

美元强势，把握出口产业及交运机会

核心要点：

- **美元指数走强趋势确立。**三个要因支持美元指数趋势上行：
 - ✓ **美国经济超预期的可能性非常大。**进入 2014 年 2 季度以来，美国就业市场持续改善、消费者信心不断攀升是支持美国经济持续改善的主要动力。考虑到美国劳动力市场复苏强劲、企业资本开支扩张、页岩气革命和 3D 新科技成功等有利因素，美国经济进一步向好的动力仍在。
 - ✓ “美国紧、欧日宽”的货币政策分化趋势将进一步助力美元指数走强。
 - ✓ 美元走强及其催生的大宗商品价格下滑，有利于抑制国内的通胀压力，从而支持美联储以渐进、缓慢的步伐使货币政策从过度宽松回归常态。
- **强势美元兑中国经济的影响。**
 - ✓ 中国主要的对外贸易主体主要是美国、欧盟与日本。近两年内，因美国和欧洲通过宽货币来发展国家和地方经济已经初见成效，为两地贸易的复苏奠定了基础。
 - ✓ **资本账户外汇流出压力增加。**受美联储货币政策转向的影响，目前国际资本流动主要呈现撤离新兴经济体、向美国回流的态势。考虑到美国经济扩张、中国经济稳中下行以及进一步降息的宽货币政策三个主要因素来看，明年资本账户外汇流出的压力仍然很大，需要密切关注央行稳定汇率的态度。
 - ✓ **外汇占款增速下降趋势下，央行成为主要基础货币供给渠道。**中央经济工作会议中，明确提出“积极的财政政策要有力，货币政策要更加注重松紧适度”。考虑到明年经济增速下滑以及资本账户外汇流出双重压力，以及政府也一直强调“下调社会融资成本”的问题，会议中的“力度”和“适度”都意味着会用更加宽松的货币政策和积极的财政政策来稳定经济增长。因此明年利率和准备金存在着下调空间和下调动力。
- **强势美元下的大类资产配置。**(1) 看多美元；(2) 看空大类资产；(3) 对中国 A 股市场的影响：宽松货币政策护航 A 股；大宗商品下跌，利好资源类制造业；交运受益于油价下跌；出口型企业或受益于人民币相对贬值，包括灯具、家电、玩具、纺织衣料、高端装备。重点推荐：东方航空、中材国际、佳都科技、海澜之家。

分析师

孙建波 博士 首席策略分析师

☎：(8610) 83571306

✉：sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511040002

殷睿 策略研究员

☎：(86755) 82837691

✉：yinrui@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514110002

中国银河证券策略团队

(孙建波、秦晓斌、姚玘、殷睿
孙勇、丁文、孙思慧)

目 录

1、美元指数走强趋势确立	3
1.1 美国经济复苏超预期的可能性非常大	3
1.2 美国与欧日货币政策的分化加大	10
1.3 美元升值有助于放缓国内通胀	12
2、强势美元对中国经济的影响	12
2.1 美国经济复苏有助提振我国出口	12
2.2 资本账户外汇流出压力加大	13
2.3 流动性上更依赖国内货币政策	14
3、强势美元下的大类资产配置	16

插图目录

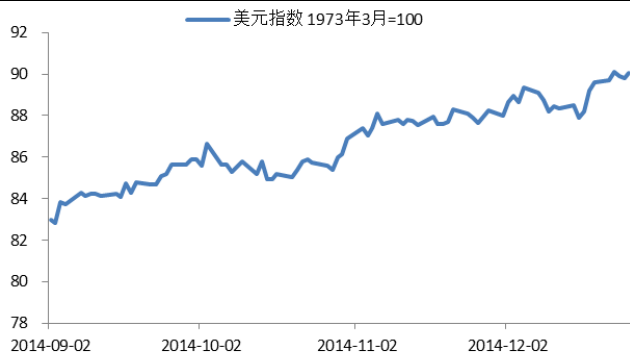
图表 1 23 日美元指数突破 90 大关	3
图表 2 实际美元指数也即将突破 90	3
图表 3 美国 3 季度 GDP 增速持续上升	4
图表 4 GDP 各项分类指标的增速仍保持较高水平	4
图表 5 个人消费支出仍是美国经济的主要构成	4
图表 6 金融危机后私人 and 政府投资、净出口占比大幅提升	4
图表 7 美国 PMI 指数稳步提升	4
图表 8 美国持续领取失业金人数降至金融危机前水平	4
图表 9 美国非金融部门杠杆逐步修复	5
图表 10 美国私人部门投资增速稳健增长	5
图表 11 金融危机后美国进口弹性小幅下降	5
图表 12 美国联邦基准利率处于历史最低位水平	5
图表 13 制造业动能指数处于阶段性高位	6
图表 14 美国制造业国内订单较出口订单强劲	6
图表 15 金融危机后劳动者报酬大幅下降	6

图表 16	美国全人口年龄中位数仅为 37.6 岁	6
图表 17	美国劳动人口占比维持在较高水平	7
图表 18	美国具备工作意愿的人群稳步攀升	7
图表 19	美国就业率稳步攀升	7
图表 20	美国职业移民占总移民比重持续增加	7
图表 21	GC001 走势（上交所质押式国债回购，期限为 1 天）	8
图表 22	美国天然气产量自 2005 年后快速增加	8
图表 23	美国页岩气产量保持较高增速	8
图表 24	半年时间原油价格跌破 70 美元	9
图表 25	美国天然气出口价也呈下降趋势	9
图表 26	3D 打印产值高速增长	9
图表 27	Wohlers 预测 3D 行业 14-20 年复合增速在 30%以上	9
图表 28	欧元区制造业和服务业 PMI 均出现景气萎缩	10
图表 29	欧元区零售业仍在景气线下	10
图表 30	欧元区投资信心仍显不足	10
图表 31	欧洲央行资产负债表尚未大幅扩张	10
图表 32	日本 3 季度 GDP 环比折年率为-1.9%	11
图表 33	日本固定资本形成贡献率持续负增长	11
图表 34	日本国家政府债务快速扩张	11
图表 35	日本国家政府债务达到 212%	11
图表 36	美国 CPI 同比增速保持在 2%以下	12
图表 37	美国食品类 PPI 仍存在一定的上涨隐患	12
图表 38	美国和欧盟是我国最大的两个进出口贸易地区	12
图表 39	下半年起对美出口占比大幅回升	12
图表 40	购进价格指数持续下降	13
图表 41	工业品出厂价格指数被传导下降	13
图表 42	全球出口贸易规模占 GDP 比重	13
图表 43	全球出口增速弹性较大	13
图表 44	9 月起人民币相对美元大幅贬值	14
图表 45	央行公布降息后人民币贬值明显	14
图表 46	11 月实现贸易顺差 544.7 亿美元	14
图表 47	11 月外汇占款仅增加 21.7 亿元	14
图表 48	外汇占款变动幅度大幅收缩	15
图表 49	今年下半年央行在银行间的投放偏谨慎	15
图表 50	11 月人民币汇率指数仍保持坚挺上行	15
图表 51	NDF12 个月已显示出人民币贬值的趋势	15

1、 美元指数走强趋势确立

美元指数本周延续了上一周的强势表现，继 23 日刷新 7 年半高点 90.16 后，26 日收盘也再度站稳 90 关口，收报 90.03。从中短期因素上看，支持美元指数继续走强的动力仍在。

图表 1 23 日美元指数突破 90 大关



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 2 实际美元指数也即将突破 90



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

1.1 美国经济复苏超预期的可能性非常大

(1) 美国经济数据持续改善

美国三季度 GDP 终值由 3.9%大幅上修至 5.0%，达 11 年以来最快增速，显示了美国经济强大的复苏动力。私人消费与投资强劲扩张，贡献度分别大幅上修 0.99 与 1，是带动 GDP 大幅上修 1.1 个百分点的主因。政府支出略有下修但仍然占很大比重，出口受全球经济拖累，进口受内需提振影响。总体来看，三季度 GDP 增速的提升动力主要包括联邦政府支出增加、个人消费支出增加、进口下降等。

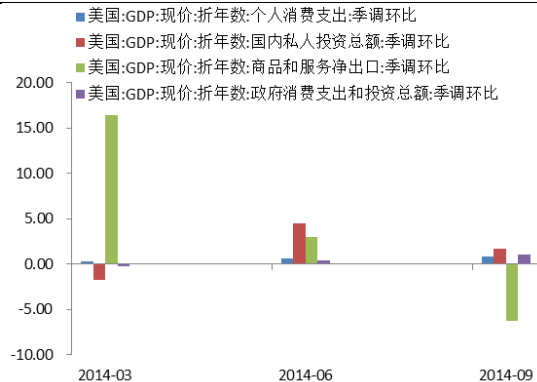
进入 2014 年 2 季度以来，美国就业市场持续改善、消费者信心不断攀升是支持美国经济持续改善的主要动力。考虑到美国劳动力市场复苏强劲、制造业景气度仍远在荣枯线之上，我们认为美国经济向好的迹象不改。这种不断转向积极的经济数据显然已经被美联储所看到，从坚持货币宽松的立场转向明确加息周期，尽管步伐和节奏尚未明晰。我们认为这种转变是促使投资者不断修正对美联储加息的预期。

图表 3 美国 3 季度 GDP 增速持续上升



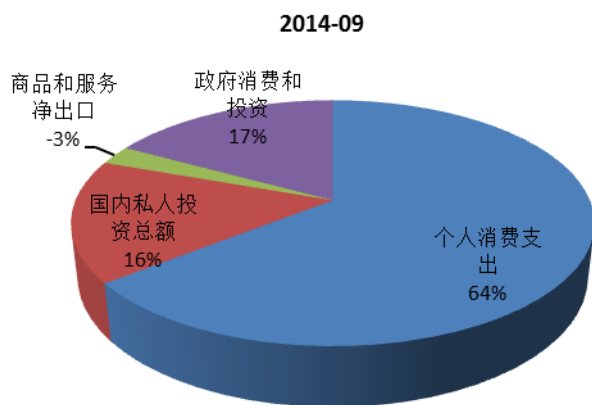
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 4 GDP 各项分类指标的增速仍保持较高水平



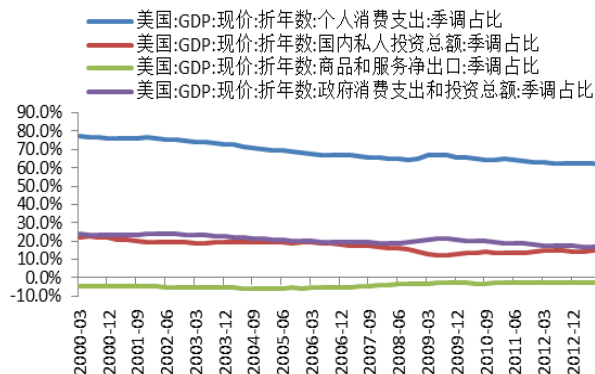
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 5 个人消费支出仍是美国经济的主要构成



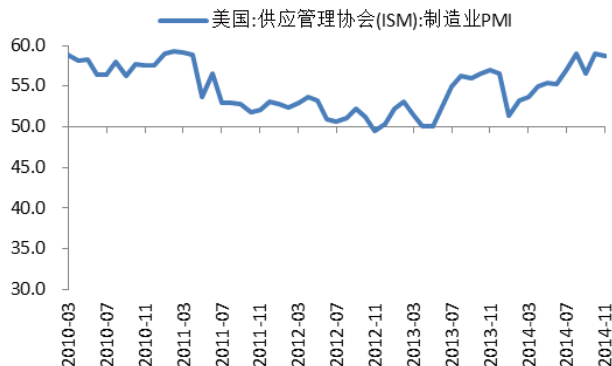
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 6 金融危机后私人投资、净出口占比大幅提升



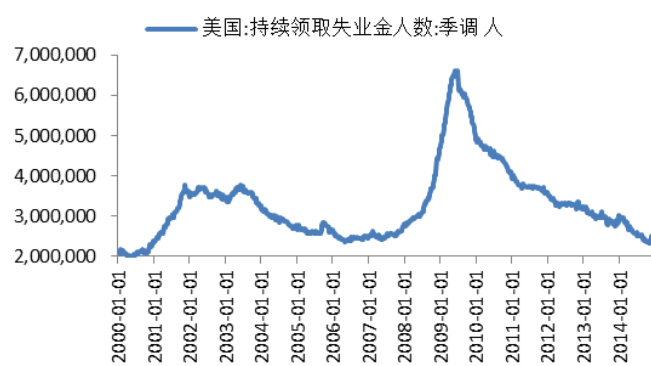
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 7 美国 PMI 指数稳步提升



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 8 美国持续领取失业金人数降至金融危机前水平



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

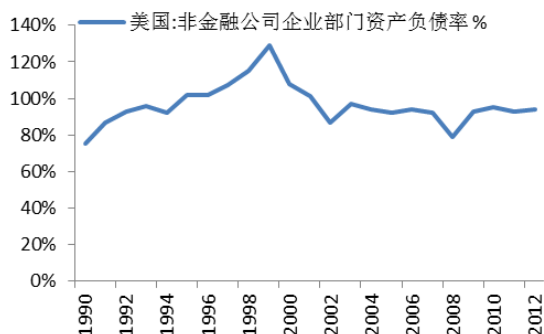
(2) 企业资本开支扩张支持经济快速增长

受益于美国新技术创新、劳动力结构和劳工市场的灵活度，后金融危机里，美国私人部门杠杆快速修复。其中，企业资本开支项目迅速增长，一方面增加国内制造业的进口替代实力，另一方面为经济的快速恢复提供大力支持。

目前美国非金融公司企业部门的资产负债率已经修复至金融危机前水平。2012 年末非金融公司企业部门资产负债率为 94%，低于 2000 年以来的平均 96% 水平。从经济分项数据上看，企业杠杆扩张主要用在房地产投资和企业固定资产投资上，因此两者增速远高于个人消费部门。

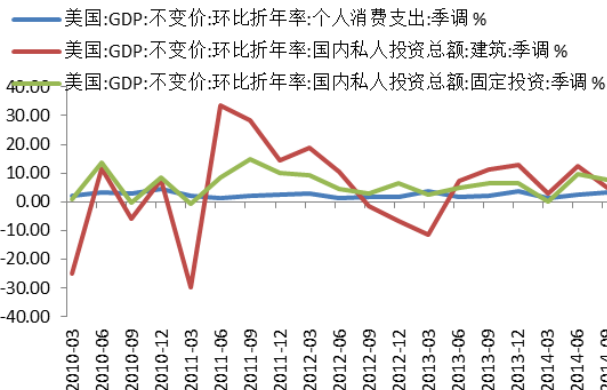
目前美国制造业的企业信心、银行放贷条件、企业负债率等指标都处于极优水平，企业资本开支的扩张有望进一步加大。

图表 9 美国非金融部门杠杆逐步修复



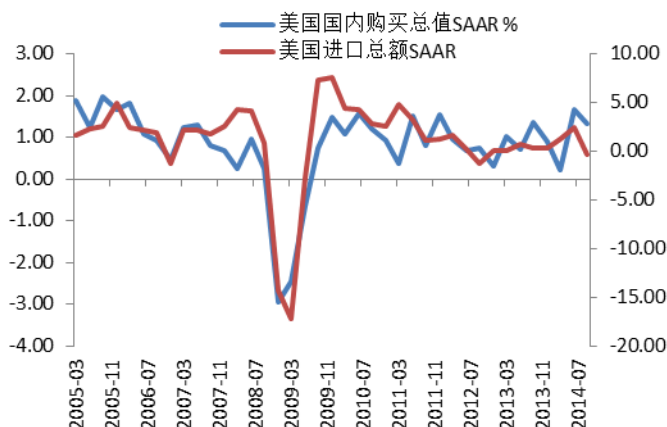
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 10 美国私人部门投资增速稳健增长



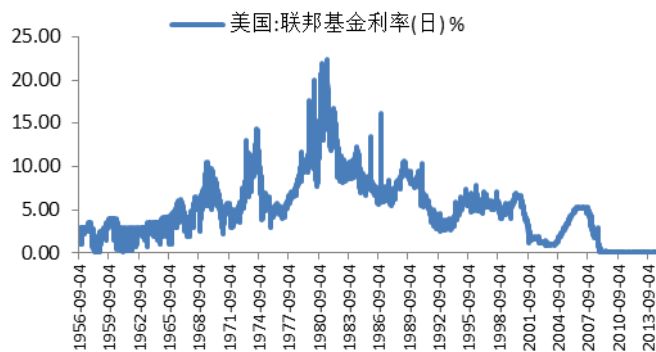
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 11 金融危机后美国进口弹性小幅下降



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 12 美国联邦基准利率处于历史最低位水平



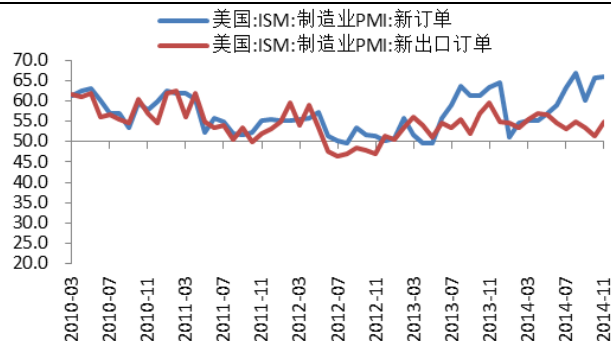
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 13 制造业动能指数处于阶段性高位



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 14 美国制造业国内订单较出口订单强劲



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

(3) 人口结构和移民政策的放开促使劳动力丰盈

美国的人口结构为制造业的发展提供优质的劳动力资源。2013 年, 美国全部人口年龄中位数为 37.6 岁, 则劳动人口的年龄中位数水平还要更低, 劳动边际产出效应高。

但是注意到一个现象, 在过去七年时间里, 美国劳动者报酬占 GDP 比重却持续下降, 我们认为有三个原因可以解释:

第一, 后金融危机时代下, 私人部门大幅减杠杆, 企业雇佣意愿缓慢恢复;

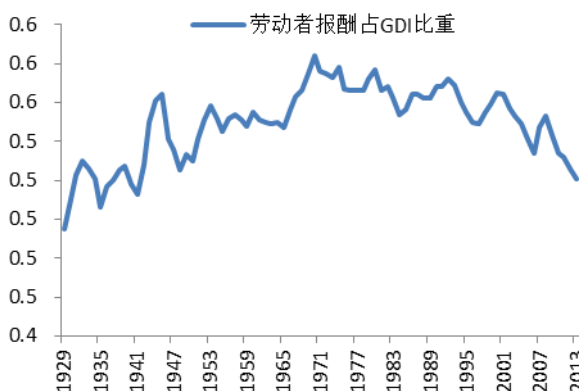
第二, 劳动力资源的丰富供给与企业雇佣的弱需求形成较大缺口, 促成公司在劳动力市场上的定价能力更强;

第三, 近几年企业更注重资本累积而非消费。

我们认为劳动者报酬占比进一步下降的空间已经不大, 未来报酬占比的回升不仅对就业市场以及个人消费有较大的刺激作用。

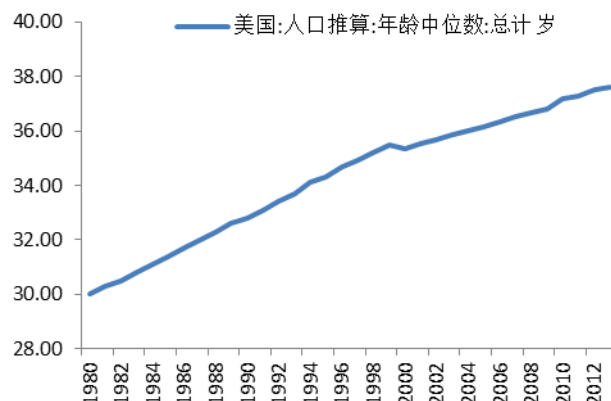
另一方面, 美国对高学历群体签证门槛的降低, 最大的利好则是为美国高科技发展提供庞大的年轻劳动力和智力支持。

图表 15 金融危机后劳动者报酬大幅下降



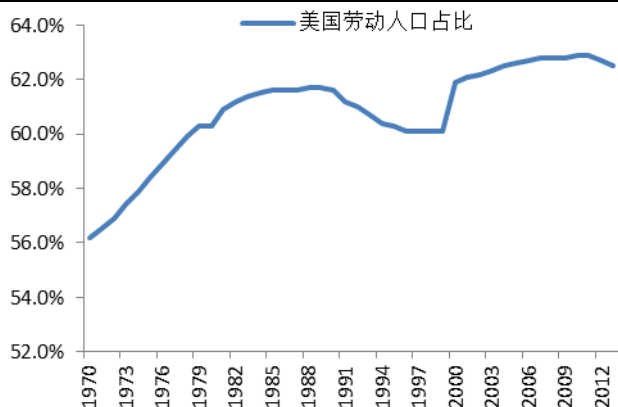
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 16 美国全人口年龄中位数仅为 37.6 岁



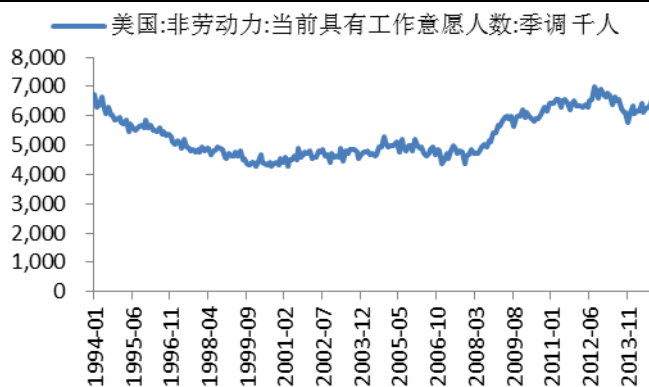
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 17 美国劳动人口占比维持在较高水平



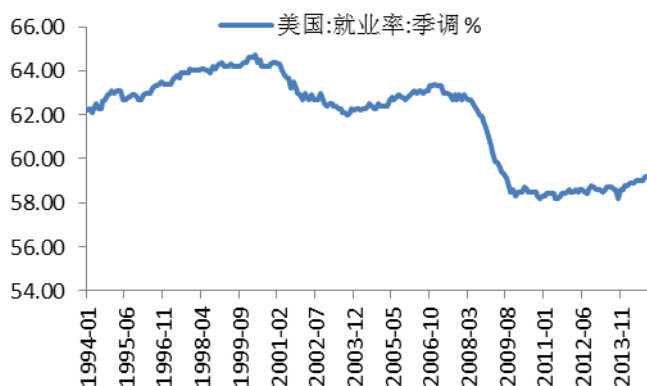
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 18 美国具备工作意愿的人群稳步攀升



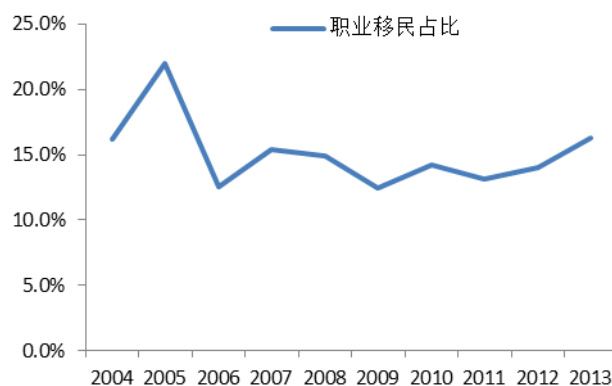
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 19 美国就业率稳步攀升



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 20 美国职业移民占总移民比重持续增加



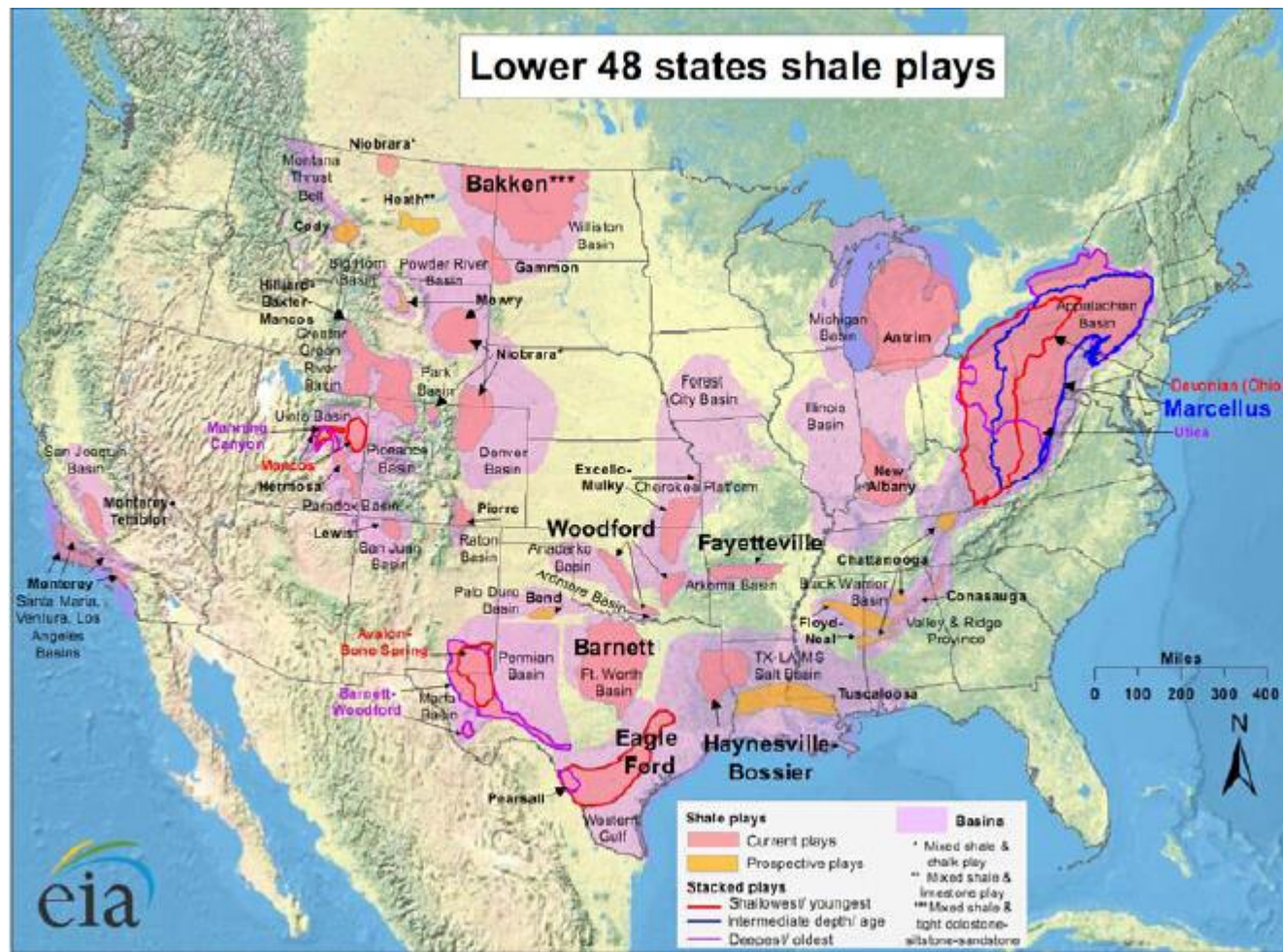
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

(4) 页岩气和新技术的成功, 为复苏经济奠定实力

美国页岩气开车技术取得关键技术性突破,从2005年起页岩气产量的大幅提升。2012年产量达2751.3亿立方米,2005~2012年产量复合增速高达44.8%,同时页岩气产量在美国天然气总产量中的占比也由2005年的4.0%,提高到2012年的40.4%。自2009年起美国超过俄罗斯成为全球第一大天然气生产国。目前美国已发现50个含页岩气盆地,8套主要页岩层系,主要包括Barnett、Marcellus、Fayetteville、Haynesville、Woodford、Eagle Ford等区域。页岩气藏分布面积27~30万平方千米,可采资源量18~28万亿立方米。据EIA的储量报告,截至2012年底,美国页岩气探明储量为129.4 Tcf(约3.66万亿立方米)。

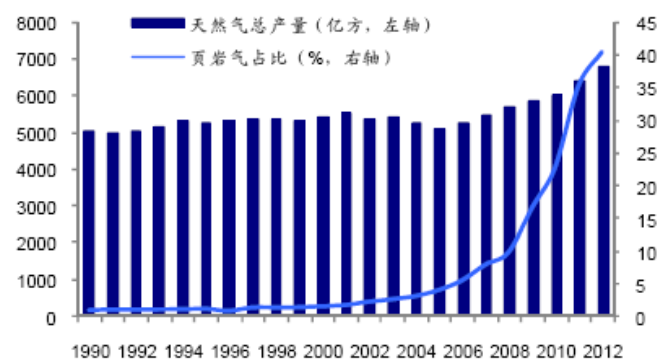
页岩气革命的成功,有效地打压油价,降低制造业的生产成本。

图表 21 GC001 走势（上交所质押式国债回购，期限为 1 天）



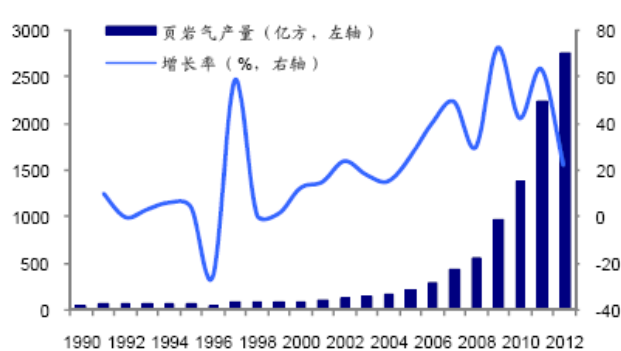
数据来源：EIA，中国银河证券研究部

图表 22 美国天然气产量自 2005 年后快速增加



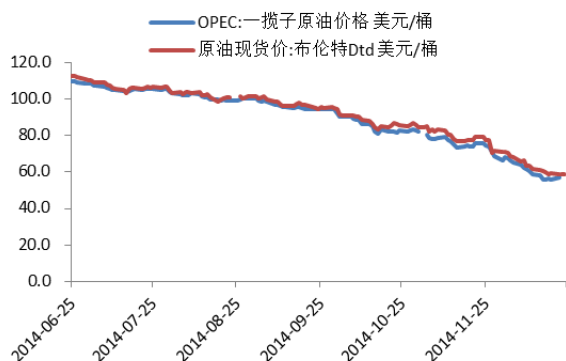
数据来源：EIA，中国银河证券研究部

图表 23 美国页岩气产量保持较高增速



数据来源：EIA，中国银河证券研究部

图表 24 半年时间原油价格跌破 70 美元



数据来源: EIA, 中国银河证券研究部

图表 25 美国天然气出口价也呈下降趋势



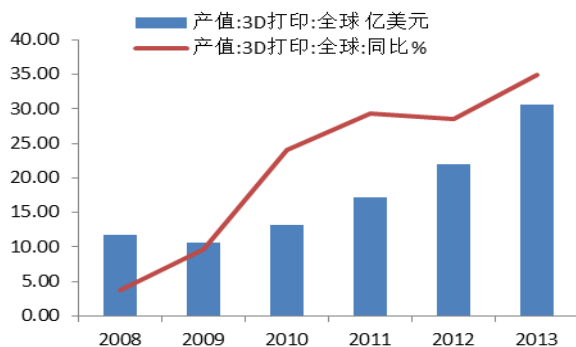
数据来源: EIA, 中国银河证券研究部

3D 打印, 特别是工业 3D 属于制造业范畴。由于 3D 打印技术涉及子行业较广阔, 包括机械、电子、表面处理、激光、生物医药等领域, 但经过近三十年的发展后, 行业前景越来越明朗。据惠普公司研究表明, 2014 年全球在 3D 打印机、物料和服务的投入约为 27 亿美元。在未来很长一段时间内, 年平均增长率有望达到 29%, 这远远超过了制造业正常的发展速度。当前参与 3D 打印研发与生产的美国企业数量越来越多, 其中不乏行业龙头:

- ✓ 2012 年 GE 买下 3D 打印技术公司 Morris Technologies, 后者是一家精密工程公司, 主要研发 3D 打印中的激光烧结技术来生产各种金属部件;
- ✓ 2014 年 7 月, GE 公司更是宣布再投 5 千万美元扩大 3D 打印制造能力;
- ✓ 2014 年 10 月 30 日经过多年研究开发, 惠普公司终于发布新的 3D 打印技术产品;
- ✓ 福特、宝马、波音、空客等制造业龙头陆续宣布成为 3D 打印企业的客户和合作伙伴。

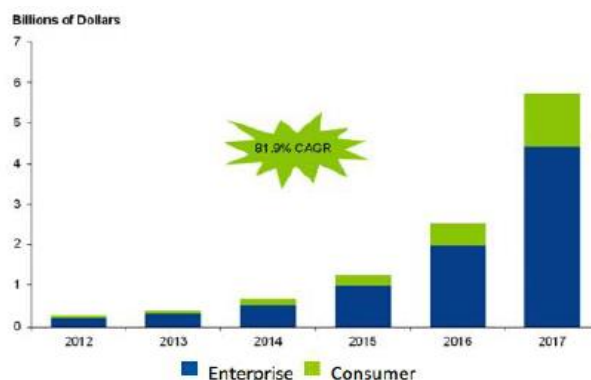
显然, 以 3D 打印为核心的新技术发展的研发实力仍在美国, 而相关技术的发展与产品的推出将助力美国成为新一代工业发展的主力军, 推动制造业的再繁荣。

图表 26 3D 打印产值高速增长



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

图表 27 Wohlers 预测 3D 行业 14-20 年复合增速在 30%以上



数据来源: Wohlers, 中国银河证券研究部

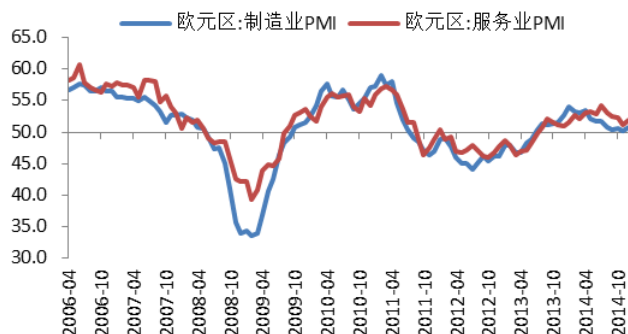
1.2 美国与欧日货币政策分化加大

在美元指数构成中，欧元区占比最高，为 57.6%，而日元占比 13.6%。相较于欧元区和日本的宽松货币政策，美联储确定性的加息政策将会进一步支持美元指数上升。

受国际原油价格大跌及地缘政治的不利影响，进入 4 季度以来，欧元区需求开始出现疲弱迹象，经济增长缺乏动能，进一步回升力度偏弱。基于此，欧洲央行继 9 月后再次下调 2014 年欧元区经济增长预期 0.1 个百分点至 0.8%。在欧元区通胀率持续下降的背景下，欧元区在明年维持宽松货币政策成为可能。

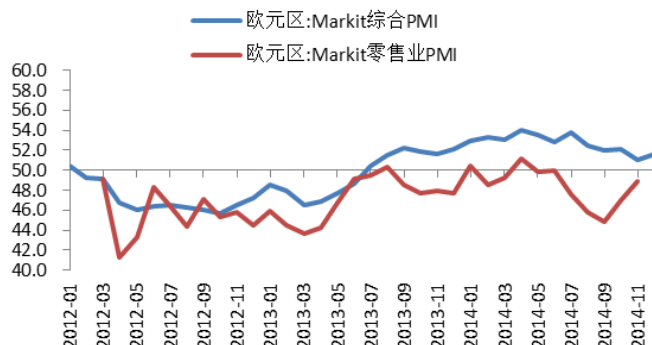
12 月 11 日欧洲央行公布了第二轮 LTRO 操作结果，第二轮 LTRO 的认购规模为 1300 亿欧元，而 9 月 18 日首轮的需求量为 826 亿欧元。LTRO 的结果表明欧洲央行距离实现扩张资产负债表的目标还很远，因此欧洲央行需要购买主权债以达成目标。这令欧洲央行在明年 1 月份实施 QE 的预期逐步升温。

图表 28 欧元区制造业和服务业 PMI 均出现景气萎缩



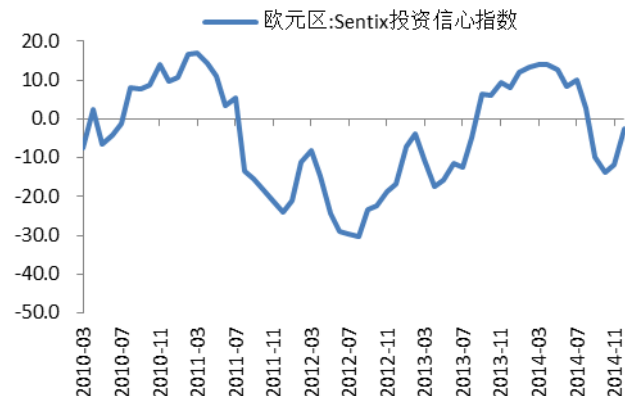
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 29 欧元区零售业仍在景气线下



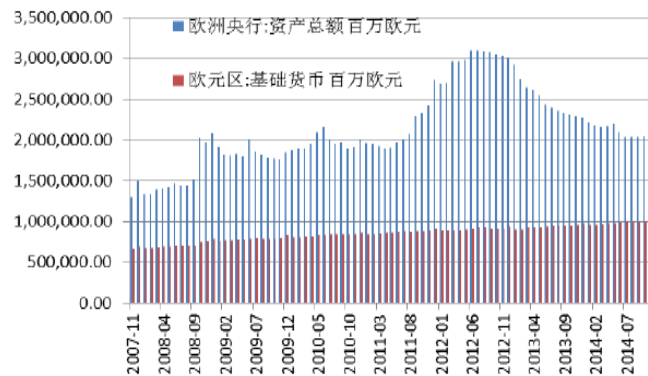
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 30 欧元区投资信心仍显不足



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 31 欧洲央行资产负债表尚未大幅扩张



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

日本内阁府 12 月 8 日公布的日本第三季 GDP 年化季率修正值萎缩至 1.9%，萎缩幅度大于预期及前值。日本三季度经济下调的主要原因是受企业资本支出超预期的影响，资产支出跌幅超出初始预估，表明 4 月初上调消费税对消费需求的影响，已经传导到企业投资。因为消费税上调，以及实际收入连续 16 个月下降，内需不振成为日本经济最大拖累。

考虑到国内实际收入持续下降和消费低迷，日本政府已决定将原定于 2015 年 1 月进行的第二次消费税上调推迟至 18 个月之后，并于 12 月 14 日提前大选。而重登首相宝座的安倍晋三就颁布 3.5 万亿日元（290 亿美元）振兴经济方案，其中包括 1.2 万亿日元（99 亿美元）用于支持消费者及企业，6000 亿日元（50 亿美元）用于地区经济复苏。

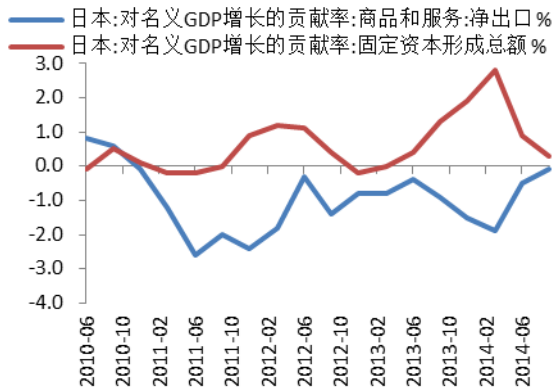
目前日本政府债务占 GDP 的比率高达 212%，振兴经济计划将导致财政赤字进一步扩张，债务负担进一步加剧。而日本财政赤字主要靠央行发行基础货币来购买，在经济继续衰退的情况下，日本只能加大货币刺激规模来暂时稳定财政与经济，因此明年宽松货币政策是必然事件。

图表 32 日本 3 季度 GDP 环比折年率为-1.9%



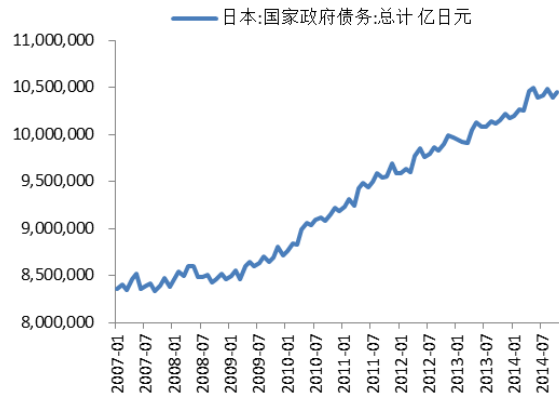
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 33 日本固定资本形成贡献率持续负增长



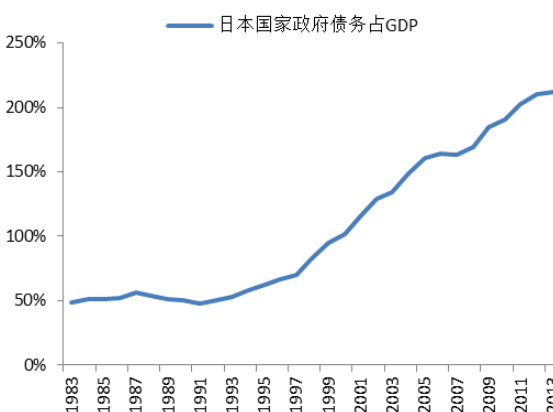
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 34 日本国家政府债务快速扩张



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 35 日本国家政府债务达到 212%

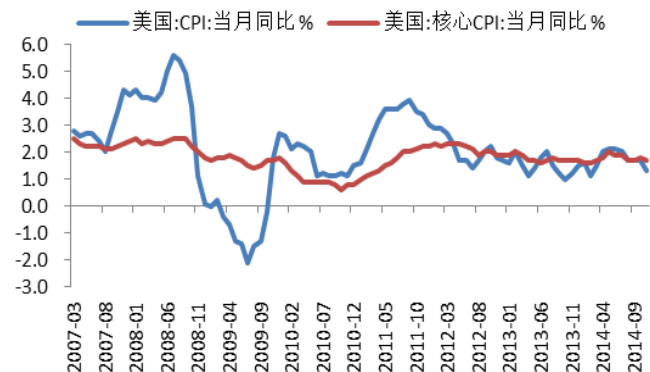


数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

1.3 美元升值有助于放缓国内通胀

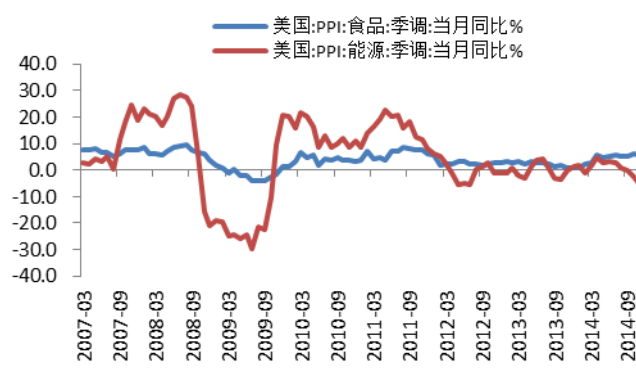
美元走强及其催生的大宗商品价格下滑，有利于抑制国内的通胀压力，从而支持美联储以渐进、缓慢的步伐使货币政策从过度宽松回归常态。

图表 36 美国 CPI 同比增速保持在 2% 以下



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 37 美国食品类 PPI 仍存在一定的上涨隐患



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

2、 强势美元对中国经济的影响

2.1 美国经济复苏有助提振我国出口

中国主要的对外贸易主体主要是美国、欧盟与日本。近两年内，因美国和欧洲通过宽货币来发展国家和地方经济已经初见成效，为两地贸易的复苏奠定了基础。

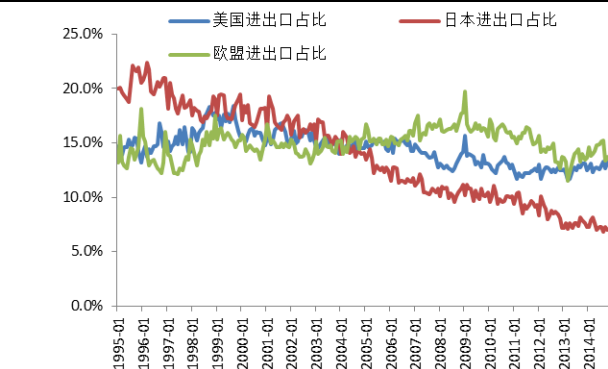
对明年出口的负面影响因素也需要进一步关注：

第一，能源和大宗商品价格的持续走低将拉低国内厂商的购进价格，由此导致的出口产品成本下降也将会影响出口价格；

第二，美元指数的相对走强，使得以出口为主的其他贸易国货币也处于相对贬值低位，在全球经济贸易增速放缓的背景下，贸易竞争将加大。

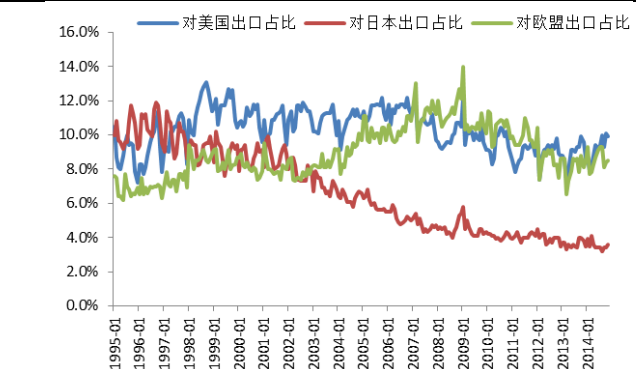
总体来看，明年出口增速将较最乐观的预期略低。

图表 38 美国和欧盟是我国最大的两个进出口贸易地区



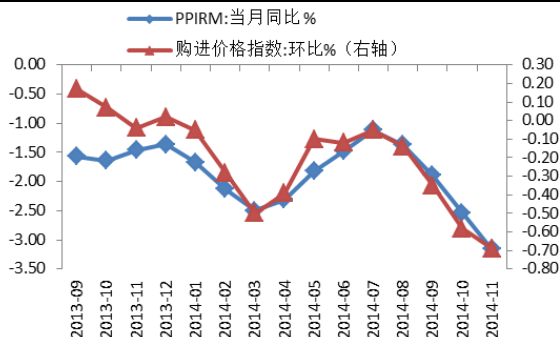
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 39 下半年起对美出口占比大幅回升



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 40 购进价格指数持续下降



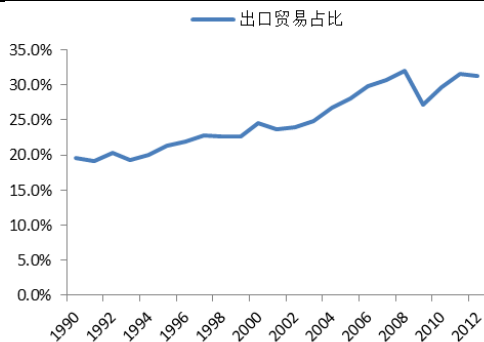
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 41 工业品出厂价格指数被传导下降



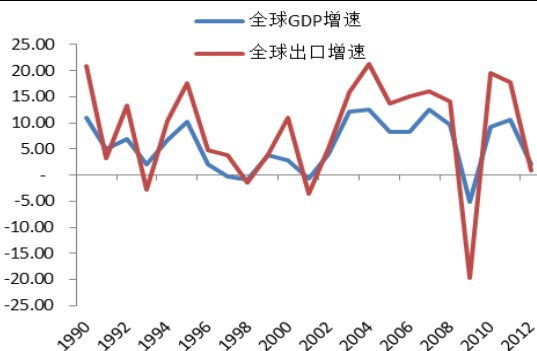
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 42 全球出口贸易规模占 GDP 比重



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 43 全球出口增速弹性较大



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

2.2 资本账户外汇流出压力加大

受美联储货币政策转向的影响,目前国际资本流动主要呈现撤离新兴经济体、向美国回流的态势。自 9 月起,周边经济体国际资金流动状况明显恶化,港元汇率和新兴市场货币指数明显走弱。我国也不能超然于当前国际资本流动的主要趋势。从 11 月新增外汇占款的大幅下降可以看出,资本项下资金流出态势有所加剧:11 月贸易顺差升至 544.7 亿美元,而当月外汇占款仅增加 21.7 亿元,外占增量大幅减少。

如果说 10 月份人民币即期汇率仍维持强势,那么 11 月 21 日中国人民银行时隔两年后所宣布的下调存贷款基准利率则推高了人民币汇率的贬值预期。加上 11 月出口增速低于预期,使得资本对中国经济下滑的担忧有所提高,进一步加速资本的撤离。由于我国资本项目开放度不高,货币政策仍保持有较高的独立性,且 2014 年上半年人民币已主动贬值,警告并挤出了一些投机资金,对国内金融风险的影响并不太大。

综合上述情况来看,美国经济扩张、中国经济稳中下行以及进一步降息的宽货币政策三个主要因素来看,明年资本账户外汇流出的压力仍然很大,需要密切关注央行稳定汇率的态度。

图表 44 9月起人民币相对美元大幅贬值



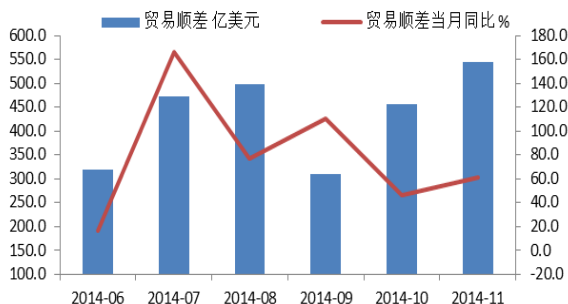
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 45 央行公布降息后人民币贬值明显



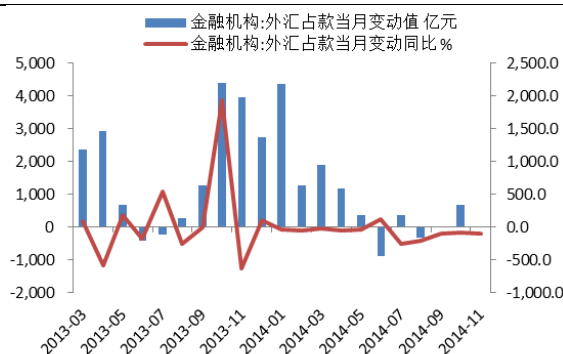
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 46 11月实现贸易顺差544.7亿美元



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 47 11月外汇占款仅增加21.7亿元



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

2.3 流动性上更依赖国内货币政策

(1) 2015 年的货币政策更需要加大对流动性支持

外汇占款增速下降趋势下, 央行成为主要基础货币供给渠道。

12月9日-11日召开的中央经济工作会议中, 明确提出“积极的财政政策要有力, 货币政策要更加注重松紧适度”。考虑到明年经济增速下滑以及资本账户外汇流出双重压力, 以及政府也一直强调“下调社会融资成本”的问题, 会议中的“力度”和“适度”都意味着会用更加宽松的货币政策和积极的财政政策来稳定经济增长。因此明年利率和准备金存在着下调空间和下调动力。

(2) 人民币相对贬值是大概率事件

人民币汇率方面, 美元升值和中美利差的扩大无疑会加剧人民币的贬值压力, 但预计人民币对美元双向波动特征加强, 小幅贬值是大概率事件。

如果人民币对美元过度贬值, 虽短期利好出口, 但也会促使套利资金短期大规模撤离, 对国内金融市场形成冲击。因此过度贬值不符合中国经济长远转型升级目标, 更不

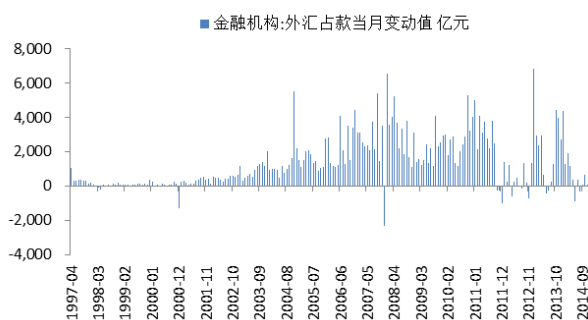
符合人民币国际化的大战略。

如果人民币仍对美元维持坚挺状，那么对他国货币将会形成相对升值，这会使得本已脆弱的出口部门雪上加霜，进而影响到经常账户以及国内制造业的景气度。

(3) 把握机遇加大金融“走出去”力度

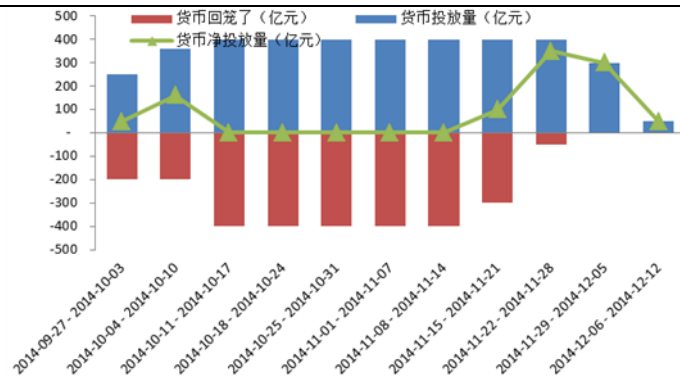
美元加息预期也会导致融资需求转向人民币。12月24日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加大金融企业“走出去”力度，取消境内企业、商业银行在境外发行人民币债券的地域限制。也是因势利导，推进人民币国际化，配合产能出口。而人民币国际地位的增强除了短期保持人民币相对坚挺之外，更需要国内稳步推进改革，完善市场经济制度，包括金融体制改革、法治环境的建立等等。

图表 48 外汇占款变动幅度大幅收缩



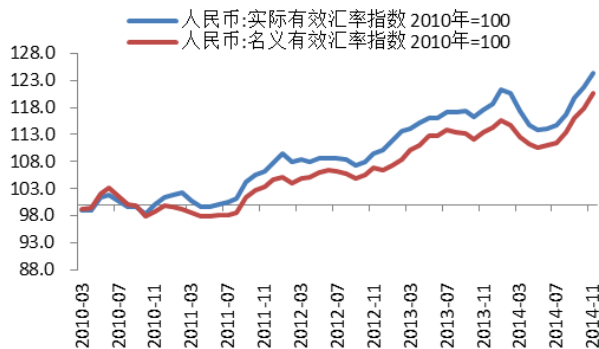
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 49 今年下半年央行在银行间的投放偏谨慎



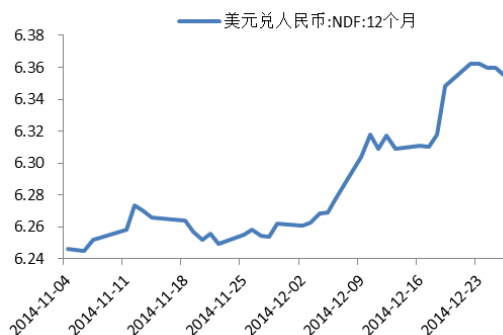
数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 50 11月人民币汇率指数仍保持坚挺上行



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图表 51 NDF12个月已显示出人民币贬值的趋势



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

3、 强势美元下的大类资产配置

(1) 看多美元

在美国经济仍有进一步扩展优势的背景下，我们认为明年美联储开展加息程序是大概率事件，尽管步骤和幅度尚未明晰。但这种越来越确定的预期将会进一步促进国际资本回流美国。美元指数仍有进一步上升动力。

(2) 看空大宗商品

历史上看，大宗商品与美元的走势是呈负相关。除这一点原因外，页岩气革命的成功大幅拉低以石油为首的能源价格，这足以在中短期内抑制大宗商品回升的可能。

(3) 对中国 A 股市场的影响

✓ 宽松货币政策护航 A 股市场

上文分析了对明年货币政策的判断，在资本账户外汇流出压力上升、新增外汇占款规模缩小的背景下，预计国内货币政策将实施稳中偏宽以保持国内流动性的通畅，为明年的降息、降准打开了空间。我们认为，在降息降准的大周期下，大盘蓝筹这类基本面较好、价值低洼的板块仍将受益。加上有国企改革、“一带一路”等相关主题概念的驱动，景气度上形成共振效应，指数将在调整走上移。

✓ 大宗下跌，利好资源类制造业

大宗商品的下跌，拉低国内厂商的购进价格，为资源类制造业的生产成本下降提供空间。受建筑政策和“一带一路”的概念驱动，资源类制造业的行业景气是往上走的，收入与成本的“一增一减”使得行业盈利在明年实现小幅改善。与此同时，政府也在积极推动区域内行业整合，也给行业存在主题利好。

✓ 交运受益于油价下跌

页岩气革命的成功拉低以石油为首的能源价格水平。交运则受益于油价下跌带来的成本下降，考虑到油价占交运成本的高比重，利润增厚明显。

✓ 出口外贸型企业或受益于相对贬值。

尽管出口总增速不会有太高的增长预期，但是在欧美复苏的大概率趋势下，相关的上游供应贸易行业及公司。

四季度出口明显增加的领域有灯具、家电、玩具、纺织衣料，仍然是中国有比较优势的劳动密集型以及产业升级产业，而这类行业对汇率较为敏感，因此将最先受益短期人民币走低带来的出口刺激。

另一方面，政府对一般贸易和服务贸易的支持力度大幅增加，具备表现在对高端装备、高附加值几点、成套设备、工业服务等行业。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，策略证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

殷睿，策略证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

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，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）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn