

## 10月全球经济观察——

### 他山之石：2018年第四季度美股调整回顾

#### 投资要点：

- 在本轮加息的后半场，10月末，标普500指数收于4193.8点，较今年7月底达到的最高点4589.0下跌了8.61%，并且10月内日跌幅超过1%的次数为5次。10月纳斯达克指数下跌了2.78%，连续三个月下跌。我们将本次美股调整与2018年第四季度美股震荡回调时期的各项经济指标进行对比，认为目前的调整与当时较为类似，一方面在经济基本面类似，均为经济状况较好，就业市场强劲，通胀较高；另一方面是回调的原因颇为相似，例如彼时的国债收益率同样较高，市场对美联储有加息超预期的担忧等。
- 10月全球主要大类资产多为下跌。10月全球主要权益市场全线下跌；10月全球长端利率多为走强；10月美元较人民币升值，美元指数上涨；10月大宗商品涨跌不一。
- 美国的就业市场仍然强劲，但总体正在趋于平衡。9月新增非农就业人数为33.6万人，高于市场预期的17万人，前值由新增18.7万人上修至22.7万人。但同时，美国9月失业率为3.8%，与前值持平，略高于预期的3.7%。
- 欧洲制造业经济略有回落，通胀压力继续缓解，能说明通胀未来走势的核心CPI同比进一步下行。
- 日本制造业PMI仍处于荣枯线以下。10月日本制造业PMI为48.7，略高于前值48.5，仍处于荣枯线以下。10月服务业PMI为51.1，前值53.8，连续两个月下跌。
- 10月美债十年期隐含通胀预期上升至2.42%。而10年期中美利差倒挂幅度为2.1863BP。
- 10月美联储官员依旧认为当前通胀过高，欧洲央行管委表示将致力于防止通胀回升。
- 风险提示：美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。

#### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌  
执业证书编号：S0210522050001  
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

研究助理 章孟菲  
邮箱：zmf30020@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 《核心通胀粘性较强，存在上行风险——美国9月CPI点评》  
2023-10-13
- 《美国就业市场正在趋于平衡——美国9月非农就业数据点评》  
2023-10-9

正文目录

1	本月聚焦：2018 年第四季度美股调整回顾.....	3
2	资产价格：10 月全球大类资产表现数据跟踪.....	4
3	全球经济：10 月全球经济基本面概述.....	7
3.1	美国就业市场正在趋于平衡.....	7
3.2	欧洲制造业经济略有回落，核心通胀进一步下行.....	9
3.3	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下.....	10
4	流动性：10 月全球流动性和政策追踪.....	10
4.1	10 年期美债隐含通胀预期下降，中美利差倒挂幅度加深.....	10
4.2	10 月各国央行货币政策动向跟踪.....	11
5	风险提示.....	12

图表目录

图表 1：美国劳动力短缺率.....	4
图表 2：10 月全球主要大类资产涨跌幅.....	5
图表 3：10 月全球主要权益市场普遍下跌.....	6
图表 4：10 月全球长端利率多为走强.....	6
图表 5：10 月人民币较美元升值，美元指数下跌.....	7
图表 6：10 月大宗商品涨跌不一.....	7
图表 7：9 月新增非农数据高于市场预期.....	8
图表 8：美国 10 月 CPI 各分项变动.....	9
图表 9：欧洲制造业经济略有回落，核心通胀进一步下行（%）.....	9
图表 10：欧洲通胀压力继续缓解（%）.....	10
图表 11：日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下（%）.....	10
图表 12：10 年期美债隐含通胀预期有所上升（%）.....	11
图表 13：各国央行货币政策动向跟踪.....	12

## 1 本月聚焦：2018 年第四季度美股调整回顾

在本轮加息的后半场，10月末，标普500指数收于4193.8点，较今年7月底达到的最高点4589.0下跌了8.61%，并且10月内日跌幅超过1%的次数为5次。10月纳斯达克指数下跌了2.78%，连续三个月下跌。我们将本次美股调整与2018年第四季度美股震荡回调时期的各项经济指标进行对比，认为目前的调整与当时较为类似，一方面是经济基本面类似，均为经济状况较好，就业市场强劲，通胀较高；另一方面是回调的原因颇为相似，例如彼时的国债收益率同样较高，市场对美联储有加息超预期的担忧等。

2018年9月美联储宣布再次加息25个基点，这是美联储年内第三次加息，也是2015年12月开启的紧缩周期以来第8次加息，在新闻发布会上，鲍威尔表示“美国经济强劲，失业率偏低，劳动参与人数增加，薪资上涨。”就业市场数据显示美国劳动力市场十分强劲，8月新增非农25万人，失业率仅为3.8%，为20年来最低水平。同时鲍威尔认为油价对通胀的影响是暂时性的，货币政策仍然宽松，利率仍然低于官员们对中性利率水平的预估，**但通胀若意外上行或导致美联储加快行动速度。**

进入十月，鲍威尔继续放鹰，表示渐进式加息将保证通胀水平维持温和。利率仍然偏宽松，距离中性利率水平还有很长一段距离。10月5日，美国劳工局公布的9月不及预期的失业率支撑了美联储将在12月加息的预期。同日10年期国债收益率创下2011年以来高位置。10月10日，美股暴跌，标普500指数下跌3.3%，道指下跌3.1%，纳指下跌4.1%，创2月以来最大跌幅，科技股遭重挫，苹果、谷歌、Facebook均跌逾4%。特朗普指责美联储，重申货币政策过紧。美联储的鹰派叠加非农数据向好，给美债收益率的持续攀升提供一定支撑，此外，中美贸易摩擦等其他因素影响了外界对上市业务的预期，影响了股市表现。

11月，美联储发布议息会议声明，指出由于经济、工作增长和劳动力市场表现强劲，委员们一致同意此次维持利率在2%-2.25%不变的决定，符合市场预期。11月28日，鲍威尔表示加息的影响不确定，可能需要一年以上的观察。从历史标准来看，目前的利率水平仍然很低，并且它们仍然维持在稍低于对于经济而言中性的宽泛预测范围。与此前的“离中性利率还有很长一段距离”形成对比，鲍威尔的此次发言被市场解读为鸽派，道指收涨约620点，录得8个月以来最大单日涨幅。纳指收涨近3%。科技股大涨，苹果涨近4%，亚马逊、奈飞涨超6%。

12月4日，纽约联储主席威廉姆斯表示美国经济表现强劲，劳动力市场健康，认为

继续渐进式加息是合适的。12月6日，芝商所 Fed Watch 工具显示美联储12月加息25BP的概率为78.4%。12日，美国劳工局公布11月通胀数据，未季调CPI同比上升2.2%，符合市场预期，前值2.5%，数据公布后市场反应较小，此时市场已经普遍认为年内最后一次议息会议将会宣布再次加息。19日美联储如期加息25BP，年内4次第四次加息落地。

纵观2018年第四季度，美国经济强劲，就业市场具有韧性，劳动力自1970年以来首次出现短缺，并且短缺率持续大于0直到疫情前。在通胀尚未反复，油价持续下跌，而股市的持续调整中，美联储在12月完成了2018年第四次加息，并维持2.25%-2.5%的利率水平直至次年7月开启降息周期，在2019年完成了3次降息。

**图表 1：美国劳动力短缺率**



来源：Wind，华福证券研究所

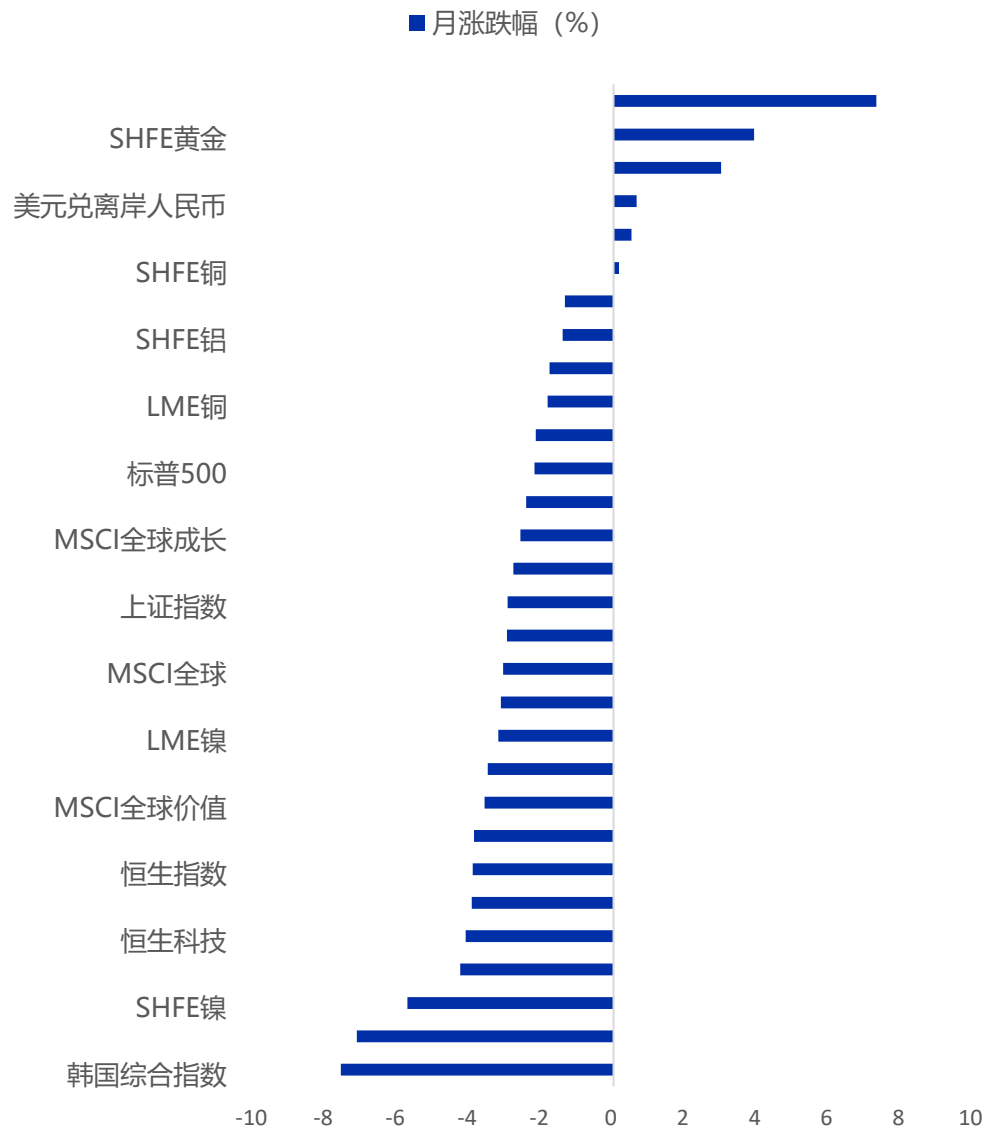
我们认为当前美股的调整与2018年第四季度颇为类似，从经济背景来看，此前美国ISM协会公布的9月制造业PMI指数显示美国经济依然具有韧性。9月制造业PMI为49，高于预期值47.8和前值47.6。目前劳动力市场正在趋于平衡，9月失业率为3.8%，维持在较低水平。十年期国债收益率接近5%，地缘政治冲突等因素推动了油价的上升，通胀存在反复的风险，美股或将继续调整。

## 2 资产价格：10月全球大类资产表现数据跟踪

10月全球主要大类资产多数下跌。伦敦金现(+7.31%)涨幅最大，SHFE黄金(+3.91%)，伦敦银现(+2.99%)，美元兑离岸人民币(+0.64%)，美元指数(+0.50%)涨幅居前。韩国综合指数(-7.59%)跌幅最大，ICE布油(-7.14%)，SHFE镍(-5.73%)，LME铝(-

4.26%) 跌幅居前。

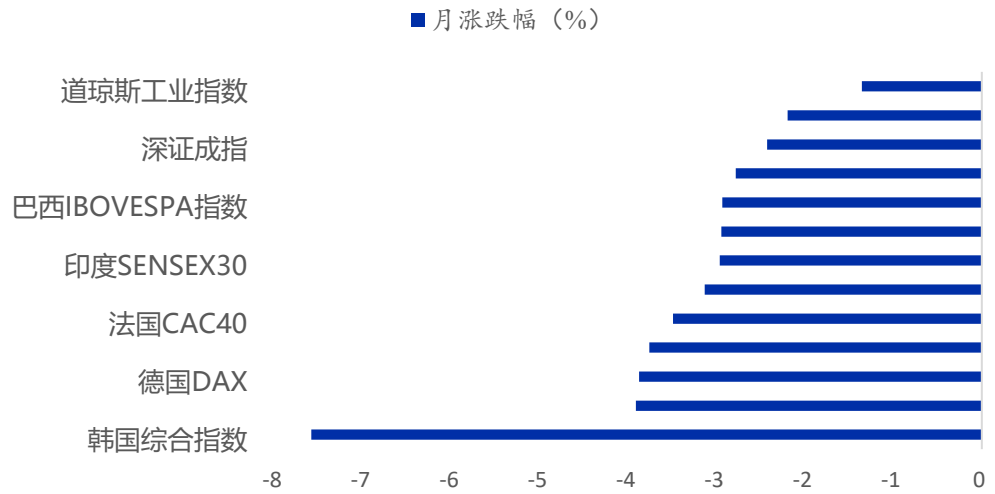
图表 2：10 月全球主要大类资产涨跌幅



来源：Wind，华福证券研究所

10 月全球主要权益市场全线下跌。其中，道琼斯工业指数 (-1.36%) 跌幅最大，标普 500 (-2.20%)，深证成指 (-2.43%)，纳斯达克指数 (-2.78%)，巴西 IBOVESPA 指数 (-2.94%) 跌幅居前。

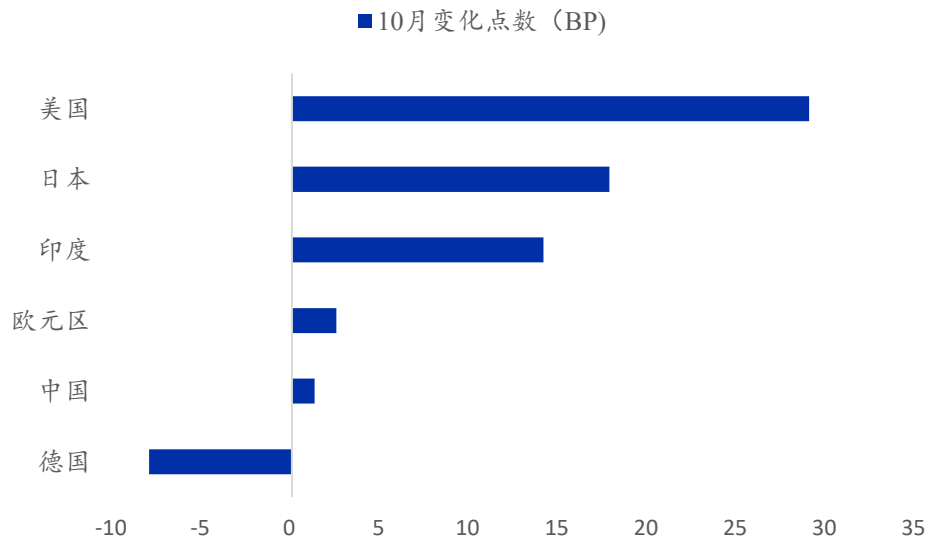
图表 3：10 月全球主要权益市场普遍下跌



来源：Wind，华福证券研究所

**10 月全球长端利率多为走强。**10 年期国债收益率中，美国从 4.59% 上涨 29BP 至 4.88%，日本从 0.774% 上涨 17.8BP 至 0.952%，印度从 7.21% 上涨 14.1BP 至 7.35%，欧元区从 2.8763% 上涨 2.4944BP 至 2.9012%，中国从 2.7006% 上涨 1.28BP 至 2.6937%，德国从 2.86% 下跌 8BP 至 2.78%。

图表 4：10 月全球长端利率多为走强

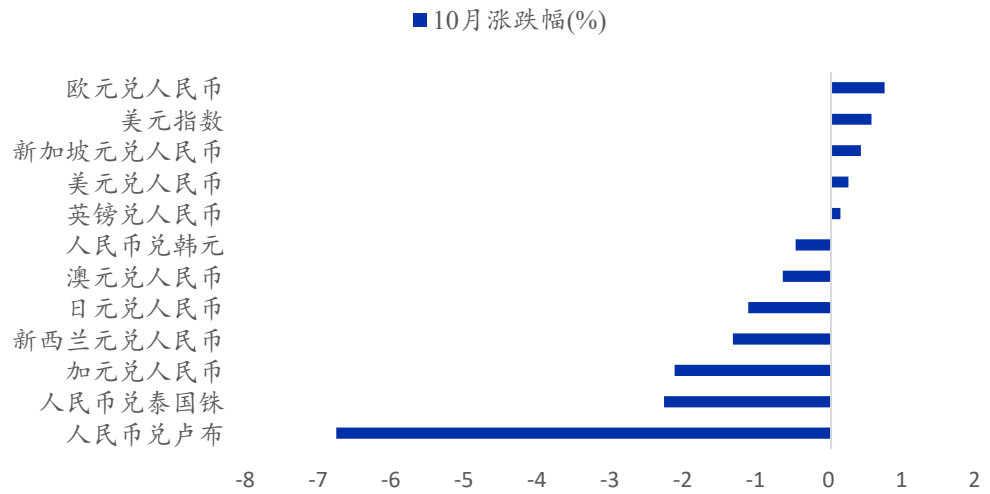


来源：Wind，华福证券研究所

**10 月美元较人民币升值，美元指数上涨。**欧元 (+0.73%)，新加坡元 (+0.41%)，美元 (+0.24%)，英镑 (+0.13%) 相较人民币升值；加元 (-2.15%)，新西兰元 (-1.35%)，日元 (-1.14%)，澳元 (-0.66%) 相较人民币贬值。此外，美元指数上涨 0.55%，人民币兑

韩元下跌 0.49%，人民币兑泰铢下跌 2.29%，人民币兑卢布下跌-6.79%。

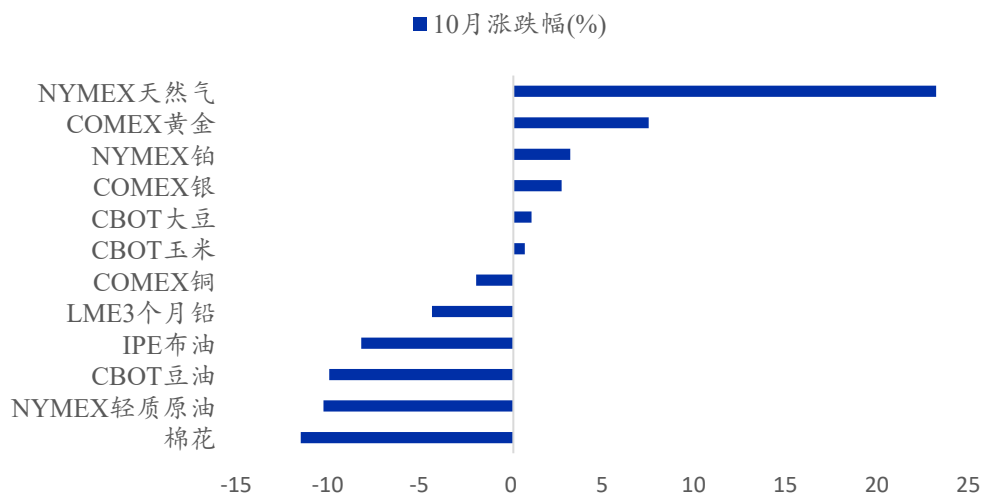
**图表 5：10 月人民币较美元升值，美元指数下跌**



来源：Wind，华福证券研究所

**10 月大宗商品涨跌不一。**NYMEX 天然气 (+23.11%) 涨幅最大，COMEX 黄金 (+7.40%)，NYMEX 铂 (+3.11%)，COMEX 银 (+2.64%)，CBOT 大豆 (+1.00%)，CBOT 玉米 (+0.63%) 涨幅居前。棉花 (-11.62%) 跌幅最大，NYMEX 轻质原油 (-10.38%)，CBOT 豆油 (-10.05%)，IPE 布油 (-8.31%) 有所下跌。

**图表 6：10 月大宗商品涨跌不一**



来源：Wind，华福证券研究所

### 3 全球经济：10 月全球经济基本面概述

#### 3.1 美国就业市场正在趋于平衡

9 月的就业数据显示美国的就业市场仍然强劲，但总体正在趋于平衡。美国劳工统计

局（BLS）公布的9月新增非农就业人数为33.6万人，高于市场预期的17万人，前值由新增18.7万人上修至22.7万人。但同时，美国9月失业率为3.8%，与前值持平，略高于预期的3.7%。具体详见《美国就业市场正在趋于平衡——美国9月非农就业数据点评》。

**图表 7：9月新增非农数据高于市场预期**

	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01
新增非农就业人数合计	33.6	22.7	15.7	10.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2
私人部门	26.3	17.7	15.5	8.6	25.5	17.9	15.7	19.3	35.3
商品生产	2.9	4.7	1.4	3.2	2.4	2.5	-1.9	1.8	4.1
制造业	1.7	1.1	-0.4	0.4	-0.4	0.9	-1.2	0.3	1.1
建筑业	1.1	3.6	1.6	2.9	2.5	1.1	-0.9	1.4	2.6
采矿业	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.5	0.2	0.1	0.4
服务生产	23.4	13.0	14.1	5.4	23.1	15.4	17.6	17.5	31.2
金融活动	0.3	0.2	1.7	0.2	1.3	2.7	-0.5	0.0	-0.1
运输仓储业	0.9	-1.9	-1.0	-1.9	1.9	-1.5	1.6	-1.8	3.2
休闲和酒店业	9.6	4.4	3.2	2.6	2.8	1.1	4.6	5.7	9.9
专业和商业服务	2.1	1.1	-2.0	-0.1	4.5	4.8	4.5	2.1	4.4
零售业	2.0	0.0	1.3	-2.3	2.1	-0.2	-1.9	4.8	2.2
信息业	-0.5	-2.1	-1.5	-1.0	-0.4	0.3	0.3	-0.8	-2.3
批发业	1.2	0.0	1.8	-0.7	0.8	-0.2	0.4	0.7	0.9
公用事业	0.5	0.2	-0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	-0.1	-0.2
教育和保健服务	7.0	9.7	10.2	7.9	8.8	7.7	7.0	6.4	11.1
其他服务业	0.4	1.4	0.7	0.6	1.3	0.5	1.4	0.5	2.1

来源：Wind，华福证券研究所

美国劳工部公布的数据显示美国9月通胀核心通胀粘性较强，存在上行风险。9月通胀同比升3.7%，与前值持平，高于市场预期的3.6%。季调后CPI环比升0.4%，预期升0.3%，前值升0.6%。核心CPI同比与预期一致，上升4.1%，前值升4.3%；环比升0.3%，与预期和前值一致。

从环比分项数据来看，在各分项与对应的权重相乘后，住宅项（+0.6%）贡献了87%的环比涨幅。此外，能源项（+0.1%）、交通运输服务（+0.04%）也是CPI环比上升的主要贡献项。

权重最高的住宅分项环比上升0.6%，前值0.3%。其中，业主等价租金和主要住所租金环比分别上升0.6%和0.5%。9月住宅分项环比增速结束了8个月以来的下降趋势，在我们此前发布的对美国7月和8月CPI的点评报告中就提到，反映美国房地产景气度的NAHB住房市场指数的上升趋势之前还未反映到CPI住房租金项中，因此住宅项环比增速存在上行的可能，9月住房项环比增速的反弹也印证了这一点。此前NAHB住房市场指数自2022年12月以来连续7个月上升，从历史经验来看，该上升趋势将会继续反映到CPI住房租金项中，因此住宅项环比增速未来存在继续上行的可能，由于住宅占CPI权重较高，住宅项的持续升温也将较大程度影响CPI的未来走势。具体详见《核心通胀粘性较强，存在上行风险——美国9月CPI点评》。



**图表 8：美国 10 月 CPI 各分项变动**

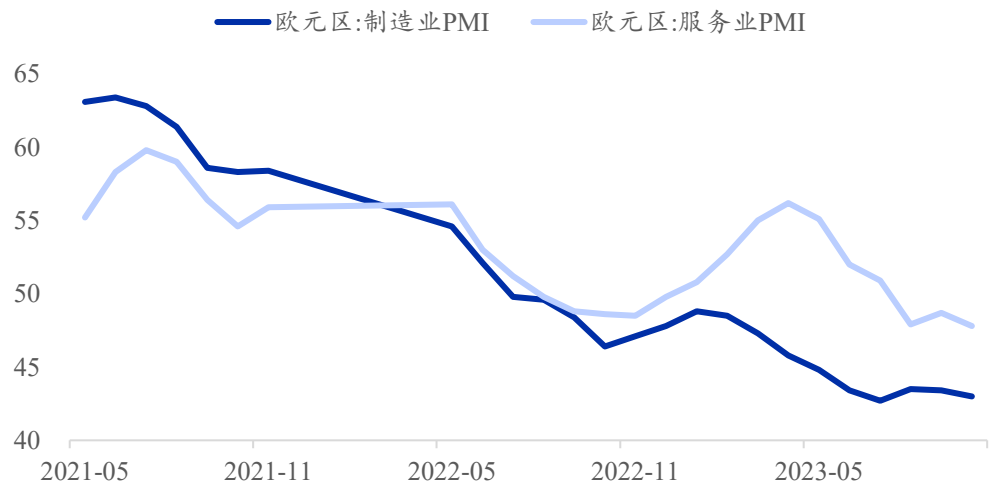
	同比（非季调，%）					环比（季调，%）				
	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5
CPI	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	0.4	0.6	0.2	0.2	0.1
食品	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
能源	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-11.7	1.5	5.6	0.1	0.6	5.6
核心CPI	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4
核心商品	0.0	0.2	0.8	1.3	2.0	0.4	0.1	0.3	-0.1	0.6
新车和二手车	-1.8	-1.0	-0.5	0.0	1.4	0.8	0.2	0.5	-0.1	1.2
医疗护理商品	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4	0.3	0.6	0.5	0.2	0.6
服装	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5	0.8	0.2	0.0	0.3	0.3
核心服务	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4
住宅	5.6	5.7	6.2	6.3	6.8	0.6	0.3	0.4	0.3	0.2
医疗护理服务	-2.6	-2.1	-1.1	-0.8	-0.1	0.3	0.1	0.4	0.0	0.1
交通运输服务	9.1	10.5	9.0	8.2	10.2	0.7	2.0	0.3	0.1	0.8

来源：Wind，华福证券研究所

### 3.2 欧洲制造业经济略有回落，核心通胀进一步下行

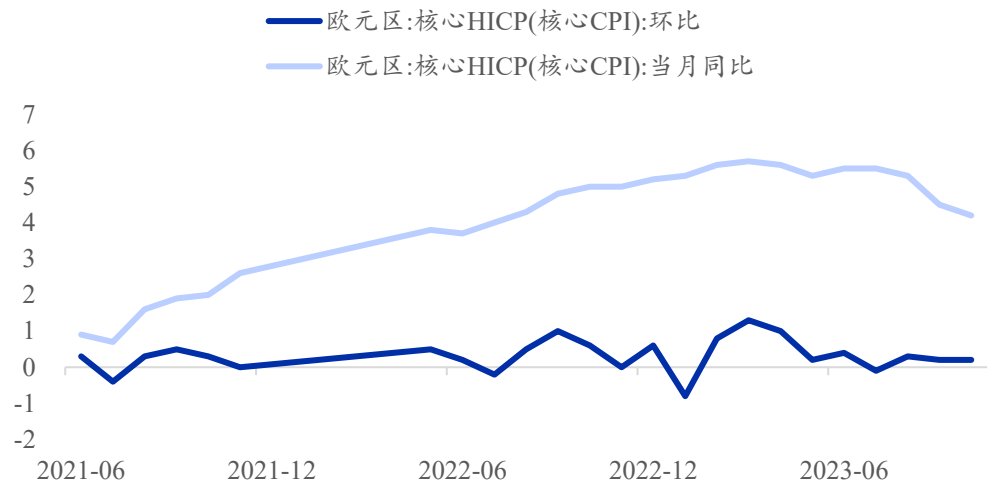
欧洲制造业经济略有回落。10月欧元区制造业PMI值为43.0，低于前值43.4，服务业PMI为47.8，连续三个月处于荣枯线以下。

欧洲通胀压力继续缓解，能说明通胀未来走势的核心CPI同比进一步下行。10月欧元区核心CPI同比上升4.2%，略低于前值4.5%，环比上升0.2%，与前值持平。欧洲央行行长拉加德周三表示，遏制消费价格上涨的斗争尚未结束，但她有信心通胀可以回到2%。拉加德指出，央行官员们必须“非常认真地”监控风险，包括中东冲突可能导致的油价上涨。

**图表 9：欧洲制造业经济略有回落，核心通胀进一步下行（%）**


来源：Wind，华福证券研究所

图表 10: 欧洲通胀压力继续缓解 (%)

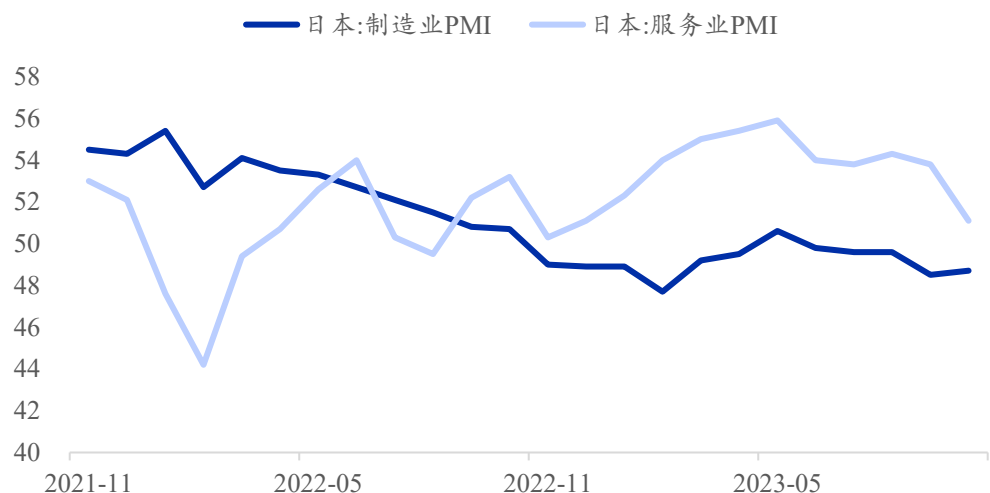


来源: Wind, 华福证券研究所

### 3.3 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下

10 月日本制造业 PMI 为 48.7, 略高于前值 48.5, 仍处于荣枯线以下。10 月服务业 PMI 为 51.1, 前值 53.8, 连续两个月下跌。日本央行行长植田和男表示, 日本经济可能会继续保持温和复苏, 将继续实施宽松政策以实现 2% 的通胀目标。

图表 11: 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)



来源: Wind, 华福证券研究所

## 4 流动性: 10 月全球流动性和政策追踪

### 4.1 10 年期美债隐含通胀预期下降, 中美利差倒挂幅度加深

10 月美债十年期隐含通胀预期上升至 2.42%。而 10 年期中美利差倒挂幅度为

2.1863BP。

图表 12：10 年期美债隐含通胀预期有所上升（%）



来源：Wind，华福证券研究所

#### 4.2 10 月各国央行货币政策动向跟踪

总体来看，10 月美联储官员依旧认为当前通胀过高，欧洲央行管委表示将致力于防止通胀回升。

**图表 13：各国央行货币政策动向跟踪**

国家	发言人	主要货币政策观点
美国	<b>鲍威尔</b> 美联储主席	往前看，收益率的上升可能意味着加息的必要性降低，美联储得让收益率的上升发挥作用并加以观察，收益率上升似乎与市场对美联储进一步加息的预期无关。通胀下行路径可能会是“颠簸不平的”，需要时间，坚决致力于实现2%的通胀目标，通胀仍然过高。
	<b>鲍曼</b> 理事会成员	商品支出的强劲表现令人惊讶，美联储高度关注让通胀回落至2%，通胀已经下降，但仍然过高。
	<b>沃勒</b> 理事会成员	如果通胀保持高位且需求方面“没有信号”表明将通胀下降，那将需要采取更紧缩的货币政策。
	<b>威廉姆斯</b> 纽约联储主席	仍需努力将通胀恢复到目标水平，尚未可以宣布战胜通胀，但已经看到了进展。需要在一段时间内保持紧缩利率；在某个时候降息将是合理的，美联储官员的预测显示明年利率将下降。
	<b>哈克</b> 费城联储主席	如有需要，将毫不犹豫支持更多加息。当前美联储已经到了可以持稳利率水平的节点。肯定不会容忍通胀再度加速。
欧洲	<b>拉加德</b> 欧洲央行行长	遏制消费价格上涨的斗争尚未结束，但有信心通胀可以回到2%。央行官员们必须“非常认真地”监控风险，包括中东冲突可能导致的油价上涨。
	<b>金多斯</b> 欧洲央行副行长	欧洲央行预计通胀在未来几个月将继续放缓。
	<b>斯图纳拉斯</b> 欧洲央行管委	如果通胀在2024年中期持续下降并稳定低于3%的门槛，将考虑降息。
韩国	<b>李昌镛</b> 韩国央行行长	政策处于限制性水平，利率远高于中性利率水平。
日本	<b>植田和男</b> 日本央行行长	不认为收益率会大幅涨至1%上方，有可能在低于1%时紧急购债，汇率影响通胀预期时或将影响政策。

来源：金十数据，财联社，华福证券研究所整理

## 5 风险提示

美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn