



商品周咨询

(第二十期)

局势复杂，谨慎投资

2018年5月21日

本周简述

蒋乐

执业资格号: F0284850

电话: 021-51557584

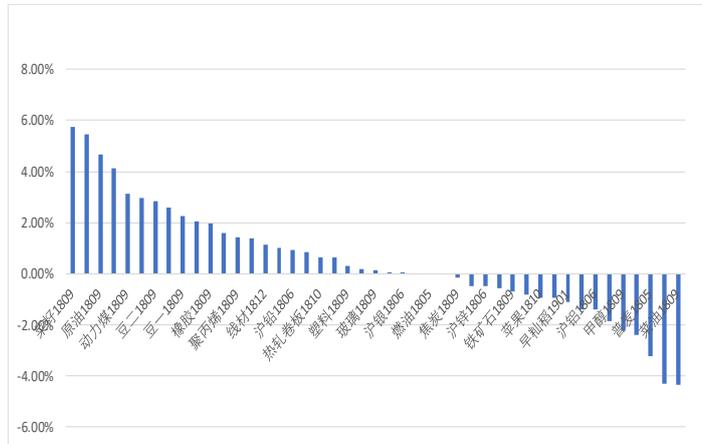
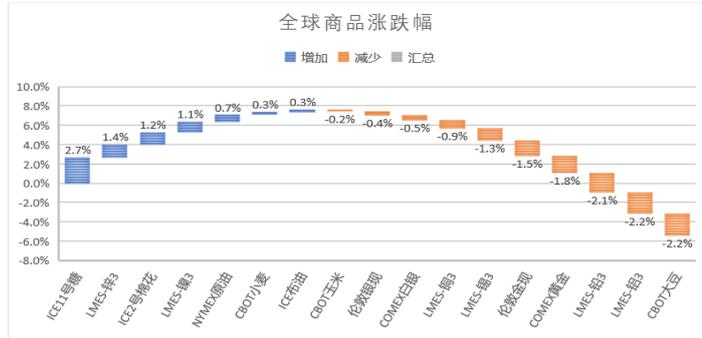
Email: jiangle@zrhqh.com

徐皞璐

执业资格号: TZ011075

电话: 021-51557562

Email: xulili@zrhxqh.com



重点关注:

宏观	中美达成框架性协议，中美之间无贸易战，中方陆续开放市场，缓解双方贸易差。
	美元强势对全球经济体的影响几何，阿根廷和土耳其其是否是独立事件，强势美元对6月份美联储的利率影响。
商品	本周重要品种策略详看下文，但本周能源成为全球商品市场亮点，全球原油价格与中国煤炭价格涨幅居前。农产品因中国加大农产品和能源对美进口预期而上涨。

贵金属市场

盘面简述:

贵金属窄幅震荡，整体波幅较小，美元反弹，伦敦现货黄金小幅走低。美国总统特朗普刚刚正式宣布退出伊核协议，恢复对伊朗的制裁。中东地缘政治局势升温，存在诸多不确定性。中美进行贸易谈判，局势有所缓和。



基本面情况:

目前决定贵金属走势的还是以美元指数为主，美元指数长期下跌后有所反弹，但反弹幅度中性，后续能否继续反弹，视中东地缘局势发展情况决定。

图 2: 美元指数



数据来源：文华财经

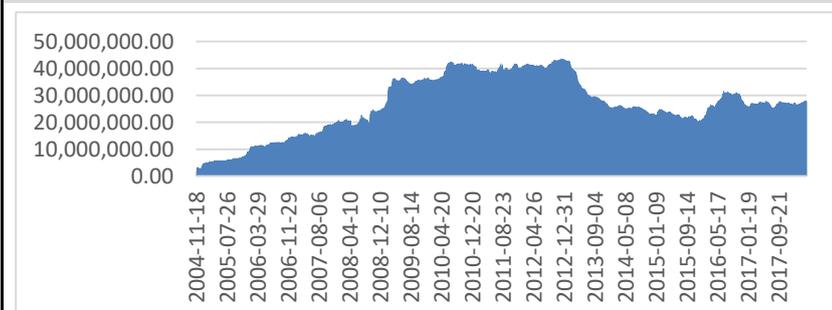
图 3：道琼斯工业指数



数据来源：文华财经

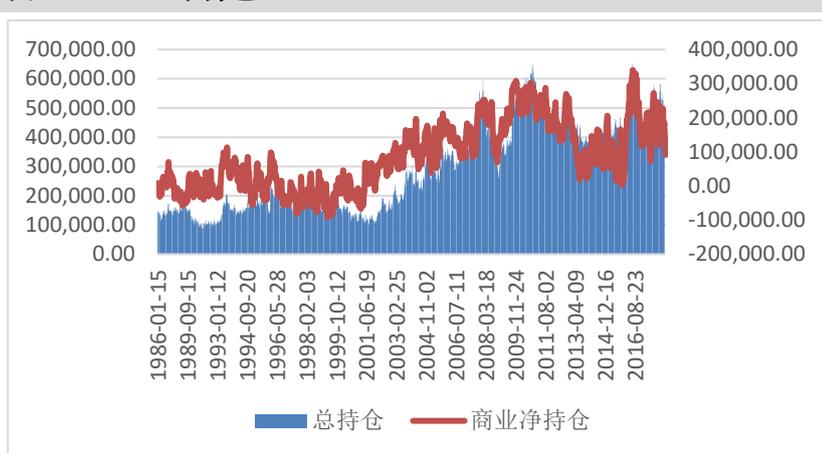
资金方面，贵金属ETF持仓高位震荡，CFTC持仓报告稳定，商业净持仓略有走高。

图 4：SPDR 持仓



数据来源:wind

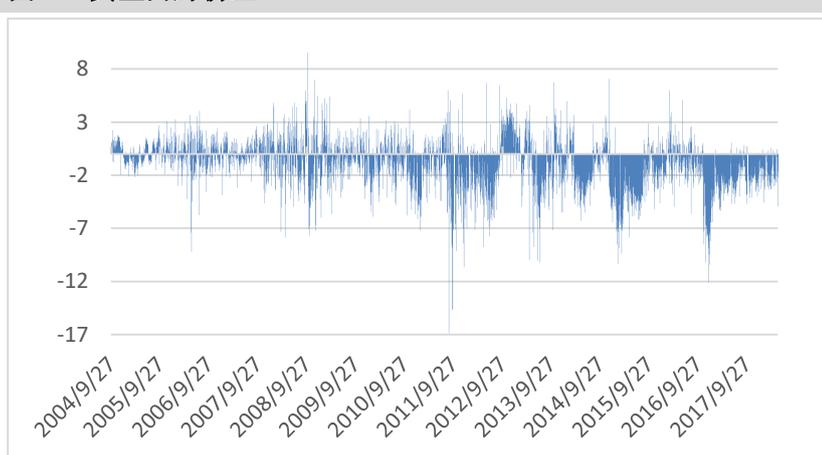
图 5: CFTC 净持仓



数据来源: wind

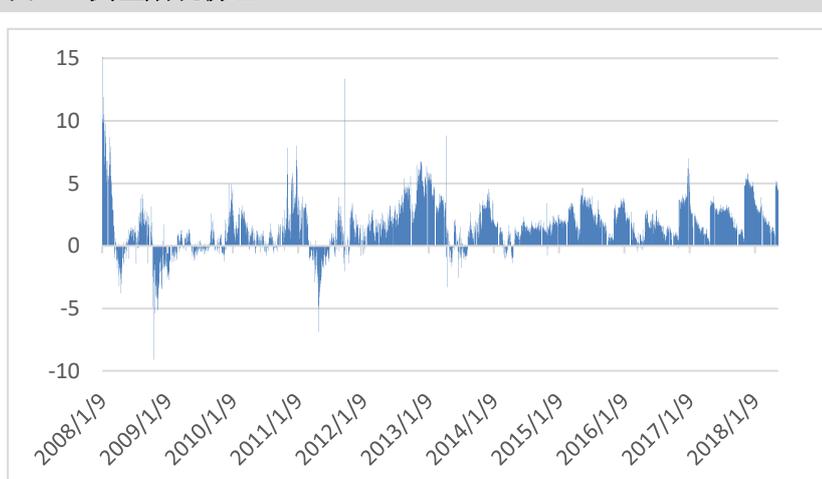
市场结构方面，整体内盘弱于外盘，期现价差表现平稳，黄金强于白银。

图 6: 黄金内外价差



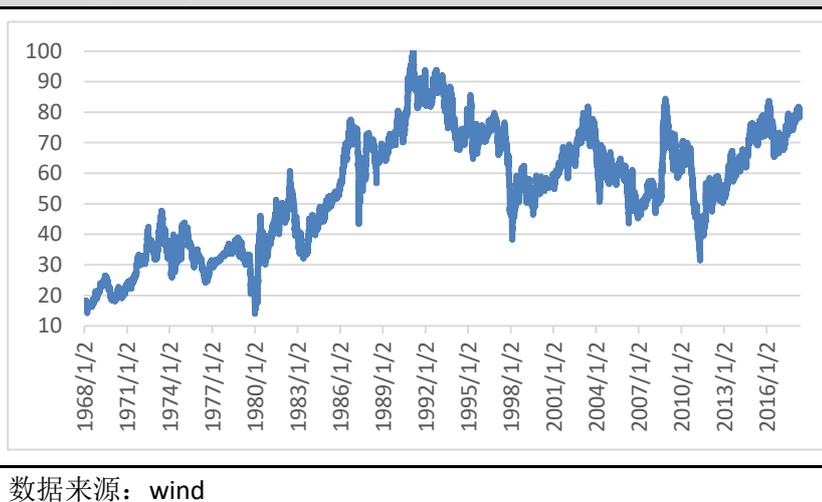
数据来源: wind

图 7: 黄金期现价差



数据来源: wind

图 8：金银比价



价格展望与操作建议

目前市场局势复杂，美联储加息预期长期存在，美元走势低迷，短期反弹，长期贵金属暂不具备趋势性行情基础。短期，中美贸易争端，美俄中东斗法，会有一些避险需求推动短线行情，但是方向不确定较大。金银比价处在历史高位，白银表现偏弱，但是在贵金属没有趋势行情基础下，做多白银风险较黄金大。另外注意美股高位风险，参与市场做好充分风险预估，如果出现汇率大幅波动，注意内外价差的变化。短期消息面重点关注美俄中东斗法。

黑色-螺纹钢

螺纹期货本周 3600-3700 小幅震荡。螺纹 1810 合约本周开盘于 3690，最低 3619，跌幅 1.2%，报收于 3631，热卷 1810 合约开于 3777，涨幅 0.88%，报收 3800；螺纹现货方面，上海 4020 持平，天津 4000 下跌至 3970。热卷现货，上海 4430，天津 4360。

基本面情况:

- 本周统计局数据频发,1-4月份,房地产开发企业房屋施工面积664410万平方米,同比增长1.6%,增速比1-3月份提高0.1个百分点。房屋新开工面积51779万平方米,增长7.3%,增速回落2.4个百分点。房屋新开工面积的增速温和下滑,叠加雨季的来临,将考验后期螺纹采购。
- 1-4月份,房地产开发企业到位资金48192亿元,同比增长2.1%,增速比1-3月份回落1个百分点;个人按揭贷款7148亿元,下降6.7%。
- 中国4月粗钢产量7670万吨,同比增长4.8%(3月增长4.5%)。伴随高炉开工率的提高,粗钢产量也在提高。
- 2+26环保试点区域内,河北产能占全国11.8%,山东产能占全国9.8%。环保造成的预期已经体现在盘面,后期关注徐州等地的复产情况。
- 港口现货小幅下跌,青岛港PB粉跌3至472元/湿吨,折合盘面521元/吨。金布巴粉跌3至417元/湿吨,折合盘面478元/吨。目前,高品间价差43元/吨,当钢厂利润集中在500-1000区间,pb粉与金步巴粉价差快速上移,价差多数集中在30-50元;当钢厂利润收缩,价差收缩。

(1) 钢材供应

钢厂测算理论利润本周基本处于950元/吨左右,较上周持平,但依旧在高位,钢厂开工动力充足,唐山高炉开工率74.39,本周较上周增加1.83;经过近期3600-3700的高位震荡,利润持续累加;4月粗钢产量7670万吨,同

比增长 4.8%，产量再度增加。

钢厂利润和铁矿石高品间、高低品价差具有相关性，在钢厂利润收缩过程中，钢厂优先调整高品间的烧结矿配比，再考虑高低品间配比。高品间价差滞后钢厂利润 1 个月，高低品价差滞后 1.5 个月；5 月 16 日，钢厂入炉配比：块矿 11.56、球团矿 13.62、烧结矿 74.82。烧结矿增加显著，钢厂调高品矿，以增加铁水产出，目前利润维持在高位，后期关注持续性，策略上过了消费旺季后，利润再次冲高到 1000-1500 的概率不大，逢高做空钢厂利润比较适合。

上周，晋城市将从 6 月 1 日至 9 月 30 日对钢铁、铸造企业开展集中整治，对整治不到位的企业将一律实施停产整治。目前，环保消息对钢材的价格支撑已经充分体现，若炉料端环保继续升级，则对钢材下跌继续形成约束。

(2) 钢材的需求

钢厂调高了入炉配比，维持高利润下的产出，但消费旺季的结束，降库幅度下滑，策略上考量吨钢高利润 (MAX:944.62) 的可持续，择机做空钢厂利润。

本周线螺采购量（上海）由 22455 小幅回升至 31200，环比增加 8745，采购稍回暖，但库存降幅下滑，初显市场对后期销售的谨慎。本周市场对 4000 接受度一般，下周破 4000 概率较大。

建材全国仓库库存量:502.4 万吨,环比减少 46.4 万吨;社库由上周 652.42 减少至 607.19, 环比-45.23, 消费旺季临近结尾, 库存降幅放缓, 社库降速的下滑折射销售压力对现货价格的压制; 现货小幅回落期货贴水收窄, 也佐证市场对 5 月下旬的销库速度和现货价格保持谨慎。

后期操作策略:

本周现货价格 4000 左右震荡，较上周持平，社库降速下降，期货贴水窄幅震荡（350 附近周五上升到 390），环保对价格的支撑已经体现除非后续环保继续升级（压制炉料支撑钢价跌幅），采螺量轻微回暖，否则随着消费旺季结束，钢厂调高入炉配比增产保利润，后续利润突破 1000 的概率不大；

操作上，3450 支撑，逢高做空钢厂利润，注意控制风险。



黑色-动力煤

一. 本周行情及期市价格速览



图 1-1 动力煤主力合约小时 K 线走势图

资源来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

品种	结算价	上周结算价	周涨跌	月涨跌	持仓量	周持仓变化
ZC809	631.4	615	2.67%	7.09%	407960	17638
ZC901	632	624.6	1.18%	6.11%	30838	5658

表 1-1 动力煤合约价格速览

资源来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

5月14日-5月18日期间,动力煤主力合约 ZC809 本周一路上扬后,周三到达最高值 643.0 后震荡下行至 631.4,较上周结算价 615 上涨 2.67%,本月涨幅 7.09%,周持仓增加 17638 手。ZC901 本周收于 632,较上周结算价 624.6 上涨 1.18%,月涨幅 6.11%,持仓小幅增加 5658 手。

二. 本周市场要闻、数据及解读

2.1 本周市场要闻

1. 陕西省全力确保煤炭中长期合同履行
2. 4 月用电量增速回升至 7.8%

3. 4月大秦线完成煤炭运输量 3221 万吨 同比减少 2.13%
4. 中煤能源 4月商品煤销量同比增 12.9%
5. 山西今年又要关闭 35 座煤矿 创历史新高
6. 中国神华煤炭销售量同比增加 21.6%
7. 4月山东省生产原煤 963.5 万吨 下降 3.02%

2.2 本周量价数据速览

动力煤量价概览						
项目	指标	单位	2018/5/11	2018/5/17	2018/5/18	走势
现货价格	CC15500@秦皇岛	元/吨	623	623	623	
	CCI进口5500(含税)	元/吨	627.8	640.2	640.2	
	Q5500@秦皇岛	元/吨	580	580	580	
	Q5500@宁波港	元/吨	669	669	669	
	Q5500@广州港	元/吨	690	710	710	
港口库存	秦皇岛	万吨	502	539.5	538.5	
	曹妃甸	万吨	391.1	394.5	386	
	黄骅	万吨	139	158	158	
	京唐	万吨	399.3	419.3	422.7	
	广州	万吨	235.3	238.7	238.7	
	五港库存合计	万吨	1666.7	1750	1743.9	
电厂库存	浙电	万吨	209	193	192	
	上电	万吨	21.5	21.3	19.5	
	粤电	万吨	303.66	289.6	280.32	
	大唐	万吨	134.75	145.09	140.25	
	华能	万吨	412.99	403.85	406.95	
	国电	万吨	248.98	251.22	248.78	
	六大电库存合计	万吨	1330.88	1304.06	1287.8	
电厂日耗	浙电	万吨	13.8	16.6	17.4	
	上电	万吨	2.5	2.6	2.7	
	粤电	万吨	13.04	14.73	15.43	
	大唐	万吨	8.8	8.92	9.08	
	华能	万吨	18.97	19.76	19.67	
	国电	万吨	11.17	11.68	12.41	
	六大电库存合计	万吨	68.28	74.29	76.69	

表 2-1 动力煤本周数据速览

资料来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

2.3 要闻、数据解读:

中国电力企业联合会报告表示, 综合考虑宏观经济、供给侧结构性改革和产业转型升级、电能替代、环保安全检查、国际贸易环境等各方面因素, 预计 2018 年电力消费仍将延续 2017 年的平稳较快增长水平。从目前情况看, 今年前两个

月气温偏低促进用电负荷增长，预计上半年全社会用电量同比增长8%左右；根据气象部门预测，如果2018年夏季全国大部气温偏高或出现持续大范围高温天气，全年用电量如年初预测，可能突破5.5%；考虑到2017年下半年的高基数，预计今年下半年全社会用电量增速将比上半年回落。全年第三产业和居民生活用电量快速增长，电力消费结构将进一步调整优化。

三. 动力煤价格跟踪

5月14日-5月18日期间，动力煤坑口价继续下降后稍有回升，黄骅港平仓价稍有回升，报575元/吨(+5)，国际煤炭指数触底持续反弹，内外煤价差扩大。期货价格与理论值偏差减小，市场过分乐观情绪回归平静。合约间价差9-1贴水减小。

图 3-1 动力煤坑口价



图 3-2 动力煤港口平仓价



图 3-3 内外煤价差

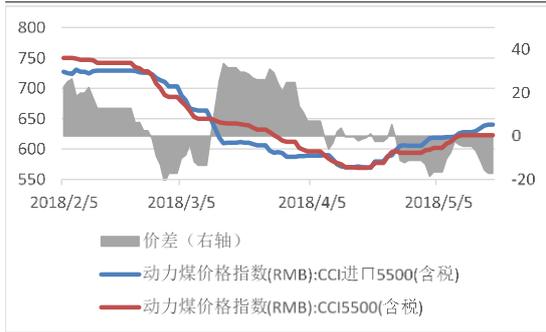


图 3-4 国际煤价指数变动情况



图 3-5 期货价格与理论值的偏差

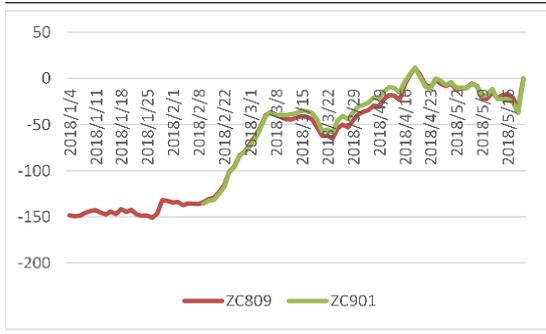
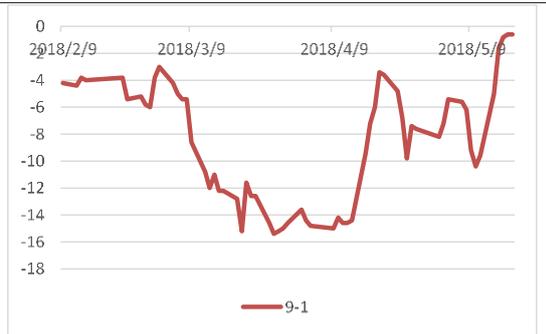


图 3-6 合约间价差



资料来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

四. 动力煤库存跟踪

5月14日-5月18日期间,港口及电厂库存小幅回落。六大发电集团库存下降43.08万至1287.8万吨,接近5年平均;港口库存下降77.2万吨至1743.9万吨,高于5年平均。

图 4-1 六大发电集团总库存

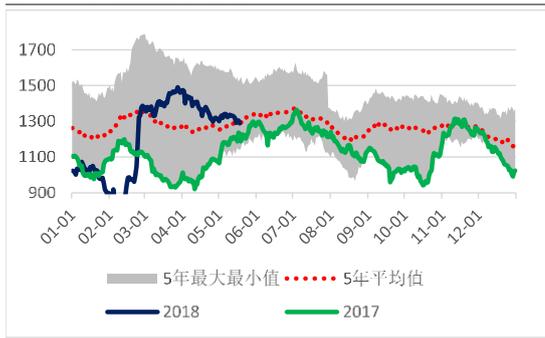
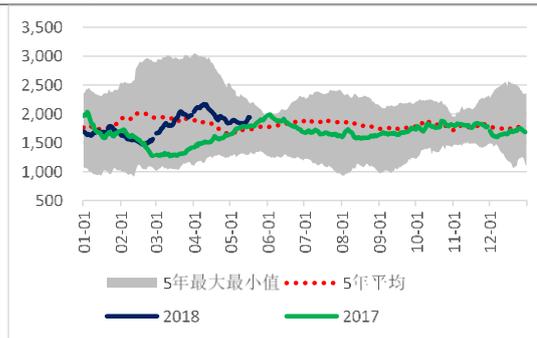


图 4-2 四大港口库存



资源来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

五. 动力煤供应端跟踪

5月14日-5月18日期间, 港口船舶数大幅提升, 高于5年历史最高位, 沿海煤炭平均运费继续上涨, 动力煤进口量及产量高于往年同期, 预期4, 5月进口煤数值受进口煤炭限制政策将大幅下降。

图 5-1 港口船舶数

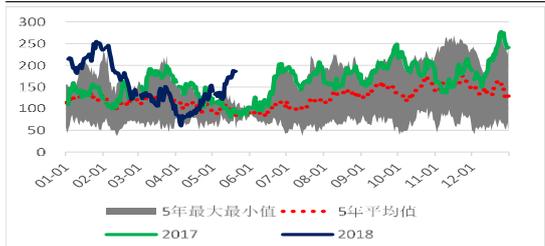


图 5-2 沿海煤炭平均运费

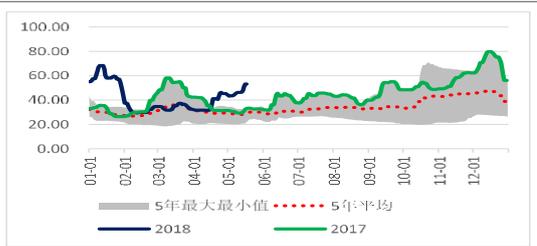


图 5-3 动力煤进口量

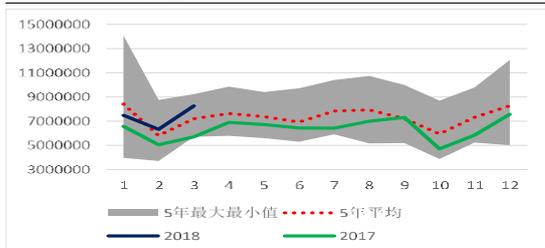


图 5-4 动力煤产量

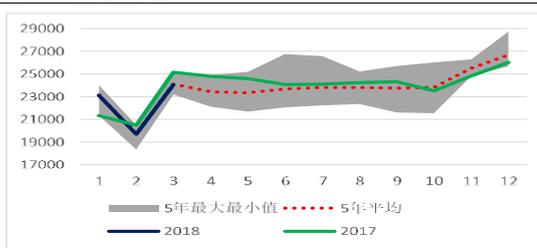


图 5-5 四大港口铁路调入量

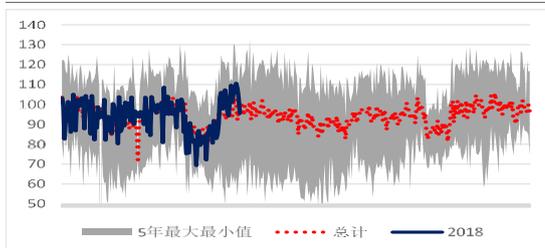
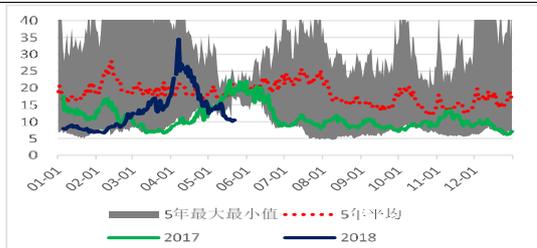


图 5-6 港口库销比 (港口库存/港口船舶数)



资源来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

六. 动力煤需求端跟踪

5月14日-5月18日期间,六大发电集团日均耗煤量报76.69万吨/天(环比+8.41),高于往年同期,库存可用天数下降报18.96天(环比-1.68),低于年最低水平。三峡出库流量回升,37个全国主要城市温度高于往年同期。

图6-1 六大发电集团日均耗煤量

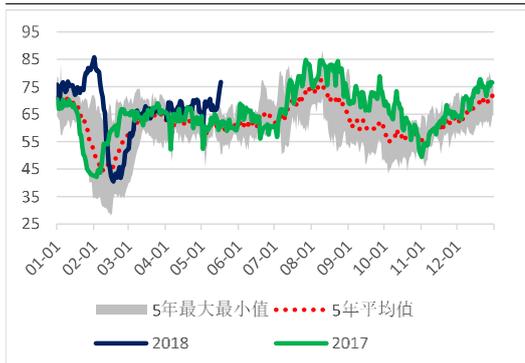


图6-2 六大电厂库存可用天数



图6-3 水电竞争力——三峡出库流量

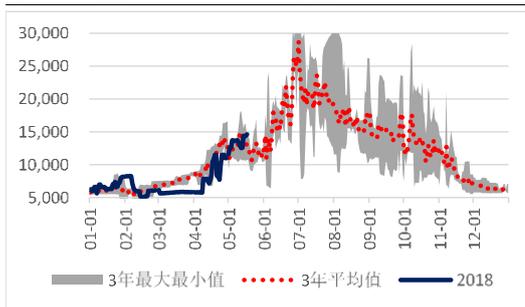
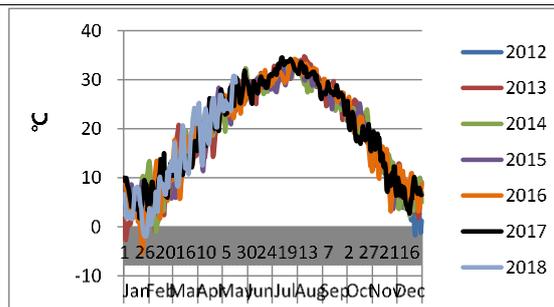


图6-4 高温分析(37个全国主要城市)



资源来源: Wind 资讯, 中融汇信研究院整理

七. 总结及风险提示

5月14日-5月18日期间,动力煤主力合约ZC809冲高后小幅回落,较上周上涨16.4,涨幅2.67%,周持仓增加1.76万手。现货市场回暖、国际煤价指数走高,沿海煤炭平均海运费走高、5月大秦线检修结束致港口库存小幅回升,电厂日耗大幅增加导致电厂库存下降,淡季不淡现象出现。气温高于往年同期,夏季用电提前开启。需求面情况有望好转。建议暂时观望为主。短期内需关注现货市场情绪及港口、电厂去库且存的持续性及今年2月高点附近的阻力。

PTA 市场

PTA 本周行情

品种	开盘价	收盘价	结算价	周涨跌	涨跌幅	成交量 (手)	空盘量	增减量
TA807	5830	5850	5878	76	1.32%	62318	281334	2702
TA809	5796	5824	5848	58	1.01%	739,020	1,360,982	-1770
TA901	5734	5760	5784	50	0.88%	27446	132,510	6410

数据来源：郑商所，中融汇信研究院

本周 PTA 期货维持震荡上行趋势。PTA1809 合约周开于 5796 元/吨，收于 5824 元/吨，较上周五上涨 58 元/吨，周上涨幅度 1.01%。持仓方面，周减少 7 万手至 136 万手，成交量增加 5000 手至 73.9 万手。

原油方面：截止 5 月 18 日，WTI 原油收跌 71.48 美元/桶，本周累涨 1.13%。布伦特原油收跌 78.65 美元/桶，本周累涨 1.98%。截至 5 月 11 日当周，美国原油库存增加 485.4 万桶，至 4.356 亿桶，分析师预估为减少 146.7 万桶。库欣原油库存增加 6.2 万桶。API 公布，上周汽油库存减少 336.9 万桶，调查预估为减少 179 万桶。上周精炼油库存减少 76.8 万桶，预估为减少 105.2 万桶。美国上周原油进口上升 72.4 万桶/日至 820 万桶/日。

现货方面：截止 5 月 18 日，华东地区现货价格 5840 元/吨，周涨幅元 110/吨。现货市场整体买气转弱，成交氛围一般。华东主流内贸基差报盘平水至升水 10 元/吨附近，递盘基差贴水 10 元/吨附近。现货商谈价格参考 5840-5870 元/吨。

基本面情况

1. 重大宏观及行业消息

- 亚洲石油需求大，油价突破 80 美元。亚洲的石油需求创下纪录高位，周四（5 月 17 日）布油上破 80 美元大关，创 2014 年 11 月 25 日以来新高至 80.18 美元/桶。全世界每天要消耗 1 亿桶石油，其中超过 35% 被亚太地区消耗了，强劲的亚洲需求利好油价。此外，地缘政治影响、库存下降、夏季驾驶季临近也对油价形成支撑，未来市场将延续供需紧张状况，油价可能继续上涨。
- 国际能源署（IEA）认为，伊朗和委内瑞拉原油产量下降可能致油价大涨。IEA 在最新公布的月度报告中表示，伊朗和委内瑞拉可能出现的石油供应中断让石油交易商将注意力转向地缘政治，而非基本面。IEA 警告称，任何的供应缺口都可能导致油价飙升。美国总统特朗普退出伊朗核协议，以及美国将重启对伊朗的制裁，再加上深陷经济危机的委内瑞拉的政治及经济混乱，这些都让市场对伊朗和委内瑞拉的供应产生质疑。
- 周三，美股无惧再度走高的美债收益率，全线上涨。小盘股代表罗素 2000 指数收创新高。梅西百货 财报优于预期，股价涨超 10%。10 年期美债收益率升至 3.1%，再创近七年新高。意大利政局不稳，10 年期意债收益率创近 11 个月最大涨幅，欧元创五个月新低。

2. PTA 产业链数据解读

(1) 上游成本

本周国际油价震荡走高，布伦特原油和 WTI 原油震荡上行。截止 5 月

18日，WTI原油收跌71.48美元/桶，本周累涨1.13%。布伦特原油收跌78.65美元/桶，本周累涨1.98%。受市场供应过剩基本消除加之特朗普表示将大规模制裁伊朗提振国际油价，布伦特盘中一度突破80美元，双双创三年半新高。但美元走强和美国石油产量增加压制油价，油价延续维持在高位震荡。亚洲PX回落亚洲PX价格回落报1006.67-1021.67美元/吨，5月装置检修大部分集中在下旬，坚挺运行，震荡为主，受不断升级的地缘政治风险以及市场对中东地区的悲观情绪的担忧，PX仍有继续上行的空间，但涨幅有限。总体来看，油价短期主要受全球供应风险提振维持偏强走势，上游成本端对PTA支撑显著。

(2) 供应端

本周PTA装置运行稳定，整体平均开工率在72.93%，较上周下调5.75%。本周福海创450吨于5月14日停车检修，预计19天左右。大部分PTA装置检修集中在5月份下旬，大力度的集中装置检修是影响PTA价格走势的关键。原计划5月18日逸盛大连225万吨的装置会开始检修，后续375吨检修也推迟。后续关注下周的检修计划。如果检修落实，5月份将真正进入到去库阶段保守估计20万吨，供需走向偏紧。近期PTA厂商加工费下降明显，但仍处于700以上高位。

(3) 需求端

本周，下游聚酯加弹，织机继续维持高位且有新装置投产，截止5月18日，聚酯和江浙织机的负荷率高达90%，均为历史高位。5月基本面去库化力度加大，预计后续库存减少，供需格局将紧缩，同时进入终端旺

季，终端涤纶产销表现较好，工厂原料需求平稳。目前聚酯库存处于低位。进入消费旺季后，终端持续恢复或将持续利好需求的增长，整体来看二季度的需求较为乐观，预计二季度 PTA 库存将下降。对上游成本端有支撑。

后期操作策略

本周 PTA 期货维持震荡上行趋势。PTA1809 合约周开于 5796 元/吨，收于 5824 元/吨，较上周五上涨 58 元/吨，周上涨幅度 1.01%。成本端来看，因全球性石油供应问题基本上消除及美国将重新制裁伊朗提振油价，但美元走强和美国石油产量增加压制油价，油价延续维持在高位震荡，周五收盘小幅回落，但仍维持在近三年高位。亚洲 PX 价格稍有回调。上游成本利好对 PTA 价格支撑明显。供需面格局面前已经好转，5 月初部分装置已陆续开始检修，5 月整体去库存力度将有所加大，预估下旬供需面将缩紧。下游聚酯高开工且需求稳定，由于新装置投产产能也将扩大，终端需求较好带动，聚酯库存处于低位。对上游需求形成支撑。综合来看，PTA 基本面预期向好，预估下周 PTA 市场将维持震荡偏强格局。操作上建议 1809 合约逢低做多，在 5700-5900 区间交易。

风险：关注原油的价格走势，落实后续逸盛大化 PTA 装置的检修情况以及商品市场整体氛围。

PTA 装置动态

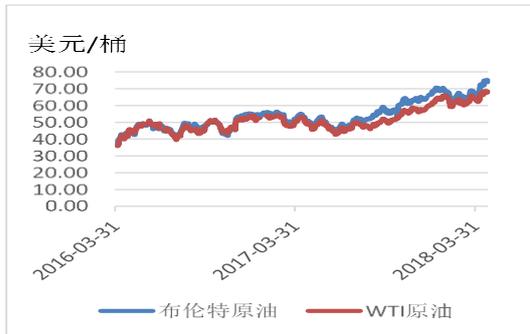
企业名称	产能 (万吨)	备注
江阴汉邦	60	于 4 月 17 日重启
福海创	450	装置与 5 月 14 日停车检修，计划维持 19 天
恒力石化	220	装置于 4 月 16 日停车检修，4 月 25 日重启

2018年5月21日星期一

天津石化	34	装置于4月16日停车检修，4月26日重启
福建佳龙	60	装置于4月26日短停，5月3日重启
蓬威石化	90	装置于5月3日停车检修，计划维持2个月
逸盛大化	225	计划5月21日检修
	375	计划5月21日检修
亚东石化	70	计划5月14日，15日短停两天
宁波合化	120	计划5月停车年检
汉邦石化	220	取消5月份检修计划

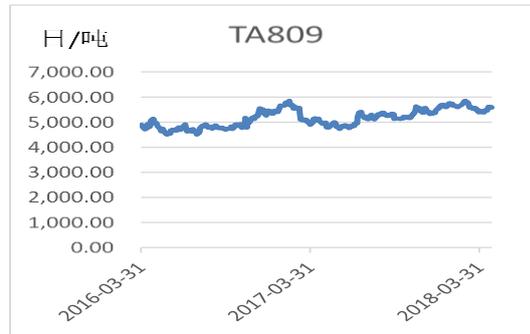
PTA 行情图解

图 1：原油价格走势



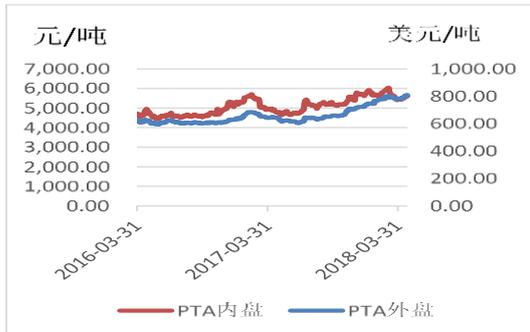
数据来源：Wind，中融汇信研究院

图 2：PTA 期货价格



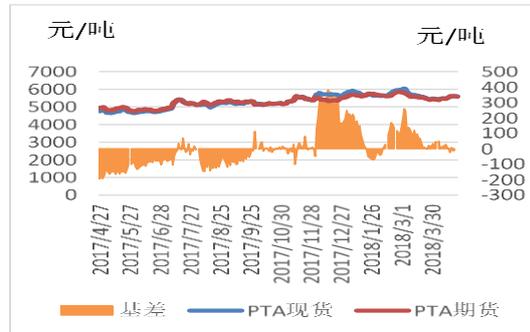
数据来源：Wind，中融汇信研究院

图 3：PTA 现货价格



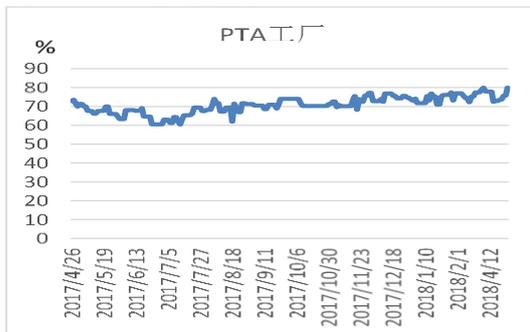
数据来源：Wind，中融汇信研究院

图 4：PTA 基差



数据来源：Wind，中融汇信研究院

图 5：PTA 工厂负荷率



数据来源：Wind，中融汇信研究院

图 6：PTA 下游产业链负荷率



数据来源：Wind，中融汇信研究院

图 7：涤纶库存

图 8：国内 PTA 库存

重要事件点评

1、中美贸易达成框架性共识

中美两国19日在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明。声明内容如下：

根据习近平主席和特朗普总统的指示，2018年5月17日至18日，由习近平主席特使、国务院副总理刘鹤率领的中方代表团和包括财政部长姆努钦、商务部长罗斯和贸易代表莱特希泽等成员的美方代表团就贸易问题进行了建设性磋商。

双方同意，将采取有效措施实质性减少美对华货物贸易逆差。为满足中国人民不断增长的消费需求和促进高质量经济发展，中方将大量增加自美购买商品和服务。这也有助于美国经济增长和就业。

双方同意有意义地增加美国农产品和能源出口，美方将派团赴华讨论具体事项。

双方就扩大制造业产品和服务贸易进行了讨论，就创造有利条件增加上述领域的贸易达成共识。

双方高度重视知识产权保护，同意加强合作。中方将推进包括《专利法》在内的相关法律法规修订工作。

双方同意鼓励双向投资，将努力创造公平竞争营商环境。

双方同意继续就此保持高层沟通，积极寻求解决各自关注的经贸问题。

在会见美国参众两院重要议员时，刘鹤指出，中美发展长期健康稳定的合作关系符合两国人民根本利益，也是国际社会的普遍期待。中美共同利益远大

于分歧，合则两利、斗则俱伤。中美经贸关系本质上是互利共赢的。双方要全面、客观地看待经贸关系中的问题，本着相互尊重、平等互利的原则妥善处理有关问题。中方重视美国国会的作用，愿同美国国会加强交往。

美国参众议员表示，美国愿意同中国保持良好关系。当前，两国经贸领域存在一些问题，但美中双方不应打贸易战。希望双方通过协商，积极寻找符合两国利益的解决办法。

2、美元强势归来，全球影响多大？

美债收益率、美元走高，而美国经济却有走弱。今年以来，美债收益率和美元指数走高。10年期美债收益率相比去年底已提高了56BP，美元指数在两个多月的时间里，从88.6的低位反弹至当前接近92的位置，涨幅达到3.3%。但是从近期美国的经济数据来看，并不支持美债收益率和美元指数的大幅走高。美国1季度GDP环比折年增速从去年四季度的2.9%降至2.3%，其中尽管存在季节性因素，但利率抬升、油价上涨对经济的压力也有明显体现。

美元走高的背后推动力是什么？美债收益率走高会提高美元资产的吸引力，加速美元回流，是美元指数走强的重要支撑，所以二者是密切联系的。既然经济基本面不是美债收益率和美元指数走高的主要原因，那是什么呢？通胀预期上升，保障加息继续。国际油价超预期的上涨、美国劳动力市场保持收紧，增加通胀上行压力；此外，美国实施的减税、贸易保护政策也都存在推高通胀的可能。美联储加息继续，而欧、英、日等央行选择按兵不动，提振美元指数。供需格局变化，利率走高美元回流。美国财政刺激带来赤字扩大，今年一季度美国国债月均发行规模在8000亿美元以上，而17年月均发行仅6700亿

美元。而从需求端来看，美联储渐进缩表、外国投资者持有债券规模保持平稳。供给规模上升、需求稳中有降的结构变化，也导致了美债收益率的上行，增加美元回流的动力，推动美元指数的走高。预期再度扭转，美元开始反弹。汇率走势还会受到市场对经济和货币政策预期的影响。2014年开始，市场对美国经济和通胀乐观，对欧、日经济悲观，美元指数强势上升。而17年开始，随着欧、日经济超预期回升，市场预期扭转，美元指数大幅回落。但2018年以来，全球经济增速又有回落的迹象，欧洲宽松退出之路并没有此前预期的那么顺利，这种预期再度修正也会推升美元。

美元继续上行，但幅度相对有限。在美联储加息、美元利率抬升、欧美预期差修正的背景下，今年美元指数或将走高，但幅度会相对有限。一方面，美国已经处在经济复苏的后期，过去的一年其信贷增速已从最高的8%降至3%，再加上目前利率还在不断上升，未来信贷增速大概率继续下滑，已经处于金融周期的尾声阶段。另一方面，尽管通胀上行支持美联储加息，但从过去60年的走势来看，美债期限利差和联邦基金利率具有明显的负相关关系，也就是说美联储加息时，美债利差往往是大幅度缩窄的。我们预计未来随着加息的推进，美债期限利差会进一步收窄，不排除收益率曲线扁平化、甚至倒挂的情况出现。所以3%左右的十年期美债收益率已经基本达到本轮加息周期的顶部区间，利率对美元的支撑也会逐步减弱。

但美元走高影响不容忽视，资产泡沫受冲击！首先，其它经济体将面临货币贬值、资本流出的压力。对于汇率有弹性的经济体，带来的影响是汇率的贬值，但不至于影响其内部的流动性。但值得警惕的是汇率缺乏弹性的经济

体，将面临汇率贬值和资金流出的压力，尤其是那些存在资产泡沫的经济体。其次，在特朗普挑起贸易保护的背景下，其他经济体从货币贬值中受益也会非常有限。对中国来说，今年2月美元兑人民币一度达到6.26，是“811汇改”以来的最低值，人民币相对17年初升值幅度超过10%。而2月以来，人民币对美元又贬值了1.1%，反映人民币汇率的弹性较以往增强，因而在美元重新升值的情形下，国内货币政策可以更加关注内部经济，存在和美国利率脱钩的条件，而不必亦步亦趋。但是国内资产泡沫也会受美国加息的冲击，而未来只有坚定不移去杠杆、补短板，靠创新发展才能长期立于不败之地。

免责声明

本报告所载的内容仅作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，而中融汇信期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中融汇信期货力求准确可靠，但对信息的准确性及完整性不做任何保证。客户应谨慎考虑本报告中的任何意见和建议，不能依赖此报告以取代自己的独立判断，而中融汇信期货不对因使用此报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中融汇信期货有限公司的立场。中融汇信期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。未经中融汇信期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。