

美联储利率决策会议前瞻

宏观分析 第16期

自十一月以来，随着美联储降息预期的上升，美元与实质利率双双下降，金融市场的风险情绪有了明显的回升，各类资产都有了不错的表现。但是另一边，美联储缩表的进程仍在悄悄加速，且逆回购账户的快速下降可能预示着国债市场又一场即将到来的流动性危机。在当下的宏观经济当中，风险与政策的叙事的主轴依然没有改变。本文将结合实际情况，对前几篇宏观报告的一些数据和观点做出新的修正和补充，并为即将召开的美联储利率决策会议提供一些前瞻性的观察。

分析师

Mark | Sangkuan | Luiz

商务合作

Marketing@first.vip

比特币风险状态



美联储利率决策会议前瞻——市场狂欢的背后

引言

自十一月以来，随着美联储降息预期的上升，美元与实质利率双双下降，金融市场的风险情绪有了明显的回升，各类资产都有了不错的表现。但是另一边，美联储缩表的进程仍在悄悄加速，且逆回购账户的快速下降可能预示着国债市场又一场即将到来的流动性危机。在当下的宏观经济当中，风险与政策的叙事的主轴依然没有改变。本文将结合实际情况，对前几篇宏观报告的一些数据和观点做出新的修正和补充，并为即将召开的美联储利率决策会议提供一些前瞻性的观察。

一、市场提前到来的狂欢

进入11月以来，低于预期的非农数据和通胀数据使得市场坚定了对于美联储将会很快降息的预期，同时十一月初的美联储利率决策会议也如市场预料一般选择依然维持暂停加息的决定，由此金融市场开启了一场交易降息预期的狂欢。

依照惯例，本次金融市场的狂欢还是从国债市场发起的，国债利率的大幅下降缓解了紧缩周期下市场资金面紧张的局面。

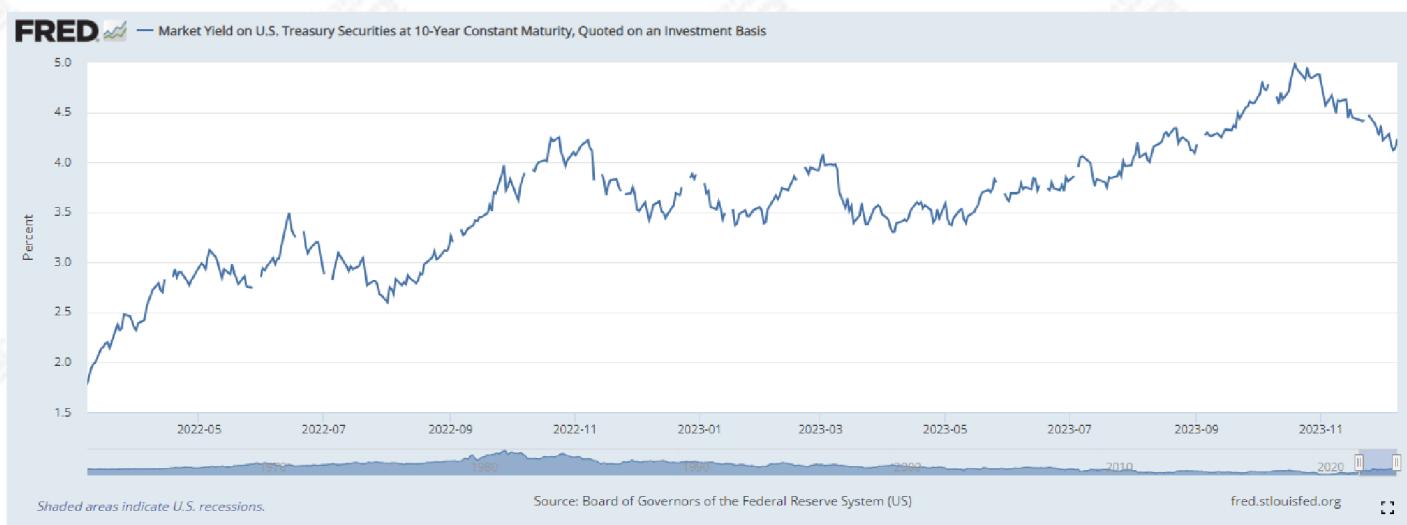


图1十年期美国国债利率（名义利率）¹

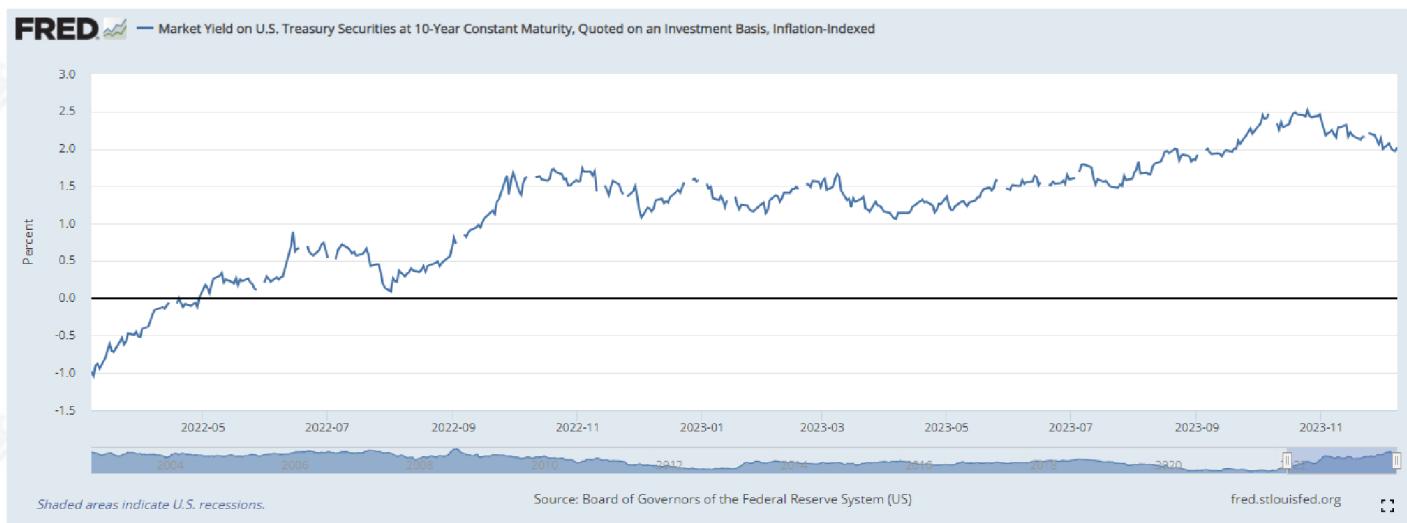


图2十年期抗通胀美国国债利率（实质利率）²

¹ <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS10>

² <https://fred.stlouisfed.org/series/DFII10>

从10月中旬开始，美国十年期国债和十年期抗通胀国债的价格均出现了明显的上涨，利率出现了明显的回调。其他期限的美国国债市场也出现了不同程度的回暖。

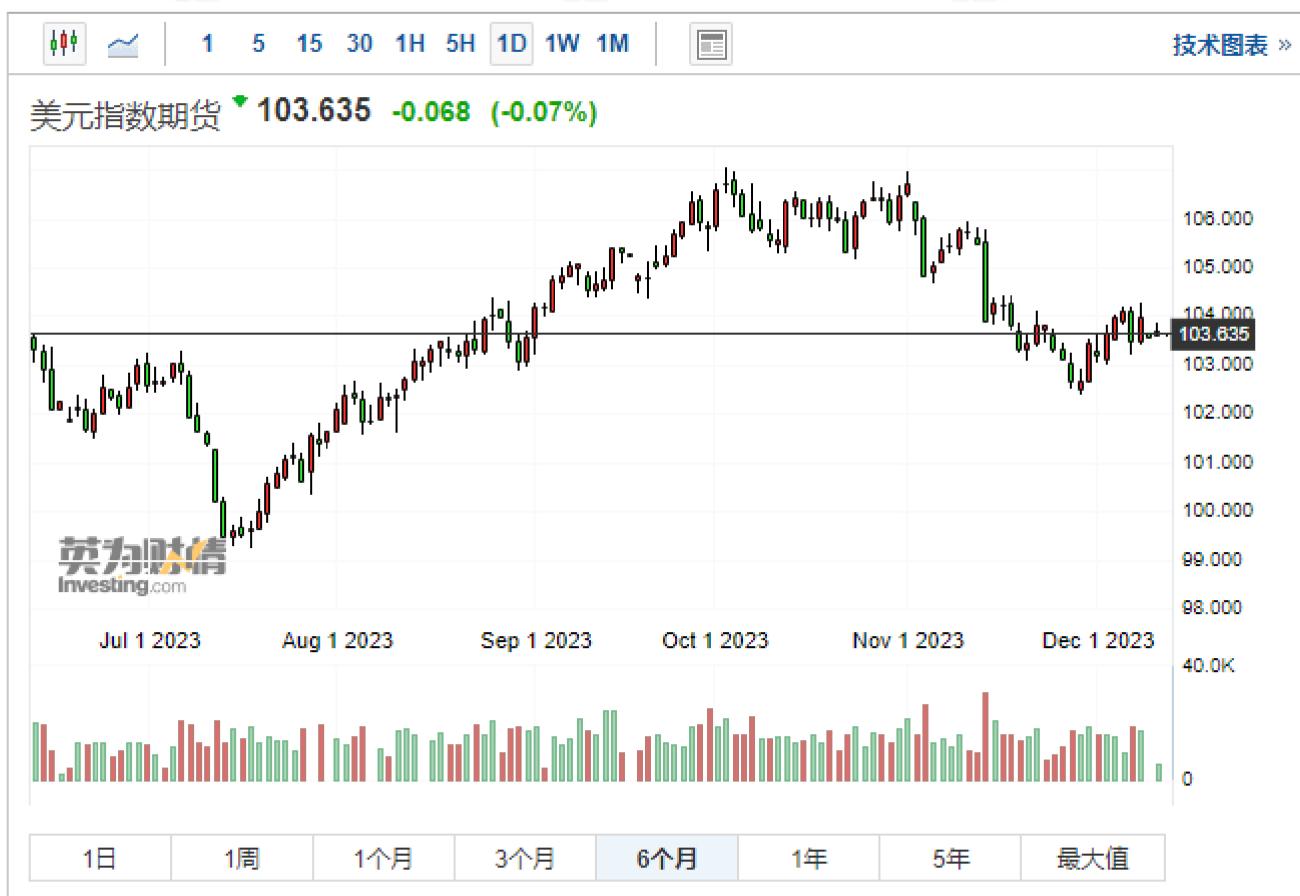


图3 美元指数³

进入11月以后，美元指数也出现了大幅度的回调，也同时预示着市场整体资金面的紧张情况有所缓解。



图4 美国道琼斯指数⁴

³ <https://cn.investing.com/currencies/us-dollar-index>

⁴ <https://cn.investing.com/indices/us-30>



图 5 美国纳斯达克指数⁵



图 6 美国标准普尔指数⁶

美股在资金面和风险情绪的双重激励之下，出现了大幅度的反弹，三大股指均创下或者接近了一年高点。⁷

⁵ <https://cn.investing.com/indices/nasdaq-composite>

⁶ <https://cn.investing.com/indices/us-spx-500-futures>

⁷ https://fred.stlouisfed.org/?sr_nsfw=Jgybl6&aqs=NT30HP



图 7 黄金市场⁸



图 8 比特币⁹

对于利率更加敏感的黄金与比特币领先于美股在 10 月中旬就开始了上涨，并且在 11 月的大多数时间里面与美股完成了同步。

从上面这些图中我们可以观察到一些值得注意的讯息：

- 1) 11 月的上涨是少见的美股，美债，贵金属以及加密货币市场的同步上涨，这意味着市场整体资金面的紧张局面有了非常大的改观。而市场资金的来源，一方面来自于经济政策，另一方面来自杠杆贡献，在美联储政策未出现真正转折之前，经济政策流入市场的资金有限，因此市场当中的资金主要来自于风险情绪改善所带来的杠杆增加。
- 2) 美元指数在 11 月底逐渐站稳了脚跟，随后国债市场利率下降的势头也受到了遏制，黄金和比特币率先进行了一波小修正，但美国三大股指仍然维持着上涨的势头。在先后顺序上，对资金面更为敏感的资产的波动领先于对基本面更为敏感的资产。

从中我们可以得出一个结论：本轮市场的上涨来自于市场提前交易美联储降息的预期从而带来的风险情绪上升，进而资金杠杆增加缓解了市场资金面的紧张局面，而非是一波由经济基本面带动的上涨。

⁸ <https://cn.investing.com/commodities/gold>

⁹ <https://cn.investing.com/crypto/bitcoin>

二、美国经济景气依旧

尽管市场确信自己观察到了美联储降息的讯号，但从近期的市场数据来看，美国经济还远没有到需要美联储来降息的程度，或者换句话讲，美联储进行降息操作的窗口期还没有到。我们在 7 月份的 12 期宏观研报中提到过，如果美联储希望能够在经济软着陆的环境当中控制住通胀，他就需要在制造业景气触底的这段时间内控制住服务业的景气，换句话说，**美联储降息的窗口期只会在制造业和服务业的景气双触底的时候打开。而目前来看，距离窗口期到来还需要很长的时间。**

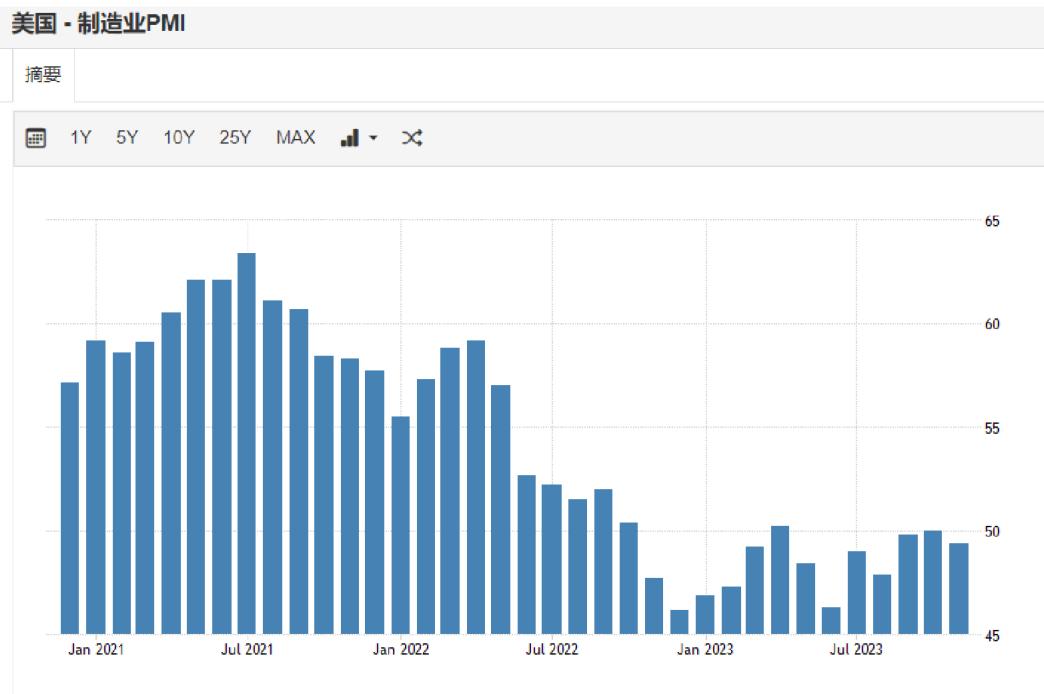


图 9 制造业 PMI¹⁰

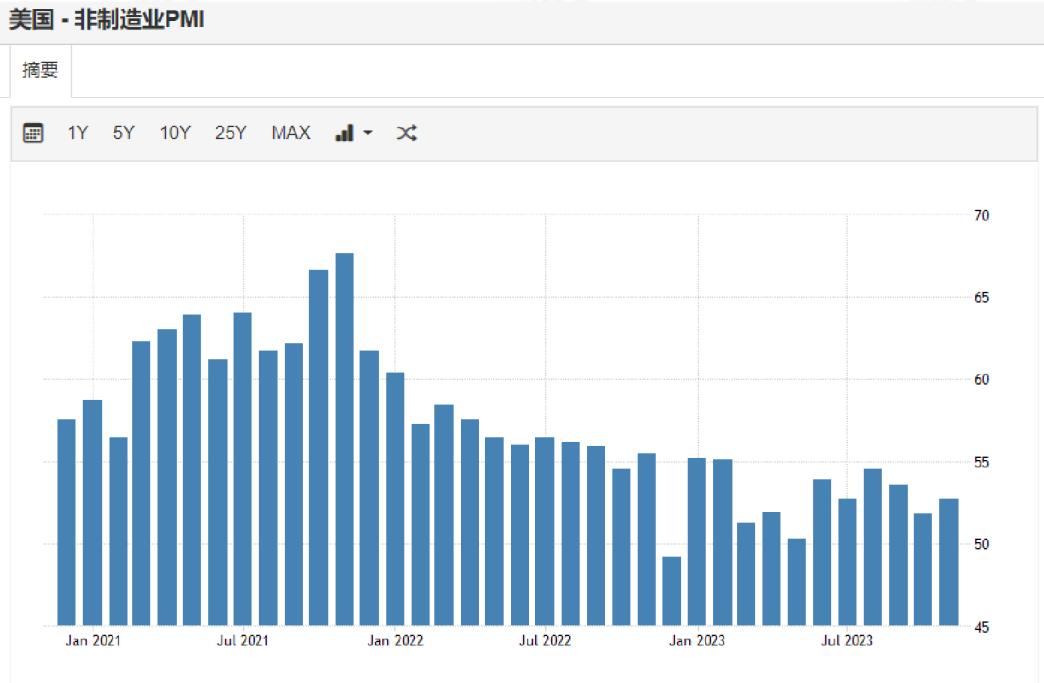


图 10 非制造业 PMI¹¹

从 PMI 指数当中也可以明显看出，制造业的景气从 2022 年 12 月开始就已经逐渐走低，而非制造业依然维持着繁荣的景气，两者在

¹⁰ <https://zh.tradingeconomics.com/united-states/manufacturing-pmi>

¹¹ <https://zh.tradingeconomics.com/united-states/non-manufacturing-pmi>

2023年呈现出了冰火两重天的态势。

美国 - 非农就业数据

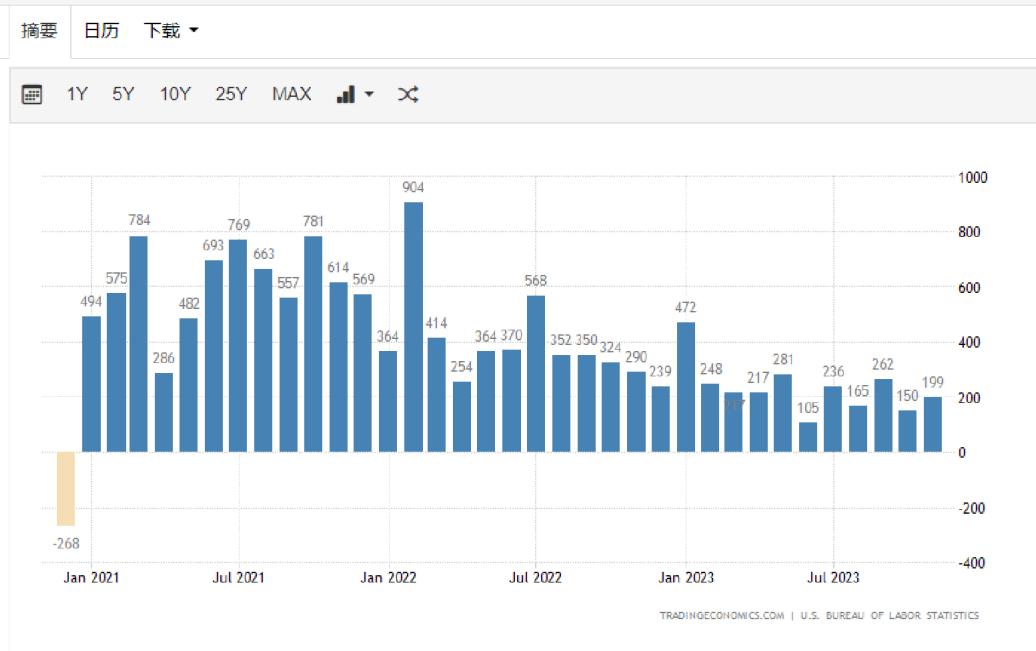


图 11 非农就业数据¹²

美国 - 失业率

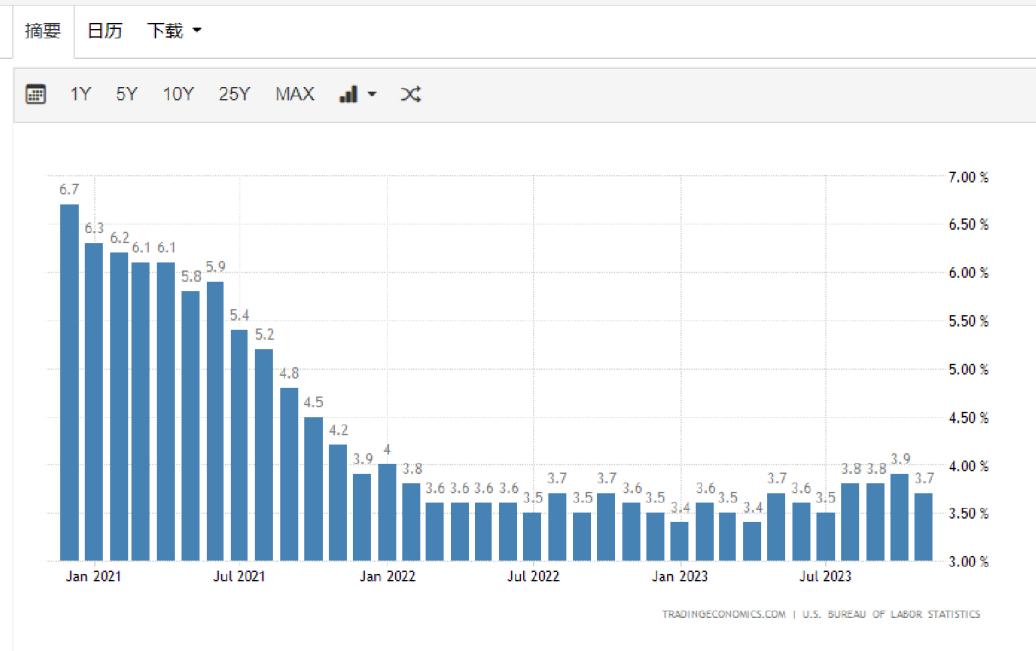


图 12 失业率¹³

¹² <https://zh.tradingeconomics.com/united-states/non-farm-payrolls>

¹³ <https://zh.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>

美国 - 平均时薪

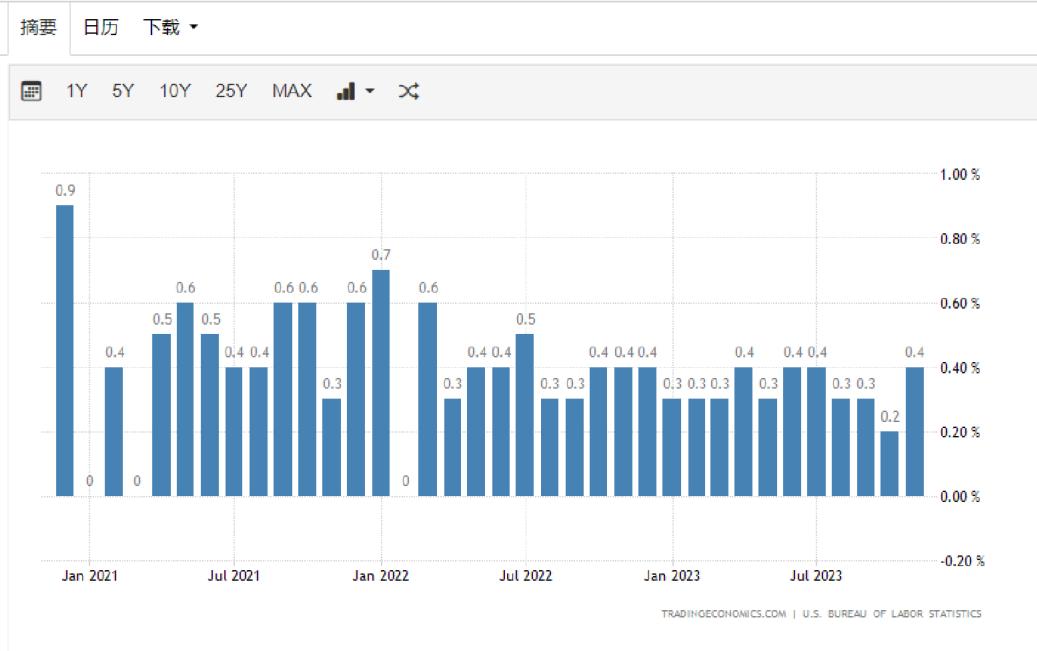


图 13 平均时薪¹⁴

非制造业的景气也在持续地影响着美国的劳动力市场。虽然目前非农就业数据已经达到了一定的限制水平，但是失业率仍然没有上升的迹象，过热的劳动力市场以及仍在延续的“工资-通胀”螺旋将使得美联储控制核心通胀的努力事倍功半。

美国 - 核心通胀率 (每月)

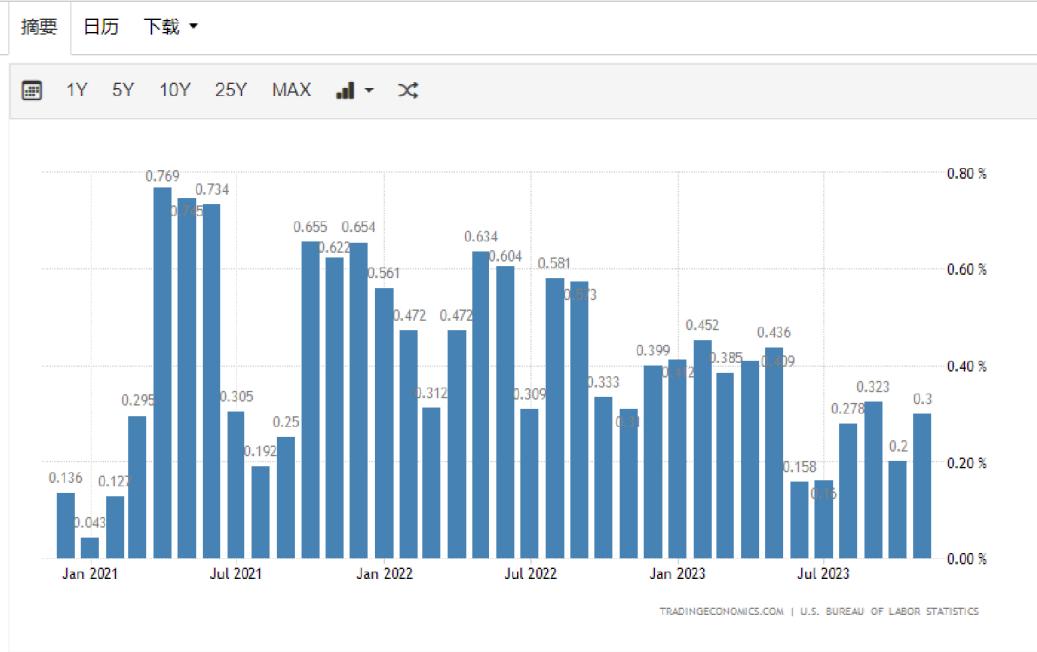


图 14 核心通胀环比¹⁵

10月份的美国环比核心通胀仍然高达0.3%，折合年复合增长率约3.66%，这意味着尽管当下的美国通胀问题已经有所控制，但仍然高于美联储的政策目标，顽固的通胀仍然是美联储最大的敌人。

14 <https://zh.tradingeconomics.com/united-states/average-hourly-earnings>

15 <https://zh.tradingeconomics.com/united-states/core-inflation-rate-mom>

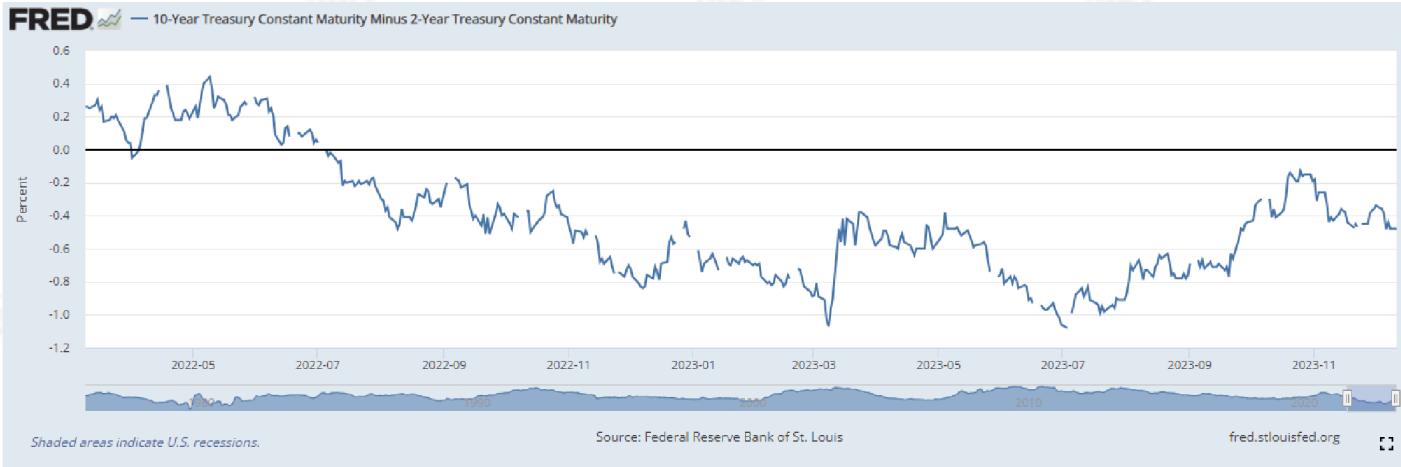


图 15 美国国债长短期利差 (10Y-2M)¹⁶

除失业率和通胀率以外，美国国债市场的长短期利差也如我们在上一期研报当中预期的一般并未出现真正的收敛，而是又重新扩大。因此，从我们此前一直提到的衰退指标来看，无论是从经济基本面的角度还是市场资金面的角度，短期之内美联储降息的窗口期都不可能会开启。

三、金融市场酝酿中的流动性危机

在过去 3 期的宏观报告中，我们详细叙述了美债市场的各种现象以及其所代表的意义，而目前看来，作为金融市场的基石的美国国债仍然很难逃脱一场预期之中的流动性危机。

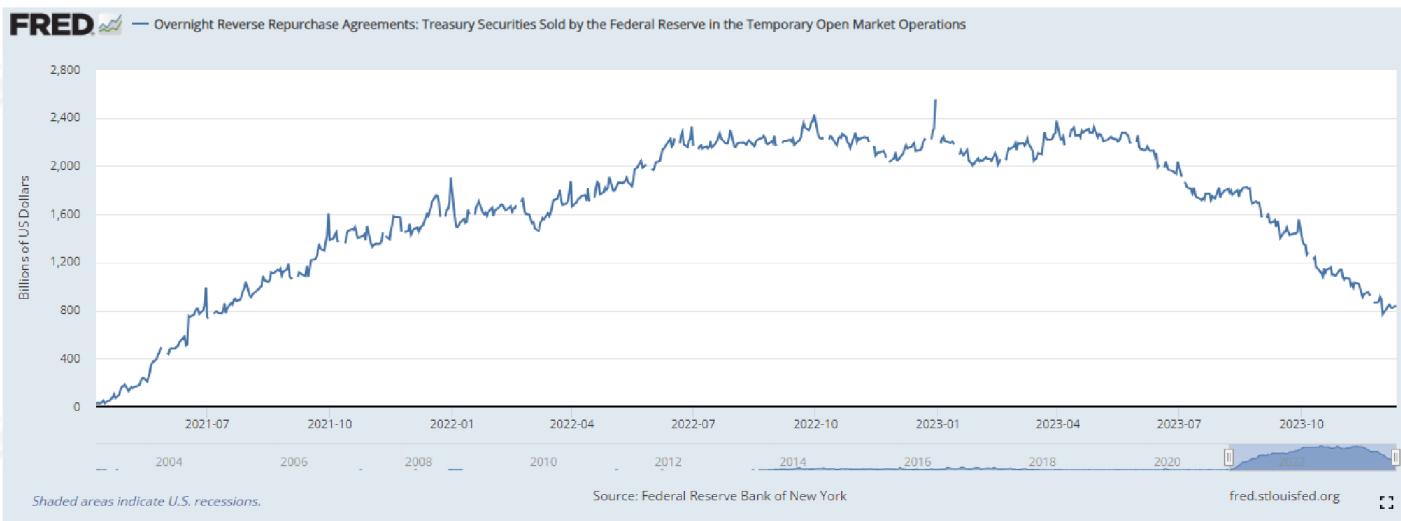


图 16 美联储隔夜逆回购账户¹⁷

隔夜逆回购账户作为美股和短期国债的一大需求端，当中的资金在过去一段时间内出现了加速下降的态势。在整个 11 月中，美国隔夜逆回购账户减少了 3,109 亿美元。以这个速度来预估的话，隔夜逆回购账户当中的资金大概率会在 2024 年第一季度末告罄。而目前的美国短期国债市场如果失去了逆回购账户当中每月 2-3 千亿美元的需求作为支持，将很可能面临一场流动性危机。

更雪上加霜的是，由于硅谷银行事件爆发以后，美联储对银行业做出了短期流动性支持，因此美联储缩表的进度远远落后于预期。从 2022 年 6 月至 2023 年 11 月，美联储原定的缩表计划为 16,625 亿美元，而实际上截至 11 月，美联储目前仅缩表了 12,178 亿美元，完成进度仅 73%。因此为了完成预定的缩表目标，美联储从 4 月起就大大加快了缩表速度。最近 8 个月当中，美联储月均缩表达到了 1,262 亿美元，并且仍在加速当中，仅 12 月的第一周，美联储就缩表了约 588 亿美元。可以预见的是美联储的缩表加速将在未

¹⁶ <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y2Y>

¹⁷ <https://fred.stlouisfed.org/series/RRPONTSYD>

来对美国国债市场构成进一步的压力。目前为止，美联储仍未对未来美国国债市场可能面临的尴尬局面做出一些政策上的应对和表态。

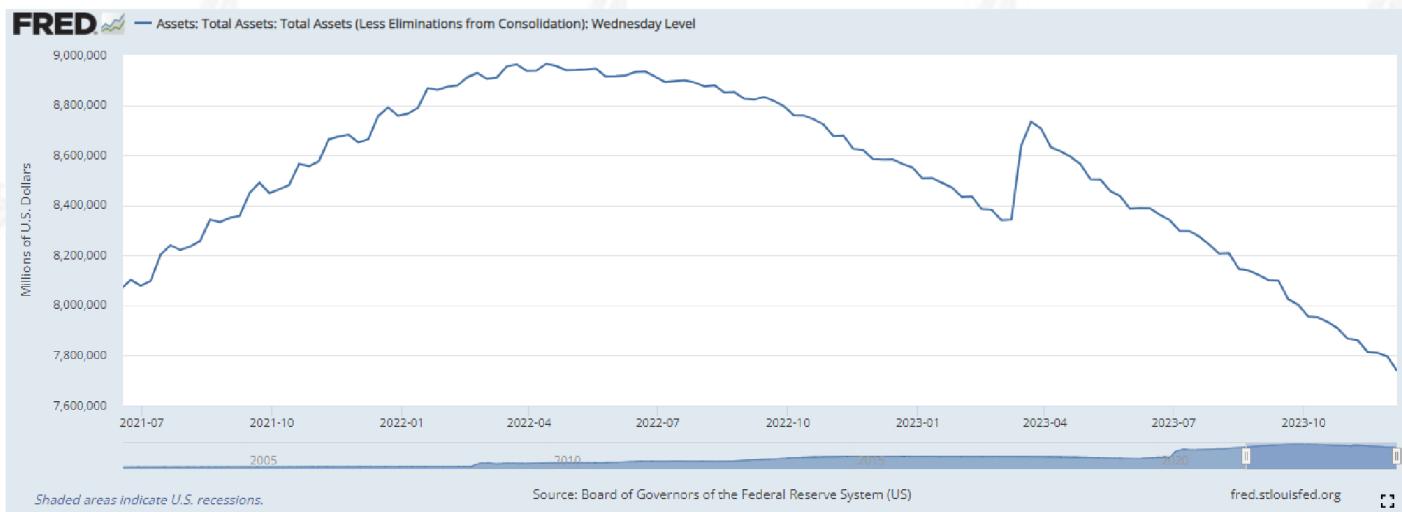


图 17 美联储资产负债表¹⁸

四、总结

本轮市场的上涨，其核心逻辑在于市场提前定价了美联储的降息预期，高涨的风险情绪推升了市场的杠杆，缓解了加息周期当中资金面的紧张形势。而从实际的数据来看，非制造业以及劳动力市场的火热预示着美联储的降息窗口期仍未到来。市场与美联储之间关于降息时间的关键性分歧将有可能为下一轮市场波动埋下一枚炸弹，而目前来看炸弹的引信很有可能就是快速见底的美联储隔夜逆回购账户以及美联储越来越快的缩表进程。因此，我们仍然需要强调风险与政策的主轴没有改变，投资者需要在市场的波动当中保持足够的理性，等待市场环境的真正缓和。

¹⁸ <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>

— 投资风险与免责声明 —

- 以上内容分析仅提供参考信息，不作为投资决策依据，请勿基于此报告进行任何投资决策，头等仓及报告作者不对用户投资结果负责。
- 报告自所示日期起准备，由于随后的市场或经济状况可能发生变化，报告内容不一定能反映这些变化。提供的图形，图表和其他视觉辅助工具仅供参考。这些图形、图表或可视化辅助工具都不可用于制定投资决策。不代表头等仓(First.VIP)会协助任何人做出投资决定，并且任何图形、图表或其他视觉辅助工具都无法捕获做出此类决定所需的所有因素和变量。
- 本文中涉及的某些陈述可能是头等仓(First.VIP)对于未来预期的假设以及其他前瞻性的观点，而已知和未知的风险与不确定因素，可能导致实际结果、表现或事件与陈述中的观点和假设存在实质性差异。
- 本报告中包含的任何推测、预测和估计本质上都是推测性的，并且基于某些假设。这些前瞻性陈述可能被证明是错误的，并可能受到不正确的假设或已知或未知的风险，不确定性和其他因素的影响，而其中大多数是无法控制的。可以预料，某些或所有此类前瞻性假设将不会实现，或与实际结果有很大差距。

— 版权信息 —

- 本报告版权仅为本公司所有。未经书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。

CONTACT US

✉ Marketing@first.vip



头等仓官网



微信公众号



本研报由头等仓(First.VIP)出品