

美联储或按兵不动

关注流动性宽松转变风险

华泰期货
HUATAI FUTURES

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ 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

外围来看, 1月欧日央行的按兵不动增加了美联储货币政策转变带来的流动性压力, 在12月通胀改善有限, 经济数据表现尚可的情况下, 预计美联储维持利率不变。1月份美国货币条件维持超宽松特征, 美股新高而跨资产波动率的低位, 叠加ONRRP账户快速回落, 在政策宽松迟迟不落地的情况下关注金融条件短期波动的风险。

核心观点

■ 市场分析

美债利率回顾。1月中旬10年期美债收益率继续反弹17.15bp, 其中期限溢价回升11.03bp, 同时通胀溢价回升5.18bp。收益率曲线层面, 和两周前相比, 2年期美债收益率回升8.0bp, 30年期美债收益率继续回升20.0bp。美联储1月议息会议前, GDP数据的改善推动市场继续修正对于经济“软着陆”的预期, 利率反弹。

美债市场变动。1月19日美国总统拜登签署了短期支出法案, 将联邦资金截止日期延长至3月1日和3月8日, 2023年美政府的总体赤字或超GDP的9%。1月中旬美债发行久期降低, 2年594.6亿美元、5年608.3亿美元、7年408.4亿美元。在12月赤字1293.6亿美元的带动下, 12个月累计赤字继续回升至1.78万亿美元。

衍生品市场结构。美债期货净空头持仓出现小幅回升, 截止1月23日投机者、杠杆基金、资产管理公司、一级交易商的净空头持仓回升至416.3万手, 显示出利率市场空头短期不再撤离、暂时稳定的特征。我们注意到, 同期联邦基金利率期货市场的净空头持仓继续减持至5.57万手, 市场对于美联储2024年更快降息的定价短期改善。

美元流动性和美国经济。1) 货币: 12月14日美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%的水平不变, 会议声明中增加“any”暗示加息周期结束, 但SEP展望中调降2024年GDP预期0.1%, 调降核心PCE预期0.2%。2) 财政: 季度再融资低预期, 美国财政TGA存款余额截止1月24日继续回升, 两周环比回升517.9亿美元, 同时美联储逆回购工具1月17日单周继续降低897.7亿美元, 需要密切留意一季度货币市场的流动性压力。3) 经济: 截止1月20日美联储周度经济指标回落至1.90的水平(环比修正前-0.44), 显示出经济短期出现一定压力, 增加美联储下周“鸽派”可能。

■ 风险

油价快速上涨风险, 流动性快速收紧风险

目录

核心观点	1
重点解读	4
美债利率	6
美债市场	7
衍生品市场	8
流动性	9
美国经济	10

图表

图 1: 欧央行议息会议前公布的信贷调查显示银行业预计欧元区信贷需求触底回升 单位: %PCT.....	4
图 2: 日本央行官员预期的实际 GDP 单位: %YOY	5
图 3: 日本央行官员预期的 CPI 单位: %YOY	5
图 4: 美债收益率曲线陡峭 单位: %.....	6
图 5: 2 年期利率和 FFR 利差扩大 单位: %.....	6
图 6: 美债收益率的三因子 单位: %.....	6
图 7: 经济增长因子低位继续反弹 单位: %YOY	6
图 8: 通胀因子之库存回落 单位: %YOY	6
图 9: 通胀因子之油价回落 单位: %YOY	6
图 10: 美国财政赤字和美债发行变化 单位: 千亿美元/赤字, 十亿美元/各期限国债发行	7
图 11: 美债持有者结构 单位: %.....	7
图 12: 美债增减持变化 单位: %YOY	7
图 13: 交易商美债持有情况 单位: 百亿美元	7
图 14: 交易商通胀债券持有情况 单位: 百亿美元	7
图 15: 美债期货期权净持仓 单位: 万手	8
图 16: 投机者美债净持仓 单位: 万手	8
图 17: 杠杆基金美债净持仓 单位: 万手	8
图 18: 资产管理公司美债净持仓 单位: 万手	8
图 19: 交易商美债净持仓 单位: 万手	8
图 20: 其他申报者美债净持仓 单位: 万手	8
图 21: 流动性指标摘要 单位: 千亿美元	9
图 22: 美联储会议纪要文本情绪 单位: %.....	9
图 23: 美联储利率终点预期 单位: %.....	9
图 24: 美联储加息概率 单位: %.....	9
图 25: 美联储资产端占比变动 单位: %.....	9
图 26: 美联储负债端占比变动 单位: %.....	9
图 27: 美国就业市场和房地产市场 单位: %.....	10

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

图 28: 油价变动和利率 单位: %.....	10
图 29: 美国薪资增速和通胀 单位: %.....	10
图 30: 美国制造业 PMI 单位: %.....	10

重点解读

关注欧日央行议息。

欧洲央行按兵不动。新年首次利率决议，欧央行将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在 4.5%，4%以及 4.75%的历史高位。这已经是该行连续第三次选择维持当前利率水平。

欧央行行长拉加德表示，欧洲央行管委会的共识就是，现在讨论降息还是太早了。她坚持自己 1 月份稍早在达沃斯论坛的表态，即欧洲央行可能会在夏季降息一次。欧洲央行决心确保通货膨胀及时回落到 2%的水平，而拉加德认为，通胀下降进程必须进一步推进，才能让欧洲央行有足够信心。

图 1：欧央行议息会议前公布的信贷调查显示银行业预计欧元区信贷需求触底回升 | 单位：%PCT

(net percentages of banks reporting a tightening of credit standards or an increase in loan demand)

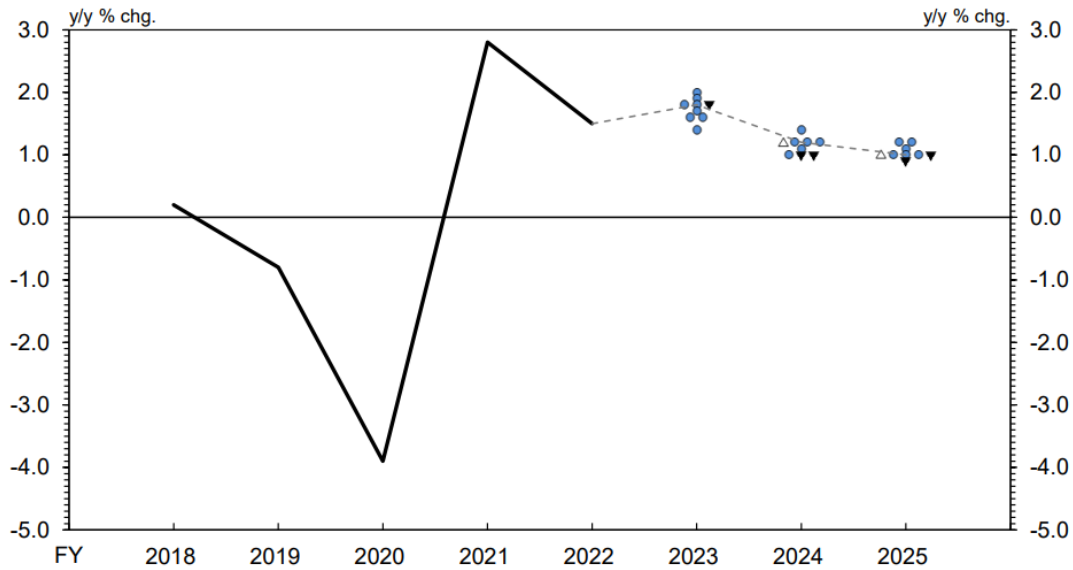
Country	Enterprises						House purchase						Consumer credit					
	Credit standards			Demand			Credit standards			Demand			Credit standards			Demand		
	Q3 23	Q4 23	Avg	Q3 23	Q4 23	Avg	Q3 23	Q4 23	Avg	Q3 23	Q4 23	Avg	Q3 23	Q4 23	Avg	Q3 23	Q4 23	Avg
Euro area	12	4	9	-36	-20	-1	11	2	7	-45	-26	0	16	11	5	-12	-7	0
Germany	10	6	4	-23	-16	5	4	0	4	-32	-7	5	7	4	1	-4	-4	6
Spain	8	0	9	-58	-8	-6	30	0	14	-60	-20	-10	42	25	10	-33	-8	-8
France	17	0	7	-25	-17	-4	10	0	4	-60	-60	2	21	14	-1	-29	-14	-2
Italy	18	0	12	-73	-18	4	0	0	1	-45	-36	9	8	23	4	-23	-15	10

数据来源：ECB 华泰期货研究院

日本央行按兵不动。首次货币政策会议，日本央行维持收益率曲线控制（YCC）及负利率政策不变。同时，日本央行下调了 2024 财年核心 CPI 预期，以及 2023 年 GDP 预期。

日本央行行长植田和男表示，价格前景的不确定性仍然很高，如有需要将毫不犹豫地加码宽松政策。四月份的政策会议上将有更多的数据，央行会仔细评估包括春季劳资谈判在内的数据。

图 2：日本央行官员预期的实际 GDP | 单位：%YOY

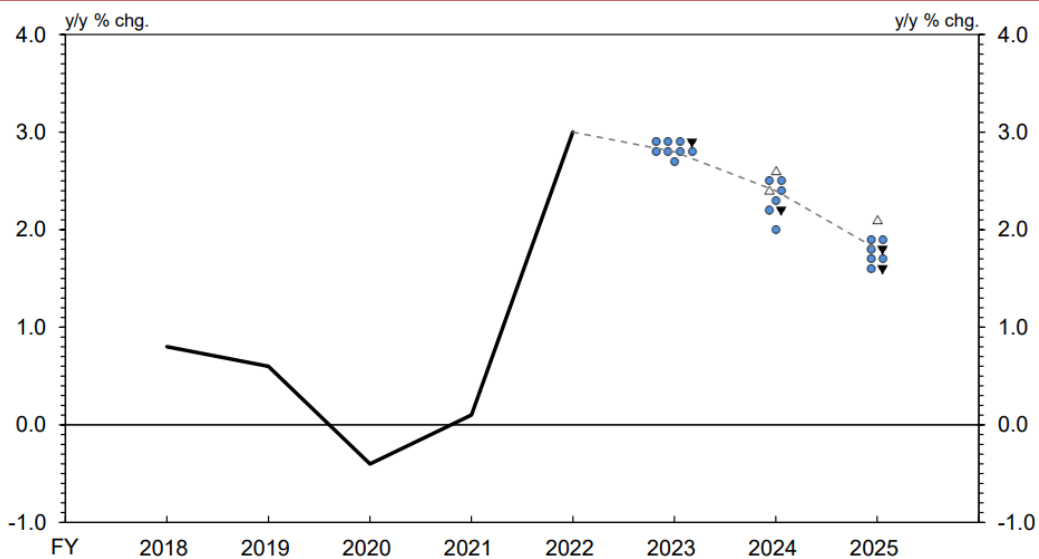


数据来源：BOJ 华泰期货研究院

下周重点关注美联储议息会议，市场关心的是美联储何时开启降息周期。当地时间 1 月 24 日，美联储宣布，从即日起，上调银行定期融资计划(BTFP)利率，上调后的 BTFP 利率，将“不低于”贷款发放当日有效的准备金余额利率。同时，这项临时性工具将按原定计划于 3 月 11 日结束，停止再发放新贷款。

市场预期美联储应该在 RRP（隔夜逆回购）的使用接近于零之前完全停止量化紧缩，也有分析认为，那时停止量化紧缩对美联储来说为时已晚，无法避免国债市场的剧烈波动。

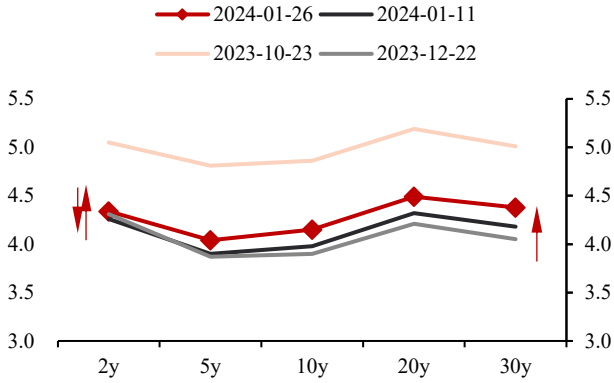
图 3：日本央行官员预期的 CPI | 单位：%YOY



数据来源：BOJ 华泰期货研究院

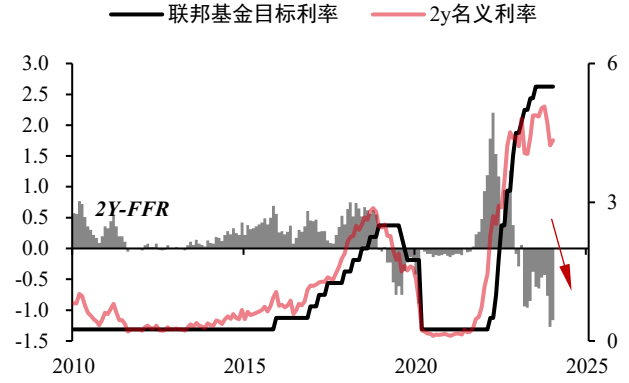
美债利率

图4：美债收益率曲线陡峭 | 单位：%



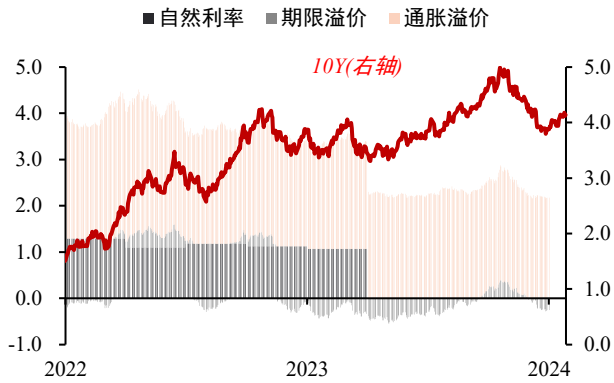
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5：2年期利率和 FFR 利差扩大 | 单位：%



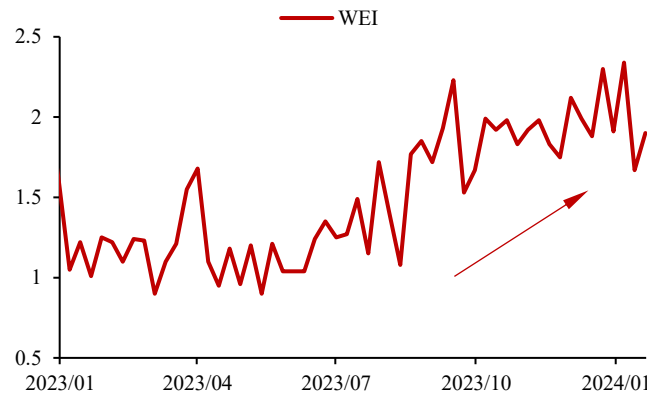
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6：美债收益率的三因子 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7：经济增长因子低位继续反弹 | 单位：%YOY



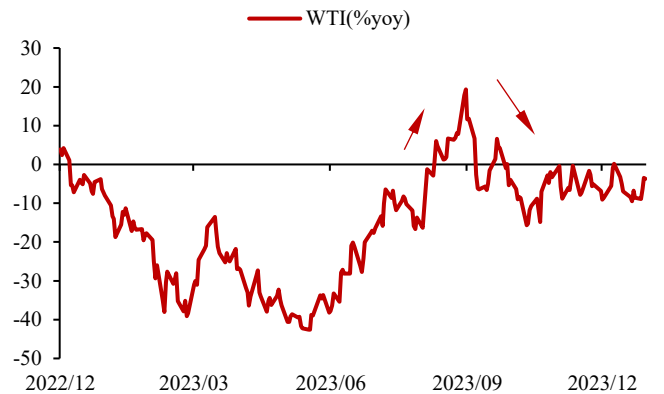
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图8：通胀因子之库存回落 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

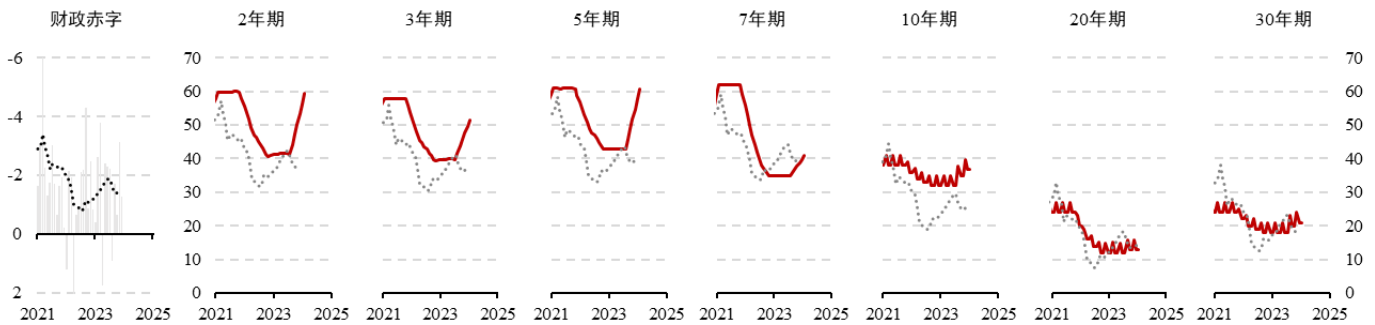
图9：通胀因子之油价回落 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

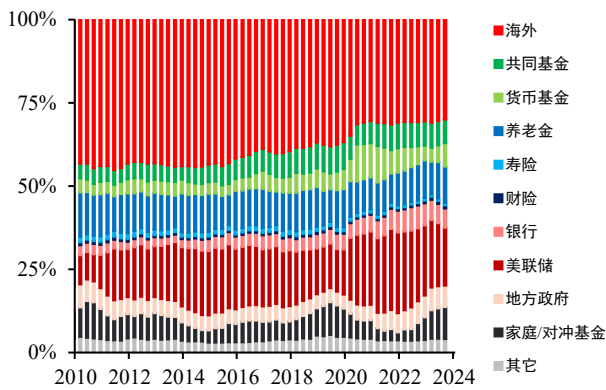
美债市场

图 10: 美国财政赤字和美债发行变化 | 单位: 千亿美元/赤字, 十亿美元/各期限国债发行



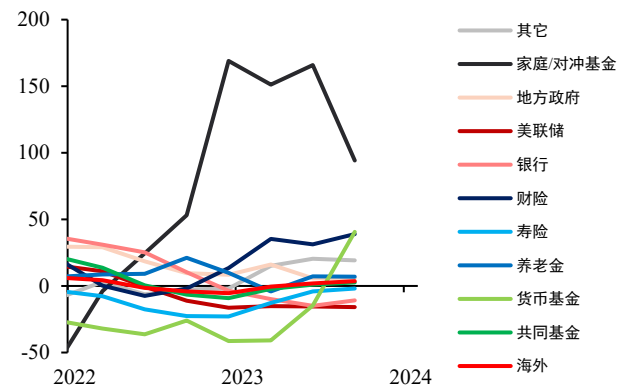
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持有者结构 | 单位: %



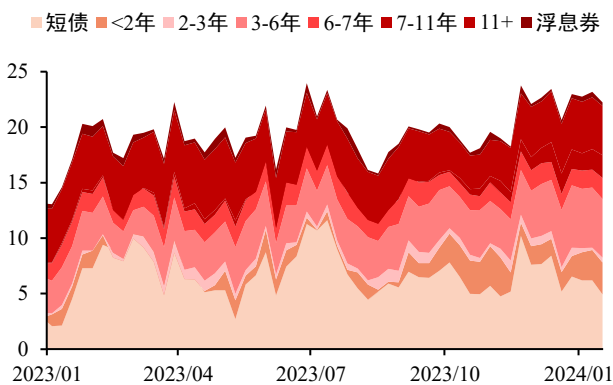
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美债增减持变化 | 单位: %YOY



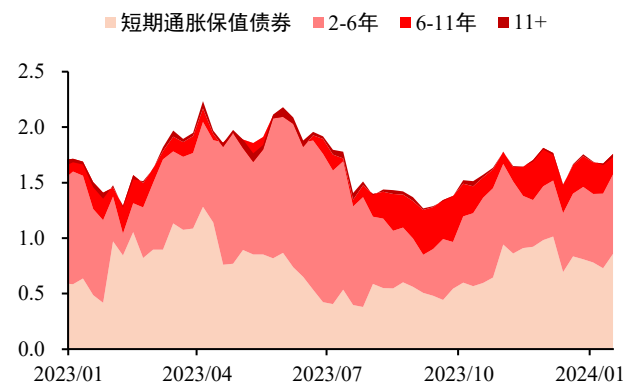
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 交易商美债持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

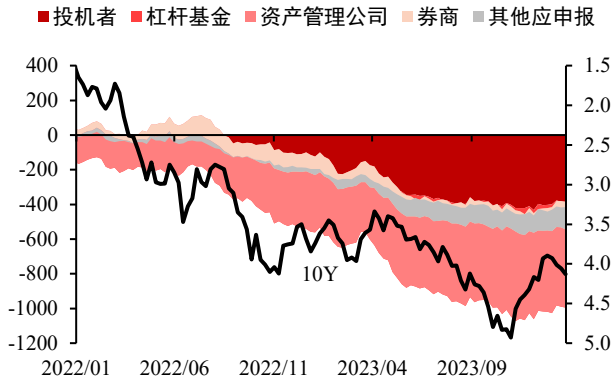
图 14: 交易商通胀债券持有情况 | 单位: 百亿美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

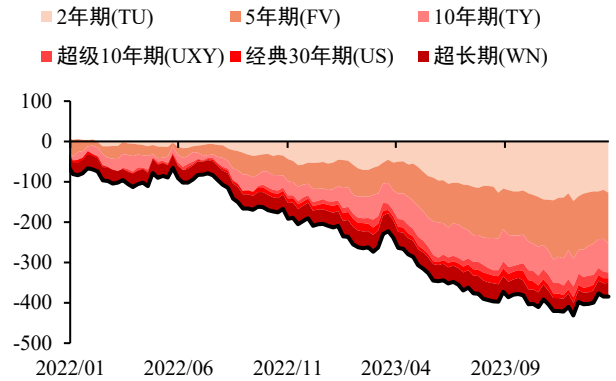
衍生品市场

图 15: 美债期货期权净持仓 | 单位: 万手



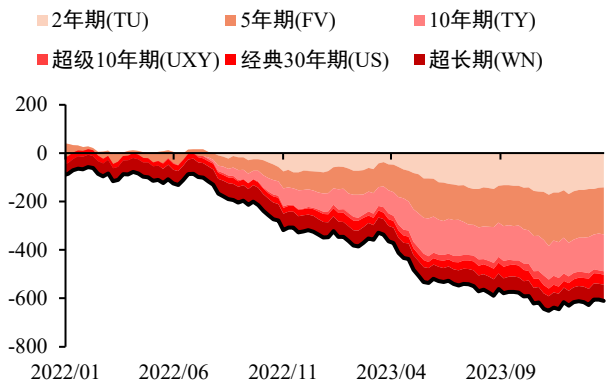
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 16: 投机者美债净持仓 | 单位: 万手



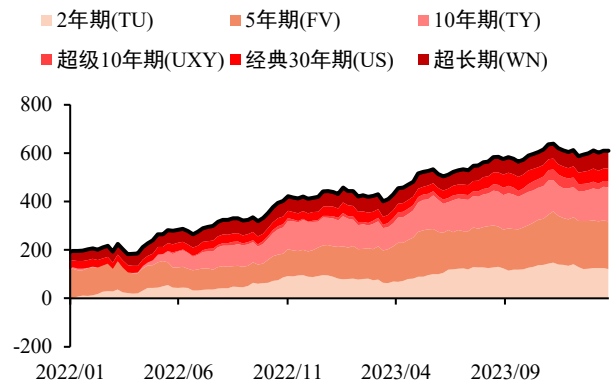
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 17: 杠杆基金美债净持仓 | 单位: 万手



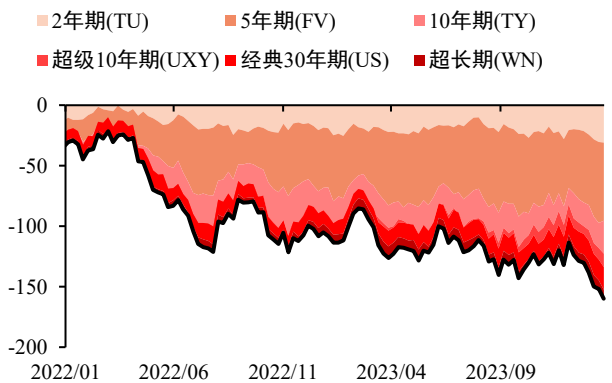
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 18: 资产管理公司美债净持仓 | 单位: 万手



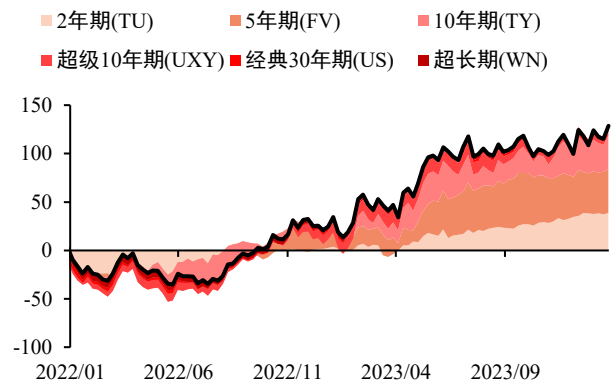
数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

图 19: 交易商美债净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

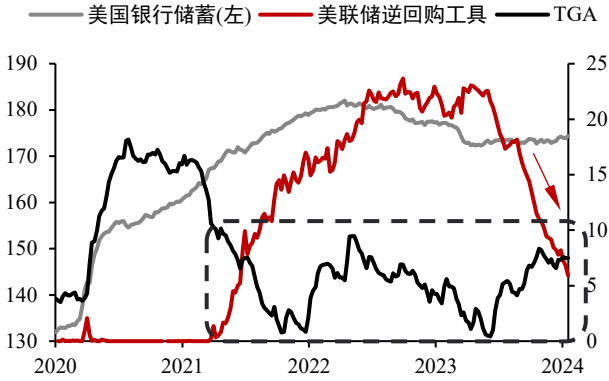
图 20: 其他申报者美债净持仓 | 单位: 万手



数据来源: Bloomberg CFTC 华泰期货研究院

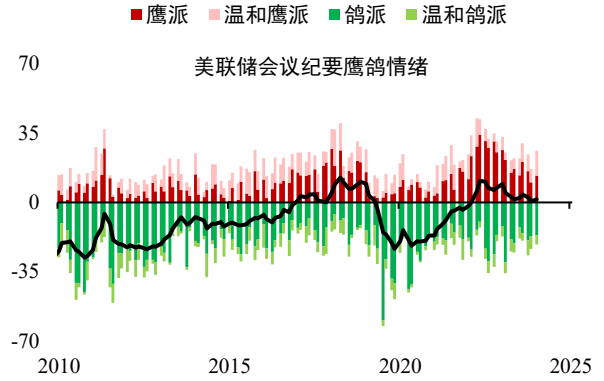
流动性

图 21: 流动性指标摘要 | 单位: 千亿美元



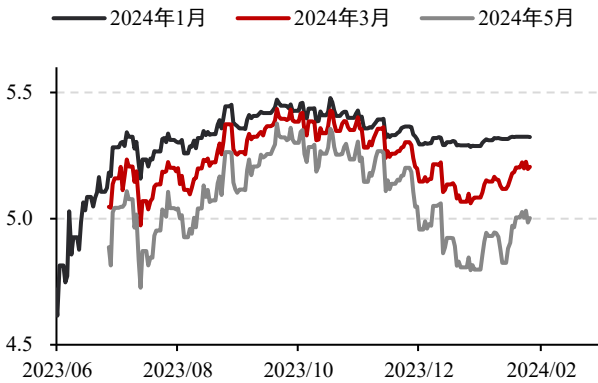
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 美联储会议纪要文本情绪 | 单位: %



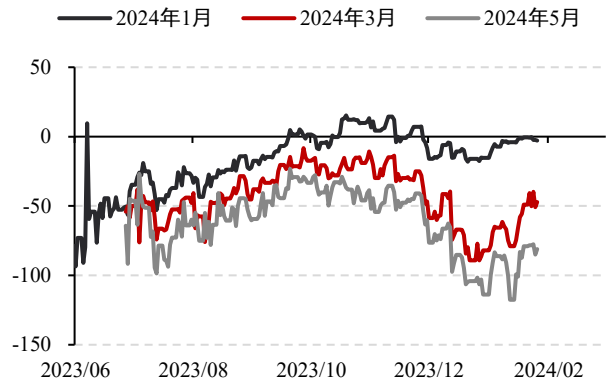
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: 美联储利率终点预期 | 单位: %



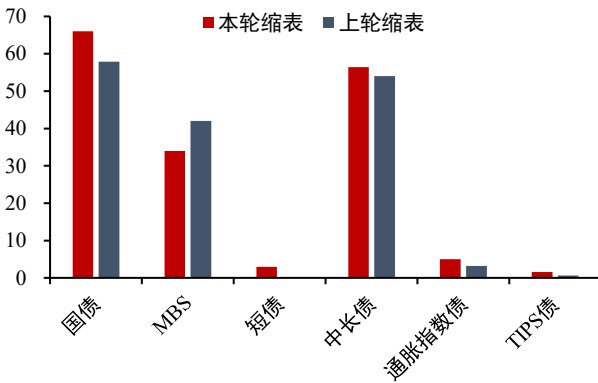
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 美联储加息概率 | 单位: %



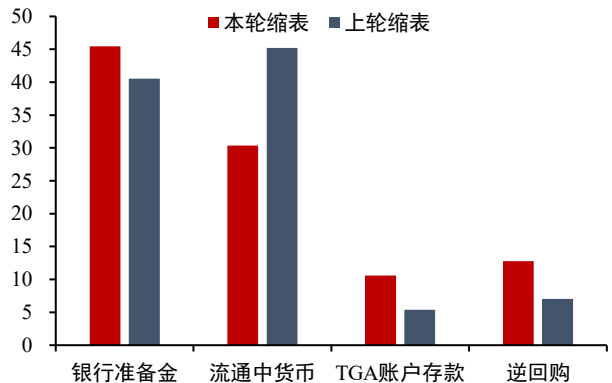
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: 美联储资产端占比变动 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

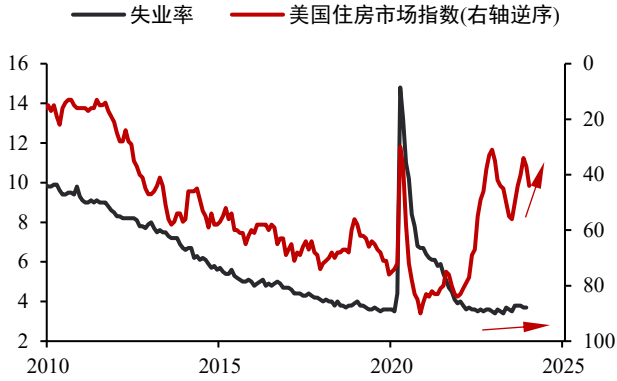
图 26: 美联储负债端占比变动 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

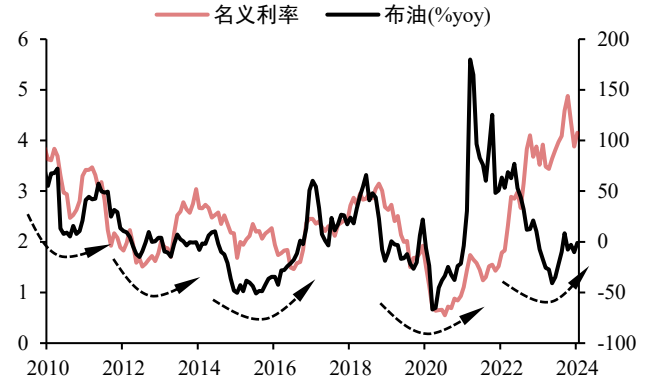
美国经济

图 27: 美国就业市场和房地产市场 | 单位: %



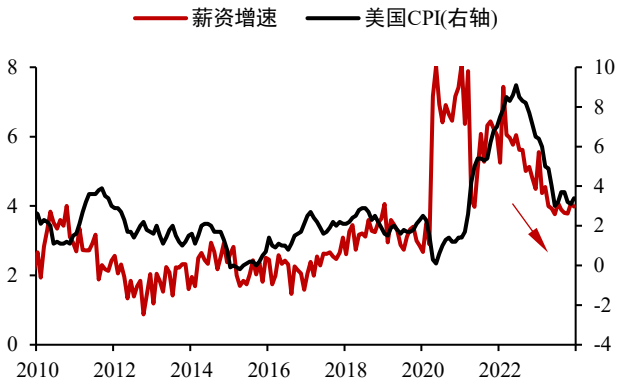
数据来源: Wind 期货研究院

图 28: 油价变动和利率 | 单位: %



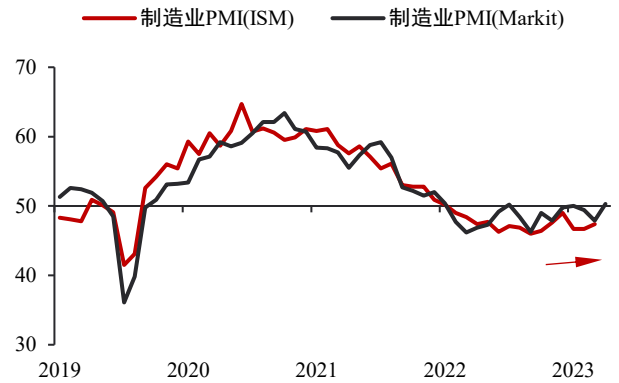
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 美国薪资增速和通胀 | 单位: %



数据来源: Wind 期货研究院

图 30: 美国制造业 PMI | 单位: %



数据来源: 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