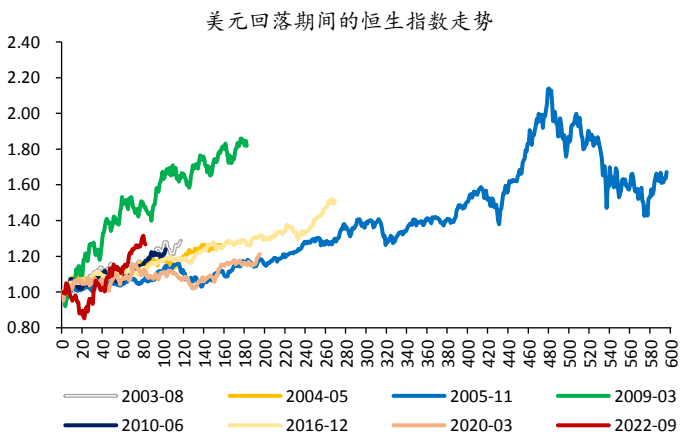
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



历史回溯来看，美元走弱，港股多有更大上涨“弹性”。过去20年中，美元共有过8轮典型的下行阶段。这8轮中，恒生指数股平均上涨38.3%、远大于上证指数的18.6%；8轮中，港股也仅在2007年冲击下与2020年两次海外衰退时、涨幅略低于A股。行业层面来看，港股中，金融业、必需消费业、能源业、综合、工业在过去8次美元下行周期中悉数上涨，也有着较高的涨幅，平均涨幅分别为81.3%、68.5%、57.3%、56.6%和55.5%。

图表31：美元回落期间，港股多数走强

图表32：美元回落期间，A股也多有较好的市场表现

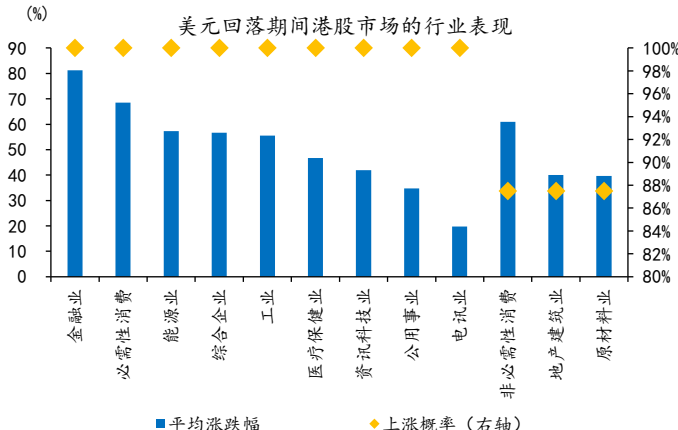
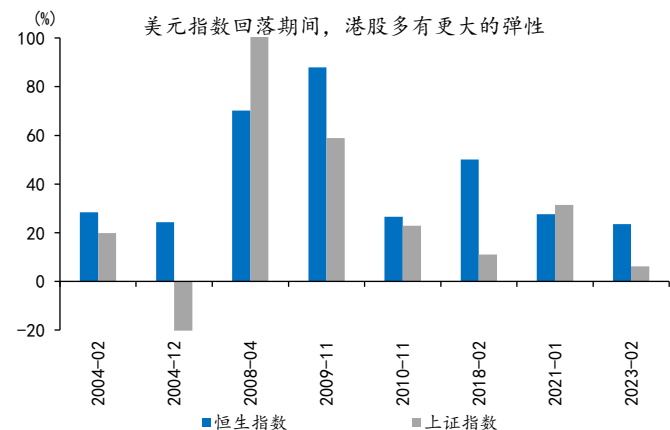


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表33：相较A股，港股在美元回落时“弹性更大”

图表34：金融、必需消费、能源等行业表现较为突出



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 历史回溯来看，美元与港股有着显著的负相关关系。美元回落时，外资的流入与港股盈利的被动放大，或是历史经验中港股上涨的主要驱动。一方面，美元走弱时，香港金融条件趋于宽松，主动型外资往往大量流入，推高港股。另一方面，内地公司占港股市值近7成，这类公司日常经营中盈利、营收均由人民币计价；当美元贬值时，换算成港币的盈利会被放大，进而带来港币计价下港股价格的抬升。
- 2) 然而，11月以来，美元指数大幅贬值4.7%，恒生指数却下跌4.5%、延续了前期的弱势表现。二者背离的原因：1、本轮美元回落中，外资流入的同时、南下资金流入却明显放缓，导致香港市场流动性改善程度不及过往。2、今年港股较差的业绩表现，也导致美元回落对港股盈利的放大作用较为有限。3、金融地产、消费等行业，以及事件冲击下部分个股的弱势表现，对港股与美元指数的相关性也有扰动。
- 3) 随着汇率波动的下降与港股盈利的改善，港股与美元的负相关关系或将重新回归。一方面，在前期快速升值后，近期人民币汇率的升值速度已有所放缓，南下资金有望回归非汇率主导的传统行为模式，当前港股低位的估值有一定吸引力。另一方面，随着国内经济的企稳复苏，港股业绩或将改善，也将强化“放大器效应”下汇率与港股的联动。历史回溯来看，如果美元“走弱”，港股多有更大的上涨“弹性”。

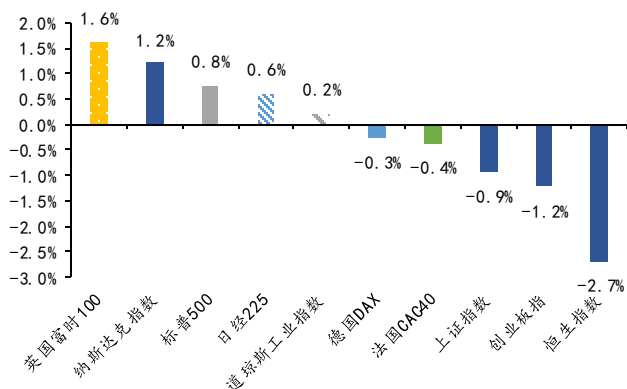


二、大类资产高频跟踪 (2023/12/18-2023/12/22)

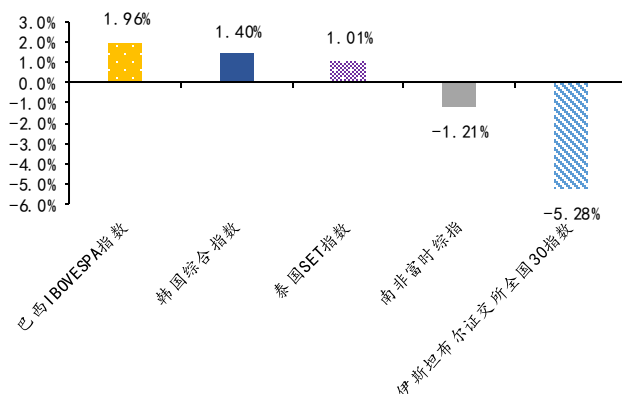
(一) 权益市场追踪：全球资本市场走势分化

发达国家股指走势分化，新兴市场股指走势分化。英国富时 100、纳斯达克指数和标普 500 分别上涨 1.6%、1.2%和 0.8%，而上证指数、创业板指和恒生指数分别下跌 0.9%、1.2%和 2.7%。巴西 IBOVESPA 指数、韩国综合指数和泰国 SET 指数分别上涨 1.96%、1.40%和 1.01%，南非富时综指、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数分别下跌 1.21%和 5.28%。

图表35：当周，发达国家股指走势分化



图表36：当周，新兴市场股指多数上涨

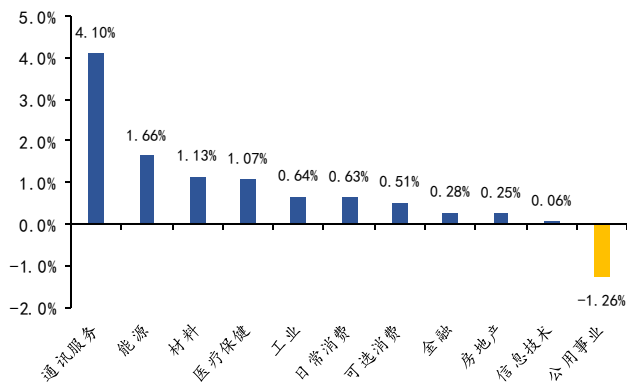


来源：Wind，国金证券研究所

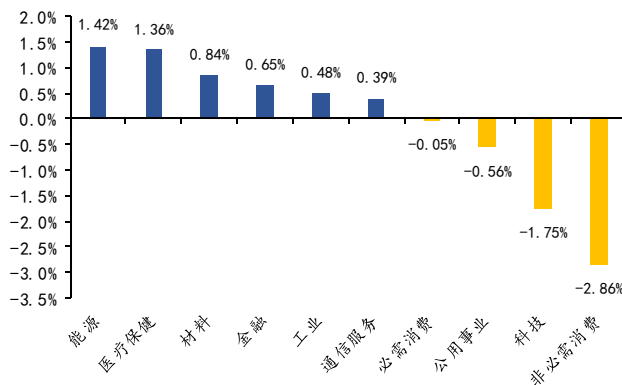
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看，本周美股行业多数上涨。其中通讯服务、能源和材料领涨，分别上涨 4.10%、1.66%和 1.13。从欧元区行业板块来看，本周行业多数上涨。其中能源、医疗保健和材料领涨，分别上涨 1.42%、1.36%和 0.84%。

图表37：当周，美股行业多数上涨



图表38：当周，欧元区行业多数上涨



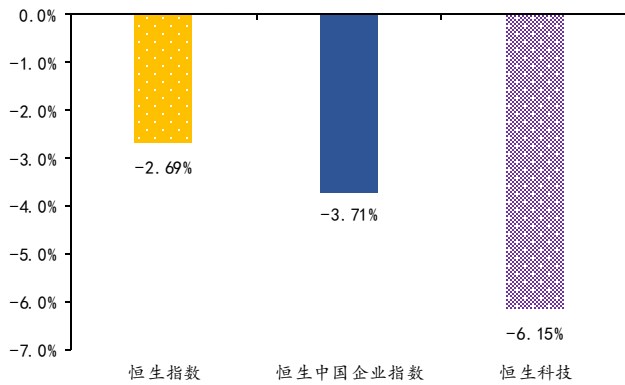
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

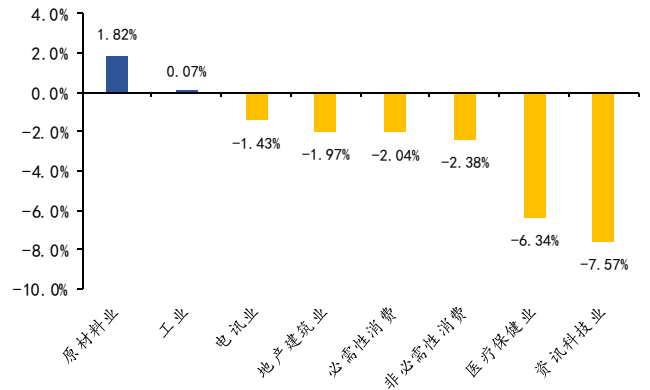
香港市场全线下跌，恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技分别下跌 2.69%、3.71%和 6.15%。行业方面，恒生行业普遍下跌，其中资讯科技、医疗保健和非必需性消费领跌，分别下跌 7.57%、6.34%和 2.38%，仅原材料上涨 1.82%。



图表39: 当周, 恒生指数全线下跌



图表40: 当周, 恒生行业普遍下跌



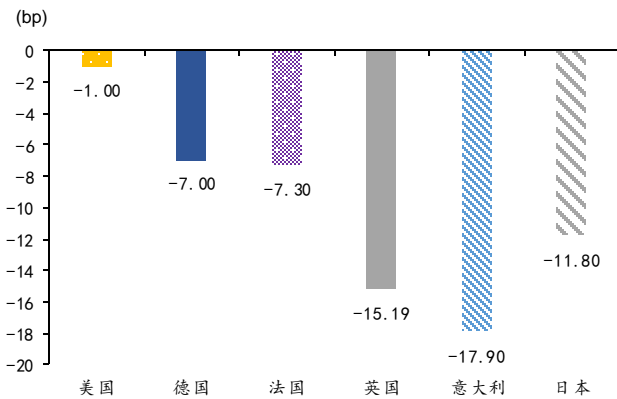
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

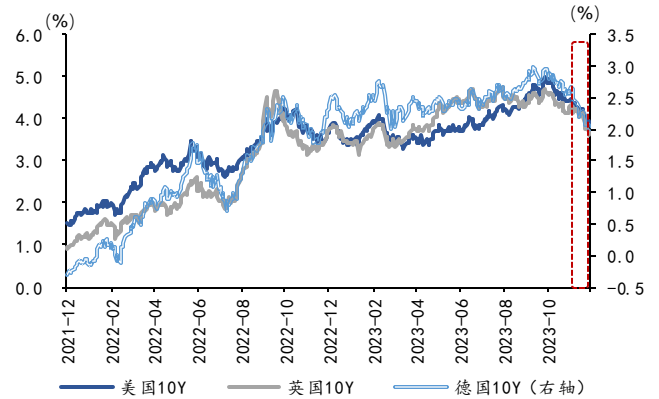
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线下跌

发达国家 10 年期国债收益率全线下跌。美国 10Y 国债收益率下行 1bp 至 3.9%，德国 10Y 国债收益率下行 7.0bp 至 2.00%；法英两国 10Y 国债收益率分别下行 7.3bp 和 15.19bp。

图表41: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线下跌



图表42: 当周, 10Y 收益率美英德均下跌

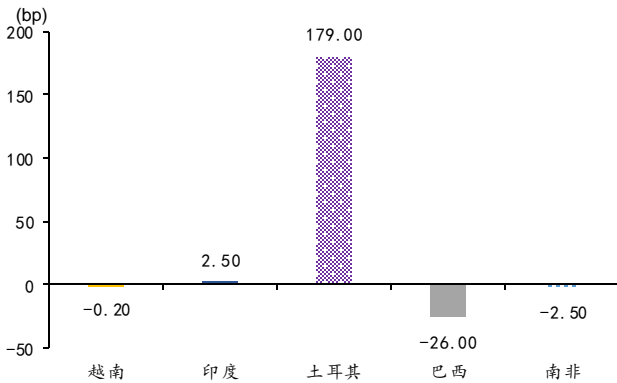


来源: Wind, 国金证券研究所

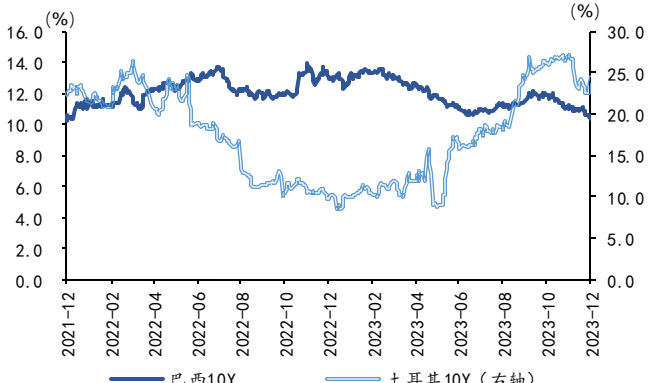
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率走势分化，土耳其和印度 10Y 国债收益率分别上行 179bp、2.5bp，巴西 10Y 国债收益率分别下行 26.00bp。

图表43: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率走势分化



图表44: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率分化



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

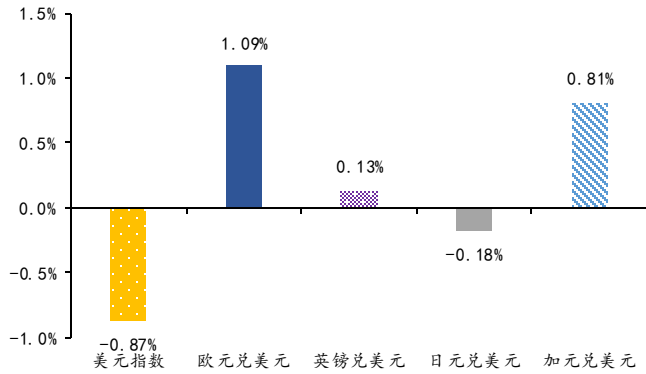
(三) 外汇市场追踪: 美元指数下跌, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值

美元指数下跌, 本周下跌 0.87% 至 101.70。欧元、英镑和加元兑美元分别升值 1.09%、0.13% 和 0.81%，仅日元兑美元贬值 0.18%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨，雷亚尔、菲律

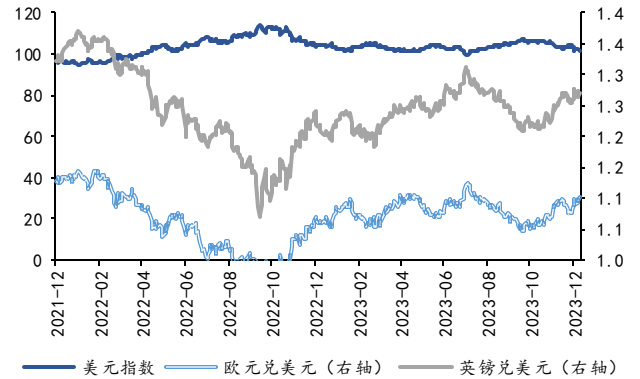


宾比索和印尼卢兑美元比分别上涨 1.63%、0.8%和 0.36%，土耳其里拉和韩元兑美元分别下跌 0.84%和 0.05%。

图表45: 当周, 美元指数下跌



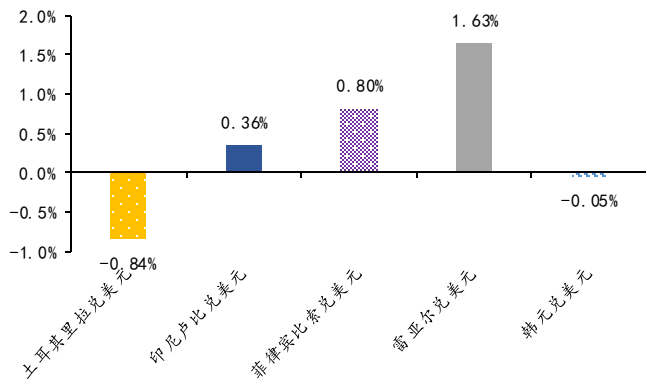
图表46: 当周, 英镑、欧元兑美元走势上涨



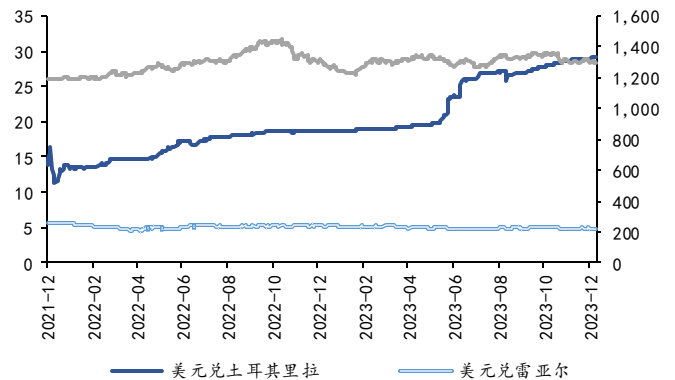
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 当周, 主要新兴市场兑美元多数上涨



图表48: 土耳其里拉和韩元兑美元均下跌

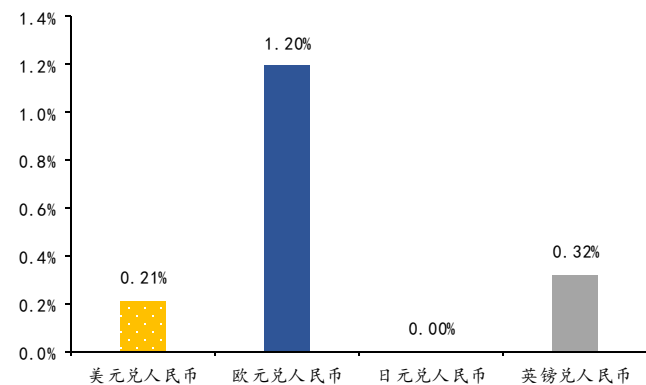


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑欧元、英镑和美元分别贬值 1.2%、0.32%和 0.21%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 151bp 至 7.13，美元兑离岸人民币汇率上行 186bp 至 7.15。

图表49: 当周, 人民币兑美元、欧元和英镑均贬值



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、黑色全线上涨, 有色、农产品走势分化

原油、贵金属、黑色全线上涨, 有色、农产品走势分化。其中 WTI 原油、布伦特原油和 COMEX 银分别下跌 3.44%、3.71%和 2.03%; 生猪下跌幅度最大, 为 4.55%。



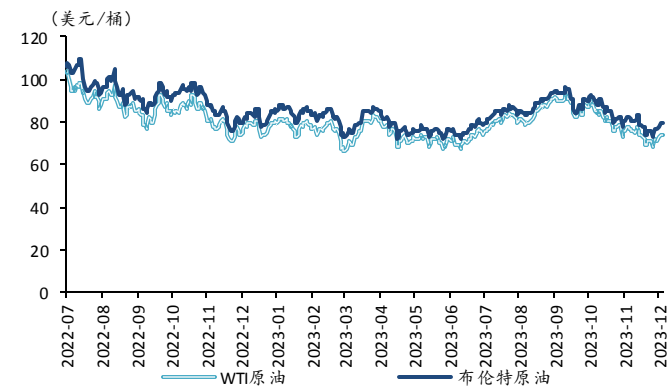
图表51: 当周, 商品价格走势分化

类别	品种	2023-12-22	2023-12-15	2023-12-08	2023-12-01	2023-11-24
原油	WTI 原油	3.44%	0.28%	-3.83%	-1.95%	-0.46%
	布伦特原油	3.71%	0.94%	-3.85%	-2.11%	-0.04%
贵金属	COMEX 黄金	1.30%	0.68%	-3.31%	3.61%	1.05%
	COMEX 银	2.03%	3.80%	-9.73%	5.07%	1.87%
有色	LME 铜	-0.16%	1.63%	-1.25%	1.56%	1.93%
	LME 铝	-0.71%	4.61%	-1.53%	-1.49%	0.59%
	LME 镍	-0.88%	0.56%	0.03%	4.01%	-4.79%
	LME 锌	1.67%	4.13%	-2.16%	-2.85%	-0.62%
黑色	玻璃	0.00%	-8.65%	-0.63%	10.41%	0.46%
	焦煤	1.44%	-16.59%	25.85%	-4.76%	1.33%
	沥青	2.06%	-0.53%	-0.03%	1.40%	-0.58%
	铁矿石	2.59%	-3.42%	4.37%	-2.40%	3.19%
	螺纹钢	3.95%	-0.82%	-0.46%	-1.39%	0.79%
农产品	生猪	-4.55%	6.42%	-1.62%	1.29%	0.00%
	棉花	-0.71%	-0.26%	1.84%	0.26%	-3.06%
	豆粕	-0.33%	-0.38%	1.95%	-3.48%	-1.16%
	豆油	0.30%	-1.83%	-1.32%	-0.02%	-1.72%

来源: Wind, 国金证券研究所

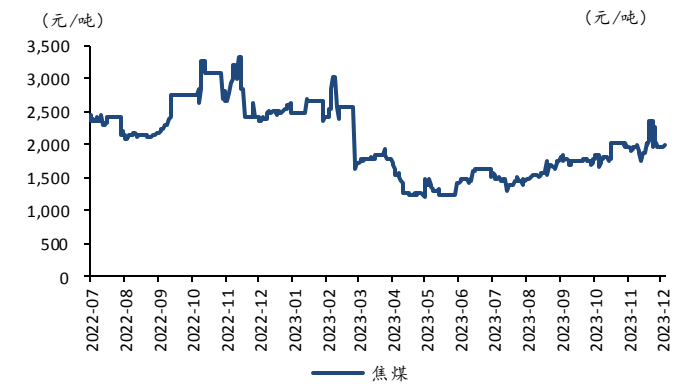
原油价格、黑色价格均上涨。WTI 原油价格上涨 3.44%至 73.56 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 3.71%至 79.07 元/桶。焦煤上涨 1.44%至 2003 元/吨; 螺纹钢价格上涨 3.95%至 4007 元/吨, 铁矿石上涨 2.59%至 1044 元/吨, 沥青下跌 2.06%至 3655 元/吨。

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

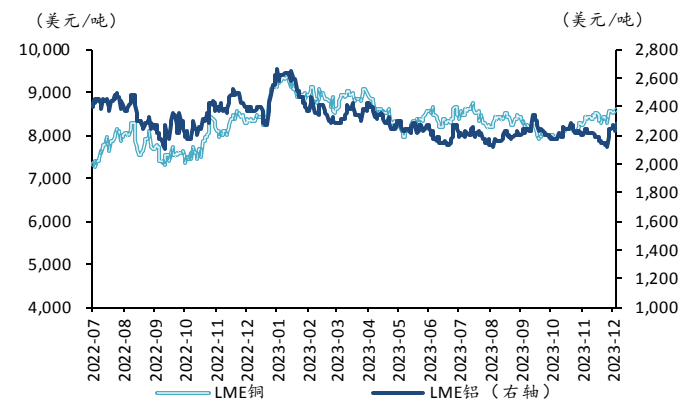


来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格均下跌, 贵金属价格上涨。LME 铜下跌 0.16%至 8593 美元/吨, LME 铝下跌 0.71%至 2279 美元/吨。通胀预期从前值的 2.22%下降至 2.19%。COMEX 黄金上涨 1.73%至 2018.3 美元/盎司, COMEX 银上涨 2.03%至 24.17 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.69%升至 1.71%。



图表54: 当周, 铜铝价格均下跌



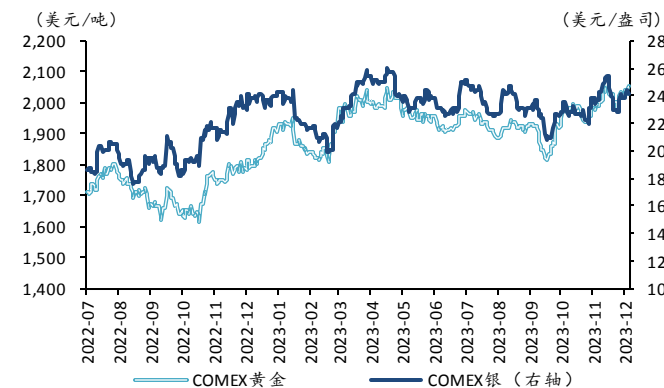
图表55: 当周, 通胀预期降温



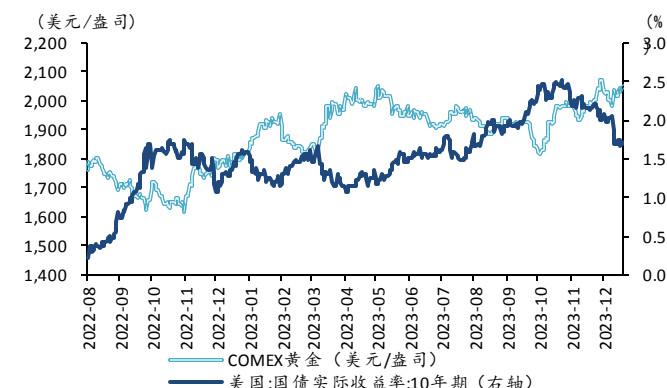
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 黄金、白银均上涨



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

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究