

11月全球经济观察——

如何看待近期人民币汇率走强

投资要点:

- 11月以来，人民币汇率不断升值，美元指数持续走弱。美元兑人民币由10月末的7.3176下跌至7.1310，下跌幅度达2.55%，11月美元指数下跌3.01%，从海外因素来看，11月人民币汇率大幅度走强主要是“美联储加息或已结束，美元指数大幅走弱”所致。一方面，美国10月就业和通胀数据双双降温，此外，近期油价大幅下跌，有望进一步缓解通胀压力。另一方面，美国近期经济数据较为疲软，11月初公布的这些经济和通胀数据进一步弱化了市场对于货币政策的紧缩预期，推动了美元指数的持续下行，促使人民币汇率不断升值。我们认为在本次加息周期的尾声阶段，美元指数持续走弱的背景下，中美利差倒挂程度有望继续收窄，同时中美元首会晤有利于中美关系阶段性缓和，减轻地缘政治因素对人民币汇率的扰动，人民币外部压力得到一定释放，人民币汇率后续有望趋稳回升。
- 11月全球主要大类资产涨跌互现。11月全球主要权益市场几乎全线上涨；11月全球长端利率多为走弱；11月美元较人民币贬值，美元指数下跌；11月大宗商品涨跌不一。
- 10月的就业数据显示美国的就业市场降温明显。美国劳工统计局（BLS）公布的10月新增非农就业人数为15万人，低于市场预期的18万人，前值由新增33.6万人下修至29.7万人。同时，美国10月失业率为3.9%，高于前值和预期的3.8%。
- 欧洲制造业经济略有回升，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。11月日本制造业PMI为48.3，略低于前值48.7，仍处于荣枯线以下。10月服务业PMI为51.7，前值51.6，连续三个月下跌。
- 10月美债十年期隐含通胀预期下降至2.23%。而10年期中美利差倒挂幅度为1.6995 BP。
- 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

正文目录

1	本月聚焦：如何看待近期人民币汇率走强	3
2	资产价格：11月全球大类资产表现数据跟踪	5
3	全球经济：11月全球经济基本面概述	8
3.1	美国就业市场正在趋于平衡	8
3.2	欧洲制造业经济略有回落，核心通胀进一步下行	10
3.3	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下	11
4	流动性：11月全球流动性和政策追踪	11
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	11
4.2	11月各国央行货币政策动向跟踪	错误!未定义书签。
5	风险提示	13

图表目录

图表 1:	11月人民币汇率不断走强	3
图表 2:	10月 ISM 制造业 PMI 不及预期	4
图表 3:	中美利差倒挂程度有所收窄 (%)	4
图表 4:	北向资金净流出状况有所缓解	5
图表 5:	11月全球主要大类资产涨跌幅	6
图表 6:	11月全球主要权益市场普遍上涨	7
图表 7:	11月全球长端利率多为走弱	7
图表 8:	11月人民币较美元升值，美元指数下跌	8
图表 9:	11月大宗商品涨跌不一	8
图表 10:	11月新增非农数据高于市场预期	9
图表 11:	美国 10月 CPI 各分项变动	10
图表 12:	欧洲制造业经济略有回升 (%)	10
图表 13:	欧洲通胀压力继续缓解 (%)	11
图表 14:	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)	11
图表 15:	10年期美债隐含通胀预期有所上升 (%)	12
图表 16:	各国央行货币政策动向跟踪	13

1 本月聚焦：如何看待近期人民币汇率走强

11 月以来，人民币汇率不断升值，美元指数持续走弱。美元兑人民币由 10 月末的 7.3176 下跌至 7.1310，下跌幅度达 2.55%，11 月美元指数下跌 3.01%，从海外因素来看，11 月人民币汇率大幅度走强主要是“美联储加息或已结束，美元指数大幅走弱”所致。

图表 1：11 月人民币汇率不断走强



来源：Wind，华福证券研究所

一方面，美国 10 月就业和通胀数据双双降温，10 月新增非农就业人数为 15 万人，低于市场预期的 18 万人，前值由新增 33.6 万人下修至 29.7 万人。10 月 CPI 同比升 3.2%，低于预期 3.3% 和前值 3.7%。季调后 CPI 环比升 0%，预期升 0.1%，前值升 0.4%。此外，近期油价大幅下跌，有望进一步缓解通胀压力。

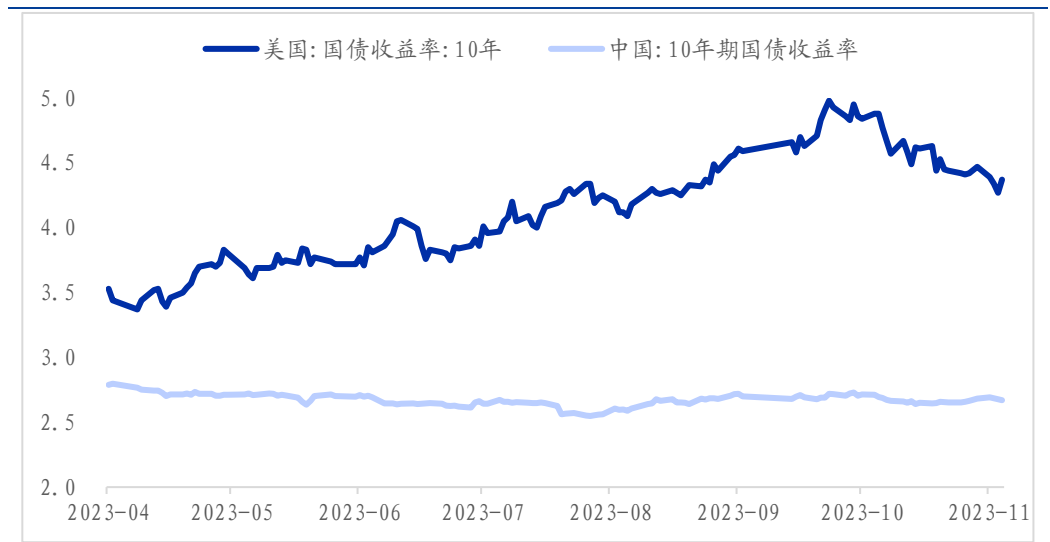
另一方面，美国近期经济数据较为疲软，10 月 ISM 制造业 PMI 为 46.7，远低于预期值和前值 49。10 月美国零售销售月率为 -0.1%，远低于前值 0.9%，是自今年 4 月以来首次转负，11 月初公布的这些经济和通胀数据进一步弱化了市场对于货币政策的紧缩预期，推动了美元指数的持续下行，促使人民币汇率不断升值。

图表 2: 10 月 ISM 制造业 PMI 不及预期

分项数据	10月上升 百分比点数	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3	2023/2
ISM: 制造业PMI	-2.3	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7
新订单	-3.7	45.5	49.2	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0
新出口订单	2.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50	49.8	47.6	49.9
订单库存	-0.2	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1
产出	-2.1	50.4	52.5	50.0	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3
就业	-4.4	46.8	51.2	48.5	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1
供应商交付	1.3	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2
自有库存	-2.5	43.3	45.8	44.0	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1
客户库存	1.5	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9
物价	1.3	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3
进口	-0.3	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9

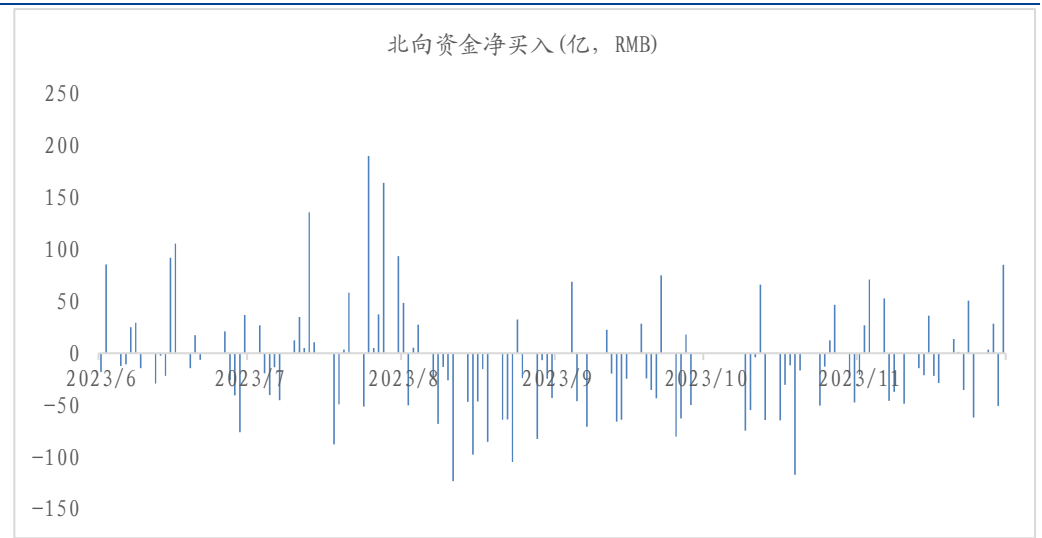
来源: Wind, 华福证券研究所

同时 11 月中美利差倒挂程度有所收窄, 资本外流情况有所缓解。在 11 月较为疲软的经济背景下, 美国财政部季度再融资发债计划低于多数主要交易商的预期, 10 年期美债收益率创下 3 月以来最大跌幅, 使得中美利差倒挂程度有所收窄, 北向资金净流出状况有所缓解。

图表 3: 中美利差倒挂程度有所收窄 (%)


来源: Wind, 华福证券研究所

图表 4: 北向资金净流出状况有所缓解



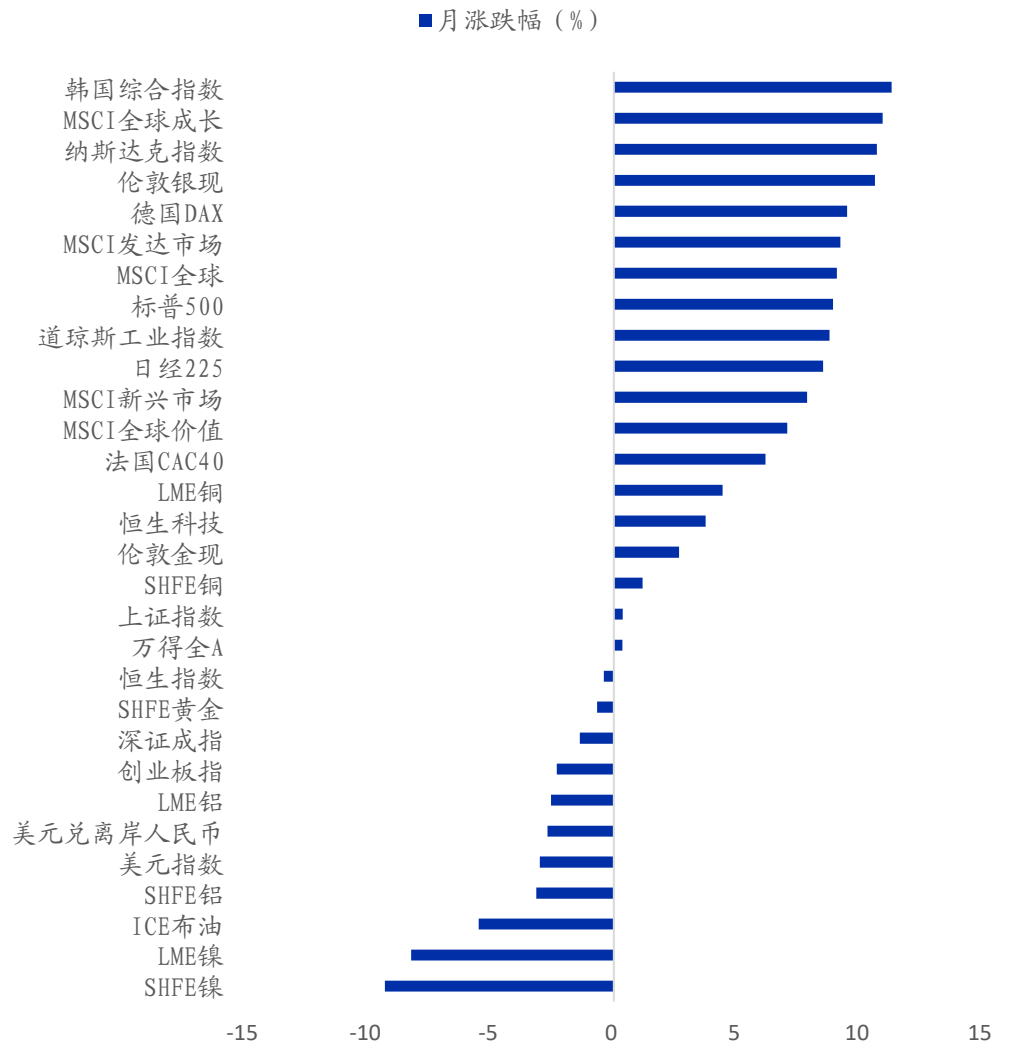
来源: Wind, 华福证券研究所

上一轮类似情景发生于 2018 年 12 月美联储结束加息后，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，油价持续下跌的情况下，美联储在 12 月完成了 2018 年第四次加息，此后人民币汇率持续走强直至次年 3 月，美元指数震荡走弱。我们认为在本次加息周期的尾声阶段，美元指数持续走弱的背景下，中美利差倒挂程度有望继续收窄，同时中美元首会晤有利于中美关系阶段性缓和，减轻地缘政治因素对人民币汇率的扰动，人民币外部压力得到一定释放，人民币汇率后续有望趋稳回升。

2 资产价格：11 月全球大类资产表现数据跟踪

11 月全球主要大类资产涨跌互现。韩国综合指数 (+11.3%) 涨幅最大，MSCI 全球成长 (+10.93%)，纳斯达克指数 (+10.7%)，伦敦银现 (+10.62%)，德国 DAX (+9.49%) 涨幅居前。SHFE 镍 (-9.31%) 跌幅最大，LME 镍 (-8.25%)，ICE 布油 (-5.49%)，SHFE 铝 (-3.15%) 跌幅居前。

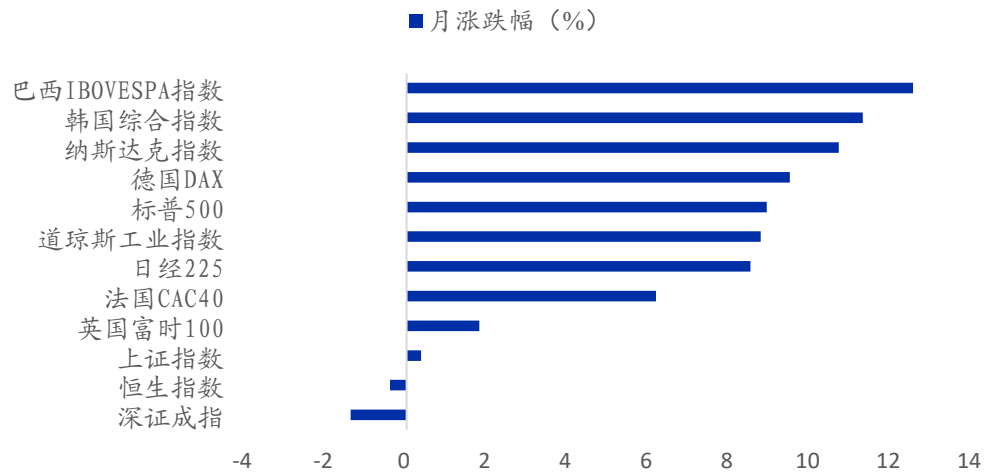
图表 5: 11 月全球主要大类资产涨跌幅



来源: Wind, 华福证券研究所

11 月全球主要权益市场几乎全线上涨。其中，巴西 IBOVESPA 指数 (+12.54%) 涨幅最大，韩国综合指数 (+11.3%)，纳斯达克指数 (+10.7%)，德国 DAX (+9.49%)，标普 500 指数 (+8.92%) 涨幅居前；深证成指 (-1.39%)，恒生指数 (-0.41%) 跌幅居前。

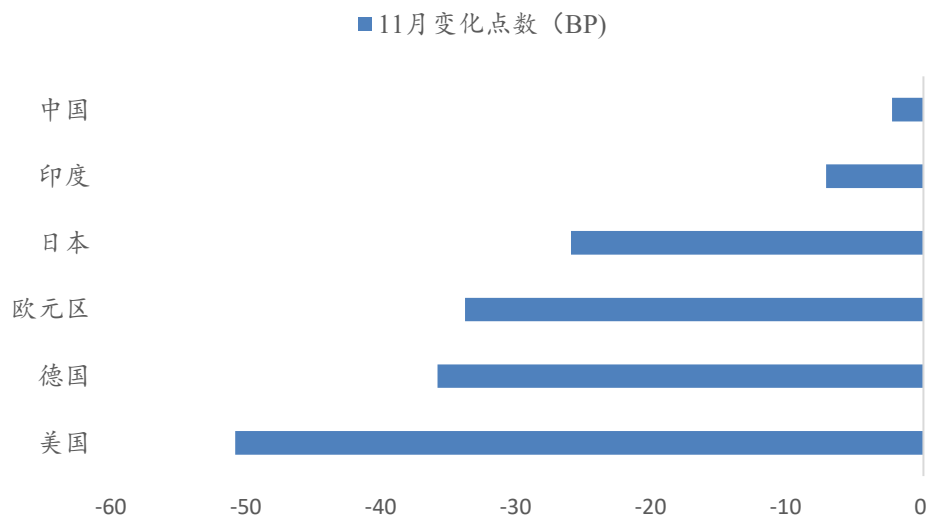
图表 6: 11 月全球主要权益市场普遍上涨



来源: Wind, 华福证券研究所

11 月全球长端利率多为走弱。10 年期国债收益率中, 美国从 4.88% 下跌 51BP 至 4.37%, 日本从 0.952% 下跌 26.1BP 至 0.691%, 印度从 7.35% 下跌 7.2BP 至 7.28%, 欧元区从 2.8227% 下跌 33.9594 BP 至 2.4831%, 德国从 2.78% 下跌 36BP 至 2.42%, 中国从 2.6937% 下跌 2.32 BP 至 2.6705%。

图表 7: 11 月全球长端利率多为走弱

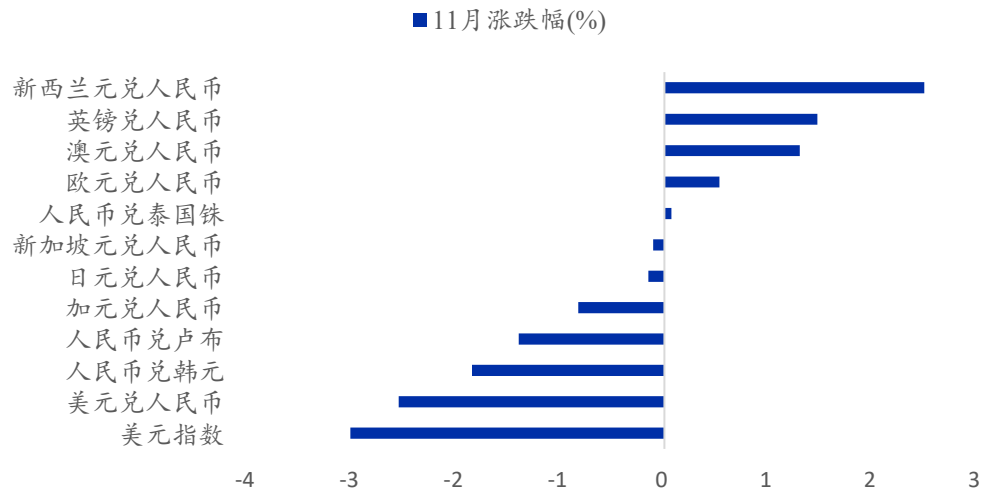


来源: Wind, 华福证券研究所

11 月美元较人民币贬值, 美元指数下跌。新西兰元 (+2.49%), 英镑 (+1.47%), 澳元 (+1.30%), 欧元 (+0.53%) 相较人民币升值; 美元 (-2.55%), 加元 (-0.83%), 日元 (-0.15%) 相较人民币贬值。此外, 美元指数下跌 3.01%, 人民币兑韩元下跌 1.85%, 人

人民币兑卢布下跌 1.4%。

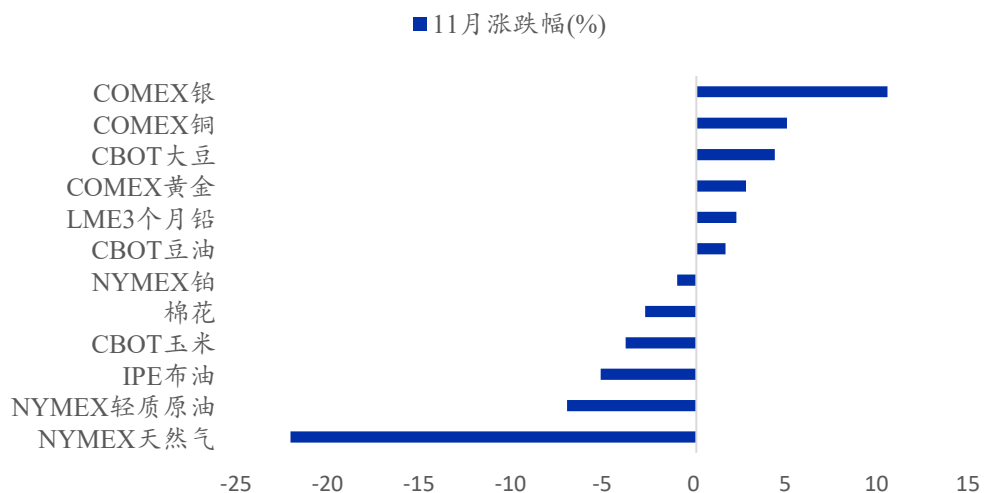
图表 8: 11 月人民币较美元升值, 美元指数下跌



来源: Wind, 华福证券研究所

11 月大宗商品涨跌不一。COMEX 银 (+10.44%) 涨幅最大, COMEX 铜 (+4.95%), CBOT 大豆 (+4.29%), COMEX 黄金 (+2.71%) 涨幅居前。NYMEX 天然气 (-22.18%) 跌幅最大, NYMEX 轻质原油 (-7.06%), IPE 布油 (-5.23%), CBOT 玉米 (-3.86%) 有所下跌。

图表 9: 11 月大宗商品涨跌不一



来源: Wind, 华福证券研究所

3 全球经济: 11 月全球经济基本面概述

3.1 美国就业市场正在趋于平衡

10 月的就业数据显示美国的就业市场降温明显。美国劳工统计局 (BLS) 公布的 10

月新增非农就业人数为 15 万人，低于市场预期的 18 万人，前值由新增 33.6 万人下修至 29.7 万人。同时，美国 10 月失业率为 3.9%，高于前值和预期的 3.8%。具体详见《就业市场降温明显——美国 10 月非农数据和议息会议点评》。

图表 10：11 月新增非农数据高于市场预期

	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02
新增非农就业人数合计	15.0	29.7	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7	21.7	24.8
私人部门	9.9	24.6	11.4	14.5	8.6	25.5	17.9	15.7	19.3
商品生产	-1.1	2.8	2.8	1.2	3.2	2.4	2.5	-1.9	1.8
制造业	-3.5	1.4	-0.2	-0.2	0.4	-0.4	0.9	-1.2	0.3
建筑业	2.3	1.3	3.0	1.2	2.9	2.5	1.1	-0.9	1.4
采矿业	0.1	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.5	0.2	0.1
服务生产	11.0	21.8	8.6	13.3	5.4	23.1	15.4	17.6	17.5
金融活动	-0.2	0.2	0.1	1.5	0.2	1.3	2.7	-0.5	0.0
运输仓储业	-1.2	1.3	-2.7	-0.7	-1.9	1.9	-1.5	1.6	-1.8
休闲和酒店业	1.9	7.4	0.8	3.8	2.6	2.8	1.1	4.6	5.7
专业和商业服务	1.5	1.7	0.8	-2.9	-0.1	4.5	4.8	4.5	2.1
零售业	0.1	1.3	-0.6	1.3	-2.3	2.1	-0.2	-1.9	4.8
信息业	-0.9	-0.4	-2.2	-1.9	-1.0	-0.4	0.3	0.3	-0.8
批发业	0.9	1.6	0.3	1.5	-0.7	0.8	-0.2	0.4	0.7
公用事业	0.1	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	-0.1
教育和保健服务	8.9	7.8	10.5	10.4	7.9	8.8	7.7	7.0	6.4
其他服务业	-0.1	0.8	1.4	0.4	0.6	1.3	0.5	1.4	0.5

来源：Wind，华福证券研究所

美国劳工部公布的数据显示美国 10 月通胀超预期回落。10 月通胀同比升 3.2%，低于预期 3.3%和前值 3.7%。季调后 CPI 环比升 0%，预期升 0.1%，前值升 0.4%。核心 CPI 同比上升 4.0%，低于预期和前值的 4.1%；环比升 0.2%，同样低于预期和前值的 0.3%。其中，核心服务环比上升 0.3%（前值 0.6%）是核心 CPI 环比上升的主要原因。而核心商品环比下降 0.1%（前值-0.4%），新车和二手车环比下降 0.4%（前值-0.8%）为核心商品环比下降的主要拉动项，商品价格因供应链正常化而有所缓解。

权重最高的住宅分项环比上升 0.3%，前值 0.6%。其中，业主等价租金和主要住所租金环比分别上升 0.4%和 0.5%。反映美国房地产景气度的 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，该上升趋势还未反映到 CPI 住房租金项中，因此住宅项环比增速未来存在上行的可能，由于住宅占 CPI 权重较高，住宅项的持续升温也将较大程度的影响 CPI 的未来走势。具体详见《美国 10 月通胀超预期回落，本轮加息有望结束》。

图表 11: 美国 10 月 CPI 各分项变动

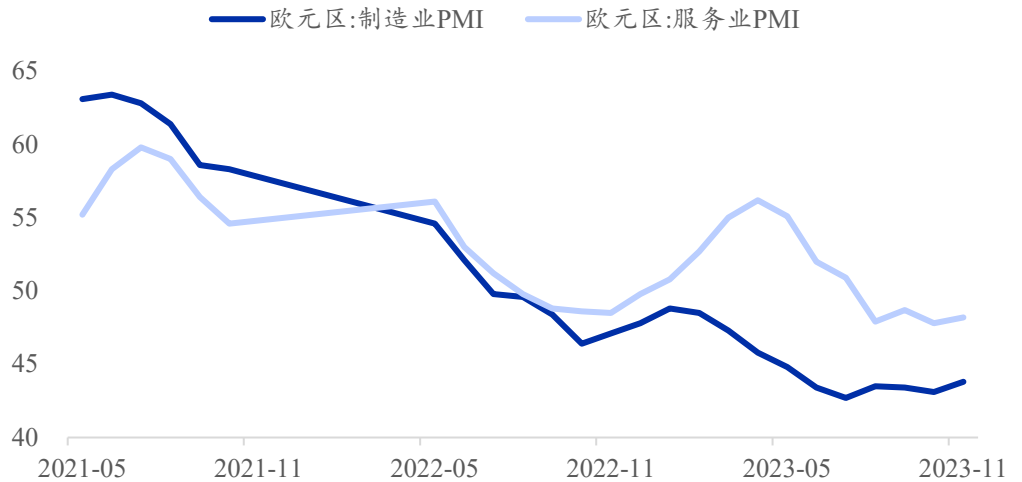
	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6
CPI	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	0.0	0.4	0.6	0.2	0.2
食品	3.3	3.7	4.3	4.9	5.7	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
能源	-4.5	-0.5	-3.6	-12.5	-16.7	-2.5	1.5	5.6	0.1	0.6
核心CPI	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
核心商品	0.1	0.0	0.2	0.8	1.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1
新车和二手车	-1.1	-1.1	-1.0	-0.5	0.0	-0.4	-0.8	-0.2	-0.5	-0.1
医疗护理商品	4.7	4.2	4.5	4.1	4.2	0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2
服装	2.6	2.3	3.1	3.2	3.1	0.1	-0.8	0.2	0.0	0.3
核心服务	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	0.3	0.6	0.4	0.4	0.3
住宅	5.2	5.6	5.7	6.2	6.3	0.3	0.6	0.3	0.4	0.3
医疗护理服务	-2.1	-2.1	-2.1	-1.1	-0.8	0.3	0.3	0.1	-0.4	0.0
交通运输服务	9.2	9.1	10.3	9.0	8.2	0.8	0.7	2.0	0.3	0.1

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

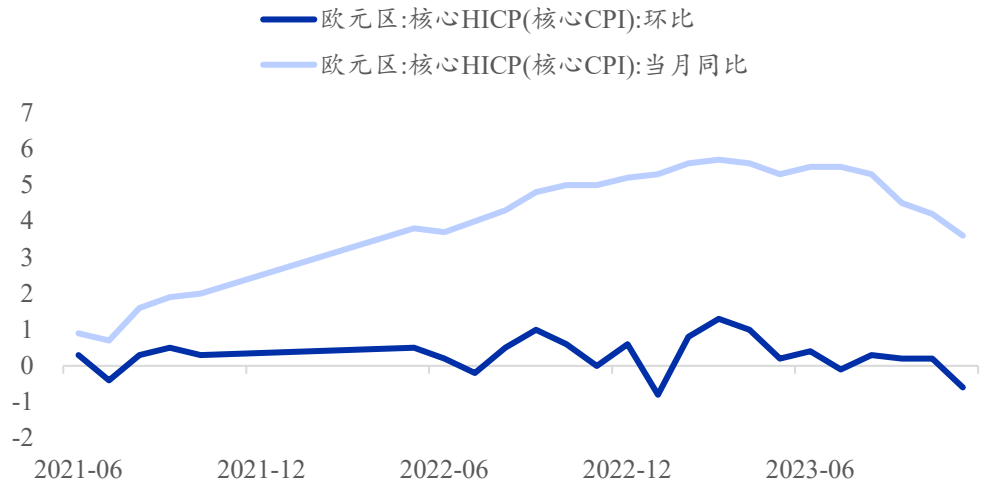
欧洲制造业经济略有回升。11月欧元区制造业 PMI 值为 43.8, 高于前值 43.1, 服务业 PMI 为 48.2, 高于前值 47.8。

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。11月欧元区核心 CPI 同比上升 3.6%, 低于前值 4.2%, 环比下降 0.6%。欧洲央行行长拉加德表示, 还不能宣布战胜了通胀, 必须保持“关注”直至通胀坚定地回落至目标水平 2%。鉴于政策调整的规模, 现在可以留出一些时间让形势发展。

图表 12: 欧洲制造业经济略有回升 (%)


来源: Wind, 华福证券研究所

图表 13: 欧洲通胀压力继续缓解 (%)

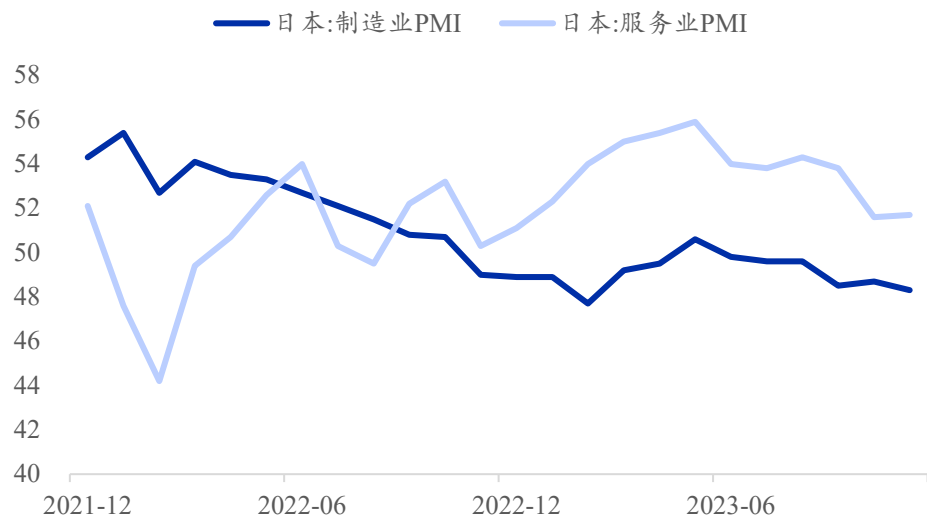


来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下

11 月日本制造业 PMI 为 48.3, 略低于前值 48.7, 仍处于荣枯线以下。10 月服务业 PMI 为 51.7, 前值 51.6, 连续三个月下跌。日本央行行长植田和男表示, 日本经济正在温和复苏; 尚未足够确定已实现物价目标。

图表 14: 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: 11 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下降至 2.23%。而 10 年期中美利差倒挂幅度为 1.6995

BP。

图表 15: 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 11月各国央行货币政策动向跟踪

图表 16: 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	威廉姆斯 纽约联储主席	美联储是否降息将取决于美国经济和通胀的变化；预计2024年GDP增速将低于趋势，但也将相当正面；市场关于美联储降息前景的预期并没有让我感到寝食难安；难以预料何种水平的储备金才是合适的；缩减资产负债表规模“仍然还有相当长一段路要走”。
	戴利 旧金山联储主席	现在判断美联储是否已经结束加息还为时过早，目前根本没有考虑降息。即使利率上调结束，我们仍可继续缩减资产负债表。
	梅斯特 克利夫兰联储主席	政策“处于良好状态”，美联储有时间评估即将到来的数据；当前的联邦基金利率水平让美联储处于良好的状态；是否进一步加息仍将取决于经济形势；抗通胀取得可喜的进展，但仍然高于2%这一目标；必须保持机警，要对双重使命的两个方面都做出应对；金融形势普遍收紧帮助抑制了需求。
	古尔斯比 芝加哥联储主席	住房通胀是一个关键的数据点；维持高利率太久是忧虑之一。
欧洲	拉加德 欧洲央行行长	还不能宣布战胜了通胀，必须保持“关注”直至通胀坚定地回落至目标水平2%。鉴于政策调整的规模，现在可以留出一些时间让形势发展。
	内格尔 欧洲央行管委	通胀风险偏于上行，不能排除进一步加息的可能性。
	斯图纳拉斯 欧洲央行管委	首次降息可能在2024年中期进行，对欧洲央行明年4月降息的押注似乎有点乐观。纳拉斯预计2023年经济增长2.4%，2024年增长2.5%。
韩国	韩国央行	核心通胀率或呈逐渐走弱趋势；通胀路径的不确定性已进一步上升。
日本	植田和男 日本央行行长	日本经济正在温和复苏；尚未足够确定已实现物价目标。

来源：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