

联储纪要放鸽导致美元闪崩，前瞻还是滞后？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第72期）

投资要点

- ◆ **聚焦：联储纪要放鸽导致美元闪崩，前瞻还是滞后？**
- ◆ **7月FOMC会议纪要显示美联储担忧美国劳动力市场迅速走弱。基于对劳动力市场更为谨慎的展望以及由此导致的对薪资增速持续下滑的担忧，美联储展现出对通胀持续下行的更大程度的信心，部分与会者甚至提出本次会议即启动降息，整体传递出较早前已经公布的会议声明更加偏鸽的信号。美联储官员普遍对劳动力市场的评估较此前更加谨慎，关注到薪资增速随劳动力市场再平衡而趋于放缓，可能持续带来通胀缓和，提出住房服务的“通胀缓和趋势（disinflationary trend）可能会持续”。美国劳工统计局大幅下修了至2024年3月的十二个月合计的新增就业数据，一定程度上强化了美联储对劳动力市场转为谨慎的判断，美元指数和美债收益率应声大幅下行，美元指数一度跌穿101，创出今年以来的最低水平。**
- ◆ **美联储决策框架滞后性凸显，强劲的消费需求可能再度拉动就业回升。**事实上，美国高频初请失业金人数的快速下降、最近几个月较为平稳的趋势、以及7月就业偏弱的行业固有的暂时性特征都指向美国劳动力市场7月的大幅下滑具备鲜明的暂时性波动特征，未来数月劳动力市场重新转为紧张的概率仍然不低。随着美国劳动参与率已经重新回到接近大流行以来的峰值水平，并且两党总统候选人都对于移民政策转为保守，未来美国劳动力供给进一步大幅增加的可能性正在持续下降。更深一层来看，就业情况最终由居民消费所决定，7月美国耐用消费品推动零售再度走强，也与7月纪要中对美国居民消费需求保持强劲的观察相一致，而这一点与劳动力市场连续降温乃至恶化的担忧是存在矛盾的。每当美国强劲的消费需求对就业的拉动作用有所衰减时，美国政府往往更倾向于强化其在贸易和产业政策方面的保护主义倾向并动用更大力度的财政补贴以实现对国内生产的额外拉动。美联储在强劲的消费和缓和的劳动力市场之间的纠结，恰恰凸显了大流行以来其决策框架大幅滞后于经济表现的阶段性特征，未来数月如果美国就业、薪资和核心通胀重新走强或反弹，美联储可能还需被迫修正其过度宽松的当前政策立场。
- ◆ **日本核心CPI再度下行，汇率干预抑制输入性通胀而需求仍然疲弱。**日本7月核心CPI加速下行，此前支撑输入性通胀的日元贬值因素受日本央行汇率干预操作的打断之后，消费内需不足的失衡问题凸显出来。日本央行近期决定实施加息+缩表的同步紧缩策略，可能进一步抑制日本居民消费需求，而导致日本货币政策未来的方向性反复。这种情况一旦出现，美元指数也可能再度获得更多的上行推力，我国货币政策所面临的外部环境当前仍是十分复杂的。
- ◆ **国内外经济追踪：特别国债加码补贴拉动汽车消费小幅改善。**本周一线城市商品房销售面积较上周出现了小幅反弹，二线和三线城市基本与上周持平。8月以来菜价持续大幅上涨，鲜果价格同比跌幅收窄，猪肉价格同比涨幅基本稳定。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股仅家用电器和银行板块上涨；截至8月22日，美债收益率普遍下行，中债长端收益率再度下行，中美10Y利差扩大；美元指数下行，人民币继续被动升值。
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险。

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

美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价弱量——华金宏观·双循环周报（第71期）
 2024.8.16

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



内容目录

聚焦：联储纪要放鸽导致美元闪崩，前瞻还是滞后？	4
7月 FOMC 会议纪要显示美联储担忧美国劳动力市场迅速走弱	4
美联储决策框架滞后性凸显，强劲的消费需求可能再度拉动就业回升	5
日本核心 CPI 再度下行，汇率干预抑制输入性通胀而需求仍然疲弱	8
国内外经济追踪：特别国债加码补贴拉动汽车消费小幅改善	10
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	13

图表目录

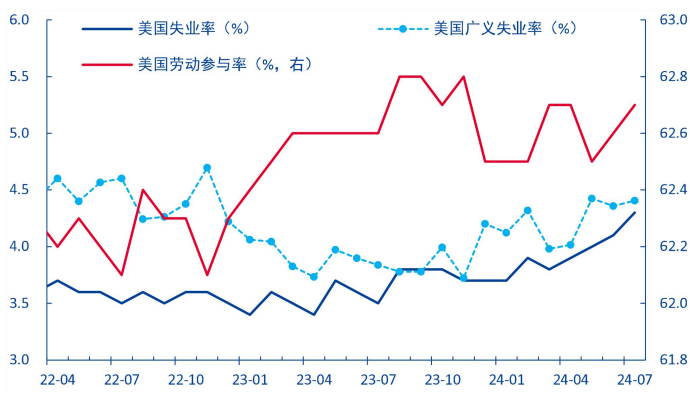
图 1: 美国失业率与劳动参与率	4
图 2: 美国新增非农就业与失业率	4
图 3: 美元指数与日元汇率	5
图 4: 欧元、英镑汇率	5
图 5: Fed Watch 显示的美联储对应时间 FOMC 会议之后联邦基金利率中值预期 (%)	5
图 6: 美国初请和续请失业金人数 (千人)	6
图 7: 美国新增就业、劳动力供给与需求缺口 (6MMA, 千人)	6
图 8: 美国零售同比及贡献结构 (%)	7
图 9: 美国 CPI 同比、核心 CPI 同比及贡献 (%)	8
图 10: 日本 7 月核心 CPI 大幅降温	9
图 11: 30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比 (%)	10
图 12: 乘联会乘用车批零累计同比 (%): 零售累计同比小幅反弹	10
图 13: 乘联会新能源乘用车批零累计同比 (%)	10
图 14: 菜价果价 30DMA 同比 (%): 本周蔬菜价格大幅上涨	11
图 15: 猪肉价格同比 (%): 猪肉价格同比涨幅小幅回落	11
图 16: 伦敦金现、LME 铜: 黄金反弹、铜价持续降温	11
图 17: 原油价格: 本周原油价格回落	11
图 18: 美国当周初请失业金人数小幅反弹但仍处在低位水平	11
图 19: 美国原油产量小幅回升至 1340 万桶	11
图 20: 发达经济体核心 CPI 同比 (%)	12
图 21: 主要发达经济体制造业 PMI (%)	12
图 22: 全球股市: 本周海外主要股指大部分上行, A 股主要股指普遍下跌	13
图 23: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股仅家用电器和银行板块上涨	13
图 24: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股商超零售板块领涨, 能源板块跌幅较深	13
图 25: 美国国债收益率变动幅度: 截至 8 月 22 日, 美债收益率普遍下行	14
图 26: 中国国债收益率变动幅度: 截至 8 月 22 日, 中债长端收益率再度下行	14
图 27: 本周中债短端收益率下行约 1BP (%)	14
图 28: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)	14
图 29: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)	15
图 30: 1Y、3Y 信用利差同步扩大 (BP)	15
图 31: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)	15
图 32: 主要央行政策利率 (%)	15
图 33: 全球汇率: 美元指数下行	15
图 34: 人民币继续被动升值	15

聚焦：联储纪要放鸽导致美元闪崩，前瞻还是滞后？

7月FOMC会议纪要显示美联储担忧美国劳动力市场迅速走弱

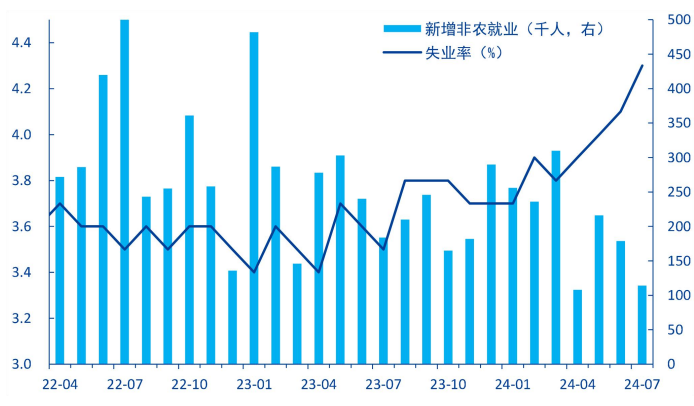
美联储7月货币政策会议纪要称成员们基于对劳动力市场更为谨慎的展望以及由此导致的对薪资增速持续下滑的担忧，展现出对通胀持续下行的更大程度的信心，部分与会者甚至提出当次会议即应启动降息，整体传递出较早前已经公布的会议声明更加偏鸽的信号。当地时间8月21日，美联储公布7月联邦公开市场委员会（FOMC）会议纪要，与会者从三方面传递出明显较此前更为偏鸽的信号：**1）美联储官员普遍对劳动力市场的评估较此前更加谨慎。**多位与会者关注到新增就业报告数据可能存在高估（reported payroll gains might be overstated），几位与会者评估认为新增就业可能低于在劳动参与率趋于平坦的同时保持失业率不变所需要的就业增量。与会者观察到年初至今职位空缺数的下降和更低的雇佣率可能指向劳动力市场的放松。**2）多位与会者关注到薪资增速随劳动力市场再平衡而趋于放缓，可能持续带来通胀缓和，“尤其是在核心非住宅服务价格方面”。****3）一些与会者提出，因为新租户的租房条件传导至住房服务的总体价格需要时间，因此住房服务的“通胀缓和趋势（disinflationary trend）可能会持续”。**

图 1：美国失业率与劳动参与率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：美国新增非农就业与失业率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

基于此，成员们认为“2025年初的产出缺口（output gap）较此前的预测将有所收窄（somewhat narrower），尽管仍未完全弥合（fully closed）”，“在2025和2026年，实际GDP将以潜在增速增长，从而使这两年的产出缺口大致持平”，由此，“随着产品和劳动力市场的供求均持续趋于均衡，预计整体和核心PCE都将进一步下行（decline further）”，并预计到2026年，整体和核心通胀同比都将降至2%的目标水平左右。与上次会议纪要相比，本次纪要称成员们认为年内美国的失业率将“微升（edge up）”，且因为“劳动力市场指标弱于预期（weaker-than-expected）”，“成员们大幅下调（marked down largely）了对2024年下半年的增长前景展望”。基于上述原因，甚至有部分成员指出“近期在通胀方面取得的进展和上行的失业率已经为本次会议降息25BP提供了合理的理由”。在关于降息决议方面，纪要指出“绝大多数与会者认为，如果数据继续符合预期，那么在下次会议上放宽政策（ease policy）将会是适当的”，强化了对于9月开始首次降息的政策引导。

图 3：美元指数与日元汇率



资料来源：Wind，华金证券研究所

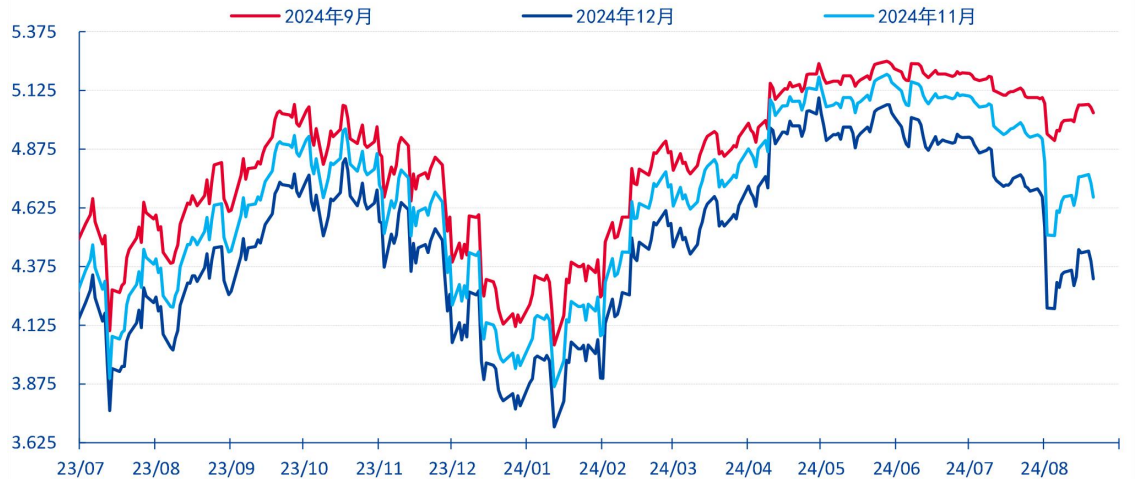
图 4：欧元、英镑汇率



资料来源：Wind，华金证券研究所

与鸽派的 7 月会议纪要几乎同时，美国劳工统计局大幅下修了至 2024 年 3 月的十二个月合计的新增就业数据，后者一定程度上强化了美联储对劳动力市场转为谨慎的判断，美元指数和美债收益率应声大幅下行，美元指数一度跌穿 101，创出今年以来的最低水平。近日美元指数下挫的过程中，欧元、英镑、日元等其他主要货币汇率普遍上涨，而非如前期某种个别货币相对美元走出独立升值行情，这也佐证了当前市场更多关注在美国的劳动力市场是否会很快从降温转为恶化方面，而不是其他经济体的对应风险。Fed Watch 显示美国金融市场在 8 月 21 日预计美联储 9 月、11 月、12 月 FOMC 会议分别降息 25BP、50BP 和 25BP，延续了 8 月初公布 7 月美国就业数据之后对于降息热情的大幅抬升态势。

图 5：Fed Watch 显示的美联储对应时间 FOMC 会议之后联邦基金利率中值预期（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

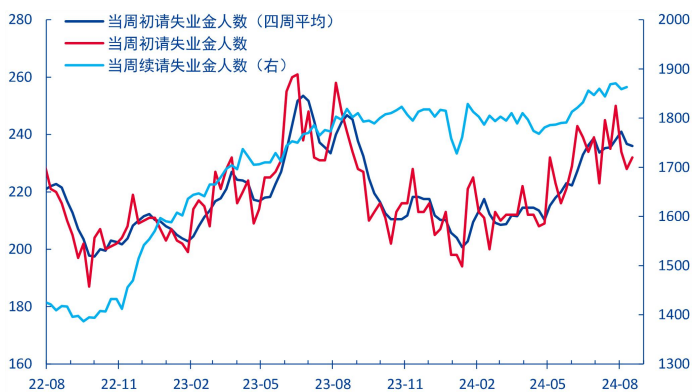
但是，这样迅速升温的降息预期，是否波动幅度过大？美联储会议纪要所传递的偏鸽信号，是前瞻还是滞后？

美联储决策框架滞后性凸显，强劲的消费需求可能再度拉动就业回升

事实上，美国高频初请失业金人数的快速下降、最近几个月较为平稳的趋势、以及 7 月就业偏弱的行业固有的暂时性特征都指向美国劳动力市场 7 月的大幅下滑具备鲜明的暂时性波动特征，未来数月劳动力市场重新转为紧张的概率仍然不低。纵观美联储 7 月 FOMC 会议纪要中

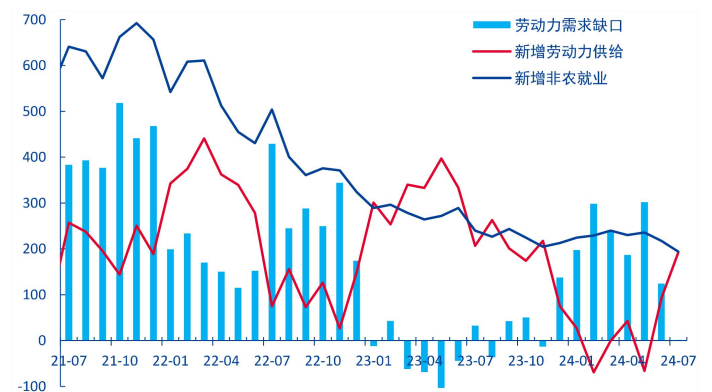
对于劳动力市场紧张可能持续缓解甚至加速恶化的担忧，更多是对于当时参会者所能观察到的近期数据的描述，而缺乏劳动力市场供需均衡的经济逻辑支持。从会议之后所看到的一些新的美国劳动力市场数据来分析，当时的担忧似乎存在比较明显的过度调整倾向。8月前三周，美国季调后初请失业金人数分别为 23.4 万、22.8 万、23.2 万人，三周平均仅 23.1 万人，较 6 月、7 月四周平均分别减少达 0.8 万、0.7 万人，显示 8 月美国就业市场或将重新转强。这与 7 月新增就业较差的几个行业都存在明显的暂时波动特征的属性是一致的，也就是说，7 月就业较差的信息金融地产、政府部门以及教育医疗等行业大类，因其需求稳定性较强而很有可能在 8 月获得就业的大幅反弹。事实上，美国劳工统计局本次下修的是 2023 年 4 月-2024 年 3 月期间新增就业数据，而 24Q1 美国新增就业数据当时公布极为强劲，将下修的情况综合考虑来看，4 月以后的新增就业反而没有出现较一季度的大幅回落，整体较为平稳。也就是说，4 月以来美国失业率的上行趋势主要并非源于就业不佳，而是劳动力供给短期大幅增加所致。实际上在 7 月会议纪要中与参会者也关注到了这一情况，指出“过去一年劳动力市场的再平衡也得益于劳动力供给的增多，主要反映 25-65 岁人群劳动参与率的上升以及强劲的移民”。而随着美国劳动参与率已经重新回到接近大流行以来的峰值水平，并且两党总统候选人都对于移民政策转为保守，未来美国劳动力供给进一步大幅增加的可能性正在持续下降。种种迹象都指向美国劳动力市场可能重新回到某种强度的紧张状态。

图 6: 美国初请和续请失业金人数 (千人)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 美国新增就业、劳动力供给与需求缺口 (6MMA, 千人)

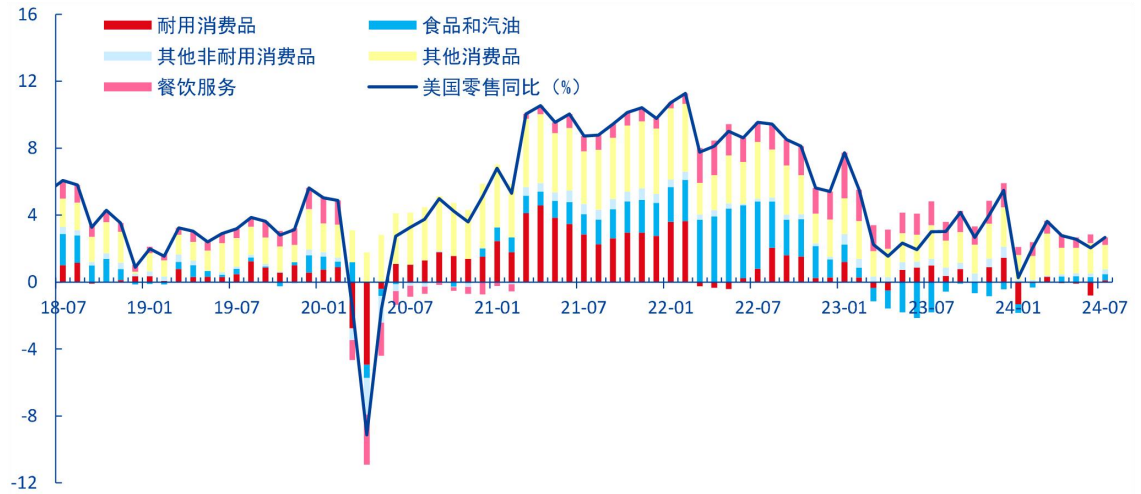


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

更深一层来看，就业情况最终由居民消费所决定，7 月美国耐用消费品推动零售再度走强，也与 7 月纪要中对美国居民消费需求保持强劲的观察相一致，而这一点与劳动力市场连续降温乃至恶化的担忧是存在矛盾的。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%。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（详细分析参见《美国消费反弹冲击日元，我国货币政策强价弱量——华金宏观·双循环周报（第 71 期）》2024.8.16）。近年来，每当美国强劲的消费需求对就业的拉动作用有所衰减时，美国政府往往更倾向于强化其在贸易和产业政策方面的保护主义倾向并动用更大力度的财政补贴以实现对其国内生产的额外拉动。在近期美国居民消费需求仍保持强劲的背景下，未来美国的财政和产业政策走向也可能对美国劳动力市场产生新的刺激作用。事实上，7 月会议纪要中也传递出美联储官员对于需求强劲

和劳动力市场紧张缓和之间矛盾关系的疑惑和纠结。纪要指出，美国私人国内最终购买（PDPF，代表总体内需情况）“以稳定步伐扩张，由消费支出和企业固定投资的增长所支撑”，并且 PDPF 往往比 GDP 增速能够更好地反映经济动能的信号。

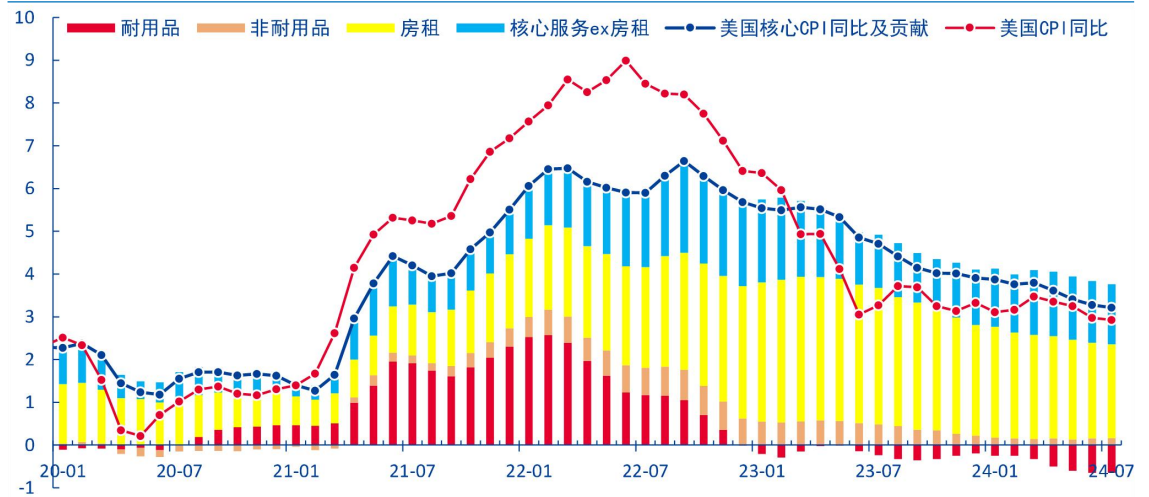
图 8：美国零售同比及贡献结构（%）



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

美联储在强劲的消费和缓和的劳动力市场之间的纠结，恰恰凸显了大流行以来其决策框架大幅滞后于经济表现的阶段性特征，未来数月如果美国就业、薪资和核心通胀重新走强或反弹，美联储可能还需被迫修正其过度宽松的当前政策立场。由于货币政策操作通过利率和金融市场条件、信用扩张而最终传导到实体经济需要一定的时间，美联储长期以来主要是基于对未来约一年左右经济、通胀和劳动力市场的展望进行提前决策的。而疫情爆发以来，由于非经济性的外生冲击及其对经济供需两侧和金融市场的冲击程度不确定性突增，鲍威尔自 2020 年 3 月起不再给出货币政策的前瞻性指引，开始转而采取基于当下经济数据进行决策的新框架。这种深层次的变化令美联储的货币政策决策从领先于经济逐步转为滞后于经济表现，并令最近几个月已经公布的数据对美联储的决策影响权重在事实上变得更大（详细分析参见《强降弱升，美日央行决策背离合理么？——美联储、日央行 7 月决议分析》2024.8.1）。由于消费需求黏性明显大于新增就业，加之我们上文也分析提到美国政府当前的财政政策、贸易和产业政策都着力于将其强劲的需求转化为持续偏高的产出和对就业的拉动，美联储在明显滞后于经济逻辑的决策框架影响下，在未来数月可能不得不再度修正其过度宽松的当前货币政策立场，如果此种情况出现，美国金融市场很可能也将如今年年初般再度出现对美元指数预期的大幅同步修正。

图 9: 美国 CPI 同比、核心 CPI 同比及贡献 (%)



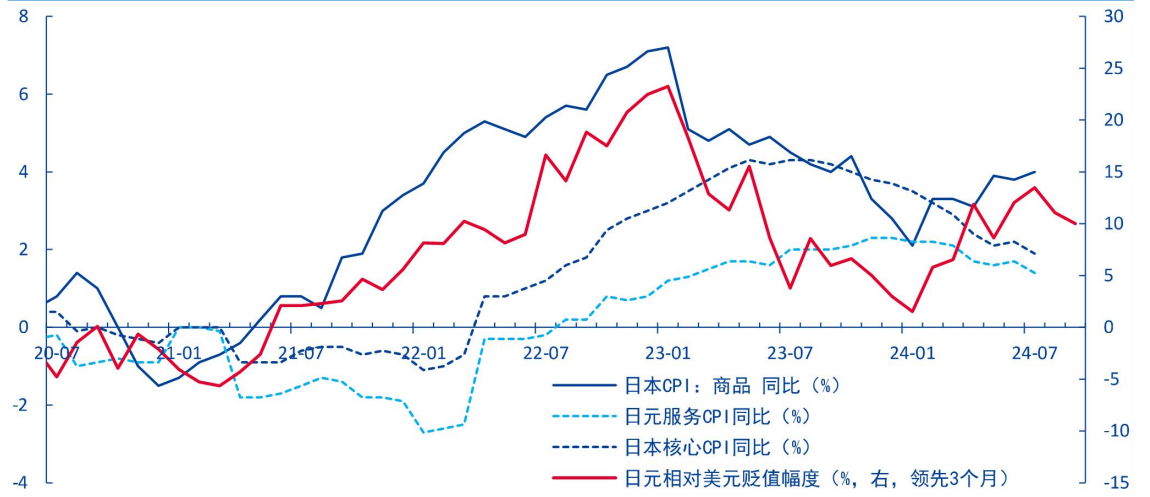
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

日本核心 CPI 再度下行，汇率干预抑制输入性通胀而需求仍然疲弱

日本 7 月核心 CPI 加速下行，此前支撑输入性通胀的日元贬值因素受日本央行汇率干预操作的打断之后，消费内需不足的失衡问题凸显出来，而作为稳定汇率计划的一部分，日本央行近期决定实施加息+缩表的同步紧缩策略，可能进一步抑制日本居民消费需求，而导致日本货币政策未来的方向性反复。当地时间 8 月 22 日公布的日本 7 月核心 CPI 同比较上月大幅走低 0.3 个百分点至 1.9%，为 2022 年 10 月以来首次降至 2% 以下。这一方面显示日本央行自 4 月开始、断续至 8 月初的这一轮汇率干预措施在起到一定稳定汇率作用的同时削弱了因贬值带来的“输入性通胀”，另一方面也令日本国内消费需求的持续低迷进一步暴露出来。此前大流行基本结束后日本居民的消费恢复就呈现明显滞后于其他发达经济体、峰值水平偏低、很快重新转为下滑的偏弱特征。在财政政策长期缺乏扩张空间的政策背景下，日本央行此前决定强行采取加息+缩表的紧缩措施，可能进一步挫伤日本居民消费能力和意愿，可能令日本本轮经济衰退持续时间更久，并最终令日本央行出现方向性的政策反复。这种情况一旦出现，美元指数也可能再度获得更多的上行推力，我国货币政策所面临的外部环境当前仍是十分复杂的。

风险提示：美联储紧缩程度超预期风险。

图 10: 日本 7 月核心 CPI 大幅降温

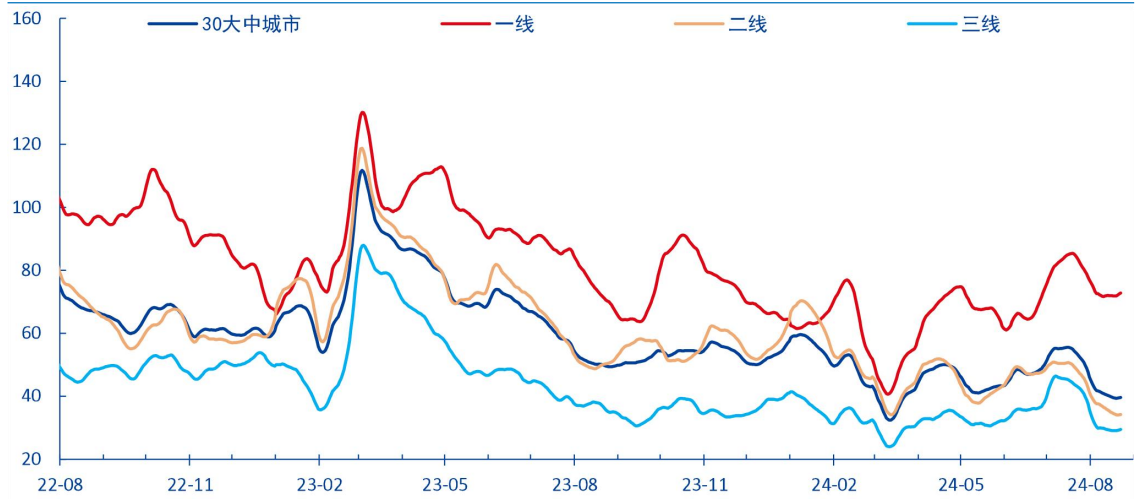


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

国内外经济追踪：特别国债加码补贴拉动汽车消费小幅改善

商品房销售面积：本周一线城市商品房销售面积较上周出现了小幅反弹，二线和三线城市基本与上周持平。

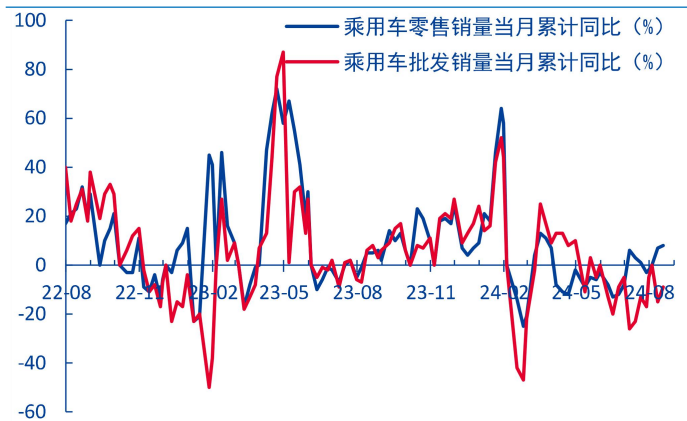
图 11：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

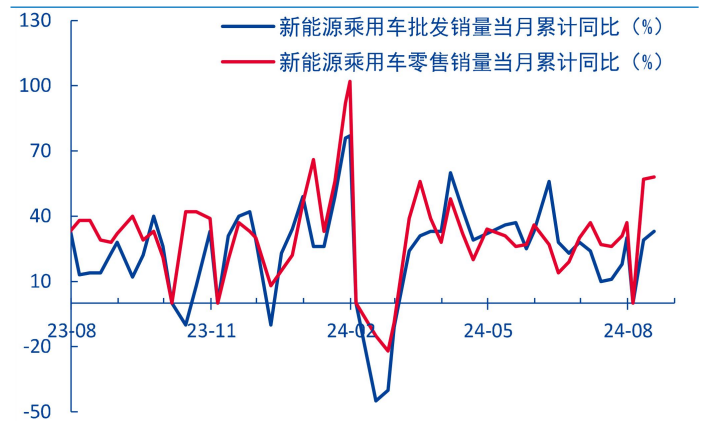
汽车消费：本轮特别国债加码补贴对汽车消费起到了初步的稳定改善作用。据乘联会数据，截至 8 月 18 日，乘用车零售销量累计同比上行至 8%，批发销量累计同比跌幅大幅收窄至 -9%，8 月第三周汽车消费呈现出一定的改善迹象；此外，新能源乘用车零售和批发销量当月累计同比分别再度上行至 58%和 33%。

图 12：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

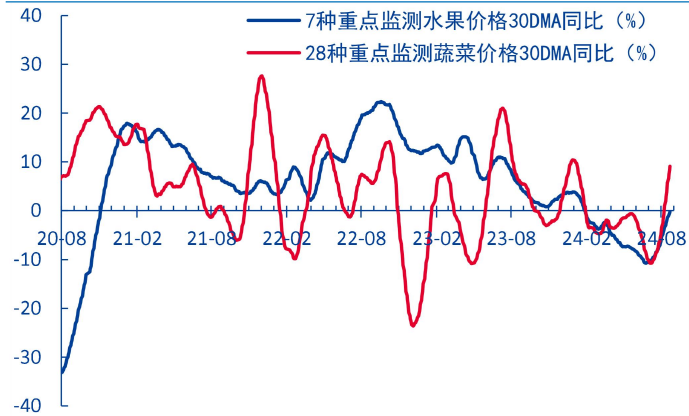
图 13：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

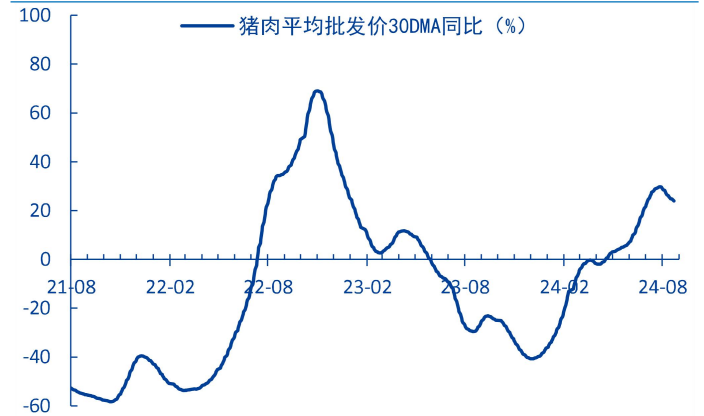
高频通胀指标：8 月以来菜价持续大幅上涨，鲜果价格同比跌幅收窄，猪肉价格同比涨幅基本稳定。截至 8 月 22 日，鲜菜 30 天均价同比增速较上周五再度大幅回升 3.3 个百分点至 9.1%，8 月以来鲜菜价格同比持续大幅上涨；鲜果 30 天均价同比跌幅较上周五再度收窄 1.2 个百分点至仅 -0.2%；猪肉平均批发价趋于平稳，同比增速小幅下行 0.9 个百分点至 24.0%。

图 14: 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

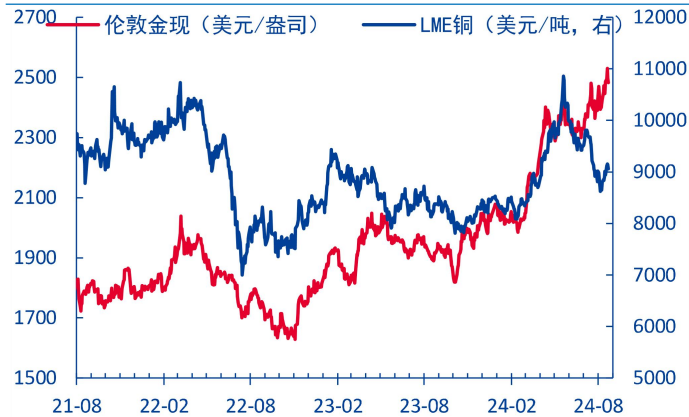
图 15: 猪肉价格同比 (%) : 猪肉价格同比涨幅小幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

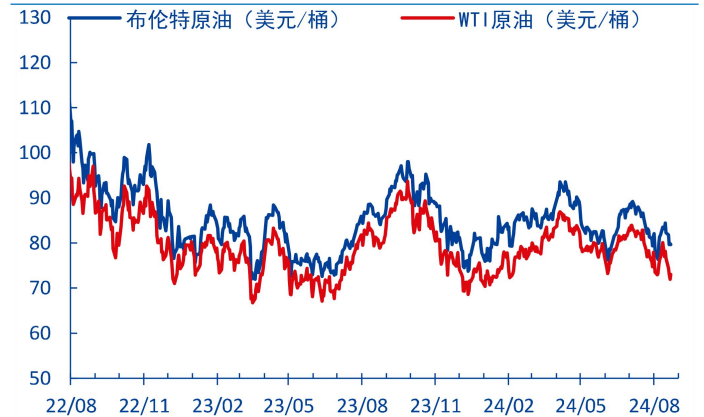
大宗商品: 黄金价格与上周基本持平, 铜价继续回升, 原油价格下跌。本周黄金价格基本持平于上周, 截至 8 月 22 日伦敦金现报收 2483 美元/盎司; LME 铜再度回升 123 美元至 9061 美元/吨; 布油、WTI 原油价格同步回落, 分别较上周五跌 2.6、3.6 美元至 79.7、73.0 美元/桶。

图 16: 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

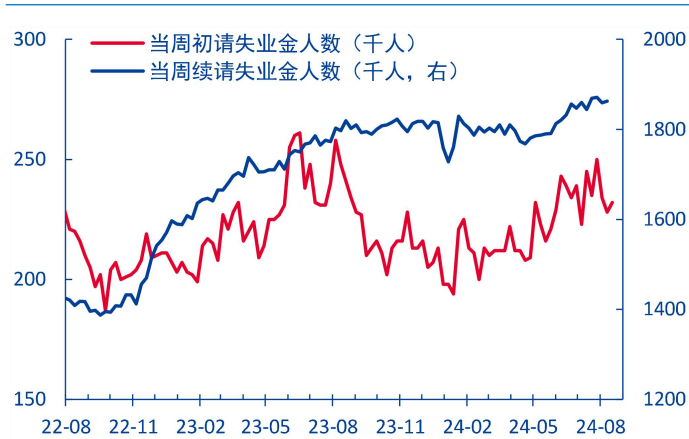
图 17: 原油价格: 本周原油价格回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

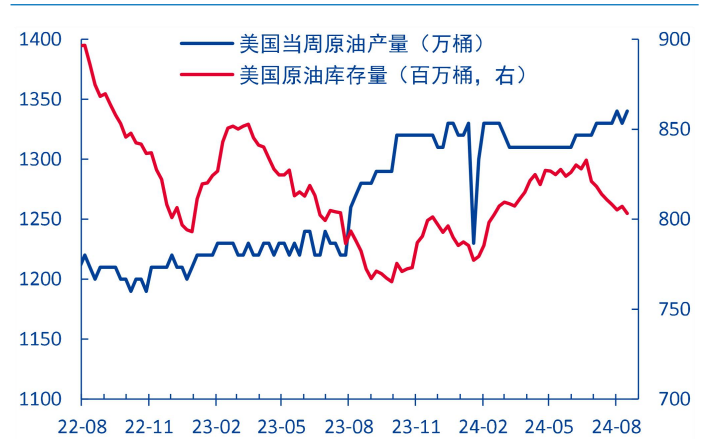
美国就业、能源产量及库存: 8 月第三周美国初请失业金人数 (季调) 小幅反弹至 23.2 万人, 但整体仍处于低位水平, 小幅上修第二周数据至 22.8 万人, 美国劳动力市场再度趋紧; 美国国内原油产量小幅回升至 1340 万桶, 原油库存小幅下降。

图 18: 美国当周初请失业金人数小幅反弹但仍处在低位水平



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

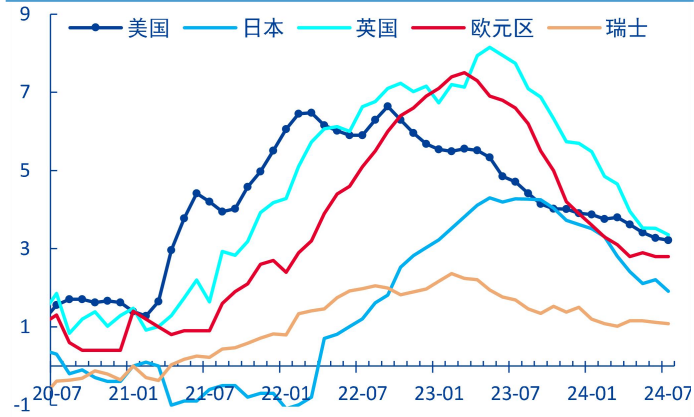
图 19: 美国原油产量小幅回升至 1340 万桶



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

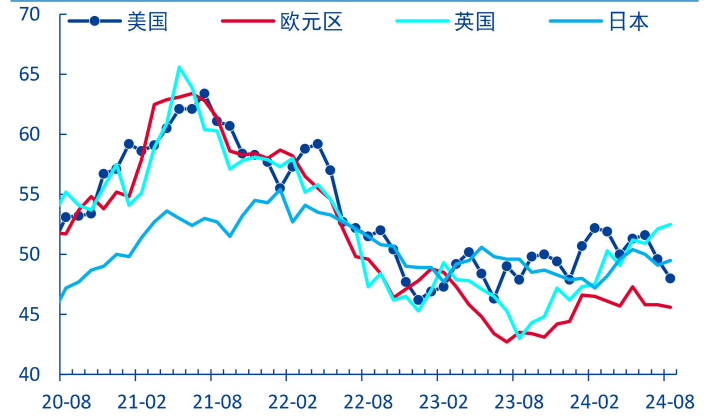
发达经济体通胀：日本公布 7 月通胀数据，7 月日本核心 CPI 受内需不足拖累大幅回落 0.3 个百分点至 1.9%。本周集中公布发达经济体 8 月 PMI 数据，其中，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值大幅回落 1.6 至 48.0，欧元区制造业 PMI 小幅回落 0.2 至 45.6，英国和日本制造业 PMI 均回升 0.4 至 52.5 和 49.5；以 12 个月平均计，美国制造业生产仍处于领先水平。

图 20：发达经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

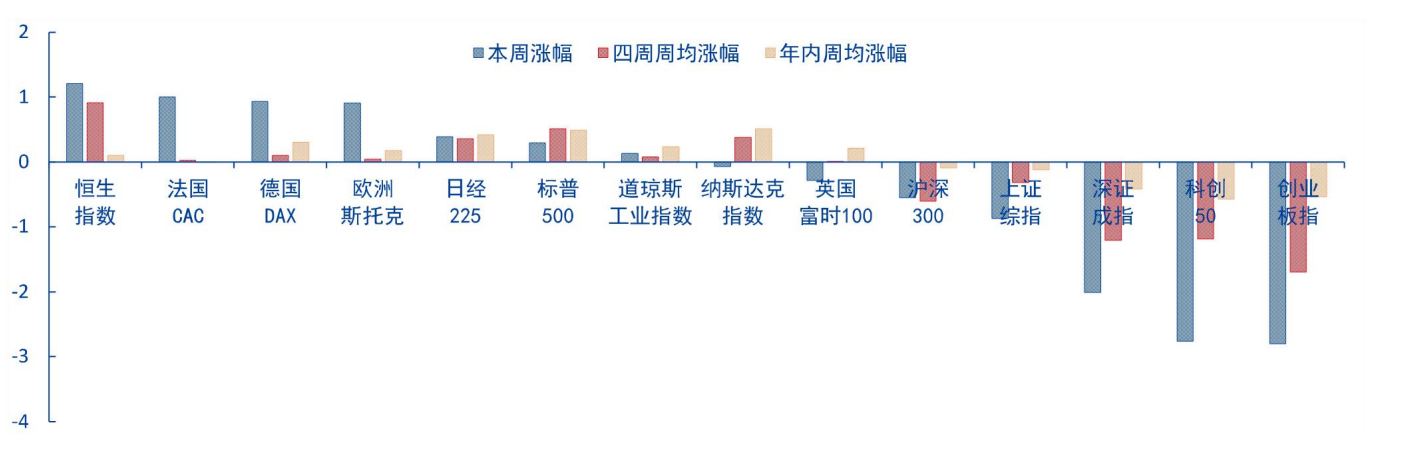
图 21：主要发达经济体制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

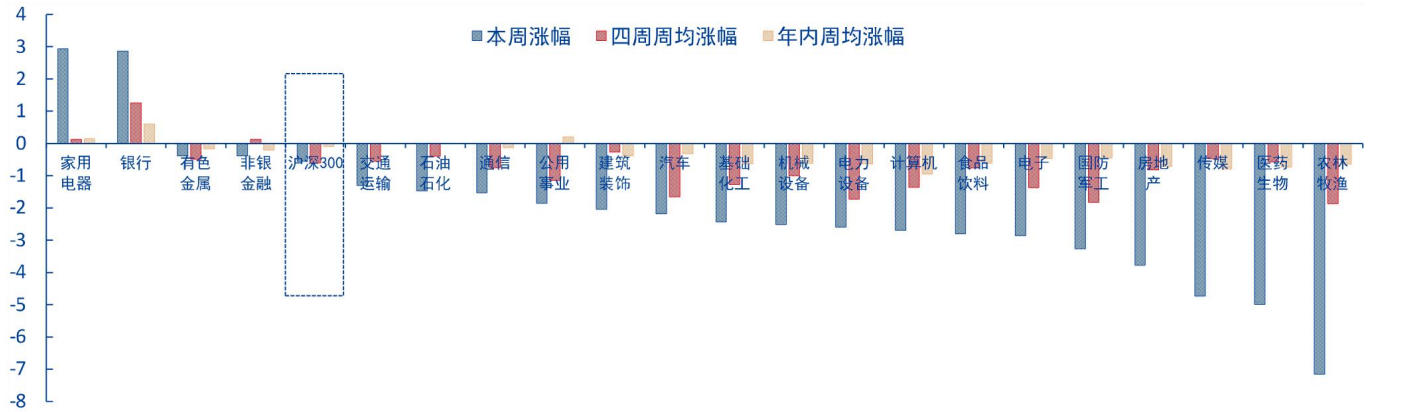
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 22: 全球股市: 本周海外主要股指大部分上行, A 股主要股指普遍下跌



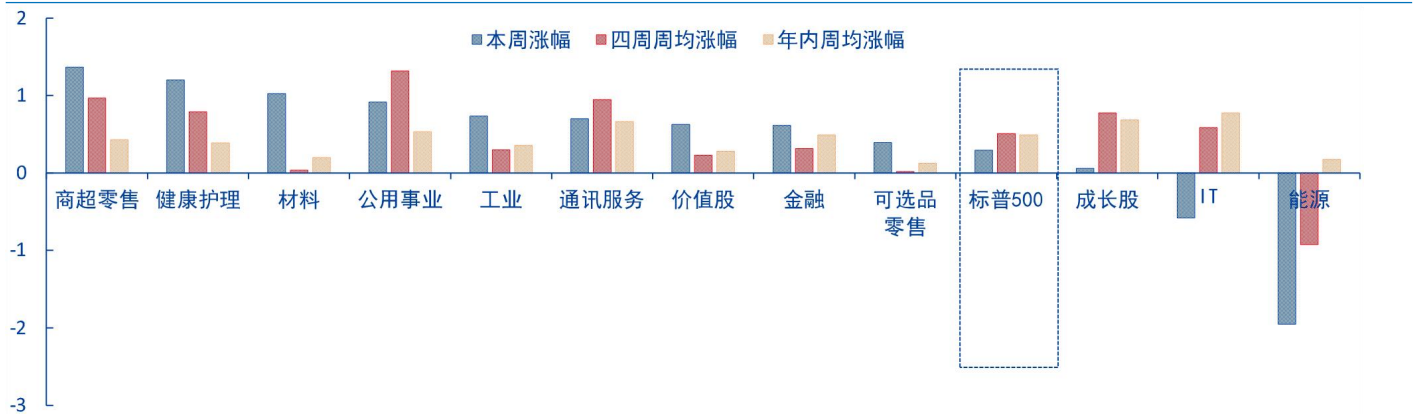
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股仅家用电器和银行板块上涨



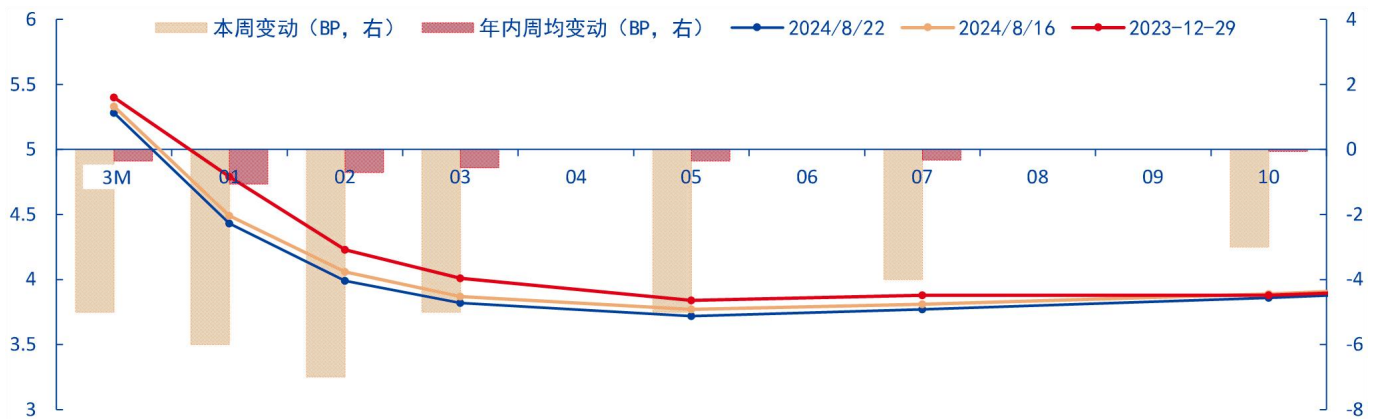
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股商超零售板块领涨, 能源板块跌幅较深



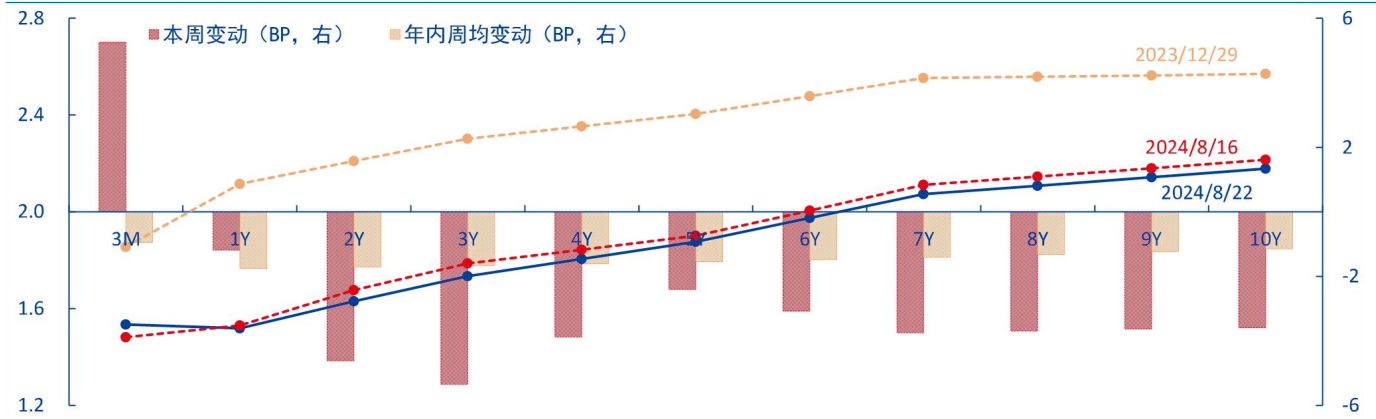
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 美国国债收益率变动幅度: 截至 8 月 22 日, 美债收益率普遍下行



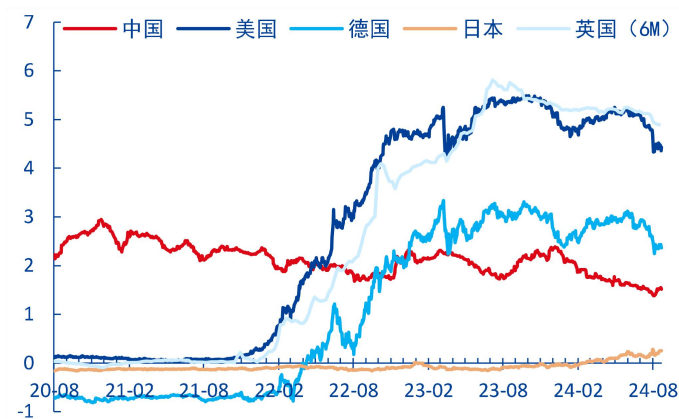
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 中国国债收益率变动幅度: 截至 8 月 22 日, 中债长端收益率再度下行



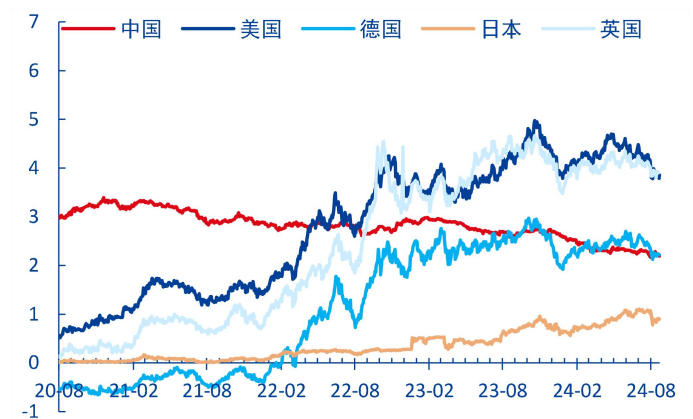
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 本周中债短端收益率下行约 1BP (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



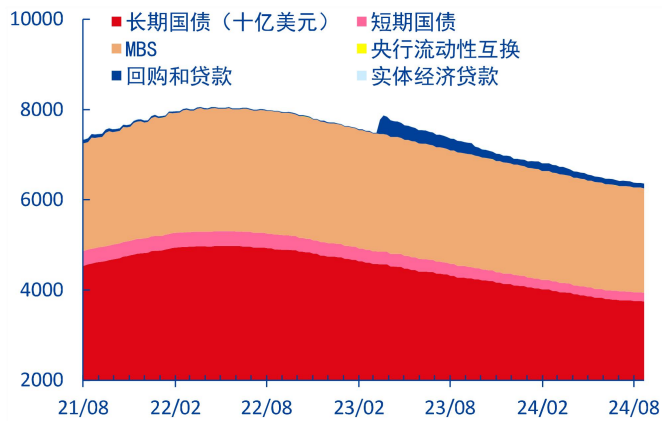
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 1Y、3Y 信用利差同步扩大 (BP)



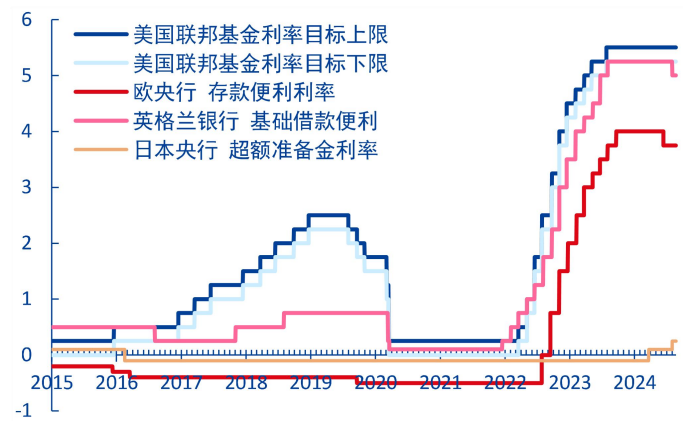
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 31: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)



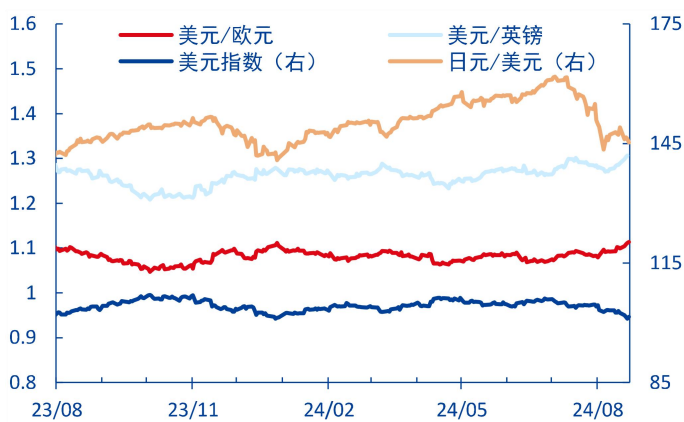
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 32: 主要央行政策利率 (%)



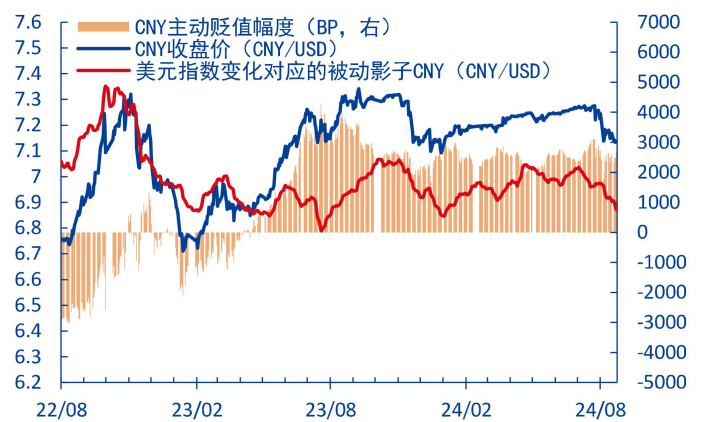
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 33: 全球汇率: 美元指数下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 34: 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