

12月全球经济观察——

近四次加息-降息周期中主要大类资产表现

投资要点:

- 在本轮加息周期开启之前，1990年以来一共有四轮加息-降息周期。其中，1994年这一轮加息速度是这四次中最快的，仅用12个月就完成了300BP的加息，同时也是最早开启降息周期的一次，在最后一次加息结束后5个月就开启了降息。回顾历次加息-降息周期可以发现，**美联储开启降息的背景通常是经济开始疲弱，就业市场降温，通胀有走弱的趋势，美联储会出于对经济前景的担忧采取预防性降息措施，同时当一些突发情况对经济造成冲击时，美联储会加快降息的节奏以抵御经济的下行风险。**
- 通过复盘近4轮加息-降息周期可以发现，A股市场在加息结束后三个月开始涨幅可观。在最后一次议息会议后一周和一个月，各个行业涨跌互现，市场尚未对这是最后一次加息达成共识，随着各个关键数据的公布，市场开始确定加息已经结束，海外流动性的释放推动国内权益市场的上涨，加息结束后3个月和至降息前各个行业都出现明显上涨，其中通信、计算机和农林牧渔等行业在每一轮加息结束后都有所表现。美股市场结束加息后多为上涨，港股市场在结束加息后一个月进入上涨模式，美元走弱带动其他货币汇率升值，贵金属多数上涨，工业金属涨跌互现。**
- 12月全球主要大类资产多数上涨。全球主要权益市场普遍上涨，主要长端利率均走弱；美元较人民币贬值，美元指数下跌；大宗商品涨跌不一。**
- 美国11月的就业数据显示美国的就业市场放缓趋势暂停，通胀同比增速符合预期，核心通胀粘性较强。
- 欧洲央行行长拉加德表示，经济增长风险向下倾斜。基准情景中没有经济衰退，尚无通胀持续放缓的证据，根本没有讨论降息，不应放松警惕。
- 12月美债十年期隐含通胀预期下降至2.16%，而10年期中美利差倒挂幅度为1.3148%。
- 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

- 《11月核心通胀粘性较强，就业增长放缓趋势暂停》2023.12.14
- 《如何看待近期人民币汇率走强——11月全球经济观察》2023.12.04
- 《美国10月通胀超预期回落，本轮加息有望结束》2023.11.18

正文目录

1	1990 年以来的四轮加息-降息周期.....	3
2	A 股市场：结束加息后三个月开始涨幅可观.....	5
3	美股和港股市场	9
3.1	美股市场：结束加息后多为上涨	9
3.2	港股市场：结束加息后一个月进入上涨模式	10
4	货币和大宗商品市场	11
4.1	货币市场：美元走弱带动其他货币汇率升值	11
4.1	大宗商品市场：贵金属多数上涨，工业金属涨跌互现	12
5	资产价格：12 月全球大类资产表现数据跟踪	13
6	全球经济：12 月全球经济基本面概述	16
6.1	美国的就业市场放缓趋势暂停	16
6.2	欧洲制造业 PMI 与前值持平	17
7	流动性：12 月全球流动性和政策追踪	18
7.1	10 年期美债隐含通胀预期下降	18
7.2	12 月各国央行货币政策动向跟踪	19
8	风险提示	19

图表目录

图表 1:	近 4 次加息-降息周期幅度和时间跨度	3
图表 2:	A 股市场加息结束后三个月开始涨幅可观 (%)	5
图表 3:	前 3 轮结束加息一周后行业涨跌幅	6
图表 4:	前 3 轮结束加息一个月后行业涨跌幅	7
图表 5:	前 3 轮结束加息三个月后行业涨跌幅	8
图表 6:	前 3 轮结束加息至首次降息期间行业涨跌幅	9
图表 7:	美股市场结束加息后多为上涨	10
图表 8:	港股市场结束加息后一个月进入上涨模式	10
图表 9:	近几轮加息结束后美元指数多走弱	11
图表 10:	大宗商品市场：贵金属多数上涨，工业金属涨跌互现	12
图表 11:	12 月全球主要大类资产涨跌幅	13
图表 12:	12 月全球主要权益市场普遍上涨	14
图表 13:	12 月全球长端利率多为走弱	14
图表 14:	12 月美元较人民币贬值，美元指数下跌	15
图表 15:	12 月大宗商品涨跌不一	15
图表 16:	11 月新增非农数据高于市场预期	16
图表 17:	美国 11 月 CPI 各分项变动	17
图表 18:	欧洲制造业 PMI 与前值持平 (%)	17
图表 19:	10 年期美债隐含通胀预期有所上升 (%)	18
图表 20:	各国央行货币政策动向跟踪	19

1 1990 年以来的四轮加息-降息周期

在本轮加息周期开启之前，1990 年以来一共有四轮加息-降息周期。其中，1994 年这一轮加息速度是这四次中最快的，仅用 12 个月就完成了 300BP 的加息，同时也是最早开启降息周期的一次，在最后一次加息结束后 5 个月就开启了降息。

图表 1: 近 4 次加息-降息周期幅度和时间跨度

首次加息时间	最后一次加息时间	完成加息时长	累计加息幅度	首次降息时间	最后一次加息至首次降息中间时长
1994/2/4	1995/2/1	12个月	300BP	1995/7/6	5个月
1999/6/30	2000/5/16	11个月	175BP	2001/1/3	8个月
2004/6/30	2006/6/29	24个月	425BP	2007/9/18	15个月
2015/12/17	2018/12/20	36个月	225BP	2019/8/1	8个月

来源：Wind，华福证券研究所

第一轮加息-降息周期：1994 年美国正处经济稳定增长期，而美联储出于对通货膨胀压力的担忧，认为渐紧的货币政策有助于缓和或避免通货膨胀上升，在 1994 年 2 月议息会议上宣布加息 25BP，这是自 1989 年以来的首次加息，1994 年美联储将基准利率从 3% 提升至 5.5%，在这期间尽管消费者支出有所下降，住房需求有所减弱，但商业投资、出口、库存保持旺盛，工业生产和工资增速继续大幅增长。1995 年 2 月，美联储宣布再次加息 50BP，出于对可持续经济增长的考虑，次月美联储宣布停止加息，在这轮加息周期中，美联储累计加息了 300BP，基准利率从 3% 升至 6%，经济增速有所放缓，通胀率维持在 2.8% 附近，失业率持续走低，从 1994 年 2 月的 6.6% 降至 1995 年 2 月的 5.4%。1995 年第二季度，美国经济数据较为疲软，4 月非农就业人数小幅下降，5 月该指标甚至出现负增长，制造业 PMI 也降至荣枯线以下，第二季度 GDP 同比增速仅为 2.4%，前值 3.48%，7 月美联储认为由于当前经济放缓程度大于预期，潜在的通胀压力正在消退，决定开始适当放松货币政策，降息 25BP，并于同年 12 月和次年 1 月分别降息 25BP，将基准利率降至 5.25%，以期增加经济后劲。

第二轮加息-降息周期：1999 年前两个季度美国经济增长持续强劲，GDP 同比增速处于高位，劳动力市场紧张，失业率维持在 4.3% 附近，通胀有抬头之势，4 月 CPI 同比增

速升至 2.3%，结束了此前“1”开头的低通胀环境，美联储认为鉴于目前较为宽松的货币政策，国内需求的持续强劲加上国外需求的增加，将在某个时候表现为劳动力市场更加紧缩和通胀上升，决定先发制人来抵御可能的通胀风险，于 6 月、8 月、11 月和次年的 2 月、3 月分别加息 25BP，2000 年 5 月，美联储宣布再次加息 50BP，本轮加息周期累计加息了 175BP，将基准利率水平从 4.75% 提升至 6.5%。在此期间经济继续保持快速增长，2000 年第二季度 GDP 同比增速升至 5.24% 的阶段高位，消费者支出和企业固定投资仍呈强劲上升趋势，住房需求保持在高位，工业生产和非农就业人数也因国内需求增加而迅速增长。然而第三季度开始，美国经济增速明显放缓，GDP 增速一路下行至年末的 2.91%，劳动力需求进一步疲软，私人非农就业人数缓慢增长，次年 1 月，美联储出于对经济疲软风险的担忧，决定降息 50BP，并于年内累计降息 475BP，将基准利率从 6.5% 降至 1.75%，2002 年和 2003 年分别再次降息了 25BP，基准利率维持在 1%，直到 2004 年第三轮加息周期的开启。

第三轮加息-降息周期：上一轮降息周期的低利率环境延续到了 2004 年，伊拉克战争爆发推动油价大幅上行，进而带动通货膨胀回升，产出和就业稳步增长，6 月美联储决定加息 25BP 来遏制新出现的通胀压力，并在接下来两年的时间里逐步提高基准利率至 2006 年 6 月的 5.25%，累计加息 425BP，在这期间通货膨胀处于较高水平，经济持续复苏，GDP 同比增速维持高位，直到 2006 年第三季度开始，经济增速和通胀都开始下降，2007 年第一季度 GDP 增速仅为 1.58%，就业增长趋势放缓，随着次贷风险的蔓延，美联储开始担忧信贷风险会抑制总需求进而阻碍经济发展，于 9 月宣布降息 50BP，2008 年金融危机爆发，美联储继续大幅降息，从 2007 年 9 月至次年 12 月，将基准利率从 5.25% 降至 0.25%，但依然无法避免经济衰退。

第四轮加息-降息周期：2015 年开始的加息周期是近几轮中加息速度最慢的一轮，2015 年整体来看经济基本面良好，失业率稳步下降，通胀率也在低位运行，房地产市场也正在逐步复苏，美国经济正逐步从危机中走出来，2015 年年底美联储决定逐步取消宽松政策以支持劳动力市场状况的进一步改善，并对通胀施加上行压力。此后美联储缓慢加息，在 2016 至 2018 年期间，美联储分别加息 1 次、3 次和 4 次，每次加息 25BP，将基准利率提升至 2018 年年底的 2.5%。2019 年，美国经济平稳运行，强劲的劳动力市场和收入增长继续支撑消费者支出前景，但物价和工资的温和增长表明通胀压力仍然温和，通货膨胀率继续低于美联储 2% 的目标，因此 8 月，美联储决定降息 25BP 以应对全球增长疲软和贸易政策不确定性对经济前景的影响，促进通胀率更快地恢复到 2% 的目标，并于

年内再次降息 2 次至 2%，2020 年新冠疫情爆发，美联储于 3 月进行了两次大幅降息，将基准利率降至 0.25%。

通过回顾历次加息-降息周期可以发现，美联储开启降息的背景通常是经济开始疲弱，就业市场降温，通胀有走弱的趋势，美联储会出于对经济前景的担忧采取预防性降息措施，同时当一些突发情况对经济造成冲击时，美联储会加快降息的节奏以抵御经济的下行风险。

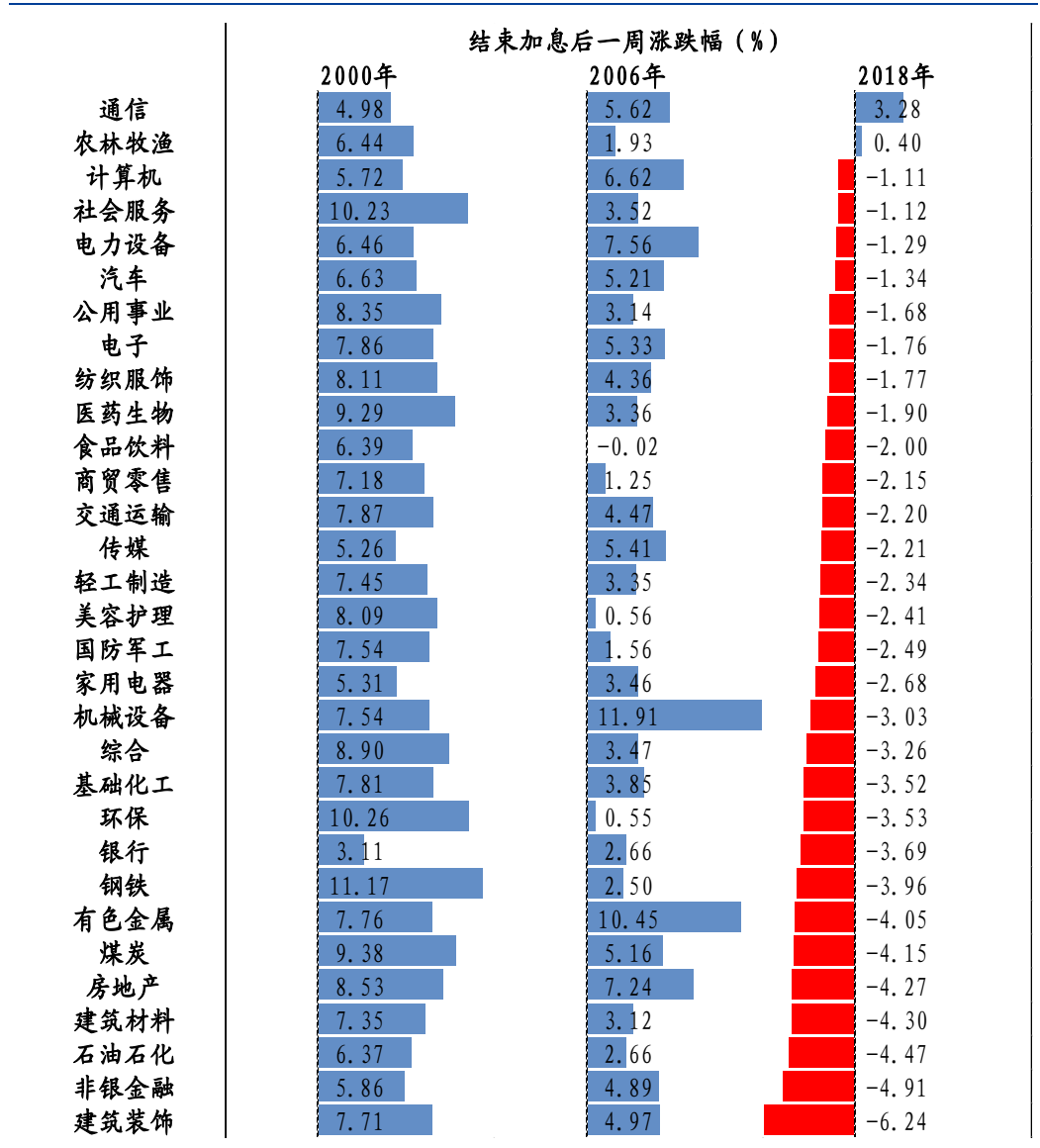
2 A 股市场：结束加息后三个月开始涨幅可观

通过复盘近 4 轮加息-降息周期可以发现，A 股市场在加息结束后三个月开始涨幅可观，在最后一次议息会议后一周和一个月，市场涨跌互现且幅度较小，结束后三个月市场大多出现幅度可观的上涨，最后一次加息至首次降息期间，上证指数都出现上涨。

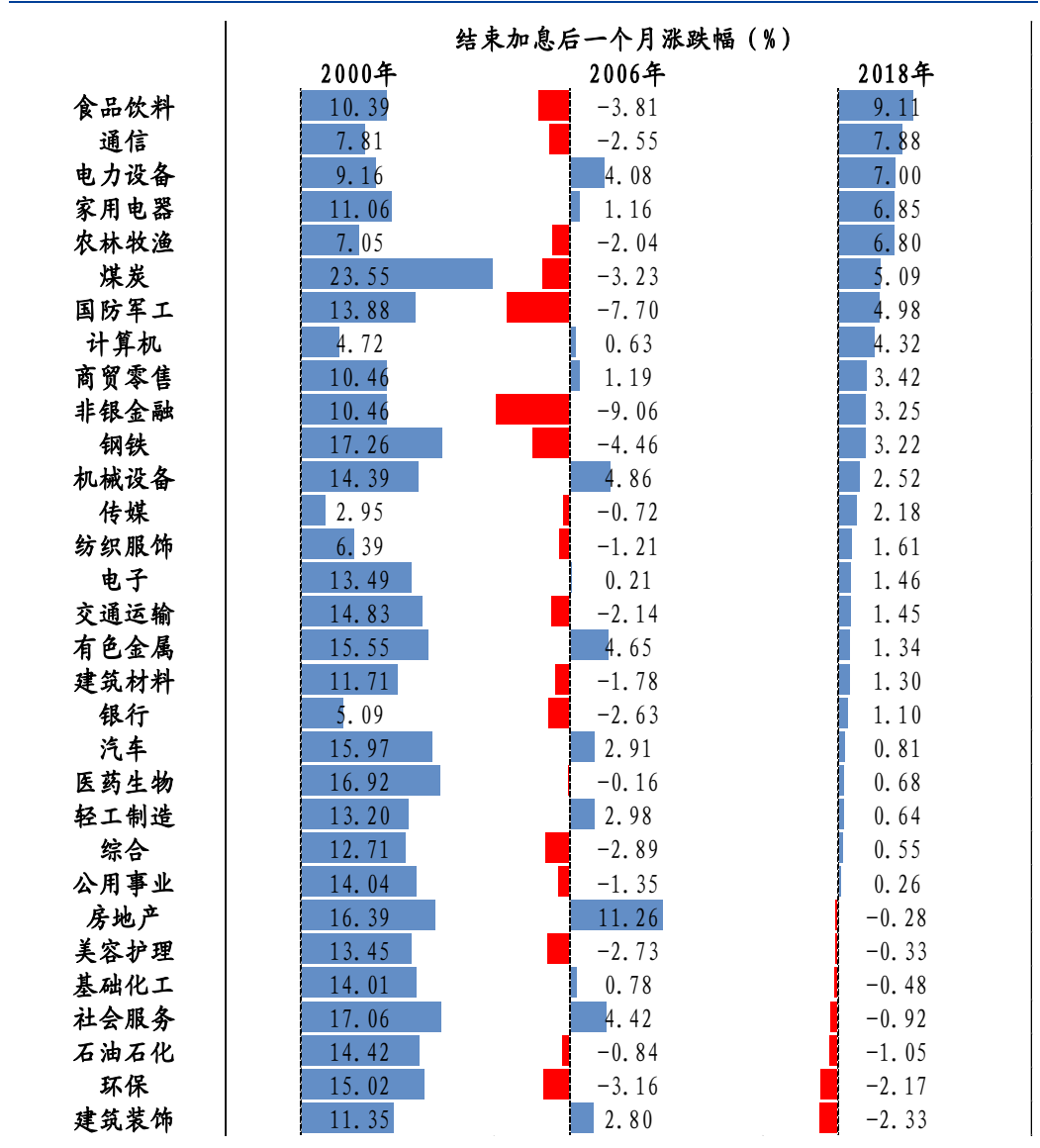
图表 2：A 股市场加息结束后三个月开始涨幅可观（%）

	最后一次加息时间	后一周	后一个月	后三个月	至首次降息
上证指数	1995/2/1	-5.13	-1.00	3.08	13.36
	2000/5/16	7.48	13.04	22.23	24.60
	2006/6/29	6.23	1.39	6.90	230.95
	2018/12/20	-2.61	1.82	21.22	14.09
深证成指	1995/2/1	0.00	1.53	-5.92	-10.40
	2000/5/16	5.83	10.71	16.35	12.24
	2006/6/29	3.71	-2.68	3.19	336.83
	2018/12/20	-2.74	2.19	32.11	24.93
上证 50	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	-	-	-	-
	2006/6/29	2.70	-2.77	3.25	289.11
	2018/12/20	-3.95	2.02	18.71	21.87
中证 1000	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	-	-	-	-
	2006/6/29	4.21	3.03	6.42	250.96
	2018/12/20	-2.40	2.05	30.72	14.11

来源：Wind，华福证券研究所

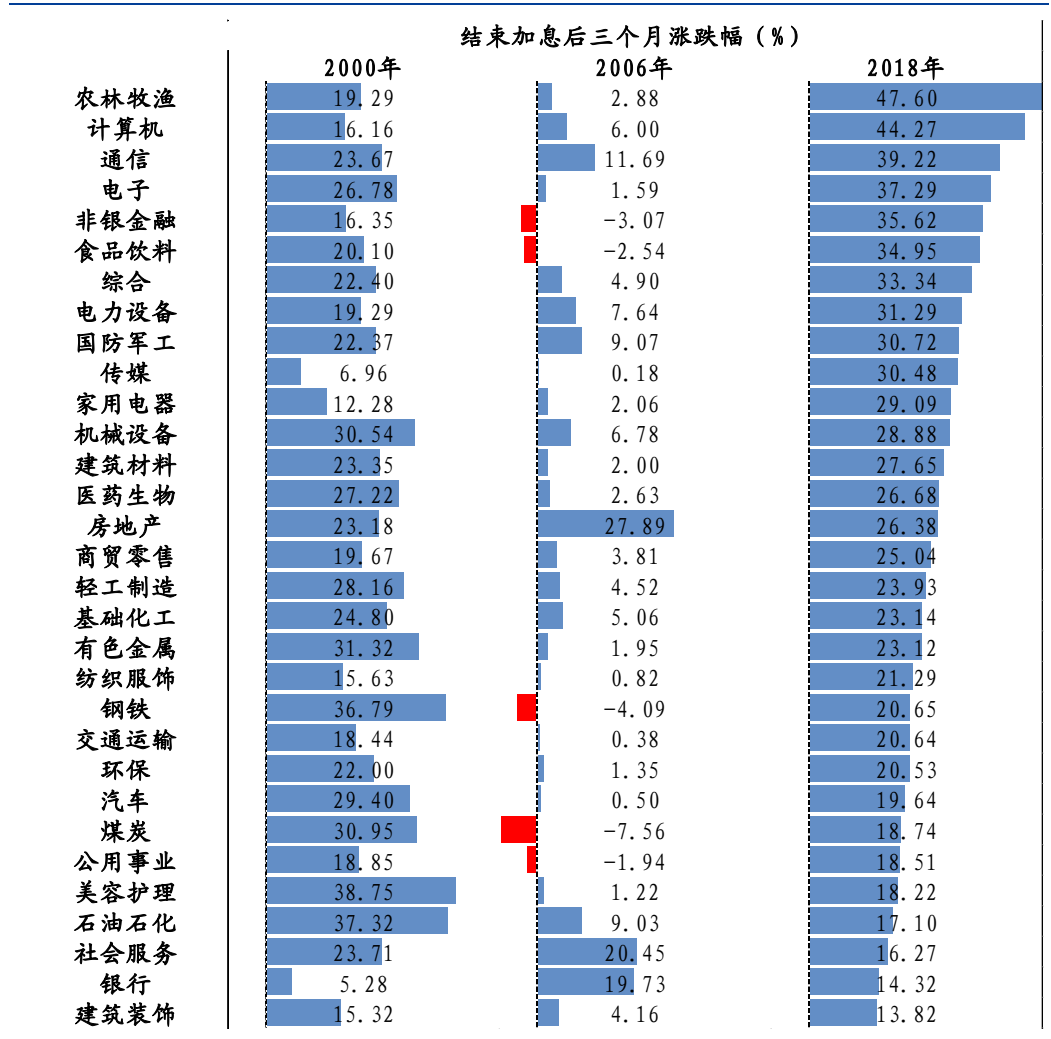
图表 3: 前 3 轮结束加息一周后行业涨跌幅


来源: Wind, 华福证券研究所

图表 4: 前 3 轮结束加息一个月后行业涨跌幅


来源: Wind, 华福证券研究所

图表 5: 前 3 轮结束加息三个月后行业涨跌幅



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 6: 前 3 轮结束加息至首次降息期间行业涨跌幅

	结束加息至首次降息涨跌幅 (%)		
	2000年	2006年	2018年
农林牧渔	21.26	183.67	57.06
食品饮料	26.66	164.02	55.14
非银金融	22.72	361.63	34.35
家用电器	7.74	288.04	32.91
电子	32.23	136.79	31.90
计算机	4.63	172.17	28.29
国防军工	23.05	230.89	27.51
社会服务	30.95	288.86	24.55
通信	37.25	192.94	21.27
医药生物	39.65	207.30	18.60
建筑材料	40.33	334.72	18.50
机械设备	40.36	274.54	16.36
交通运输	17.27	249.60	15.72
美容护理	42.09	240.41	15.14
电力设备	16.35	229.24	14.24
银行	-6.81	300.02	13.70
综合	17.45	257.98	11.79
基础化工	33.63	233.65	11.29
房地产	28.13	461.62	10.84
煤炭	31.00	383.24	10.36
商贸零售	24.47	270.29	9.38
有色金属	45.26	419.98	8.95
轻工制造	32.10	254.57	7.32
公用事业	15.94	251.68	7.07
汽车	28.87	314.20	6.77
纺织服饰	23.15	261.65	3.42
环保	28.00	237.58	2.56
传媒	2.07	162.33	2.45
石油石化	41.88	231.77	1.51
建筑装饰	9.46	232.88	-4.57
钢铁	35.03	373.87	-5.31

来源: Wind, 华福证券研究所

可以看到,在最后一次议息会议决定加息之后的一周和一个月,各个行业涨跌互现,市场尚未对这是最后一次加息达成共识,随着各个关键数据的公布,市场开始确定加息已经结束,海外流动性的释放推动国内权益市场的上涨,加息结束后 3 个月和至降息前各个行业都出现明显上涨,其中通信、计算机和农林牧渔等行业在每一轮加息结束后都有所表现。

3 美股和港股市场

3.1 美股市场: 结束加息后多为上涨

美股在近几年加息结束后都有不错表现,且随着市场对加息结束的确认和降息预期的交易开启,涨幅随时间的推移逐渐扩大。

图表 7: 美股市场结束加息后多为上涨

	最后一次加息时间	后一周	后一个月	后三个月	至首次降息时间
标普500	1995/2/1	9.32	2.29	3.24	-
	2000/5/16	-5.40	0.83	1.89	-7.22
	2006/6/29	2.25	2.61	7.21	21.97
	2018/12/20	-0.72	6.53	12.66	17.81
道琼斯工业指数	1995/2/1	12.29	2.38	3.93	-
	2000/5/16	-3.57	-3.32	1.86	1.28
	2006/6/29	2.29	2.24	6.43	25.20
	2018/12/20	-0.79	5.93	10.38	13.98
纳斯达克指数	1995/2/1	11.44	3.78	4.86	-
	2000/5/16	-12.28	7.01	7.03	-27.47
	2006/6/29	2.05	-0.84	6.94	25.56
	2018/12/20	-0.86	7.84	16.46	22.21

来源: Wind, 华福证券研究所

3.2 港股市场: 结束加息后一个月进入上涨模式

在最后一次加息后一周, 恒生指数涨跌互现, 从后一个月开始, 港股市场开启上涨。

图表 8: 港股市场结束加息后一个月进入上涨模式

	最后一次加息时间	后一周	后一个月	后三个月	至首次降息时间
恒生指数	1995/2/1	8.06	13.00	12.03	-
	2000/5/16	-4.19	10.44	19.17	-1.96
	2006/6/29	4.44	7.70	11.44	56.12
	2018/12/20	-1.49	4.74	13.36	6.57
恒生科技指数	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	-	-	-	-
	2006/6/29	-	-	-	-
	2018/12/20	-4.51	1.07	16.57	7.92

来源: Wind, 华福证券研究所

4 货币和大宗商品市场

4.1 货币市场：美元走弱带动其他货币汇率升值

随着加息的结束和降息交易的开启，近几轮加息结束后美元指数多走弱，带动其他货币汇率升值。

图表 9：近几轮加息结束后美元指数多走弱

	最后一次加息时间	后一周	后一个月	后三个月	至首次降息
美元指数	1995/2/1	-6.94	0.23	-2.31	-
	2000/5/16	0.37	-4.15	-0.30	-0.20
	2006/6/29	-1.49	-1.47	-0.73	-8.63
	2018/12/20	-0.45	-0.68	-1.04	1.38
美元兑人民币	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	-0.01	-0.01	0.02	0.00
	2006/6/29	-0.12	-0.35	-1.13	-5.95
	2018/12/20	-0.37	-1.59	-2.86	0.10
美元兑日元	1995/2/1	-16.29	-0.70	-3.30	-
	2000/5/16	-2.49	-2.85	-0.69	3.83
	2006/6/29	-1.12	-1.40	1.51	-0.35
	2018/12/20	-1.34	-2.40	-1.58	-4.58
美元兑加元	1995/2/1	-6.94	0.23	-2.31	-
	2000/5/16	0.37	-4.15	-0.30	-0.20
	2006/6/29	-1.49	-1.47	-0.73	-8.63
	2018/12/20	-0.45	-0.68	-1.04	1.38

来源：Wind，华福证券研究所

4.1 大宗商品市场：贵金属多数上涨，工业金属涨跌互现

黄金和白银这类贵金属在加息结束后多数上涨，但原油和工业金属等受供求因素影响的大宗商品涨跌不一。在加息结束后一至三个月，由于美元指数的走弱，以美元计价的大宗商品大多走强，但随着衰退预期的出现，原油和工业金属由于市场对全球需求走弱的担忧而吞噬此前的涨幅甚至出现下跌。

图表 10：大宗商品市场：贵金属多数上涨，工业金属涨跌互现

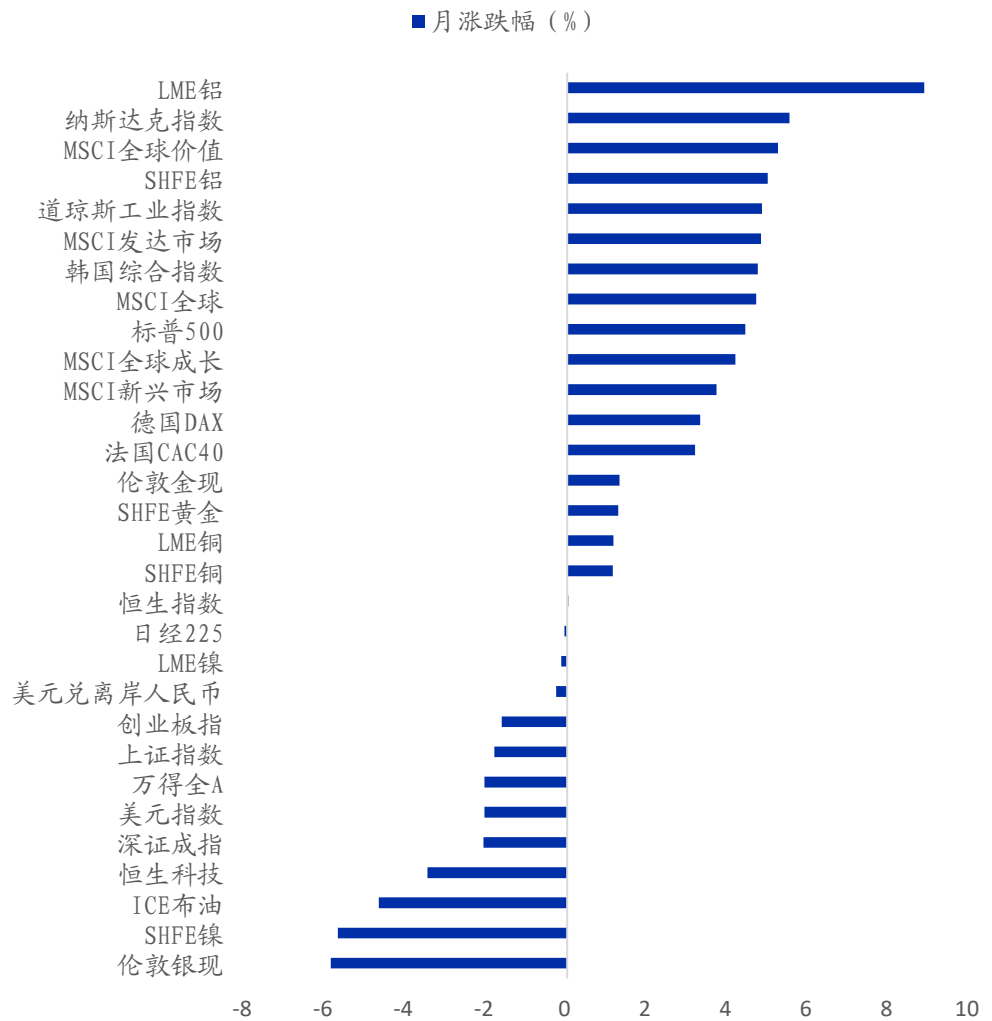
	最后一次加息时间	后一周	后一个月	后三个月	至首次降息
ICE布油	1995/2/1	14.11	1.61	-1.13	-
	2000/5/16	-1.40	1.65	6.63	-10.51
	2006/6/29	3.74	2.77	-12.51	8.65
	2018/12/20	-6.74	8.93	18.49	6.27
伦敦金现	1995/2/1	3.47	0.24	-0.05	-
	2000/5/16	-0.44	5.01	0.64	-2.65
	2006/6/29	9.11	9.41	3.13	24.71
	2018/12/20	2.64	3.11	5.61	16.29
伦敦银现	1995/2/1	25.70	1.50	-5.35	-
	2000/5/16	0.20	1.20	-2.90	-9.91
	2006/6/29	12.99	10.84	11.72	26.81
	2018/12/20	4.33	4.96	5.97	12.08
LME镍	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	-	-	-	-
	2006/6/29	14.98	21.07	43.24	50.06
	2018/12/20	-2.10	7.85	21.83	31.96
SHFE铜	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	2.24	3.30	2.55	-7.59
	2006/6/29	11.91	11.47	20.10	11.73
	2018/12/20	-0.25	-1.12	1.63	-3.68
SHFE铝	1995/2/1	-	-	-	-
	2000/5/16	2.24	3.30	2.55	-7.59
	2006/6/29	-0.36	-5.92	1.74	-1.69
	2018/12/20	-0.29	-1.57	0.77	1.21

来源：Wind，华福证券研究所整理

5 资产价格：12月全球大类资产表现数据跟踪

12月全球主要大类资产涨跌互现。LME铝(+8.87%)涨幅最大，纳斯达克指数(+5.52%)，MSCI全球价值(+5.23%)，SHFE铝(+4.98%)，道琼斯工业指数(+4.84%)涨幅居前。伦敦银现(-5.87%)跌幅最大，SHFE镍(-5.69%)，ICE布油(-4.67%)，恒生科技(-3.47%)跌幅居前。

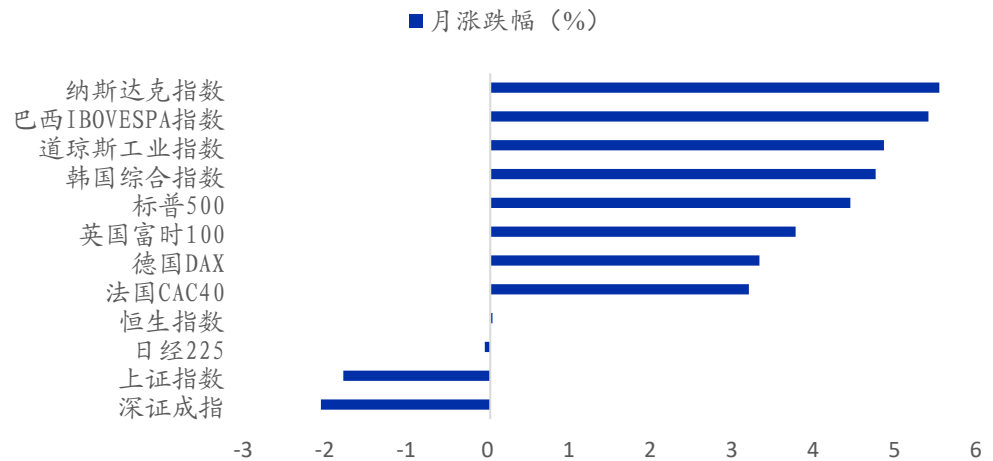
图表 11：12月全球主要大类资产涨跌幅



来源：Wind，华福证券研究所

12月全球主要权益市场普遍上涨。其中，纳斯达克指数(+5.52%)涨幅最大，巴西IBOVESPA指数(+5.38%)，道琼斯工业指数(+4.84%)，韩国综合指数(+4.73%)，标普500指数(+4.42%)涨幅居前；深证成指(-2.08%)，上证指数(-1.81%)跌幅居前。

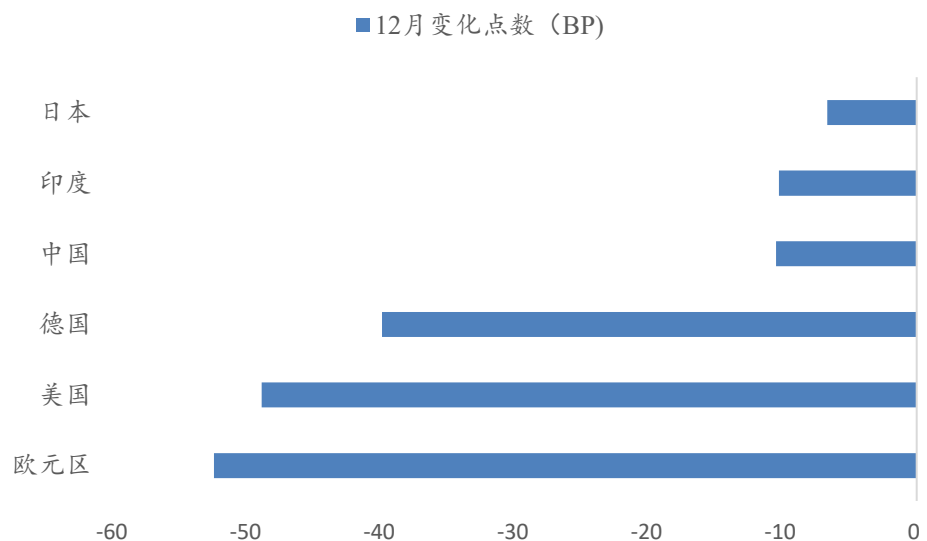
图表 12: 12月全球主要权益市场普遍上涨



来源: Wind, 华福证券研究所

12月全球主要长端利率均走弱。10年期国债收益率中，欧元区从2.5285%下跌52.566BP至2.0028%，美国从4.37%下跌49BP至3.88%，德国从2.42%下跌40BP至2.02%，中国从2.6705%下跌10.53BP至2.5652%，印度从7.279%下跌10.3BP至7.176%，日本从0.691%下跌6.7BP至0.624%。

图表 13: 12月全球长端利率多为走弱

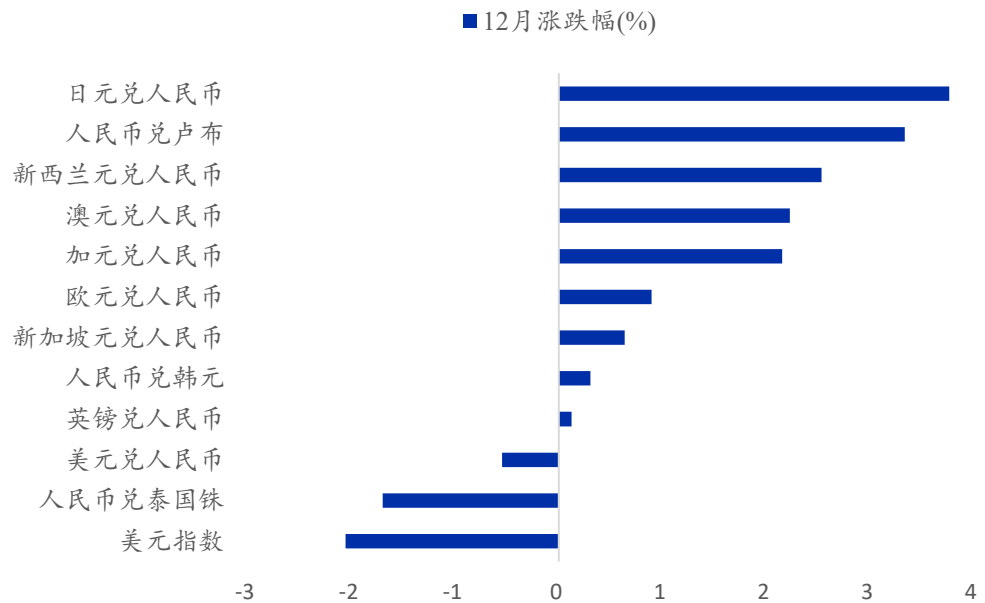


来源: Wind, 华福证券研究所

12月美元较人民币贬值，美元指数下跌。日元(+3.77%)，新西兰元(+2.54%)，澳

元(+2.23%)，加元(+2.16%)相较人民币升值；美元(-0.55%)相较人民币贬值。此外，美元指数下跌2.06%，人民币兑卢布上涨3.34%，人民币兑韩元上涨0.3%。

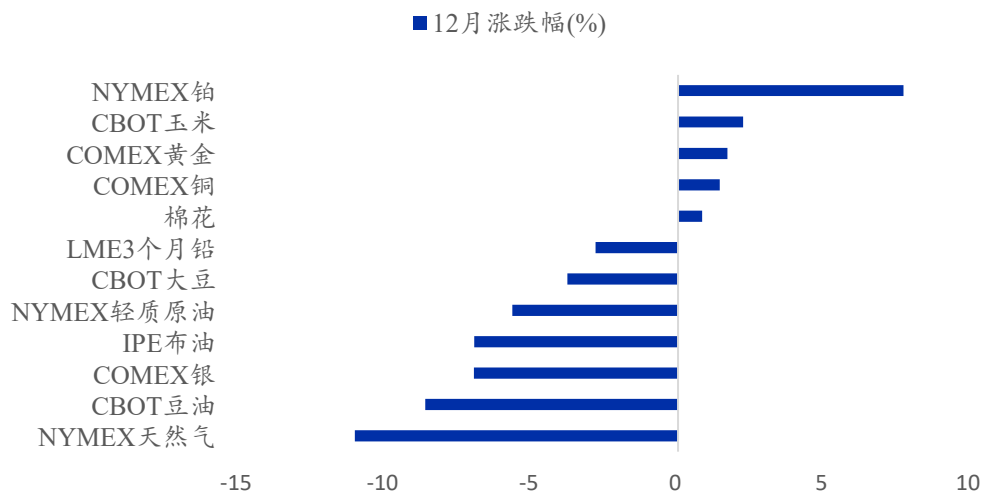
图表 14: 12月美元较人民币贬值，美元指数下跌



来源: Wind, 华福证券研究所

12月大宗商品涨跌不一。NYMEX 铂(+7.7%)涨幅最大, CBOT 玉米(+2.23%), COMEX 黄金(+1.69%), COMEX 铜(+1.42%)涨幅居前。NYMEX 天然气(-11.04%)跌幅最大, CBOT 豆油(-8.63%), COMEX 银(-6.97%), IPE 布油(-6.96%)有所下跌。

图表 15: 12月大宗商品涨跌不一



来源: Wind, 华福证券研究所

6 全球经济：12月全球经济基本面概述

6.1 美国的就业市场放缓趋势暂停

11月的就业数据显示美国的就业市场放缓趋势暂停。美国劳工统计局（BLS）公布的19.9万人，高于市场预期的18万人，前值15万人。同时，美国11月失业率为3.7%，低于前值和预期的3.9%。具体详见《11月核心通胀粘性较强，就业增长放缓趋势暂停》。

图表 16：11月新增非农数据高于市场预期

	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03
新增非农就业人数合计	19.9	15.0	26.2	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7	21.7
私人部门	15.0	8.5	19.9	11.4	14.5	8.6	25.5	17.9	15.7
商品生产	2.9	-1.0	2.1	2.8	1.2	3.2	2.4	2.5	-1.9
制造业	2.8	-3.5	1.1	-0.2	-0.2	0.4	-0.4	0.9	-1.2
建筑业	0.2	2.5	0.9	3.0	1.2	2.9	2.5	1.1	-0.9
采矿业	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.5	0.2
服务生产	12.1	9.5	17.8	8.6	13.3	5.4	23.1	15.4	17.6
金融活动	0.4	-0.5	0.0	0.1	1.5	0.2	1.3	2.7	-0.5
运输仓储业	-0.5	-1.2	1.2	-2.7	-0.7	-1.9	1.9	-1.5	1.6
休闲和酒店业	4.0	4.2	7.6	0.8	3.8	2.6	2.8	1.1	4.6
专业和商业服务	-0.9	0.2	-1.7	0.8	-2.9	-0.1	4.5	4.8	4.5
零售业	-3.8	-0.5	0.2	-0.6	1.3	-2.3	2.1	-0.2	-1.9
信息业	1.0	-1.9	-0.6	-2.2	-1.9	-1.0	-0.4	0.3	0.3
批发业	0.8	1.1	1.6	0.3	1.5	-0.7	0.8	-0.2	0.4
公用事业	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
教育和保健服务	9.9	8.3	8.6	10.5	10.4	7.9	8.8	7.7	7.0
其他服务业	1.2	-0.3	0.8	1.4	0.4	0.6	1.3	0.5	1.4

来源：Wind，华福证券研究所

美国劳工部公布的数据显示美国11月核心通胀粘性较强。11月通胀同比增速符合预期，为3.1%，低于前值3.2%。季调后CPI环比升0.1%，高于预期和前值的0%。核心CPI同比上升4.0%，与预期和前值持平；环比升0.3%，符合预期，但高于前值的0.2%。其中，核心服务环比上升0.5%（前值0.3%）是核心CPI环比上升的主要原因。而核心商品环比下降0.3%（前值-0.1%），商品价格因供应链正常化而有所缓解。具体详见《11月核心通胀粘性较强，就业增长放缓趋势暂停》。

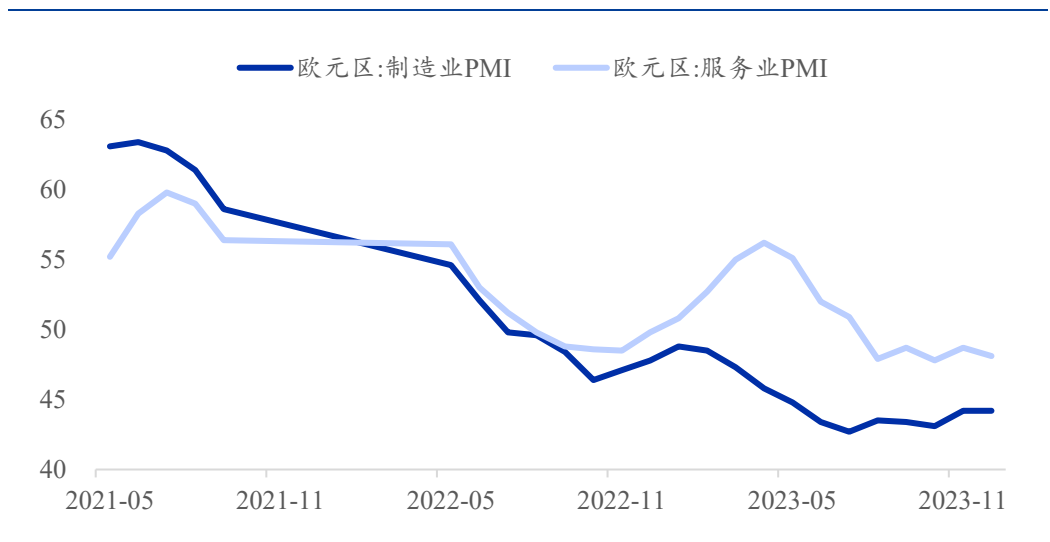
图表 17: 美国 11 月 CPI 各分项变动

	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7
CPI	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	0.1	0.0	0.4	0.6	0.2
食品	2.9	3.3	3.7	4.3	4.9	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
能源	-5.4	-4.5	-0.5	-3.5	-12.5	-2.3	-2.5	1.5	5.6	0.1
核心CPI	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
核心商品	0.0	0.0	0.0	0.2	0.8	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3
二手汽车和卡车	-3.8	-7.1	-8.0	-6.5	-5.5	1.6	-0.8	-2.5	-1.2	-1.3
医疗护理商品	5.0	4.7	4.2	4.5	4.1	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5
服装	1.1	2.6	2.3	3.1	3.2	-1.3	0.1	-0.8	0.2	0.0
核心服务	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4
住宅	5.2	5.2	5.6	5.7	6.2	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4
医疗护理服务	-0.9	-2.0	-2.5	-2.1	-1.5	0.6	0.3	0.3	0.1	-0.4
交通运输服务	10.1	9.2	9.1	10.3	9.0	1.1	0.8	0.7	2.0	0.3

来源: Wind, 华福证券研究所

6.2 欧洲制造业 PMI 与前值持平

欧洲制造业 PMI 与前值持平。12 月欧元区制造业 PMI 值为 44.20, 与前值持平, 服务业 PMI 为 48.1, 略低于前值 48.7。欧洲央行行长拉加德表示, 经济增长风险向下倾斜。基准情景中没有经济衰退, 尚无通胀持续放缓的证据, 根本没有讨论降息, 不应放松警惕。

图表 18: 欧洲制造业 PMI 与前值持平 (%)


来源: Wind, 华福证券研究所

7 流动性：12月全球流动性和政策追踪

7.1 10年期美债隐含通胀预期下降

12月美债十年期隐含通胀预期下降至2.16%，而10年期中美利差倒挂幅度为1.3148%。

图表 19：10年期美债隐含通胀预期有所上升（%）



来源：Wind，华福证券研究所

7.2 12月各国央行货币政策动向跟踪

图表 20: 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	博斯蒂克 亚特兰大联储主席	鉴于美国经济的强劲势头，以及确保通胀回到2%目标水平的必要性，美联储目前没有降息的紧迫性。随着通胀持续下降，预计美联储将在明年下半年降息两次。
	戴利 旧金山联储主席	2024年降息可能是适当的。
	古尔斯比 芝加哥联储主席	可能需要在2024年进行三次降息。
	梅斯特 克利夫兰联储主席	市场对于降息的预期“稍稍超前”于美联储，下一阶段关键在于货币政策需要保持紧缩多久，并非何时降息，尽管这是目前市场预期状态。
	威廉姆斯 纽约联储主席	经济和通胀仍然高度不确定，美联储目前并没有真正讨论降息，现在考虑明年三月份降息为时尚早。美联储将继续观察数据，如果通胀缓和的趋势发生逆转，美联储就准备再次收紧政策。
欧洲	拉加德 欧洲央行行长	经济增长风险向下倾斜。基准情景中没有经济衰退，尚无通胀持续放缓的证据，根本没有讨论降息，不应放松警惕。
	诺特 欧洲央行管委	欧元区经济明年复苏的前景以及工资增长力度的不确定性，意味着央行没有理由仓促降息。
	卡扎克斯 欧洲央行管委	虽然总体通胀率下降速度快于预期，但剔除波动因素的核心通胀率在11月仍然很高。他说，如果这种情况持续下去，“整体消费者价格通胀将再次攀升”。
韩国	韩国央行	将维持紧缩的货币政策，直至确信CPI能触及2%这一通胀目标；预计韩国通胀将在2024年四季度或稍晚达到通胀目标；重申如有必要将采取市场稳定措施；将对外汇市场的羊群行为做出应对。
日本	植田和男 日本央行行长	必须谨慎关注金融和外汇市场的动向以及对日本经济和物价的影响，经济和物价的不确定性仍然非常高。

来源：财联社，金十数据，华福证券研究所整理

8 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