



宏观研究报告

2024年1月31日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

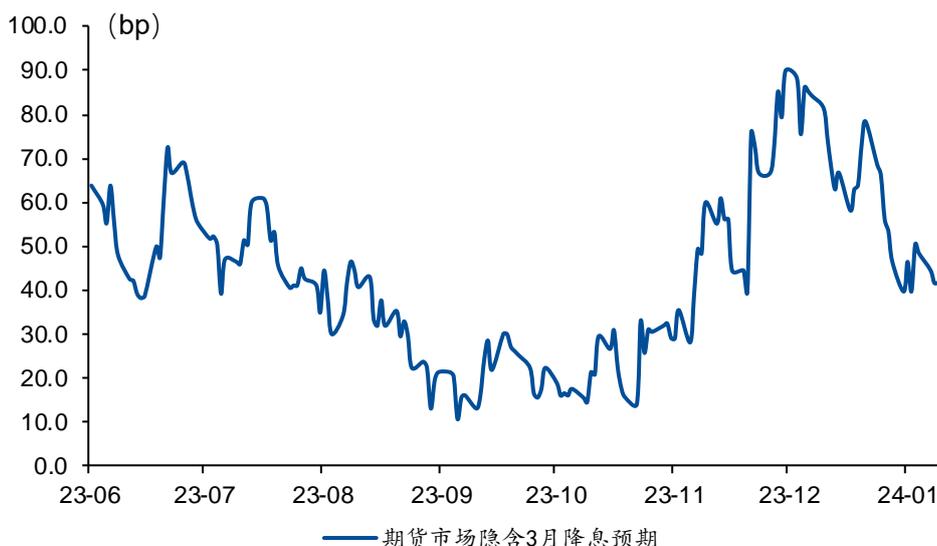
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@gtjas.com.hk

美联储会推升降息预期么？

市场开始调降3月降息的预期



数据来源：彭博, 国泰君安国际

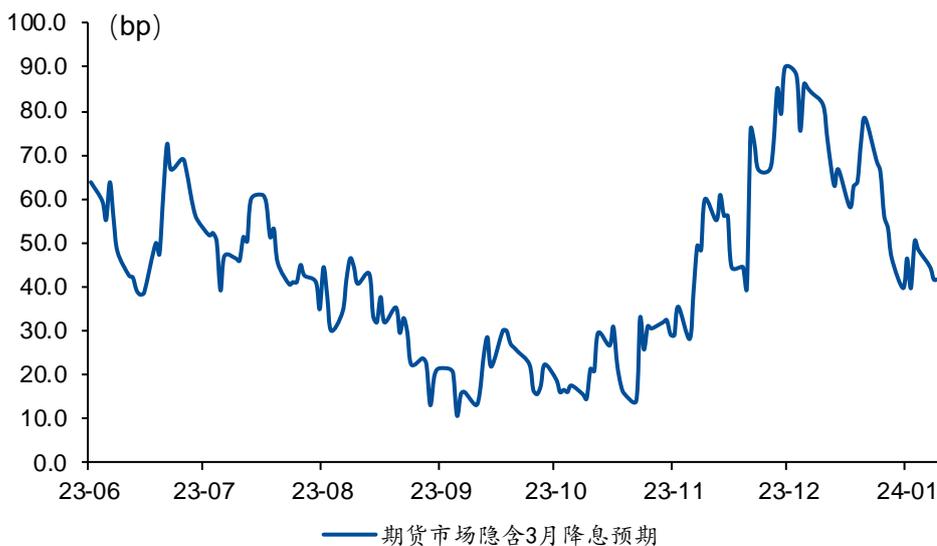
- 美国财政部在 2024 年的第一次议息会议前，剧透了 2024 年上半年的再融资方案。总体方案比此前预期的更加“鸽派”，也意味着美债的供给压力边际上有所减弱。财政收入的预期改善也减少了赤字压力。美国经济在去年第四季度超预期的表现，在一定程度上印证了财政状况的改善。
- 财政与实体经济之间存在着正向或者负向反馈，似乎也意味着对美国经济不必抱有过度悲观或者乐观的预期——因为财政政策会带有一定的“逆周期性”，经济转好，利率上行，财政部发债的动力也会有所下降；反之，经济下行的过程中，利率下行，财政部不仅有更好的发债动因（支撑经济），也有更好的发行窗口。
- 从这个角度而言，美联储从货币政策端扮演的角色，会显得很有意思。当经济上行、通胀上行时，美联储倾向于紧缩；当经济下行、通胀下行时，美联储倾向于宽松。而眼下经济上行叠加通胀下行，美联储大概率会显得犹豫。在最后一种形态下——经济下行、通胀上行——美联储则会甩锅给财政。
- 基于以上的讨论，我们会发现，美联储今晚的议息决议，大概率会形成“各说各话”的情形，市场大概率也不会形成对于三月份是否会降息的一致预期。某种程度上，这意味着市场会在两次议息会议之间出现一个“垃圾时间”，对于美国 10 年国债利率走势的最好同步指标仍然是 GDPNow。
- 美联储会直接关照的话题，是关于缩表。由于大规模的短债发行已经从市场吸收了大量的现金流动性，美联储今晚大概率会给出放缓缩表的路线图，并以此为未来可能开启的降息进程作出铺垫。

美国财政部在 2024 年的第一次议息会议前，剧透了 2024 年上半年的再融资方案。总体方案比此前预期的更加“鸽派”，也意味着美债的供给压力边际上有所减弱。具体来看，2024 年第一季度，美国财政部的国债发行规模为 7,600 亿美元，比此前预期的 8,160 亿美元减少大约 550 亿美元。发债规模较预期有所降低的主要原因是美国财政部的 TGA 账户余额比预期高，与此同时，财政收入的预期改善也减少了赤字压力。

美国经济在去年第四季度超预期的表现，在一定程度上印证了财政状况的改善。在很大程度上，财政与实体经济之间存在着正向或者负向反馈，似乎也意味着对美国经济不必抱有过度悲观或者乐观的预期——因为财政政策会带有一定的“逆周期性”，经济转好，利率上行，财政部发债的动力也会有所下降；反之，经济下行的过程中，利率下行，财政部不仅有更好的发债动因（支撑经济），也有更好的发行窗口。从这个角度去理解财政和经济的关系，会发现过度单边的美债利率预期，可能并不符合经济的实际变化。而更重要的是，市场更为纠结的美国经济的“着陆”形态，可能会比想象中更加复杂。因为当债券市场 price in 经济下行甚至衰退时——其表现为利率曲线的倒挂，财政部可以通过大量发行国债——尤其是长端国债——来支撑经济发展，并在事实上 price out 美国经济的衰退风险。因此，当我们去讨论美国经济的走势时，似乎最难得到的答案就是关于“着陆”的状态，也正因为这事关所有投资者和政策决策者的根本利益，才会形成越渴望答案、也越难求解的悖论。

从这个角度而言，美联储从货币政策端扮演的角色，会显得很有意思。当经济上行、通胀上行时，美联储倾向于紧缩；当经济下行、通胀下行时，美联储倾向于宽松。而眼下经济上行叠加通胀下行，美联储大概率会显得犹豫。在最后一种形态下——经济下行、通胀上行——美联储则会甩锅给财政。

图 1：市场开始调降美联储3月降息的预期

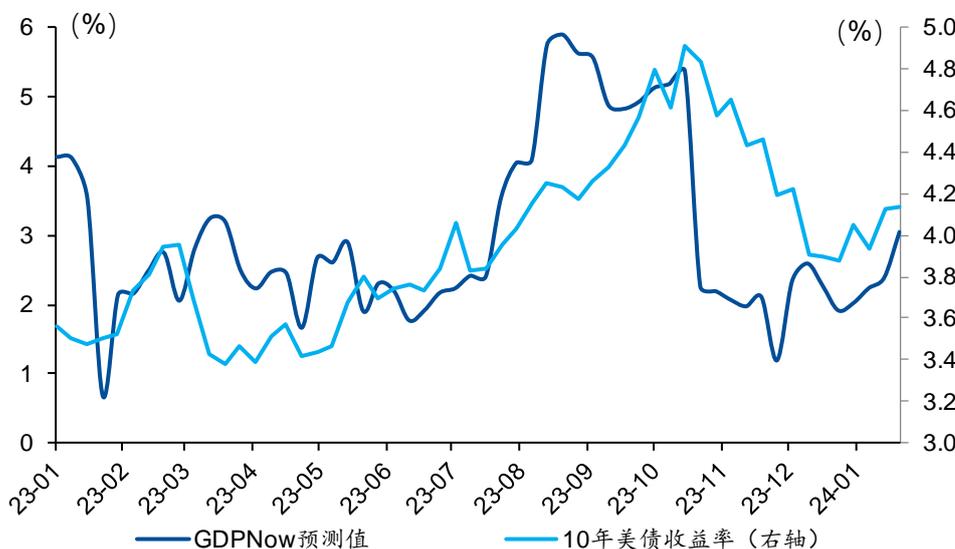


数据来源：彭博，国泰君安国际

基于以上的讨论，我们会发现，美联储今晚的议息决议，大概率会形成“各说各话”的情形，市场大概率也不会形成对于三月份是否会降息的一致预期。某种程度上，这意味着市场会在两次议息会议之间出现一个“垃圾时间”，对于美国 10 年国债利率走势的最好同步指标会是

GDPNow，也就是说投资者需要不断根据经济形态来对照、形成以及打破观点，直到美联储在3月揭开谜底。目前而言，美联储在3月开启降息进程的概率仍然较大，这也意味着降息交易在两次议息会议之间的休整后，再度成为市场的主流交易主题。

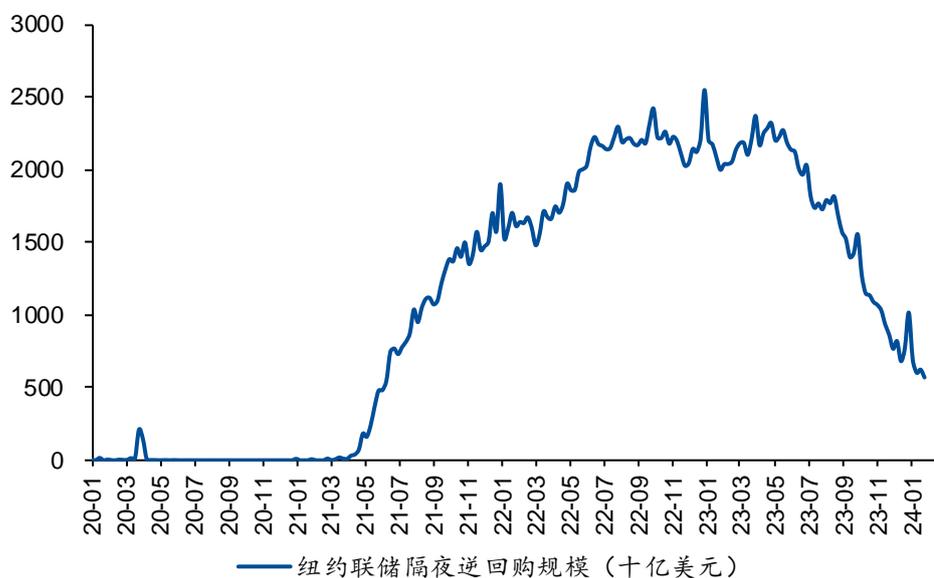
图 2: GDPNow与10年美债利率的相关度较高



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

当然，美联储会直接关照的话题，是关于缩表。由于大规模的短债发行已经从市场吸收了大量的现金流动性，美联储今晚大概率会给出放缓缩表的路线图，并以此为未来可能开启的降息进程作出铺垫。

图 3: 市场流动性收紧，放缓缩表被提上议事日程



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

对于美元而言，一个相对中性的利率决议，似乎不太会对美元汇率形成过度的单边冲击。目前而言，影响美元的主要因素仍然是欧元，由于欧洲经济表现较弱，欧元近期呈现出调整态势；也由于关于美联储的降息交易有所降温，美元开始逐步走出强势。由于今晚议息会议难以对市场形成太多的单边指引，欧元弱势仍将持续，美元指数则大概率稳步向上。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

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/纳斯达克综合指数

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管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管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管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.gtjai.com