

2023年09月23日

美联储“不战而胜”，“强美元”如何应对？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第27期）

投资要点

- ◆ **美英日同样按兵不动，利率汇率背离却更加显著。**21日起美联储、英格兰银行、日本银行三家央行均选择维持政策利率不变，但会后美债长端利率、美元指数加速上行，英镑、日元、以及此前已经超预期加息的欧元均进一步相对美元贬值。
- ◆ **高通胀的两种成因：需求过热 vs 供给收缩。**同样利率维持高位，但却完全相反的利率汇率表现，源于高通胀的成因迥异。**1) 需求迅速过热，而供给并未收缩，只是供给增长的速度阶段性慢于需求，令需求缺口扩大，通胀走高。**此时加息并不会导致需求迅速降温至偏冷，从而不会影响需求对供给的持续逐步拉动作用，即加息并不会导致经济“硬着陆”，保持货币紧缩立场非常合理，并对央行较为安全。美联储当前即处于这种理想情形。**2) 供给大幅收缩，而需求可能不但不过热，甚至低于正常趋势，只是下滑程度小于供给收缩的程度。**此时央行面临典型“滞胀”矛盾而当前对非美发达经济体来说，因并不掌握全球产业链的真实主导权，供给侧政策辅助货币政策的可能性极低，当前所面临的货币政策和利率汇率环境更为险恶。
- ◆ **上修增长预期推升美长期利率，欧英日滞胀衰退黑云压顶。**尽管本次暂停加息，但美联储大幅上修对今明两年美国经济增长的预测，及点阵图11月再加息一次25BP，明年降息次数减至两次共50BP的预测，令市场对美国经济前景和美联储维持强硬鹰派立场的预期大幅升温。我们发现美联储正意识到其处于前述第一种情形的高通胀局面，因而采取明朗安全合理的的鹰派立场。与美联储截然相反，欧、英、日三大央行政策决议一致反映对经济并不乐观的展望，当前美供需循环偏强、欧英日陷入不同程度的“类滞胀”分化背离加剧的格局已经基本确定。9月制造业PMI美国小幅反弹、欧英日普遍偏弱的格局，与上文分析的高通胀不同成因一致。我们预计美国经济将保持长期的稳定增长，周期性波动减弱，维持23年和24年美国实际GDP分别增长2.3%和1.8%的预测不变，维持美联储11月会议再度加息一次25BP的预测，并维持降息最早仅可能发生在2024年下半年的预测不变。
- ◆ **强美元趋势已成强化外溢冲击，我货币有限宽松呼唤财政。**自7月中旬以来，美元指数在短短的两个多月中已经累计反弹达5.5%以上，我们再度小幅上修2024年中前的美元指数波动中枢至105左右；10Y美债收益率、10Y TIPS收益率中枢预计在4.4%-4.5%和2.0%左右。而我国当前房地产市场下行压力大于2014-2015年，但受更加强势的美元约束。预计我国货币政策仍将维持中性偏松立场，但大规模宽松以刺激地产的可能性极低。此外，在当前美元单边走强的趋势中，我们应当看到货币财政政策组合扩张的重要性。财政扩张+货币偏松的组合，可同时避免长端利率下行过快和大幅贬值的风险，是当前形势下较为理想的政策组合预期方向，特别是二次分配增加居民收入、提升居民消费意愿的财政扩张政策路径。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板(GMAPP)：**本周A股医药生物、非银金融、TMT涨幅靠前，公用事业跌幅较深；美债长端收益率上行较多，中国国债短端上行幅度更大；美元指数小幅上行，人民币被动贬值。
- ◆ **风险提示：**美联储加息幅度超预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

相关报告

经济数据点评（2023.8）暨双循环周报·第26期-内外主线交织，经济接近筑底
2023.9.159.14 人民银行降准25BP点评-降准是稳投资、稳息差、稳汇率的最佳平衡
2023.9.14
金融数据速评（2023.8）-政府加杠杆提速，居民去杠杆持续，央行发声稳定汇率
2023.9.11华金宏观·双循环周报（第25期）-汇率与地产的“鱼和熊掌”
2023.9.10CPI、PPI点评（2023.8）-核心通胀稳服务常态化，商品消费需待“化学反应”
2023.9.9

内容目录

美英日同样按兵不动，利率汇率背离却更加显著	3
高通胀的两种成因：需求过热 vs 供给收缩	4
上修增长预期推升美长期利率，欧英日滞胀衰退黑云压顶	5
强美元趋势已成强化外溢冲击，我货币有限宽松呼唤财政	8
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

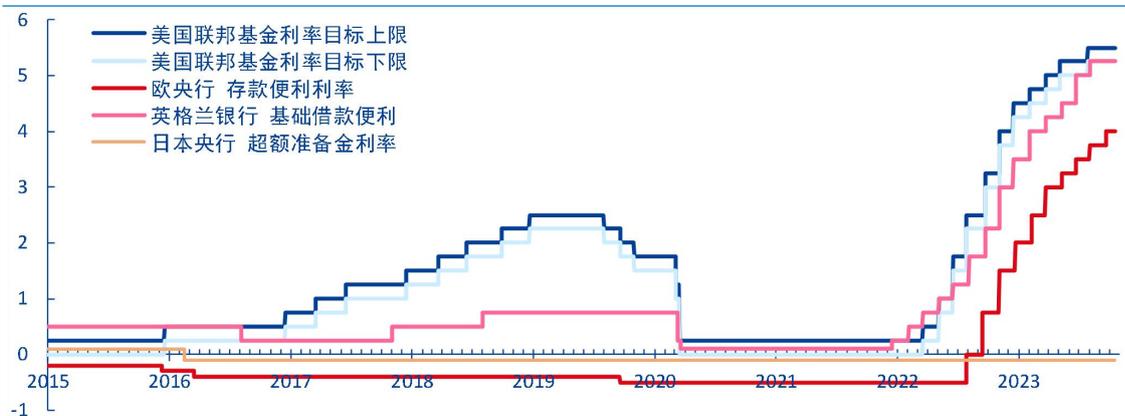
图表目录

图 1：主要央行政策利率（%）	3
图 2：美元指数及欧、英、日元兑美元汇率	4
图 3：高通胀的两种成因	5
图 4：10Y 美债收益率、10Y TIPS 收益率、美元指数	6
图 5：主要发达经济体实际 GDP 定基指数表现（2015=100）	7
图 6：发达经济体制造业 PMI（%）	8
图 7：全球股市：美日股市跌幅靠前，恒生指数有所上涨	10
图 8：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：医药生物、非银金融领涨，公共事业跌幅较深	10
图 9：标普 500 及行业涨幅对比（%）：美股普跌，可选消费、材料跌幅较深	10
图 10：美国国债收益率变动幅度：长端上行较多，10Y 国债收益率上行 16BP	11
图 11：中国国债收益率变动幅度：短端上行更多，1Y 国债收益率上行 7BP	11
图 12：本周 1Y 国债收益率上行 7BP（%）	11
图 13：中美 10Y 利差继续扩大（%）	11
图 14：10Y 国开债与国债利差继续缩小（%）	12
图 15：1Y 信用利差有所缩小、3Y 利差扩大	12
图 16：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	12
图 17：主要央行政策利率（%）	12
图 18：全球汇率：美元指数小幅上行	12
图 19：人民币本周被动贬值压力较大	12
图 20：金价本周延续下行趋势	13
图 21：本周油价有所下行	13
图 22：9 月上旬煤价涨幅较大	13
图 23：本周铜价大幅下行	13

美英日同样按兵不动，利率汇率背离却更加显著

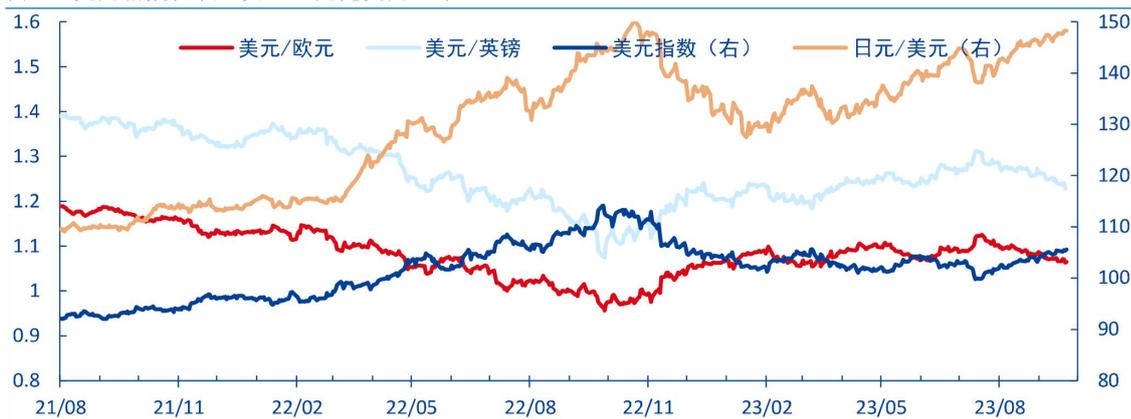
北京时间 21 日凌晨起的一天半之内，美联储、英格兰银行、日本银行连续发布了最新的货币政策决策，三家央行均选择按兵不动维持政策利率不变，但会后美债长端利率、美元指数加速上行，英镑、日元、以及此前已经超预期加息的欧元均进一步相对美元贬值。当地时间 9 月 20 日下午，FOMC 会议声明决定暂停加息一次，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5%，这也是继 6 月会议之后本轮加息周期中美联储第二次暂停加息，美联储至 2022 年 3 月至今合计加息达到 525BP，本次会议后公布的点阵图显示美联储官员预计年内还有一次 25BP 加息。当地时间 9 月 21 日，英格兰银行亦公布了最新的货币政策决议，其货币政策委员会以 5:4 的投票结果决定维持政策利率水平 5.25% 不变，投下反对票的 4 名委员则支持加息 25BP。9 月 22 日午间，日本央行公布货币政策声明，决定维持 -0.1% 的政策利率水平不变，在收益率曲线控制政策方面也维持了对 10Y 日本国债收益率 1.0% 的控制区间上限政策不变，该数值在 7 月 28 日公布的前次会议声明中从 0.5% 的原上限灵活抬升 0.5 个百分点。加上此前在 9 月 14 日意外决定加息 25BP 的欧央行九月会议决议，发达经济体四大央行均已完成 9 月政策利率决策。本周美英日三家均选择按兵不动，但金融市场暗潮汹涌，利率汇率背离差距拉大。20 日-22 日，从 10Y 国债收益率来看，美国合计抬升幅度最大，10Y 美债、10Y TIPS 利率分别上行 7BP 至 4.44%、2.07%，10Y 英国国债利率小幅下行约 2BP 至 4.285%，10Y 日债收益率则基本持平于 0.724%，欧元区 10Y 国债收益率稍上行 2BP。汇率方面背离程度加大更加明显，美元指数在上述三个交易日内合计升值达 0.5% 至 105.6 左右，英镑、欧元、日元则相对美元分别贬值达 1.3%、0.6% 和 0.4%。

图 1：主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2: 美元指数及欧、英、日元兑美元汇率



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

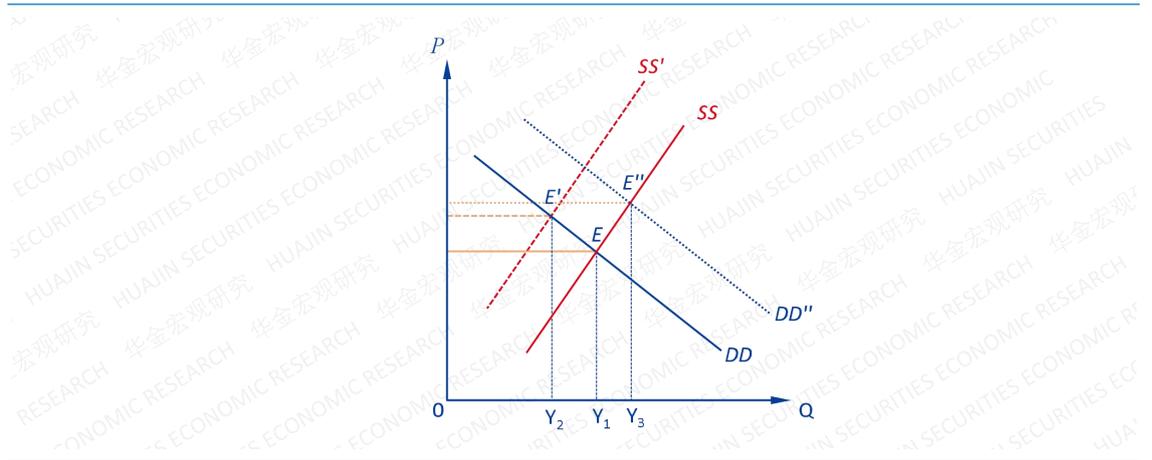
高通胀的两种成因: 需求过热 vs 供给收缩

同样的按兵不动利率维持高位, 但却形成完全相反的利率汇率表现, 源于高通胀的成因迥异。高通胀源于需求大于供给的缺口扩大, 但上溯源头, 既可能来自需求过热, 又可能源于供给收缩, 对货币政策来说, 两种不同的高通胀环境下, 经济增长的展望方向完全相反, 货币政策操作所带来的长期潜在影响也是天差地别。货币政策主要通过改变政策利率曲线并影响市场利率曲线, 而对全社会的总需求侧形成影响, 对供给侧的影响力相对小于需求侧。而通胀是由供需关系决定的, 当高通胀环境出现时, 唯一能确定的是此时的需求减供给之间的差一定是扩大的, 但不确定的是需求缺口的成因。这其中涉及两种可能性。

第一种可能性来自需求的迅速过热, 而供给并未收缩, 只是供给增长的速度阶段性慢于需求, 令需求缺口扩大, 通胀走高。由于产出最终反映供给侧, 这种情况下该国央行面临的是超预期高增的经济增长(或劳动力市场就业情况)与相对偏高的通胀的组合。如果需求侧结构对利率上行并不敏感, 这种情形下央行的加息并不会导致需求的迅速降温至偏冷, 从而并不会影响到需求对供给的持续逐步拉动作用, 也就是加息并不会导致经济“硬着陆”, 保持货币紧缩立场就是非常合理的, 并且对于央行来说是较为安全的。美联储当前即处于这种相当理想的情形之中。

第二种可能性来自供给的大幅收缩, 而需求可能不但不过热, 甚至低于正常趋势, 只是下滑程度小于供给收缩的程度。这种情况下, 央行面临典型的“滞胀”矛盾。一方面, 高通胀必须得到有效控制, 否则可能进一步削弱该经济体的长期增长潜力; 另一方面, 如果货币紧缩过于严厉, 可能造成国内需求的迅速冷冻, 与供给收缩之间可能形成向内坍缩螺旋, 导致不可逆的产业链损害和居民预期损伤。在这种情形下的央行, 无法控制产出衰退的程度, 只能在为遏制长期通胀而采取的货币紧缩过程中不断观察跟踪, 避免经济崩溃的“明斯基时刻”。两次石油危机前后的美联储显然就处于第二种情形之中, 时任美联储主席的沃尔克也正是因为其严厉的货币紧缩最终有效遏制了通胀而在金融市场和经济学界获得了巨大的长期声誉, 但事后回溯, 其背后美国政府所采取的包括广场协议、对日贸易壁垒等一系列措施所形成的供给侧短期稳定效果, 也是其当时的紧缩政策险象环生的重要支撑。而对当前的欧英日非美发达经济体来说, 因其并不掌握全球产业链的真实主导权, 供给侧政策辅助货币政策的可能性是极低的, 其当前所面临的货币政策和利率汇率环境显然更为险恶。

图 3：高通胀的两种成因



资料来源：华金证券研究所

上修增长预期推升美长期利率，欧英日滞胀衰退黑云压顶

美联储尽管在本次会议上选择暂停加息，但其经济预测中所传递出的对今明两年美国经济增长预测的大幅上修，以及与之相对应的点阵图预测 11 月再加息一次 25BP，明年降息次数减至两次合计仅 50BP 的预测，令市场对美国经济前景和美联储维持强硬鹰派立场的预期大幅升温。美联储在隔次会议公布的经济预测中，分别大幅上修 2023 年和 2024 年 4 季度实际 GDP 同比增速预测 1.1、0.4 个百分点至 2.1%、1.5%，维持 25Q4 实际 GDP 增长 1.8% 的预测不变，并预计 2026 年也延续同样增速；与对经济增长前景的大幅上修相对应，美联储也分别较大幅度下修了 23Q4、24Q4 失业率预测 0.3、0.4 个百分点至 3.8%、4.1%。这意味着美联储实际上已经打消了对于美国经济在可预见的未来可能出现任何程度衰退的担忧，美国经济预期展望已经回到疫情趋势中平稳增长。尽管美联储对冲性地小幅下修了 23Q4 核心 PCE 通胀预测 0.2 个百分点至 3.7%，但同时小幅上修了 25Q4 预测值 0.1 个百分点至 2.3%，并维持 24Q4 预测在 2.6% 的高于长期目标水平，显示美联储认为核心通胀维持高位的黏性仍然较强。有鉴于此，点阵图中再度显示年内仍需加息一次 25BP，市场预计大概率会发生在 11 月，延续 6 月以来的隔次加息模式，并将 2024 年降息预期大幅下调，从上次预期的全年降息 100BP 减半至 50BP。会后，美国联邦基金利率期货交易显示市场迅速将美联储首次降息的预期时点从 2024 年 3 月推迟至 2024 年 9 月。

综合美联储的经济预测，我们发现美联储正在明确意识到其正处于上文所述的第一种情形的高通胀局面之中，因而采取明朗的鹰派立场是安全且合理的。鲍威尔在声明公布后的新闻发布会上强调，将坚持足够严格的货币政策立场（sufficiently restrictive）以降低通胀，并将在合适的时候继续加息（raise rates further if appropriate），明确传递出超市场预期的强硬鹰派立场。讲话称，如果美国经济按联储预计平稳运行，SEP 对 2023 年底前联邦基金利率预测的中位数维持 6 月的 5.6%；但对未来两年中位数的预期则上修 0.5 个百分点至 5.1% 和 3.9%，即美联储对明年降息幅度的预期大幅收窄。同时，鲍威尔认为美国经济目前正在稳健增长（expanding at a solid pace），今年以来的实际 GDP 增速超出此前的预期（has come in above expectations），特别提到近期的数据也显示居民消费支出尤其强劲（particularly robust）。本次会议美联储传递的经济强劲增长信号，与我们自年初以来对美国经济的分析是一致的，美联储本次 SEP 上修后

的美国经济增长预测，也与我们此前预测的美国 2023-2024 年实际 GDP 分别同比增长 2.3%、1.8% 的展望相当接近。美国经济持续超预期走强并最终改变了市场和美联储预期的原因我们总结为三点：1) 疫情初期财政赤字货币化催生的天量对居民部门财政补贴；2) 补贴结束后的薪资通胀螺旋黏性；3) 保护主义、逆全球化的产业政策对短期工业生产的促进作用以及对薪资通胀螺旋的强化效果。具体分析可参考我们此前的报告《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）中更为详细的阐述。我们预计美国经济将保持长期的稳定增长，周期性波动减弱，维持 2023 年和 2024 年美国实际 GDP 增速分别为 2.3% 和 1.8% 的预测不变，维持对美联储 11 月会议将再度加息一次 25BP 的预测，并维持降息最早仅可能发生在 2024 年下半年的预测不变。

图 4：10Y 美债收益率、10Y TIPS 收益率、美元指数



资料来源：CEIC，华金证券研究所

与美联储截然相反，欧、英、日三大央行政策决议一致反映对经济并不乐观的展望，当前美供需循环偏强、欧英日陷入不同程度的“类滞胀”分化背离加剧的格局已经基本确定。

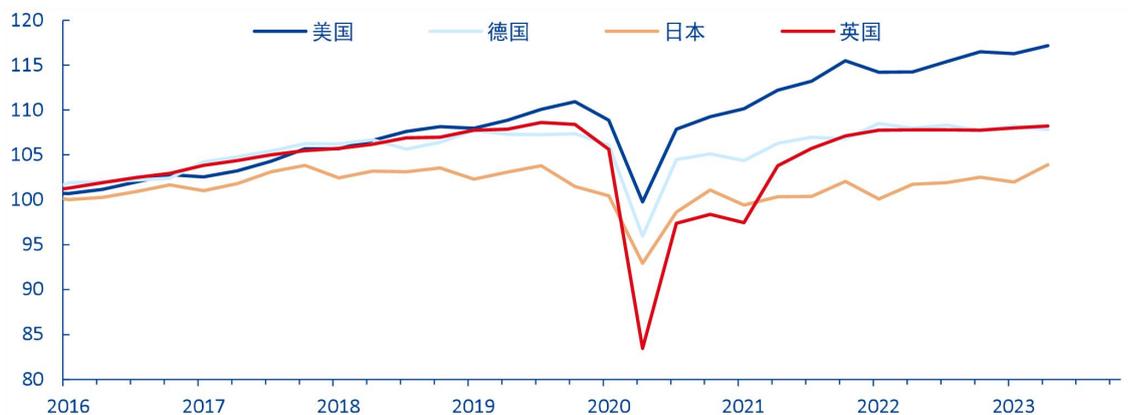
1) 日本央行认为日本经济内需增长温和，外需则成为新的增长拖累。在对经济的表述方面，尽管日本央行认为“随着收入和支出良性循环的加强，日本的经济增长预计将持续超过其潜在增速”，并表示固定资产投资、私人消费支出、公共投资都在温和增长 (increase moderately)，但事实上由于政府调控导致的能源价格下行，日本 CPI 的增速也已经开始下行 (slower than a while ago)，房地产市场也相对疲软 (relatively weak)。面对内需增长势头的小幅降温，日本央行将日本经济复苏的不确定性更大程度上归咎于出口方面，指出海外经济复苏速度正在减缓 (the pace of recovery in overseas economies has slowed)，并拖累了日本的出口和工业生产增速，外部压力正在给日本经济的复苏造成极大的不确定性 (extremely high uncertainties)。当前，我们认为日本经济今年以来的复苏实际上是由于其大流行期间所受冲击为发达经济体中最大而造成的极低基数造成的，后续随着基数效应的逐渐消退，日本经济本轮复苏的动能也将随之减弱，日本银行将在相当一段时间内继续维持量化宽松和负利率立场不变。在日本银行的鸽派立场以及 CPI 增速逐步放慢的背景下，我们预计日元仍将承受来自美元相对走强的外溢性贬值压力。

2) 英国失业率处于极高位置，通胀下行速度快于预期，经济衰退风险加大。英国 8 月 CPI 和核心 CPI 增速均下行 1.2 个百分点至 6.7% 和 5.2%，显著低于预期，服务 CPI 也由上月的逆势上行转变为大幅下行 0.6 个百分点至 6.8%；因此，英格兰银行也决定在当月暂停加息，将政策利率维持在 5.25%，并在货币政策总结中预期其 CPI 增速会在 2025 Q2 重回 2% 的目标；数

据显示，虽然英国失业率有所上行（7月4.3%），但薪资仍保持着8.1%的极高水平，劳动力市场事实上也仅是呈现边际上的缓和迹象，并未真正得到改善。在其预计由于原油现货价格大幅上涨而造成的外部成本冲击可能会需要更长时间才能消退的情况下，英格兰银行本次仍然暂停加息，结合本次货币政策总结，本质上反映了英格兰银行对其紧缩货币政策可能会对经济增长造成压力的担忧：对23Q3的GDP预期仅为小幅增长（rise only slightly），23H2的经济增速预计也将会低于预期。而在Minutes中，英国对欧元区和美国GDP的表述分别为比预期更弱（weaker than expected）和更强（stronger than projected），直观体现了当前发达经济体亦普遍预期并承认出现“美强非美弱”的格局。

3) 欧央行迂回承认经济处于“滞胀”状态，但单一钉住通胀的决策模式注定其即便面临更大的衰退风险也需要延续货币紧缩道路。欧央行指出，欧元区的通胀水平已经长时间处于高位（remain too high for too long），欧央行对通胀的展望也是四大央行中最不乐观的，当月上修23、24年的通胀展望至5.6%、3.2%，并下修2025年通胀预期至2.1%；也基于上半年以来几乎停滞的经济增速（stagnated）和近来不断下行的服务业而大幅下修了对经济增速的展望至0.7%（2023）、1.0%（2024）和1.5（2025），并称经济将在未来数月内持续维持低迷（remain subdued in the coming months）。值得注意的是，拉加德还指出“当前的关键利率已经达到了能够为重回通胀目标做出重大贡献的水平（have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target）”，或传达欧央行将维持现有利率不再加息的立场，但短期内降息的概率较低（interest rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary）。

图5：主要发达经济体实际GDP定基指数表现（2015=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

9月发达经济体制造业PMI呈现美国小幅反弹、欧英日普遍偏弱的格局，与我们在上文分析的美国与欧英日高通胀的不同成因相一致。9月22日集中公布的发达经济体Markit PMI数据显示，美国9月制造业PMI再度回升1.0至48.9，而欧元区、英国分别报43.4和44.2，与美国制造业企业信心差距巨大；日本虽然相对维持在48.6高位，但较前月大幅下行1.0，并且考虑到日本经济复苏是发达经济体中起步最晚的，在复苏4个月左右之后即连续小幅降温的工业生产预期难言强劲。而综合PMI数据则显示，美国连续第8个月处于荣枯线以上，达到50.1，欧元区、英国分别仅为47.1和46.8，日本则为51.8。结合欧元区8月服务业大幅走弱来看，前期支撑欧、英的服务业也正遭遇缓慢降温。

图 6：发达经济体制造业 PMI (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

强美元趋势已成强化外溢冲击，我货币有限宽松呼唤财政

近期海外市场实体经济供需两侧、以及央行货币政策操作的最新变化，均指向强美元趋势已成，并可能强化对包括我国在内的非美经济体的外溢性紧缩冲击。汇率的长期中枢由经济体潜在增长趋势的对比所决定，即期汇率与长期中枢之间的关系则系于货币政策操作的相对紧缩强度。基于我们上文的分析，当前时段美国经济供需偏热、非美发达经济体则不同程度呈现“类滞胀”特征的美强欧英日弱的结构已经彰显出来，这意味着美元指数的长期中枢维持高位的趋势得到进一步的巩固。而欧英日在同步紧缩周期的尾部因对潜在衰退的顾虑日益加深，而在进一步加息以及未来的降息问题上可能反而呈现比美联储更大程度的犹豫偏鸽立场，从而可能令欧日英货币相对美元的即期汇率承担更大的贬值压力。自 7 月中旬以来，美元指数在短短的两个多月已经累计反弹达 5.5% 以上，我们在此前预期的基础上，再度小幅上修 2024 年中前的美元指数波动中枢至 105 左右，预计波动幅度相当狭窄，美元指数可能处于强劲趋势之中并维持更长时间。对应时段内的 10Y 美债收益率、10Y TIPS 收益率中枢预计分别在 4.4%-4.5% 和 2.0% 左右。如此强劲的美元指数，可能对包括我国在内的非美经济体产生更大程度上的外溢性货币紧缩冲击。

当前房地产市场下行压力大于 2014-2015 年，但受更加强势的美元约束，我国货币政策如果试图再度实施大幅降息+天量 PSL 助推货币化棚改的方式刺激房地产需求，则可能导致比“8·11”汇改前后更大程度的贬值压力。当房地产政策大规模放松（或市场预期会进一步大幅放松）时，一方面往往需要货币政策特别是政策利率曲线的大幅下调给予配合，可能导致中短端内外利差挤压，引发股票和债券市场资金流出；另一方面也可能令市场理解经济政策的重心从中长期供给侧研发升级转向中短期地产刺激，从而可能具有进一步弱化出口预期的风险。在 8 月底“认房不认贷”措施推广至一线城市之后，市场对本轮地产政策的结构性放松预期分歧有所加大，对后续货币政策更大幅度宽松，采取大幅降息（2014.11-2015.11 曾连续下调贷款基准利率 165BP）和大规模货币投放支持城中村改造（2015-2016 年货币化棚改获得了大量基础货币投放的支持）的预期升温，已经造成了较大的人民币贬值压力。本周 CNY 中间价连续持平于 7.17 附近，未能阻止收盘价从上周五的 7.2691 至本周四再度贬破 7.3，而周五离岸在岸市场出现逆势小幅升值勉力拉升至 7.3 以内。当前贬值压力已经相对较大的基础上，一旦货币政策以更大的力度刺激房地产市场，可能导致更大的人民币贬值压力，毕竟美元指数当前相对于 2015 年中进

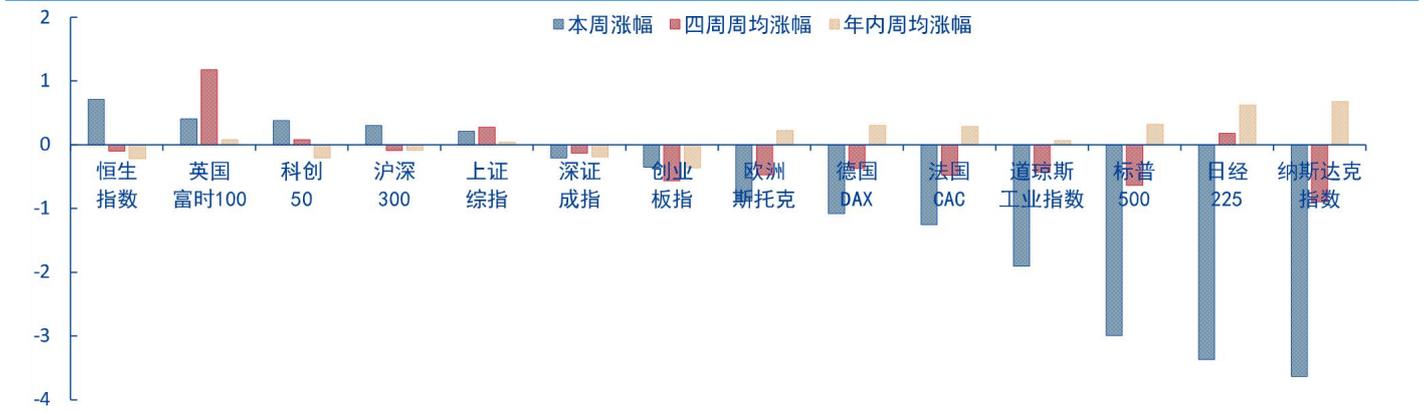
一步偏高 10%左右，而且当前我国先进制造业产业链在美国主导的“脱钩断链”政策冲击背景下，亟需进一步增加科创研发和产能扩张方面的长期投资，这一点对人民币汇率稳定的依赖度是更高的。我们预计我国货币政策仍将维持中性偏松立场，但大规模宽松以刺激地产的可能性极低。

此外，在当前美元单边走强的趋势中，我们应当看到货币财政政策组合扩张的重要性。财政扩张+货币偏松的组合，可同时避免长端利率下行过快和大幅贬值的风险，是当前形势下较为理想的政策组合预期方向，特别是二次分配增加居民收入、提升居民消费意愿的财政扩张政策路径。美元指数当前的强势，本身就来自于疫情初期美国财政和货币政策的配合性大举扩张所带来的滞后效果。在当前外部形势下，如果我国在明年小幅扩张财政赤字，实施个税减税措施，通过二次分配改善居民可持续的收入预期，则有望在房价预期稳定之后有效提升居民消费意愿。财政扩张对长端利率有边际抬升的压力，货币政策在这一背景下进行中性偏松操作配合，有望形成良好的长端利率稳定中和效果，可在政策组合对总需求形成一定推升作用的同时，一定程度上缓和人民币贬值压力。这种组合是当前形势下较为理想的政策组合方向，我们期待在 2024 年见到这样的政策组合成为现实。

风险提示：美联储加息幅度超预期风险。

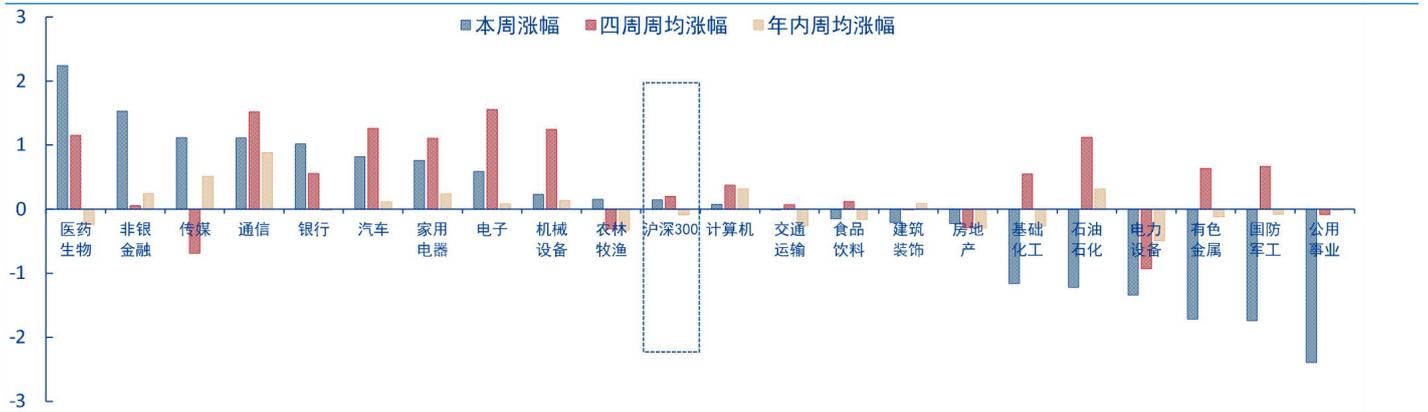
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 7: 全球股市: 美日股市跌幅靠前, 恒生指数有所上涨



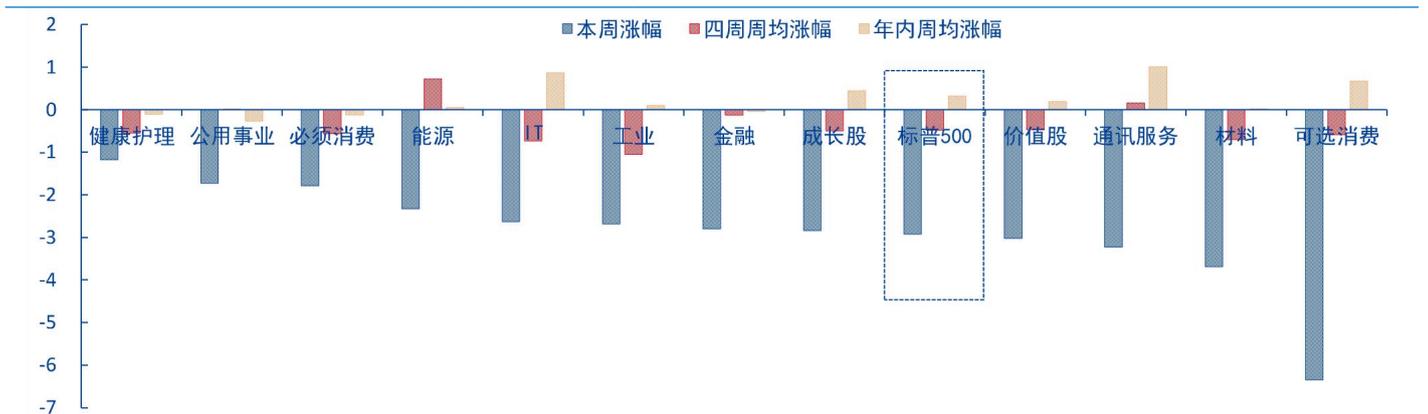
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 医药生物、非银金融领涨, 公共事业跌幅较深



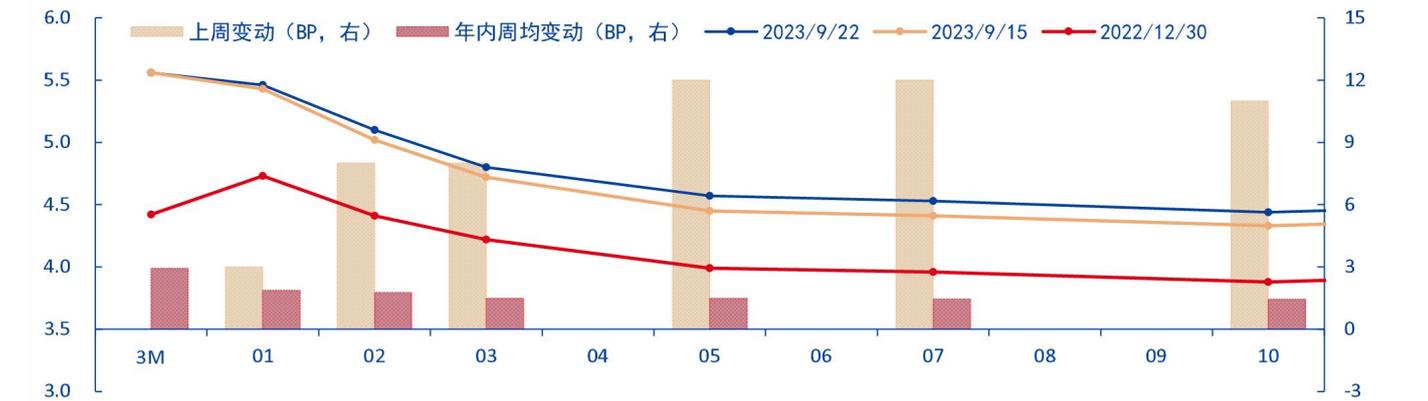
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 美股普跌, 可选消费、材料跌幅较深



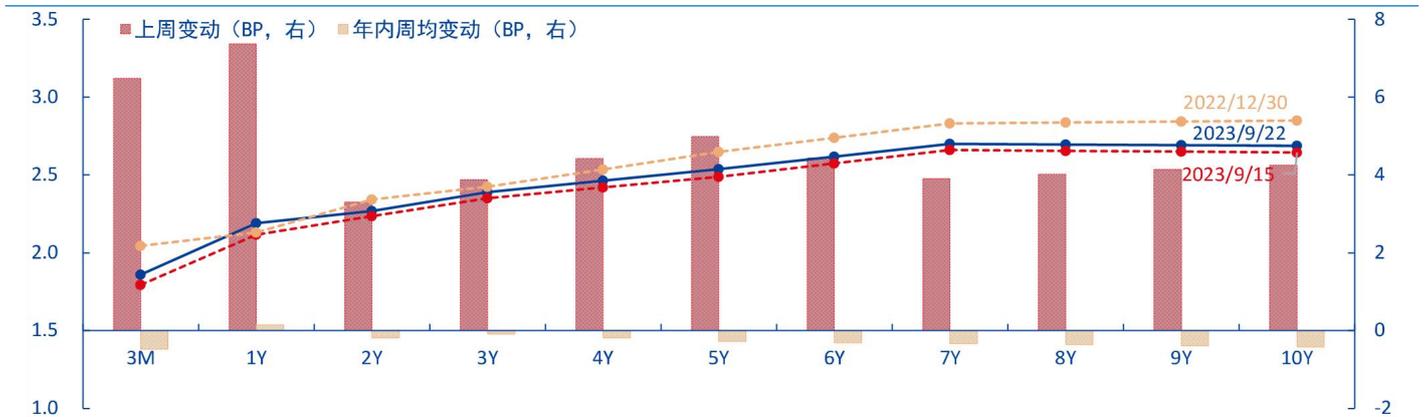
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 美国国债收益率变动幅度: 长端上行较多, 10Y 国债收益率上行 16BP



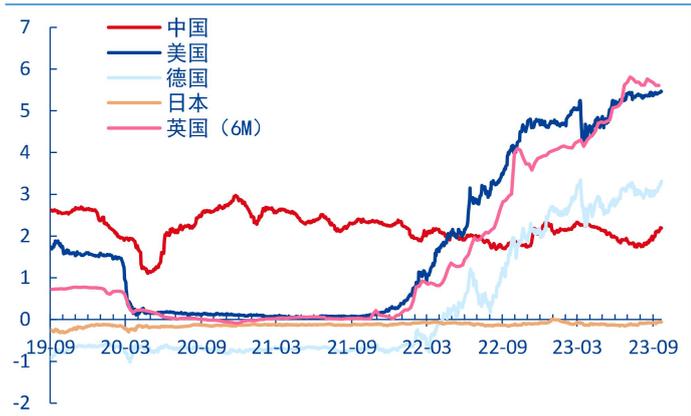
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 中国国债收益率变动幅度: 短端上行更多, 1Y 国债收益率上行 7BP



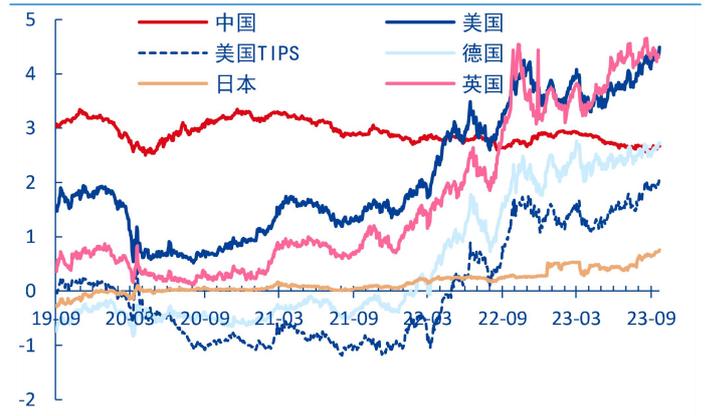
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 本周 1Y 国债收益率上行 7BP (%)



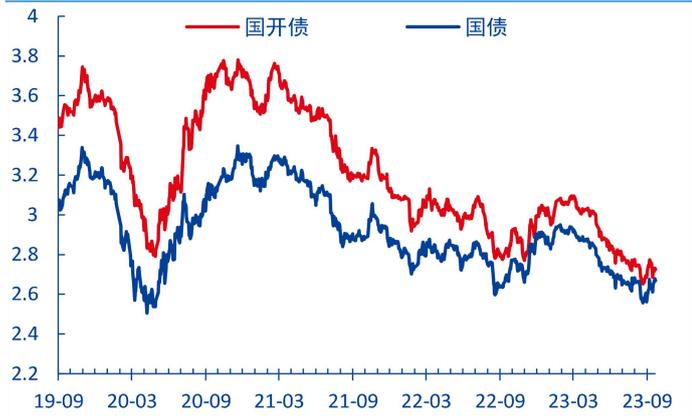
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



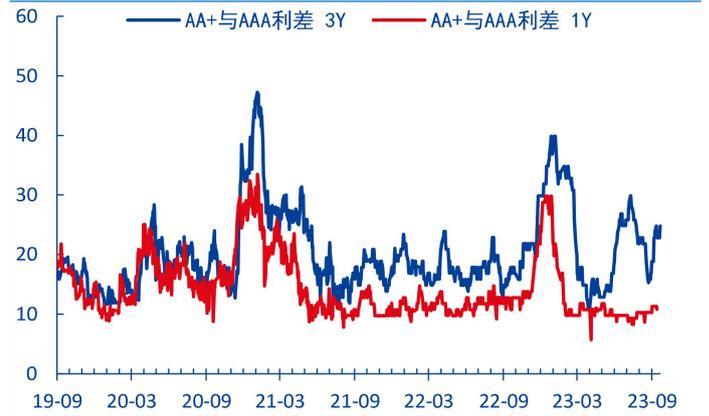
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 10Y 国开债与国债利差继续缩小 (%)



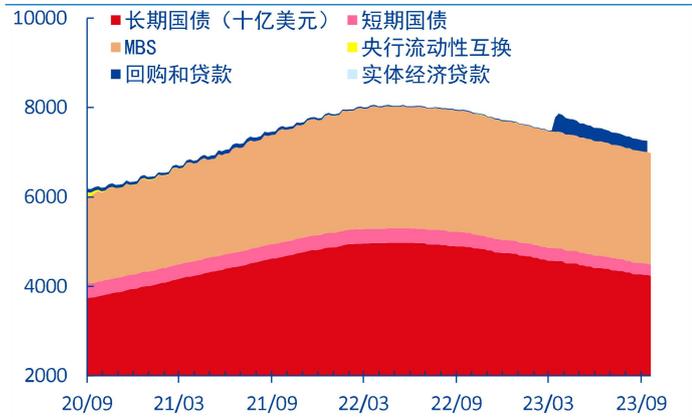
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 1Y 信用利差有所缩小、3Y 利差扩大



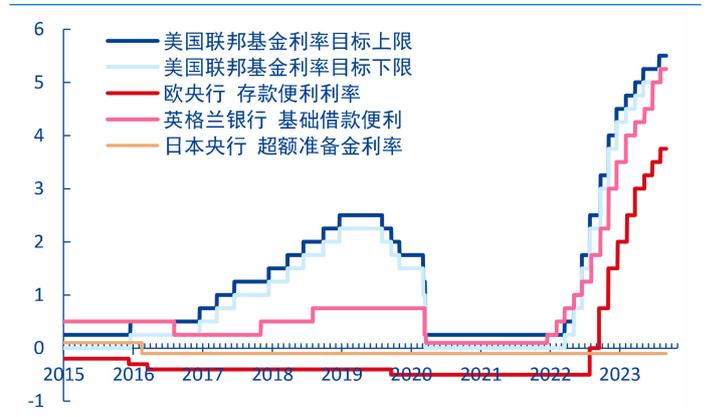
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 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 17: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 全球汇率: 美元指数小幅上行



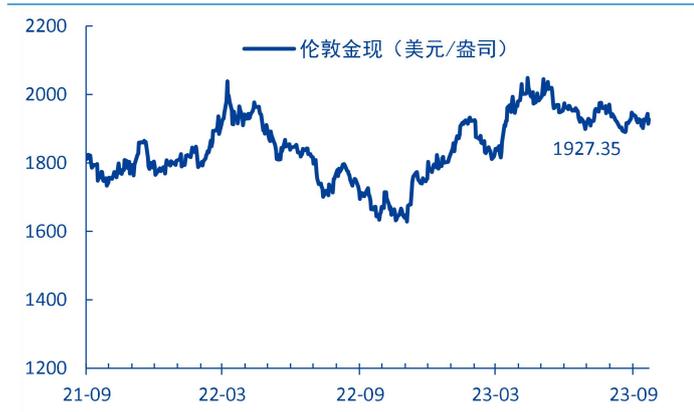
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 人民币本周被动贬值压力较大



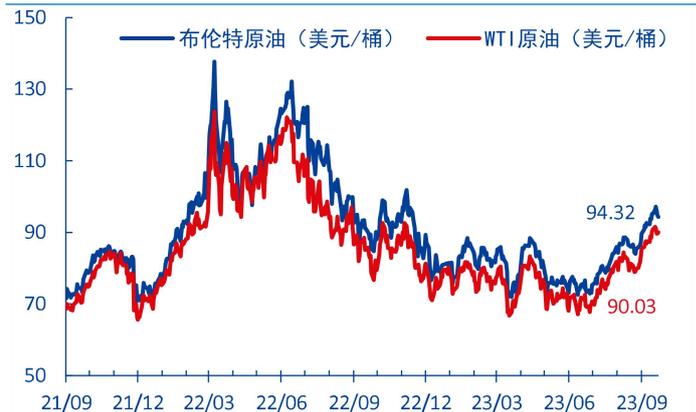
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 金价本周延续下行趋势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周油价有所下行



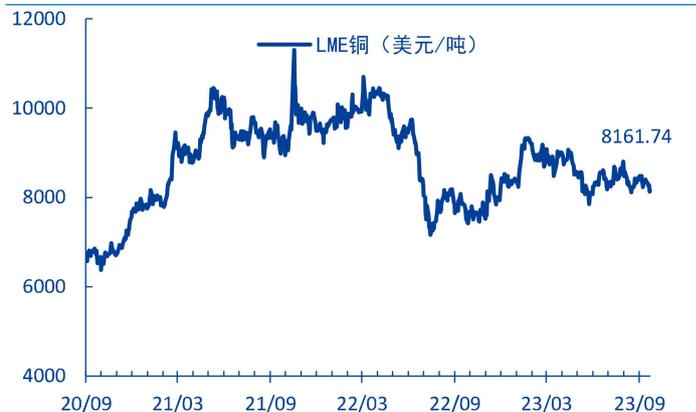
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 9月上旬煤价涨幅较大



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周铜价大幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，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.cn