

美国消费持续火热，日本央行言不由衷

定期报告

华金宏观·双循环周报（第80期）

投资要点

- ◆ **Q3 美国 GDP 超预期，消费火热或令高增长持续更久。24Q3 美国 GDP 同比增长达 2.7%，居民商品和服务消费均呈现火热状态是主要推升因素，当前其政策三角组合影响下，高增长趋势或持续更长时间，美联储 12 月或需上修经济预测、下修失业率展望。**美国政府采取“高财政赤字+货币宽松+保护主义产业政策”的罕见政策组合，正在通过持续刺激消费并转化为更大比例的本土制造业供给的方式，大幅提升了美国经济“高增长+高通胀”模式长期化的概率。加之美联储降息周期已经开启，美国房地产市场极有可能迎来反弹，上述因素的共同作用之下，短期内预计美国经济大幅降温的风险极低，反而有较大概率维持高位黏性，并可能大幅制约美联储的降息幅度。美联储有极大概率将于 12 月 FOMC 会议公布的经济预测材料中大幅上修 24Q4 和 25Q4 的实际 GDP 增速预测，并对应下修失业率预测，由此可能相应修改降息路径展望。
- ◆ **10 月小非农超预期走强，正式数据可能亦凸显劳动力市场紧张。**领先于美国非农就业数据数日公布的美国 10 月 ADP 新增就业人数大幅超出市场预期，尽管存在一定偏差，但自 23 年 8 月以来美国正式的非农就业情况基本保持着比 ADP 更为强劲但方向一致的趋势，这可能意味着 10 月正式数据也大概率呈现劳动力市场再度趋紧的表现，密切关注将于北京时间今日晚间公布的美国 10 月非农就业数据。
- ◆ **耐用品支撑美国核心 PCEPI 黏性，欧元区核心通胀却加速回落。**美国核心 PCEPI 同比连续第三个月持平于 2.7% 高位，耐用品同比跌幅收窄、服务消费受薪资驱动维持高位是两大主要原因，与美国经济当前所呈现的消费需求旺盛、劳动力市场重新趋紧的态势相匹配，通胀高位黏性可能比市场前期预期更大。于此同时，欧元区 10 月核心 HICP 同比在基数走低的背景下并未获得反弹，而是持平于 9 月低位，或显示欧元区居民消费需求低于欧央行此前的乐观预期。一旦此种情况持续下去，在年底前最后一轮的 12 月货币政策会议上欧央行可能会对降息 25-50BP 的两种可能性都保持开放态度，以期尽快促进消费需求回升。展望至 2025 年底，欧央行内需孱弱的结构缺乏改善性政策因素，欧央行全年降息幅度可能大于美联储，由此可能对美元指数形成震荡上行的推力。
- ◆ **日央行按兵不动表态中性日元暂升，但通胀再度下行风险正在加大。**日本央行 10 月会议决定按兵不动，会后表态较为中性，未如市场预期改变偏鹰基调，令日元近期跌势暂缓稍得喘息。但日本零售数据的疲弱表现、以及日本央行对汇率和通胀传导关系的明确阐述都开始传递出对其国内通胀再度下行风险升温的担忧，我们预计日本央行很可能在 2025 年因通胀再度回落而不得不逆转其今年以来的偏鹰立场，重新转向宽松，这可能意味着日元相对美元仍有较大幅度的贬值空间，美元指数如在 2025 年下半年重拾升势，较大概率突破前期高点。非美发达经济体需求萎缩、通胀加速降温的趋势与美国形成更加鲜明的对比；美联储 11 月 FOMC 会议将于总统大选后两日召开，出于维护货币政策立场独立性的角度以及当前经济循环偏热的共同考虑，美联储有一定概率在 11 月 FOMC 会议上表态超预期强硬，一旦此种情况发生，美元指数将再度迎来高位上行，并可能经过半年左右的震荡之后，于 2025 年下半年再度上冲。我们当前维持美联储将于年内剩下两次会议择一降息 25BP 的预测不变，美联储的降息路径受限后，美元指数一旦再度飙升，可能对人民币带来新一轮明显的外溢性贬值压力，并对我国货币宽松操作和债务杠杆上行的潜在空间形成一定约束。
- ◆ **风险提示：**美联储降息速度慢于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 5000 亿买断式逆回购：投放以长代短，降低利率波动——央行月度数量操作点评（2024.10） 2024.10.31
- 预期先于需求改善，PMI 重回景气区间——PMI 点评（2024.10） 2024.10.31
- 直面年末缺口，利率数量归位——人民银行启动买断式逆回购工具点评 2024.10.28
- 低通胀深度拖累利润，稳增长重在优化内需——工业企业利润点评（2024.9） 2024.10.28
- 财政收支明显改善，会持续多久？——财政数据点评（2024.9） 2024.10.26



内容目录

聚焦：美国消费持续火热，日本央行言不由衷	4
Q3 美国 GDP 超预期，消费火热或令高增长持续更久	4
10 月小非农超预期走强，正式数据可能亦凸显劳动力市场紧张	5
耐用品支撑美国核心 PCEPI 黏性，欧元区核心通胀却加速回落	5
日央行按兵不动表态中性日元暂升，但通胀再度下行风险正在加大	7
国内外经济追踪：商品房销售连续回暖，汽车消费表现向好	9
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	12

图表目录

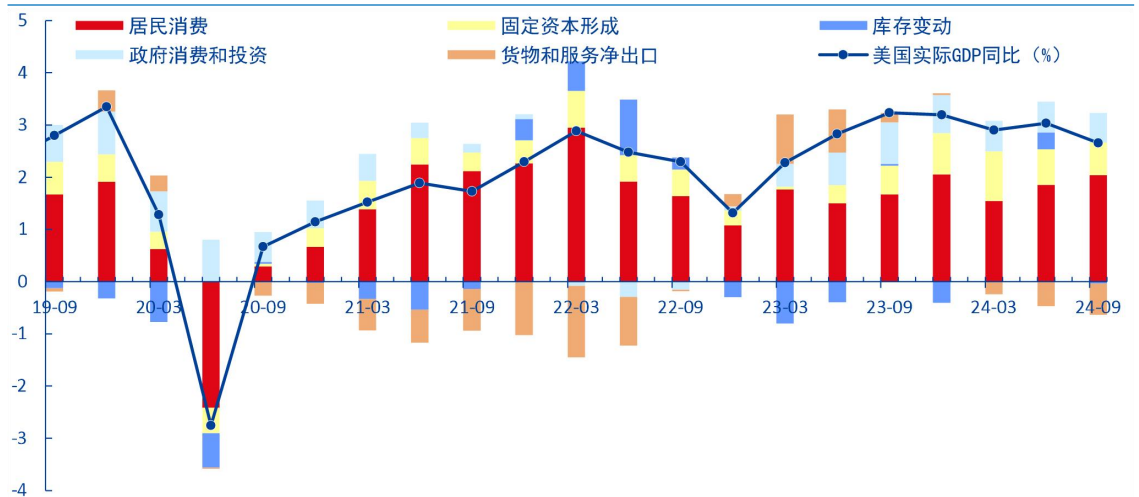
图 1: 美国实际 GDP 同比增速及贡献结构 (%)	4
图 2: 新增非农就业及新增 ADP 就业人数 (季调, 万人)	5
图 3: 美国核心 PCEPI 同比及贡献结构 (%)	6
图 4: 美国实际居民消费同比及贡献结构 (%)	6
图 5: 主要发达经济体核心 CPI 同比 (%)	7
图 6: 日本商品、服务、核心 CPI 与日元汇率同比变化之关系	8
图 7: Fed Watch 显示的美联储对应时间 FOMC 会议之后联邦基金利率中值预期 (%)	8
图 8: 30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比 (%)	9
图 9: 乘联会乘用车批零累计同比 (%): 零售累计同比有所回落	9
图 10: 乘联会新能源乘用车批零累计同比 (%)	9
图 11: 菜价果价 30DMA 同比 (%): 本周蔬果价格同比上行放缓	10
图 12: 猪肉价格同比 (%): 猪肉价格同比涨幅继续回落	10
图 13: 伦敦金现、LME 铜: 金价再攀新高、铜价有所上涨	10
图 14: 原油价格: 本周原油价格同步下跌	10
图 15: 美国当周初请失业金人数大幅下行	10
图 16: 美国原油产量维持于 1350 万桶	10
图 17: 美国 10 月“小非农”新增就业人数大幅超预期 (万人)	11
图 18: 发达经济体核心 CPI 同比 (%)	11
图 19: 全球股市: 本周除日经 225 外全球股指普遍下跌, A 股科创板 50 跌幅最深	12
图 20: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股房地产板块领涨, 国防军工板块跌幅较深	12
图 21: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股除通讯服务板块外均有下跌, IT 板块跌幅较深	12
图 22: 美国国债收益率变动幅度: 截至 10 月 31 日, 美债收益率表现分化, 短端收益率有所下行	13
图 23: 中国国债收益率变动幅度: 截至 10 月 31 日, 1Y 收益率小幅上行, 中长端收益率普遍下跌	13
图 24: 截至 10 月 31 日, 中债短端收益率上行 1BP (%)	13
图 25: 截至 10 月 31 日, 中美 10Y 利差继续扩大 (%)	13
图 26: 截至 10 月 31 日, 10Y 国开债与国债利差有所收窄 (%)	14
图 27: 截至 10 月 31 日, 1Y、3Y 信用利差均有扩大 (BP)	14
图 28: 美联储本周资产规模继续缩减 (USD bn)	14
图 29: 发达经济体主要央行政策利率 (%)	14
图 30: 全球汇率: 截至 10 月 31 日美元指数震荡持平	14
图 31: 本周人民币小幅升值	14

聚焦：美国消费持续火热，日本央行言不由衷

Q3 美国 GDP 超预期，消费火热或令高增长持续更久

24Q3 美国 GDP 同比增长达 2.7%，居民商品和服务消费均呈现火热状态是主要推升因素，当前其政策三角组合影响下，高增长趋势或持续更长时间，美联储 12 月或需上修经济预测、下修失业率展望。据当地时间 10 月 30 日美国经济分析局公布的最新数据，美国 24Q3 实际 GDP 同比（经季节调整，下同）小幅下行 0.3 个百分点至 2.7%，显著高于我们此前的预期（2.1%，这一预测与美联储 9 月会议后公布的经济预测中 24Q4 实际 GDP 同比 2.0% 的预测路径是基本匹配的），环比涨幅高达 0.7%。支撑三季度美国经济强劲增长的主要动力来自其旺盛的消费需求，24Q3 美国居民消费支出环比涨幅高达 0.9%，其中耐用品和非耐用品消费分别环比上涨达 2.0% 和 1.2%，分别创出近 6 个季度和 13 个季度的新高。私人总投资中，非住宅投资在保护主义产业政策的拉动下环比涨幅维持于 0.8% 的较高水平，显示美国本土供需循环韧性有所增加；而住宅投资环比-1.3%，虽然大幅弱于我们此前的预期（+0.5%），但由于美联储已经开启降息周期，预计未来美国房地产市场不会持续降温，有再度反弹的可能。除此之外，政府消费也在巨额财政赤字的拉动下环比增长高达 1.2%。当前，美国政府采取“高财政赤字+货币宽松+保护主义产业政策”的罕见政策组合，正在通过持续刺激消费并转化为更大比例的本土制造业供给的方式，大幅提升了美国经济“高增长+高通胀”模式长期化的概率：一方面，高赤字与宽货币直接带来美国居民足够稳定的收入预期、财富效应并支撑火热的消费支出；另一方面，保护主义产业政策试图将美国国内消费需求更多地对接于美国本土供给，造成制成品价格上行，而由此导致的劳动力市场持续偏紧，又通过薪资高增进一步向与之相关度极高的非耐用品和服务消费价格形成传导。加之美联储降息周期已经开启，美国房地产市场极有可能迎来反弹，上述因素的共同作用之下，短期内预计美国经济大幅降温的风险极低，反而有较大概率维持高位黏性，并可能大幅制约美联储的降息幅度。美联储有极大概率将于 12 月 FOMC 会议公布的经济预测材料中大幅上修 24Q4 和 25Q4 的实际 GDP 增速预测，并对应下修失业率预测，由此可能相应修改降息路径展望。我们维持美联储年内再降息 1 次 25BP 的预测。

图 1：美国实际 GDP 同比增速及贡献结构（%）

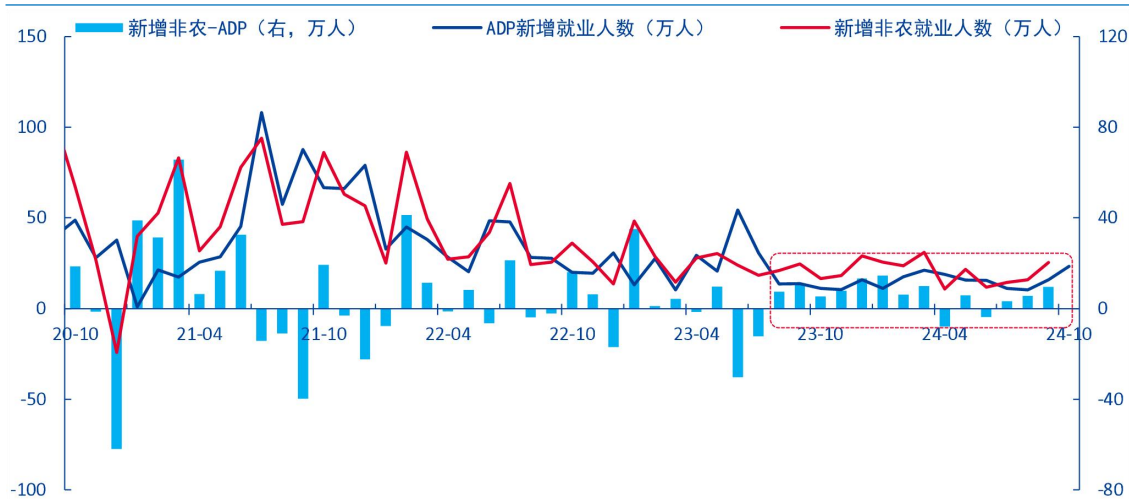


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

10月小非农超预期走强，正式数据可能亦凸显劳动力市场紧张

领先于美国非农就业数据数日公布的美国**10月ADP**新增就业人数大幅超出市场预期，尽管存在一定偏差，但自**23年8月**以来美国正式的非农就业情况基本保持着比**ADP**更为强劲但方向一致的趋势，这可能意味着**10月正式数据**也大概率呈现劳动力市场再度趋紧的表现。当地时间**10月30日**公布的素有美国“小非农”之称的**10月ADP**新增就业人数（季调，下同）高达**23.3万人**，大幅超出市场此前的预期。尽管**ADP**与实际非农就业人数之间存在一定偏差，但自**2023年8月**以来新增非农就业人数除个别月份外基本较**ADP**更高。此外，**10月ADP**新增就业的改善是普遍性的，除制造业小幅减少**1.9万人**以外，其余主要行业均有不同程度改善，其中，教育和健康服务业以及贸易交通公用事业的新增就业分别高达**5.3万人**和**5.1万人**，在**9月**本就不弱的基础上再度提升。正如我们在上文所述，当前美国政府采取的三角政策组合正视图将其旺盛的国内消费需求转化为更大比例的国内供给，由此可能持续拉动劳动力市场需求并造成劳动力市场的持续偏紧。尽管**10月初**美国就业市场受飓风短暂冲击，但正式的新增非农就业仍极有可能保持强劲增长，密切关注将于北京时间今日晚间公布的美国**10月**非农就业数据。

图2：新增非农就业及新增ADP就业人数（季调，万人）



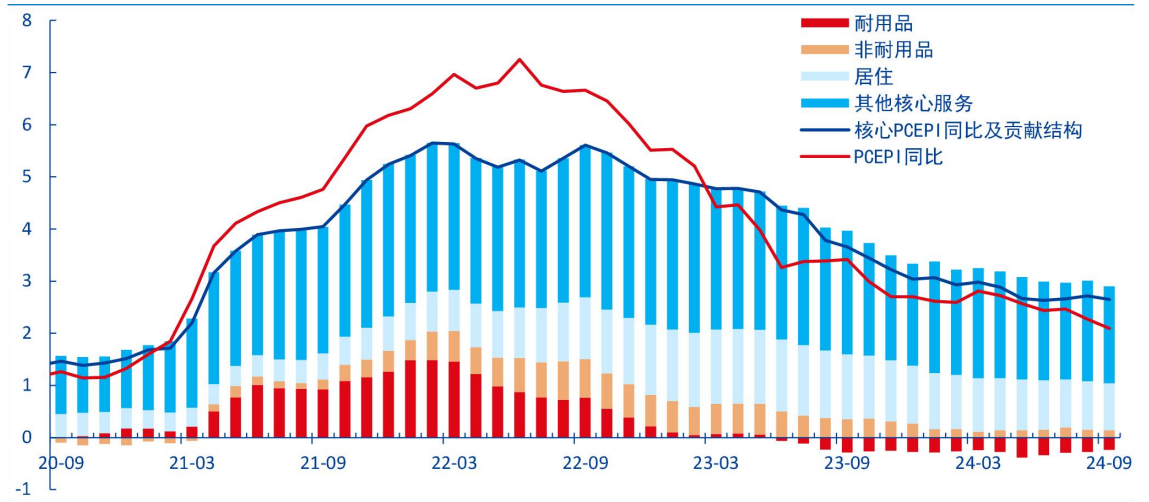
资料来源：CEIC，华金证券研究所

耐用品支撑美国核心PCEPI黏性，欧元区核心通胀却加速回落

美国核心**PCEPI**同比连续第三个月持平于**2.7%**高位，耐用品同比跌幅收窄、服务消费受薪资驱动维持高位是两大主要原因，与美国经济当前所呈现的消费需求旺盛、劳动力市场重新趋紧的态势相匹配，通胀高位黏性可能比市场前期预期更大。据当地时间**10月31日**美国经济分析局公布的最新数据，美国居民**9月**核心**PCEPI**同比连续第三个月持平于**2.7%**，作为美联储最重要的通胀参考数据，核心**PCEPI**的高位黏性可能削减美联储本轮降息的潜在幅度。从数据结构来看，**9月**美国核心**PCEPI**中耐用品的拖累稍有减轻至**-0.2**个百分点。扣除价格因素后，美国**9月**实际居民消费同比连续第二个月小幅回升**0.1**个百分点至**3.1%**，其中，耐用品的贡献较**8月**小幅回落**0.04**个百分点，非耐用品的贡献则大幅提升**0.08**个百分点。两数据结合来看，不但与美国**Q3**实际**GDP**同比高增的需求结构指向一致，反映当前美国居民的消费需求仍处于较为旺盛的区间；还体现出耐用品价格水平在美国对华进一步限制性贸易措施落地之前，已经开

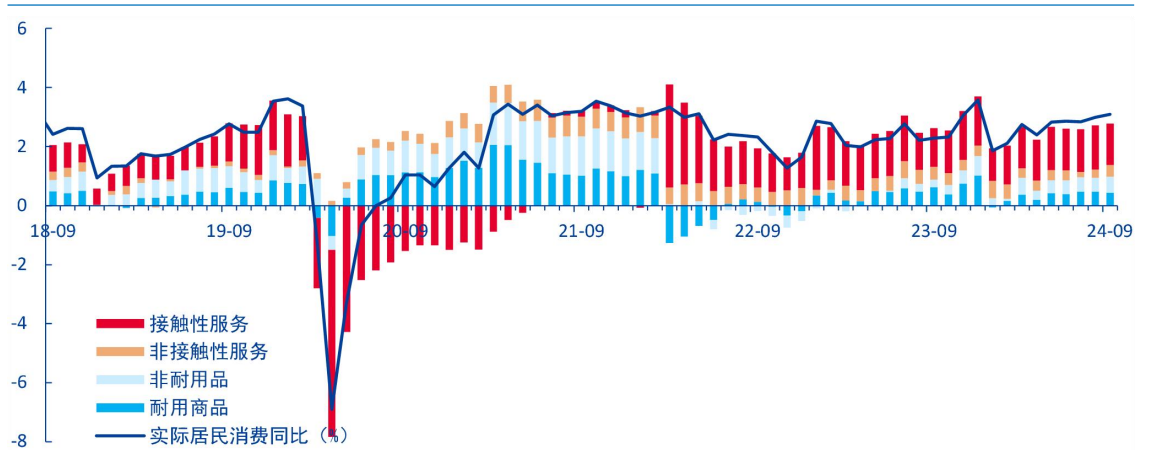
始提前上涨。考虑到美国政策大概率将延续当前的政策组合，预计后续高增长+高通胀的模式将延续较长时间，并给美联储降息带来额外的考验。

图 3: 美国核心 PCEPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

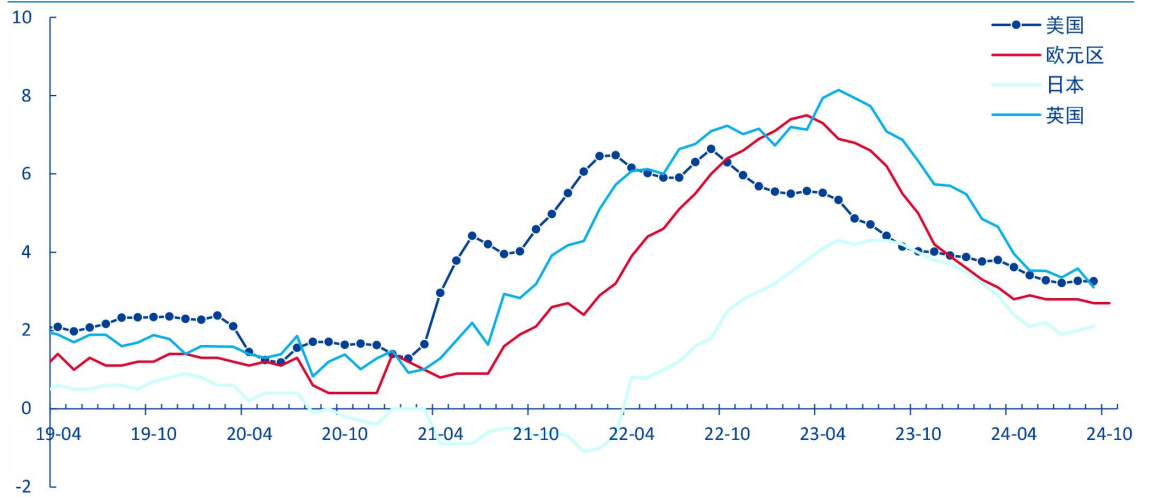
图 4: 美国实际居民消费同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020.3-2022.2 为两年平均增速

于此同时，欧元区 10 月核心 HICP 同比在基数走低的背景下并未获得反弹，而是持平于 9 月低位，或显示欧元区居民消费需求低于欧央行此前的乐观预期，我们展望欧央行年底至 2025 年可能采取较美联储更快、幅度更大的降息路径以应对内需不足的困境。据当地时间 10 月 31 日公布的最新数据，尽管本轮降息周期开启至今欧央行已分别于 6 月、9 月、10 月各降息 25BP，但尚未能改变欧元区居民消费需求持续低迷的态势，欧元区 10 月 HICP 同比在基数明显走低的情况下持平于 2.7% 的近 33 个月低位，并未迎来反弹，此前欧央行在 10 月会议提出的通胀连续下行与经济加速降温之间相互强化的担忧正在逐步变成现实。一旦此种情况持续下去，在年底前最后一次的 12 月货币政策会议上欧央行可能会对降息 25-50BP 的两种可能性都保持开放态度，以期尽快促进消费需求回升。展望至 2025 年底，欧央行内需孱弱的结构缺乏改善性政策因素，欧央行全年降息幅度可能大于美联储，由此可能对美元指数形成震荡上行的推力。

图 5：主要发达经济体核心 CPI 同比 (%)

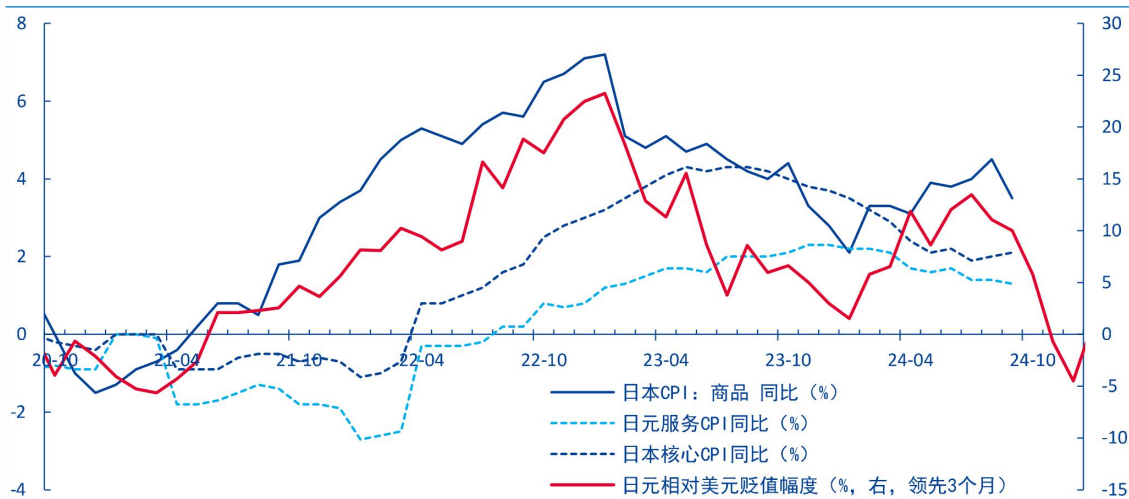


资料来源：CEIC，华金证券研究所

日央行按兵不动表态中性日元暂升，但通胀再度下行风险正在加大

日本央行 10 月会议决定按兵不动，会后表态较为中性，未如市场预期改变偏鹰基调，令日元近期跌势暂缓稍得喘息。但日本零售数据的疲弱表现、以及日本央行对汇率和通胀传导关系的明确阐述都开始传递出其国内通胀再度下行风险升温的担忧，我们预计日本央行很可能在 2025 年因通胀再度回落而不得不逆转其今年以来的偏鹰立场，重新转向宽松，这可能意味着日元相对美元仍有较大幅度的贬值空间，美元指数如在 2025 年下半年重拾升势，较大概率突破前期高点。10 月 31 日，日本央行在其最新一次货币政策会议上决定维持利率水平不变，符合市场预期。而市场一度期待的日本央行政策转向在本次会后并未明确发生，日本央行行长植田和男的表态维持中性立场，称“如果经济和通胀预测得以实现，日本央行将继续加息”。日本央行对经济活动和物价的展望评估中仍认为日本经济当前正以“高于潜在增长率的步伐”维持增长，但同时对于 2025 年通胀展望有所下修，其当前预计 2025 年 CPI 同比在 2% 左右。日本央行同时明确指出，经济活动和通胀都面临较高的不确定性，海外经济活跃度、原油等商品价格、以及本土企业的薪资价格设定路径是上述不确定性的主要来源，暗示对 2025 年其国内薪资增速能否连续第二年高增存有一定疑虑。此外，日本央行明确指出汇率在未来可能对通胀形成较过去更大程度的影响，直指输入性通胀与汇率表现反向的逻辑。今年以来，日元同比贬值幅度先是连续扩大，之后又随着日央行加息和频繁的汇率干预操作而转为跌幅收窄甚至近期同比接近转升，这意味着在内需总体缺乏增长动能的背景下，日本的输入性通胀现象很可能在未来几个月迅速降温，从而其商品通胀、核心通胀可能再度明显暴露出内需不足且缺乏财政刺激能力的困境，这可能令日央行不得不在 2025 年中之前被动改变其今年以来颇为强硬的偏鹰立场。事实上，与日本央行会议同日公布的日本 9 月零售销售环比已经出现大幅降温。一旦此种方向变化实现，美元指数可能重拾升势并大概率突破前期高点。

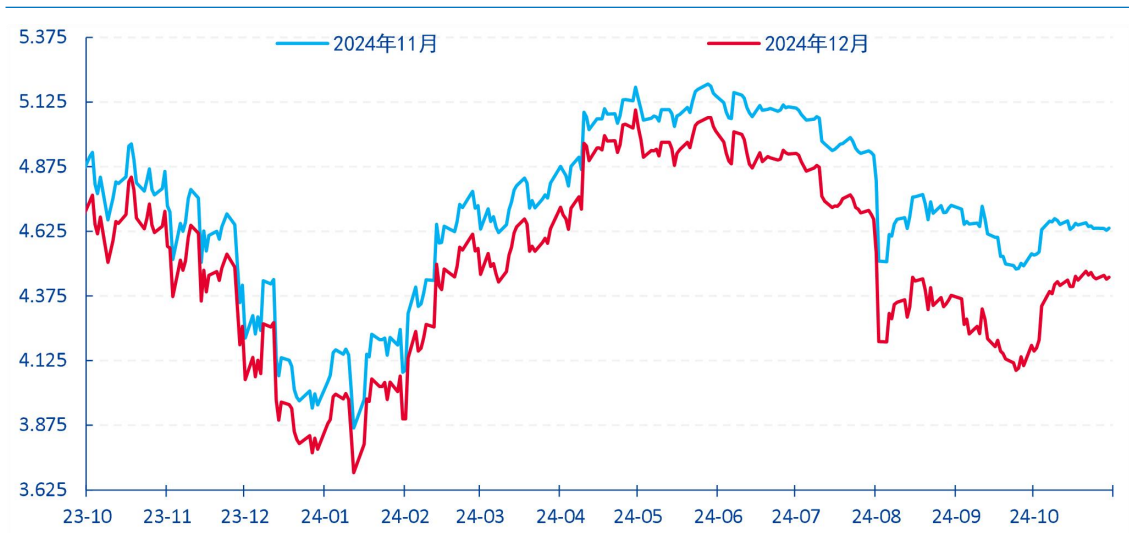
图 6：日本商品、服务、核心 CPI 与日元汇率同比变化之关系



资料来源：CEIC，华金证券研究所

非美发达经济体需求萎缩、通胀加速降温的趋势与美国形成更加鲜明的对比；美联储 11 月 FOMC 会议将于总统大选后两日召开，出于维护货币政策立场独立性的角度以及当前经济循环偏热的共同考虑，美联储有一定概率在 11 月 FOMC 会议上表态超预期强硬，一旦此种情况发生，美元指数将再度迎来高位上行，并可能经过半年左右的震荡之后，于 2025 年下半年再度上冲。我们当前维持美联储将于年内剩下两次会议择一降息 25BP 的预测不变，美联储的降息路径受限后，美元指数一旦再度飙升，可能对人民币带来新一轮明显的外溢性贬值压力，并对我国货币宽松操作和债务杠杆上行的潜在空间形成一定约束。

图 7：Fed Watch 显示的美联储对应时间 FOMC 会议之后联邦基金利率中值预期（%）



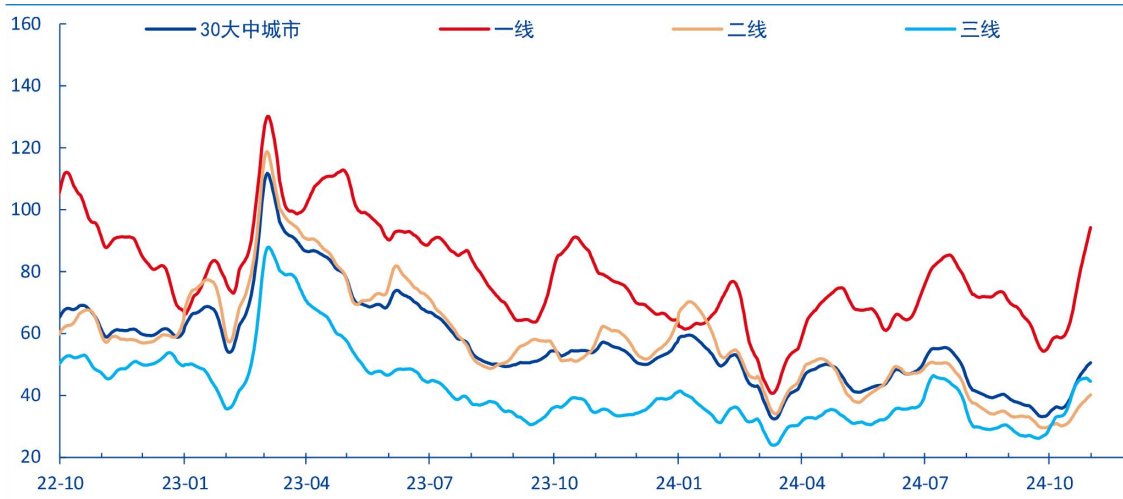
资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：美联储降息速度慢于预期风险。

国内外经济追踪：商品房销售连续回暖，汽车消费表现向好

商品房销售面积：自9月底本轮房地产市场政策大幅放松至今，商品房销售面积持续回升。截至10月31日，一线城市商品房销售面积已经恢复至疫情前数年同期均值的94.2%。

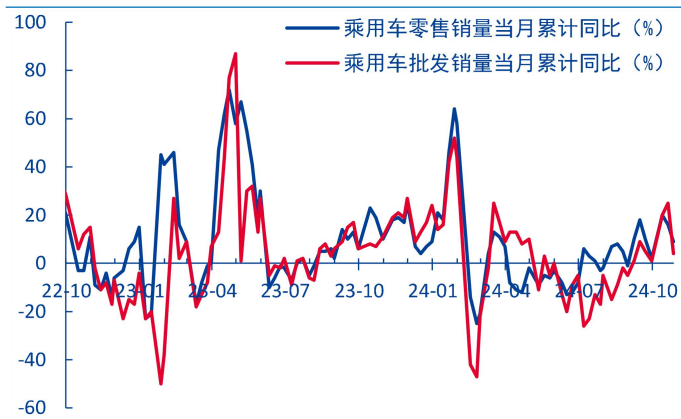
图8：30大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

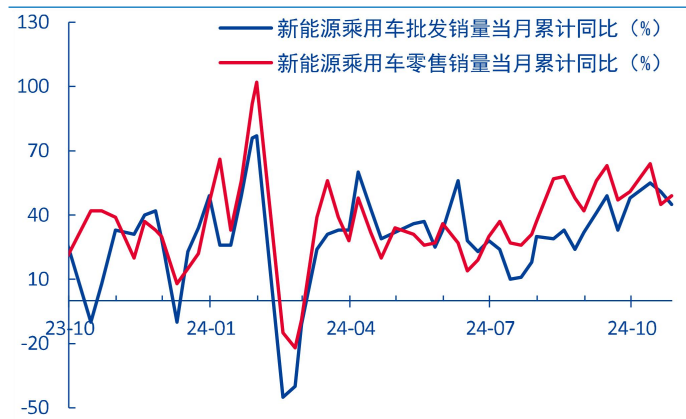
汽车消费：10月乘用车批零累计同比在较高基数影响下仍然较9月有一定改善，本轮加码补贴及地产放松对相关耐用品消费的拉动作用持续显现。据乘联会数据，截至10月27日，乘用车零售和批发销量当月累计同比增速分别达9.0%和4.0%，较9月底分别改善7.0和3.0个百分点，尽管有去年10月基数偏高的影响，但较9月仍有不小的改善，显示本轮“两新”加码补贴叠加地产放松对以汽车为代表的房地产市场相关耐用品消费改善起到了较好的拉动作用。

图9：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

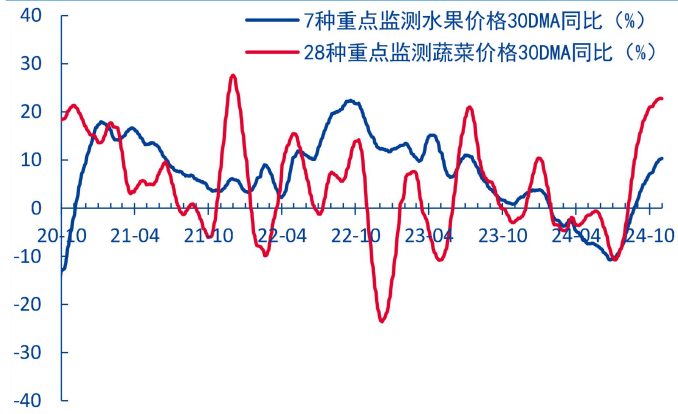
图10：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

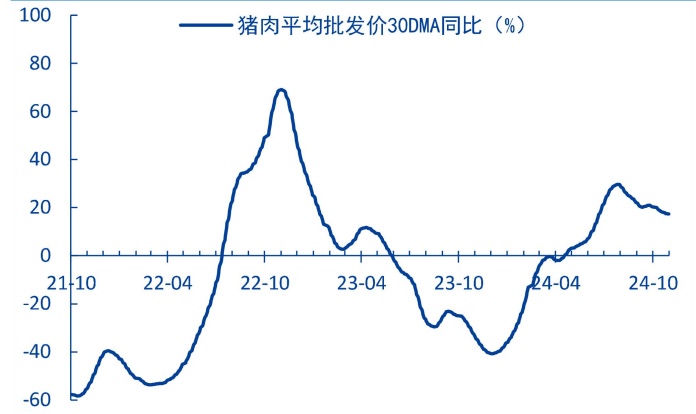
高频通胀指标：本周鲜菜、鲜果价格同比涨幅上行斜率持续放缓，猪肉价格同比增速继续回落。截至10月31日，鲜菜、鲜果30天均价同比分别上涨22.7%、10.3%，前者基本持平于上周，后者仅小幅扩大0.2个百分点，近几周来上行速度随鲜菜鲜果集中上市持续放缓；猪肉平均批发价趋于平稳，同比增速继续回落0.2个百分点至17.3%。

图 11: 菜价果价 30DMA 同比 (%) : 本周蔬果价格同比上行放缓



资料来源: Wind, 华金证券研究所

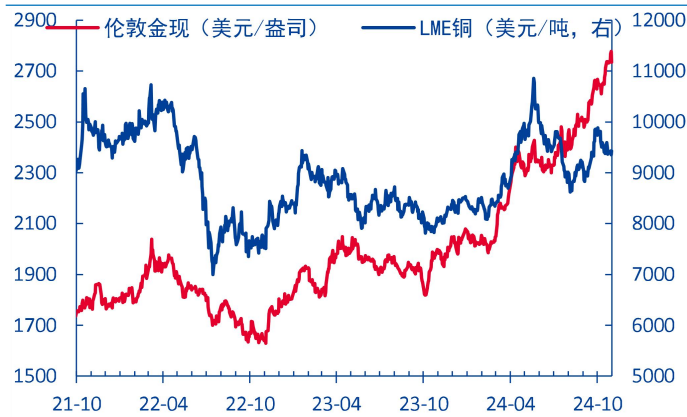
图 12: 猪肉价格同比 (%) : 猪肉价格同比涨幅继续回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

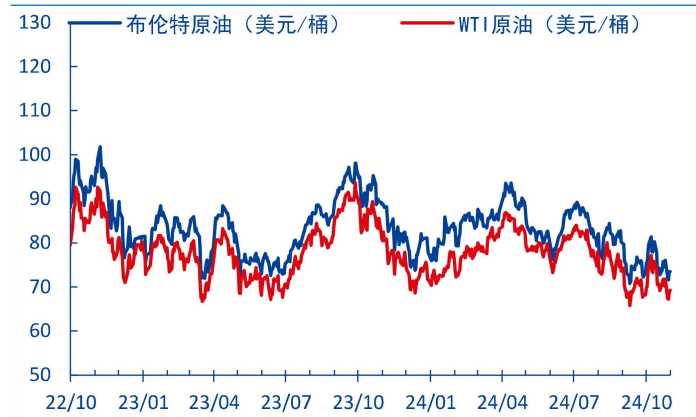
大宗商品: 金价再攀新高, 铜价有所上涨, 原油价格同步下跌。避险情节持续助推金价上涨, 周内黄金价格再创历史新高, 截至 10 月 31 日伦敦金现报收 2734.2 美元/盎司; LME 铜价格上涨 42.0 美元至 9427.0 美元/吨; 截至 10 月 31 日, 布油、WTI 原油价格同步下跌, 分别较上周五跌 2.6、2.5 美元至 73.46、69.26 美元/桶。

图 13: 伦敦金现、LME 铜: 金价再攀新高、铜价有所上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

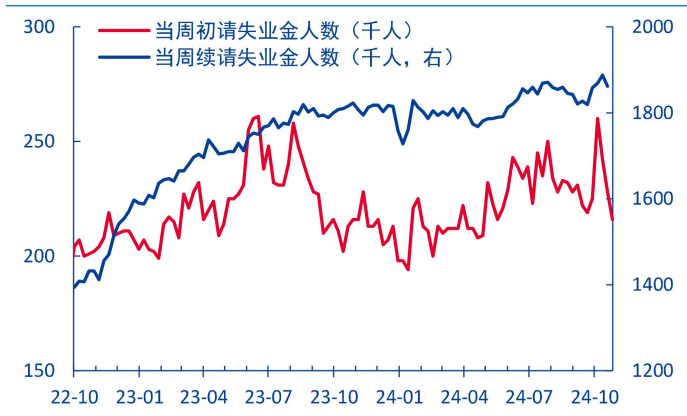
图 14: 原油价格: 本周原油价格同步下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

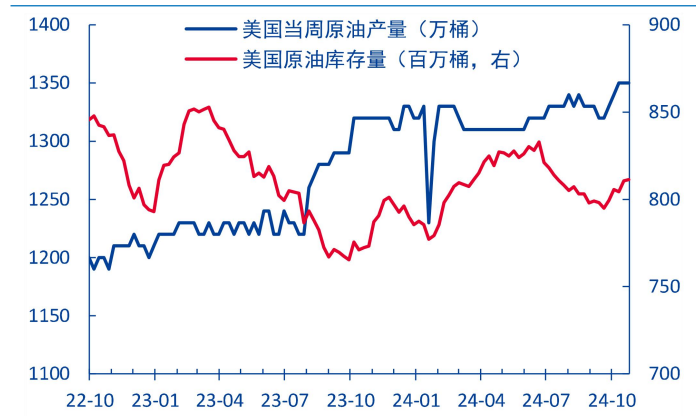
美国就业、能源产量及库存: 10 月第四周美国初请失业金人数 (季调) 大幅下行 1.2 万至 21.6 万人, 小幅上修第二周数据至 22.8 万人, 美国当前劳动力市场再度趋紧, 关注 10 月非农就业数据; 美国国内原油产量维持于 1350 万桶, 原油库存小幅回升。

图 15: 美国当周初请失业金人数大幅下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 美国原油产量维持于 1350 万桶



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

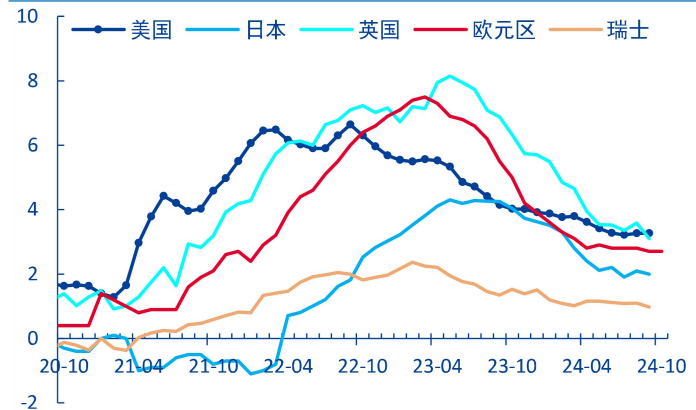
美国就业及全球通胀：美国 10 月 ADP “小非农” 数据超预期强劲，关注 10 月非农就业数据。美国 10 月 ADP “小非农” 新增就业人数（季调后）高达 23.3 万人，大幅超出市场此前的预期。尽管欧元区已经连续降息两次，但欧元区 10 月核心 HICP 同比 2.7% 并未明显反弹，非美发达国家通胀加速回落已经成为事实。

图 17：美国 10 月 “小非农” 新增就业人数大幅超预期（万人）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

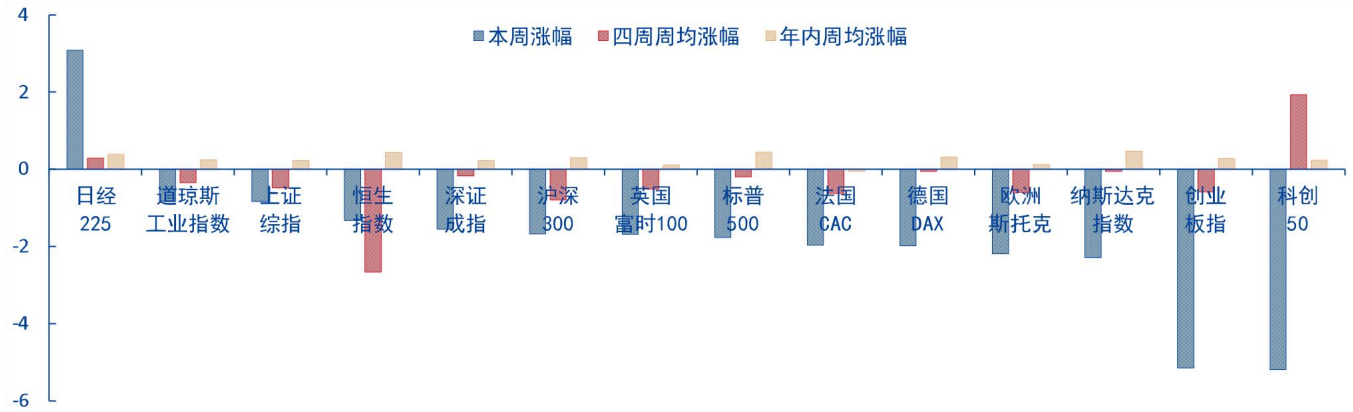
图 18：发达经济体核心 CPI 同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

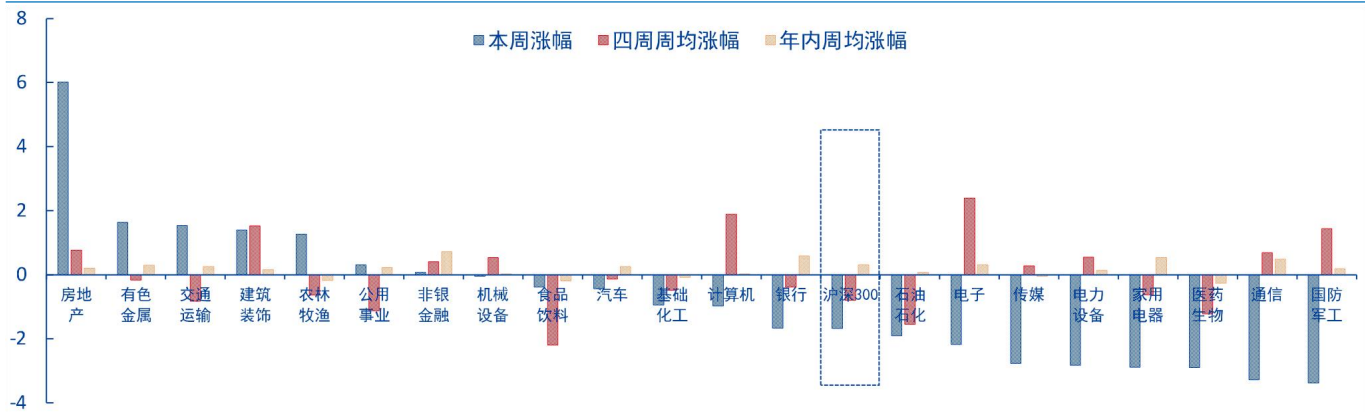
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 19: 全球股市: 本周除日经 225 外全球股指普遍下跌, A 股科创 50 跌幅最深



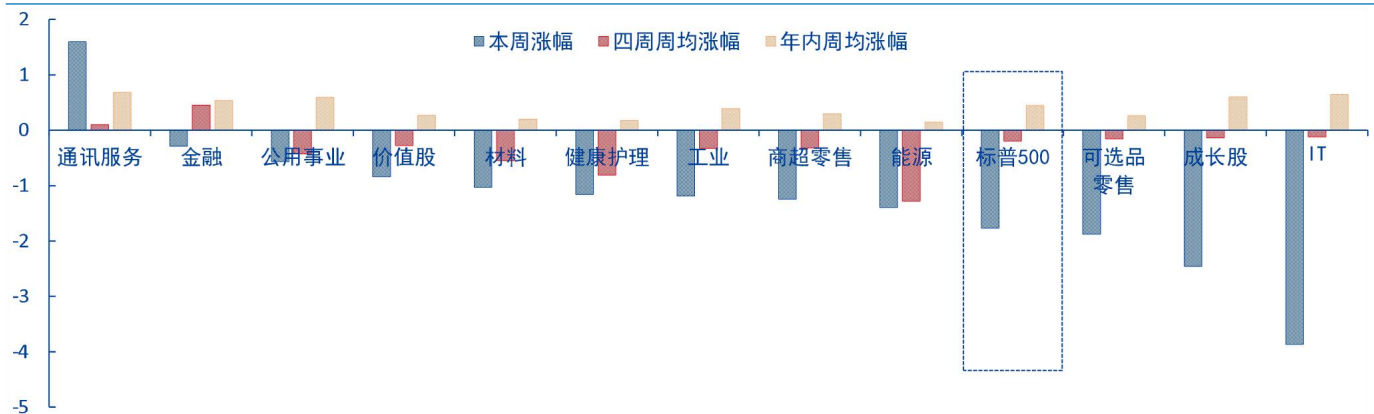
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股房地产板块领涨, 国防军工板块跌幅较深



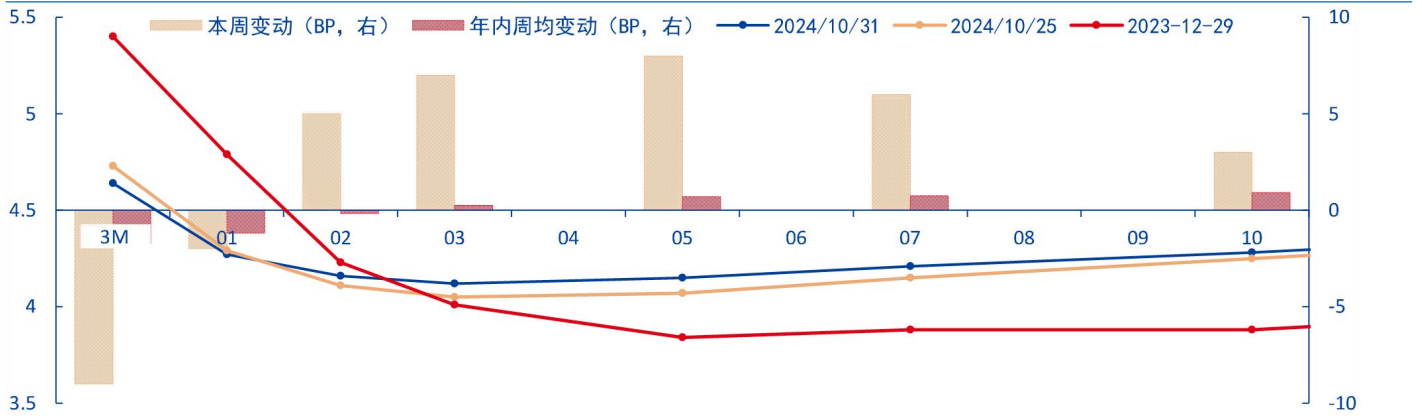
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股除通讯服务板块外均有下跌, IT 板块跌幅较深



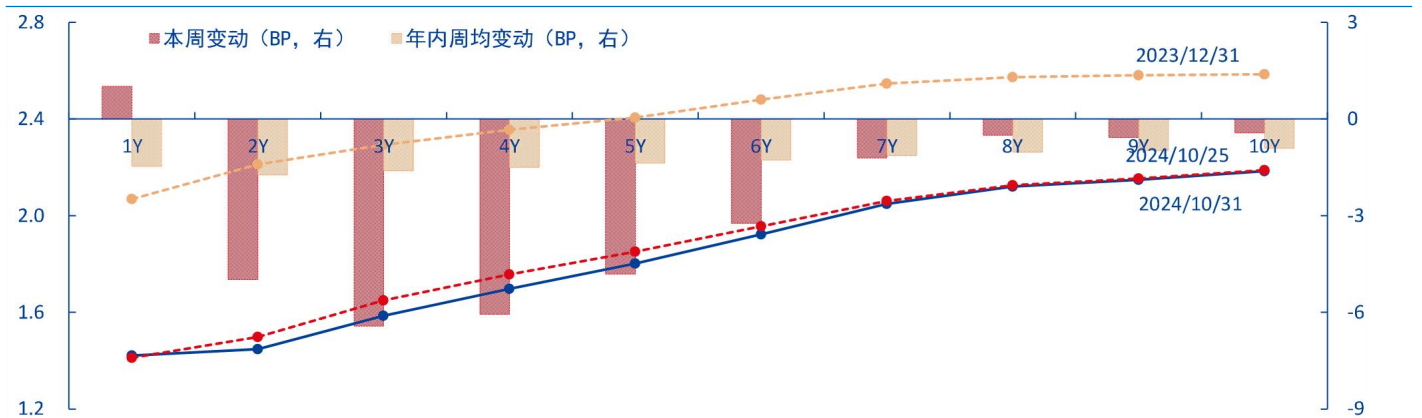
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 美国国债收益率变动幅度: 截至 10 月 31 日, 美债收益率表现分化, 短端收益率有所下行



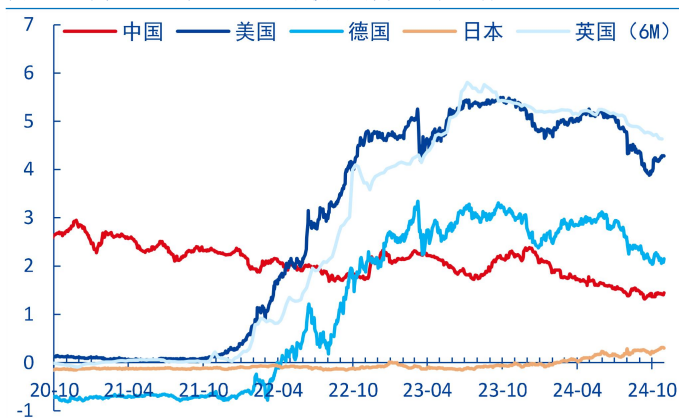
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 中国国债收益率变动幅度: 截至 10 月 31 日, 1Y 收益率小幅上行, 中长端收益率普遍下跌



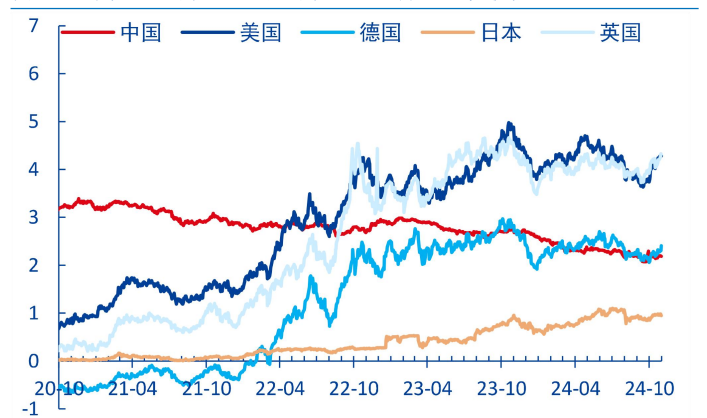
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 截至 10 月 31 日, 中债短端收益率上行 1BP (%)



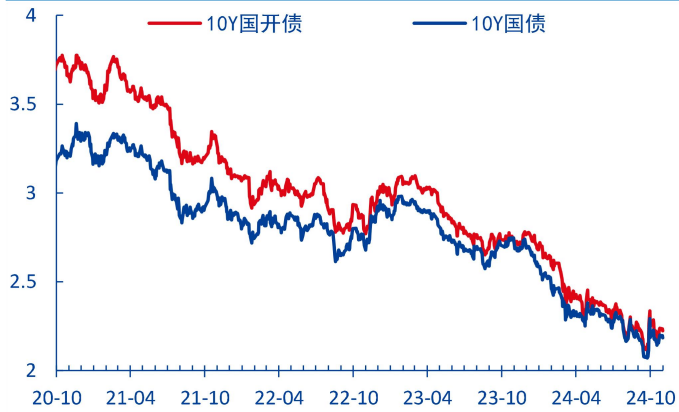
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 截至 10 月 31 日, 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



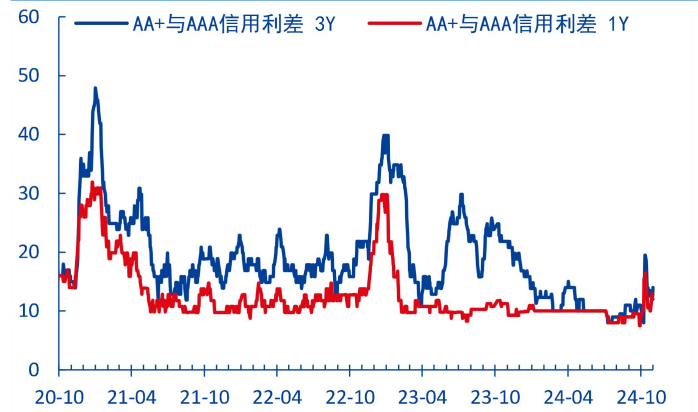
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 截至 10 月 31 日, 10Y 国开债与国债利差有所收窄 (%)



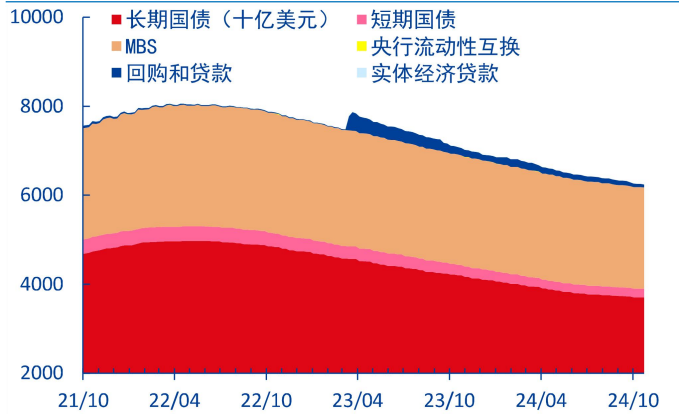
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 截至 10 月 31 日, 1Y、3Y 信用利差均有扩大 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 美联储本周资产规模继续缩减 (USD bn)



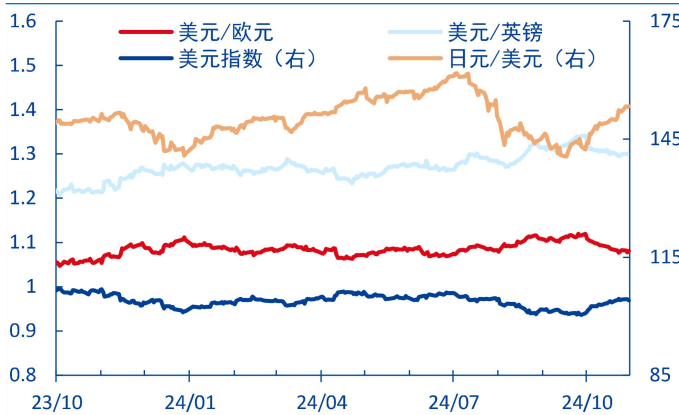
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 发达经济体主要央行政策利率 (%)



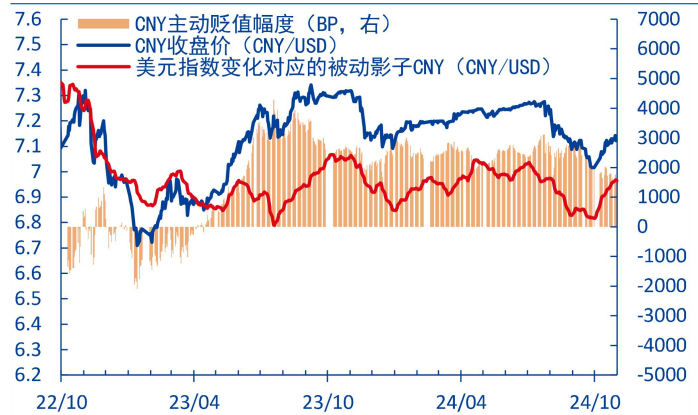
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 全球汇率: 截至 10 月 31 日美元指数震荡持平



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 31: 本周人民币小幅升值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn