大类资产周观察

宏观经济报告

美元指数短期见底了吗？

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）。

- **美元指数短期见底了吗？我们认为，美元指数大概率短期触底（这里短期指的是 3-6 个月左右的时间框架）。**在短期的这个分析框架下，影响美元指数的主要驱动因子在于市场对美欧货币政策边际宽松程度的变化。那么，美元指数是否见底的关键就在于**“市场认为美联储的宽松程度会比欧央行更大吗？”。首先，影响市场对美欧货币政策预期的关键因子在于疫情对经济的影响。**在 7 月的 FOMC 会议上，美联储释放超预期的鸽派信号的一个主要原因就是美国疫情出现了“二次爆发”的迹象。但是，最近几周，新增确诊病例人数再度开始下降；而且，疫情“二次爆发”对美国经济的冲击也远小于首次爆发。所以，后续美联储边际上进一步扩大宽松的概率其实已经很低。**第二，美债收益率进一步下行空间有限。**利率平价理论对短期汇率波动的解释性相对较高。从实际利率的角度来看，美国实际利率在过去几周下行幅度较大（通过美国 10 年期 TIPS 债券收益率观察的实际利率在上周五降至-1.08%的 20 年低点），这不但导致美元指数下行，也推升金价大幅上行创出历史新高。但实际利率进一步下行的空间或已相对有限。一方面，美联储货币政策不会加码宽松，意味着名义利率进一步下行空间有限；另一方面，通胀预期上行仍受制于需求的恢复进度，目前来看，这点尚不容乐观。**第三，美国信用利差大幅收窄。**当前美债收益率大幅下行与上次疫情爆发有很大的一个不同，也就是信用利差是大幅收窄的。这意味着美国信用债收益率降得更多、信用状况反而是在改善的。那么，未来美国经济的恢复速度可能是较快的（因为信用状况的改善会带来信心和需求的快速改善）。**综合来看，我们短期对美元指数下行持谨慎观点，反而建议防范美元指数快速回升。**
- **金银价格的短期高点出现的概率进一步上升。**金价高点是否已经在上周五出现难以判断，但是短期来看，上行空间已经小于回调空间。金银价格高点的确认，需要看到美联储货币政策的二阶拐点确认，即实际利率见底回升。尽管上周银价涨幅高于黄金，但驱动实际利率下行的主要因子却是名义利率下行（上周美债收益率下行幅度较大）。那么，银价上行幅度较大的原因可能更多在于交易层面，即白银的贝塔属性高于黄金。未来看，虽然美国经济幅度的力度低于预期，但是疫情对经济幅度的影响开始削弱，美联储进一步宽松的概率已经很低，也就是说，美国货币政策二阶拐点显现的概率在进一步上升，美国实际利率短期见底的概率在上升。
- **A 股的分化反映风险偏好的回落。**上周，估值较高的中小创有所回落，估值较低的上证上涨。表面来看，是风险偏好回落导致的估值下杀；从背后原因来看，是内部的货币宽松预期降温和外部的中美对抗升温共同作用的结果。
- **展望后市，我们认为，短期来看（1-2 周的时间框架），美国实际利率将逐渐见底回升，中债收益率进一步上行空间不大，美元指数见底概率较高，人民币汇率相对稳定，金银价格高点出现概率进一步上升，A 股维持震荡概率较高，工业品价格小幅回调概率加大。**

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