

# 美元下行拐点将至？

## ——2023年10月复盘与展望

### 核心要点：

9月至10月第1周，市场出现了三个焦点问题：一是美元指数持续上行并冲击107的位置；二是美国10年期国债收益率加速上升至4.8%的历史高位；三是中国10年期国债收益率从8月下旬2.55%的低位反弹至9月底的2.7%左右。相比较而言，美元指数包含了利率与利差、经济增长预期、美元地位等因素，更为综合，因此我们的分析从美元指数开始。

1.有了分析框架，每个人都可以得出自己的结论。当前，美元指数的影响因素主要包括美欧利差、美欧经济预期差异、美元国际地位三重因素，作用的时间分别是短中长期。

(1) 美欧利差主要取决于通胀预期。2023Q3以来，由于美国经济韧性、通胀粘性，且原油价格持续上行，导致美联储预期引导更为鹰派，驱动了美元指数上行。但10月初巴以冲突再起之后中东局势极其复杂，原油价格短期回调但下一步走势充满不确定性。同时CME预期是2023年Q4至2024Q1的加息概率基本在“三七开”或“二八开”之间；2024年首次降息预期推迟至7月，但概率也都是“三七开”或“二八开”。“一九开”以下的概率分布实际是无效的，只能显示出市场对于美联储政策路径存在巨大分歧。

(2) 当前美国与欧元区经济增长预期的对比则以美国占优。美国制造业PMI开始趋近50%而欧元区仍在44%以下。从趋势来看下一阶段美国经济相对欧元区仍然相对占优。

(3) 长期而言，美元地位则取决于美国对全球经济的主导能力，一个简单有效的指标是美国GDP占全球GDP的比重，这形成了20年左右的美元周期，但目前还尚未下行。

基于以上框架，我们认为美元指数在2024Q2美联储确定降息之前呈现高位横盘状态，应该不会在短期内开启下行，但也难以再回到2022年的峰值114以上的高度。

2.美国10年期国债收益率从9月下旬开始加速上升，10月6日达到4.8%的历史高位。主要原因是在美国经济韧性、通胀粘性的预期之下，美联储加息预期“Higher for Longer”；同时美国国债市场供给相对增加（财政扩张引发国债发行量的上升）、需求相对减少（美联储持续缩表、外资持有者降低持有量）等。而从经济基本面来看，7、8月美国通胀率反弹，制造业PMI逐渐接近50%等，也支撑了美国国债收益率的上行。下一阶段可能出现的变化就是原油价格回落后的通胀预期，以及高利率状态下的经济增长预期。从新增就业、薪资增速相对稳定来推测，美国仍能保持消费支撑下的经济韧性、薪资支撑下的通胀粘性，这使得美国国债收益率与政策利率一样可能“Higher for Longer”。

3.中国10年期国债收益率从8月下旬2.55%的水平开始反弹上行，9月30日达到2.70%。触发因素是房地产政策调整，但主要驱动因素包括季末流动性紧张、政府债发行加速驱动社会融资增速反弹、CPI转正PPI明显收窄降幅，多项经济指标出现边际改善（但房地产相关数据仍在下行）等，同期国内商品价格冲高回落，股市缺乏上行动力。

总体而言，当前中国经济呈现出各路上升力量正在合力对冲房地产下行趋势的局面。按照普林格六阶段模型，如果出现复苏，资产价格将表现为债券涨（货币政策宽松）完股票涨（经济复苏）；股票涨完商品涨（需求全面修复），但由于当前商品价格影响海外的通胀预期，国内的企业盈利、货币政策效果、财政政策空间、库存周期斜率等，因此这一轮商品价格可能在资产价格中相对领先。正如9月25日中国人民银行货币政策委员会2023年第三季度例会强调的，要“促进物价低位回升，保持物价在合理水平”。

### 分析师

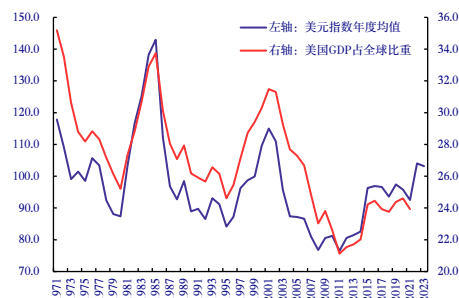
高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

图：美元指数的长期决定因素



### 风险提示：

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险

## 目 录

一、美元指数分析框架及其下一阶段走势.....	3
二、全球资产复盘：美债收益率显著上行.....	5
三、中国资产复盘：国债收益率显著上行.....	8
图表目录 .....	10

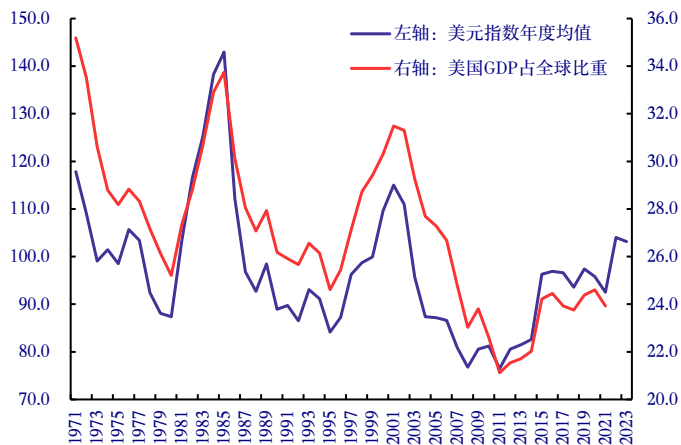
## 一、美元指数分析框架及其下一阶段走势

**当前, 美元指数的影响因素主要是美欧利差、美欧经济预期差异、美元的国际地位三重因素, 作用时间分别是短中长期。**

1. 长期而言, 美元指数存在 20 年左右的周期 (如图 1 所示, 以峰值为界分别是 1971 至 1984 年、1985 年至 2001 年、2002 年至今), 主要决定因素是美国经济与全球其他经济体的相对强弱, 一个简单有效的衡量指标是美国 GDP 占全球 GDP 的比重。其背后逻辑可能有两项: 一是美国 GDP 占全球比重可能反映了美国经济对全球经济的主导能力, 因而决定了美元的国际货币地位, 比重上升则美元的地位强化。二是当美国境外出现了一个高速增长的经济体, 国际资金就会流出美国寻找更高的收益率, 因而推动美元指数下行, 新兴经济体货币汇率上行, 同时加速新兴经济体经济增长率上行趋势。展望当前至 2024 年, 美国经济相对全球仍然具有相对优势, 高速增长的新兴经济体 (如 2001 年之后的中国) 也尚未出现, 美国 GDP 占全球比重这一关键指标尚未出现下行迹象。

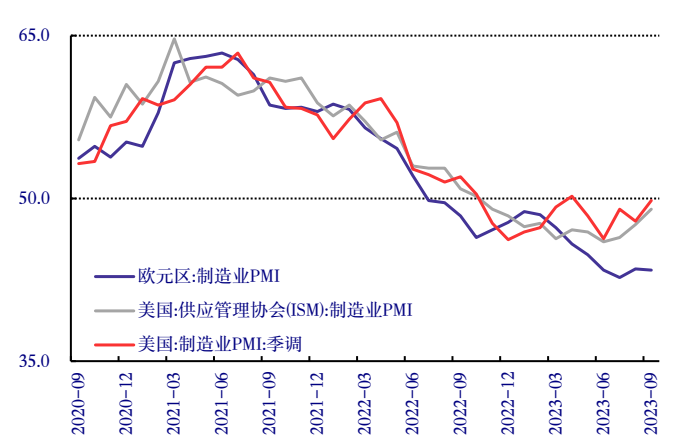
2. 中期而言, 当前美国与欧元区经济增长预期对比则以美国占优, 美国制造业 PMI 已经开始趋近 50% 而欧元区仍在 44% 以下。2022 年以来, 全球经济和贸易进入下行期, 主要原因是俄乌冲突引发能源短缺、通胀上行; 美联储、欧央行持续加息之后全球总需求收缩; 以及美国等推进行业性制裁等逆全球化措施等方面的影响。2023 年以来能源冲击趋于缓解, 通胀开始回落, 但美国经济恢复相比欧元区相对更快 (图 2), 这一因素指向美元指数趋于上行。

图 1. 美元指数呈现 20 年左右的长周期, 与美国 GDP 占全球比重高度正相关 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 2023 年美国制造业 PMI 呈现底部回升状态, 9 月接近 50%, 但欧元区仍在 44% 以下 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 短期而言, 美元指数取决于美欧利差, 这又取决于美国与欧元区的通胀预期与货币政策路径, 但当前不确定性较大。

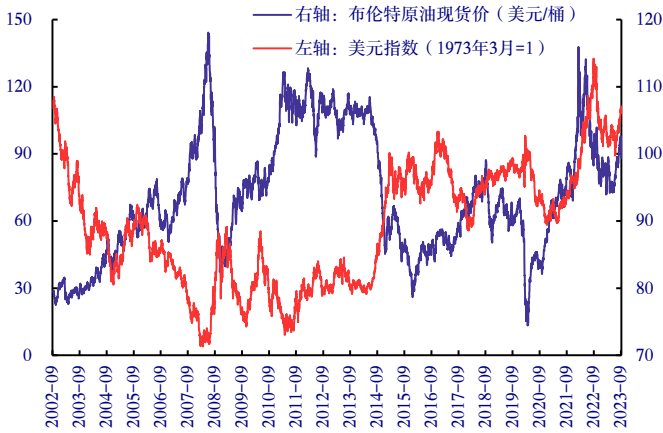
首先从美元指数和国际原油价格的关系来看 (图 3), 2021 年以来美元指数开始与原油价格同向运行, 与此前负相关性完全不同, 这反映的是“原油价格——美国通胀预期——美联储的政策——美元指数”的传导机制。10 月初原油价格回调, 原因主要是巴以冲突再次升级后, 沙特向美国白宫表达原油增产意愿, 以促成“美沙共同防御协议”。但巴以冲突再起之后中东局势极其复杂, 原油价格走势充满不确定性。

其次从通胀率的走势来看 (图 4 至图 6), 美国 CPI、PCE 价格指数都在 7 月、8 月出现反弹, 呈现粘性; 而欧元区 HICP 保持下行趋势。由于经济韧性、通胀粘性, 美联储预期引导更为鹰派, 这也是 2023Q3 美元指数反弹的主因, 并可能继续。

最后从 CME 联邦基金利率预期来看 (图 7), 市场预期 2023 年 Q4 至 2024Q1 的加息概率基本在“三七开”或“二八开”之间; 2024 年首次降息预期推迟至 7 月, 但概率也都是“三七开”或“二八开”。“一九开”以下的概率分布实际是无效的。

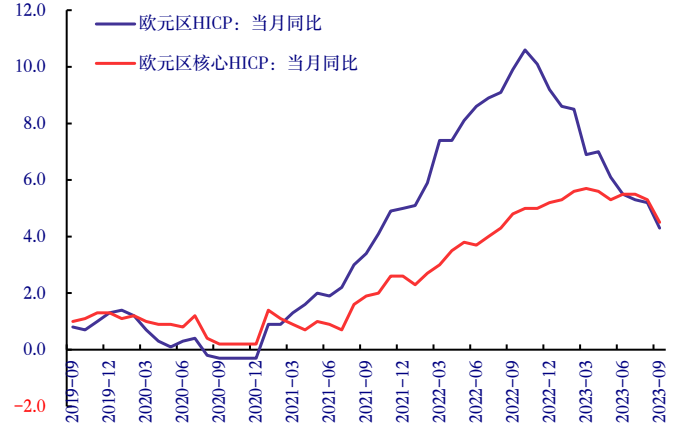
综上所述, 美元指数可能在 2024Q2 (这一时间点也存在不确定性) 美联储确定降息之前呈现高位横盘状态, 应该不会在短期内开启下行, 但也难以再回到 2022 年的峰值 114 以上的高度。

图 3. 布伦特原油价格与美元指数的关系在 2021 年出现变化



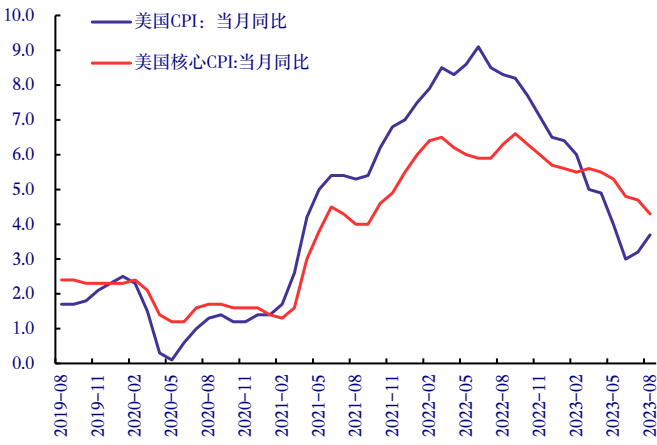
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 欧元区 HICP 保持下行趋势、核心 HICP9 月明显下行



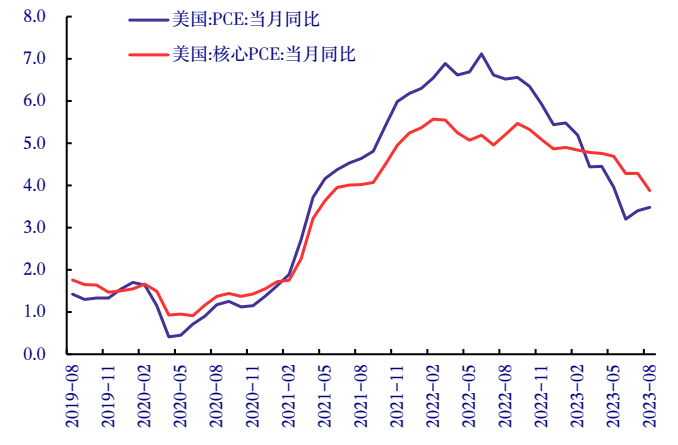
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 美国 CPI 在 7 月、8 月出现反弹



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 美国 PCE 也在 7 月、8 月出现反弹



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7. CME 联邦基金利率预期 (截至 10 月 6 日)

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	27.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	56.7%	35.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.2%	52.5%	29.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.3%	44.2%	20.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	34.8%	33.7%	12.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	25.6%	34.2%	22.4%	6.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	24.4%	29.0%	20.6%	8.5%	1.8%
2024/12/18	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	27.2%	23.8%	13.1%	4.3%	0.8%

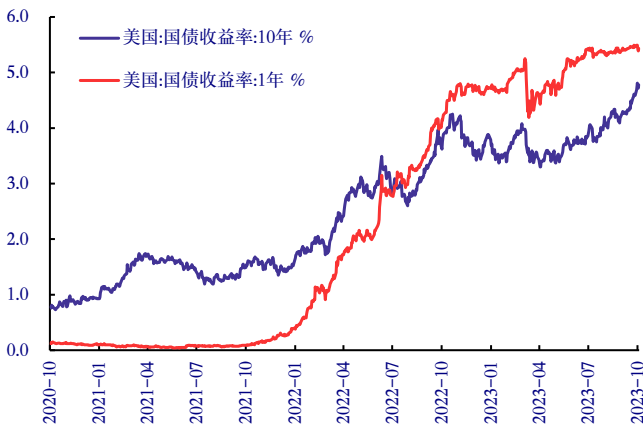
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、全球资产复盘：美债收益率显著上行

美国 1 年期国债收益率维持高位，10 年期国债收益率加速上行，金价回调。美国 1 年期国债收益率延续 7 月以来在 5.4% 以上高位横盘的局面，9 月末冲击 5.5% 但未能突破，10 月 6 日收于 5.43%。美国 10 年期国债收益率 9 月下旬开始加速上升，10 月 6 日达到 4.8% 的历史高位；10 月 6 日实际利率（10 年期 TIPS 收益率）也冲高至 2.47% 的历史高位，对应伦敦金价下降至 1820 美元/盎司以下。美国利率显著上行，主要反映了经济韧性、通胀粘性的预期下，美联储加息预期“Higher for Longer”，以及美国国债市场之中供给相对增加（财政扩张引发政府债务上升），需求相对减少（美联储缩表、外国投资者降低持有额）的影响。而从经济基本面来看，7、8 月美国通胀率反弹，制造业 PMI 逐渐接近 50% 等，也支撑了美国国债收益率的上行。下一阶段可能出现的变化就是原油价格回落后的通胀预期，以及高利率状态下的经济增长预期。

美元指数冲高至 107，但 9 月美国非农就业数据发布后回落至 106.1，同期 USDCNY 即期汇率坚守 7.35 以内。美元指数这次是从 7 月 13 日的低点 99.76 开始反弹趋势，8 月 1 日站上 102，9 月 1 日站上 104，9 月 26 日突破 106，10 月 2 日突破 107，但 10 月 6 日美国非农就业数据发布之后冲高回落，最终收于 106.1。主要原因是虽然 9 月非农就业数据好于预期，但薪资增速放缓至 4.15%（前值 4.29%），失业率维持 3.8%，同时兼职数上升但全职数下降，可能存在兼职工作增加所导致的重复统计，未来存在下修可能。在美元指数上行的情况下，USDCNY 即期汇率一直坚守在 7.35 以内，最低是 9 月 8 日的 7.34。如前所述，美元指数可能保持高位，尽管不会冲击 2022 年 114 的水平，但仍会对新兴经济体形成汇率压力。

图 8. 美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 9. 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 美元指数与 USDCNY 即期汇率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 11. 布伦特原油价格与 CRB 工业品指数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院



布伦特原油现货价 9 月 27 日冲高至 98 美元/桶以上，10 月 6 日已回落至 88.3 美元/桶，全球工业品也延续回调。本轮原油价格反弹始于 6 月，7 月、9 月涨幅都超过 10%，9 月 27 日达到 98 美元/桶的年内高位。此次原油价格反弹的原因包括：供给侧 OPEC+ 减产协议执行有力、美国原油库存明显下降等；需求侧美国经济“软着陆”概率上升，中国经济政策开始调整，全球原油需求预期恢复德国。但 8 月以来国际铜价、CRB 工业品指数、国内螺纹钢价格等都总体弱势，表明油价的上行应该主要是供给侧因素所致。

全球股市 8 月、9 月普遍回调，10 月第 1 周美股反弹，欧洲和亚太股市仍然延续回调。8 月、9 月全球股票指数都普遍回调，主要反映了在美国经济韧性、通胀粘性的预期之下，美联储加息预期“Higher for Longer”。A 股 8 月、9 月持续回调，既有全球因素，也反映了国内经济复苏不及预期；尽管人民银行调降 MLF 收益率与 LPR，但反而强化了人民币对美元贬值预期，加剧股市外资流出趋势。8 月下旬扩大内需、活跃资本市场、促进房地产、稳定汇率等政策陆续出台，使得 9 月降幅有所收窄，但市场仍在等待经济基本面进一步改善的数据，以及更进一步的政策措施。从 9 月 30 日发布的 9 月制造业 PMI 升至 50.2% 来看，预计 10 月中旬陆续发布的 9 月进出口、CPI 与 PPI、金融数据、经济数据等都会有所改善，但房地产销售能否改善可能是最主要下行力量能否缓解的主要指标，也是市场最重要的担忧之一。

图 12. 2023 年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅（截至 10 月 6 日；单位：%）

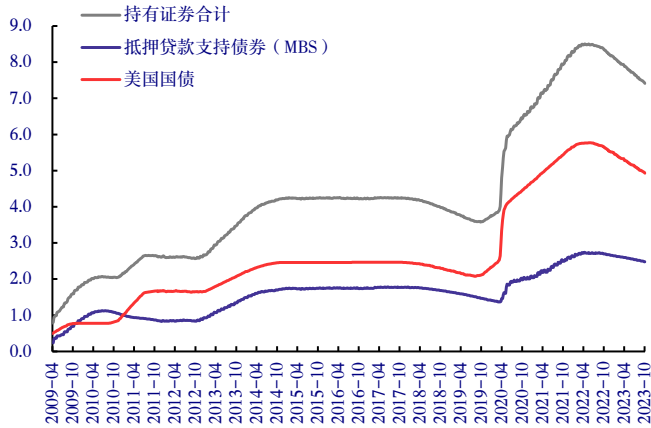
资产价格月度涨幅：%	2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023M5	2023M6	2023M7	2023M8	2023M9	2023M10	2023 年以来涨幅	
A 股 港股	万得全 A	7.4	-0.4	-0.1	-0.8	-3.3	1.1	3.4	-4.9	-1.7	-	-1.4
	上证综指	5.4	0.3	0.5	1.9	-3.6	-0.7	3.4	-4.8	-0.8	-	0.7
	沪深 300	7.4	-3.1	0.2	-0.2	-5.7	0.1	5.0	-5.7	-2.6	-	-4.7
	创业板指	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-5.6	-0.2	2.6	-5.3	-5.3	-	-14.6
	恒生指数	10.4	-10.3	2.3	-2.0	-8.3	1.7	6.0	-7.7	-3.6	-1.8	-11.6
亚太 股市	日经 225 指数	4.7	0.0	2.3	3.9	7.0	5.9	-0.2	-0.4	-1.5	-2.7	18.8
	韩国综合指数	8.4	-1.5	3.1	2.0	3.0	-0.7	3.2	-2.0	-3.8	-2.3	7.7
	富时新加坡指数	3.5	-3.4	-0.1	0.4	-3.4	0.6	5.4	-4.1	-0.1	-1.3	-2.4
美国 股市	万得中概股 100 指数	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-8.8	8.5	20.4	-7.2	-6.0	0.3	3.5
	道琼斯指数	2.8	-3.1	1.2	3.8	-3.5	4.1	4.2	-2.1	-4.0	-0.3	0.8
	标普 500	6.2	-1.2	3.2	2.9	0.2	5.8	4.4	-1.6	-5.0	0.5	12.2
	纳斯达克指数	10.7	0.5	6.6	1.8	5.8	5.9	5.6	-2.0	-5.7	1.6	28.3
欧洲 股市	英国富时指数	4.3	1.2	-3.8	3.3	-5.4	0.1	3.0	-3.3	1.8	-1.5	0.6
	法国 CAC40 指数	9.4	2.6	0.4	3.1	-5.2	2.6	2.5	-2.1	-3.1	-1.0	9.1
	德国 DAX 指数	8.7	1.6	1.6	2.6	-1.6	1.5	3.1	-3.2	-3.2	-1.0	9.4
大宗 商品	CRB 工业指数	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-5.3	2.5	8.9	0.5	1.2	-2.7	-0.3
	布伦特原油	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-8.3	1.1	15.7	2.2	11.3	-11.1	-3.0
	LME 铜	10.8	-2.5	2.2	-4.5	-5.6	2.4	8.1	-2.6	-2.3	-2.7	-3.9
	螺纹钢	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-6.0	6.8	3.4	-2.6	-0.1	-0.3	-9.7
	伦敦金	5.8	-5.0	8.4	0.5	-1.4	-2.0	3.0	-1.0	-4.8	-0.9	0.5
汇率	美元指数	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	2.5	-0.6	-1.5	1.9	2.9	-0.1	2.5
利率	中债国债总财富指数	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	-0.6	-	3.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于下一阶段的外部环境变化，我们提示重点关注以下三个方面：

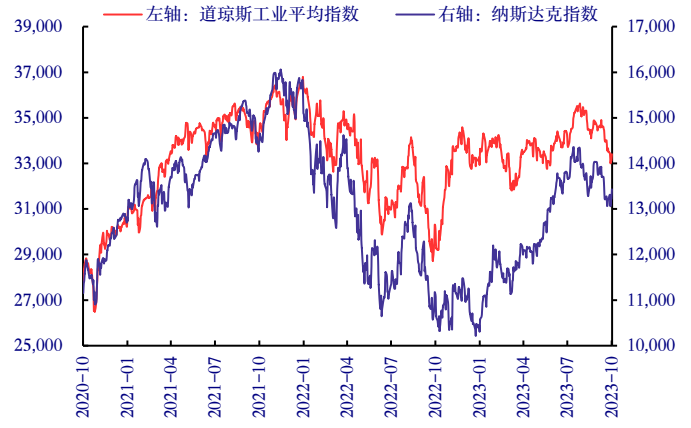
1. 市场对美联储未来政策路径的预期实际上充满分歧，“三七开”至“二八开”的概率实质上是无效预期。9 月 20 日美联储 FOMC 会议决定维持联邦基金利率在 5.25%-5.50% 不变，同时继续执行量化紧缩（QT）计划。尽管政策利率维持不变，但最新点阵图和经济预测（SEP）依然保持鹰派，经济增长和政策利率预期均出现上修，总体而言当前美联储政策路径仍然呈现出“紧缩周期延长，利率更高更久”的状态。截止 10 月 6 日 CME 联邦基金利率预期显示 2023 年 11 月 1 日与 12 月 13 日、2014 年 1 月 31 日、3 月 20 日、5 月 1 日加息概率基本在“三七开”或“二八开”之间；2024 年首次降息的预期推迟至 7 月且预计年内出现三次降息，但降息概率也都是“三七开”或“二八开”。“一九开”以下的概率分布实际上反映了市场对美联储未来政策路径的巨大分歧。这种不确定性，是 2023 年 8 月以来美股震荡回落的原因之一。

图 13. 美联储持有证券已从 2022Q4 的 8.4 万亿降至 7.4 万亿 (美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

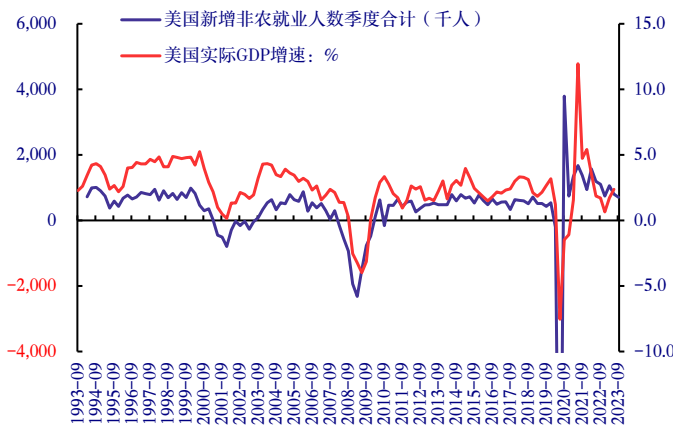
图 14. 美股纳指和道指 2023 年 8 月以来再次出现震荡回落 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

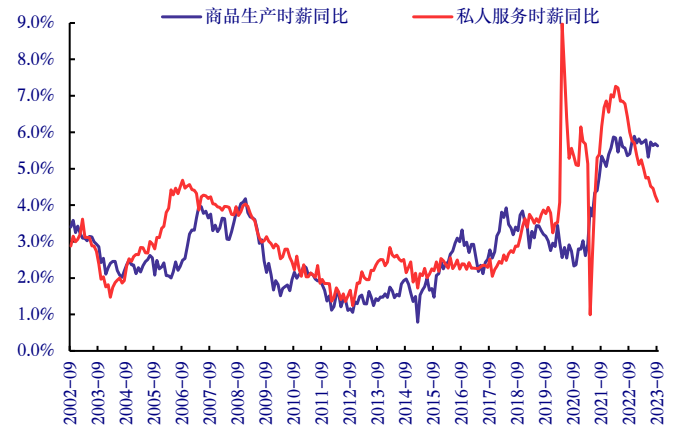
2.从就业数据来看,美国仍能保持消费支撑下的经济韧性、薪资支撑下的通胀粘性,这使得美国国债收益率与政策利率一样可能“Higher for Longer”。美国 9 月失业率维持 3.8%,劳动参与率维持 62.8%,薪资增速小幅回落(9 月同比增长 4.15%、8 月同比增长 4.29%),临时就业岗位较多的私人服务时薪增速已经趋于下降,但商品生产时薪仍然保持较高增速(图 16)。由于就业相对稳定、薪资增速也具有韧性,因此美国仍有能力保持消费支撑的经济韧性、薪资支撑的通胀粘性,这使得美国国债收益率与政策利率一样可能“Higher for Longer”。从季度综合来看,2023Q3 美国新增非农就业总量小幅低于二季度,预计 GDP 增速也将小幅下降,但仍将保持正增长(图 15)。

图 15. 2023Q3 美国新增非农就业总量小幅低于 Q2, 预计 GDP 增速也将小幅下降, 但仍将保持正增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

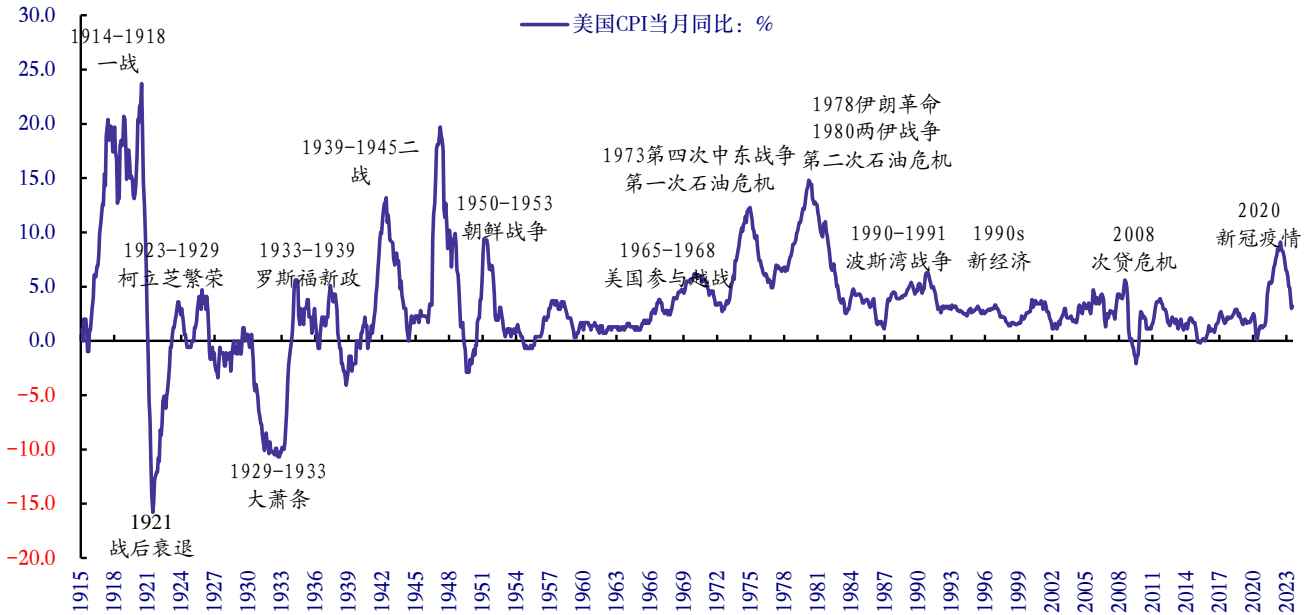
图 16. 临时就业岗位较多的私人服务时薪增速进一步下降 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3.美国通胀率进入粘性区间。美国 CPI 从 1 月的 6.4%降至 6 月的 3.0%,但 7 月、8 月分别反弹至 3.2%、3.7%;核心 CPI 从 1 月的 5.6%降至 8 月的 4.3%。7 月至 8 月美国 CPI 反弹主要是国际原油等大宗商品价格回升所致。10 月初巴以冲突再起,原油价格短期明显回调,原因主要是巴以冲突再次升级后,沙特向美国白宫表达原油增产意愿,以促成“美沙共同防御协议”。但未来中东局势和原油价格面临较大不确定性(图 17)。

图 17. 美国 CPI 背后的事件性冲击

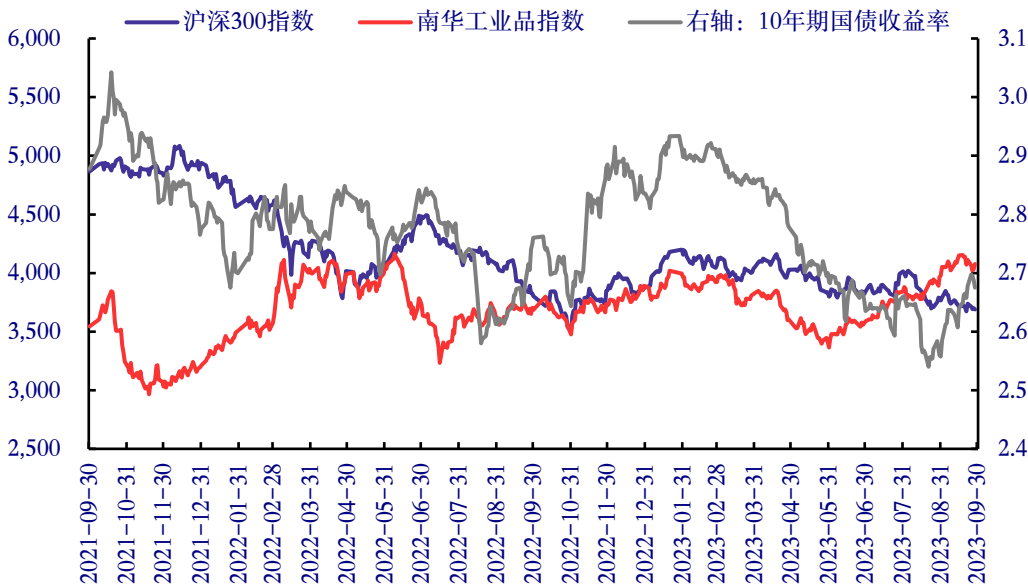


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、中国资产复盘：国债收益率显著上行

8 月底房地产政策调整触发国债收益率反弹，但同期商品冲高回落、股指仅有短期反弹总体缺乏上行动力。8 月中旬，由于经济和金融数据明显低于预期，人民银行继 6 月适应性降息之后，8 月实施了超预期的、非对称的降息，之后 10 年期国债收益率下行至 2.55%，人民币汇率也再次冲击到 7.3，股指受经济下行、外资流出等影响出现了加速下行，上证综指最低到达 3060。但 8 月下旬，房地产政策（认房不认贷、存量房贷利率下调）加速出台，随后 10 年期国债收益率反弹至 9 月底达到 2.7%，南华工业品指数冲高回落、股指短期反弹但仍缺乏上行动力。

图 18. 国内资产（沪深 300 指数、10 年期国债收益率、南华工业品指数）表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

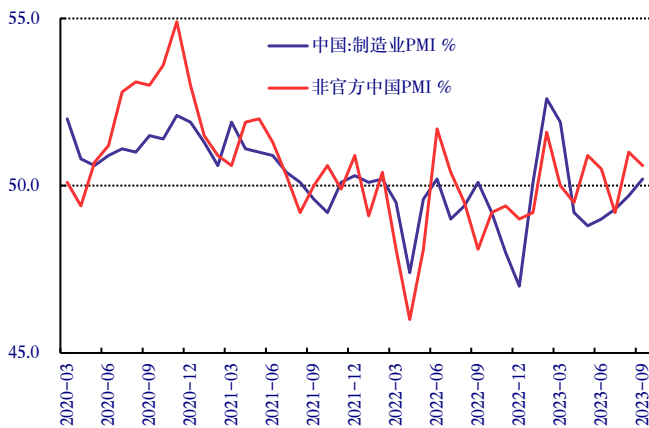


国债收益率反弹的原因，包括季末流动性紧张、政府债发行加速驱动社会融资增速反弹、价格指数与经济指标出现边际改善等因素。在9月发布的系列经济数据之中，制造业PMI已经回到50.2%、财新制造业PMI保持50%以上；出口与进口都明显收窄降幅；CPI同比回正PPI环比转正同比大幅收窄降幅；社会融资余额同比升至9.0%（前值8.9%）；制造业投资增速年内首次回升；工业增加值环比+0.5%，同比+4.5%（前值+3.7%）；服务业生产指数同比+6.8%（前值+5.7%）；调查失业率回落至5.2%；社会消费品零售额季调环比增长0.3%，同比增长4.6%（前值2.5%）。仅房地产销售、投资、价格、资金来源等相关数据仍在下行。

总体而言，当前中国经济呈现出各路上升力量正在合力对冲房地产下行趋势的局面。预计2023Q4至2023Q1主要支撑力量是财政政策节奏加快；2024Q2随着美联储政策拐点临近，同时美国经济实现软着陆，中国出口开始见底回升；同时随着通胀率回归正常、人民币汇率的外部压力下降，国内货币政策效果将进一步释放；2024年下半年，居民就业、消费与购房、民营企业投资等也将会陆续修复。总体来看，当前房地产投资的下行是集中、持续、大力度的，而上行力量的形成是分散、陆续、存在不确定性的。只有不断形成新的力量，并凝聚合力，才能最终实现宏观经济和工业企业利润平稳回升。

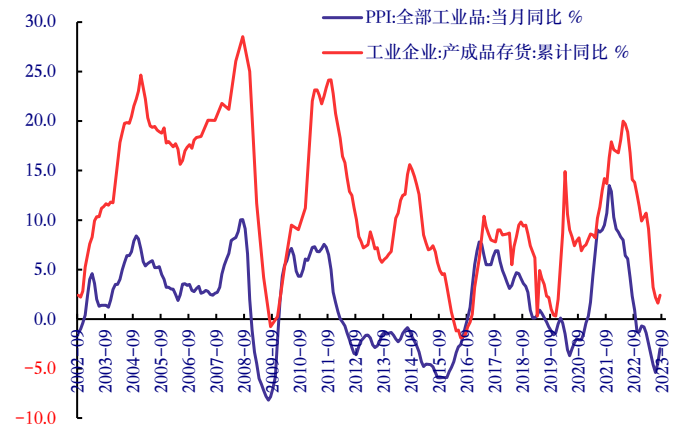
按照普林格的六阶段模型，在经济从衰退期到复苏期切换的过程中，资产价格应该是债券涨（货币政策宽松）完股票涨（经济复苏预期）；股票涨完商品涨（需求全面修复）。但这一轮商品价格可能领先于股票。原因在于，前期大宗商品已经经历了较长时间得被动去库存，当前库存水平已经达到极低水平，因此商品价格对短期的需求变化和 policy 变化反映更为敏感。而股票定价则过度考虑了房地产长期下行、人口长期下行、中美战略竞争持续等等更为长期的悲观因素，恢复更为滞后。而强调的是，当前通胀率恢复正常对于中国经济具有重要意义，这决定了货币政策能否摆脱负通胀的影响，同时会影响财政政策的空间（财政收入增加、债务压力缓解），以及企业盈利水平。因此9月25日中国人民银行货币政策委员会2023年第三季度例会强调要“促进物价低位回升，保持物价在合理水平”。

图 19. 9月30日发布的制造业PMI已经回到临界值以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20. 随着PPI开始回升, 工业品库存周期有望开启



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1. 美元指数呈现 20 年左右的长周期，与美国 GDP 占全球比重高度正相关（%） .....	3
图 2. 2023 年美国制造业 PMI 呈现底部回升状态，9 月接近 50%，但欧元区仍在 44% 以下（%） .....	3
图 3. 布伦特原油价格与美元指数的关系在 2021 年出现变化 .....	4
图 4. 欧元区 HICP 保持下行趋势、核心 HICP9 月明显下行 .....	4
图 5. 美国 CPI 在 7 月、8 月出现反弹 .....	4
图 6. 美国 PCE 也在 7 月、8 月出现反弹 .....	4
图 7. CME 联邦基金利率预期（截至 10 月 6 日） .....	4
图 8. 美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率 .....	5
图 9. 美国 10 年期通胀保值国债（TIPS）收益率与黄金价格 .....	5
图 10. 美元指数与 USDCNY 即期汇率 .....	5
图 11. 布伦特原油价格与 CRB 工业品指数 .....	5
图 12. 2023 年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅（截至 10 月 6 日；单位：%） .....	6
图 13. 美联储持有证券已从 2022Q4 的 8.4 万亿降至 7.4 万亿（美元） .....	7
图 14. 美股纳指和道指 2023 年 8 月以来再次出现震荡回落（点） .....	7
图 15. 2023Q3 美国新增非农就业总量小幅低于 Q2，预计 GDP 增速也将小幅下降，但仍将保持正增长 .....	7
图 16. 临时就业岗位较多的私人服务时薪增速进一步下降（%） .....	7
图 17. 美国 CPI 背后的事件性冲击 .....	8
图 18. 国内资产（沪深 300 指数、10 年期国债收益率、南华工业品指数）表现 .....	8
图 19. 9 月 30 日发布的制造业 PMI 已经回到临界值以上 .....	9
图 20. 随着 PPI 开始回升，工业品库存周期有望开启 .....	9

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015 至 2017 年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018 至 2022 年招商证券宏观分析师；2022 年 11 月加入中国银河证券。**

### 评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn