

宏观周报

2023年07月16日

美元指数进入下行周期？

——热点与高频 20230716

核心内容：

1. 尽管我们年初就判断的美元指数年内向下的大方向不会改变，但要警惕三季度美国 CPI 反弹和预期扰动导致美元指数小幅反弹的风险。

(1) 首先 7 月与 8 月美国的 CPI 可能由于低基数效应回升至 3.2% 至 3.5%，四季度预计保持在 3% 左右，仅 12 月会因为基数再度小幅反弹。核心 CPI 保持缓慢下降，基准预测仍是年末 3.8%，乐观情况之下可以回落至 3.5%。总体上，下半年美国 CPI 并不存在显著反弹的风险。核心 CPI 则预计保持缓慢下降的状态。所以，仅从短期通胀控制角度考虑，美联储大概率在三季度终止加息。

(2) 但是美联储对核心通胀下行的斜率和其中期的走势仍抱有一定担忧。首先，薪资增速仍保持韧性，对应 PCE 指数的核心服务增速走平。其次，美国房价环比回升、股市上涨所产生的财富效应在中期也不利于通胀控制，超额储蓄也能支撑短期的消费韧性。最后，近期金融条件也再度放松。因此美联储官员近期的发言相对偏鹰，目前还不能排除 9 月按点阵图加息的可能。

(3) 美元快速下行也并未得到美欧利差和经济差异的充分支持。在欧元区经济表现疲弱、欧央行也有相当概率在三季度之后停止加息的情况下，美元继续快速下行面临阻力。而 8、9 月美国 CPI 的回升和核心 CPI 的韧性也容易引发预期再度变化。

2. 国内风险偏好有一定修复。6 月 CPI 同比 0.0%（前值 0.2%）；PPI 同比 -5.4%（前值 -4.6%）社融增速下降至 9.0%（前值 9.5%），M2 增速降至 11.3%（前值 11.6%），但利率没有进一步下行，截止 7 月 14 日 10 年期国债收益率收于 2.65%。股市和商品有小幅上行，其中上证综指收于 3238，沪深 300 指数收于 3899，螺纹钢 3774 元/吨。主要原因是美元指数显著回落，USDCNY 回到 7.13，贬值压力缓解。

3. 美国 6 月 CPI 下行幅度超预期，美元指数与美国国债收益率回落，全球风险资产普遍上行。美国 10 年期国债收益率从 7 月 7 日的 4.06% 降至 7 月 14 日的 3.83%，美元指数从 7 月 7 日的 102.5 进一步下降至 7 月 14 日的 99.96。道指、纳指从 7 月 7 日的 33922.3、13660.7 回升至 7 月 14 日的 34509、14113.7。商品方面，伦敦黄金价格升至 1953.7 美元/盎司、LEM 铜价升至 8651 美元/吨、布伦特原油价格升至 79.9 美元/桶，周中突破 80 美元/桶；CRB 工业品指数 7 月涨幅达到 4.5%。

4. 重要事件：本周关注美国总统气候问题特使克里访华；中国 7 月 LPR、二季度 GDP 与 6 月经济数据；欧元区、日本 6 月 CPI；美国 6 月零售、成屋销售；G20 财长和央行行长会议等。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

分析师助理：于金潼

风险提示：

1. 持续通缩的风险
2. 政策时滞的风险
3. 海外衰退的风险

宏观日历

日期	事件或数据
7月17日（周一）	1. 中国7月MLF利率 2. 中国二季度GDP、6月就业、消费、工业、固定资产投资、房地产等
7月18日（周二）	1. 美国6月零售 2. G20财长和央行行长会议
7月19日（周三）	1. 欧元区6月CPI
7月20日（周四）	1. 中国7月LPR报价 2. 美国6月成屋销售
7月21日（周五）	1. 日本6月CPI
7月22日（周六）	-
7月23日（周日）	-
7月24日（周一）	-
7月25日（周二）	1. IMF公布2023年7月《世界经济展望》
7月26日（周三）	-
7月27日（周四）	1. 美联储公布利率决议并召开新闻发布会 2. 欧央行公布利率决议并召开新闻发布会 3. 美国二季度GDP 4. 中国6月工业企业绩效
7月28日（周五）	1. 美国6月PCE
7月29日（周六）	-
7月30日（周日）	-

资料来源：Wind，金十数据，中国银河证券研究院

一、市场热点：美元指数进入下行周期？

由于美国 6 月 CPI 低于预期，市场已经开始提前交易美联储停止加息，美元指数因此快速降至 100 以下，在这一时点也需要考虑美元的下行在短期和中期是否可以持续。

首先需要考虑美国通胀是否存在反弹的可能性以及反弹的幅度。由于 7、8 月份存在低基数效应，CPI 大概率回升至 3.2% 至 3.5% 的范围内，但四季度应整体保持在 3% 左右的均值，仅 12 月由于基数可能再度小幅回升。需要注意，通过非季调名义环比增速预测 CPI 可以看出：1. 未季调 CPI 环比下半年增速明显弱于上半年；2. 季调 CPI 环比 11 月和 12 月转负概率较高。因此，美国 CPI 下半年并不存在显著反弹风险，更多保持低位。核心 CPI 则预计保持缓慢下降的状态，乐观情况下可以回落至 3.5%，但我们认为基准仍是 3.8%。所以，仅从短期通胀控制角度考虑，美联储本轮加息大概率在三季度终止。

虽然短期通胀控制并不是问题，但美联储对核心通胀下行的斜率和其中期的走势仍抱有一定担忧。首先，薪资增速放缓较慢，对应 PCE 指数核心服务增速近期走平并与 CPI 核心服务出现背离。其次，美国房价环比回升、权益资产上涨所产生的财富效应在中期也不利于通胀控制，超额储蓄也仍可支撑短期消费韧性；最后，近期金融条件再度放松，这也是美联储所不愿看到的。在此基础上，美联储官员近期发言仍保持偏鹰派的引导，因此还不能排除 9 月按点阵图加息的可能。

同时，美元的快速走弱并未得到美欧利差和经济差的充分支持。在欧元区经济表现疲弱、欧央行也有相当概率在三季度后停止加息的情况下，美元继续快速下行面临阻力。而 8、9 月美国 CPI 的回升和核心 CPI 的韧性也易带来预期的再度动荡。因此，尽管我们年初即判断为美元年内向下的大方向较难改变，但仍需要警惕三季度通胀数据和预期扰动导致美元小幅反弹的可能性，但四季度美元将再次进入下行趋势。

表：未季调 CPI 环比增速下半年将会跟随季节性规律显著弱化，名义通胀并不会显著反弹

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	当月均值
1	-0.50	0.20	0.60	0.50	0.20	0.40	0.40	0.80	0.80	0.38
2	0.40	0.10	0.30	0.50	0.40	0.30	0.50	0.90	0.60	0.44
3	0.60	0.40	0.10	0.20	0.60	-0.20	0.70	1.30	0.30	0.44
4	0.20	0.50	0.30	0.40	0.50	-0.70	0.80	0.60	0.50	0.34
5	0.50	0.40	0.10	0.40	0.20	0.00	0.80	1.10	0.30	0.42
6	0.40	0.30	0.10	0.20	0.00	0.50	0.90	1.40	0.30	0.46
7	0.00	-0.20	-0.10	0.00	0.20	0.50	0.50	0.00		0.11
8	-0.10	0.10	0.30	0.10	0.00	0.30	0.20	0.00		0.11
9	-0.20	0.20	0.50	0.10	0.10	0.10	0.30	0.20		0.16
10	0.00	0.10	-0.10	0.20	0.20	0.00	0.80	0.40		0.20
11	-0.20	-0.20	0.00	-0.30	-0.10	-0.10	0.50	-0.10		-0.06
12	-0.30	0.00	-0.10	-0.30	-0.10	0.10	0.30	-0.30		-0.09

二、高频数据

图 1：美国 10 年期、1 年期国债收益率



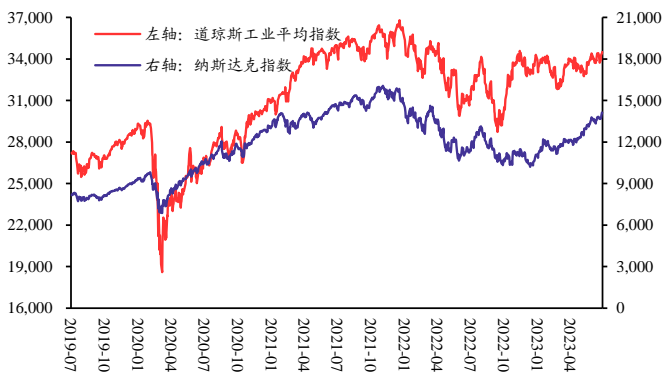
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格



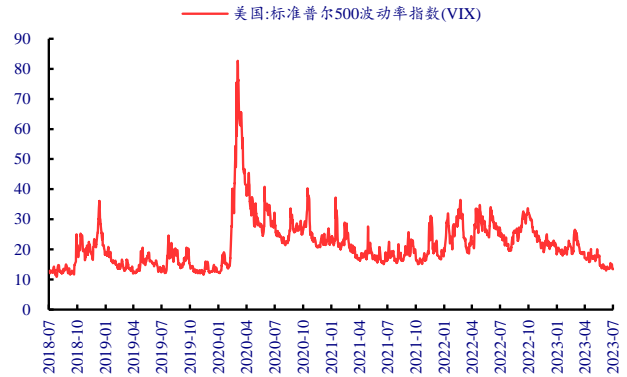
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：美股道指、纳指



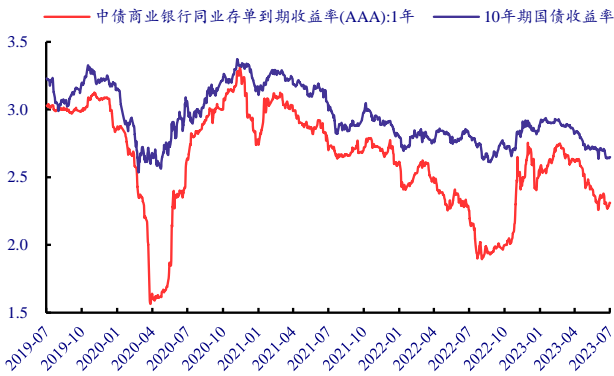
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美股标普指数的波动率指数 (VIX)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：美元指数与 USDCNY



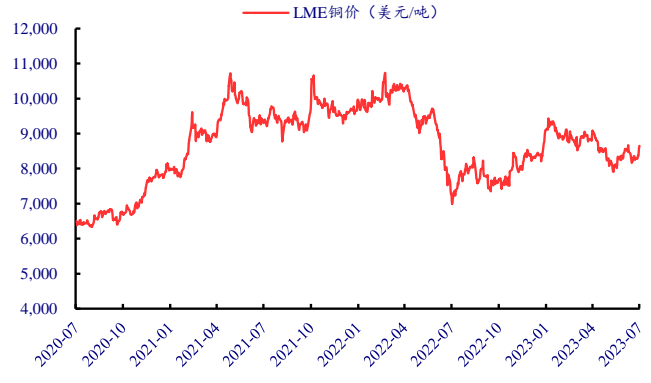
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：布伦特原油期货价与 CRB 工业原料指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：LME 铜价（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：上期所螺纹钢和热卷价格（元/吨）



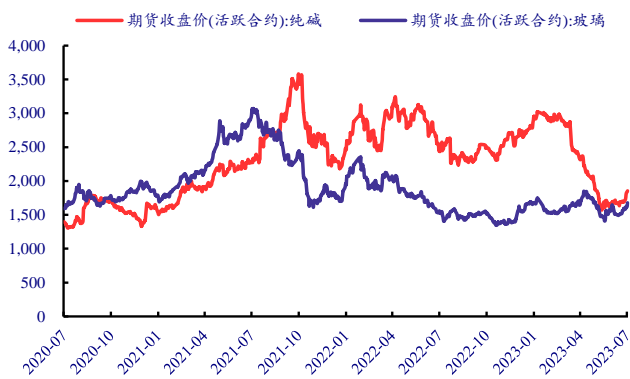
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



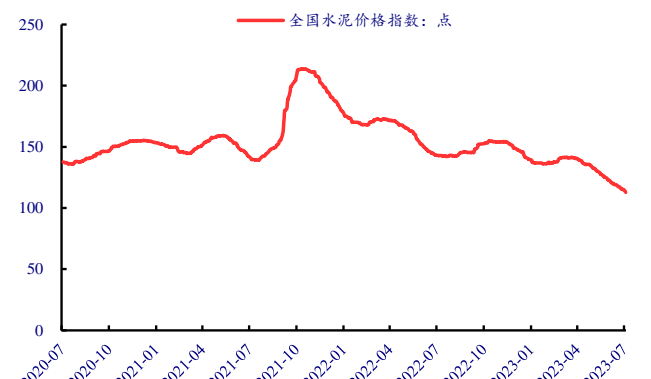
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：郑商所纯碱与玻璃价格（元/吨）



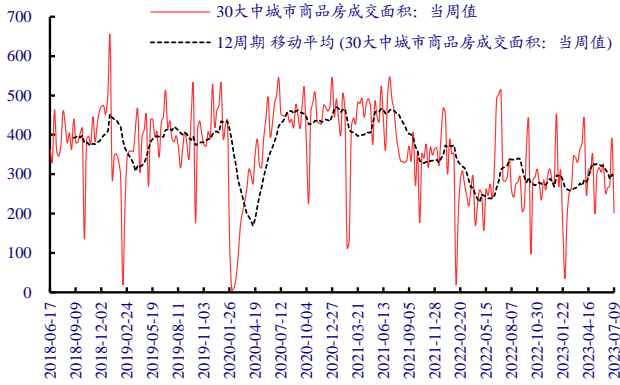
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：全国水泥价格指数（点）



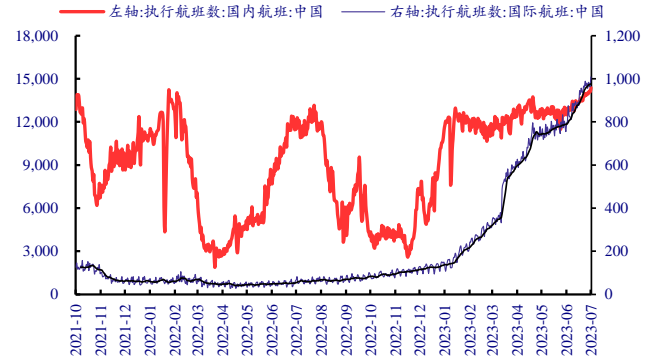
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



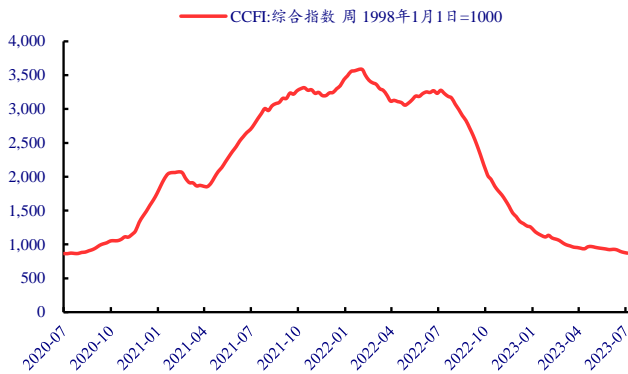
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 执行国内航班数与国际航班数



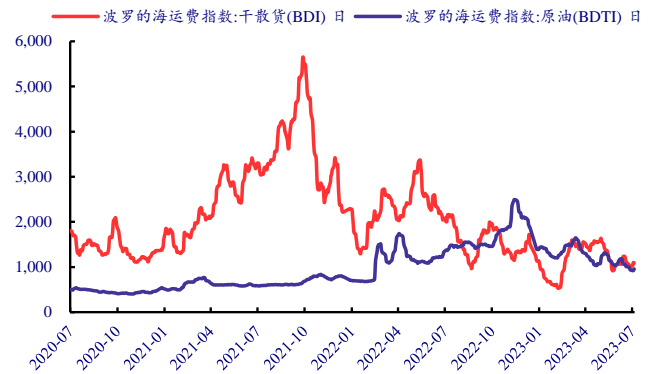
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



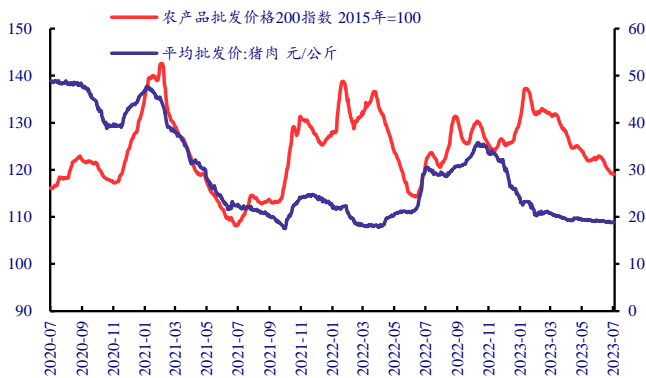
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



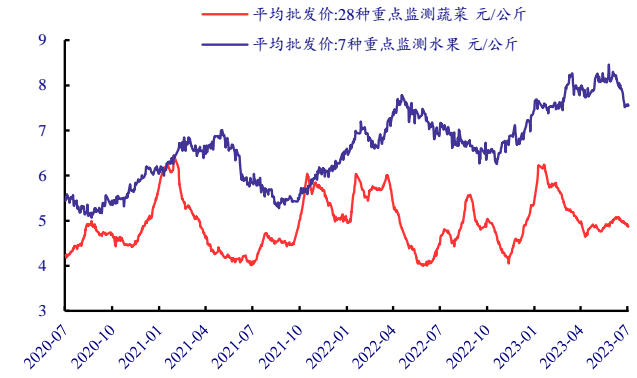
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国 10 年期、1 年期国债收益率.....	4
图 2: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格.....	4
图 3: 美股道指、纳指.....	4
图 4: 美股标普指数的波动率指数 (VIX)	4
图 5: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率.....	4
图 6: 美元指数与 USDCNY	4
图 7: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数.....	5
图 8: LME 铜价 (美元/吨)	5
图 9: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)	5
图 10: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	5
图 11: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)	5
图 12: 全国水泥价格指数 (点)	5
图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	6
图 14: 执行国内航班数与国际航班数.....	6
图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	6
图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)	6
图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价.....	6
图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)	6

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn