



周浩

孙英超

+852 2509 7582

+852 2509 2603

hao.zhou@qtjas.com.hk
billy.sun@qtjas.com.hk

市场如何交易 FOMC?

过去 1 年，市场如何交易美联储决议？

	当天			后 10 交易日			后 40 交易日		
	美元指数 (%)	标普 500 (%)	10 年美债 (bp)	美元指数 (%)	标普 500 (%)	10 年美债 (bp)	美元指数 (%)	标普 500 (%)	10 年美债 (bp)
2023/11/01	0.21	1.05	-3.99	-2.45	7.20	-9.80			
2023/09/20	0.19	-0.94	1.11	1.78	-4.83	10.02	-1.03	1.16	2.04
2023/07/26	-0.46	-0.02	-0.46	1.16	-1.49	3.54	3.73	-2.70	12.20
2023/06/14	-0.38	0.08	-0.71	-0.82	0.22	-1.30	-0.78	2.98	5.47
2023/05/03	-0.60	-0.70	-2.58	0.59	-0.23	3.21	0.52	6.28	9.93
2023/03/22	-0.88	-1.65	-4.86	-1.62	2.44	-7.50	-0.67	2.67	-2.09
2023/02/01	-0.86	1.05	-2.57	1.11	1.46	6.75	0.33	-2.58	1.79

数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 我们分别截取三个时点（当天、会议后 10 个交易日以及会议后 40 个交易日），选取美元指数、10 年美债收益率以及标普 500 指数，来分析市场在今年美联储议息决议后的变化。
- 我们发现在议息当天，美债利率、美股和美元几乎都会出现下跌。如果议息决议当天，美债利率出现了较大的跌幅（大约为 4 个基点），那么议息后的 10 个交易日中，利率会进一步下跌。但如果议息当天利率跌幅较浅，则多数情况下利率会在议息后一段时间内逐步反转（仅 6 月会议例外）。
- 在议息后的 10 个交易日中，债券市场与股票市场之间出现了“跷跷板”效应，即利率上行对应股票下行，反之亦然（仅有 2 月议息例外）。
- 议息决议后的 40 个交易日后，利率与股票、利率与汇率的相关性都出现了显著的下降。
- 从以上的信息中，我们可以得出一些有意思的推论，比如说债券和外汇市场存在“见光死”和“膝跳反应”，股票市场对于利率决议的反射弧较长。与此同时，利率的表现与基本面仍然高度相关，汇率对利率的正负反馈存在交替关系，而股票市场与利率之间的中长期关系可能值得进一步探讨，但股票和债券这两个市场之间似乎存在着一定的沟通困难。
- 如果将这些推论简单线性外推，在本周的议息会议后，如果美联储暗示将开始降息，债券利率可能会出现短期下行，并带动美元走弱。但年内而言，如果政策信号相对暧昧（基准情形），则可能意味着利率很难走出单边行情，同样的纠结也可能出现在股票市场。
- 展望明年，利率的走势则需要考虑经济和通胀的态势，与今年多数时间的情形可能存在差异的是，整体美国经济偏软的基调可能会更加深入人心。而对于股票市场而言，展望明年，伴随着降息，分母端会整体友好，但产业逻辑仍然更加重要。

美联储年内的最后一次议息会议是本周的市场焦点。在过去的一年中，在一个非典型的加息周期中，美联储的议息会议牵动着市场的交易。而市场从一开始的质疑加息到后来的执迷加息，其情绪的变化也体现出市场与政策之间的微妙关系。

总体而言，美联储在过去一年中对于美国经济的判断大致准确，也成功让市场相信只有利率具有“限制性”，才能让通胀降温，并最终实现经济的软着陆。与此同时，市场则主要通过债券收益率的变化来表达自身的观点，从最初的质疑加息（利率大幅下行）到此后的执迷加息（利率大幅度上行），其间的心路历程颇具戏剧性。最终，耶伦和鲍威尔联手让债券市场回归平静。

到了本年度的最后一次议息会议前，市场对于利率决议并没有太多分歧，基本也认同美联储会保持“未来仍可能加息”但同时暗示加息已经暂停的暧昧态度。今年以来的历次 FOMC 中，市场对于利率决议的预期基本准确——换言之，美联储保持着与市场的顺畅沟通。回顾议息后的市场变动，不仅可以帮我们总结一些规律，也可以让我们看到市场与政策之间的互动。

市场如何交易今年的 FOMC?

下面这张图表可以帮我们总结在过去一年中市场如何交易议息决议。美联储每年有 8 次议息会议，下图中呈现了从今年以来已经召开的 7 次会议后的市场表现。我们分别截取三个时点（当天、会议后 10 个交易日以及会议后 40 个交易日）、选取美元指数、10 年美债收益率以及标普 500 指数，来分析市场在议息决议后的变化。

图 1: 市场如何交易美联储议息?

	当天			后 10 交易日			后 40 交易日		
	美元指数 (%)	标普 500 (%)	10 年美债 (bp)	美元指数 (%)	标普 500 (%)	10 年美债 (bp)	美元指数 (%)	标普 500 (%)	10 年美债 (bp)
2023/11/01	0.21	1.05	-3.99	-2.45	7.20	-9.80			
2023/09/20	0.19	-0.94	1.11	1.78	-4.83	10.02	-1.03	1.16	2.04
2023/07/26	-0.46	-0.02	-0.46	1.16	-1.49	3.54	3.73	-2.70	12.20
2023/06/14	-0.38	0.08	-0.71	-0.82	0.22	-1.30	-0.78	2.98	5.47
2023/05/03	-0.60	-0.70	-2.58	0.59	-0.23	3.21	0.52	6.28	9.93
2023/03/22	-0.88	-1.65	-4.86	-1.62	2.44	-7.50	-0.67	2.67	-2.09
2023/02/01	-0.86	1.05	-2.57	1.11	1.46	6.75	0.33	-2.58	1.79

数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

首先，我们发现在议息当天，美债利率、美股和美元几乎都出现了下跌。以 10 年美债收益率为例，除了 9 月份的议息会议，在其他 6 次议息会议中，美债收益率都在议息当天出现了下跌。虽然我们没有进一步研究议息决议时点前后的市场反应，但议息当天的表现似乎表明，市场在议息前已经对美联储可能的态度（鹰派为主）有所准备，而当美联储表达出预期中的态度后，市场反而出现了获利了结的行为。由于美债利率与美元指数的相关度较高，因此美元指数在同天出现与利率相同的涨跌走势，其实也符合逻辑。与此同时，标普 500 指数在议息当天虽然总体跌多涨少，但仔细分析会发现似乎没有特别的规律，这似乎意味着股票与代表

着宏观交易的利率和汇率之间的即时相关性，可能比很多人想象中低。

如果将市场交易进一步延伸至议息后 10 个交易日，我们会发现另一些有意思的现象。总体来说，利率和汇率之间仍然保持着较好的相关性。同时，我们会发现债券利率在议息决议一段时间后会呈现出分化的态势。简单来说，如果议息决议当天，美债利率出现了较大的跌幅（大约为 4 个基点），那么议息后的 10 个交易日中，利率会进一步下跌。但如果议息当天利率跌幅较浅，则多数情况下利率会在议息后一段时间内逐步反转（仅 6 月会议例外）。

这种有意思的市场反应，似乎表明市场的确存在“见光死”——即政策立场符合预期就获利了结，也表明政策立场仍然会在一段时间内保持发酵。与此同时，另一个有意思的现象是，在议息后的 10 个交易日中，债券市场与股票市场之间出现了“跷跷板”效应，即利率上行对应股票下行，反之亦然（仅有 2 月议息例外）。这样的现象，似乎表明股票投资者在议息决议出炉时，仍然在努力消化议息决议的内容，但债券交易员则选择先“跑路”，而在议息后的一两周内，股票交易员们开始慢慢领会到议息会议的精神，并与债券交易员产生了一定的“共情”。换言之，在这个时点上，市场对议息会议的认识形成了共识。

观测市场的第三个时点，是议息决议后的 40 个交易日后，这段时间中，此前形成的共识对市场影响开始消退。此时，我们会发现另一些有意思的现象。比如说利率在这段时间内仍然会大概率上行（这意味着基本面仍然主导债券市场），但与股票之间的相关性开始变低，同时利率与汇率之间的相关性也变低了。考虑到议息后 10 天内利率与汇率高度正相关（0.98），40 天后转弱的相关性（0.75）似乎表明利率和汇率在一段时间的“共舞”后，反而会出现背离。而利率与股票则从 10 个交易日后较强的负相关（-0.85）转为几乎无关（几乎为 0），这似乎表明股票交易员在消化完货币政策的信息后，再度转变为产业思维或者常态的“自下而上”的思维模式。

从以上的信息中，我们可以得出一些启发，比如说债券和外汇市场存在“见光死”和“膝跳反应”，股票市场对于利率决议的反射弧较长。与此同时，利率的表现与基本面仍然高度相关，汇率对利率的正负反馈存在交替关系，而股票市场与利率之间的中长期关系可能值得进一步探讨，但两个市场之间似乎存在着一定的沟通困难。

市场如何交易本周的 FOMC？

如果将这些推论简单线性外推，在本周的议息会议后，如果美联储暗示将在 2024 年某个合适的时点开始降息，债券利率可能会出现短期下行，并带动美元走弱。

基准情形下，美联储会保持 2024 年 GDP 和核心 CPI 预测不变，但略微调高 2024 年的失业率预测，并进一步提升 2024 年的降息幅度至 60-75 个基点的水平。总体而言，这样的政策基调仍然较为中性，这也意味着年内而言，利率很难走出单边行情，同样的纠结也可能出现在股票市场。但展望明年，利率的走势则需要考虑经济和通胀的态势，与今年多数时

间的情形可能存在差异的是，整体美国经济偏软的基调可能会更加深入人心。而对于股票市场而言，展望明年，伴随着降息，分母端会整体友好，但产业逻辑仍然更加重要。

2023年12月13日

宏观研究报告

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例,或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk