

发达经济体分化加剧，美元稳居高位

定期报告

华金宏观·双循环周报（第63期）

投资要点

- ◆ **美国5月零售短暂降温，后续预计将迎来反弹。**美国5月零售环比涨幅小幅低于市场预期，结构上来看，食品饮料与石油制品、餐饮服务以及耐用消费品零售出现了大幅降温，主要反映前期全球原油价格大幅下降以及4月美国劳动力市场短暂降温的滞后性影响，预计后续在薪资增长和房地产市场回暖的共同支撑下，零售可能与核心CPI一样迎来蓄势反弹。整体来看，美国5月零售数据呈现出与5月核心CPI极为相似的数据结构，我们预计后续随着美国政府进一步强化逆全球化的贸易政策导向美国的耐用消费品价格将加速上涨；此外，5月美国非农就业表现大超市场预期，随着“薪资通胀螺旋”在服务业的加速闭环，预计后续餐饮等服务零售将再度随着劳动力市场而走强。总结起来，当前美国零售数据的短暂降温极有可能与核心CPI的短期走弱一样绝非美国消费和经济已经降温的信号，而是即将蓄势反弹，更为详细的分析可以参考我们前期的报告《美国核心CPI见底蓄势反弹的两大迹象——美国CPI点评（2024.5）》（2024.6.13）。
- ◆ **美国5月工业生产表现强劲，供给能力加速提升。**美国5月工业生产表现强劲，改善幅度大幅超出市场预期，其中，计算机和电子产品生产指数同比更是保持了连续长达14个月的同比上涨趋势，足见当前美国政府对华“脱钩断链”加剧、重启“301调查”的逆全球化政策导向对美国的工业生产起到了大幅拉动作用。当前，美国国内需求受薪资增长和前期巨额财政补贴驱动而维持高位，由此产生的供需缺口是美国通胀维持高位黏性的主要因素。而一方面，5月美国非农就业强势反弹，劳动力市场再度趋紧，鲍威尔也在公开发言中承认非住房服务的某些领域“看到通胀仍然很高，这可能与工资有关”，即服务消费市场的“薪资通胀螺旋”闭环有一定概率会在6月再度驱动通胀上行，加之当前美国的房地产市场在降息即将开启的阶段迎来了新一轮的上涨，给美联储降息带来更大的不确定性；另一方面，美国的工业生产已经在美联储通过放缓缩表稳定长端利率并最终刺激投资以及保护主义贸易政策的货币和贸易双重政策下见到了初步的改善迹象。在此背景下，当前美国的“二次通胀”风险远未至解除之时，我们维持美联储年内在9月、12月降息两次，每次各25BP的预测不变。
- ◆ **英格兰银行按兵不动的背后是成竹在胸还是如履薄冰？**虽然英格兰银行并未宣布开始降息，而是再度将基准利率维持在当前水准不变，但其供需同步收缩的局面却在进一步恶化，英格兰银行当前所面临的局面非但不是通胀的高位黏性，而是与之截然相反的内需快速降温背景下的加速通缩。6月21日公布的数据显示，欧元区6月制造业PMI大幅下行至45.6，创年初以来新低，欧元区经济快速走弱、加速通缩的事实当即大幅推升美元指数；日前，瑞士央行已经进行了年内第二次降息25BP的操作，英格兰银行虽未降息但英国经济脆弱已成事实。美国经济一骑绝尘、其余发达经济体加速通缩的背景下，发达经济体主要央行与美联储同步或同频降息的考量基本上已经不可能实现。一旦欧央行在下次会议转变对通胀展望的态度，必将再度推升美元指数站上高位，并给人民币造成较大的外溢性贬值压力，年内国内政策仍旧以财政发力刺激消费和投资有效内需为主，我们对三中全会前后再度增发预算内国债扩大财政支出力度抱有期待。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板(GMAPP)：**本周A股电子及通信板块领涨，房地产跌幅最深；美债收益率普遍上行，长端上行较多；中国国债收益率下行，中美10Y利差扩大；美元指数周内稳居105以上高位，CNY小幅贬值。
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险；欧央行由鹰转鸽速度快于预期风险。

分析师

秦泰

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

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.com.cn

相关报告

- 从陆家嘴论坛看现代化央行体系建设
2024.6.19
- 商品消费、地产基建冷热分化边际扩大——
经济数据点评（2024.5） 2024.6.17
- 如何避免“流动性陷阱”？——金融数据速
评（2024.5）·暨双循环周报（第62期）
2024.6.14
- 薪资、房租、汇率：鲍威尔的三大超预期逻辑
意味着什么？——美联储FOMC会议点
评（2024.6） 2024.6.13
- 美国核心CPI见底蓄势反弹的两大迹象——
美国CPI点评（2024.5） 2024.6.13



内容目录

美国 5 月零售短暂降温，后续预计将迎来反弹	3
美国 5 月工业生产表现强劲，供给能力加速提升	3
英格兰银行按兵不动的背后是成竹在胸还是如履薄冰？	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	6

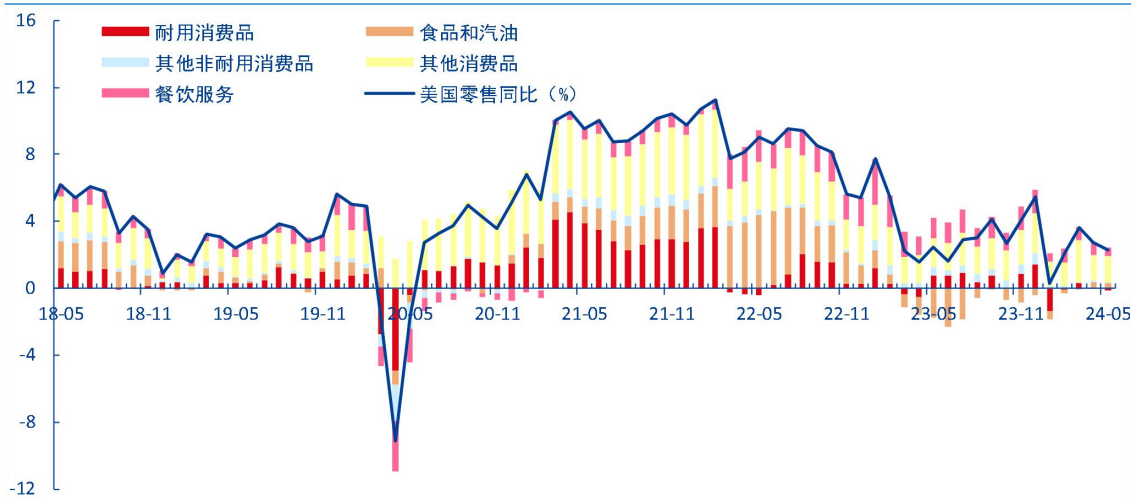
图表目录

图 1: 美国零售同比及贡献结构（%）	3
图 2: 美国工业生产指数及制造业生产指数（2017=100）	4
图 3: 工业生产指数及制造业生产指数同比（%）	4
图 4: 美欧日英核心 CPI 同比（%）	5
图 5: 发达经济体主要央行政策利率（%）	5
图 6: 全球股市：本周欧美主要股指普遍上涨，A 股深证成指跌幅最深	6
图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股电子及通信板块领涨，房地产跌幅最深	6
图 8: 标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股能源板块领涨，公用事业板块跌幅较深	6
图 9: 美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率普遍上行，长端收益率上行较多	7
图 10: 中国国债收益率变动幅度：本周中国国债收益率普遍下跌	7
图 11: 本周中国国债短端收益率上行约 1BP（%）	7
图 12: 中美 10Y 利差扩大（%）	7
图 13: 10Y 国开债与国债利差小幅扩大（%）	8
图 14: 1Y 信用利差小幅扩大，3Y 信用利差较上周持平（BP）	8
图 15: 美联储本周资产规模有所减少（USD bn）	8
图 16: 主要央行政策利率（%）	8
图 17: 全球汇率：美元指数再度小幅上行，周内稳居 105 以上	8
图 18: CNY 小幅贬值	8
图 19: 本周金价延续高位震荡上涨	9
图 20: 本周原油价格继续升温	9
图 21: 6 月上旬无烟煤价格加速上涨	9
图 22: 本周铜价有所上行	9

美国 5 月零售短暂降温，后续预计将迎来反弹

美国 5 月零售环比涨幅小幅低于市场预期，结构上来看，食品饮料与石油制品、餐饮服务以及耐用消费品零售出现了大幅降温，主要反映前期全球原油价格大幅下降以及 4 月美国劳动力市场短暂降温的滞后性影响，预计后续在薪资增长和房地产市场回暖的共同支撑下，零售可能与核心 CPI 一样迎来蓄势反弹。据当地时间 6 月 18 日美国统计局公布的数据，美国 5 月零售同比再度小幅下行 0.4 个百分点至 2.3%，环比增长 0.1%，小幅低于市场此前的预期。从结构上来看，餐饮服务零售受到 4 月美国非农就业短暂降温的显著拖累，环比下跌 0.4%，同比增速大幅回落 2.1 个百分点至 3.8%，对零售同比的贡献大幅下行至 0.5 个百分点，是当月零售同比回落的最主要因素。此外，此前全球原油价格大幅下跌造成了 5 月美国零售主要分项中耐用消费品和食品汽油的同步降温，前者拖累 5 月零售同比 0.1 个百分点，较 4 月回落 0.2 个百分点，后者环比大幅下跌 1.0%，贡献也回落至仅 0.3 个百分点。整体来看，美国 5 月零售数据呈现出与 5 月核心 CPI 极为相似的数据结构，我们预计后续随着美国政府进一步强化逆全球化的贸易政策导向美国的耐用消费品价格将加速上涨；此外，5 月美国非农就业表现大超市场预期，随着“薪资通胀螺旋”在服务业的加速闭环，预计后续餐饮等服务零售将再度随着劳动力市场而走强。总结起来，当前美国零售数据的短暂降温极有可能与核心 CPI 的短期走弱一样绝非美国消费和经济已经降温的信号，而是即将蓄势反弹，更为详细的分析可以参考我们前期的报告《美国核心 CPI 见底蓄势反弹的两大迹象——美国 CPI 点评（2024.5）》（2024.6.13）。

图 1：美国零售同比及贡献结构（%）



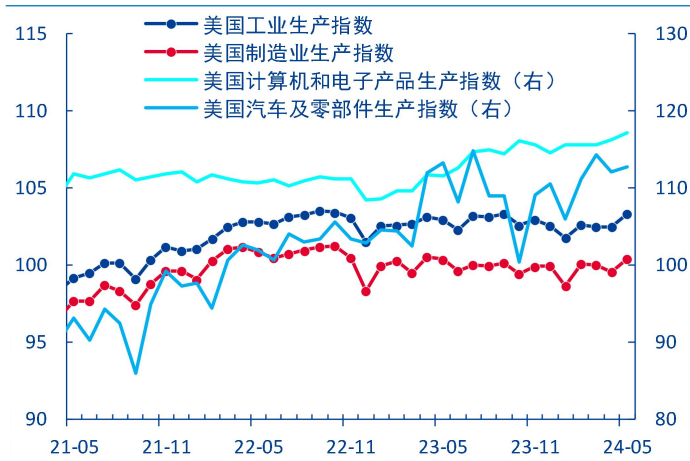
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

美国 5 月工业生产表现强劲，供给能力加速提升

美国 5 月工业生产表现强劲，改善幅度大幅超出市场预期，其中，计算机和电子产品生产指数同比更是保持了连续长达 14 个月的同比上涨趋势，足见当前美国政府对华“脱钩断链”加剧、重启“301 调查”的逆全球化政策导向对美国的工业生产起到了大幅拉动作用。据当地时间 6 月 18 日美国联邦储备委员会公布的数据，美国 5 月工业生产指数和制造业生产指数环比同步大幅上涨 0.9%，同比跌幅分别较 4 月大幅改善 1.1 和 1.0 个百分点至 0.4% 和 0.1%，其中，计算机和电子产品生产指数在美国政府进一步对华“脱钩断链”，并加大财政补贴的政策导向之下

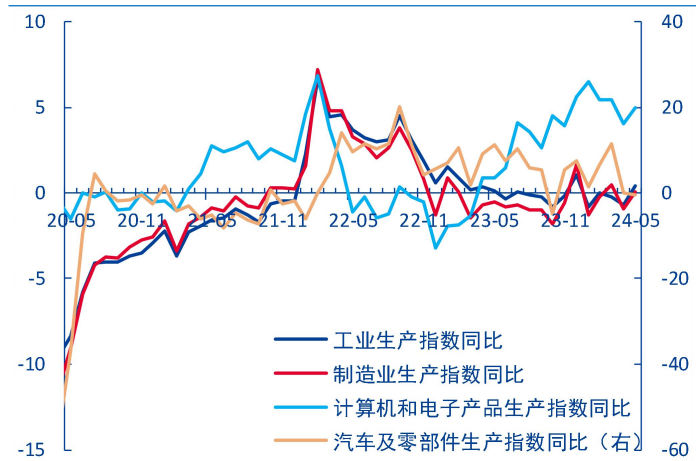
保持了连续 14 个月的同比上涨，生产指数更是在一众行业中一骑绝尘；汽车及零部件生产指数在去年同期极高基数的背景下，同比仅小幅下跌 0.6 个百分点至 -0.5%，环比上涨 0.6%，也侧面体现自美国政府重启“301”调查，并宣布对自华进口的锂离子电池和新能源汽车加征高额关税对美国本土的汽车行业生产起到了立竿见影的改善作用。

图 2：美国工业生产指数及制造业生产指数（2017=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：工业生产指数及制造业生产指数同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

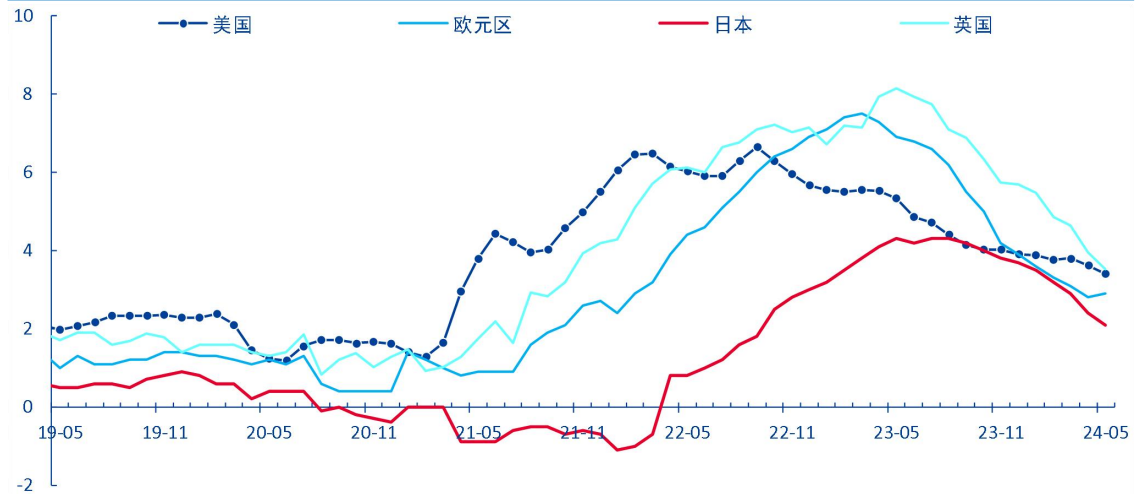
当前，美国国内需求受薪资增长和前期巨额财政补贴驱动而维持高位，由此产生的供需缺口是美国通胀维持高位黏性的主要因素。而一方面，5 月美国非农就业强势反弹，劳动力市场再度趋紧，鲍威尔也在公开发言中承认非住房服务的某些领域“看到通胀仍然很高，这可能与工资有关”，即服务消费市场的“薪资通胀螺旋”闭环有一定概率会在 6 月再度驱动通胀上行，加之当前美国的房地产市场在降息即将开启的阶段迎来了新一轮的上涨，给美联储降息带来更大的不确定性；另一方面，美国的工业生产已经在美联储通过放缓缩表稳定长端利率并最终刺激投资以及保护主义贸易政策的货币和贸易双重政策下见到了初步的改善迹象。在此背景下，当前美国的“二次通胀”风险远未至解除之时，我们维持美联储年内在 9 月、12 月降息两次，每次各 25BP 的预测不变。

英格兰银行按兵不动的背后是成竹在胸还是如履薄冰？

虽然英格兰银行并未宣布开始降息，而是再度将基准利率维持在当前水准不变，但其供需同步收缩的局面却在进一步恶化，英格兰银行当前所面临的局面非但不是通胀的高位黏性，而是与之截然相反的内需快速降温背景下的加速通缩。虽然英格兰银行在 6 月 20 日召开的货币政策会议上以 7:2 的票数再度宣布将基准利率维持在 5.25% 的水平不变，但种种迹象一致指向，当前英国国内在面临着需求供给同步收缩的压力，并已经引起了英格兰银行的重视。英格兰银行在其货币政策总结有关经济产出的部分称，24Q1 英国实际 GDP 0.6% 的增速中有一半都是由政府服务产出增长而推升的，而这部分产出实际上“并不稳定，而且会在近几个季度产生重大修正（volatile and subject to significant revision over recent quarters）”，并指出当前英国的家庭部门“对大宗商品购买持怀疑态度，更加倾向于储蓄（remained sceptical about making major purchases and instead had favoured saving）”；此外，英国的劳动力需求进一步放缓（further slowing in labour demand）也侧面反映出当前英国较为薄弱的供给能力，主要体现在职位空缺率和失业率之比的持续下行（vacancies-to-unemployment ratio had fallen further）以及薪酬增

长的进一步缓解之上（average weekly earnings growth had eased）。据当地时间 6 月 19 日英国国家统计局公布的数据，从年初至今短短 5 个月内，英国的核心 CPI 已经断崖式下滑了 2 个百分点，5 月英国核心 CPI 同比再度大幅下行 0.5 个百分点至 3.5%；虽然绝对水平较欧元区更高，但考虑到英国核心 CPI 的峰值较欧元区到来的更晚，在当前位置的陡峭下行或许意味着英国将更快迎来加速通缩的阶段。

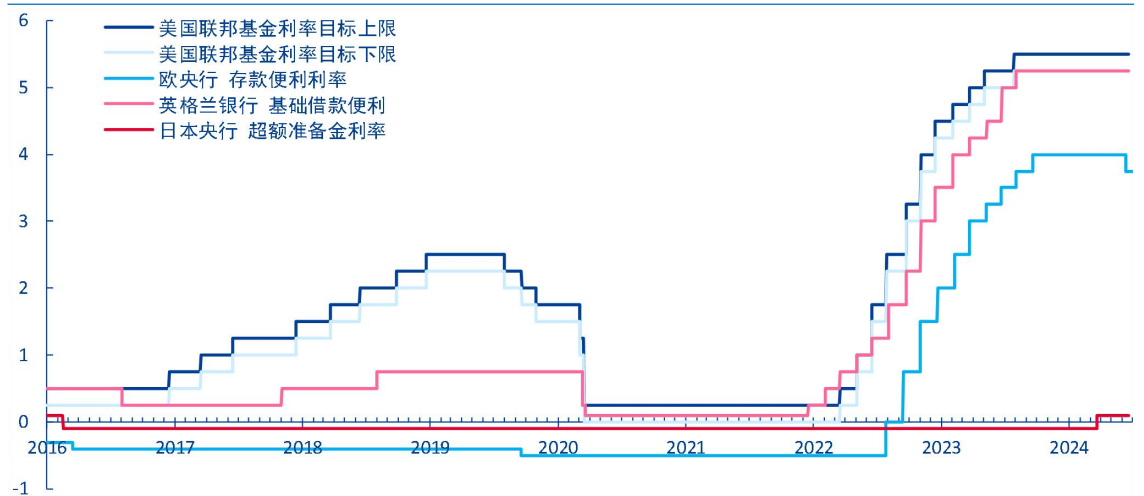
图 4：美欧日英核心 CPI 同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

6 月 21 日公布的数据显示，欧元区 6 月制造业 PMI 大幅下行至 45.6，创年初以来新低，欧元区经济快速走弱、加速通缩的事实当即大幅推升美元指数；日前，瑞士央行已经进行了年内第二次降息 25BP 的操作，英格兰银行虽未降息但英国经济脆弱已成事实。美国经济一骑绝尘、其余发达经济体加速通缩的背景下，发达经济体主要央行与美联储同步或同频降息的考量基本上已经不可能实现。一旦欧央行在下次会议转变对通胀展望的态度，必将再度推升美元指数站上高位，并给人民币造成较大的外溢性贬值压力，年内国内政策仍旧以财政发力刺激消费和投资有效内需为主，我们对三中全会前后再度增发预算内国债扩大财政支出力度抱有期待。

图 5：发达经济体主要央行政策利率（%）

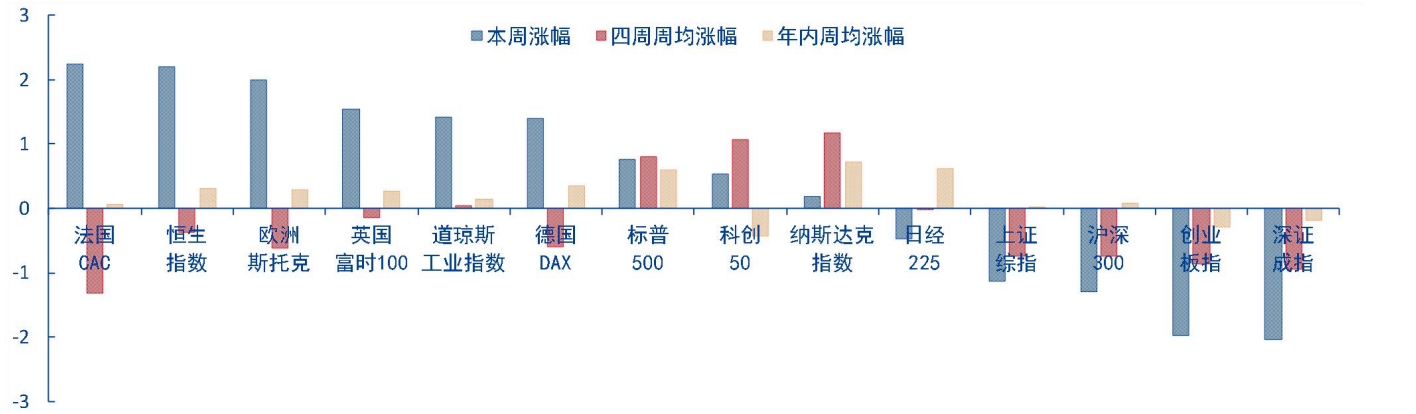


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：美联储紧缩程度超预期风险；欧央行由鹰转鸽速度快于预期风险。

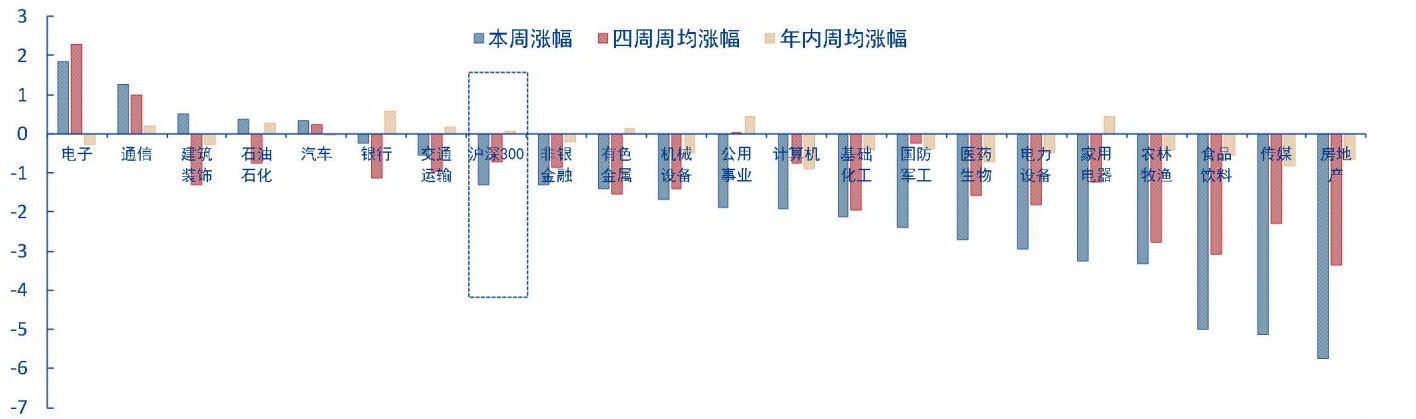
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 本周欧美主要股指普遍上涨, A 股深证成指跌幅最深



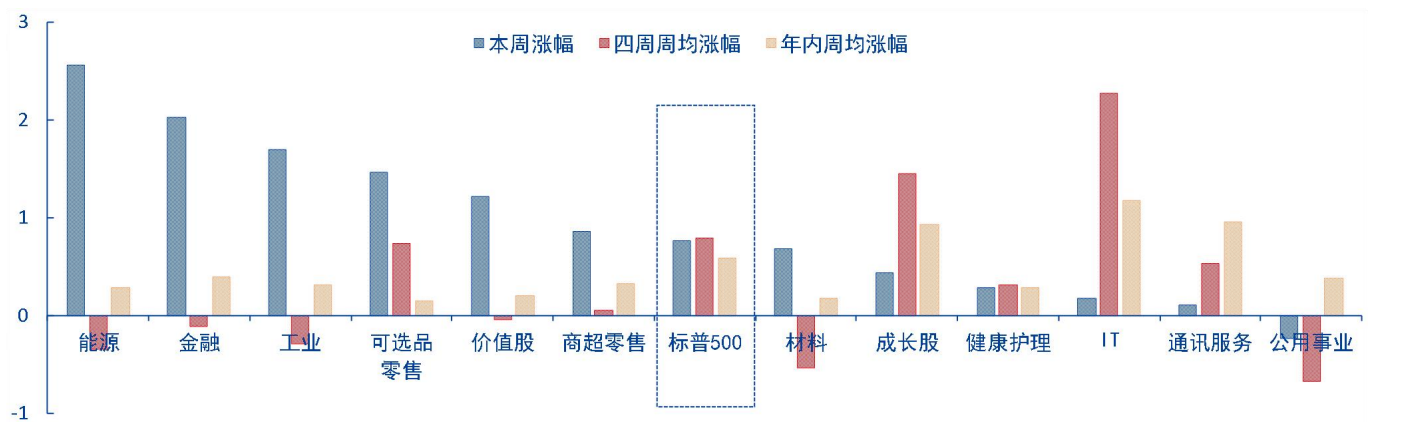
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股电子及通信板块领涨, 房地产跌幅最深



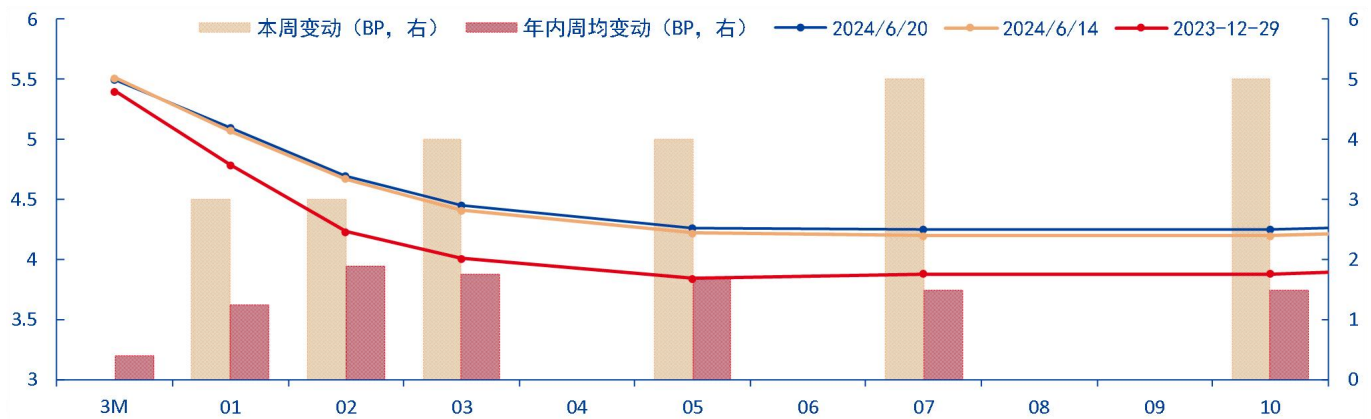
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股能源板块领涨, 公用事业板块跌幅较深



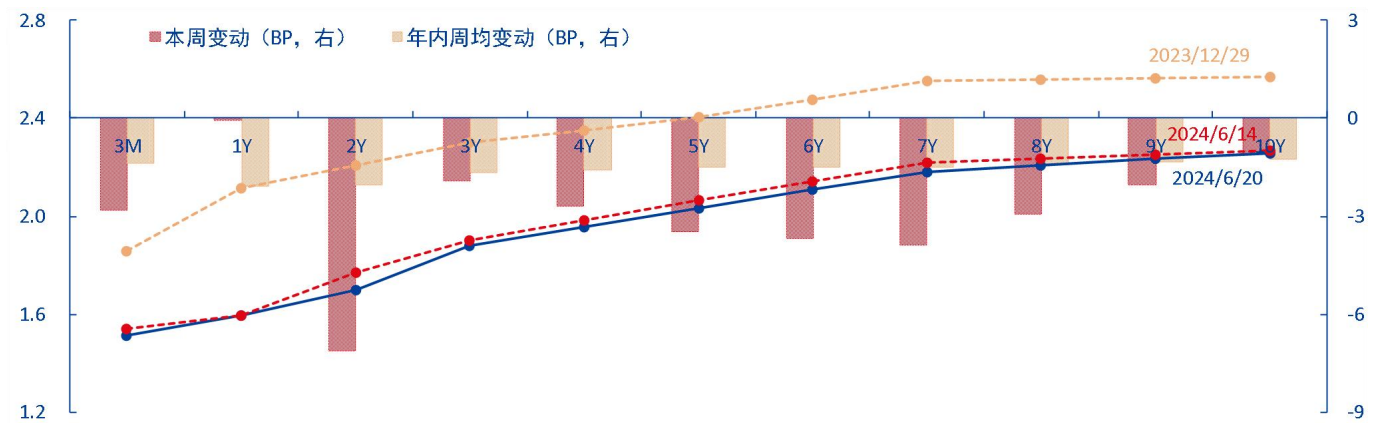
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率普遍上行，长端收益率上行较多



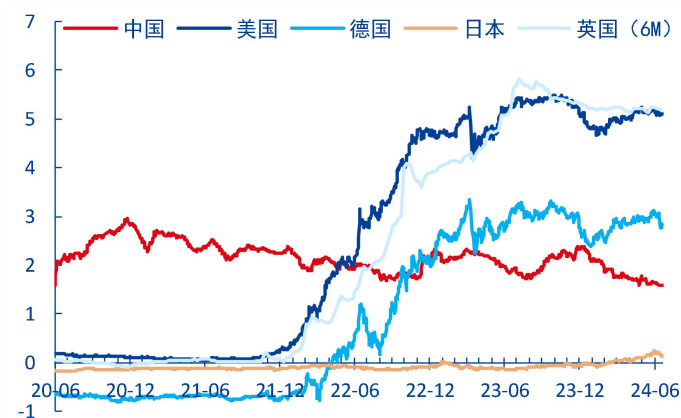
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 10：中国国债收益率变动幅度：本周中国国债收益率普遍下行



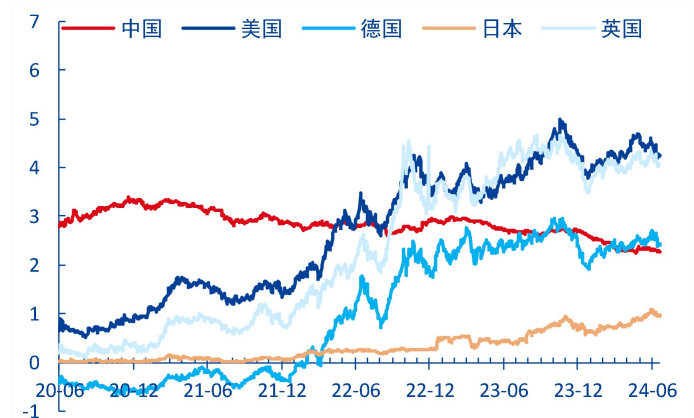
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 11：本周中国国债短端收益率上行约 1BP (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 12：中美 10Y 利差扩大 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差小幅扩大 (%)



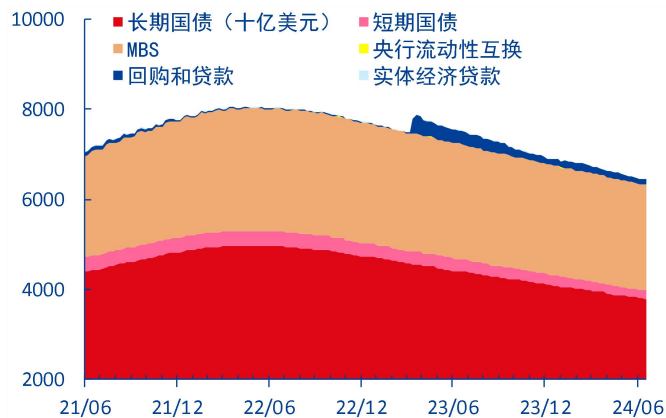
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 1Y 信用利差小幅扩大, 3Y 信用利差较上周持平 (BP)



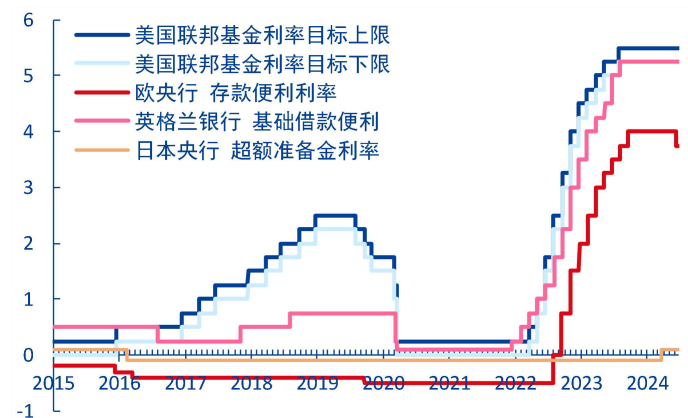
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模有所减少 (USD bn)



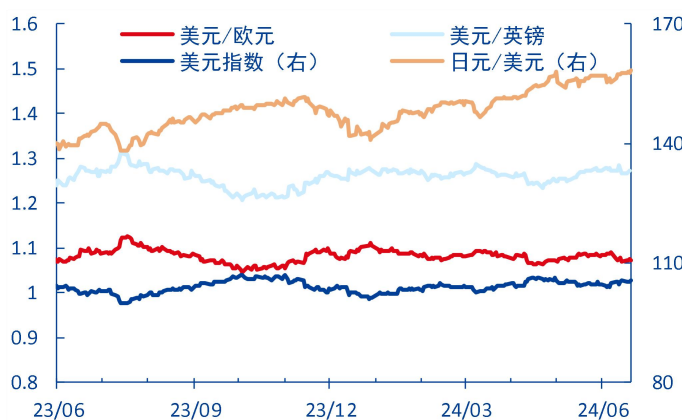
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数再度小幅上行, 周内稳居 105 以上



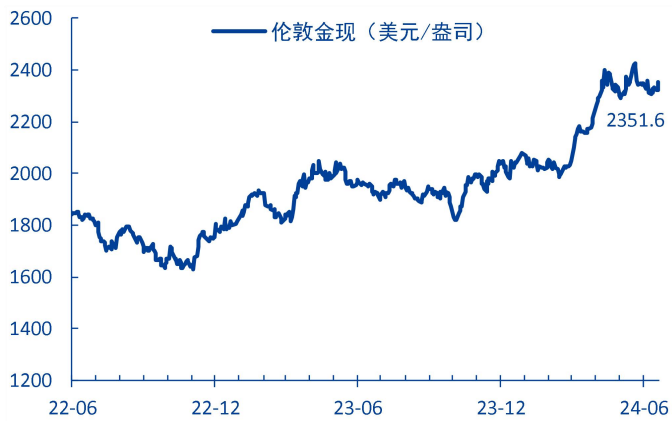
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: CNY 小幅贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周金价延续高位震荡上涨



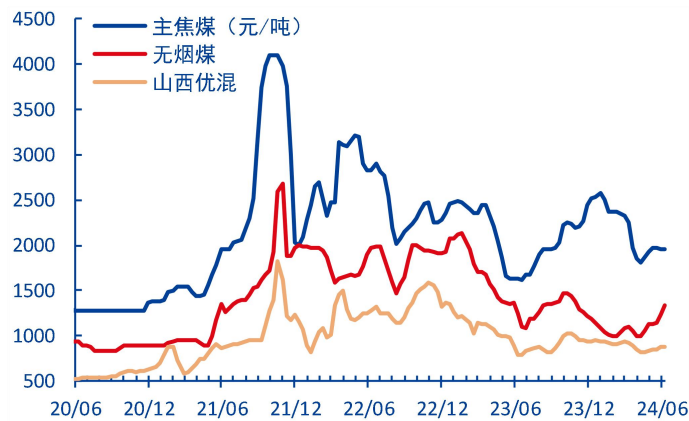
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 本周原油价格继续升温



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 6 月上旬无烟煤价格加速上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价有所上行



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