2021 年 10 月 31 日

美联储转“鹰”的下一步

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

放眼当下，美联储年内启动 Taper 几成定局，对市场的扰动趋于弱化。参照上一轮货币政策正常化经验来看，美联储加息预期的升温对市场的影响更值得关注。

● **9 月以来，美联储频频放“鹰”，持续扰动市场情绪**

9 月以来，美联储多位官员频频释放“鹰派”信号，例如“最早在 11 月启动 Taper”、“2022 年加息”等。9 月以来，美联储多位官员一改前期“鸽派”立场，开始吹风货币政策正常化。例如，美联储主席鲍威尔公开表示，“最早可以在 11 月启动 Taper”；博斯蒂克（2021 年票委）的态度更为激进，“预计 2022 年下半年加息”。

伴随美联储频频放“鹰”，美股等波动放大，美元随之走强，10Y 美债利率也重拾升势。美联储大幅转“鹰”的背景下，市场风险偏好一度快速回落，拖累美股等主要全球主要股指的表现，标普 500、纳斯达克 9 月以来的最大回撤分别是 5.2%、7.2%。与此同时，美元指数站稳 94 关口，10Y 美债利率上行至 1.6%附近。

● **美联储政策立足于经济基本面，核心目标是就业最大化与物价稳定**

作为具有“政治”独立性的货币政策主管机构，美联储的核心目标是实现就业最大化与物价稳定。1977 年《联邦储备系统改革法》公布后，美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标，并沿用至今。美联储货币政策的执行主体是 FOMC，后者相对稳定的人事结构、公开透明的决策机制，保证了政策的独立性与效果。

双重目标下，美联储政策主要立足于经济基本面，有时也会因金融环境变化而作出相应调整。历史经验显示，美联储一直紧盯经济基本面，往往在经济向好、通胀抬升阶段通过加息等收紧货币，反之则放松货币。此外，在爆发流动性危机等极端情况下，美联储也会充当最终贷款人，通过降息及 QE 等方式释放流动性。

● **眼下，Taper 对市场的扰动趋于弱化，加息预期的变化更值得关注**

美国经济的韧性或将强于大多预期、通胀形势不是“暂时性”的认识，或使得美联储货币政策正常化未来将有所加快。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 重回 60%以上，就业市场与消费也持续加速修复，库存回补动能强劲，均显示经济内生动能韧性十足。通胀及通胀预期持续大幅抬升，则指向通胀大概率不是“暂时的”。美联储货币政策正常化加快，不仅表示年内启动 Taper，还吹风 2022 年加息。

经验显示，Taper 对市场走势的实际影响相对有限，加息预期的升温对市场的影响更值得关注。历史回溯来看，2013 年底宣布 Taper、次月实施，美股、美债、美元等主要资产反应略显平淡；但随着加息预期升温，主要市场的调整加快。综合考虑，未来 2-3 个季度内，需警惕美联储主要官员（尤其是 FOMC 委员）政策立场继续转“鹰”、利率点阵图调整等，引发加息预期继续升温、加剧市场波动。

● **风险提示：**全球爆发“黑天鹅”事件。

相关研究报告

《宏观经济专题-当下宏观分析的三大“误区”》-2021.10.28

《宏观经济专题-2022 年，CPI 通胀的核心变量》-2021.10.28

《宏观经济点评-出口景气下，中游行业利润暂回升》-2021.10.27

目 录

1、 周度专题：美联储转“鹰”的下一步 4
1.1、 9 月以来，美联储频频放“鹰”，持续扰动市场情绪 4
1.2、 美联储政策立足于经济基本面，核心目标是就业最大化与物价稳定 6
1.3、 眼下，Taper 对市场的扰动趋于弱化，加息预期的变化更值得关注 9
2、 大类资产回溯：美元指数再度站上 94 关口 13
3、 重点关注：美国 10 月 FOMC 议息会议 15
4、 数据跟踪：美国 3 季度 GDP 环比不及预期 15
4.1、 美国数据 15
4.1.1、 美国 3 季度 GDP 环比不及预期，商品消费为主要拖累项 15
4.1.2、 美国 9 月耐用品订单环比小幅下降，9 月核心 PCE 物价指数同比略低于预期 16
4.1.3、 美国 9 月成屋签约指数增速不及预期，9 月新屋销售总数高于预期 17
4.1.4、 当周 EIA 原油库存回升，当周初请失业金人数低于预期 17
4.2、 欧洲数据 18
4.2.1、 欧元区 10 月 CPI 同比再创 2008 年以来新高 18
4.2.2、 德国 10 月 IFO 商业景气指数不及预期，11 月 Gfk 消费者信心指数高于预期 18
5、 风险提示 19

图表目录

图 1： 9 月，VIX 指数一度冲高 5
图 2： 9 月以来，美股等全球主要股指的波动明显放大 5
图 3： 9 月以来，美元指数走强 5
图 4： 9 月以来，10Y 美债利率重拾升势 5
图 5： 美联储货币政策的核心目标，是为了实现就业最大化与物价稳定 6
图 6： 联储理事的任期达到 14 年；在没有理事提前辞职的情况下，每位总统在 4 年任期内仅能提名 2 位新理事 7
图 7： 美联储 FOMC 轮值委员，由 11 个地方联储主席轮流担任 7
图 8： 美联储货币政策实施，主要立足于经济基本面 8
图 9： 2015 至 2018 年，美联储先后加息、缩表 8
图 10： 2019 年，美联储实施“预防式降息” 8
图 11： 1987 年，美联储降息 68.75bp 以稳定金融市场 9
图 12： 2020 年，美联储降息 150bp 以稳定金融市场 9
图 13： 美国 ISM 制造业 PMI 指数维持高位 9
图 14： 美国私人库存对 GDP 的环比拉动率由负转正 9
图 15： 美国实际库存回补的动能依然强劲 10
图 16： 美国居民薪酬收入增速维持高位 10
图 17： 美国因疫情减少的就业人数已修复至 78% 10
图 18： 美联储预计将于 2021 年年底正式启动 Taper 10
图 19： 美联储在经济向好、通胀抬升阶段加息，反之则降息 11
图 20： 越来越多的迹象指向通胀并非“暂时的” 11
图 21： 美国 CPI 通胀扩散范围越来越广 11
图 22： 回溯历史，加息预期对美元指数走势的影响较大 11
图 23： 回溯历史，加息预期对美股走势的影响较大 11
图 24： 回溯历史，加息预期对 10Y 美债走势的影响较大 12

图 25：回溯历史，加息预期对黄金走势的影响较大 12
图 26：3 月会议中，美联储有 4 位官员预计 2022 年加息 12
图 27：9 月会议中，美联储有 9 位官员预计 2022 年加息 12
图 28：当周，美元上涨，英镑、欧元下跌 13
图 29：当周，美元指数上涨 13
图 30：当周，主要国家 10Y 国债收益率走势分化 14
图 31：当周，10Y 美债收益率震荡下行 14
图 32：当周，全球主要股指涨跌分化 14
图 33：当周，纳斯达克上涨，恒指下跌 14
图 34：当周，WTI、Brent 原油价格双双下跌 14
图 35：当周，COMEX 黄金价格下跌 14
图 36：美国 3 季度 GDP 环比（季调）折年率不及预期 15
图 37：美国 3 季度 GDP 环比增速低于近 30 年均值水平 15
图 38：美国 3 季度私人消费走弱，私人投资反弹 16
图 39：美国 3 季度 GDP 不及预期，主因私人消费走弱 16
图 40：美国服务消费表现强劲，商品消费表现疲软 16
图 41：汽车及其零部件消费为主要拖累项 16
图 42：美国 9 月耐用品订单环比小幅下降 17
图 43：美国 9 月核心 PCE 物价指数同比略低于预期 17
图 44：美国 9 月成屋签约指数同比、环比均不及预期 17
图 45：美国 9 月新屋销售总数高于预期 17
图 46：美国当周 EIA 原油库存回升 18
图 47：美国当周初请失业金人数低于预期 18
图 48：欧元区 10 月 CPI 同比再创 2008 年以来新高 18
图 49：欧元区 10 月 CPI 环比高于预期 18
图 50：德国 10 月 IFO 商业景气指数不及预期 19
图 51：德国 11 月 Gfk 消费者信心指数高于预期 19

表 1：美联储官员集体支持尽快启动 Taper，并开始讨论加息时点 4
表 2：1977 年后，美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标制 6
表 3：美联储一般在每年召开 8 次 FOMC 议息会议，偶尔也会临时补充开会 7
表 4：海外重点数据发布日期情况 15

1、 周度专题：美联储转“鹰”的下一步

事件：近期来看，美联储年内启动 Taper 几成定局，对市场的扰动趋于弱化。

资料来源：Fed

1.1、 9 月以来，美联储频频放“鹰”，持续扰动市场情绪

9 月以来，美联储多位官员频频释放“鹰派”信号，例如“最早在 11 月启动 Taper”、“2022 年加息”等。2021 年上半年，美联储货币政策态度维持宽松不变，主席鲍威尔反复强调“尚未达到启动 Taper 的时机”。但 9 月以来，美联储多位官员一改前期“鸽派”立场，开始吹风货币政策正常化。例如，美联储主席鲍威尔公开释放“鹰派”信号，“最早可以在 11 月启动 Taper”；亚特兰大联储主席博斯蒂克（2021 年票委）的态度更为激进，“支持尽快启动 Taper，预计 2022 年下半年实施加息”。

表1：美联储官员集体支持尽快启动 Taper，并开始讨论加息时点

姓名	职位	过去表态	最新表态
Jerome Powell	主席	一次性的物价上涨不一定会促进通胀	最早可以在 11 月会议上启动缩减购债
Richard Clarida	副主席	非常重视通胀预期，预计通胀压力是暂时的	如果劳动力市场继续如期增长，将支持缩减购债
John C. Williams	纽约联储主席	2021 年通胀可能会上升，2022 年可能下降	购债可能“很快”就会放缓，预计在 2022 年年中结束
Randal Quarles	金融监管副主席	高通胀很可能是暂时的，未来会议上讨论 Taper	美联储在通胀问题上的观点可能是错误的
Lael Brainard	理事	有充分的理由认为高通胀是暂时的	就业形势很快将达到缩减购债门槛
Michelle Bowman	理事	预计通胀会暂时上升	预计最早在 11 月份议上开始缩减购债
Chris Waller	理事	美联储乐意让通胀超过 2%	支持开始缩减购债，并在 2022 年年中之前结束
Thomas I. Barkin	里士满联储主席 2021 年票委	劳动力市场还没有恢复到可以缩减购债规模的程度，预计第四季度通胀将有所缓解	支持开始政策正常化的进程，加息最终取决于通货膨胀和劳动力市场
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席 2021 年票委	高通胀阶段将“比预期更长”；关于缩减购债的问题可能在 3-4 个月内做出决定	支持尽快开始缩减购债，预计 2022 年下半年将加息 1 次，2023 年将加息 3 次
Mary C. Daly	旧金山联储主席 2021 年票委	通胀上升是暂时的，距通胀和就业目标很远	已经到了可以缩减购债的时间，加息还为时尚早
Charles L. Evans	芝加哥联储主席 2021 年票委	美联储可能需几个月的时间来确定 Taper 的时机	预计从 2021 年年底开始缩减购债，到 2022 年年中结束
Eric Rosengren（退休）	波士顿联储主席 2022 年票委	美联储将继续购买资产，直到在降低失业率和提高通胀方面取得实质性进展	支持缩减购债，在 2022 年年中结束
James Bullard	圣路易斯联储主席 2022 年票委	预计 2021 年通胀率在 2.5%-3%之间	预计从 11 月开始缩减购债，一旦缩减购债完成就应尽快启动加息，预计 2022 年将加息 2 次
Loretta Mester	克利夫兰联储主席 2022 年票委	美联储应该有条不紊地缩减购债规模	预计 11 月开始缩减购债,2022 年将加息
Esther L. George	堪萨斯联储主席 2022 年票委	正在密切关注工资是否有通胀的迹象	取得进一步实质性进展的标准已经达到

资料来源：Fed、开源证券研究所

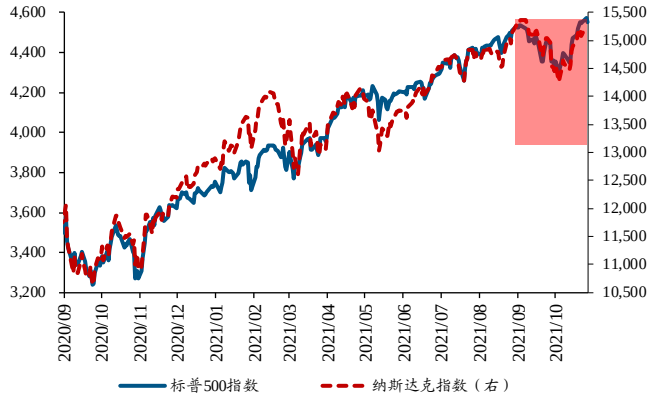
伴随美联储频频放“鹰”，美股等主要权益市场表现受到拖累、波动明显放大。美联储政策态度大幅转“鹰”的背景下，全球资本市场的情绪受到了明显冲击。数据显示，9 月以来，衡量市场避险情绪的 VIX 指数，最高升破 25。避险情绪快速升温等影响下，美股等主要全球权益市场走势由单边上涨改为宽幅震荡。其中，标普 500、纳斯达克 9 月以来的最大回撤分别达到了 5.2%、7.2%。

图1：9 月，VIX 指数一度冲高



数据来源：Wind、开源证券研究所

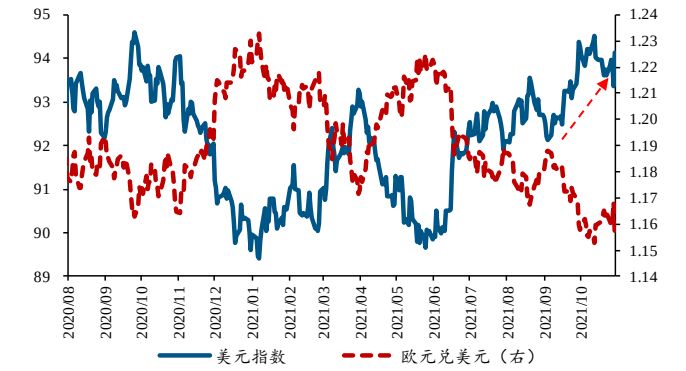
图2：9 月以来，美股等全球主要股指的波动明显放大



数据来源：Wind、开源证券研究所

其他市场方面，美元汇率表现强劲，10Y 美债利率也重新回到上行通道。美元指数走势，主要取决于美国与非美经济体（主要是欧元区）的经济形势及政策立场差异。由于美联储率先放“鹰”、欧央行坚持宽松立场不变，美元指数由 92 附近快速上涨、站稳 94 关口。同样，在美联储“鹰派”信号的影响下，10Y 美债利率也结束前期低位震荡状态，由 1.3%以下快速上行至 1.6%附近。

图3：9 月以来，美元指数走强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：9 月以来，10Y 美债利率重拾升势

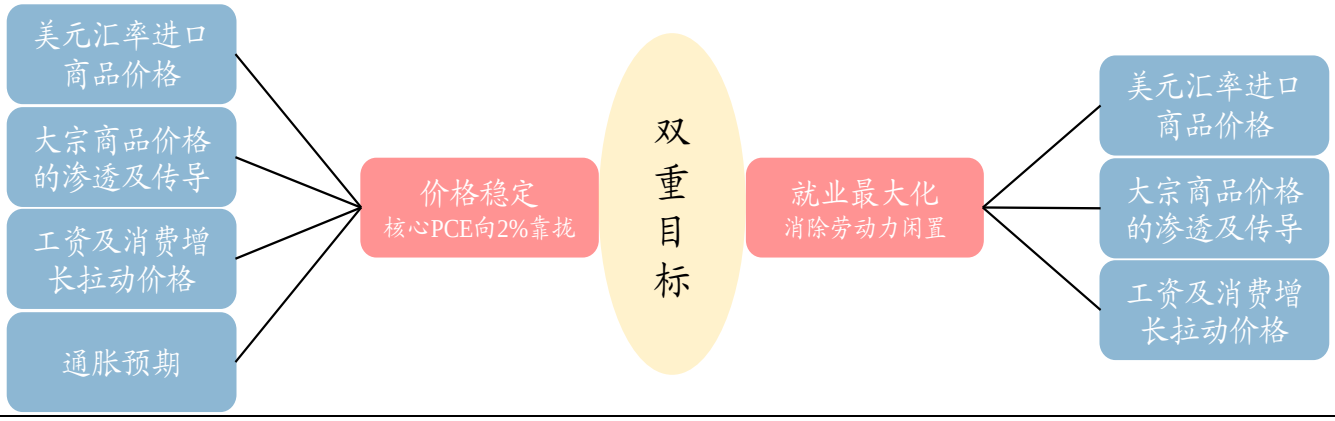


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 美联储政策立足于经济基本面，核心目标是就业最大化与物价稳定

历史回溯来看，美联储的货币政策，是为了实现就业最大化与物价稳定的双重目标。美联储货币政策的双重目标制，最早可追溯至 1977 年《联邦储备系统改革法》。该法案在 1946 年《就业法案》的基础上，明确了美联储的政策目标是就业最大化与物价稳定的双重目标，并沿用至今[①]。期间，伴随美国经济结构及金融系统的不断变化，美联储货币政策的中介目标，也经历了“M1—M2—联邦基金利率”的转变。

图5：美联储货币政策的核心目标，是为了实现就业最大化与物价稳定



资料来源：Fed、开源证券研究所

表2：1977 年后，美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标制

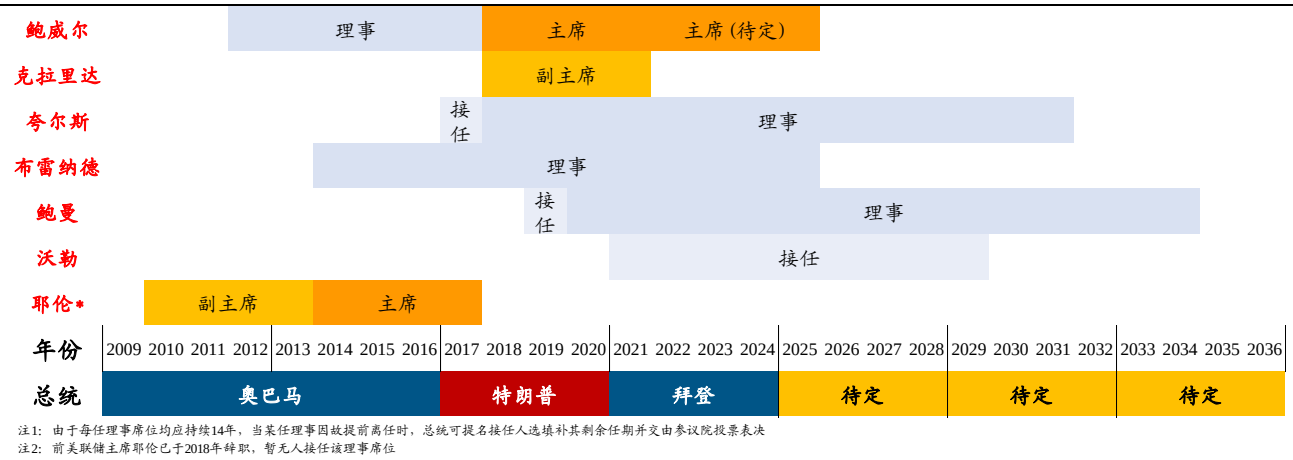
时间	时任美联储主席	货币政策目标	货币政策中介目标	中介目标转变原因
1978-1979	威廉·米勒	就业最大化 物价稳定 适度长期利率	货币供应量 M1	美联储通过控制 M1 供给压制通胀
1979-1982	保罗·沃尔克			
1982-1987			货币供应量 M2	金融创新与货币形式变化，美联储难以通过调控 M1 满足政策目标
1987-1994	艾伦·格林斯潘			
1994-2006				
2006-2012	本·伯南克		联邦基金利率	金融脱媒与家庭资产负债结构调整下，M2 与经济增速逐渐脱钩
2012-2014		物价稳定 就业最大化		
2014-2018	珍妮特·耶伦			
2018-2020	杰罗姆·鲍威尔			
2020 至今		就业最大化 物价稳定		

资料来源：Fed History、开源证券研究所

美联储相对稳定的人事结构、公开透明的决策机制，保证了货币政策的独立性与落地效果。美联储货币政策的执行主体是联邦公开市场操作委员会（FOMC），包括 7 个理事、纽约联储主席，以及 4 个地方联储主席（11 个地方联储主席轮流担任）。FOMC 相对稳定的人事结构，帮助美联储最大程度上免受外部干扰。原因在于，美联储理事的任期达到 14 年，远远超过总统的 4 年；同时，在没有理事提前辞职的情况下，每位总统在 4 年任期内仅能提名 2 位新理事，且需间隔两年。FOMC 一般每年固定召开 8 次议息会议，以保证货币政策的沟通效率及执行效果，偶尔也会补开。

[①] 自此以后，美联储只是分别在 2012 年、2020 年调整了就业与通胀的相对重要程度。

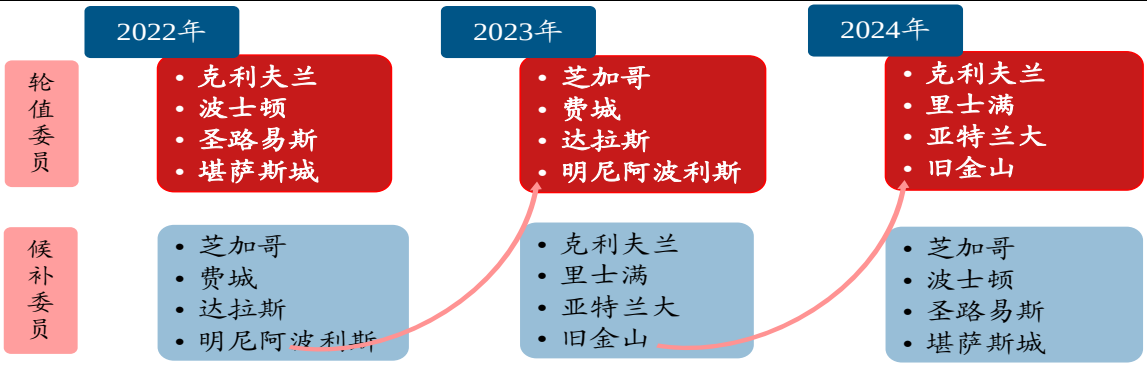
图6：联储理事的任期达到 14 年；在没有理事提前辞职的情况下，每位总统在 4 年任期内仅能提名 2 位新理事



注1：由于每任理事席位均应持续14年，当某任理事因故提前离任时，总统可提名接任人选填补其剩余任期并交由参议院投票表决
注2：前美联储主席耶伦已于2018年辞职，暂无人接任该理事席位

资料来源：Fed、开源证券研究所

图7：美联储 FOMC 轮值委员，由 11 个地方联储主席轮流担任



资料来源：Fed、开源证券研究所

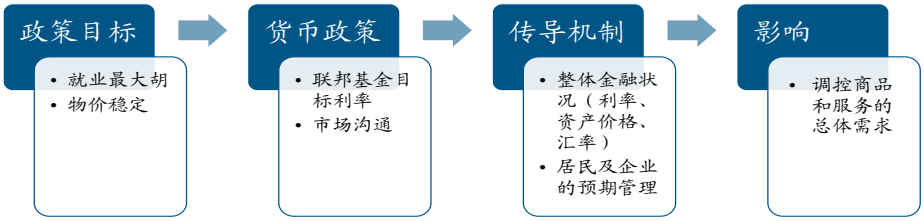
表3：美联储一般在每年召开 8 次 FOMC 议息会议，偶尔也会临时补充开会

美联储议息会议声明对比									
FOMC会议时间	2020/1/30	**2020/3/3**	2020/3/15	2020/4/29	2020/6/10	2020/7/29	**2020/9/17**	**2020/11/4**	**2020/12/16**
FOMC会议决策	不降息	**临时降息**	**降息**	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息	不降息
联邦基金利率	1.5%-1.75%	**1.0%-1.25%**	**0%-0.25%**	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%	0%-0.25%
投票结果	全票通过	**全票通过**	**9:1通过**	全票通过	全票通过	全票通过	**8:2通过**	**全票通过**	**全票通过**
经济活动	温和增长		温和增长	**大幅降温**	大幅降温	**近期有所升温**	近期有所升温	近期继续修复	近期继续修复
劳动力市场	保持强劲		保持强劲	**出现严重失业潮**	出现严重失业潮	**近期有所改善**	近期有所改善	近期继续修复	近期继续修复
失业率	保持低位		保持低位						
消费支出	温和增长		温和增长						
商业投资	一直疲软		一直疲软						
融资环境				**显著恶化**	**有所改善**	有所改善	有所改善	维持宽松	维持宽松
12个月通胀预期	有所下降、低于2%		有所下降、低于2%	**油价暴跌、拖累通胀预期**	油价暴跌、拖累通胀预期	油价暴跌、拖累通胀预期	油价暴跌、拖累通胀预期	油价暴跌、拖累通胀预期	油价暴跌、拖累通胀预期
近期经济前景评估	不确定性仍存	**依然强劲，但疫情增加了不确定性**	**疫情显著提升了不确定性**	**面临巨大下行风险**	面临巨大下行 风险	面临巨大下行风险	面临巨大下行风险	面临巨大下行风险	面临巨大下行风险
政策立场				**维持当前宽松立场不变**	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变	维持当前宽松立场不变

资料来源：Fed、开源证券研究所

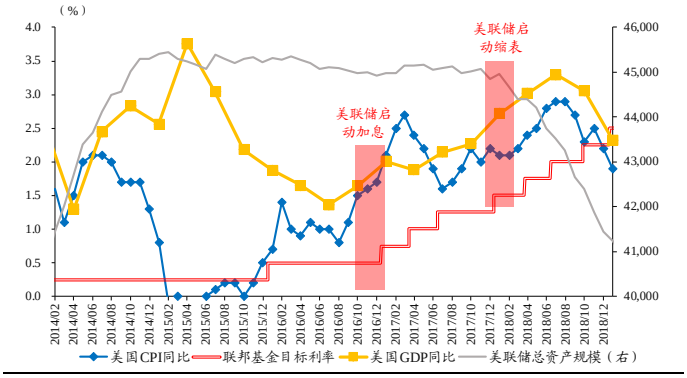
双重目标制下，美联储货币政策实施，主要立足于经济基本面。历史经验显示，美联储一直紧盯经济基本面，往往在经济向好、通胀抬升阶段通过加息等收紧货币，反之则放松货币。例如，2015 至 2018 年，伴随美国经济加速回归常态化，美联储先是启动加息；由于担心长期的低利率环境引发经济过热，美联储随后开启了缩表进程、腾挪政策操作空间。与此相反的是，2019 年 7 月，伴随美国经济内生动能走弱及下行风险显著增加，美联储实施了 3 次“预防式降息”。

图8：美联储货币政策实施，主要立足于经济基本面



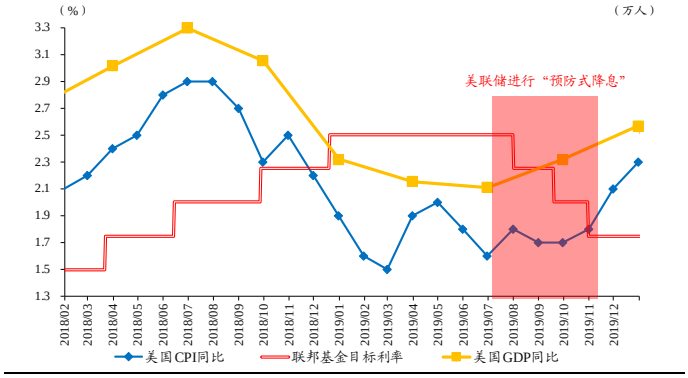
资料来源：Fed、开源证券研究所

图9：2015 至 2018 年，美联储先后加息、缩表



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2019 年，美联储实施“预防式降息”



数据来源：Wind、开源证券研究所

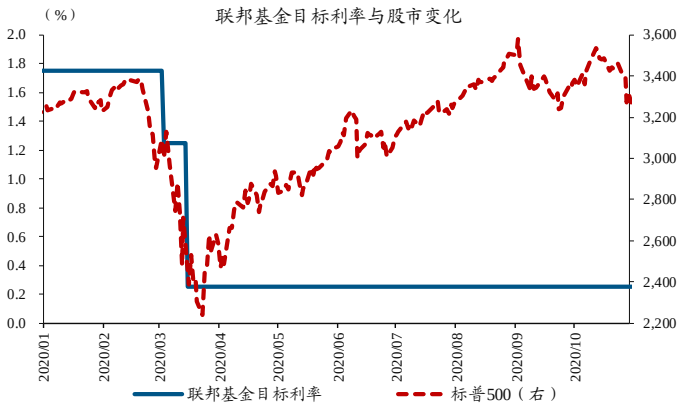
美联储制定货币政策除了考虑经济基本面外，有时也会因金融环境变化而作出相应调整。除了经济基本面因素外，美联储也会关注金融市场稳定性、在市场剧烈波动时选择“出手相助”。例如，美股 1987 年和 1998 年暴跌后，美联储曾分别快速降息 68.75bp 和 75bp 以稳定市场。与之类似的还有，新冠疫情爆发后，美股短期剧烈调整、一周时间内触发 3 次熔断，引发流动性危机；为了安抚金融市场情绪，美联储紧急降息 150bp、重启 QE，释放大量流动性。

图11：1987 年，美联储降息 68.75bp 以稳定金融市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020 年，美联储降息 150bp 以稳定金融市场

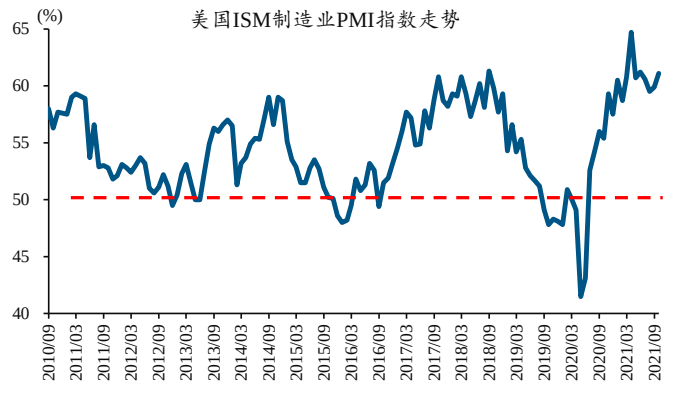


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 眼下，Taper 对市场的扰动趋于弱化，加息预期的变化更值得关注

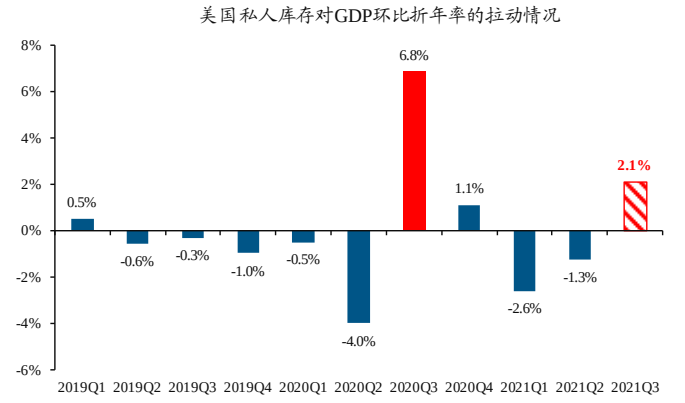
放眼当下，库存回补、居民收入修复等带动下，美国经济有望维持韧性。最新数据显示，美国 9 月 ISM 制造业 PMI 重回 60%以上，就业市场也维持修复态势，均指向经济内生动能依然强劲。尽管汽车“缺芯潮”拖累商品消费、引发美国 3 季度 GDP 环比增速下滑，但占美国 GDP 比重超 40%的服务消费依然表现出色，私人库存对 GDP 的环比拉动率也由负转正。展望未来，考虑到居民薪酬收入增速维持高位，服务消费或将维持改善态势，以及疫情企稳有望缓解汽车“缺芯潮”、支撑商品消费，叠加实际库存水平处于低位、回补动能强劲，美国经济大概率将维持韧性。

图13：美国 ISM 制造业 PMI 指数维持高位



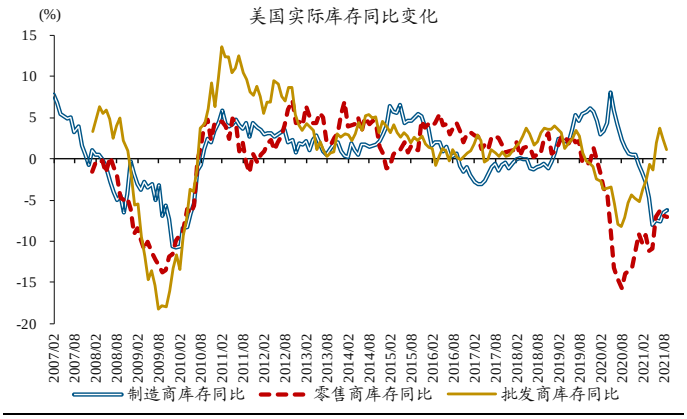
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：美国私人库存对 GDP 的环比拉动率由负转正



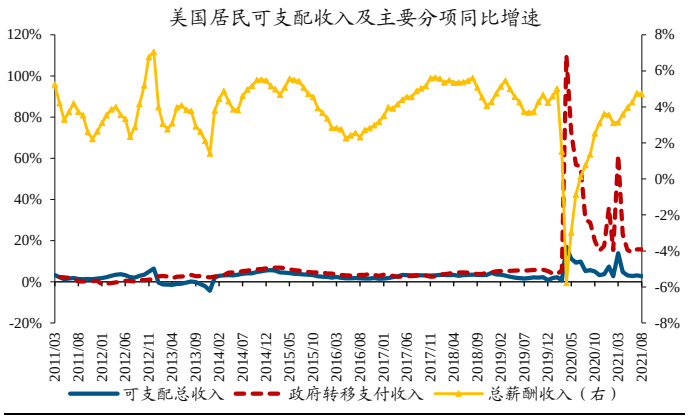
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：美国实际库存回补的动能依然强劲



数据来源：Wind、开源证券研究所

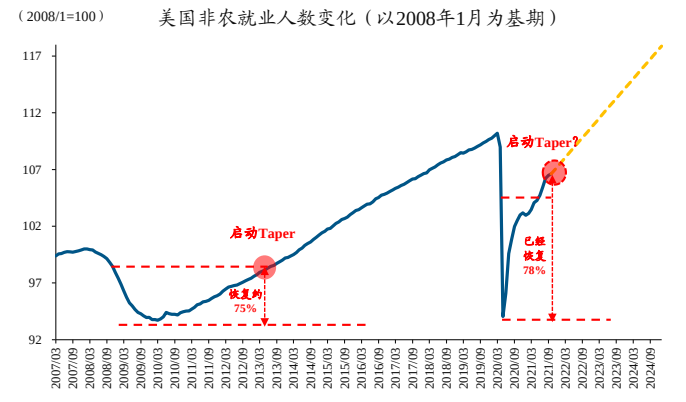
图16：美国居民薪酬收入增速维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

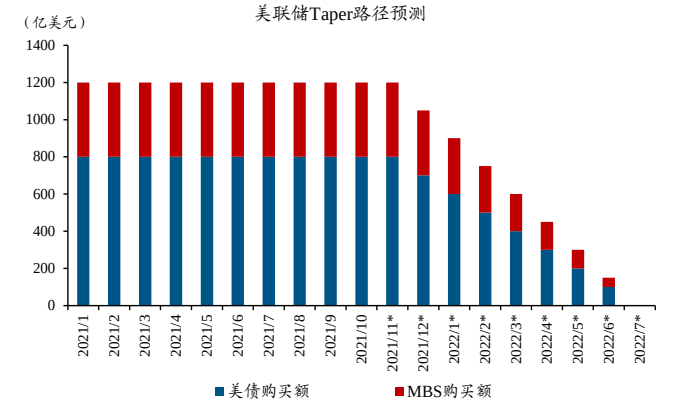
参考 2013 年政策退出经验来看，伴随美国就业市场快速修复，Taper 时机几乎成熟。2021 年以来，美联储迟迟未能启动 Taper 的原因，是就业市场未取得实质性进展。最新的 9 月就业数据显示，美国因疫情减少的就业人数已修复至 78%。相当于 2013 年美联储启动 Taper 时的水平。这一背景下，一直不为所动的美联储主席鲍威尔也亲口承认，“就业几乎已取得了实质性进展”。换言之，Taper 时机几乎成熟。

图17：美国因疫情减少的就业人数已修复至 78%



数据来源：Wind、开源证券研究所

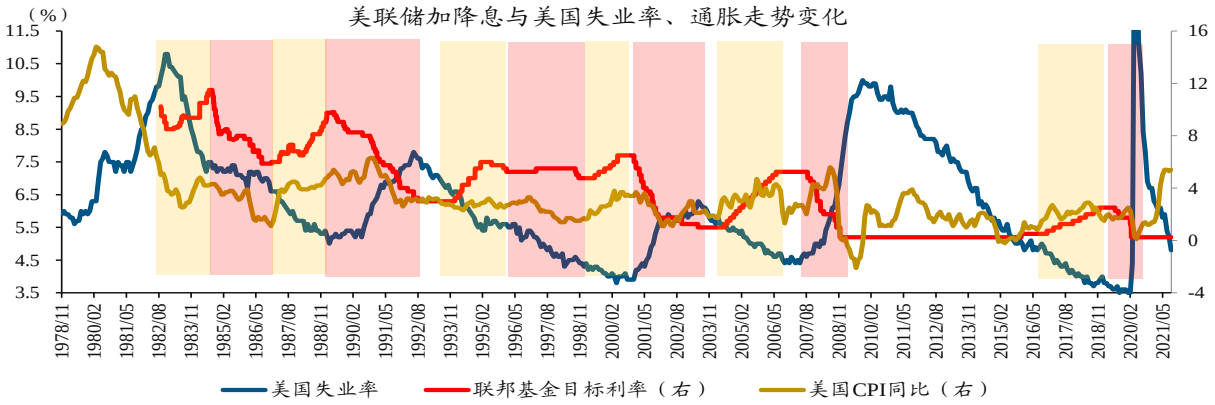
图18：美联储预计将于 2021 年年底正式启动 Taper



数据来源：Wind、开源证券研究所

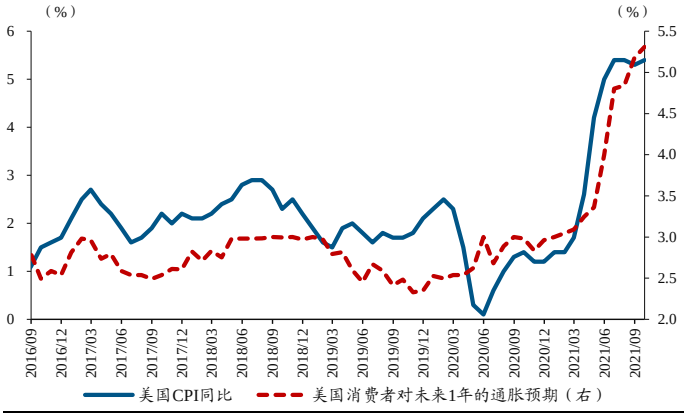
与此同时，越来越多的迹象指向通胀并非“暂时的”，导致市场对美联储未来加息时点的预测也大幅提前。一直以来，美国都将高通胀的持续性，作为启动加息的核心考量因素之一。最新数据显示，美国 9 月 CPI 同比增速达到 5.4%，已连续 4 个月高于 5%。从涨价范围来看，美国燃油、燃气服务、肉禽鱼蛋类、新车等绝大部分 CPI 分项价格都持续上涨，显示通胀扩散压力持续累积。高通胀的持续性及扩散性，使得美国消费者 1 年期通胀预期创下历史新高的 5.3%。通胀形势不是“暂时性”的认识，使得市场预测美联储在 2022 年 6 月首次加息的概率升至 65%。

图19：美联储在经济向好、通胀抬升阶段加息，反之则降息



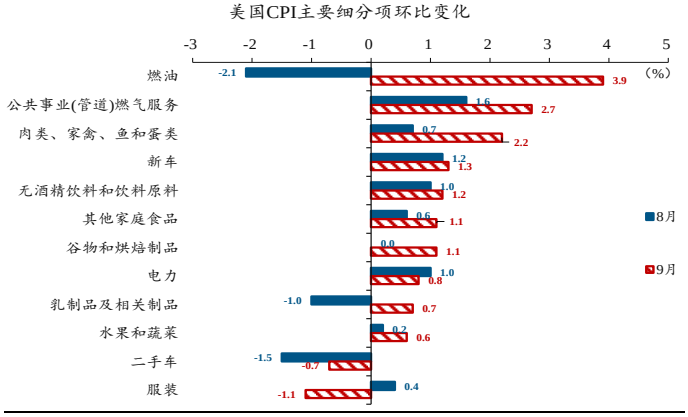
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：越来越多的迹象指向通胀并非“暂时的”



数据来源：Wind、开源证券研究所

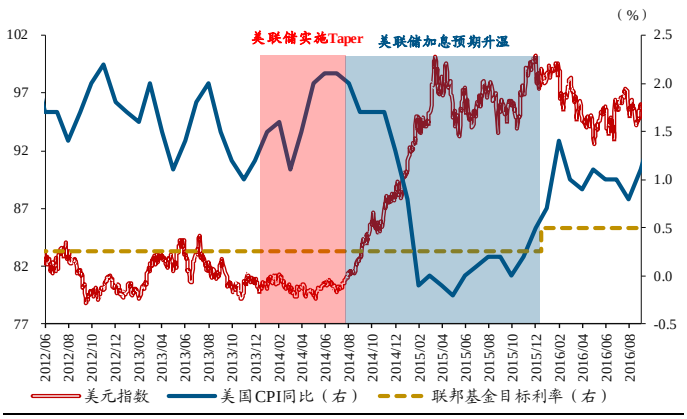
图21：美国 CPI 通胀扩散范围越来越广



数据来源：Wind、开源证券研究所

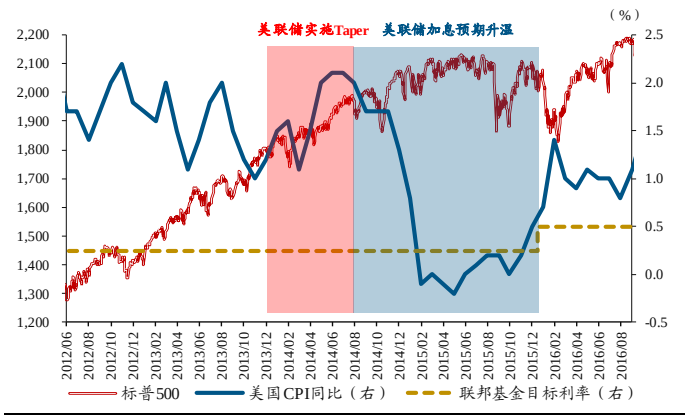
历史经验显示，货币政策正常化的背景下，Taper 的实际影响相对有限，加息预期对市场的影响或更明显。历史回溯来看，2013 年底宣布 Taper、次月实施，美股、美债等主要资产反应略显平淡；但随着 Taper 逐步收尾、加息预期持续升温，主要市场的调整加快。比如，美元指数由低位震荡转为大幅上涨，美股从单边上涨转为震荡下跌，10Y 美债收益率从单边下行转为宽幅震荡，黄金由震荡上涨转为持续下跌。

图22：回溯历史，加息预期对美元指数走势的影响较大



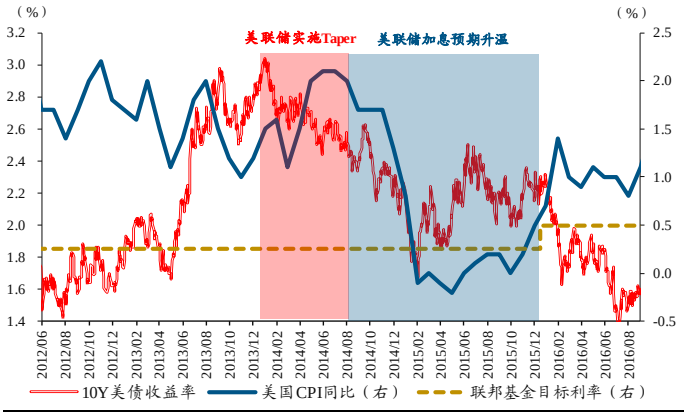
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：回溯历史，加息预期对美股走势的影响较大



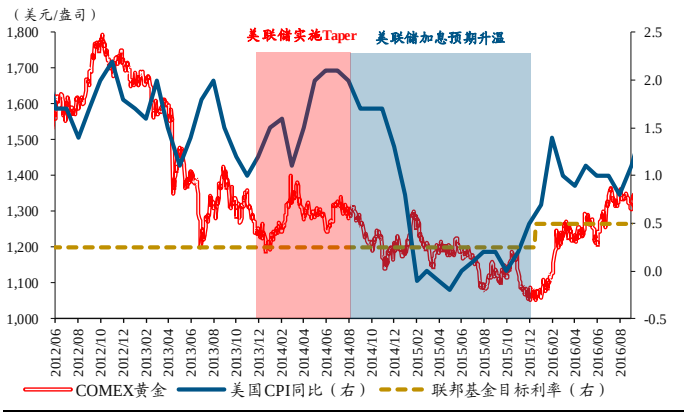
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：回溯历史，加息预期对 10Y 美债走势的影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

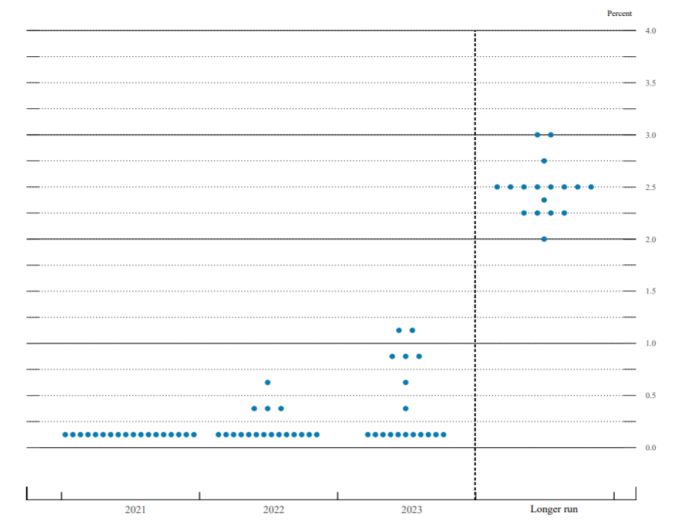
图25：回溯历史，加息预期对黄金走势的影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

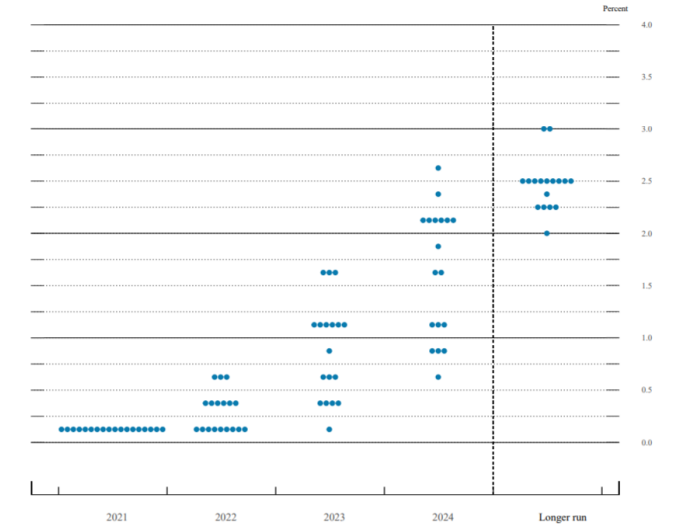
未来 2-3 个季度内，需警惕美联储主要官员（尤其是 FOMC 委员）政策立场继续转“鹰”、利率点阵图调整等，引发加息预期升温、市场波动加剧。对于市场而言，除了经济基本面及通胀形势外，美联储自身加息态度的边际变化，值得重点关注。综合考虑，未来 2 至 3 个季度内，美联储主要官员、尤其是 FOMC 票委的最新公开讲话，需要持续跟踪。同时，美联储官方公布的利率点阵图[②]，也是需要关注的重点。以最新的 9 月利率点阵图为例，美联储预计 2022 年加息的官员数量，从 3 月会议的 3 人增至 9 人，引发加息预期大幅升温、市场波动放大。

图26：3 月会议中，美联储有 4 位官员预计 2022 年加息



资料来源：Fed

图27：9 月会议中，美联储有 9 位官员预计 2022 年加息



资料来源：Fed

[②] 按惯例来看，美联储一般会在 3 月、6 月、9 月和 12 月公布对美国经济、通胀、利率的最新预测值。

经过研究，我们发现：

（1）9 月以来，美联储多位官员一改前期“鸽派”立场，开始吹风货币政策正常化。例如，美联储主席鲍威尔公开表示，“最早可以在 11 月启动 Taper”；博斯蒂克（2021 年票委）的态度更为激进，“预计 2022 年下半年加息”。

（2）美联储大幅转“鹰”的背景下，市场风险偏好一度快速回落，拖累美股等主要全球主要股指的表现，标普 500、纳斯达克的最大回撤幅度分别达到了 5.2%、7.2%。与此同时，美元指数站稳 94 关口，10Y 美债利率上行至 1.6%附近。

（3）1977 年《联邦储备系统改革法》公布后，美联储明确了就业最大化与物价稳定的双重目标，并沿用至今。美联储货币政策的执行主体是 FOMC，后者相对稳定的人事结构、公开透明的决策机制，保证了政策的独立性与效果。

（4）历史经验显示，美联储一直紧盯经济基本面，往往在经济向好、通胀抬升阶段通过加息等收紧货币，反之则放松货币。此外，在流动性危机等极端情况下，美联储也会充当最终贷款人，通过降息及 QE 等方式释放流动性。

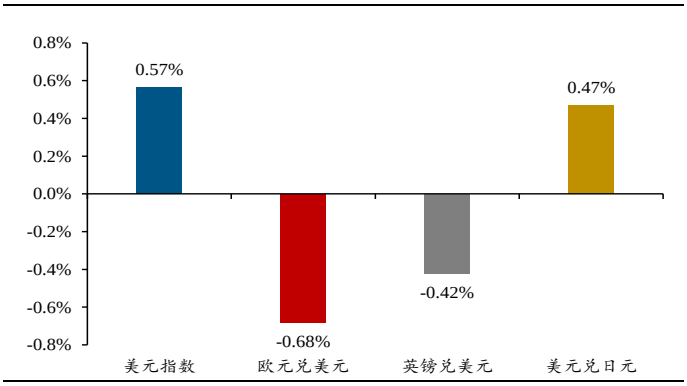
（5）美国 9 月 ISM 制造业 PMI 重回 60%以上，就业市场与消费也持续加速修复，库存回补动能强劲，均显示经济内生动能韧性十足。通胀及通胀预期持续大幅抬升，则指向通胀大概率不是“暂时的”。美联储货币政策正常化加快，不仅表示年内启动 Taper，还吹风 2022 年加息。

（6）历史回溯来看，2013 年底宣布 Taper、次月实施，美股、美债、美元等主要资产反应略显平淡；但随着加息预期升温，主要市场的调整加快。综合考虑，未来 2-3 个季度内，需警惕美联储主要官员（尤其是 FOMC 委员）政策立场继续转“鹰”、利率点阵图调整等，引发加息预期继续升温、加剧市场波动。

2、 大类资产回溯：美元指数再度站上 94 关口

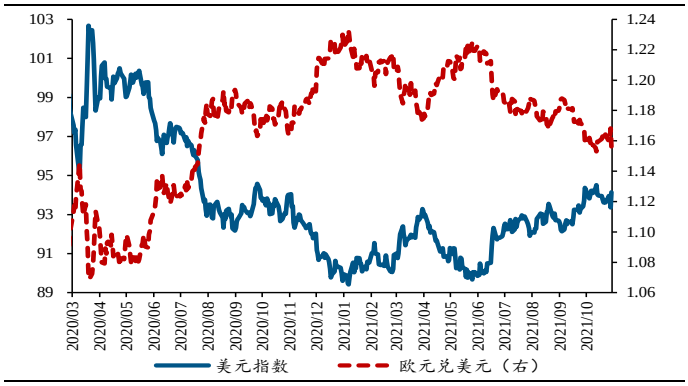
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），美元上涨，欧元、英镑下跌。美元指数上涨 0.57%至 94.14。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别下跌 0.68%、0.42%至 1.16、1.37；日元汇率下跌，美元兑日元上涨 0.47%至 114。

图28：当周，美元上涨，英镑、欧元下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：当周，美元指数上涨

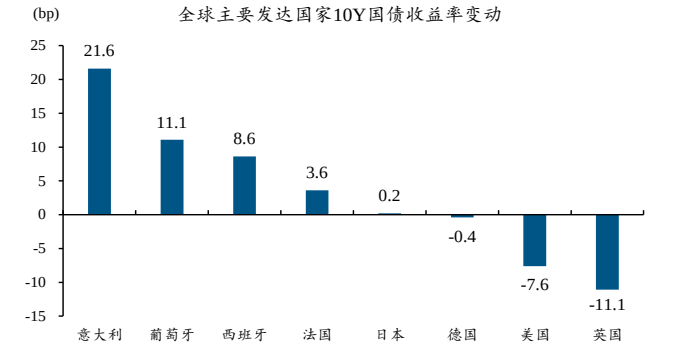


数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（10 月 25 日-10 月 29 日），主要国家 10Y 国债收益率走势分化。10Y 美债

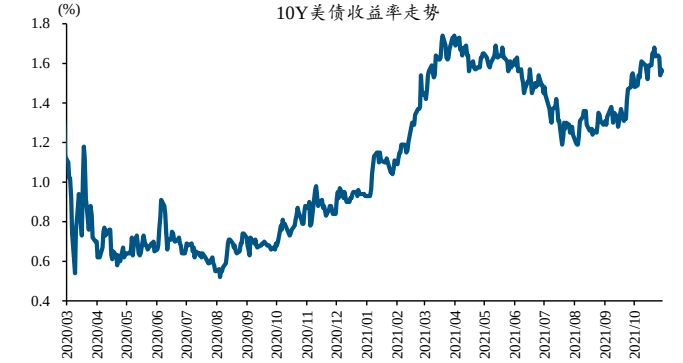
收益率下行 7.6bp 至 1.56%。其他债市方面，10Y 法、德、英债收益率分别上行 3.6bp、下行 0.4bp、下行 11.1bp 至 0.28%、-0.1%、1.04%。

图30：当周，主要国家 10Y 国债收益率走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

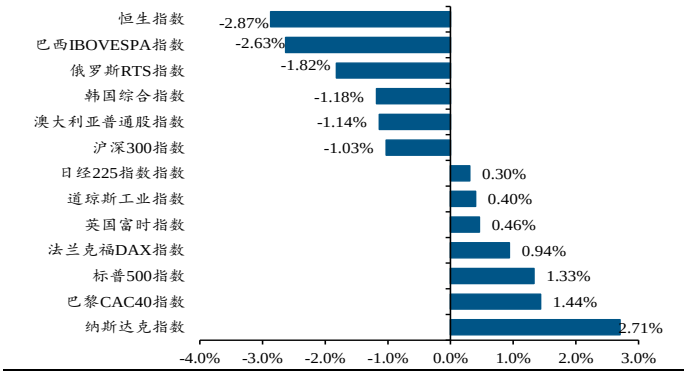
图31：当周，10Y 美债收益率震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

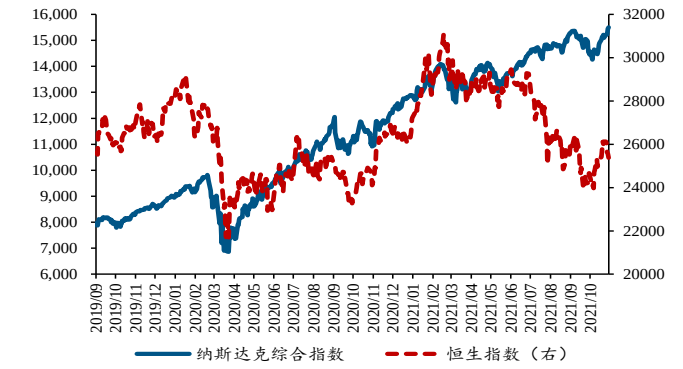
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），全球主要股指涨跌分化。美股方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯分别上涨 2.71%、1.33%、0.4%。亚洲股指方面，沪深 300、恒指、韩国综指分别下跌 1.03%、2.87%、1.18%。欧洲股指方面，法国 CAC40、德国 DAX 分别上涨 1.44%、0.94%。

图32：当周，全球主要股指涨跌分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

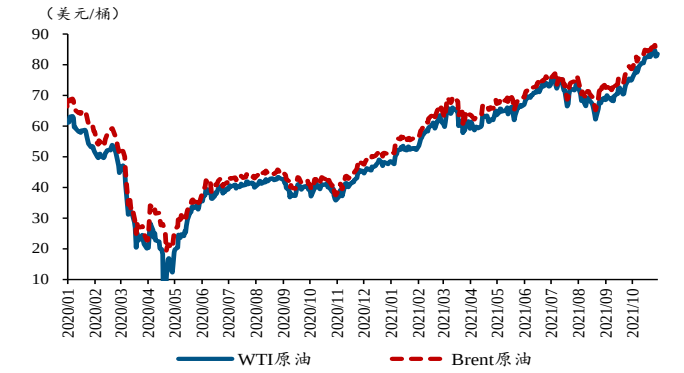
图33：当周，纳斯达克上涨，恒指下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

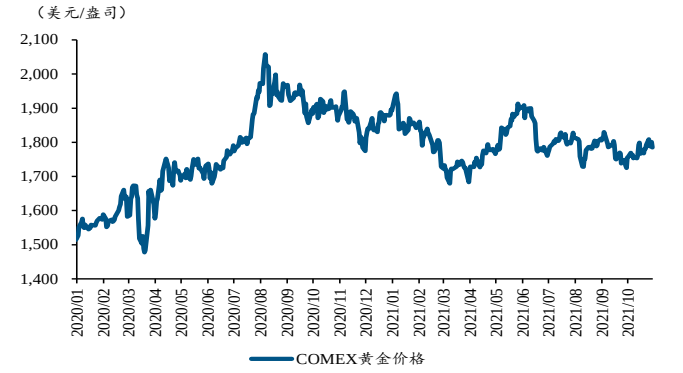
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），原油、黄金下跌。原油方面，Brent、WTI 原油分别下跌 1.34%、0.23%至 84.38 美元/桶、83.57 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金下跌 0.41%至 1785 美元/盎司。

图34：当周，WTI、Brent 原油价格双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：当周，COMEX 黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 10 月 FOMC 议息会议

表4：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	11 月 1 日	ISM 制造业 PMI	10 月	60.3%	61.1%
	11 月 3 日	耐用品订单环比终值	9 月	--	0.4%
		ISM 服务业 PMI	10 月	61.8%	61.9%
		当周 EIA 原油库存(万桶)	10 月 29 日当周	--	426.8
	11 月 4 日	当周初请失业金人数(万人)	10 月 30 日当周	--	28.1
		FOMC 利率决策(上限)	--	0.25%	0.25%
		FOMC 利率决策(下限)	--	0%	0%
		贸易帐(亿美元)	9 月	-746	-733
	11 月 5 日	失业率	10 月	4.7%	4.8%
		非农就业人口(万人)	10 月	42.5	19.4
欧元区	11 月 1 日	制造业 PMI 终值	10 月	58.5%	58.5%
	11 月 3 日	服务业 PMI 终值	10 月	54.7%	54.7%
	11 月 5 日	零售销售环比	9 月	--	0.3%

资料来源：Wind、开源证券研究所

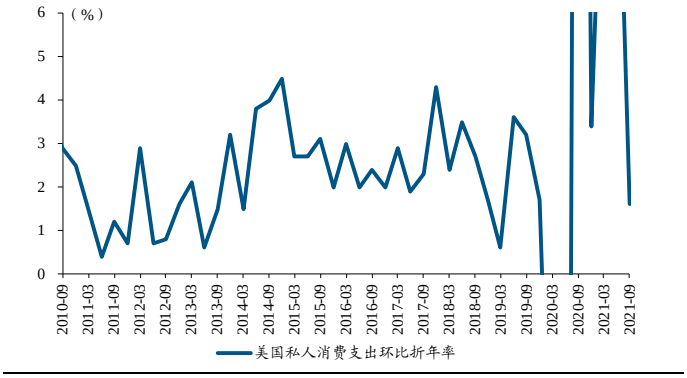
4、 数据跟踪：美国 3 季度 GDP 环比不及预期

4.1、 美国数据

4.1.1、 美国 3 季度 GDP 环比不及预期，商品消费为主要拖累项

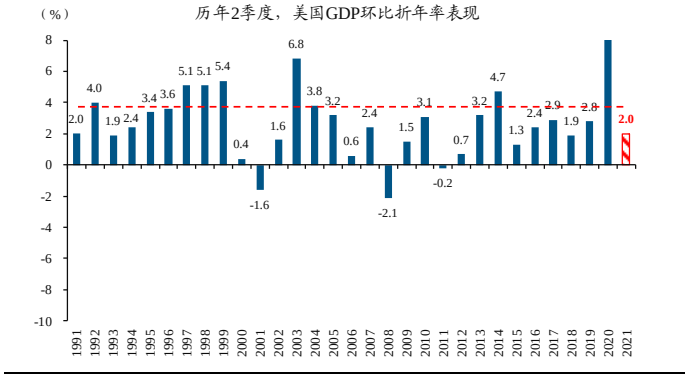
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），美国公布了 3 季度 GDP 数据。具体来看，3 季度 GDP 环比（季调）折年率 2%，低于预期 2.6%、前值 6.7%。2%的环比增速，远低于近 30 年的均值水平 3.5%。GDP 主要分项方面，3 季度私人消费环比折年率为 1.6%、不及前值 12%，私人投资环比折年率为 11.7%、大超前值-3.9%，出口环比折年率为-2.5%、低于前值 7.6%。

图36：美国 3 季度 GDP 环比（季调）折年率不及预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

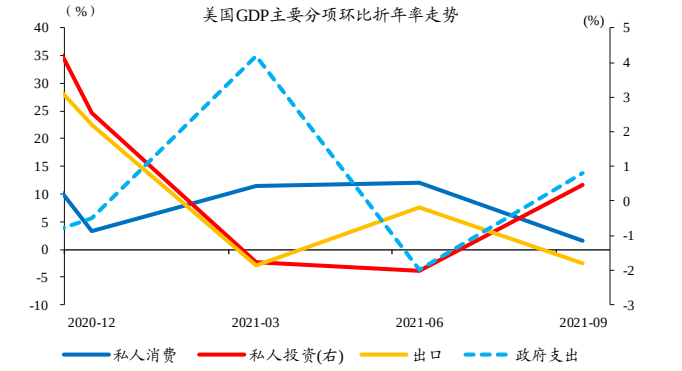
图37：美国 3 季度 GDP 环比增速低于近 30 年均值水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

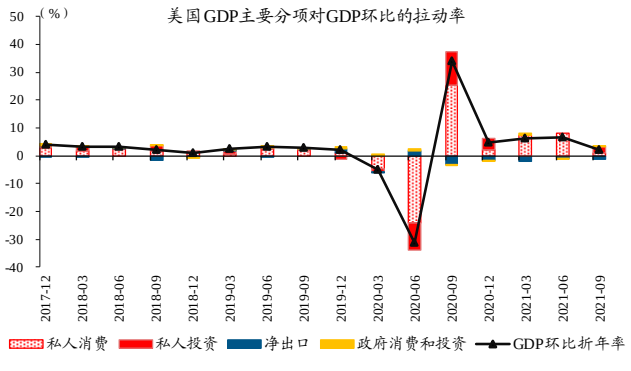
美国 3 季度 GDP 不及预期，主因私人消费走弱。从私人消费主要分项来看，服务消费环比折年率维持在 7.9%的较高水平；相反，商品消费表现非常疲软，对 GDP 的环比拉动率由 3%掉至-2.3%。其中，汽车及其零部件消费为主要拖累项，根源在于，上游芯片供应持续萎缩、交付周期拉长，引发新车生产持续受限、二手车库存掉至历史低位。上述证据表明，商品消费“爆冷”，可能主要受供应链瓶颈的影响。

图38：美国 3 季度私人消费走弱，私人投资反弹



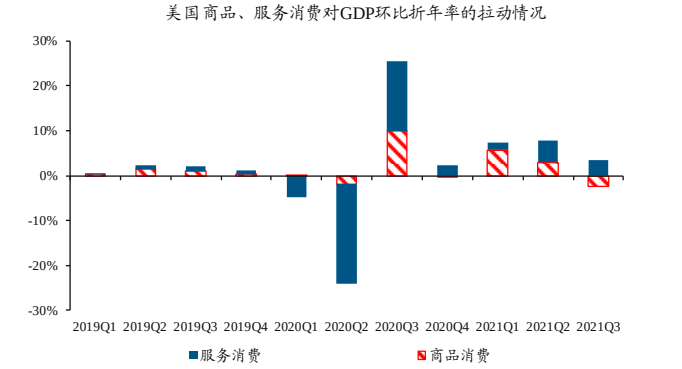
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：美国 3 季度 GDP 不及预期，主因私人消费走弱



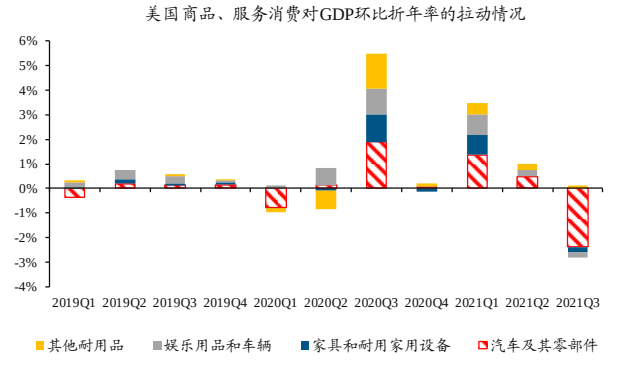
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：美国服务消费表现强劲，商品消费表现疲软



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：汽车及其零部件消费为主要拖累项

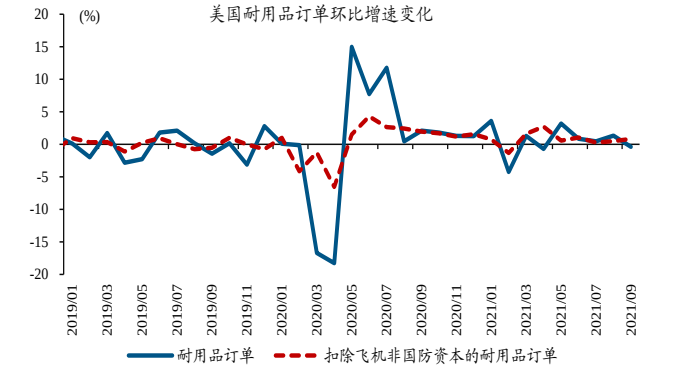


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 美国 9 月耐用品订单环比小幅下降，9 月核心 PCE 物价指数同比略低于预期

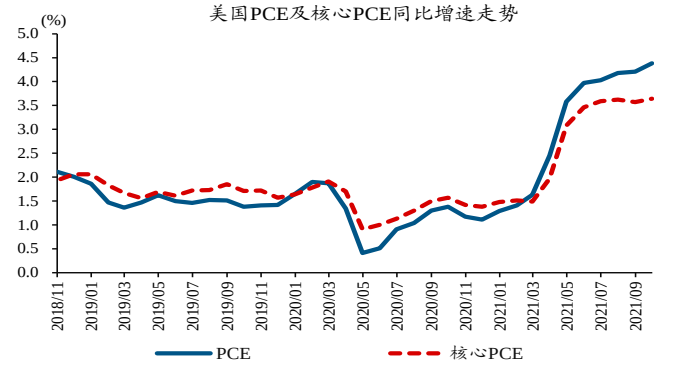
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），美国公布了 9 月耐用品订单及 PCE 物价指数数据。具体来看，美国 9 月耐用品新增订单环比下降 0.4%，预期为下降 1%，前值为上升 1.3%；其中，扣除飞机非国防资本的耐用品订单环比上升 0.8%，高于预期的上升 0.5%、前值的上升 0.5%。物价指数方面，美国 9 月 PCE 物价指数同比上升 4.4%，持平预期，高于前值的上升 4.3%；其中，9 月核心 PCE 物价指数同比上升 3.6%，略低于预期上升 3.7%，持平前值。

图42：美国 9 月耐用品订单环比小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：美国 9 月核心 PCE 物价指数同比略低于预期

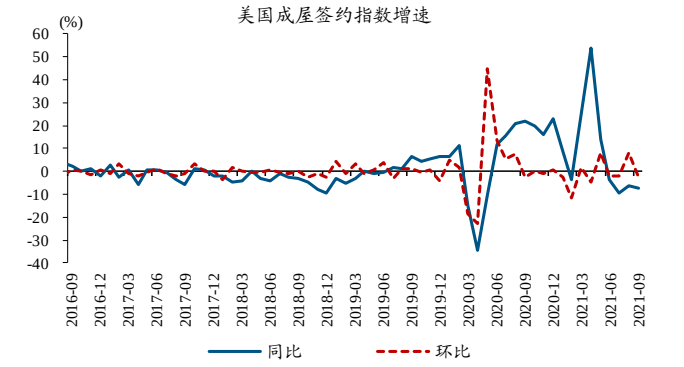


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.3、 美国 9 月成屋签约指数增速不及预期，9 月新屋销售总数高于预期

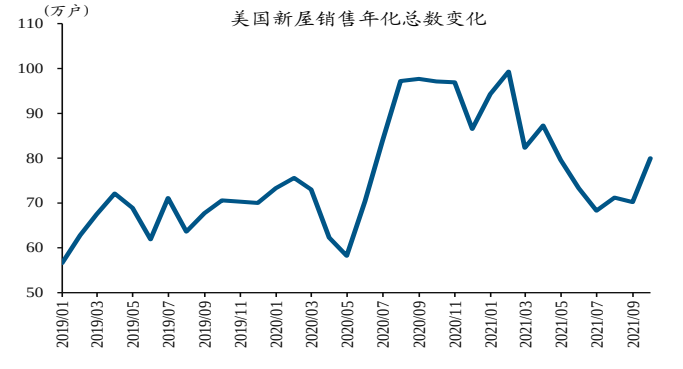
当周(10 月 25 日-10 月 29 日),美国公布了 9 月成屋签约指数及新屋销售数据。具体来看，美国 9 月成屋签约指数同比下降 7.2%，差于预期的下降 3%、前值的下降 6.3%；环比方面，美国 9 月成屋签约指数环比下降 2.3%，差于预期的上升 0.5%，前值的上升 8.1%。新屋销售方面，美国 9 月新屋销售年化总数录得 80 万户，高于预期 75.9 万户、前值 70.2 万户。

图44：美国 9 月成屋签约指数同比、环比均不及预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：美国 9 月新屋销售总数高于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.4、 当周 EIA 原油库存回升，当周初请失业金人数低于预期

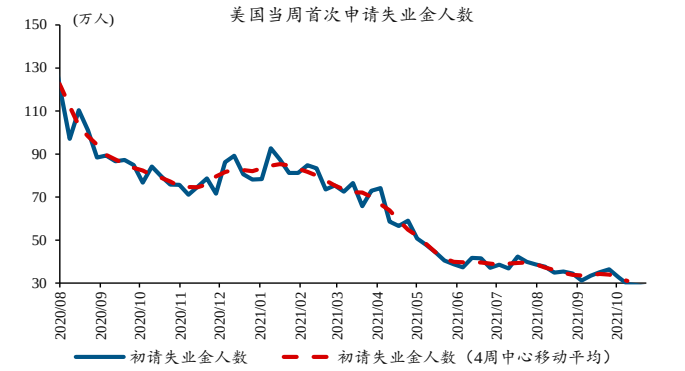
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），美国公布了 10 月 22 日当周 EIA 原油库存、10 月 23 日当周初请失业金人数。具体来看，当周 EIA 原油库存上升 426.8 万桶至 4.308 亿桶，预期为上升 180 万桶，前值为下降 43.1 万桶。当周初次申请失业金人数录得 28.1 万人，低于预期 28.9 万人、前值 29.1 万人。

图46：美国当周 EIA 原油库存回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：美国当周初请失业金人数低于预期



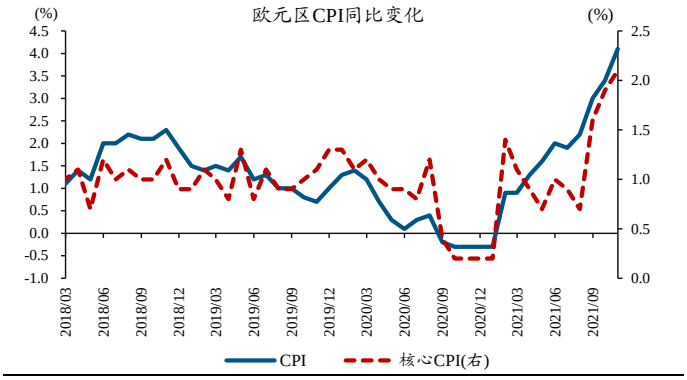
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区 10 月 CPI 同比再创 2008 年以来新高

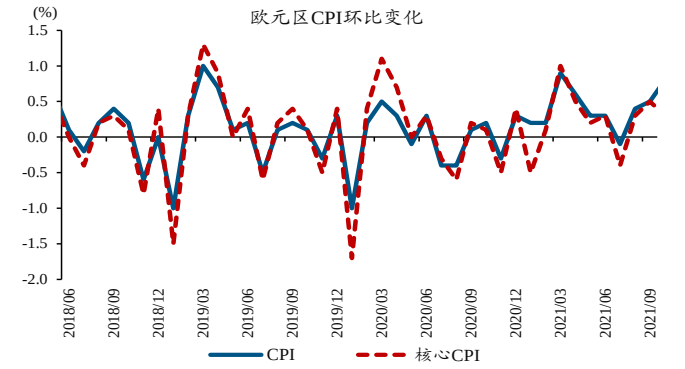
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），欧元区公布了 10 月 CPI 数据。具体来看，欧元区 10 月 CPI 同比录得 4.1%，高于预期 3.4%、前值 3.4%，再创 2008 年以来新高；环比方面，欧元 10 月 CPI 环比录得 0.8%，高于预期 0.5%、前值 0.5%。

图48：欧元区 10 月 CPI 同比再创 2008 年以来新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图49：欧元区 10 月 CPI 环比高于预期

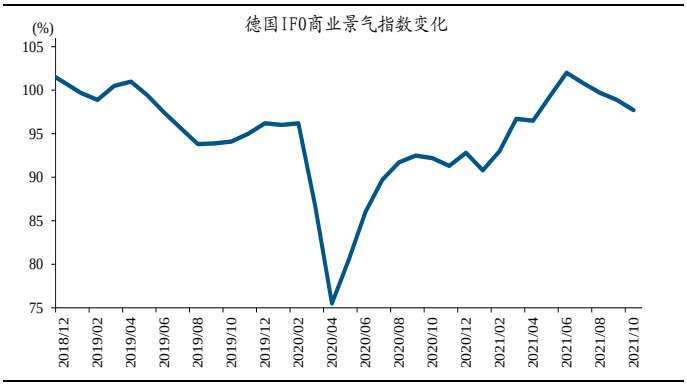


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.2、 德国 10 月 IFO 商业景气指数不及预期，11 月 Gfk 消费者信心指数高于预期

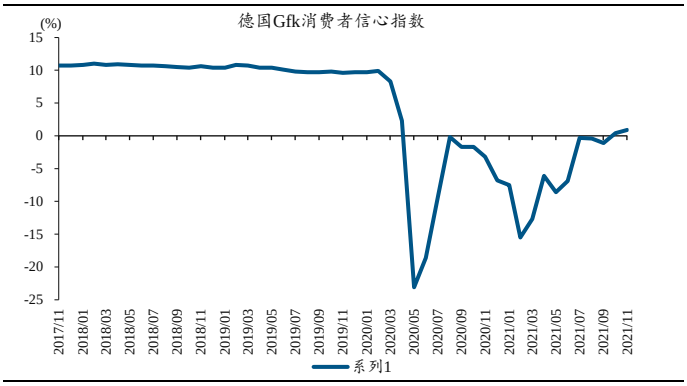
当周（10 月 25 日-10 月 29 日），德国公布了 10 月 IFO 商业景气指数、11 月 Gfk 消费者信心指数数据。具体来看，德国 10 月 IFO 商业景气指数录得 97.7%，低于预期 98%、前值 98.8%。消费者信心方面，德国 11 月 Gfk 消费者信心指数录得 0.9%，高于预期-0.5%、前值 0.4%。

图50：德国 10 月 IFO 商业景气指数不及预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51：德国 11 月 Gfk 消费者信心指数高于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

全球爆发“黑天鹅”事件。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn