

# 美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价弱量

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第71期）

#### 投资要点

- ◆ **美国零售重拾升势，劳动力市场再度趋紧，衰退预期明显降温。**美国7月零售在耐用消费品的强劲拉动下重拾升势，扣除温和降温的CPI，实际零售增速回升幅度更大，延续了二季度以来美国居民消费需求的强劲状态。这令市场对美国经济可能迅速陷入衰退的担忧明显缓和。月初以来美国初请失业金人数连续两周大幅下降，美国劳动力市场8月可能再度趋紧，这与7月强劲的零售数据共同指向美国供需循环仍然偏热，进一步打击了海外市场对美联储可能加速降息以应对衰退风险的预期。一旦居民消费需求重新走强或维持高位的趋势稳固，考虑到美国当前劳动参与率已经接近疫后峰值水平，劳动力供给进一步增加的空间已经非常狭窄，美国劳动力市场再度趋紧的概率是提升的，而如果薪资增速重新向上，与通胀之间的螺旋关系强化，美联储事实上更无加快降息的必要，强劲的经济增长将令美联储获得其他海外主要央行所难以企及的从容。
- ◆ **美国内需强劲剧烈冲击日元，日央行汇率干预效果遭遇挫折。**美元指数因其消费需求的重新走强而明显回升，这令日本央行近期加息+缩表操作的逻辑脆弱性进一步凸显，日元本周大幅贬值并重新接近150，跨越7-8月的最新一轮汇率干预效果遭遇挫折。日元近期的剧烈波动充分揭示了一个深层次的道理——稳汇率的目标下，消耗外储不是办法，促进内需可持续增长才是真谛。二季度日本实际GDP同比增速为-0.8%，连续第二个季度处于收缩区间。其居民消费和实际GDP的环比改善，主要原因是一季度的环比大幅下滑导致的低基数效应所被动推升，在缺乏财政扩张空间的背景下，可持续性仍有待观察。此外去年同期净出口明显受益于当时已经开始的日元连续贬值，而在今年二季度，净出口对实际GDP同比增长的贡献又再次转负，本币大幅贬值一旦形成单边预期，反而可能造成出口延迟和净出口拉动下滑的问题。人口老龄化持续加速、财政扩张已无空间、货币宽松无法传导三大逻辑相叠加，令日本消费内需加速坠入持续收缩的循环，三大底层逻辑都无法在中短期内获得改变，日本经济政策事实上已经没有有效的促进内需的手段，日元汇率的长期贬值概率是比较大的，这也对包括我国在内的主要非美经济体货币政策的内外部均衡关系提供了一个相当深刻的借鉴案例。
- ◆ **我国货币政策框架加快向市场化利率传导方向迭代。**强调“将逐步淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用”，将其作为完善中国特色现代货币政策框架的主要要求，显示我国货币政策框架正在加快向市场化利率传导方向迭代。市场化的利率传导机制，核心逻辑是强化短期政策利率的同时，弱化中长期利率的政策属性和放大效应，在中长期利率的市场化定价机制中赋予商业银行更大的主动性，从而将净息差稳定的防风险底线要求转化为长期利率定价回归经济长期基本面，以长期利率为支点、政策利率波动放大而中长期市场利率波动减弱的逐层稳定传导模式。6月以来央行已经在市场化的利率传导机制构建方面加速采取了诸多创新型的步骤。9月是流动性缺口大月，美联储大概率将进行首次降息，人民币的外部贬值压力或有一定程度的减轻，这也将令9月成为较优的降准窗口，当然前提是在此之前，我国长期国债收益率不出现进一步的大幅下滑，否则中美负利差进一步加大，人民币贬值压力仍无法缓和。由此，我们维持9月降准50BP的预测不变。利率方面，预计年内7天逆回购利率和5Y LPR将维持不变，利率曲线上偏高的1Y LPR/MLF利率还有一定的下调空间。
- ◆ **国内外经济追踪：**8月前两周汽车消费有所改善；黄金、铜价、油价均小幅回升。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股银行和通信板块领涨，房地产板块跌幅最深；10Y国债收益率转为小幅下行，中美10Y利差收窄。
- ◆ **风险提示：**美元指数超预期上行风险；货币政策向中性收敛速度快于预期风险。

分析师

秦泰

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

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

去杠杆中段阵痛难免，大财政扩张决心可期——经济数据点评（2024.7） 2024.8.15  
 薪资替代需求成为美国核心CPI的决定变量——美国CPI点评（2024.7） 2024.8.14  
 信用需求探底下半场，货币政策支持不过度——金融数据速评（2024.7） 2024.8.13  
 债市汇市联动，货币政策新框架雏形显现——货币政策执行报告点评·双循环周报（第70期） 2024.8.9  
 核心CPI同比再创新低，期待财政补贴尽快见效——CPI、PPI点评（2024.7） 2024.8.9



## 内容目录

<b>本周焦点：美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价弱量</b> .....	<b>3</b>
美国零售重拾升势，劳动力市场再度趋紧，衰退预期明显降温 .....	3
美国内需强劲剧烈冲击日元，日央行汇率干预效果遭遇挫折 .....	4
我国货币政策框架加快向市场化利率传导方向迭代 .....	5
<b>国内外经济追踪：一线城市本周地产销售面积较为稳定</b> .....	<b>9</b>
<b>华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）</b> .....	<b>12</b>

## 图表目录

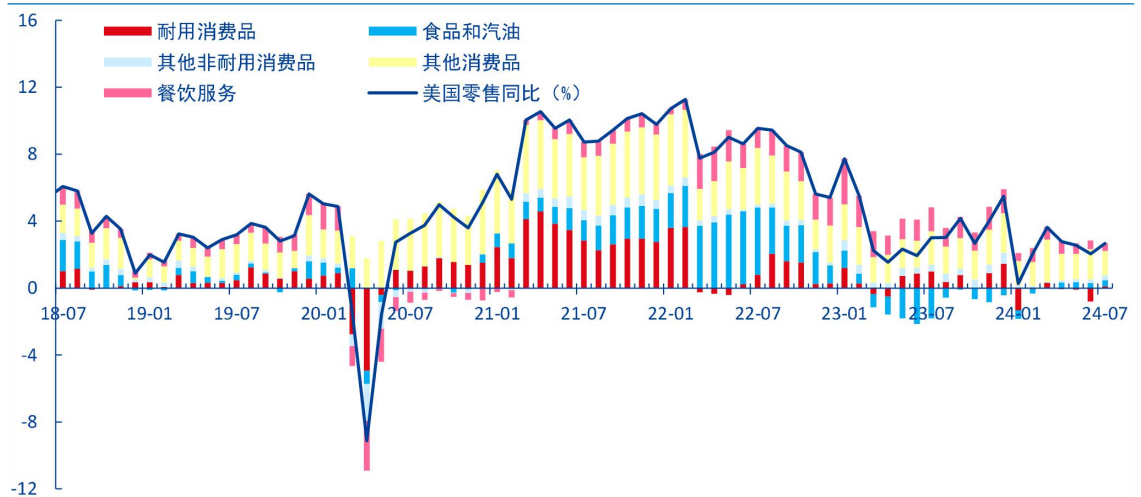
图 1：美国零售同比及贡献结构（%） .....	3
图 2：美国当周初请失业金人数连续两周大幅降温（千人） .....	4
图 3：美国零售“狂飙”的同时日元汇率再次贬近 150 .....	5
图 4：日本实际 GDP 同比及贡献结构（%） .....	5
图 5：政策利率与 R007、DR007（%） .....	7
图 6：基础货币同比及贡献结构（%） .....	7
图 7：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%） .....	9
图 8：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比小幅反弹 .....	9
图 9：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%） .....	9
图 10：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周蔬菜价格大幅上涨 .....	10
图 11：猪肉价格同比（%）：猪肉价格同比涨幅小幅回落 .....	10
图 12：钢材价格旬度环比：持续环比下跌（%） .....	10
图 13：煤炭价格同比（%）：山西优混较 7 月下旬同比回升 .....	10
图 14：伦敦金现、LME 铜：黄金反弹、铜价持续降温 .....	11
图 15：原油价格：布油价格小幅回升 .....	11
图 16：美国当周初请失业金人数连续第二周下行 .....	11
图 17：美国原油库存量小幅回升 .....	11
图 18：发达经济体核心 CPI 同比（%） .....	11
图 19：美国核心 PPI 同比及贡献结构（%） .....	11
图 20：全球股市：本周全球股指大部分上行，A 股深证成指跌幅较深 .....	12
图 21：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股银行和通信板块领涨，房地产板块跌幅最深 .....	12
图 22：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块领涨 .....	12
图 23：美国国债收益率变动幅度：截至 8 月 15 日，美债收益率有所分化，短端收益率上行较多 .....	13
图 24：中国国债收益率变动幅度：截至 8 月 15 日 10Y 国债收益率小幅下行 .....	13
图 25：本周中国国债短端收益率继续上行（%） .....	13
图 26：中美 10Y 利差收窄（%） .....	13
图 27：10Y 国开债与国债利差基本持平（%） .....	14
图 28：3Y 信用利差持平于上周，1Y 信用利差有所缩小（BP） .....	14
图 29：美联储本周资产规模有所扩大（USD bn） .....	14
图 30：主要央行政策利率（%） .....	14
图 31：全球汇率：美元指数小幅下行 .....	14
图 32：人民币继续被动升值 .....	14

## 本周焦点：美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价弱量

### 美国零售重拾升势，劳动力市场再度趋紧，衰退预期明显降温

美国7月零售在耐用消费品的强劲拉动下重拾升势，扣除温和降温的CPI，实际零售增速回升幅度更大，延续了二季度以来美国居民消费需求的强劲状态。这令市场对美国经济可能迅速陷入衰退的担忧明显缓和。据当地时间8月15日美国人口普查局公布的最新数据，美国7月零售环比涨幅高达1.0%，推动同比增速大幅上行0.7个百分点至2.7%，大幅超出市场预期。主要的拉动力量是耐用消费品，单月环比涨幅高达2.6%，同比增速也大幅上行3.1个百分点至0.4%，由6月的深度拖累零售同比0.8个百分点大幅上行至拉动0.1个百分点。耐用消费品需求一方面相当明显地受到房地产周期的直接影响，另一方面也受居民收入和财富效应展望所驱动。当前美国房地产市场对货币紧缩阶段的利率顶部位置已经脱敏，前期的薪资高增以及房价持续维持较高水平也对居民收入和财富预期形成较好支撑。这也与美国7月核心CPI数据交叉验证了5-6月耐用消费品零售和价格的同步下跌其实源自原油价格连续大跌形成的价格渗透作用而非美国居民消费的快速降温（详细分析见《薪资替代需求成为美国核心CPI的决定变量——美国CPI点评（2024.7）》2024.8.14）。此外核心非耐用消费品和餐饮服务环比也都有较为稳健的增长。考虑到7月美国核心CPI连续温和降温，扣除价格之后美国实际零售增速反弹幅度可能更大。美国二季度强劲的居民消费需求表现有望延续，这意味着当前美国经济迅速陷入衰退的概率是相当小的，海外市场此前对美联储加快降息以应对衰退的预期受到明显削弱。

图1：美国零售同比及贡献结构（%）

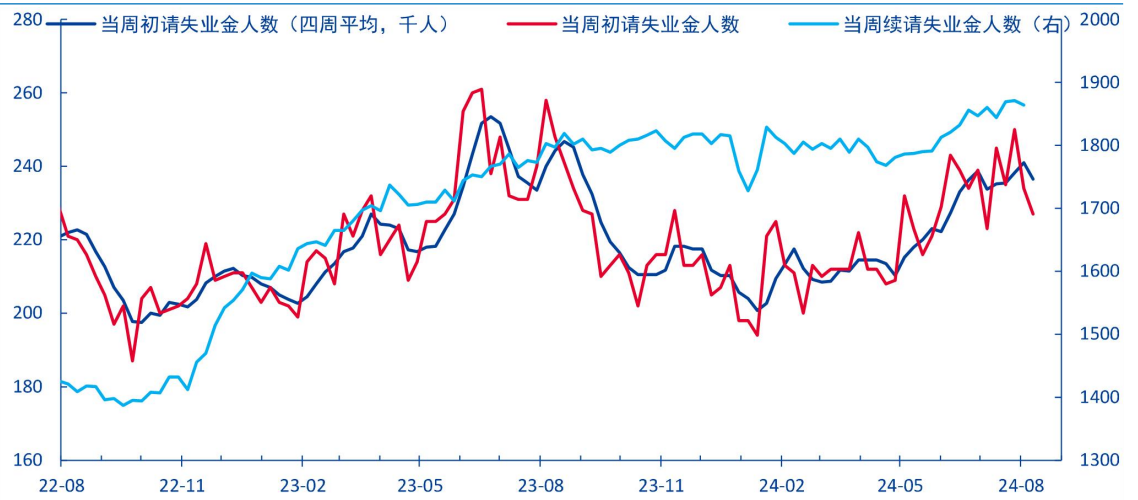


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020.3-2022.2 为两年平均增速

月初以来美国初请失业金人数连续两周大幅下降，美国劳动力市场8月可能再度趋紧，这与7月强劲的零售数据共同指向美国供需循环仍然偏热，进一步打击了海外市场对美联储可能加速降息以应对衰退风险的预期。从最新公布的数据来看，8月第二周美国初请失业金人数快速下滑至仅22.7万人，达到自6月以来次低水平，若此类情况在未来两周基本得到维持，则8月美国劳动力市场紧张程度可能重新显著提升。事实上，我们不能将劳动力市场和商品和服务市场分割开进行单独的分析，两者之间具有极强内生逻辑。7月零售数据重拾升势显示居民消费需求旺盛，由此拉动商品和服务供给，从而令劳动力市场需求短期趋于增加。我们在之前的报告中曾

多次指出，6-7月美国失业率的上行，主要原因并非国内消费需求不足，而是劳动力供给的连续增加，其非农就业表现偏弱的行业也主要集中在短期就业波动明显大于消费需求波动的一些服务行业领域，如7月的信息金融地产、政府部门和教育医疗等，本身就具有较强的暂时性双向波动特征（详细分析可见《劳动力市场降温或令美英央行持续纠结——美国7月就业、英央行首降联合点评》2024.8.2等）。一旦居民消费需求重新走强或维持高位的趋势稳固，考虑到美国当前劳动参与率已经接近疫后峰值水平，劳动力供给进一步增加的空间已经非常狭窄，美国劳动力市场再度趋紧的概率是提升的，而如果薪资增速重新向上，与通胀之间的螺旋关系强化，美联储事实上更无加快降息的必要，强劲的经济增长将令美联储获得其他海外主要央行所难以企及的从容。

图2：美国当周初请失业金人数连续两周大幅降温（千人）



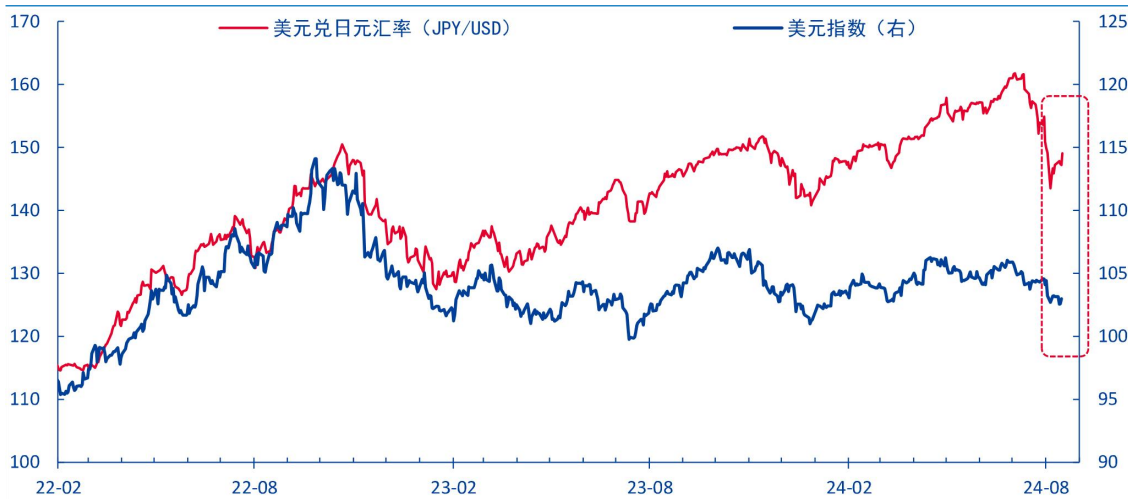
资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 美国内需强劲剧烈冲击日元，日央行汇率干预效果遭遇挫折

美元指数因其消费需求的重新走强而明显回升，这令日本央行近期加息+缩表操作的逻辑脆弱性进一步凸显，日元本周大幅贬值并重新接近150，跨越7-8月的最新一轮汇率干预效果遭遇挫折。日元近期的剧烈波动充分揭示了一个深层次的道理——稳汇率的目标下，消耗外储不是办法，促进内需可持续增长才是真谛。8月15日，美元指数一度大幅上冲至103以上，8月16日日元兑美元官方汇率却贬破149，再度逼近150大关，较其8月5日汇率高点再度出现3.7%的贬值幅度。这意味着日本央行跨越7月下半月到8月初的最新一轮外汇市场干预操作仅过约一周就遭遇重大挫折。日前日本公布的经济数据显示，二季度日本实际GDP同比增速为-0.8%，连续第二个季度处于收缩区间。其居民消费和实际GDP的环比改善，主要原因是一季度的环比大幅下滑导致的低基数效应所被动推升，在缺乏财政扩张空间的背景下，可持续性仍有待观察。此外去年同期净出口明显受益于当时已经开始的日元连续贬值，而在今年二季度，净出口对实际GDP同比增长的贡献又再次转负，本币大幅贬值一旦形成单边预期，反而可能造成出口延迟和净出口拉动下滑的问题。日元自2023年初开始脱离美元指数的被动关系形成单边大幅贬值趋势，日本央行今年以来频繁进行汇率干预但效果仍然不佳，本质原因是人口老龄化持续加速、财政扩张已无空间、货币宽松无法传导三大逻辑相叠加，令日本消费内需加速坠入持续收缩的循环，货币政策也无法进行大幅的紧缩。而在此背景下，如果日本央行为稳定汇率而强行加息缩表收紧货

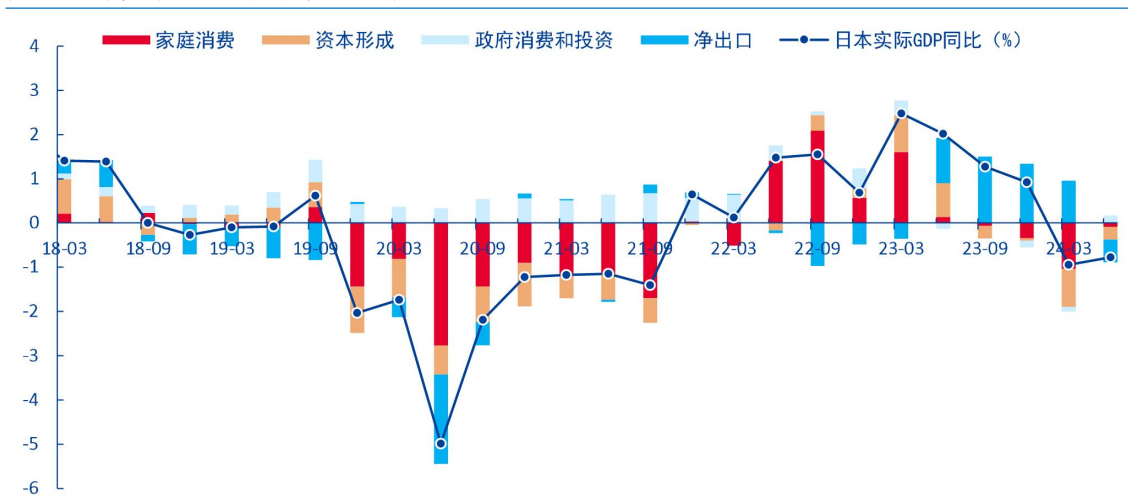
币政策，则又反过来可能对日本国内投资和消费需求形成新一轮的打击，导致恶性循环。正因如此，日本央行的短期外汇干预措施往往无法令市场建立起对日元汇率的长期信心，干预的效果逐次递减，美国经济一旦出现重新转强的迹象，日元即往往再度暴跌。由于上述三大底层逻辑都无法在中短期内获得改变，日本经济政策事实上已经没有有效的促进内需的手段，日元汇率的长期贬值概率是比较大的，这也对包括我国在内的主要非美经济体货币政策的内外部均衡关系提供了一个相当深刻的借鉴案例。

图 3: 美国零售“狂飙”的同时日元汇率再次逼近 150



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 4: 日本实际 GDP 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

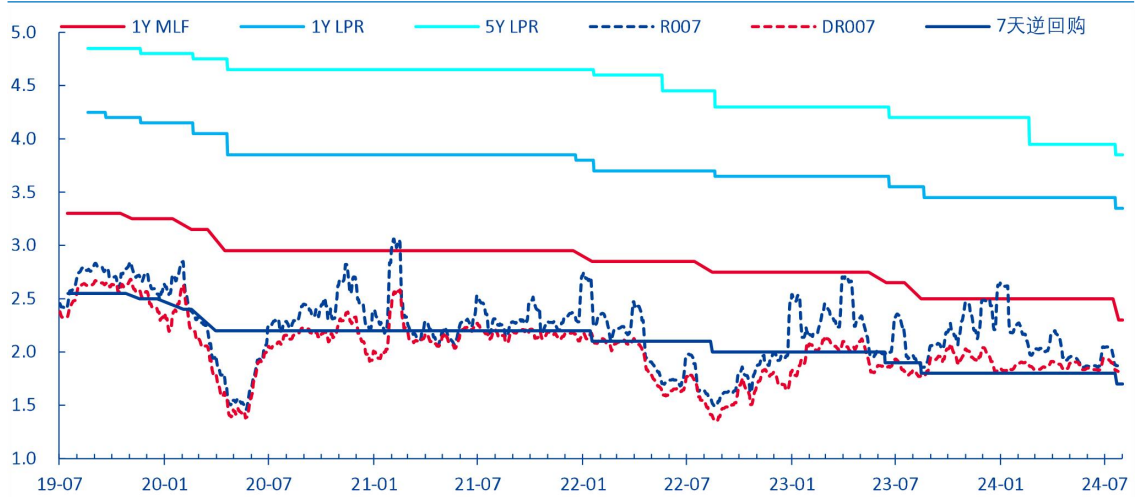
## 我国货币政策框架加快向市场化利率传导方向迭代

新华社 8 月 15 日发表对中国人民银行党委书记、行长潘功胜的专访，题为《加快完善中央银行制度 持续推动金融高质量发展》，在加快建设中央银行制度方面给出了更加清晰具体的指引。

潘行长在专访中强调“将逐步淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用”，将其作为完善中国特色现代货币政策框架的主要要求，显示我国货币政策框架正在加快向市场化利率传导方向迭代。今年以来我国信用融资需求发生深层次内生性变化，地方债务风险和房地产风险同步加速化解令居民和企业部门资产负债表扩张速度罕见出现同步大幅放缓的局面，信用扩张对货币宽松操作的敏感度已经明显减弱（详细分析见《信用需求探底下半场，货币政策支持不过度——金融数据速评（2024.7）》2024.8.13等）。针对“货币政策将如何支持实体经济回升向好，推动经济高质量发展？”的提问，潘行长首先指出今年在“在2月、5月、7月先后三次实施了比较重大的货币政策调整，在货币政策的总量、结构、传导方面综合施策，有力支持经济回升向好”，下一步要“加快已出台金融政策措施落地见效”，在此基础上再次强调“将注重把握和处理好三方面关系”，包括短期与长期的关系、稳增长与防风险的关系、内部与外部的关系，对二季度货币政策执行报告中的三方面关系的要求进行了重申，预计未来货币政策内部均衡目标将提升防止资金在金融体系内空转套利的权重，对扩张信贷投放的关注度将持续削弱（详细分析见《债市汇市联动，货币政策新框架雏形显现——货币政策执行报告点评·双循环周报（第70期）》2024.8.9）。在从四方面加快完善中央银行制度部分，潘行长明确指出“我们将逐步淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用”，强价弱量的支持性货币政策中性立场进一步得到了强化。

市场化的利率传导机制，核心逻辑是强化短期政策利率的同时，弱化中长期利率的政策属性和放大效应，在中长期利率的市场化定价机制中赋予商业银行更大的主动性，从而将净息差稳定的防风险底线要求转化为长期利率定价回归经济长期基本面，以长期利率为支点、政策利率波动放大而中长期市场利率波动减弱的逐层稳定传导模式。6月以来央行已经在市场化的利率传导机制构建方面加速采取了诸多创新型的步骤。6月陆家嘴论坛公开提及要逐步将7天逆回购利率作为主要政策利率并淡化其他期限货币政策工具利率的政策利率色彩，7月22日和7月25日分两次实行的不同幅度7天逆回购及LPR降息（10BP）和MLF单独降息操作（20BP）就是在明确贯彻这一准则：一方面通过将7天逆回购利率替代MLF利率作为LPR新的定价锚强化前者的政策利率属性，另一方面淡化市场的单边下调长端利率预期、推动利率曲线陡峭化、向美联储的逆周期调节和利率曲线传导模式靠近，是现代央行制度的最新步骤；同时，MLF降息20BP与政策利率和LPR有所区别，还特别强调了通过利率招标的方式进行，这种新的MLF操作模式进一步强化了MLF工具所附一年期利率在利率从短端政策利率向长端贷款市场和债券市场利率传导过程中的市场化中继节点属性，有助于加快形成接近成熟市场的短端政策利率调整幅度较大、长端利率定价由长期增长趋势和通胀目标决定作为“曲线支点”的逆周期市场化预期稳定的利率传导机制。8月15日，央行决定将月中到期的MLF推迟至8月26日（周一）续作，显示后续月份MLF可能都会推迟至LPR报价之后再行当月的操作，这是对MLF作为基础货币投放工具在量的属性方面的进一步强化，也是对MLF利率政策属性的进一步弱化。

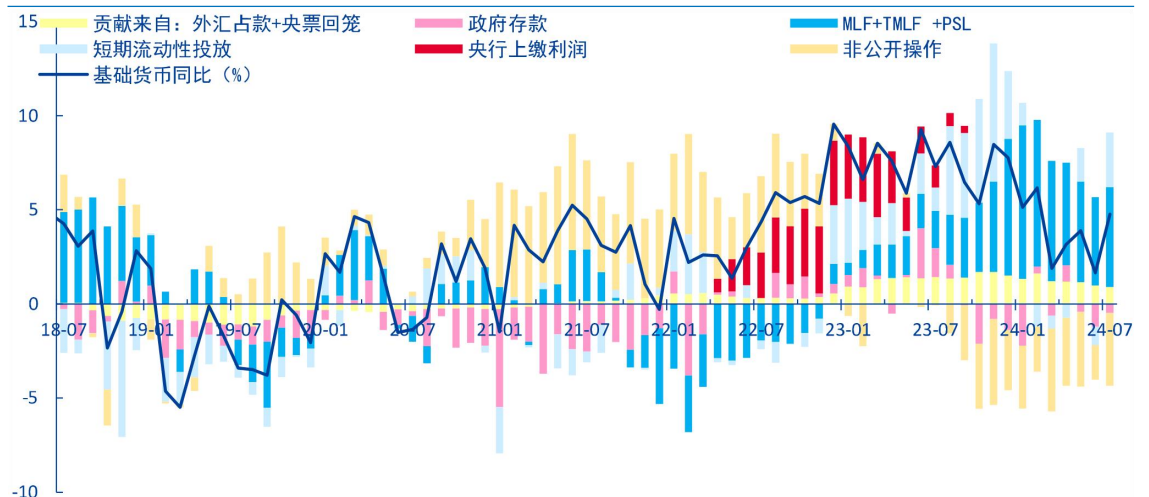
图 5：政策利率与 R007、DR007 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

长端包括 LPR 在内的利率报价如果回归市场化，我国商业银行即可强化净息差约束传导机制，在经济下行期银行业经营的市场驱动稳健性将大幅提升，短端政策利率大幅波动引导长端市场化利率小幅波动的高效率稳健传导机制有望对真正意义上的逆周期调节属性的货币政策框架的建立提供坚实的基础。如果商业银行可以根据自身在不同经济发展阶段扩张规模和化解金融风险所需要的净息差水平而对长端利率进行市场化报价，则长端利率的波动性大概率将大幅下降，特别是在类似当前的信用需求内生性下降阶段，房地产市场风险和地方债务风险加快化解过程中，或可避免因长端利率下行过快（甚至下降幅度超过短端政策利率）而导致银行净息差政策性大幅压缩，削弱银行化解较为集中的金融风险的能力，而导致实体经济去杠杆过程延长，风险分辨难度加大，隐性债务风险在企业部门和银行资产负债表之间循环放大等衍生性的更为复杂的系统性风险。

图 6：基础货币同比及贡献结构 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

在货币宽松对信用需求的刺激因经济转型升级而日益钝化的现阶段，货币政策立场从宽松转为中性支持，稳定预期提振信心、推动价格温和回升的同时，保持流动性合理充裕、引导货币信贷合理增长并保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定无疑是当前阶段货币政策的重点导向。房地产市场持续调整至今造成了居民资产负债表的明显收缩，政策对于化解地方债务风

险的坚定决心也使得基建投资对于项目本身盈利能力提出了更高的要求，双重压力之下，我国的信用融资需求二季度以来已经出现了明显的内生性动能偏弱，货币宽松的刺激作用也在边际递减，目前看来 7 月底的降息操作并没有能够对房地产市场和基建投资起到显著的推升作用，人民银行的货币政策立场已经从此前的中性偏松转变为当下的中性支持，不再进一步通过货币宽松刺激内生性投资需求，尤其是地产和基建投资的导向已经十分明显。后续，货币政策的重点导向是引导货币信贷合理增长的同时维持人民币汇率在合理均衡的水平上基本稳定。

9 月是流动性缺口大月，预计央行将通过超额续做 MLF 或降准 50BP 进行填补，考虑到降准的效率更高、成本更低，加之现阶段的货币政策要兼顾“其他经济体经济和货币政策周期的外溢影响”，而市场普遍预期 9 月美联储大概率将进行首次降息，人民币的外部贬值压力 9 月或有一定程度的减轻，这也将令 9 月成为较优的降准窗口，当然前提是在此之前，我国长期国债收益率不出现进一步的大幅下滑，否则中美负利差进一步加大，人民币贬值压力仍无法缓和。由此，我们维持 9 月降准 50BP 的预测不变。利率方面，预计年内 7 天逆回购利率和 5Y LPR 将维持不变，利率曲线上偏高的 1Y LPR/MLF 利率还有一定的下调空间。

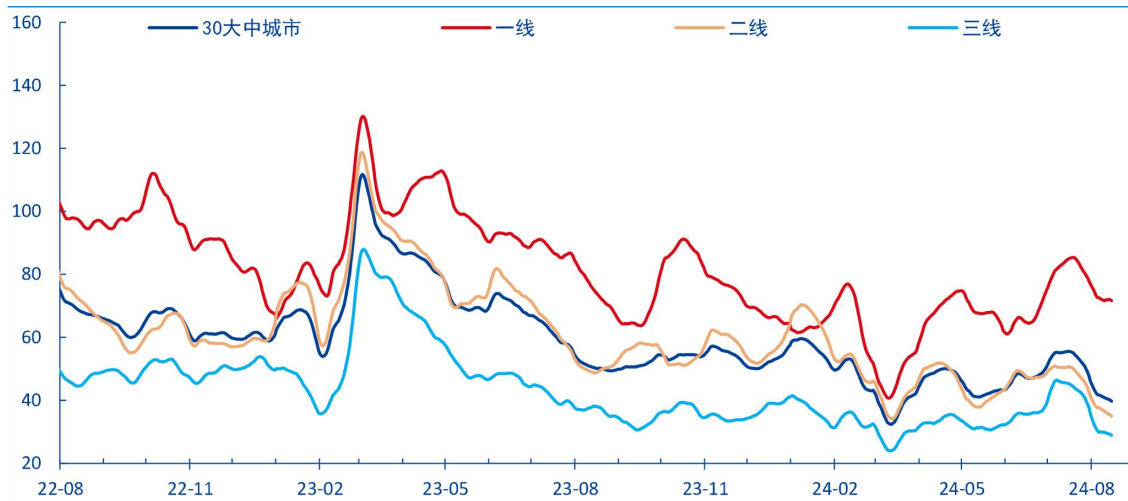
**风险提示：**美元指数超预期上行风险；货币政策向中性收敛速度快于预期风险。



## 国内外经济追踪：一线城市本周地产销售面积较为稳定

**商品房销售面积：**本周一线城市商品房销售面积与上周基本持平，呈现出一定的稳定迹象，但二线和三线城市还在进一步下行。

图 7：30 大中城市及一二三线城市商品房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

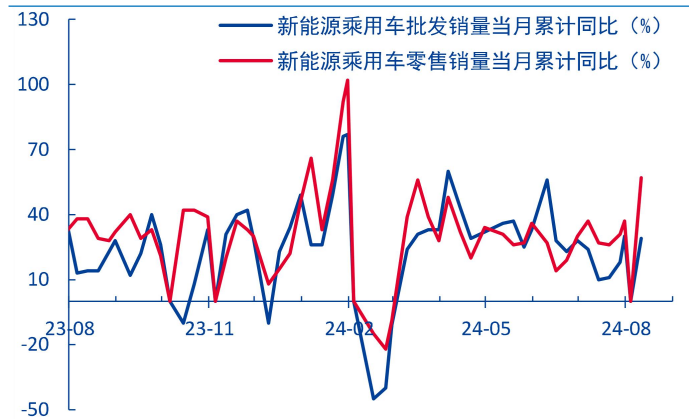
**汽车消费：**8月前两周汽车消费表现出现一定改善迹象。据乘联会数据，截至8月11日，乘用车零售和批发销量当月累计同比分别为7%和-15%，其中，零售累计同比较6月底大幅反弹9个百分点，初步呈现改善迹象；此外，新能源乘用车零售和批发销量当月累计同比分别大幅上行至57%和29%，零售累计增速达到2月以来新高。

图 8：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比小幅反弹



资料来源：Wind，华金证券研究所

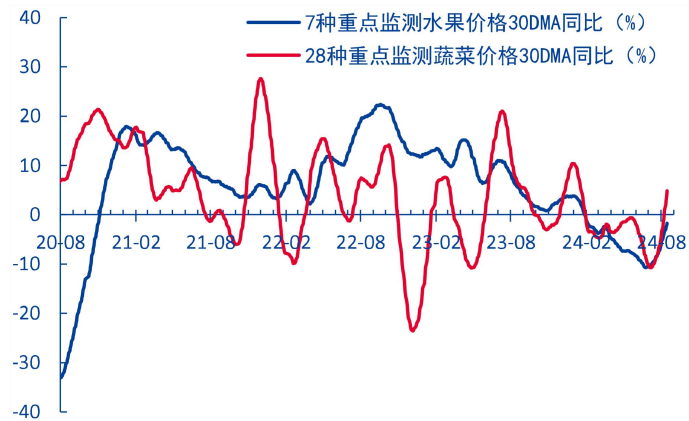
图 9：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

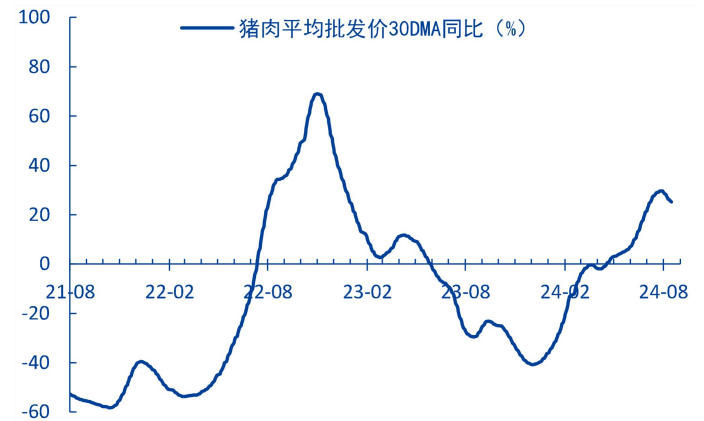
**高频通胀指标：**本周鲜菜价格同比大幅上涨，鲜果跌幅继续收窄，猪肉价格同比涨幅趋稳。截止8月15日，鲜菜30天均价同比增速较上周五再度大幅回升3.8个百分点至4.8%，鲜果30天均价同比跌幅较上周五再度收窄1.7个百分点-1.7%；猪肉平均批发价趋于平稳，同比增速小幅下行1.2个百分点至25.2%。

图 10: 菜价果价 30DMA 同比 (%) : 本周蔬菜价格大幅上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

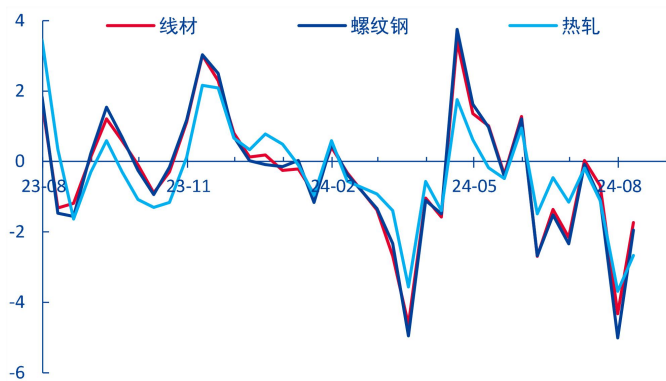
图 11: 猪肉价格同比 (%) : 猪肉价格同比涨幅小幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

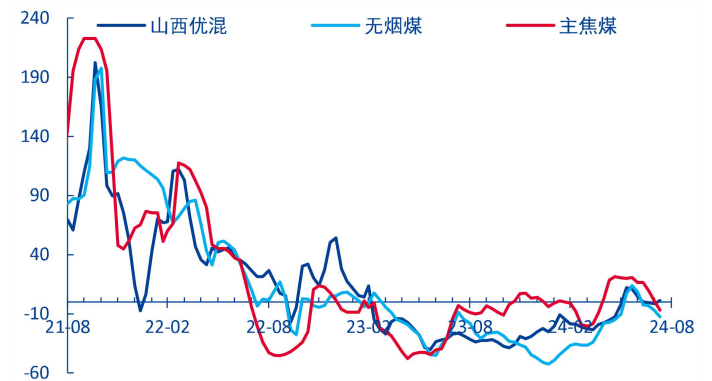
**重点生产资料价格变化: 8 月上旬钢材价格继续环比下跌, 山西优混同比反弹。**受上游工业品需求不足拖累钢材价格持续走弱, 8 月上旬钢价在此前已经大幅下行的基础上持续下跌, 线材、螺纹钢、热轧分别环比下跌 1.7%、1.9%和 2.7%; 山西优混价格同比回升 2.8 个百分点至 1.2%, 无烟煤跌幅扩大至-12.5%, 主焦煤价格同比下行至-7.0%。

图 12: 钢材价格旬度环比: 持续环比下跌 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 煤炭价格同比 (%) : 山西优混较 7 月下旬同比回升



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

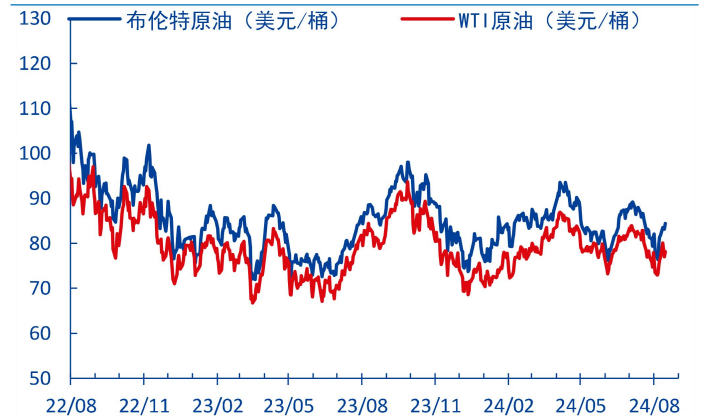
**大宗商品: 黄金、铜价、原油价格同步小幅回升。**本周黄金价格小幅回升, 截至 8 月 14 日伦敦金现报收 2456.7 美元/盎司, 较上周五回升 29.4 美元; LME 铜大幅回升 101 美元至 8906 美元/吨; 截至 8 月 15 日布油、WTI 原油价格同步小幅回升, 分别较上周五涨 2.6、1.3 美元至 84.4、78.2 美元/桶。

图 14: 伦敦金现、LME 铜: 黄金反弹、铜价持续降温



资料来源: Wind, 华金证券研究所

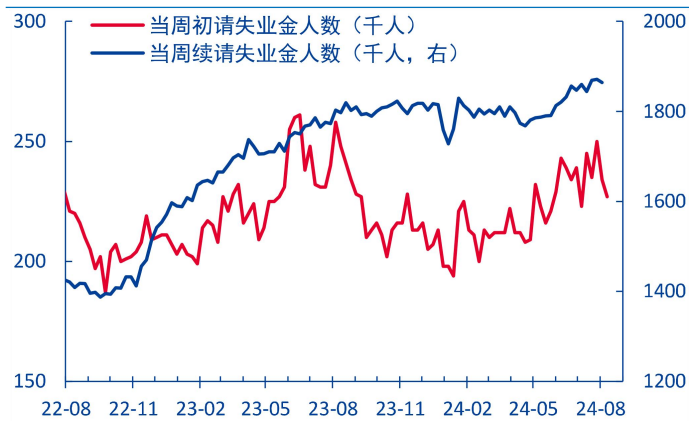
图 15: 原油价格: 布油价格小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

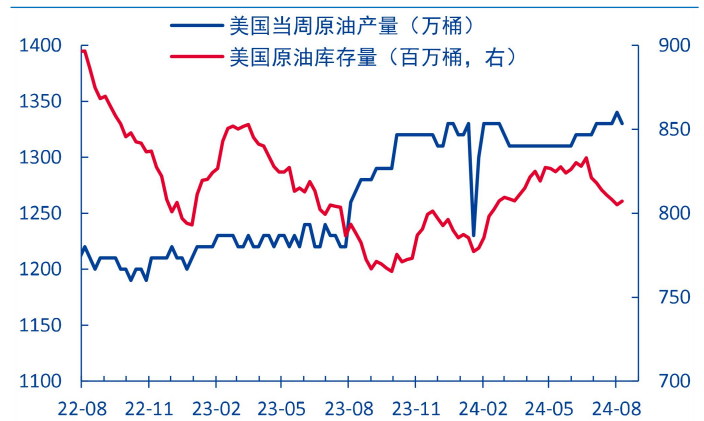
**美国就业、能源产量及库存:** 8 月第二周美国初请失业金人数 (季调) 再度下行至仅 22.7 万人, 并小幅上修第一周数据至 23.4 万人, 美国劳动力市场有再度趋紧的风险; 美国国内原油产量小幅下行至 1330 万桶, 原油库存小幅回升。

图 16: 美国当周初请失业金人数连续第二周下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

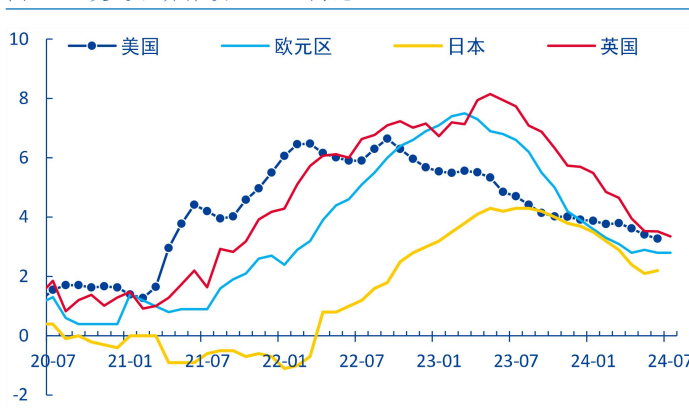
图 17: 美国原油库存量小幅回升



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

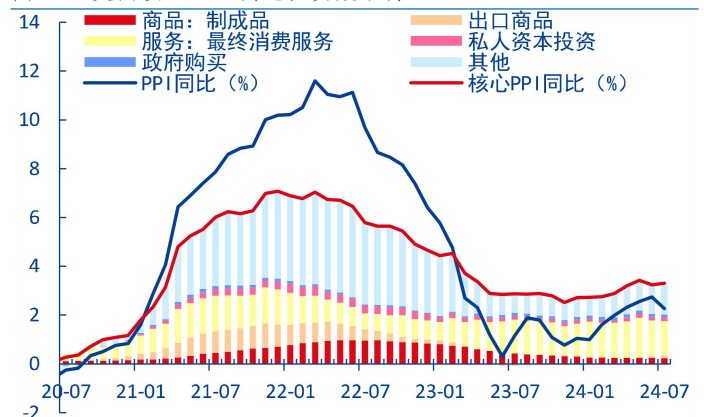
**发达经济体通胀:** 本周发达经济体集中公布 7 月 CPI 数据 (日本尚未公布), 美国核心通胀继续小幅回落 0.1 个百分点至 3.2%, 欧元区和瑞士与 6 月持平, 英格兰银行更为关注的整体通胀同比回升 0.2 个百分点至 2.2%。美国 7 月核心 PPI 同比小幅回升 0.1 个百分点至 3.3%。

图 18: 发达经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

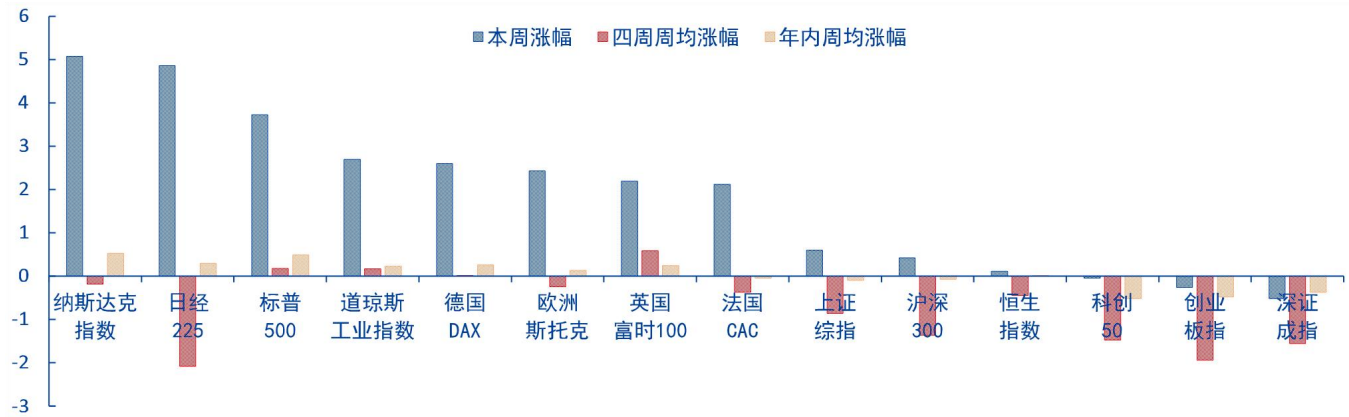
图 19: 美国核心 PPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

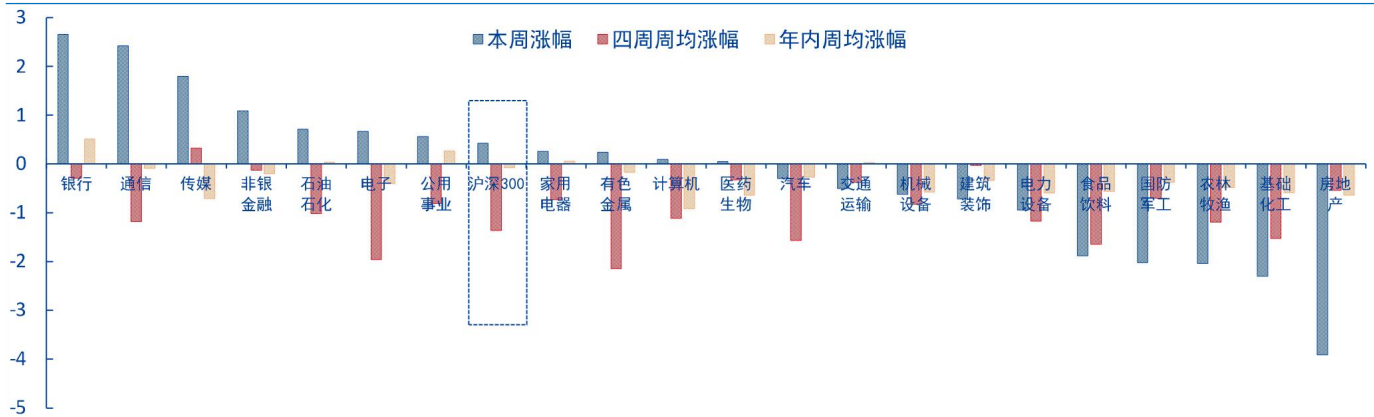
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 20: 全球股市: 本周全球股指大部分上行, A 股深证成指跌幅较深



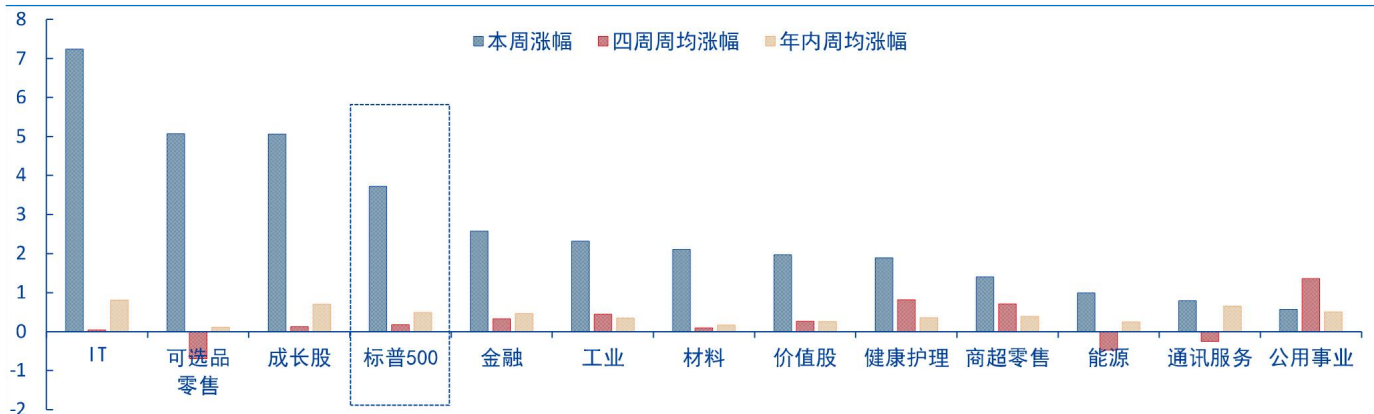
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股银行和通信板块领涨, 房地产板块跌幅最深



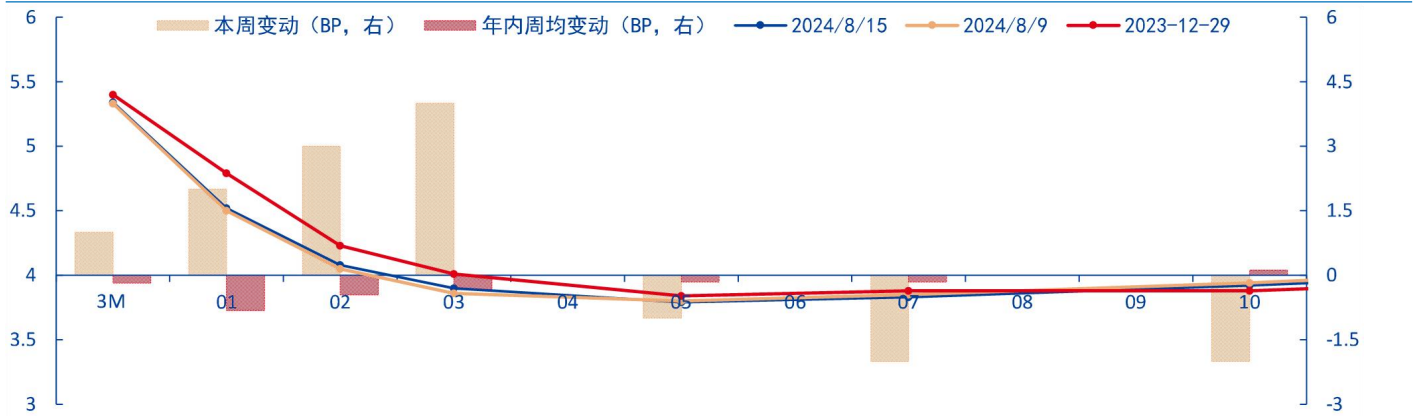
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股 IT 板块领涨



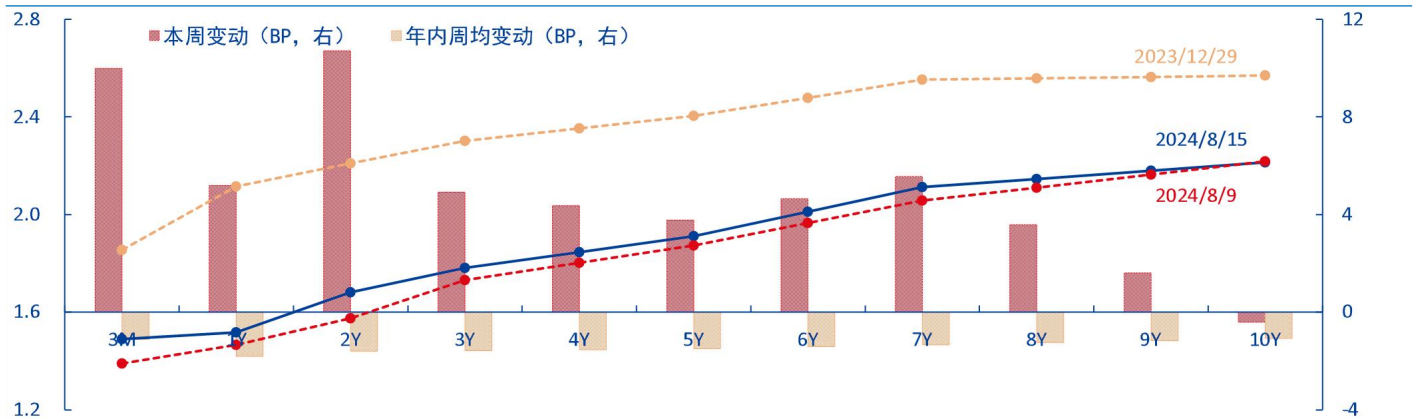
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 美国国债收益率变动幅度: 截至 8 月 15 日, 美债收益率有所分化, 短端收益率上行较多



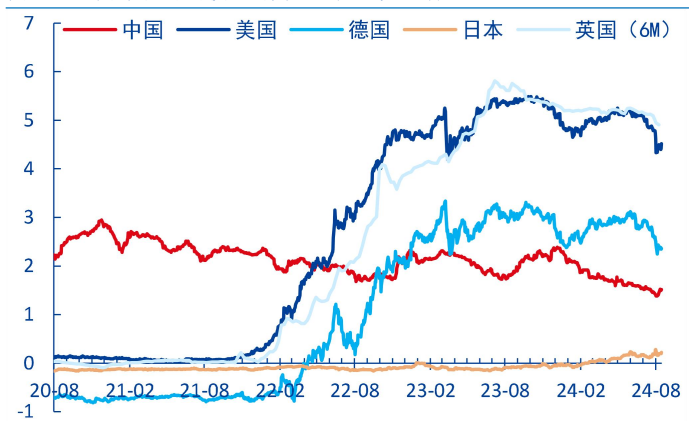
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 中国国债收益率变动幅度: 截至 8 月 15 日 10Y 国债收益率小幅下行



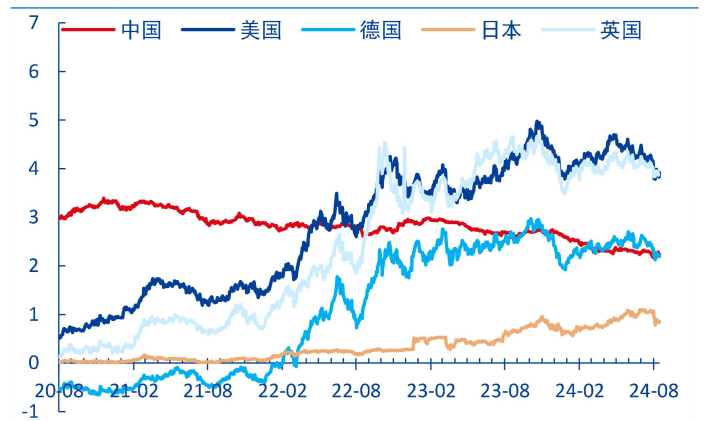
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 本周中国国债短端收益率继续上行 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 中美 10Y 利差收窄 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 10Y 国开债与国债利差基本持平 (%)



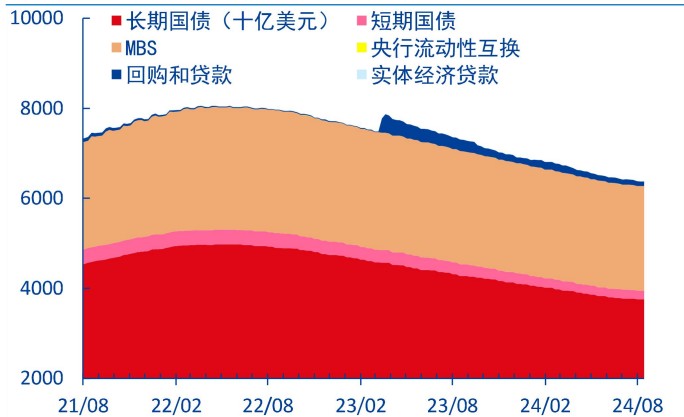
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 3Y 信用利差持平于上周, 1Y 信用利差有所缩小 (BP)



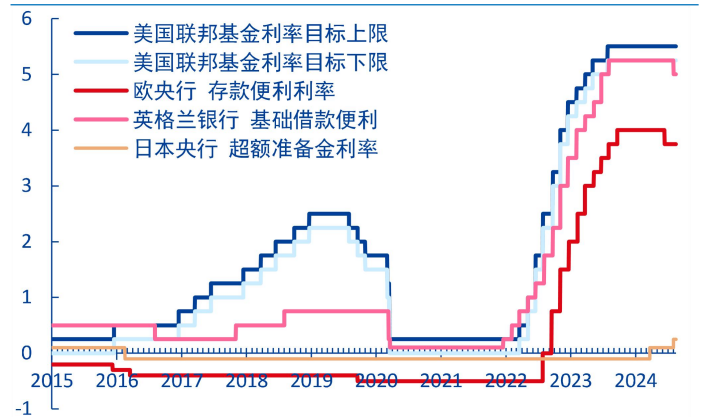
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 美联储本周资产规模有所扩大 (USD bn)



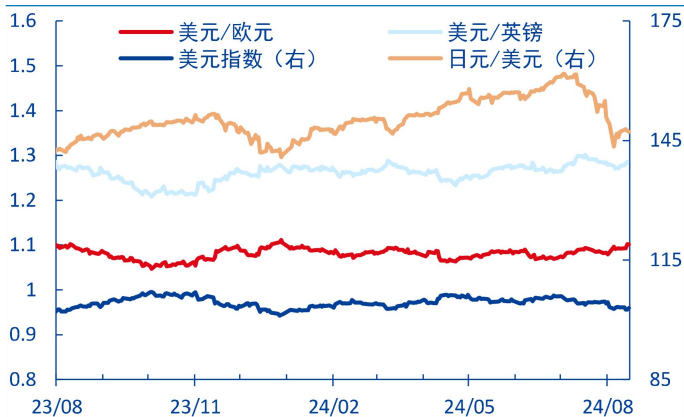
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 主要央行政策利率 (%)



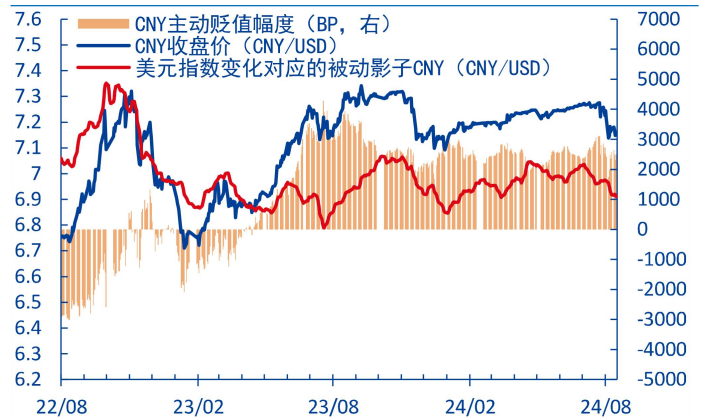
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 31: 全球汇率: 美元指数小幅下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 32: 人民币继续被动升值



资料来源: CEIC, 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