

美联储货币政策逻辑出现变化，“鸽”影开始显现

美联储 11 月议息会议点评

◆ 美联储如期加息 75BP，新增前瞻指引，或提早放缓加息，但最终利率或高于预期

当地时间 11 月 2 日议息会议上，美联储决定加息 75BP，联邦基金利率目标区间上升至 3.75% 至 4%，符合市场预期。除加息外，美联储表示缩表按 5 月制定的计划进行，维持每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。相较于 9 月的会议声明，本次会议新增了“在确定今后的加息速度时，委员会将考虑货币政策的累积紧缩、货币政策影响经济和通胀的滞后性、以及经济和金融形势变化。”我们认为美联储提出考虑紧缩的滞后影响意味着将提升政策调整的前瞻性，同时考虑经济和金融形势变化意味着政策调整中通胀因素的权重有所降低，货币政策需要做出更多的权衡，政策调整的灵活性开始提升。

鲍威尔在发布会讲话中提出，最快会在 12 月或明年 2 月的会议上放缓加息步伐，但同时表示现在考虑暂停加息还为时过早，最终利率水平或高于先前预期。这段表述鹰鸽信号交织，虽然加息速度即将放缓，但终点利率会更高，意味着加息周期拉的更长，利率将在高位维持更长时间。会后 CME FedWatch 对 12 月加息 75bp 预期由前一天的 49.8% 降为 38.5%，加息 50bp 的预期由前一天的 44.5% 升至 61.5%，即市场预期从加息 50BP 和 75BP 的概率基本持平，向加息 50BP 聚焦。总体来看，市场预期加息放缓可能提早到来。

鲍威尔发布会上的表态隐含的短期信号偏鸽，但中长期信号偏鹰，资本市场跟随美联储信号出现了大幅波动，最终鹰派信号主导欧美股市集体收跌，道指下跌 1.55%，标准普尔 500 指数下跌 2.5%，纳指下跌 3.36%。美元和美债收益率走出深 V 走势，10 年期美债收益率收涨 7 基点至 4.118%，美元指数涨至 112.12。美股收跌，美债收益率、美元上行，显示市场更加关注紧缩周期的持续性以及政策转向的拐点。

◆ 经济下行压力下，美联储货币政策逻辑出现变化，“鸽”的身影开始显现

我们认为本次会议意味着美联储货币政策逻辑开始发生明显变化，不再将抗通胀作为绝对核心，经济因素在政策考虑中的权重提升。随着经济进一步下滑，实际的加息终点未必会比此前市场预期的更加滞后。

10 月 17 日美国经济分析局公布的数据显示，美国经济较去年的高速增长明显放缓，虽然三季度 GDP 环比折年率回升至 2.6%，但私人消费增速下降、私人投资增速延续了萎缩趋势、净出口的增长很大程度缘于进口的萎缩，10 月份 Markit 制造业 PMI 跌至“荣枯线”下方，表明在总量恢复的掩盖下，美国经济关键领域正在放缓。

10 月下旬，美国国债 3 月期和 10 年期收益率出现倒挂，强化了市场对美国经济的悲观预期，也进一步加深了金融体系压力。相对于两年期与 10 年期国债收益率倒挂，3 月期与 10 年期收益率倒挂对经济衰退预测的准确性更高。在此背景下，虽然会后资本

主要数据

上证指数	2997.8057
沪深 300	3647.8966
深证成指	10840.0601

主要指数走势图



作者

符旻 分析师

SAC 执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC 执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

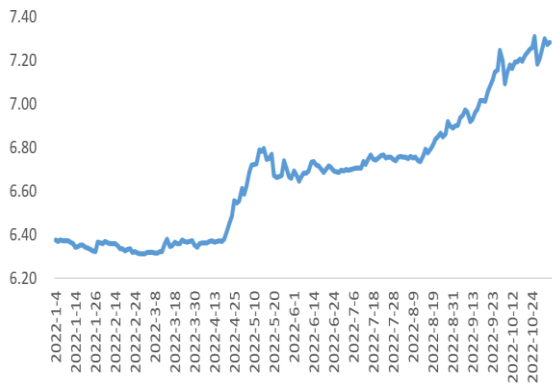
金融市场分析周报 —2022-11-01

疫情扰动，制造业和服务业景气度再次下行 —2022-11-01

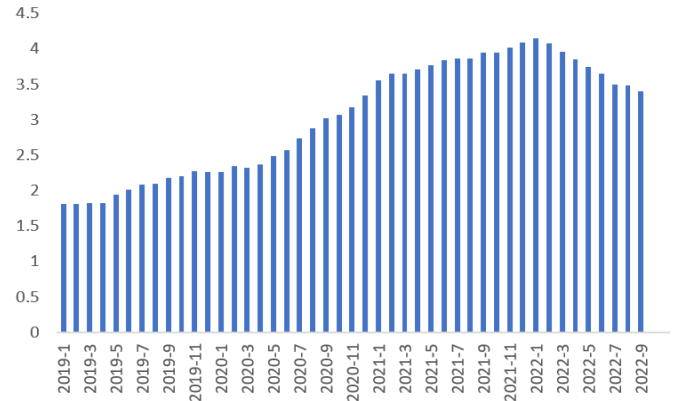
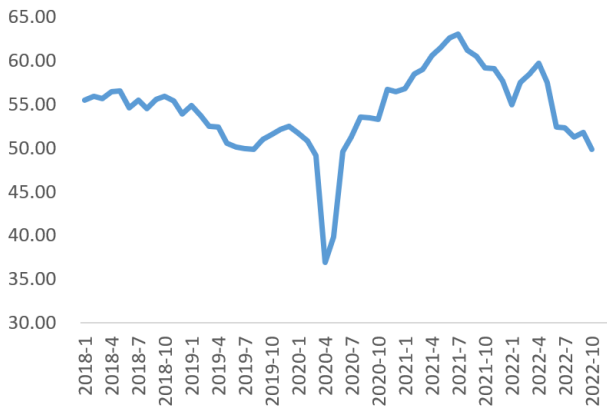
信心显著修复或需强力增量稳增长政策落地 —2022-10-30

市场表现更多在反映鹰派信号或鸽派程度不及预期,但不可否认的是,“鸽”的身影已经开始显现,逐步计价美联储政策转鸽或将成为未来国际资本市场的重要主线。

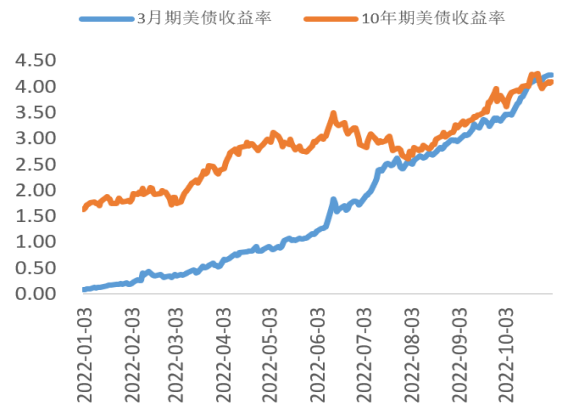
短期来看,美国经济不断加大的下行风险和居高不下的通胀,使得市场不确定性增加,投资者对 12 月及明年美联储加息路径的预期随消息面不断波动变化,难以形成较明确的一致预期,这进而增加了市场的波动风险,我们继续维持对美股的谨慎判断。

图1 美元兑人民币汇率持续高位运行


资料来源：美联储官网，中航证券研究所

图2 境外机构在中国债券市场托管余额（万亿）

图3 10月份 Markit 制造业 PMI 跌至“荣枯线”下方


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 美国 3 月期和 10 年期国债收益率倒挂 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637