总量研究中心

大类资产周观察

宏观经济报告

本报告的主要看点：

1. 对上周的大类资产价格变化进行回顾。
2. 分析短期影响大类资产的主要因子，并对下周重要观察因素进行展望。
3. 判断资产价格短期变化是否对中期大类资产价格运行形成影响（拐点判断）。

美元指数变化对当前资产价格的含义是什么？

- **美元指数短期见底了吗？**我们维持两周前的判断——美元指数在 1-2 个季度的周期见底的概率很高。上周，美元指数在周三和周五出现了较大幅度的上涨，主要原因分别在于美联储货币政策纪要被市场解读为进一步扩大宽松概率下降，和超预期的美国经济数据。短期来看，尽管美国新增病例人数仍较高，但经济恢复的节奏和私人部门的信心依然较强；另外，随着美国总统大选在 4 季度的尘埃落定，不确定性因素也在逐渐消除；综合来看，美联储进一步宽松的概率较低，逐步退出当前的非常规货币政策的概率较高。美联储逐步退出刺激，将带动欧美货币政策逐步收敛，从而推升美元指数反弹。

- **金银价格短期见顶概率越来越高。**美元指数短期见底是金银价格见顶的部分原因，但并不是主要原因；我们认为，美国实际利率短期见底是金银价格见顶的主要原因。从中长期的历史数据回归分析来看，美国实际利率对金价变动的解释利率要明显大于美元指数。从历史走势回顾来看，可以将美元指数的变化分为两种："增长型"和"衰退型"。"增长型"是指欧美经济同时增长，但增长速度差异带来的美元指数变化；"衰退型"是指欧美经济同步衰退，但衰退速度带来的美元指数变化。后续美元指数如果能够回升，属于"增长型上涨"，与实际利率同步上行，所以对金价形成较大下行压力。

- **美债收益率短期见底概率较高。**在美联储召开 7 月 FOMC 会议后，市场对鲍威尔的表态和会议声明做出了较为鸽派的解读，一度打压美国 10 年期国债收益率至 3 月上旬的低点（疫情最严重的时期）。但一个不一样的特征是，美国垃圾债信用利差跟随美国国债收益率同步下行，这意味着信用状况在同步改善；那么，美联储进一步宽松的概率越来越低，风险偏好和通胀预期回升的概率变高，美国国债收益率短期见底的概率比较高。

- **美股还能涨吗？**可能仍有一定的上涨空间，但风险和收益率比正在朝着不利的方向变化。未来美股的走势很大程度上取决于经济复苏的力度与美联储政策退出的节奏的相对变化。我们认为，美联储会在看到经济确定性复苏的迹象之后，才会考虑退出刺激政策，并逐步收紧；也就是说，短期美联储退出的速度会慢于美国经济复苏的速度，这仍将对美股形成一定的支撑。

- **A 股短期受到美元指数变化的影响较小。**首先，美元指数的短期回升并不一定会导致人民币汇率的大幅贬值。尽管美国经济相对欧元区的复苏会有一个加速的过程，但中国经济复苏力度相对美国经济仍存在较大的优势。其次，资金并不一定会流出中国资本市场。除了汇率相对稳定预期之外，中国资本市场的开放力度也在加大，人民币资产收益率依然相对较高，这依然对外资形成较大吸引力。第三，美股和 A 股的相关性也在下降。中国和美国货币政策的空间，以及中美经济形势的差异，使得中美股市的相关性有所下降。

- **展望后市，我们认为，短期来看（1-2 周的时间框架），A 股仍将维持震荡格局，美国实际利率见底回升概率上升，中债收益率区间震荡，美元指数见底概率较高，人民币汇率相对稳定，金价下行概率加大，工业品价格震荡。**

风险提示：中美之间出现更大的冲突对抗导致全球需求再度出现回落；货币和财政政策的宽松力度不及预期；疫情再度出现超预期的加重。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH