

预计 11 月按兵不动，“买入波动率”

——美联储 11 月议息会议前瞻

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

北京时间 2023 年 11 月 2 日凌晨 2 点，美联储将公布 11 月利率决议。我们预计美联储决议将延续 9 月“鹰派暂停”的特征——11 月继续不加息，指向高利率的“更久”。随着房贷利率的创出新高，期限溢价回归推动长端美债利率上行至 5%，美联储大概率仍将在当前“限制性利率”状态等待金融压力的进一步传导。从对利率的影响因素上，建议关注本周美国财政部将进行季度再融资会议，从对流动性的影响上，建议关注日本央行货币政策的调增可能。策略上建议维持买入波动率（VXF24）操作。

核心观点

■ 预计美联储 11 月按兵不动

美国 9 月核心通胀虽然具有韧性，但在高利率向实体需求传导过程中财政扩张的需求增加，我们预计美联储大概率仍将按兵不动。数据显示，美国 9 月核心 CPI 同比增速 +4.1%，8 月 +4.4%，核心通胀放缓的方向没有改变，在罢工潮驱动的薪资增速回升背景下，预计下行节奏将放缓。

关注美国财政季度再融资会议。8 月美国财政扩张长债的发行，逐渐在美债长端利率上反馈，驱动美债期限利差的回归。本周将进行四季度财政再融资会议，尽管美国财政融资计划直接从长债大幅转向短债的可能性不大，但是在美债大幅调整、国防支出压力增加的背景下，我们预计融资结构改变的概率较低，长端利率短期难有下行空间，或驱动美联储继续放缓加息的节奏。

■ 建议短期增加波动率的头寸配置

经济周期已经准备启动，但高利率下的风险仍待释放，在美联储的“按兵不动”过程之中，关注风险的落地以及周期的启动。一方面 10 月中美之间的政策协调开始加强，底线之上的博弈仍在展开，中东的风险释放可能是其中之一。另一方面，10 月国内的财政化债和特别国债再次发行，美国债务上限的问题也已解决，政策的短期转变逐渐明朗，关注风险的短期落地可能。

■ 策略

买入 VXF24，做陡收益率曲线（+2×TS-1×T）

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
美联储 11 月议息会议：预计加息继续暂停，关注短期风险	3
相关图表	4

图表

图 1：美联储 9 月 SEP 展望 单位：%	3
图 2：尽管美联储在 2022 年以来持续加息缩表，但在前期扩张性财政带来的流动性作用下，美国金融市场相对稳定，金融压力指数仍在水位之下 单位：指数点	4
图 3：短期来看，在期限溢价快速上升的带动下，美国金融市场波动率短期上行增加，同时市场的信用风险也略有抬升 单位：指数点	4
图 4：10 月初巴以冲突可能开启的是一个新的不确定性因素，一方面，地缘冲突的短期扩大化将对全球的总需求预期带来悲观的影响（表现在美元指数上升，美元流动性的收紧），另一方面，在需求预期恶化的情况下，油价上升带来的供给成本上行对于整体大宗商品的估值中枢将带来上抬的可能。目前，油价和美元正相关性维持高位，市场的风险等待释放 单位：%，指数点	4
图 5：和不确定环境同期发生的是中美之间的互动开始增加，我们理解中美关系缓和的概率依然很低，但是管控底线风险的概率在增加。在这一背景下，我们注意到中国 10 月以来对于地方债务风险的处置开始加速，预计在市场上将表现为收益率曲线的陡峭化和市场波动率的逐渐抬升 单位：BP，指数点	4
图 6：另一个值得关注的点在于随着美联储加息节奏进入到了“按兵不动”状态，全球主要央行的货币政策加息周期进入到转折点（以三个月周期衡量，10 月底从前期的净加息首次进入到净减息状态），关注货币周期转变过程中黄金等相关资产的机会 单位：次数，美元/盎司	5
图 7：根据美国经济数据拟合的周期变动已经有所回升，可能预示着未来美国核心通胀的下行路径具有相对的韧性，叠加当前美国政治正确背景下，宏观环境开始推动薪资增速上升，从而驱动名义价格的上涨，预计将继续为核心通胀创造下方的韧性 单位：%	5
图 8：全球政策的不确定性指数显示出市场对于宏观政策的不确定性担忧正在逐渐缓解过程中，但是美元指数释放出全球总需求的扩张仍没有开始，短期内建议关注两者的回归机会 单位：%	5
图 9：市场对美联储 11 月加息的预期已经降低，关注美国财政季度再融资落地后，美联储货币政策记者会上鲍威尔的预期管理是否会有超预期的可能 单位：%	5

美联储 11 月议息会议：预计加息继续暂停，关注短期风险

北京时间 2023 年 11 月 2 日周四凌晨 2 点，美联储公布 11 月利率决议。

我们预计美联储决议将延续 9 月“鹰派暂停”的特征——11 月继续不加息，指向高利率的“更久”。随着房贷利率的创出新高，期限溢价回归推动长端美债利率上行至 5%，美联储大概率仍将在当前“限制性利率”状态等待金融压力的进一步传导。从对利率的影响因素上，建议关注本周美国财政部将进行季度再融资会议，从对流动性的影响上，建议关注日本央行货币政策的调增可能。策略上建议维持买入波动率（VXF24）操作。

关注点一：美国财政季度再融资会议。8 月美国财政扩张长债的发行，逐渐在美债长端利率上反馈，驱动美债期限利差的回归。本周将进行四季度财政再融资会议，尽管美国财政融资计划直接从长债大幅转向短债的可能性不大，但是在美债大幅调整、国防支出压力增加的背景下，我们预计融资结构改变的概率较低，长端利率短期难有下行空间，或驱动美联储继续放缓加息的节奏。

关注点二：风险的短期落地可能。经济周期已经准备启动，但高利率下的风险仍待释放，在美联储的“按兵不动”过程之中，关注风险的落地以及周期的启动。一方面 10 月中美之间的政策协调开始加强，底线之上的博弈仍在展开，中东的风险释放可能是其中之一。另一方面，10 月国内的财政化债和特别国债再次发行，美国债务上限的问题也已解决，政策的短期转变逐渐明朗。

图 1：美联储 9 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
6 月预测	1.0	1.1	1.8		1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0		1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2		1.6-2.5
失业率	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
6 月预测	4.1	4.5	4.5		4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6		3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9		3.5-4.4
PCE	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
6 月预测	3.2	2.5	2.1		2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4		2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0		2.0
核心 PCE	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
6 月预测	3.9	2.6	2.2			3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4			3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0		
加息路径															
利率	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8
6 月预测	5.6	4.6	3.4		2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1		2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6		2.4-3.6

数据来源：FED 华泰期货研究院

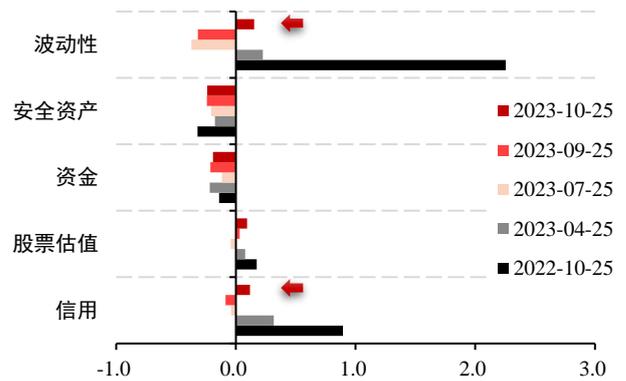
相关图表

图 2：尽管美联储在 2022 年以来持续加息缩表，但在前期扩张性财政带来的流动性作用下，美国金融市场相对稳定，金融压力指数仍在水位之下 | 单位：指数点



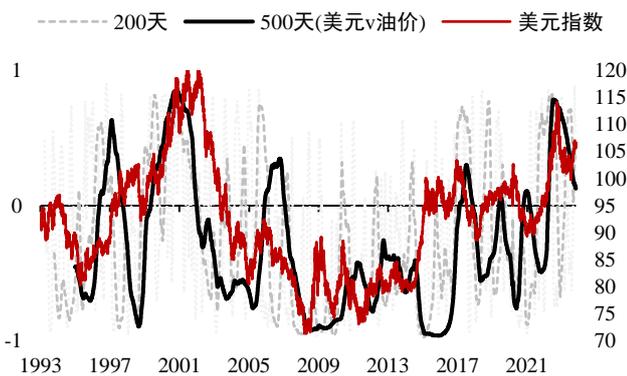
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 3：短期来看，在期限溢价快速上升的带动下，美国金融市场波动率短期上行增加，同时市场的信用风险也略有抬升 | 单位：指数点



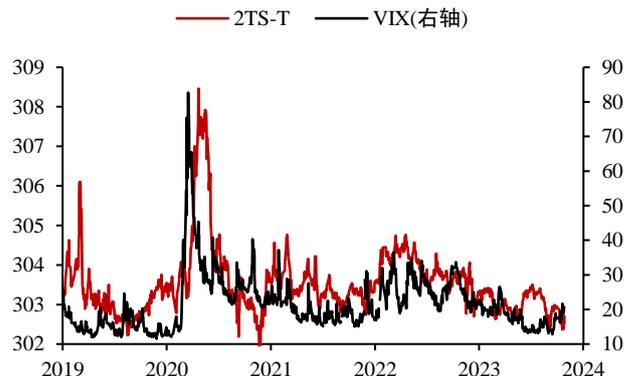
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4：10 月初巴以冲突可能开启的是一个新的不确定性因素，一方面，地缘冲突的短期扩大化将对全球的总需求预期带来悲观的影响（表现在美元指数的上升，美元流动性的收紧），另一方面，在需求预期恶化的情况下，油价上升带来的供给成本上行对于整体大宗商品的估值中枢将带来上抬的可能。目前，油价和美元正相关性维持高位，市场的风险等待释放 | 单位：%，指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：和不确定环境同期发生的是中美之间的互动开始增加，我们理解中美关系缓和的概率依然很低，但是管控底线风险的概率在增加。在这一背景下，我们注意到中国 10 月以来对于地方债务风险的处置开始加速，预计在市场上将表现为收益率曲线的陡峭化和市场波动率的逐渐抬升 | 单位：BP，指数点



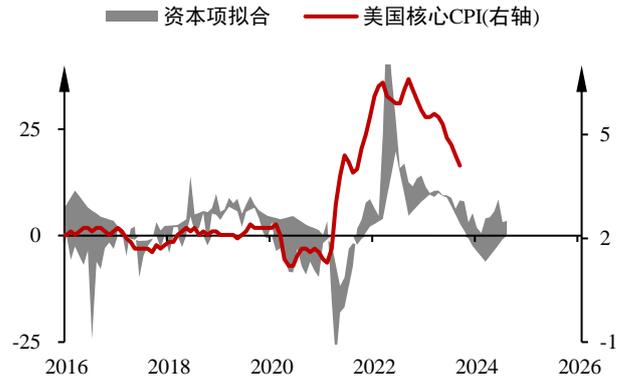
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：另一个值得关注的点在于随着美联储加息节奏进入到“按兵不动”状态，全球主要央行的货币政策加息周期进入到转折点（以三个月周期衡量，10 月底从前期的净加息首次进入到净减息状态），关注货币周期转变过程中黄金等相关资产的机会 | 单位：次数，美元/盎司



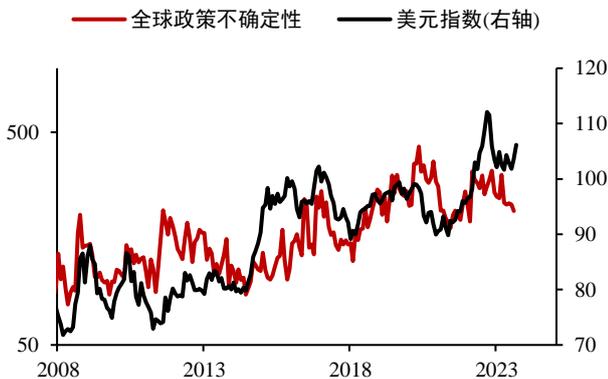
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：根据美国经济数据拟合的周期变动已经有所回升，可能预示着未来美国核心通胀的下行路径具有相对的韧性，叠加当前美国政治正确背景下，宏观环境开始推动薪资增速上升，从而驱动名义价格的上涨，预计将继续为核心通胀创造下方的韧性 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：全球政策的不确定性指数显示出市场对于宏观政策的不确定性担忧正在逐渐缓解过程中，但是美元指数释放出全球总需求的扩张仍没有开始，短期内建议关注两者的回归机会 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 9：市场对美联储 11 月加息的预期已经降低，关注美国财政季度再融资落地后，美联储货币政策记者会上鲍威尔的预期管理是否会有超预期的可能 | 单位：%



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com