

市场没有定价降息，关注调整风险

——美国 2023 年经济数据点评和美联储 1 月议息会议前瞻

研究院 宏观组

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

宏观事件

北京时间 2024 年 1 月 25 日 21:30，美国商务部公布四季度 GDP 数据，美国四季度实际 GDP 年化环比初值增长 3.3%，较三季度 4.9% 放缓，但远超出市场预期的 2%。

北京时间 2024 年 2 月 1 日凌晨 3 点，美联储将公布 1 月利率决议。我们预计美联储仍将延续此前“按兵不动”的政策选项，政府“短期支出协议”的通过和美联储流动性的暂时性“充裕”都降低了美联储和市场定价（维持现状）背离的可能性。

核心观点

■ 货币经济背离等待收敛

尽管美国四季度 GDP 数字表现超预期，但是其进一步放缓的趋势没有改变（降低放缓的节奏）。在金融流动性空间继续压缩（预计 3 月将跌破 2008 年 QE 以来的改善趋势）、通胀表现继续回落、景气继续收敛的状况下，美国经济实际表现并不如数字那么乐观。

美国金融条件的超级宽松和实体经济的景气回落形成背离。在美国超额流动性并未消耗完的情况下，金融市场表现出“低波动”、“低信用溢价”的泡沫化乐观，但是实体经济的预期正在进一步放缓，高利率之下家庭部门再次转入去杠杆过程，企业部门的制造业景气指数持续位于收缩状态。金融市场和实体经济之间的背离需要一个收敛机制，或随着流动性的消耗向下收敛，或随着宏观政策转变财政再次扩张向上收敛。

■ 美联储或继续保持耐心

市场没有定价美联储的超预期“降息”的动作。从 12 月美联储释放 2024 年降息预期之后，市场持续定价美联储降息的预期，但是在 1 月份美联储相对鹰派和相对超预期经济和通胀数字影响下，市场修复了对美联储更快降息的市场定价。

我们基准假设美联储 1 月议息会议维持政策不变。但是美国金融和实体分化、市场波动率处在低位静默状态叠加流动性快速收敛的背景下，我们预计美联储需要一个契机调整货币政策，中美 1 月底的泰国会晤将政策协调向前推进“坦诚、实质性、富有成果”。在此背景下，或由美联储主动开启这一调整的过程，或由市场的波动增加（1 月人民币资产已先经历调整）来驱动美联储进入到政策调整的路径。因而不论美联储 1 月是否调整货币政策，金融市场的波动性或将继续抬升。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
■ 货币经济背离等待收敛	1
■ 美联储或继续保持耐心	1
■ 风险	1
货币条件：高利率，但“宽松”	3
流动性：持续回落，留意压力值	4
实体经济：趋势并不如数字乐观	5
美联储：1月份预计按兵不动	6

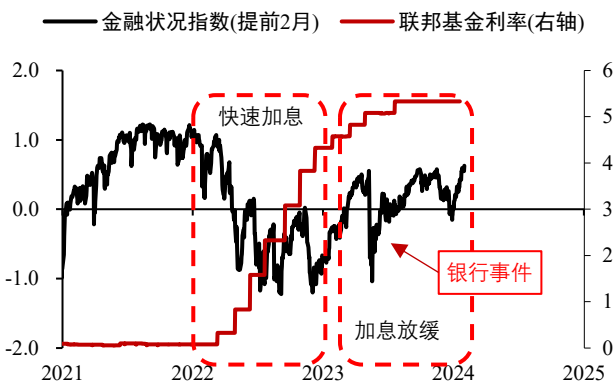
图表

图 1：美国金融状况仍宽松 单位：指数点，%	3
图 2：BTFP 项目短期有所扩张 单位：亿美元	3
图 3：美国金融压力分项指数 单位：指数点	3
图 4：美国金融资产呈现出“泡沫化”特征 单位：%	3
图 5：美联储 ONRRP 持续回落 单位：千亿美元	4
图 6：央行流动性互换工具位于低位 单位：亿美元	4
图 7：家庭部门再次转入去杠杆 单位：%YOY	4
图 8：政府被动进入到加杠杆 单位：%、%GDP	4
图 9：货币条件和实体景气背离 单位：指数点	5
图 10：实体景气和信用环境背离 单位：指数点，BP	5
图 11：盈利仍在继续放缓 单位：%YOY	5
图 12：生产力超过成本增速 单位：%YOY	5
图 13：2024 年上半年降息概率收窄 单位：%PCT	6
图 14：2024 年上半年降息空间收窄 单位：%	6
表 1：美联储 12 月 SEP 展望 单位：%	6

货币条件：高利率，但“宽松”

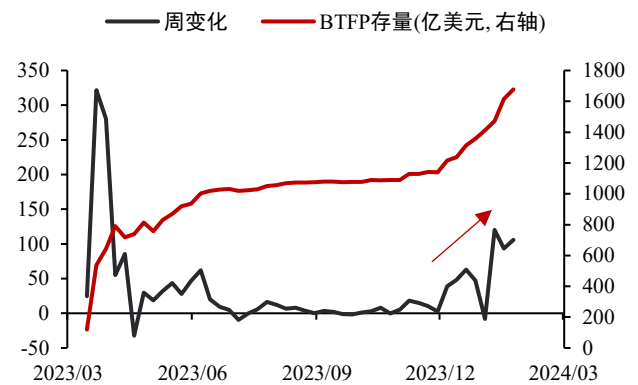
美联储自 2022 年 3 月开始进入到本轮加息周期，截止 2023 年 1 月美联储基准利率仍维持在 5.25-5.50% 的高位。尽管如此，随着 2023 年硅谷银行破产事件的影响逐渐过去，美联储利率进入“限制性”区间开始暂停加息之后，美国货币条件再次进入到“非常”宽松的状态。同时，美联储 1 月 24 日宣布上调银行定期融资计划(BTFP)利率，BTFP 将按原定计划于 3 月 11 日结束。

图 1：美国金融状况仍宽松 | 单位：指数点，%



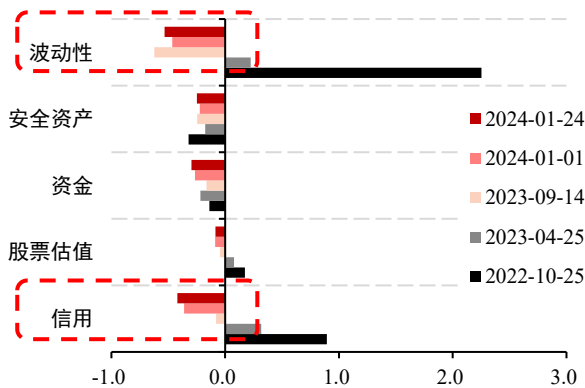
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目短期有所扩张 | 单位：亿美元



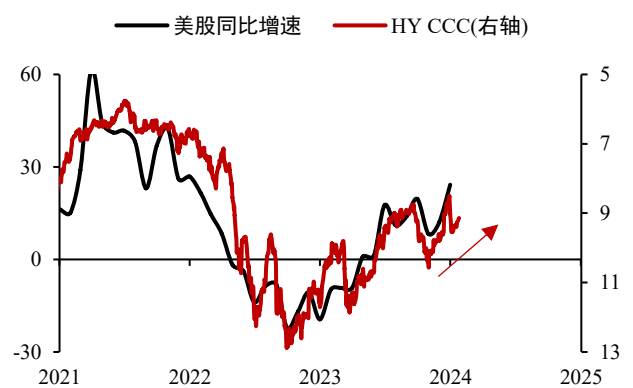
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力分项指数 | 单位：指数点



数据来源：OFR Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产呈现出“泡沫化”特征 | 单位：%



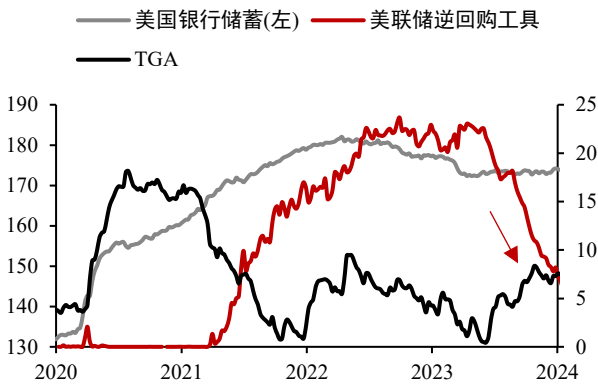
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

流动性：持续回落，留意压力值

金融市场流动性宽松。随着美联储加息的持续进行，叠加量化紧缩政策（QT）的实施、美国财政再融资计划的扩张，美债收益率自 2023 年年中开始快速上涨，不断消耗着美元流动性的“水位”。但是尽管如此，流动性还未到枯竭的状态，海外流动性需求也并不强烈。

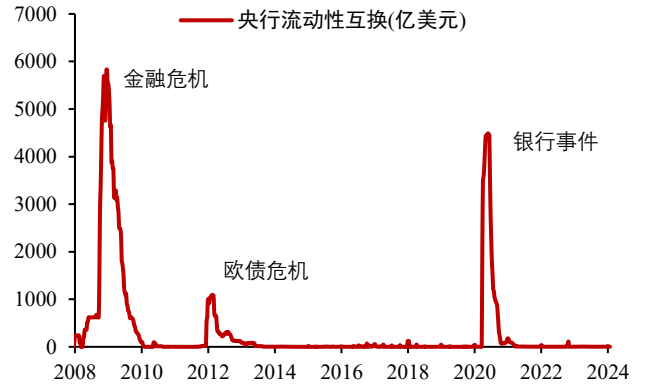
实体部门流动性收紧。从对实体部门流动性影响的角度，随着高利率状态的延续，家庭超额现金储蓄的降低再次驱动以家庭为代表的宏观部门转入去杠杆状态，在硅谷银行事件的催化下，政府被动进入到加杠杆过程。

图 5：美联储 ONRRP 持续回落 | 单位：千亿美元



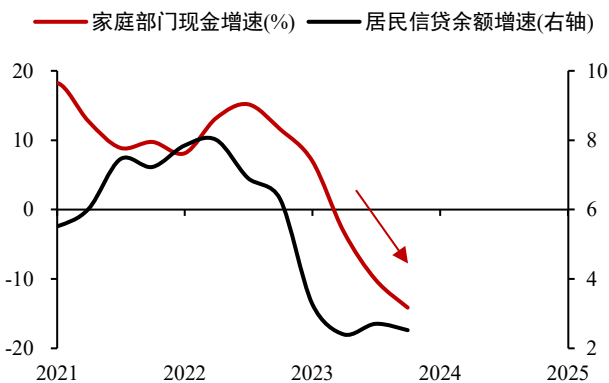
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：央行流动性互换工具位于低位 | 单位：亿美元



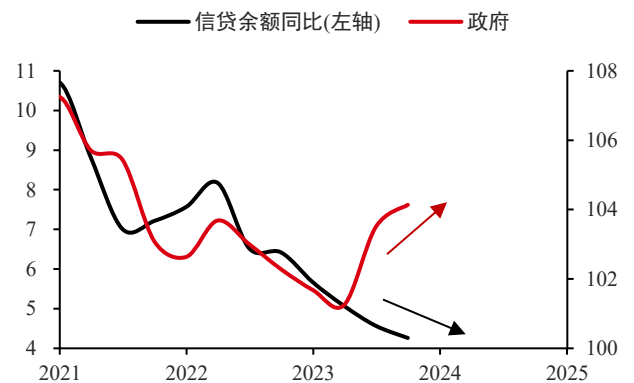
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：家庭部门再次转入去杠杆 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：政府被动进入到加杠杆 | 单位：%，%GDP



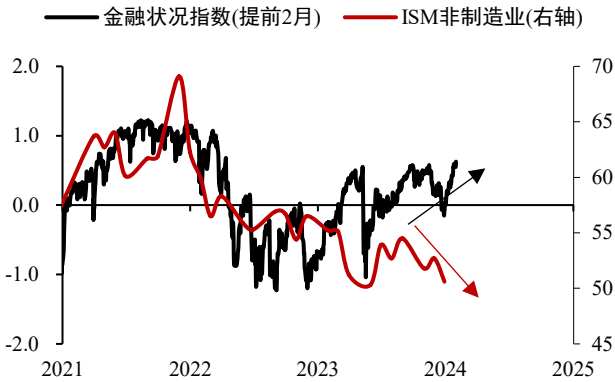
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

实体经济：趋势并不如数字乐观

经济短期超预期。美国四季度 GDP 环比折年率达到 3.3%，相比较第三季度的 4.9%继续放缓，但远超出市场预期的 2%。从同比的角度看，四季度美国 GDP 增速达到 5.8%。从驱动来看，一方面消费支出相比较第三季度的 2.2%扩张至 2.6%；另一方面，美国投资（+1.8%）的扩张尤其是建筑投资的增长（+14.8%）带动了四季度经济表现超预期。

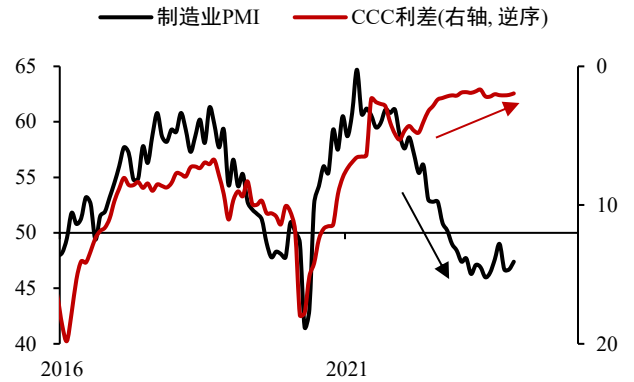
在高利率下的实体经济景气度却面临持续的压力。截止 12 月在美国货币条件持续宽松的背景下，实体部门流动性的回落降低了景气信心，ISM 制造业 PMI 维持在 47.4 的收缩区间，非制造业 PMI 降至 50.6 的低位区间。

图 9：货币条件和实体景气背离 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：实体景气和信用环境背离 | 单位：指数点，BP



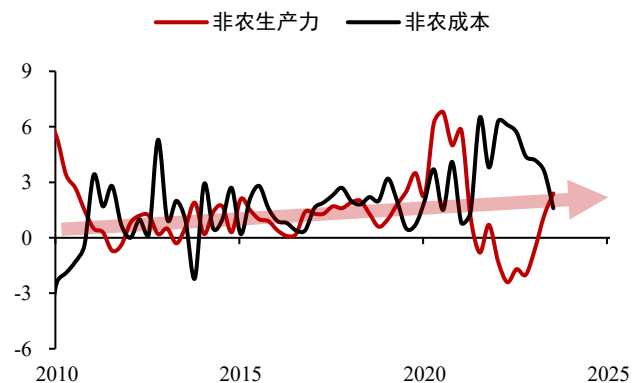
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：盈利仍在继续放缓 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：生产力超过成本增速 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

美联储：1 月份预计按兵不动

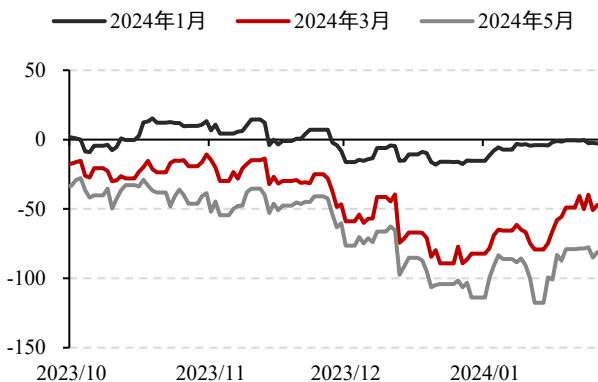
我们预计美联储 1 月份将继续维持按兵不动的政策操作思路。从美国国内角度来看，四季度经济的超预期表现、叠加高利率之下流动性继续收敛带来的金融市场压力，美联储正处在政策转变的决策窗口。从美国以外的角度来看，全球政策博弈的空间正在继续收敛，一方面欧日央行在 1 月份继续维持按兵不动的政策操作，在美国经济数据短期“不差”的背景下，预计难有更宽松政策选择；另一方面中国央行 1 月份降准但未降息的保守态度，随着中美在 1 月份的泰国会晤中取得“坦率、实质性、建设性”的进展，预计政策的博弈继续朝着收敛的窗口运行，需要关注后续中美政策协调。

表 1：美联储 12 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	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
9 月预测	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
失业率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
9 月预测	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
PCE	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
9 月预测	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
核心 PCE	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
9 月预测	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	
加息路径															
利率	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
9 月预测	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

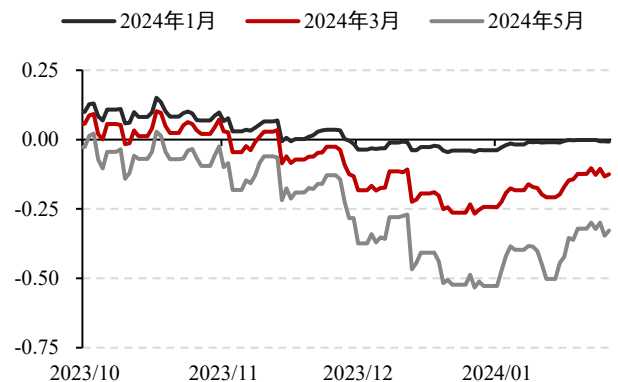
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 13：2024 年上半年降息概率收窄 | 单位：%PCT



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14：2024 年上半年降息空间收窄 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 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