



王涵：是时候交易联储转向了吗？



意见领袖 | 王涵、卓泓、彭华莹



投资要点

近期海外出现了一些边际变化：10月22日，联储官员相继释放鸽派信号，加息预期降温，美债、美股上涨，美元下挫。对此，我们认为：

联储态度边际松动：或考虑12月放缓加息步伐。在6月加息会议上放风指引了75bp加息的媒体记者 Nick Timiraos 在10月21日再次发文称联储或将暗示12月放缓加息步伐。(whether and how to signal plans to approve a smaller increase in December)。此后联储官员陆续放风释放鸽派信号：旧金山联储主席戴利称过度紧缩的利率可能会“使经济陷入非强制衰退”，并建议联储下次加息小于75个基点，圣路易斯联储主席布拉德表示“9月通胀报告并不一定意味着美联储需要比官员们在最近一

次政策会议上预测的更高的利率”

接近 11 月开会“靴子落地”，市场或阶段性松一口气。目前市场预期 2022 年 11 月、12 月及 2023 年 2 月分别加息 75bp、50bp、50bp，本轮加息终点至 4.75%-5%。此后维持高利率至 2023 年 12 月再降息。本周美债一度 10Y 站上 4.35%，2Y 高点 4.65%，3M 高点 4.1%，对联储当前的指引计入已经较为充分。在联储态度边际转折之际，市场或迎来阶段性反转。

边际松动不等于政策拐点，联储依然是“数据依赖”，风险尚未解除。联储虽不希望市场单边下跌引发风险（尤其是在英国、韩国、瑞士、日本都暴露不同程度脆弱性的背景下），可显然应也不希望预期过于乐观进而反作用于需求和通胀，因此依然是“数据依赖”。联储最新褐皮书显示通胀保持高位。在“高通胀、强就业、弱经济”的组合下，货币政策转向还需明显的通胀放缓和就业市场证据支持。除了即将到来的 11 月 FOMC 会议，后续重点关注 10 月 27 日将公布的三季度 GDP 数据、11 月 4 日将公布的非农数据、11 月 10 日将公布的 CPI 数据

潜在金融风险则将是货币政策的另一边界。本轮美元和商品双强的格局使得英国、日本、韩国、德国等发达经济体货币、财政政策都面临不同程度的增长-通胀-债务难题，呈现出“类新兴市场”的特征。不同于美国，当前是次贷危机后欧洲初次经历货币转紧，和英国养老金类似，此前很多欧洲机构对低利率的预期是较强的，需警惕类似英国减税的事件性冲击导

致的利率速升，进而造成的潜在流动性风险；美国则需关注 CLO 被抛售导致的利率到信用的传导——尤其是中小企业风险。

风险提示：通胀持续性超预期，联储货币政策收紧超预期

“通胀-联储收紧”线索追踪

图表 1：“通胀-联储收紧”线索最新数据晴雨表

上周(2022.10.17-2022.10.23)各项指标的变化对联储收紧节奏的影响：鹰（红）/鸽（蓝）						
	一级指标	二级指标	最新变化	鹰（红）/鸽（蓝）	频率	最新日期
市场	全年加息预期	期货隐含 2022 年加息预期	-1.22% (10/23 比 10/16, 7DMA)		分	2022/10/23
	11 月 FOMC 加息预期	CME 隐含 11 月加息 75bp 概率预测	-2.26% (10/23 比 10/16, 7DMA)		分	2022/10/23
	国债隐含通胀预期	10 年期国债 Breakeven	5.33% (10/21 比 10/14, 7DMA)		分	2022/10/21
联储	联储委员发言		多位联储官员鹰派发言		周	2022/10/23
	资产负债表		缩表		周	2022/10/23
通胀基本面	供应链	LA 和长滩港口待泊船只	-53.85% (10/21 比 10/14, 7DMA)		日	2022/10/21
		LA 和长滩港口待泊船只等待天数	-100% (10/22 比 10/15, 7DMA)		日	2022/10/22
		物流经理人指数 LMI	2.85% (2022 年 9 月比 8 月)		月	2022/10/23
		ISM PMI 积压订单	-3.96% (2022 年 9 月比 8 月)		月	2022/10/3
		ISM PMI 供货商交货时间	-4.9% (2022 年 9 月比 8 月)		月	2022/10/3

数据来源：Fed, BLS, University of Michigan, US Census, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: 2022 年 10 月 24 日至 10 月 30 日需要重点关注事件及经济数据

北京时间			重要经济数据
2022.10.24	周一	21:45	美国 10 月 Markit 综合 PMI 初值
2022.10.25	周二	22:00	美国 10 月谘商会消费者信心指数
2022.10.26	周三	20:30	美国 9 月商品贸易帐
2022.10.26	周三	20:30	美国 9 月零售/批发库存
2022.10.26	周三	22:00	美国 9 月新屋销售
2022.10.27	周四	20:30	美国三季度个人消费支出(PCE)年化季环比初值
2022.10.27	周四	20:30	美国 9 月耐用品订单环比初值
2022.10.27	周四	20:30	美国三季度实际 GDP 年化季环比初值
2022.10.28	周五	20:30	美国 9 月个人消费支出(PCE)环比
2022.10.28	周五	22:00	美国 10 月密歇根大学消费者信心指数终值
2022.10.28	周五	22:00	美国 9 月成屋签约销售指数

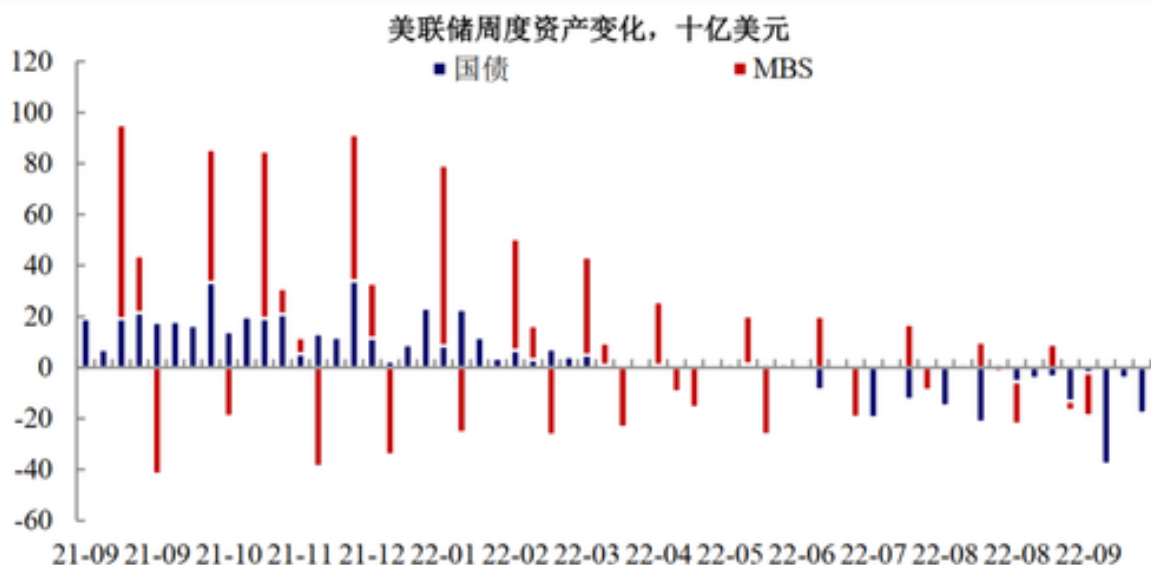
数据来源: Fed, BLS, US Census, University of Michigan, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 市场通胀预期回升



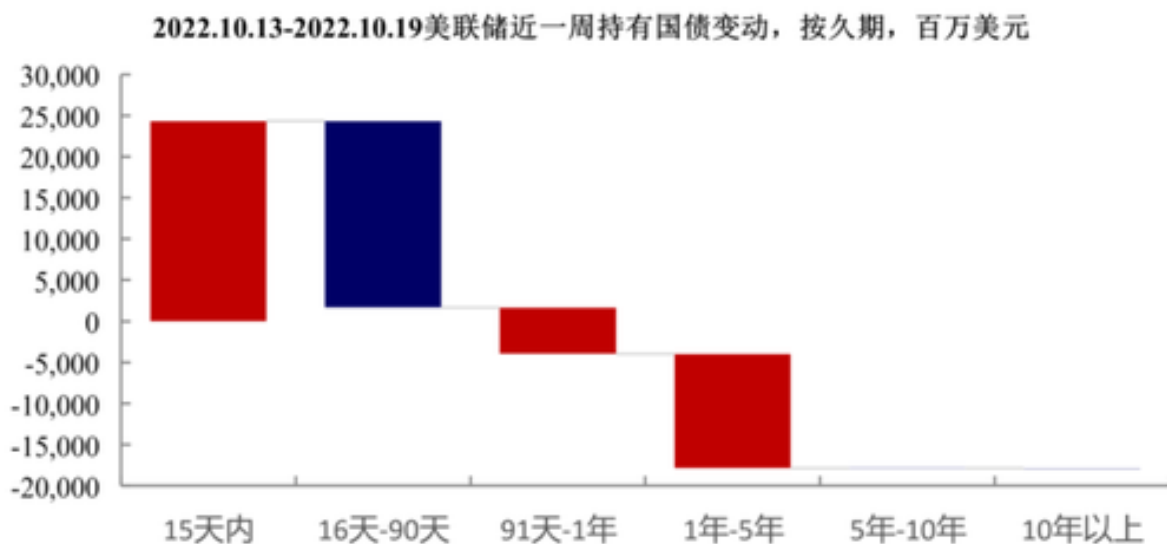
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 2022 年 10 月 13 日至 2022 年 10 月 19 日, 联储资产持有变动



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 2022 年 10 月 13 日至 2022 年 10 月 19 日, 联储国债持有久期变动



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

市场: 多位联储官员鸽派发言

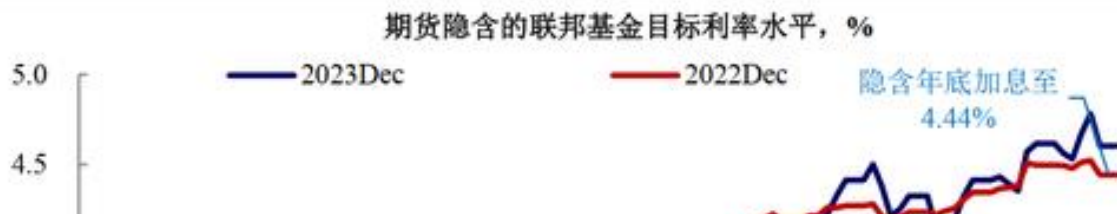
引发市场加息预期降温

图表 6: 2022 年 10 月 17 日到 23 日联储重要官员发言中关于加息的表态

发言日期	姓名	职位	加息	通胀&经济
2022.10.21 2022.10.19	布拉德	2022 票委 圣路易斯联储主席	9 月通胀报告并不一定意味着美联储需要比官员们在最近一次政策会议上预测的更高的利率，尽管它确实需要通过比 75bp 更大规模的加息来继续“前置紧缩”。（10.21） 预计央行将在明年初结束其积极加息的“前置”，并转向在通胀降温时保持政策的充分限制和小幅调整。（10.19）	美国就业市场仍然非常强劲，强劲就业市场给了美联储足够的空间来对抗通胀。
2022.10.21 2022.10.19	埃文斯	2023 票委 芝加哥联储主席	美联储应该在明年初将政策调整到“略高于”4.5%，然后将其保持在这一水平，以抑制增长并降低过高的通货膨胀。（10.21）	目前通胀率实在是太高了，所以我们需要继续走我们一直表明道路。（10.19）
2022.10.21	戴利	2024 票委 旧金山联储主席	应避免因加息幅度过大而使经济陷入“无奈的衰退”，现在是时候开始讨论放缓借款成本的上涨速度了。市场已经 price in 加息 75 个基点，但建议人们不要认为永远是 75 点。联储下次加息幅度应小于 75 个基点。	过度紧缩的利率可能会使经济“陷入非强制衰退”。
2022.10.20	哈克	2023 票委 费城联储主席	在非常高的通胀水平下，联储并没有完成提高短期利率目标的工作，预计到今年年底远远超过 4%，在明年找到暂停紧缩进程的空间。	在控制价格上涨方面“缺乏进展”；认为通胀率在 2023 年仅降至 4%。
2022.10.19 2022.10.18	卡什卡利	2023 票委 明尼阿波利斯联储主席	如果决策者看到明确的证据表明核心通胀正在放缓，美国央行有可能在明年的某个时候暂停加息。（10.19） 如果通胀仍不能停止上行，联储可能需要将政策利率推至 4.75% 以上。（10.18）	美国的就业市场保持强劲，通胀可能还未见顶；服务业和核心通货膨胀将在未来几个月内趋于平稳。（10.19）

数据来源：Fed，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7: 当前期货隐含 2022 年联邦基金利率小幅降至 4.44%



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_47764

