

谨慎联储短期纠偏宽松预期

——国庆期间海外大事件传递的信号

核心观点

国庆假日期间海外权益市场大幅反弹，主要源于全球央行的紧缩预期受金融稳定扰动有所回退。我们认为当前的金融稳定问题尚不足以对联储形成制约，未来核心的金融稳定风险仍需关注欧债压力的进展，当前市场交易的宽松预期仍可能在短期被美联储逐步纠偏，在中选逐步临近的背景下，通胀仍是当下选民最关心的核心议题。通胀方面，从假期各事件看，美国罢工潜在的扩散风险、OPEC 减产压力以及俄乌冲突对全球供应链的挑战依然会对美国通胀构成上行压力。在此背景下，不管是出于通胀自身的上行风险还是中选的潜在政治压力，美联储预计仍将对通胀和货币政策保持鹰派立场并对近期的宽松预期进行纠偏。美债利率和美元可能向前高反弹。

□ 假日海外权益市场大幅反弹，主要源于海外紧缩预期受金融稳定扰动有所回退
截至报告时，美股整体上涨，标普指数反弹超过 4%，假日期间最高涨幅曾接近 6%；美元整体震荡，美元指数先跌后涨，整体保持震荡走势，假日期间最低曾下跌 2% 至 110 一线，此后重新反弹至 112 以上；美债利率整体震荡，走势和美元指数趋同先跌后涨，假日期间最低曾下至 3.62%，此后逐步反弹至 3.8% 以上，与节前位置一致。黄金整体上涨，反弹幅度超过 3%，假日期间最高涨幅曾接近 4%。

综合看，假日期间海外权益市场整体交易宽松预期，联邦基金利率期货再次定价 2023 年可能存在降息预期，截至报告日，2023 年末利率的加权预期相较节前下行约 15BP。我们认为海外紧缩预期的回退主要受两方面影响。一是英国央行受养老金亏损压力影响启动临时性量宽（9 月 28 日至 10 月 14 日期间每日执行上限 50 亿英镑的长债购买，全年 800 亿英镑的缩表计划推迟至 10 月 31 日）；二是瑞士信贷银行遭遇破产传闻冲击。市场预期：全球长端利率大幅上行导致金融机构出现流动性压力后，以美联储为代表的全球央行出于金融稳定考虑可能放缓紧缩步伐。

□ 通胀仍有上行风险且是居民关注的最核心议题，假期的宽松预期或被联储纠偏
我们认为当前的金融稳定问题尚不足以对联储形成制约，未来核心的金融稳定风险仍需关注欧债压力的进展，在此背景下当前市场交易的宽松预期仍可能在短期被美联储逐步纠偏。在中选逐步临近的背景下，当前通胀问题仍是选民最为关心的经济议题：Monmouth 大学最新民调显示 82% 的美国居民认为通胀是当前最核心的经济问题，关切程度远超新冠等其他经济议题；美国商务普查局最新调查显示约 50% 的家庭认为通胀压力在过去两个月对家庭造成了较大负担。

通胀方面，从假期各事件看，美国罢工潜在的扩散风险、OPEC 减产压力以及俄乌冲突对全球供应链构成的不确定性依然会对美国通胀构成上行压力（9 月联储议息会议依然将俄乌冲突列为年内美国通胀最核心的上行风险，详细请参考前期报告《加息终点上修或驱动美债利率再走高》，上述风险将在下文详述）。

在此背景下，不管是出于通胀自身的上行风险还是中选的政治压力，美联储预计仍将对通胀和货币政策保持鹰派立场并对近期的宽松预期进行纠偏（尤其是 11 月联储议息会议位于中选前，前者和后者时间分别为美国时间 11 月 2 日及 8 日）。

□ 9 月非农平均时薪环比走平，需警惕 9 月铁路罢工事件对全美形成恶性示范效应
10 月 7 日公布美国 9 月非农数据，失业率回落至 3.5%（前值 3.7%），低于市场预期，本月失业率的改善部分源于劳动参与率的回落（本月劳动参与率 62.3%，相较前值 62.4% 小幅回落）。本月新增非农就业人数 26.3 万人，依然高于市场预期（符合我们前期对非农就业趋势的判断）。我们认为平均时薪是当前最需关注的核心就业数据，本月平均时薪同比增速 5.0%，相较前值 5.2% 大幅回落主要源于基数效应；时薪环比增速 0.3%，依然持平上月。在 9 月美国铁路罢工并大幅提升工人薪资后，我们认为需要关注未来的薪资上行风险。

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜
执业证书号：S1230522080006
linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

我们曾于前期报告《关注美国铁路罢工风险或增强紧缩预期》中指出，罢工事件可能对美国短期通胀构成上行风险。虽然9月16日劳资双方达成协议避免全美铁路罢工，但协议主要内容包括提高工人工资24%，一次性发放5000美元奖金等，对于劳方而言收益较为显著。在此背景下，我们认为未来需要警惕9月铁路罢工事件对全美劳工形成的恶性示范效应。

根据BLS统计，今年8月全美共有4轮涉及停工人数千人以上的大规模罢工，是过去10年的最高水平；根据康奈尔大学统计，2022年全美范围曾累计爆发罢工298起。如果未来其他强势工会也效仿铁路工会主导罢工并要求提薪，工资上行可能对未来通胀构成上行风险。从强势工会的构成来看，我们认为存在涨薪风险的行业主要分布于：一是教育行业，对应全国教育协会是全美最大的单一行业协会；二是护士等保健工作行业，对应服务业国际联盟是全美第四大工会；三是运输司机行业，对应国际运输司机协会是全美第六大工会（此前的铁路行业罢工便有部分成员隶属于该工会）。四是食品、汽车、钢铁等也需关注（对应联合食品和商业工人协会、联合汽车工人工会、联合钢铁工人工会均是全美的前10大工会）。

□ OPEC本轮减产实质效果有限，但产油国未来或继续超额减产油价有上行压力

10月5日，OPEC举行部长会议和联合部长监督委员会（JMMC）会议，决定OPEC+自11月起将在8月生产配额的基础上减产200万桶/日，有效期覆盖2023全年。

OPEC本轮减产表面幅度较大但实际效果有限，主要原因是核心产油国在本轮决议之前已自愿执行超额减产，因此本轮决议对当前产量形成的实际约束有限。以OPEC核心10国为例，8月协议生产配额约为2668.9万桶/日，对应8月实际产量仅为2528万桶/日。本轮决议减产协议配额降至2541.6万桶/日，但仍然高于8月实际产量。因此本轮决议对产量的实际约束极为有限。

从8月产量数据可以发现，当前能源转型背景下产油国的产油意愿普遍偏低，因此不排除OPEC在最新减产基础上进一步执行超额减产的可能性。因此未来原油供给仍然可能处于紧平衡状态，油价仍有上行风险。从部分OPEC国家态度来看，尼日利亚此前也表示OPEC+希望油价维持90美元以上。

□ 俄乌冲突发酵乌克兰明确不和解，俄罗斯对抗制裁全球能源与供应链压力或加剧

假期间俄乌冲突持续演绎，俄罗斯方面，俄罗斯总统普京10月5日正式签署文件将乌克兰四个地区顿涅茨克、卢甘斯克、扎波罗热和赫尔松纳入俄罗斯版图。乌克兰方面，继续维持反攻势头，10月4日泽连斯基签署不与俄罗斯进行谈判的法令，10月6日泽连斯基进一步确认解放赫尔松的新莫斯科列森斯克、新霍里夫卡和彼得罗巴甫利夫卡。

在此背景下，欧盟进一步通过第8轮对俄制裁，符合我们此前对于制裁升级的预期。在战事短期无缓和迹象的背景下，欧美国家未来可能仍将推进制裁，俄罗斯则有较大可能继续通过能源领域对欧洲进行反制。

虽然当前北溪管线已处于全面停运状态，但俄罗斯向欧洲输送天然气的管道仍有多条处于运行状态，如兄弟管线（Brotherhood Pipeline）、联盟管线（Soyuz）、土耳其管线（TurkStream）等，如果未来制裁力度升级，则俄罗斯对欧的天然气的供给仍有进一步压缩空间，全球供应链和能源的紧张程度可能进一步加剧。

□ 美近期的宽松预期可能被联储纠偏，美债利率和美元仍可能向前高位置反弹

美债方面，我们认为当前市场交易的宽松预期仍可能在未来被美联储逐步纠偏，10年期美债利率可能再次上攻4%，2年期美债利率可能进一步逼近4.5%。

黄金方面，我们认为黄金中期配置价值不改，本轮利率和美元（尤其是实际利率）冲高完毕后黄金依然具有较高配置价值，欧洲潜在的债务风险同样利多黄金。

美股方面，预计将在Q4完成筑底并逐步反弹。短期之内利率上行仍会对美股估值端施加下行压力，风格上看我们认为纳斯达克仍将有优于道指的表现。

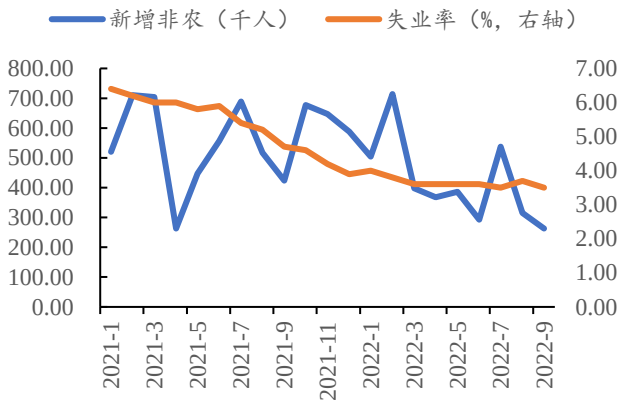
美元方面，在美联储纠偏宽松预期和欧洲债务压力加剧的双重推动下，美元可能进一步冲高至115附近。

□ 风险提示

欧洲主权债务压力超预期；美国通胀超预期恶化

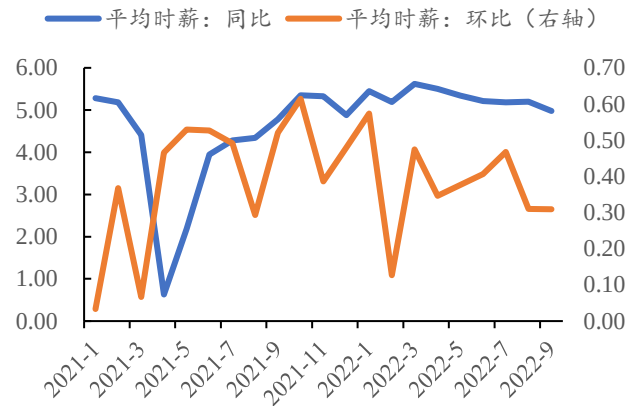
1.重要图表

图1：9月美国失业率回落但新增非农仍超市场预期



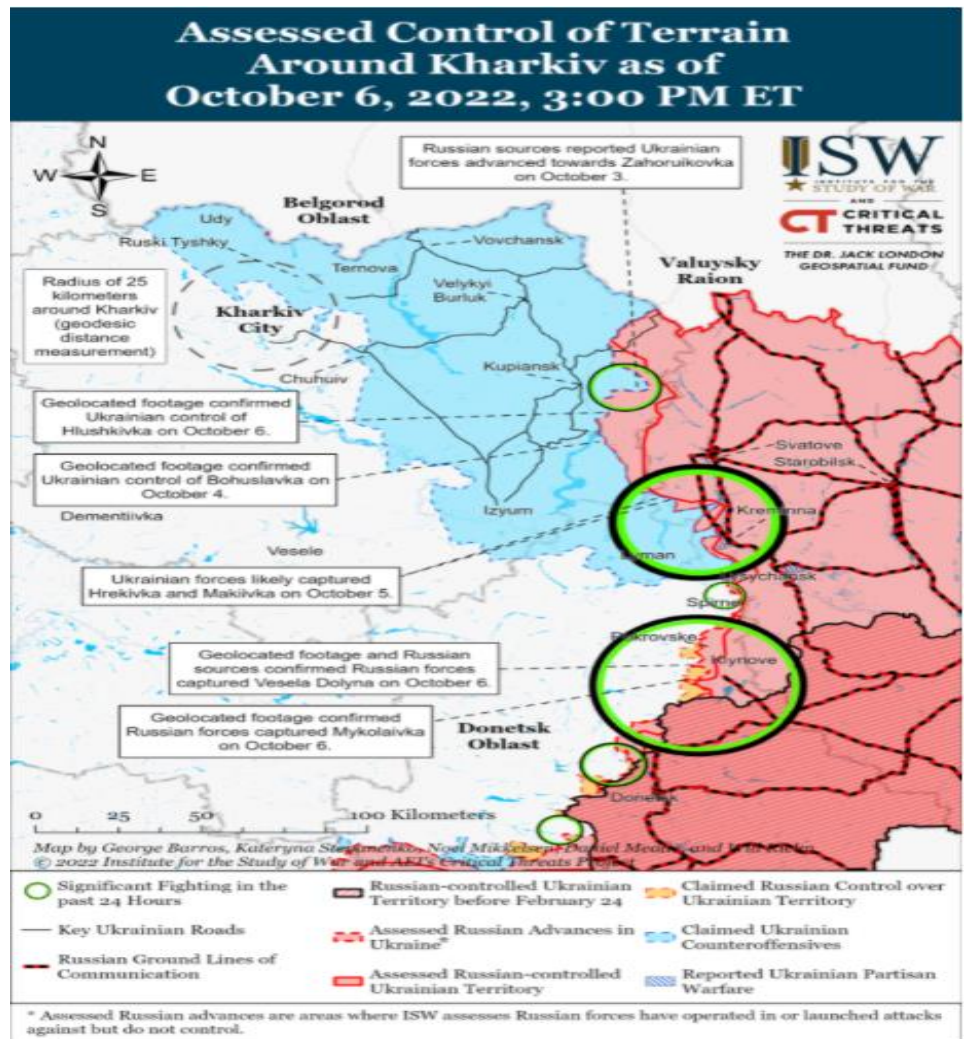
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：本月时薪同比增速回落主要源于基数效应 (%)



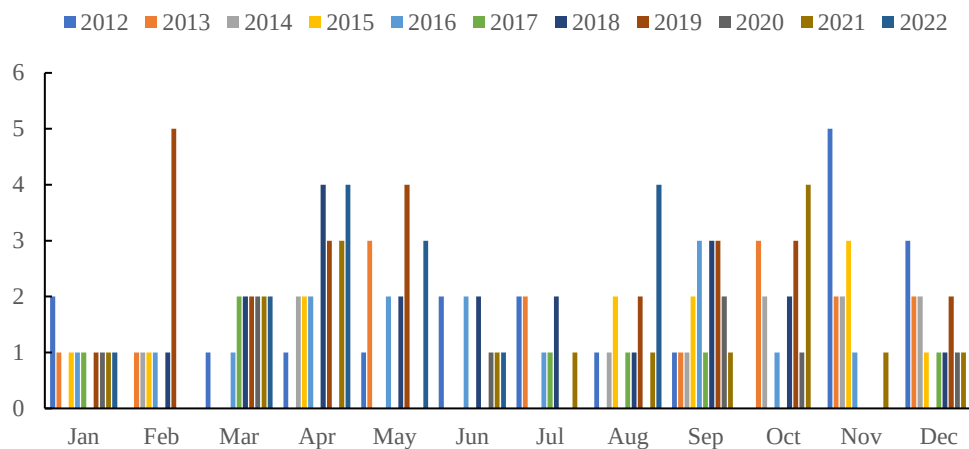
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：俄罗斯与乌克兰的战事地图



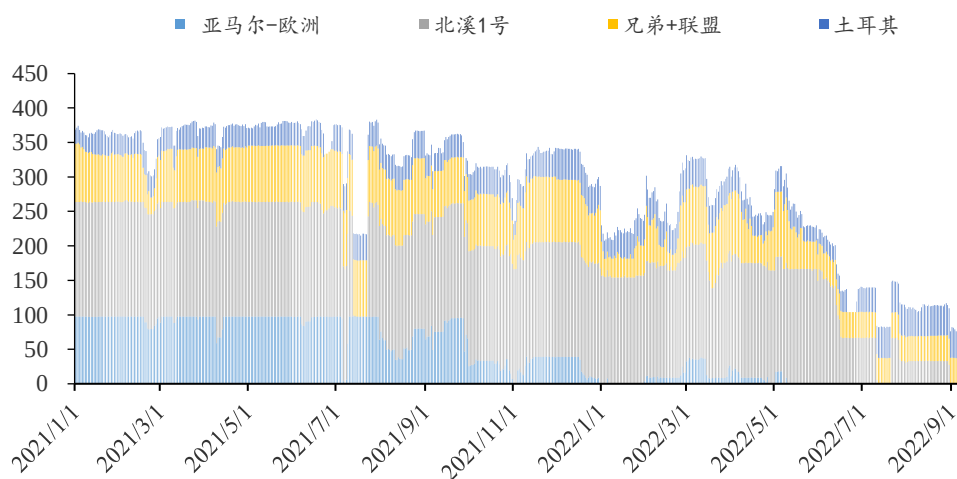
资料来源：Critical Threats，浙商证券研究所

图4: 美国停工人次涉及千人以上的罢工次数统计(次)



资料来源: BLS, 浙商证券研究所

图5: 俄国对欧洲各条天然气管线的输送量



资料来源: Nordstream, Turkstream, Energybase, Hydrocarbon, 浙商证券研究所

表 1：本轮 OPEC 国家减产详情（千桶/日）

产油国	8 月生产配额	减产量	减产后配额
阿尔及利亚	1055	-48	1007
安哥拉	1525	-70	1455
刚果	325	-15	310
几内亚	127	-6	121
加蓬	186	-9	177
伊拉克	4651	-220	4431
科威特	2811	-135	2676
尼日利亚	1826	-84	1742
沙特阿拉伯	11004	-526	10478
阿联酋	3179	-160	3019
阿塞拜疆	717	-33	684
巴林	205	-9	196
文莱	102	-5	97
哈萨克斯坦	1706	-78	1628
马来西亚	594	-27	567
墨西哥	1753	0	1753
阿曼	881	-40	841
俄罗斯	11004	-526	10478
苏丹	75	-3	72
南苏丹	130	-6	124
OPEC10 国	26689	-1273	25416
OPEC+	43856	-2000	41856

资料来源：Opec，浙商证券研究所

表 2：OPEC 核心 10 国的 8 月产量及 8 月配额情况（千桶/日）

	8 月实际产出	8 月配额	减产后配额	8 月产出低于 8 月配额幅度	配额减少幅度
沙特阿拉伯	10904	11004	10478	-100	-526
阿联酋	3164	3179	3019	-15	-160
科威特	2810	2811	2676	-1	-135
伊拉克	4525	4651	4431	-126	-220

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47017

