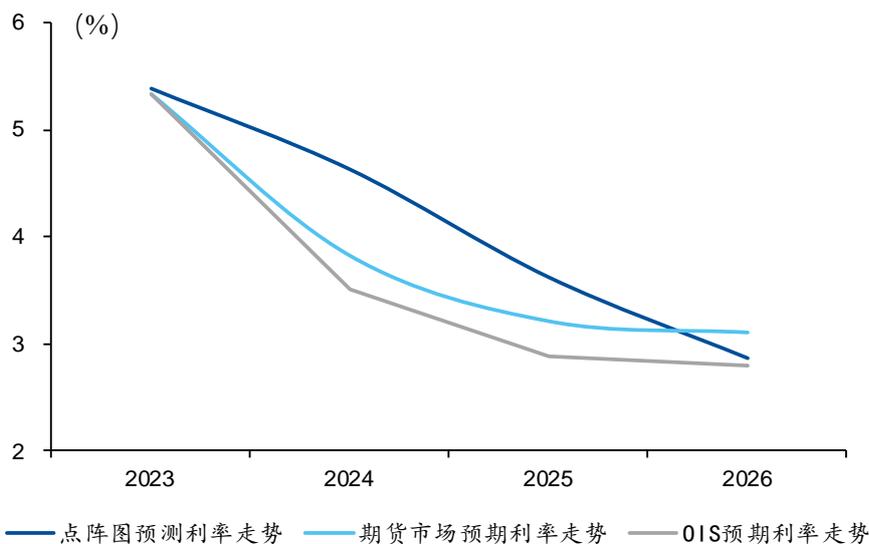




美国：降息交易的堵点和痛点

市场与美联储对降息存在巨大的分歧



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 圣诞假期后，持续了两个月之久的降息交易似乎变得有些阻滞。在过去的几天中，美国 10 年国债利率频频出现波动，并在本周三和周四晚间一度升至 4% 的心理关口上方；与此同时，货币市场基金的久期也有缩短迹象，这也在一定程度上暗示“降息”交易的性价比开始降低。
- 眼下，挡在“降息交易”面前最大的拦路虎是美联储。在最新的美联储会议纪要中，美联储对于未来可能的降息路径却没有给出明确的指引。不过降息也并非完全无迹可寻，会议纪要披露了一个可能的降息路径，是当市场中的流动性出现紧缺带来美联储退出量化紧缩(QT)，这可能成为降息的前奏。
- 进一步分析流动性指标会发现，降息的“紧迫性”仍有待验证。首先，隔夜逆回购即使“枯竭”，由于银行准备金水平仍然较高，流动性危机是否如期出现，仍然存在不确定性。第二，即使从停止缩表到降息的逻辑成立，美联储可能也需要时间来观测停止缩表的效果，这意味着降息时点可能晚于预期。
- 对债券交易员而言，“降息交易”的真正痛点其实是利率曲线倒挂带来的“负利差”。目前隔夜融资成本远高于 10 年国债收益率（超过 100 个基点），这意味着交易需要通过债券本身的资本利得来弥补融资端的利差损失，亦或是美联储会很快将利率调整至更低的水平上，以收窄融资端的利差损失。
- 降息交易的第一个窗口在历经两个月后开始露出疲态，市场抢跑是最根本原因，降息本来会带来流动性宽松，但“降息交易”的拥挤却带来了新问题。由于担心错失交易机会，大量的头寸累积一方面让长债交易的负利差更加显著，另一方面也导致了市场中流动性开始愈发紧张。而到最后，市场却似乎忘了那个最关键的问题，美联储到底在何种情况下才会开启降息？不幸的是，美联储自己也在思考。

降息交易出现阻滞

自 2023 年 10 月中旬以来，随着市场对美国通胀看法以及美联储政策立场的逐步转变，“降息交易”成为了过去两个月最炙手可热的交易主题。但是圣诞假期后，降息交易似乎变得有些阻滞。在过去的几天中，美国 10 年国债利率频频出现波动，并在本周三和周四晚间一度升至 4% 的心理关口上方。

与此同时，货币市场基金久期也有缩短的迹象，这似乎意味着货币市场基金管理者重新开始增加现金的比例。当市场确信降息周期开启时，货币市场基金的加权平均期限会有所拉长。因为在这个阶段，由于预期债券价格往往会上行，货币市场基金则会将资金转向债券以获得资本利得。以富兰克林和摩根大通美国政府货币基金为例，自 2023 年 10 月下旬后，其加权平均期限已经显著拉长，说明货币市场基金也在积极交易“降息”。但是在圣诞节之后，该两支基金加权平均期限均出现不同程度回落，这也在一定程度上暗示“降息”交易的性价比开始降低，投资者重新开始增加现金的比例。

图 1: 美国货币市场基金加权平均期限开始回落



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

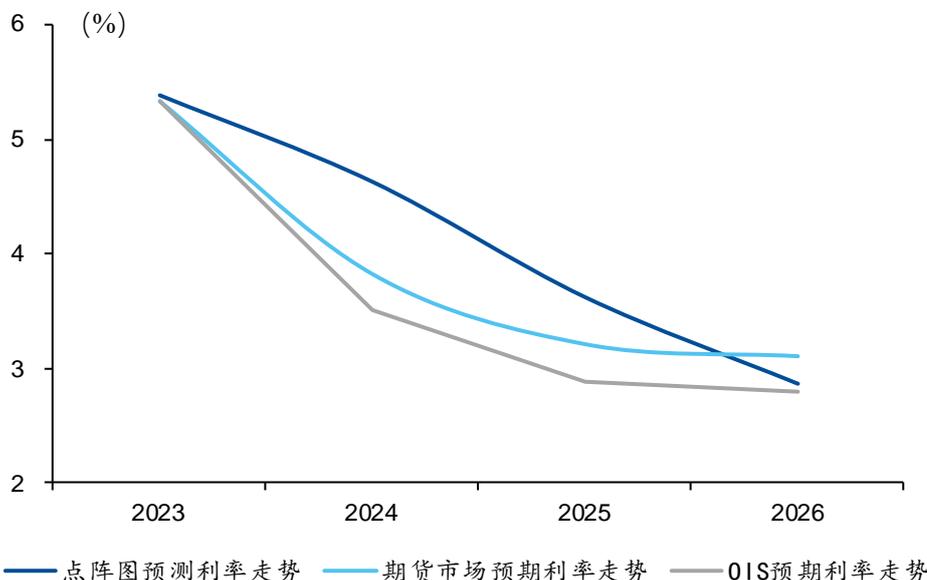
降息交易的“堵点”: 美联储不给力

眼下，挡在“降息交易”面前最大的拦路虎是美联储。在 2023 年的最后一次议息会议中，美联储给出了 2024 年大约会降息 75 个基点的前瞻指引，但市场却在 12 月的交易狂奔中将 2024 年的降息预期打到了 150 个基点。很显然，市场的抢跑在很大程度上给美联储带来了一定压力；与此同时，市场也在努力寻找美联储松口的信号。但至少到目前为止，市场的热望可能显得有些渺茫。

本周公布的美联储最新会议纪要让市场多少有些失望。尽管美联储整体表态偏鸽，但对于未来可能的降息路径却没有给出明确指引。具体来看，

与会者指出，他们的利率路径预测“不确定性异常高”（unusually elevated），并表示可能需要将高利率保持的时间比目前预计的更久一些。

图 2：市场抢跑“降息预期”

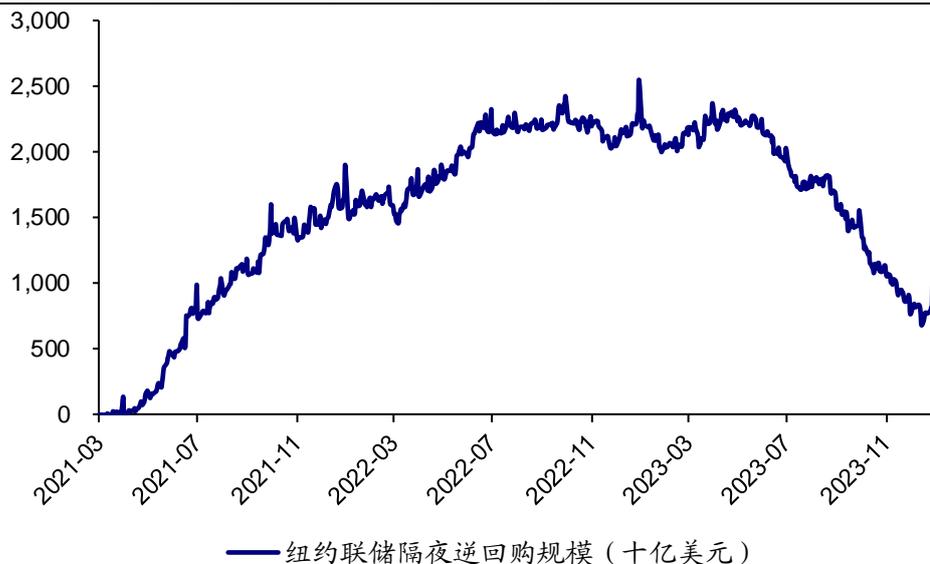


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

在会议纪要中给出的可能的美联储降息路径，是当市场中的流动性出现紧缺带来美联储退出量化紧缩(QT)，这可能成为降息的前奏。判断市场流动性有两个重要指标，一个是银行的超额存款准备金，目前其水平仍然较高，保持在 3.5 万亿美元左右，远高于一般认为的 2.5 万亿美元的合意水平；另一个则是隔夜逆回购 (Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP)，作为非银机构闲置资金的蓄水池，当市场上流动性充裕时，货币基金会将现金存入隔夜逆回购市场，因此该账户的走势可以在很大程度上反映出市场的流动性现状。截止 2024 年 1 月 2 日，纽约联储隔夜逆回购规模已经从 2022 年末峰值的 2.55 万亿美元大幅收缩至 7,049 亿美元，缩减幅度超过 70%，反映出市场流动性已经大幅下降。

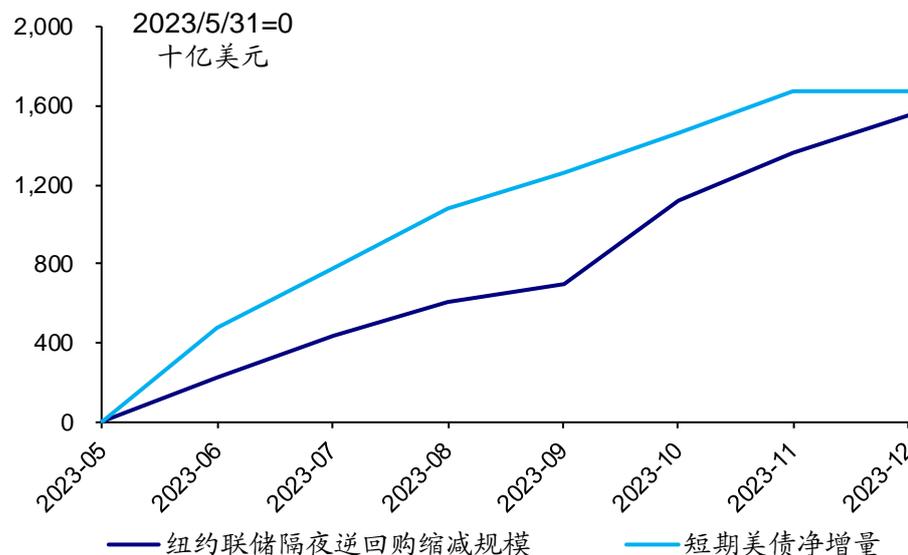
按照目前的节奏，美国财政部的发债计划意味着隔夜逆回购会在今年某个时点接近“枯竭”。在 2023 年 6 月债务上限问题解决后，美国财政部大规模发债打破了美债市场原有的供需平衡。由于供给大幅上升，美国财政部需要以较高的利率来吸引投资者，以 1 个月美债为例，自 2023 年 6 月之后收益率持续位于隔夜逆回购利率上方，这也推动资金持续从隔夜逆回购流入短期美债市场。从规模上看，2023 年 6 月以来隔夜逆回购的缩减规模与短期美债的净发行规模相当，也表明隔夜逆回购成为了消化短期美债新增发行的主力渠道。往前看，按照美国财政部目前的发债计划，隔夜逆回购存量规模大概率会在 2024 年第一季度底接近“枯竭”，这可能会引发市场的恐慌。

图 3: 纽约联储隔夜逆回购显示流动性进一步趋紧



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图 4: 隔夜逆回购缩减规模基本与短期美债的净发行规模相当



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

一旦流动性出现问题, 美联储可以选择停止“缩表”来缓解市场的紧张情绪。与此同时, 由于量化紧缩与降息的效果会互相抵消, 因此, 降息过程中仍然伴随“缩表”, 似乎也有狗尾续貂的嫌疑。从这个角度来看, 退出“缩表”后再选择降息, 背后的逻辑似乎更为顺畅。但细想后, 我们会发现, 其中的问题也很多。首先, 隔夜逆回购即使“枯竭”, 由于银行准备金水平仍然较高, 流动性危机是否会如期出现, 仍然存在不确定性。第二, 即使从退出缩表到降息的逻辑成立, 那么美联储可能也需要先观察停止“缩表”的效果, 这也意味着降息的时点不会出现在今年第一季度。

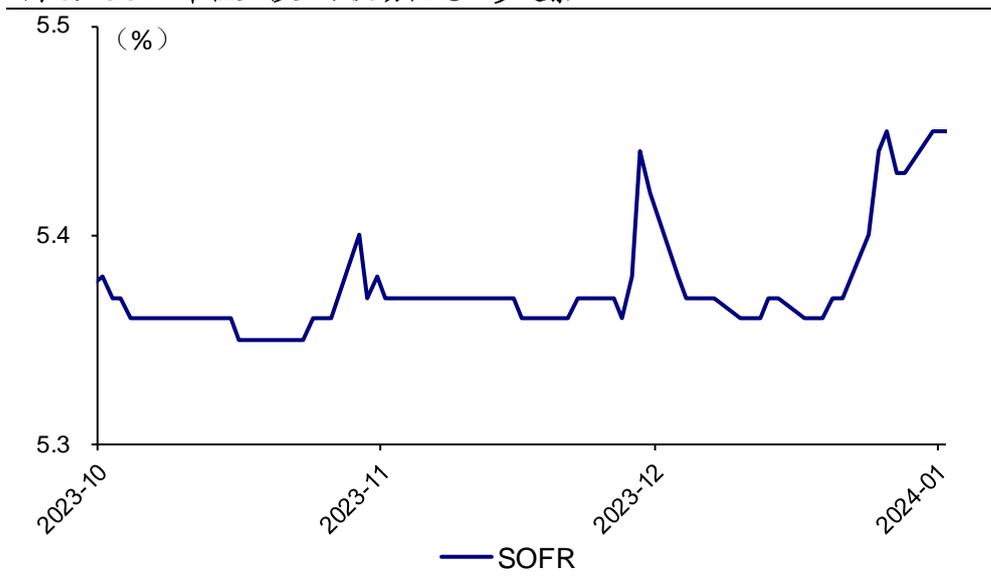
降息交易的“痛点”: Carry 不给力

对债券交易员而言, 美联储的表态和降息路径固然重要, 但“降息交易”的真正痛点其实是利率曲线倒挂带来的“负利差”(negative carry), 由

于隔夜融资成本仍然在 5% 以上，用这样的融资成本去买入到期收益率不到 4% 的美国 10 年国债，事实上意味着交易需要通过债券本身的资本利得来弥补融资端的利差损失，亦或是美联储会很快将利率调整至更低的水平上，以收窄融资端的利差损失。

市场预期美联储降息最早会发生在 3 月，但融资成本并没有伴随“降息预期”而下降，反而出现了上升。虽然隔夜拆借利率（SOFR）在 2023 年 12 月末的跃升是规律性现象，但是利率中枢上移是显而易见的，这反映出市场利率因为“降息交易”而出现上升。作为基于交易数据产生的流动性指标，SOFR 走势可以更加直接反映出市场流动性状况。在央行政策利率维持不变的情况下，当“降息交易”盛行，大家希望买入更多的国债，这会导致对现金的需求增加，银行和金融机构之间的隔夜拆借交易可能变得更加紧张，最终导致 SOFR 上升。虽然在月末 SOFR 通常都会出现规律性跃升，但是 2023 年 12 月末以来，SOFR 短期峰值以及整体中枢较之前已显著上移，这反映出流动性进一步趋紧。

图 5: SOFR 中枢上移显示流动性进一步趋紧



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

往前看，1 月末有三个事件值得关注，第一是 2024 年美联储的第一次会议（1 月 31 日），美联储可能会重新校正降息预期；第二是美国财政部的 Refunding Plan（1 月 31 日），这关系到 2-4 月的发债计划；第三则是美国会公布 2023 年第四季度 GDP（1 月 25 日），这对于未来降息以及降息交易都是非常重要的“风向标”。

不论如何，降息交易的第一个窗口在历经两个月后开始露出疲态。市场的抢跑是最根本的原因，降息本来会带来流动性的宽松，但“降息交易”的拥挤却带来了新的问题。由于担心错失交易机会，大量的头寸累积一方面让长债交易的负利差更加显著，另一方面也导致了市场中的流动性开始愈发紧张。而到最后，市场却似乎忘了那个最关键的问题，美联储到底会选择怎样的降息路径？

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。

© 2024 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