

辨析 Jackson Hole 鹰声、“认房不认贷”的深层逻辑

主题报告

深度专题暨双循环周报（第 23 期）

投资要点

- ◆ **鲍威尔 Jackson Hole 年会讲话提出远超市场预期的强硬逻辑。**讲话明确提出“准备在适当情况下继续加息”。我们认为市场仍对鲍威尔的强硬程度有明显低估。讲话基于三点原因暗示美国核心通胀近期走弱是暂时性的。1) 耐用品供给近期阶段性增加较快，但显然耐用品供给和库存的改善不会持续太久；2) 房租降温滞后时间长，加上在后面部分对近期房价重新上涨的关注，鲍威尔并未明确提出房租可能在未来何时迎来大幅下跌的指引；3) 非住宅服务价格利率敏感度低，实际上指向了去年以来愈演愈烈的薪资通胀螺旋问题。**紧接着，鲍威尔给出三点美联储可能需要进一步紧缩的理由。**展望未来，报告指出居民消费过热推动经济超过潜在增速走强、房地产市场边际回暖、劳动力市场仍然紧张三大因素共存，暗示美联储仍将采取较市场预期明显更为强硬的紧缩立场。**维持年内再加一次的预测，上修美元美债利率预测，推迟降息时点展望。**报告以“我们将恪守此路径直至目标实现（We will keep at it until the job is done）”收尾。我们上修年底前美元指数路径中枢预测至 104.5（此前预测为 100-103 区间），上修年底 10Y 美债收益率预测至 4.2%-4.3% 区间，维持 11 月美联储再加息 1 次 25BP 至 5.5%-5.75% 区间的预测不变，推迟美联储首次降息时点预测至 2024 年 6 月以后。**美联储明年上半年之前的货币政策强硬鹰派立场可能持续对我国货币政策的边际宽松、以及人民币汇率带来小幅的约束和压力，对此应有充分的心理准备。**
- ◆ **“认房不认贷”作为选用工具纳入“一城一策”工具箱，可能加速在二线城市落地，一线城市难度较大；分析本轮地产需求政策结构性放松，需坚持底线思维，兜底不是刺激。**本轮持续两年的房地产市场深度调整反映出先进制造业、研发科技型企业过度集中于人口密度已经过大、人地矛盾较为突出的一线城市和东南沿海地区。正因如此去年以来的政策放松均在“因城施策”框架内进行，一线城市都不仅比二三线城市严格几个档次，而且也都高于全国普遍通行标准，这意味着本轮纳入一城一策工具箱的“认房不认贷”措施，作为一项可选工具，一定是首先在二线城市加速铺开（三线城市本来就没什么这方面限制），而一线城市只有在确认放松不会对三线城市形成新的人口和产业虹吸效应的基础上，在首先放松至全国通行标准之后，才有可能采取更为放松的可选政策工具。当前三线城市住宅需求继续下滑未见见底迹象，一线城市高位持续回落，8 月以来二线城市率先呈现企稳迹象，预计在“认房不认贷”工具加持下，二线城市地产有望首先摆脱连续降温趋势，企稳并逐步回升。**中长期视角下，本轮我国地产调整相对美日较为健康。**我们维持本轮地产调控以二三线城市用足当前政策空间为主的预测不变。建议对二线城市房地产市场提升一定的展望乐观度。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**美欧日股市涨幅领先，A 股本周明显下跌，建筑装饰、电力设备跌幅最深；短端美债收益率上行幅度较大，1Y 国债收益率上行 5BP，中美 10Y 利差收窄；美元指数上行，人民币信心边际企稳，逆势小幅升值；金价下跌趋势中小幅反弹、铜价小幅上涨，煤价、油价下跌。
- ◆ **风险提示：**美联储超预期加息风险；地产需求复苏慢于预期风险。

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- LPR 点评（23.8）-向 1 年期倾斜的 LPR 降息说明三个问题 2023.8.21
- 汇率专题·暨双循环周报（第 22 期）-美元与人民币汇率背离：原因与展望 2023.8.19
- 货币政策执行报告（23Q2）点评-央行决心加大调控力度、防范汇率超调风险 2023.8.17
- 经济数据点评（2023.7）-地产、投资、可选消费普遍阶段性走弱 2023.8.15
- 人民银行货币政策操作点评（8.15）-降息如期而至，年内降准降息仍有空间 2023.8.15



内容目录

鲍威尔 Jackson Hole 年会讲话提出远超市场预期的强硬逻辑	3
讲话基于三点原因暗示美国核心通胀近期走弱是暂时性的	3
紧接着，鲍威尔给出三点美联储可能需要进一步紧缩的理由	4
维持年内再加一次的预测，上修美元美债利率预测，推迟降息时点展望	5
“认房不认贷”作为选用工具纳入“一城一策”工具箱	6
可能加速在二线城市落地，一线城市难度较大	6
分析本轮地产需求政策结构性放松，需坚持底线思维，兜底不是刺激	7
中长期视角下，本轮我国地产调整相对美日较为健康	8
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

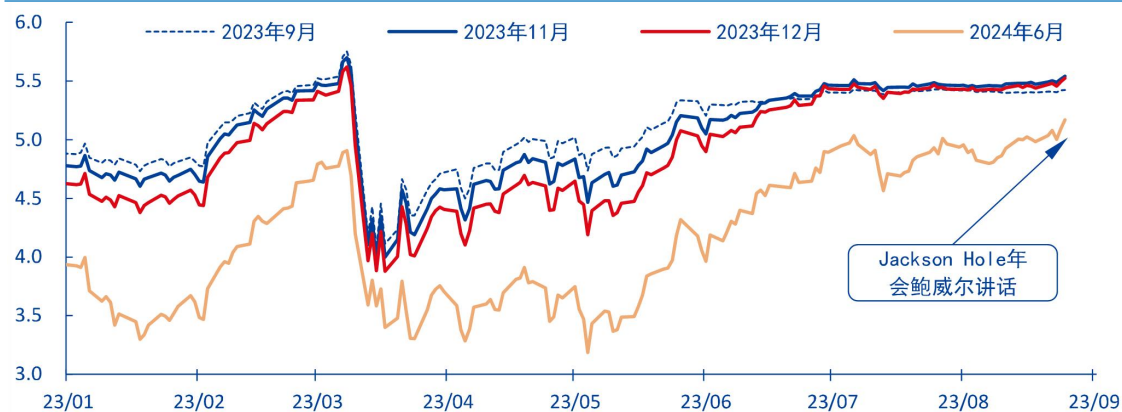
图表目录

图 1：市场预测的特定时间点联邦基金利率目标（%）：鲍威尔讲话后明年预测上行幅度最大	3
图 2：美国核心 CPI 同比与贡献结构（%）	4
图 3：劳动力缺口再度扩大，时薪居高不下	5
图 4：美元指数、人民币汇率一篮子指数、美元兑人民币汇率	5
图 5：30 城、一二三线城市住宅销售面积与疫情前数年均值之比（%）	7
图 6：全球股市：美国、欧洲、日本股市涨幅领先，A 股本周跌幅较深	9
图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周建筑装饰、电力设备跌幅最深	9
图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：IT 涨幅较大，能源板块跌幅较深	9
图 9：美国国债收益率变动幅度：短端上行幅度较大	10
图 10：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率上行 5BP，长端收益率微升	10
图 11：本周 1Y 国债收益率上行 5BP（%）	10
图 12：中美 10Y 利差收窄（%）	10
图 13：10Y 国开债与国债利差缩小（%）	11
图 14：1Y 信用利差持平、3Y 继续缩小	11
图 15：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	11
图 16：主要央行政策利率（%）	11
图 17：全球汇率：美元指数继续上行	11
图 18：人民币本周逆势小幅升值	11
图 19：金价本周小幅上涨	12
图 20：本周油价小幅下行	12
图 21：8 月中旬无烟煤价小幅上涨，山西优混有所下跌	12
图 22：本周铜价小幅上涨	12

鲍威尔 Jackson Hole 年会讲话提出远超市场预期的强硬逻辑

鲍威尔在今年 Jackson Hole 年会上的讲话因明确传递出偏鹰信号而令美元、美债收益率日内同步小幅上行。深入分析这篇讲话中的深层次逻辑之后，我们认为市场仍对鲍威尔的强硬程度有明显低估，美元指数和美债收益率可能在不远的未来出现新一轮中枢上行，对此应有充分准备。当地时间 8 月 25 日早 8 时许，一年一度的 Jackson Hole 全球央行年会召开，美联储主席鲍威尔在年会上发表了题为“通胀：进展和未来路径”的讲话，暗示美联储认为本轮紧缩至此并未对美国经济增长造成实质性影响，仍然偏紧的劳动力市场可能令美国核心通胀下行缓慢，明确提出“准备在适当情况下继续加息”，并打算将政策利率维持在较高水平“直到确认通胀在持续下行并向目标水平靠拢”，讲话最后以“我们将恪守此路径直至目标实现”的强硬宣言结束。鲍威尔讲话进行中，美国金融市场已经开始对偏鹰立场有所反应，美元指数一度大幅上扬 0.6%，讲话结束后市场情绪稍有平复，美元指数高位小幅回调。周五当日美元指数和美债收益率均不同程度上行，美元指数当日收涨 0.2% 至 104.2，1Y、2Y、5Y 美债收益率均上行 5BP，10Y 美债和 10Y TIPS 分别上行 2BP、1BP。既往经验显示，美国金融市场对 Jackson Hole 年会美联储主席讲话的反应时间长达数日，详细分析讲话背后的深层逻辑后，我们认为市场当前尚未完全消化鲍威尔本次讲话的强硬程度，下周美元指数、美债收益率可能上冲至新的阶段性更高中枢后再度进入区间震荡状态直至年底。

图 1：市场预测的特定时间联邦基金利率目标（%）：鲍威尔讲话后明年预测上行幅度最大



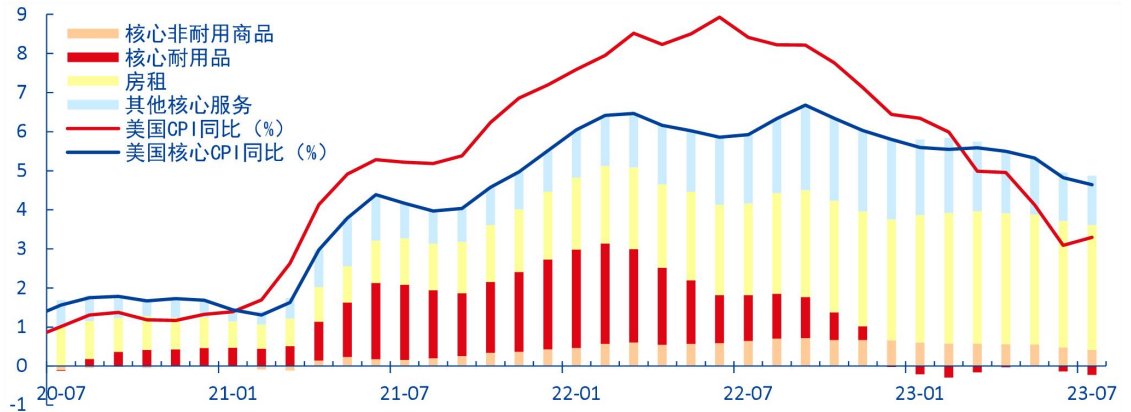
资料来源：CEIC，华金证券研究所

讲话基于三点原因暗示美国核心通胀近期走弱是暂时性的

基于三方面原因，鲍威尔在报告中暗示美国核心通胀近期的快速下行可能是暂时性的：耐用品供给近期阶段性增加较快、房租降温滞后时间长、非住宅服务价格利率敏感度低。对于核心通胀的分析，鲍威尔延续了去年采用的三因素模式：1) 核心商品通胀的回落主要源于耐用消费品，特别是汽车在大流行之后的供给瓶颈效应的迅速减弱，但显然耐用品供给和库存的改善不会持续太久，鲍威尔称“仍需实施限制性的货币政策，以实现必要的、可持续的（核心商品通胀向疫情前水平回落的）过程”。2) 住宅服务价格主要由房租构成，鲍威尔再度强调（如去年年会讲话）租房合同重新签订周期较长（leases turn over slowly）导致房价自紧缩开始以来的下跌近期才开始向租金服务价格传导，并且这一过程可能持续至明年逐步显现效果，加上在后面部分对近期房价重新上涨的关注，鲍威尔并未明确提出房租可能在未来何时迎来大幅下跌的指引。3) 非

住房服务价格部分，鲍威尔明确指出自去年紧缩开始以来这一部分是没有明显的价格涨幅回落迹象的，原因鲍威尔归咎于这个部门与全球产业链（包括疫情期间的供给瓶颈）是相对脱离的，从而令其对利率相当的不敏感，实际上指向了去年以来愈演愈烈的薪资通胀螺旋问题。上述三项分析的深层次逻辑均指向核心通胀 6-7 月快于市场预期的下滑更可能是暂时性而非趋势性的，从而为其强硬的偏鹰立场提供了注脚。在发言开始部分，鲍威尔再度强调了对 2% 长期通胀目标的坚持，明确指出通胀尽管近期从其峰值有所下移，但“仍维持在过高水平”，并明确表达了美联储在合适时机准备好了进一步加息的决心，直至对通胀回落至长期目标建立起充分的信心。

图 2：美国核心 CPI 同比与贡献结构（%）

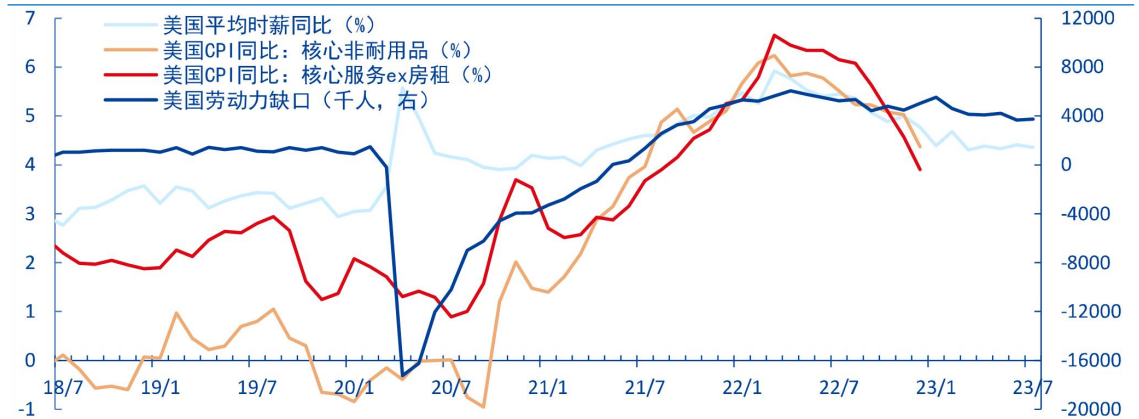


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：大流行前两年为两年平均增速

紧接着，鲍威尔给出三点美联储可能需要进一步紧缩的理由

展望未来，报告指出居民消费过热推动经济超过潜在增速走强、房地产市场边际回暖、劳动力市场仍然紧张三大因素共存，暗示美联储仍将采取较市场预期明显更为强硬的紧缩立场。1) 关于经济增长，报告提出在紧缩的货币政策环境下本应出现“低于趋势的增速”，但鲍威尔明确提出“关注到经济可能并未如预期程度开始降温的迹象”，而支撑经济超预期走强的主要是“消费支出近期读数引人注目的稳健”，而深层次的原因，尽管鲍威尔多次回避，实际上就是大流行初期其对美国财政过度举债进行天量居民补贴的货币化支持，这一因素近期降温的速度正在放缓。2) 房地产市场近期“正在显现回弹信号”，与上文中分析的房租通胀可能不会快速大幅回落的暗示形成呼应，报告明确指出“持续性高于趋势的经济增速的额外证据可能令通胀风险进一步增加，并可能增加进一步的货币政策收紧的合理性”。3) 报告明确指出劳动力市场的“再平衡”（rebalancing）仍然尚未完成（remains incomplete），在劳动力需求有所降温的背景下，劳动力缺口的收窄并未伴随着失业率的提升，反映出当前劳动力市场状况的正常化过程是“逐步的”，并进一步指出“尽管名义薪资增速放慢，但由于通胀回落，实际薪资增速甚至有所抬升”，从而与“利率不敏感的”非住宅服务价格维持高增趋势的现象相连接，构成对“薪资通胀螺旋”问题的高度关注和忧虑。鲍威尔称“劳动力市场紧张局面不再缓和的证据将触发货币政策的反应”，也即暗示将继续加息来缓解劳动力市场的紧张程度。

图 3: 劳动力缺口再度扩大, 时薪居高不下

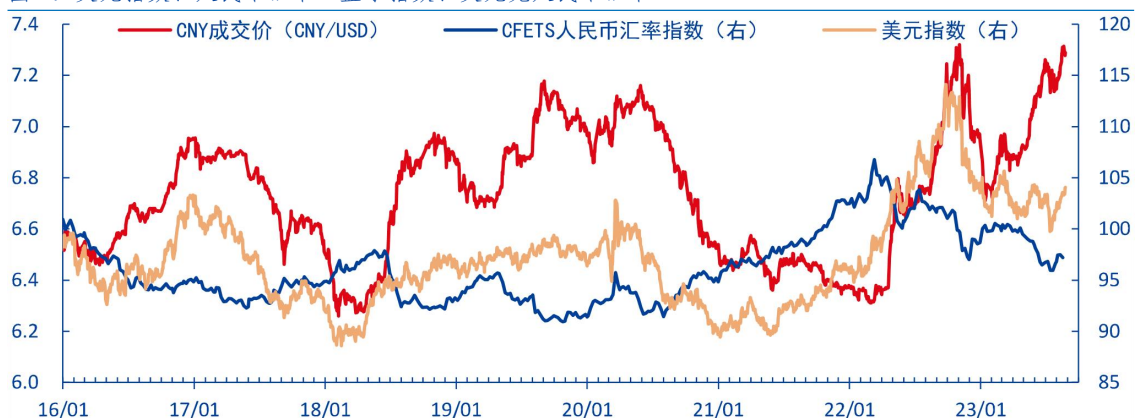


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

维持年内再加一次的预测, 上修美元美债利率预测, 推迟降息时点展望

基于对利率更不敏感的经济强劲增长、以及对劳动力市场紧张程度反应更为迅速的通胀压力, 鲍威尔指出“重建物价稳定”对于“二元长期目标的两侧都至关重要”, 传递出比市场理解实际上强硬得多的货币政策立场指引。我们预计年内美联储大概率再加息一次 **25BP**, 大概率发生在 **11月**, 同时我们认为当前市场仍大幅低估了美联储遏制通胀的决心, 我们明确推迟美联储首次降息的时点至 **2024年6月**以后, 我们相信后续美元指数中枢大概率的上行、以及美债收益率中枢大概率维持现有高位水平, 可以佐证当下市场对美联储明年上半年启动一次以上的降息的预测可能是过于乐观的。摘录鲍威尔报告总结部分的几句关键阐述以提示读者重视美联储在超预期的经济增长和薪资通胀螺旋压力下可能采取的立场之强硬程度: “重获物价稳定对于实现我们的二元目标的两侧都是至关重要的 (Restoring price stability is essential to achieving both sides of our dual mandate)。” “我们迫切需要物价稳定状态以获得可令全体居民获益的可持续一段时间的强劲的劳动力市场状况 (We will need price stability to achieve a sustained period of strong labor market conditions that benefit all)。” **“我们将恪守此路径直至目标实现 (We will keep at it until the job is done)”**。我们上修年底前美元指数路径中枢预测至 104.5 (此前预测为 100-103 区间), 上修年底 10Y 美债收益率预测至 4.2%-4.3% 区间, 维持 11 月美联储再加息 1 次 25BP 至 5.5%-5.75% 区间的预测不变, 推迟美联储首次降息时点预测至 2024 年 6 月以后。美联储明年上半年之前的货币政策强硬鹰派立场可能持续对我国货币政策的边际宽松、以及人民币汇率带来小幅的约束和压力, 对此应有充分的心理准备。

图 4: 美元指数、人民币汇率一篮子指数、美元兑人民币汇率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

“认房不认贷”作为选用工具纳入“一城一策”工具箱

政治局会议对房地产市场进行新的定调后，各地、各部门分别连续出台政策促进房地产市场平稳健康发展。8月25日，住建部、人民银行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》（以下简称《通知》）；同日，财政部、税务总局、住建部也联合发布《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》（以下简称《公告》）。本部分详细分析一城一策“认房不认贷”对房地产市场的总体和结构性影响。

本次将“认房不认贷”纳入“一城一策”工具箱，符合我们一直以来的明确预期：即当前的地产调控框架仍然在“因城施策”大背景下进行，我们预计“认房不认贷”的落地实施主要在二线城市加速，一线城市在当前较全国规定明显更严格的需求政策框架下，尚无法快速“一步到位”到“认房不认贷”的程度，本轮政策更利好二线城市地产需求加快企稳，并非对一线城市地产需求的泡沫化刺激。

《通知》要求“在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策”，即意味着“认房不认贷”政策的正式落地。同时，《通知》也明确强调，将此项政策工具纳入“一城一策”工具箱，住建部解释称“供城市自主选用”，意味着“认房不认贷”纳入当前“因城施策”调控框架，并非全国统一铺开，这一点与《公告》中延长有效期的置换住房个人所得税政策不同，后者政策文件中并无“一城一策”的表述，应为全面铺开。

可能加速在二线城市落地，一线城市难度较大

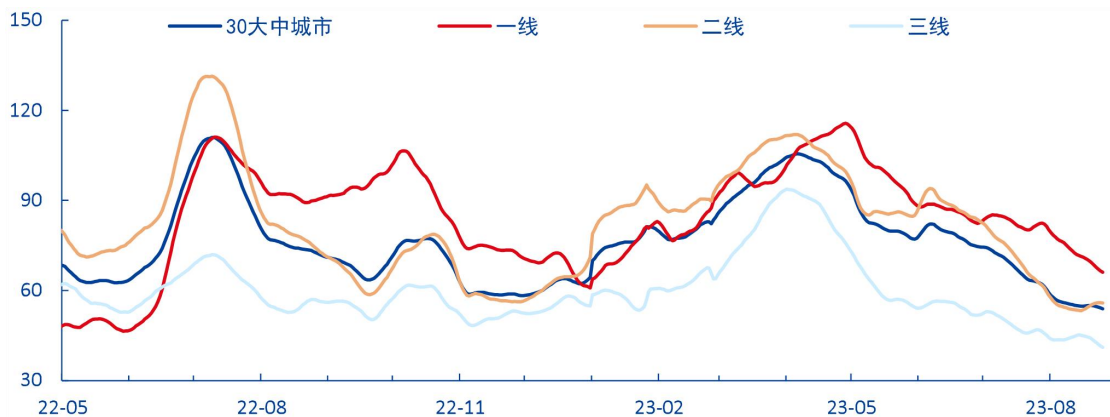
房地产需求由产业链升级带动的工业化布局所最终驱动，本轮持续两年的房地产市场深度调整反映出先进制造业、研发科技型企业过度集中于人口密度已经过大、人地矛盾较为突出的一线城市和东南沿海地区，正因如此去年以来的地产需求政策放松均在“因城施策”框架内进行，无论是首套首付比例下调、首套商贷利率优惠、还是认房认贷标准上的要求，一线城市都不仅比二三线城市严格几个档次，而且也都高于全国普遍通行标准，这意味着本轮纳入一城一策工具箱的“认房不认贷”措施，作为一项可选工具，一定是首先在二线城市加速铺开（三线城市本来就没太多这方面限制），而一线城市只有在确认放松不会对三线城市形成新的人口和产业虹吸效应的基础上，在首先放松至全国通行标准之后，才有可能采取更为放松的可选政策工具。在政治局会议提出“适时调整优化房地产政策”后，“认房不认贷”从总量视角来看，无疑将有助于促进居民释放改善型住房需求，提升非投机性房地产交易的活跃度；但从结构上来看，主要利好的可能是二线城市地产需求企稳加速，而非一线城市房价的再度泡沫化、以及一线城市居民“恐慌性购房”以及与其伴随的房地产市场大涨大跌的重现。去年12月13日，杭州《关于调整住房公积金贷款政策的通知》明确对公积金贷款实施“认房不认贷”措施，商贷相关政策并未公布但在此前后引发了市场的关注和讨论。今年8月3日，郑州市住房保障和房地产管理局发布《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，率先开始全面实施“认房不认贷”政策，更大程度上满足刚需和改善型住房的需求，并同时推出多子女家庭购房补贴、公积金提取和贷款支持、降低住房交易税费等各项政策。而在二线城市纷纷响应或提前布局的同时，

一线城市自政治局会议以来的表态普遍是相当审慎的，本次认房不认贷工具的推出，一线城市至周六尚无明确响应。关于我国房地产市场本轮寻底过程中的结构性、长期性特征，我们在此前多篇报告中进行过详细阐述，可参考专题报告《中美通胀、利率、房地产市场对比——华金宏观·双循环周报（第21期）》（2023.8.13），以及《地产放松信号如何着手落实？——房地产需求政策专题暨双循环周报（第19期）》（2023.7.30），本文不做赘述。

分析本轮地产需求政策结构性放松，需坚持底线思维，兜底不是刺激

结合本月向1年期倾斜的LPR降息也可看出，1一线城市地产需求刺激、存量房贷利率下调并非本轮房地产政策结构性放松的主要着力点，房地产仍不被作为短期刺激手段，而是底线思维的兜底性防风险领域。8月21日公布，1Y LPR较前月下行10BP至3.45%，5Y LPR与前月持平于4.2%。本次LPR下调的背景是此前数日7天逆回购利率和1年期MLF利率已经分别下调10BP和15BP，这是年内第二次LPR下调，也是一年半以来1Y LPR首次降幅大于5Y LPR。我们自3月以来持续预测今年会实施向1年期倾斜的降息，本次降息结构符合我们预期。7月政治局会议之后，市场对一线城市再度转为刺激地产需求预期过度。2021年中之前，我国是唯一房地产市场未经历过深度结构性调整的全球主要经济体，而近两年的深度调整探底过程，幅度超出市场预期，充分显示出现阶段房地产需求降温主要由中长期结构性因素所驱动，并非短期激进货币宽松可以迅速刺激出需求泡沫的阶段。考虑到房价的巨大差异，存量商业房贷集中在一线城市，二三线居民主要依赖利率更低的公积金贷款，或者通过用足公积金贷款额度的方式即可实现存量房贷利率的实质性下调。一线城市贷款人如有提前还款能力，是可以提前还贷并多数情况下免于罚息的，而如无提前还款能力，本轮结构性地产政策放松也不会以损害三线城市本身就相对薄弱的人口吸纳能力为代价，进一步刺激房价收入比已经显著过高的一线城市的投资投机性地产需求。5Y LPR维持不变，与23Q2《货币政策执行报告》未提及存量房贷利率相关内容所隐含的对市场过高期待一线城市地产需求刺激的预期进行一定降温的导向一致。地产政策边际放松是兜底而非短期刺激。本轮结构性地产需求政策放松的目的并非重新泡沫化一线房地产市场，导致当前风险本身可控的一线城市房地产市场风险增加；而是着眼长期，建立国内统一大市场、进行人口结构的“再布局”，通过逐步将东南沿海一线、强二线城市的产业向中西部地区转移，来平衡不同地区的产业发展和房地产需求，当前的房地产市场调控仍然以二三线城市用足现有框架内政策为主。

图5：30城、一二三线城市住宅销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源: Wind, 华金证券研究所

当前三线城市住宅需求继续下滑未见见底迹象,一线城市高位持续回落,8月以来二线城市率先呈现企稳迹象,预计在“认房不认贷”工具加持下,二线城市地产有望首先摆脱连续降温趋势,企稳并逐步回升。年初以来,由于长期“人地矛盾”的爆发,我国房地产市场除一季度积压需求集中释放外,表现持续疲软。分不同城市来看,当前三线城市由于工业体系薄弱、人口持续净流出导致住宅销售面积已下滑至仅为疫情前均值 40%,且有进一步下行风险;二线城市内部分化,东南沿海强二线城市对人口仍有持续吸纳能力,但中西部地区产业基础及人口吸引力不足,总体上在 6-7 月深度下滑之后,8 月以来在疫情前均值的 56% 附近水平呈现企稳信号,预计后续有望在新政策工具加持下稳固底部,在未来数月后有一定概率迎来稳健改善;一线城市本身产业雄厚、持续从周边城市吸纳人口,前期下跌速度最慢,7 月以来下行有所加速,但销售量仍有疫情前的 66% 左右,绝对情况相对二三线城市更为健康,而且因过去三年房价一度涨幅巨大,本轮房价下跌过程中实际受损的居民占比较低。

中长期视角下,本轮我国地产调整相对美日较为健康

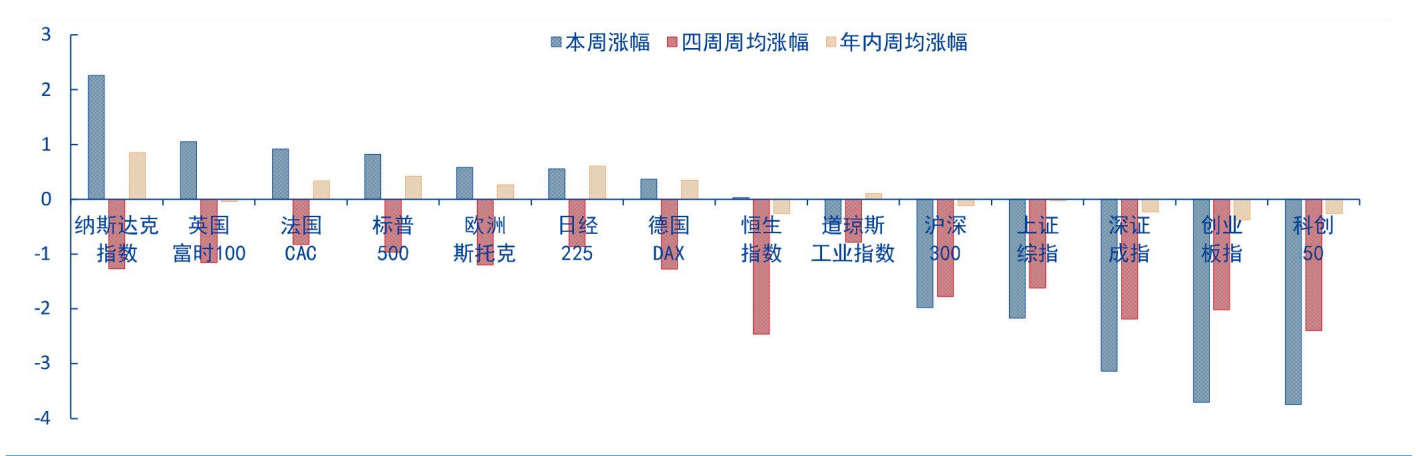
房地产周期关乎潜在经济增速,并会对上下游行业产生巨大影响,各大经济体都无法避免地要面对房地产市场的结构调整与其对经济发展带来的冲击,当前时点来看,我国本轮房地产市场调整节奏较为健康,上半年 5.0% 的实际 GDP 增速在列国房地产市场深度调整周期对比之中已经遥遥领先于相同阶段的美国和日本。美国房地产市场的强金融属性造成金融机构对 MBS 的滥用并最终引爆全球金融危机,08Q4 起持续一年内美国实际 GDP 陷入负增长区间;日本 1990 年代房地产泡沫破裂造成的经济衰退和疲软至今尚未扭转,东京都市圈房地产销售量如今已不足 2000 年峰值的 30%,且还在延续下跌趋势,长期维持负利率政策也无法拉动企业生产和投资,社会发展陷入停滞。与之相对,我国本轮房地产市场调整不论是节奏还是程度都是相对健康的,在明确不可刺激出一线城市地产泡沫的前提下,此时推出“因城施策”框架下的“认房不认贷”有利于在已有的调整基础上重建新的房地产市场格局。

我们维持本轮地产调控以二三线城市用足当前政策空间为主的预测不变。建议对二线城市房地产市场提升一定的展望乐观度。

风险提示:美联储超预期加息风险;地产需求复苏慢于预期风险。

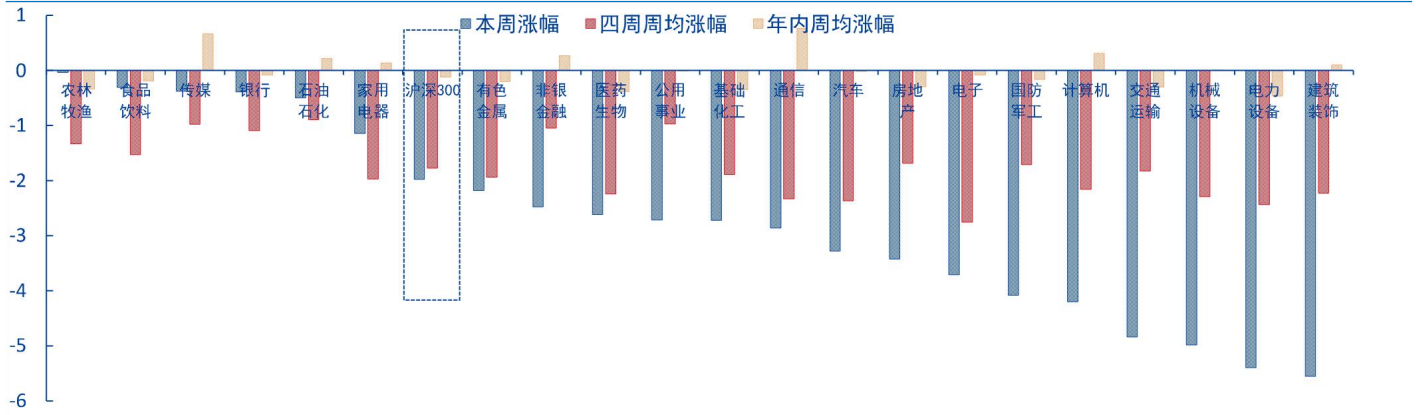
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 美国、欧洲、日本股市涨幅领先, A 股本周跌幅较深



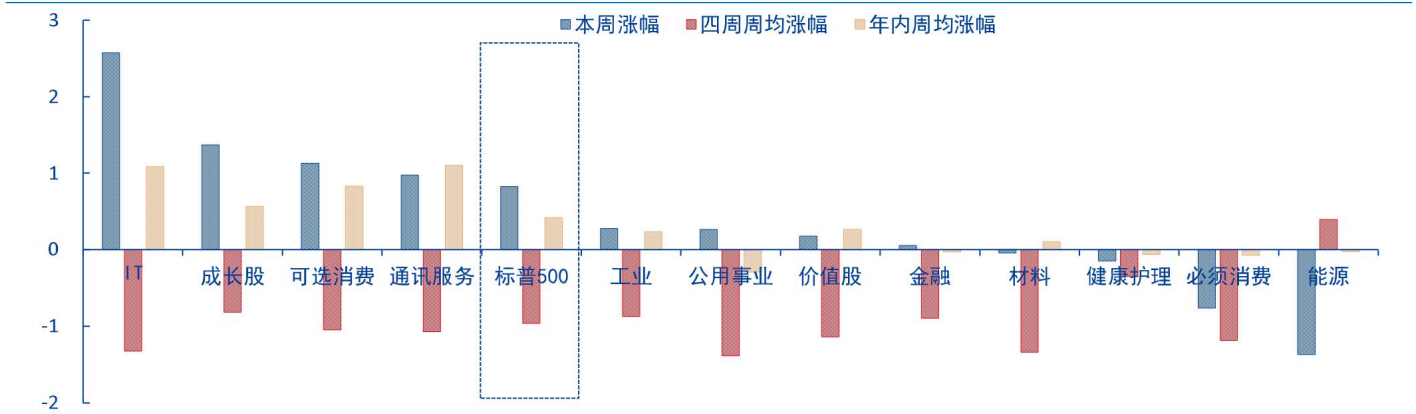
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周建筑装饰、电力设备跌幅最深



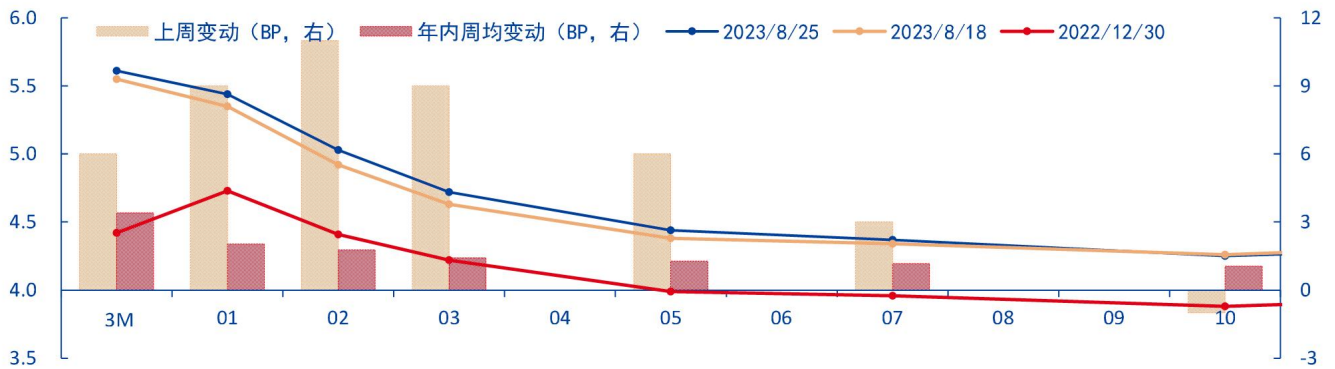
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): IT 涨幅较大, 能源板块跌幅较深



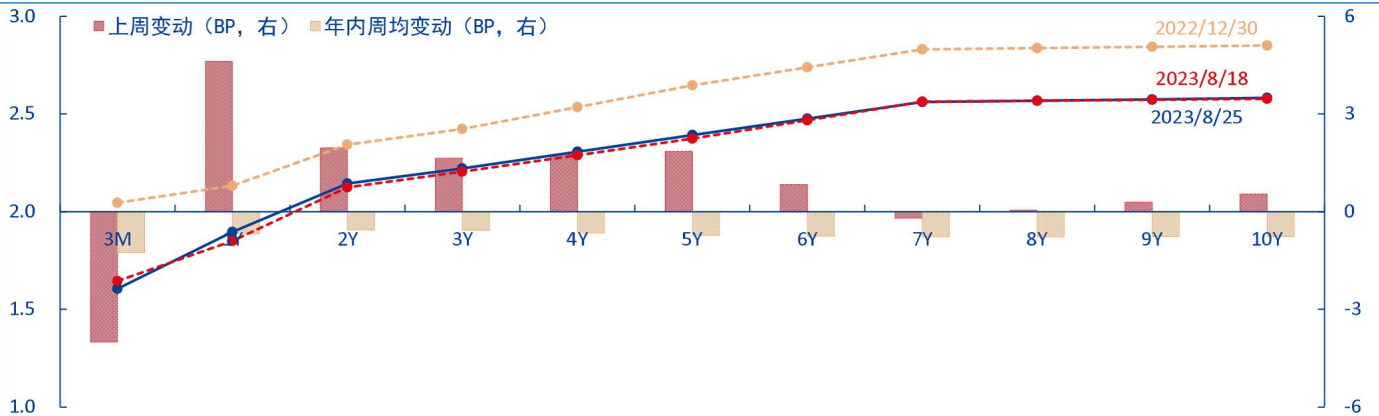
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9：美国国债收益率变动幅度：短端上行幅度较大



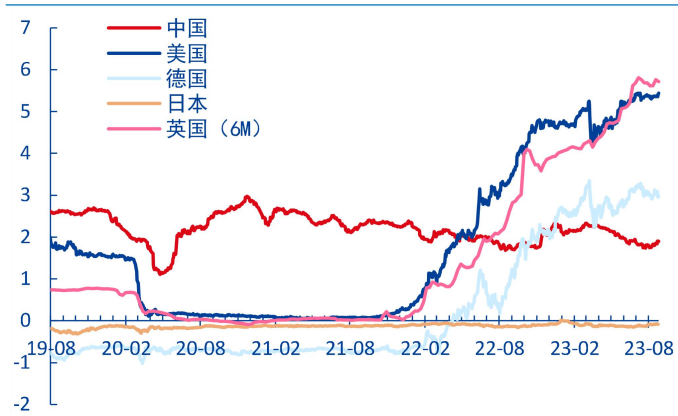
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率上行 5BP，长端收益率微升



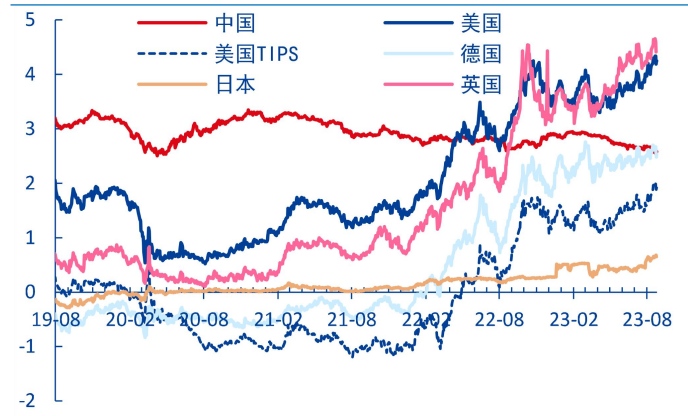
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：本周 1Y 国债收益率上行 5BP（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：中美 10Y 利差收窄（%）



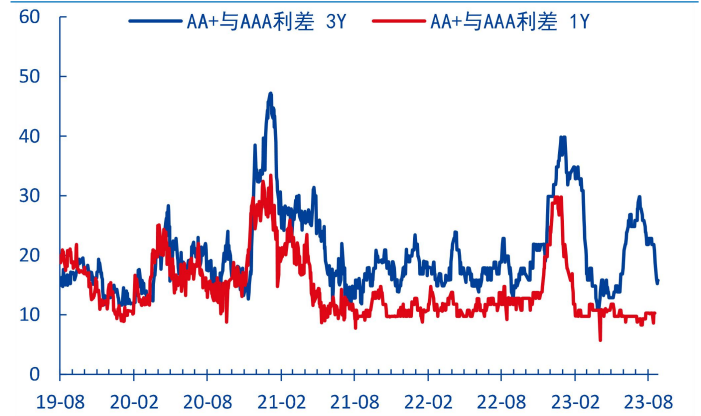
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差缩小 (%)



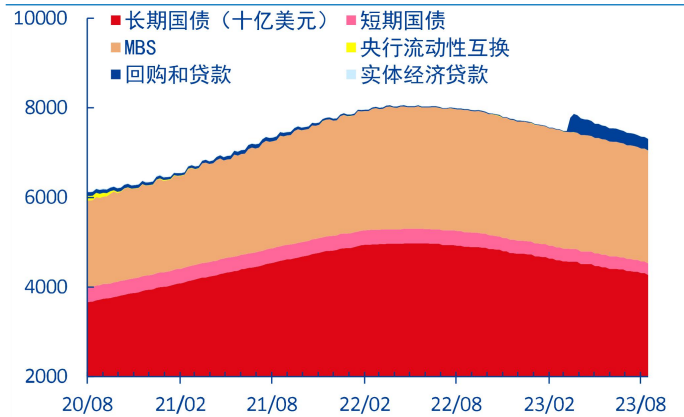
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 1Y 信用利差持平、3Y 继续缩小



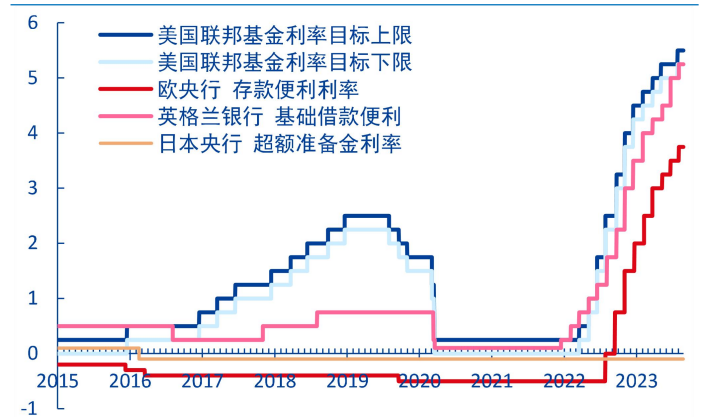
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



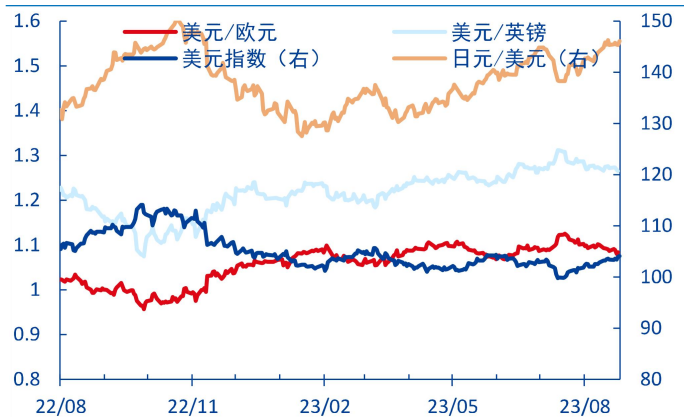
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



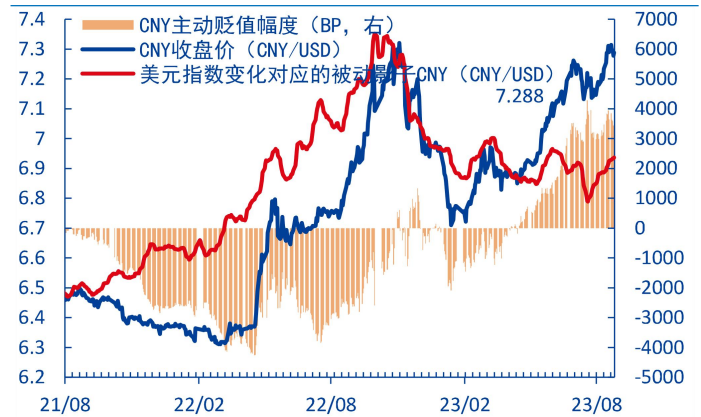
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数继续上行



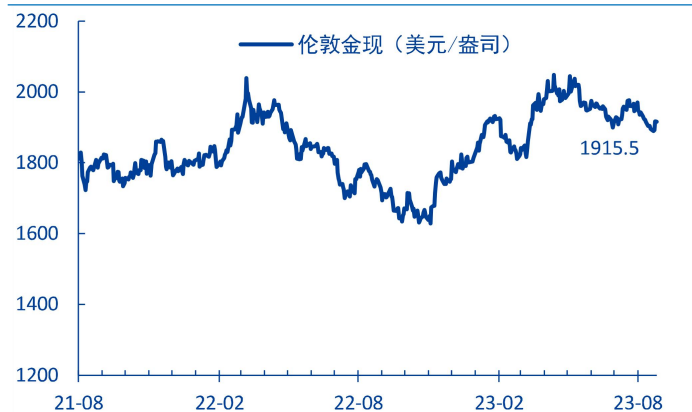
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 人民币本周逆势小幅升值



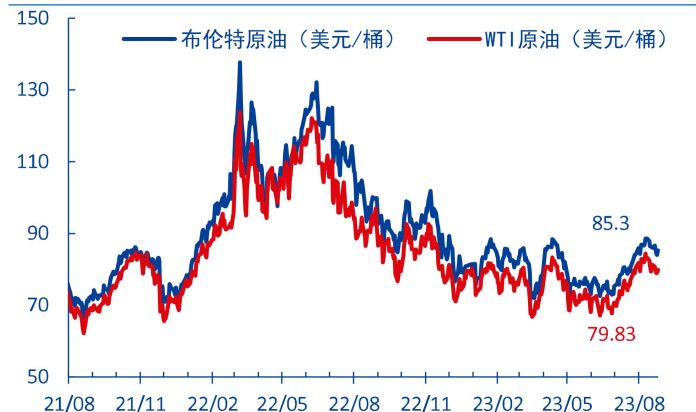
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 金价本周小幅上涨



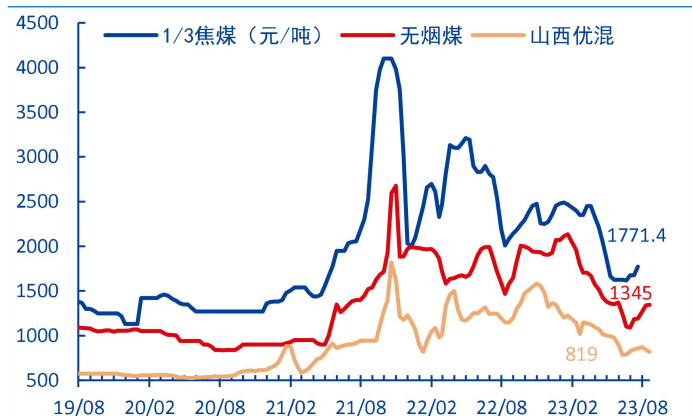
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 本周油价小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 8月中旬无烟煤价小幅上涨, 山西优混有所下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价小幅上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com