

聯儲局首季料不會降息



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

聖誕假期後，持續了兩個月之久的降息交易似乎變得有些阻滯。在過去的幾天中，美國10年期國債利率頻頻出現波動，貨幣市場基金的久期也有縮短跡象，這也在一定程度上暗示「降息」交易的性價比開始降低。

眼下，擋在「降息交易」面前最大的攔路虎是美聯儲。在2023年的最後一次議息會議中，美聯儲給出了2024年大約會降息75個基點的前瞻指引，但市場卻將降息預期打到了150個基點。很顯然，市場的搶跑在很大程度上給美聯儲帶來了一定壓力。但至少到目前為止，市場的熱望顯得有些渺茫。

美聯儲公布的最新會議紀要讓市場多少有些失望。儘管美聯儲整體表態偏鴿，但對於未來可能的降息路徑卻沒有給出明確指引。具體來看，與會者指出，他們的利率路徑預測「不確定性異常高」（unusually elevated），並表示可能將高利率保持更久時間。

在會議紀要中給出可能的降息路徑，是當市場中的流動性出現緊缺帶來美聯儲退出量化緊縮（QT，Quantitative Tightening），這可能成為降息的前奏。判斷市場流動性有兩個重要指標，一個是銀行的超額存款準備金，目前其水平仍然較高，保持在3.5萬億美元左右，遠高於一般認為的2.5萬億美元的合意水平；另一個則是隔夜逆回購（ON RRP，Overnight Reverse Repurchase Agreement），作為非銀機構閒置資金的蓄水池，當市場上流動性充裕時，貨幣基金會將現金存入隔夜逆回購市場，因此該賬戶的走勢可以在很大程度上反映出流動性現狀。截至2024年1月2日，紐約聯儲隔夜逆回購規模從2022年末峰值的2.55萬億美元大幅收縮至7049億美元，縮減幅度超過70%，反映市場流動性已大幅下降。

按照目前的節奏，美國財政部的發債計劃意味着隔夜逆回購會在今年某個時點接近「枯竭」。在2023年6月債務上限問題解決後，美國財政部大規模發債打破了債市原有的供需平衡。由於供給大幅上升，美國財政部需要以較高的利率來吸引投資者，以1月期美債為例，自2023年6月之後收益率持續位於隔夜逆回購利率上方，這也推動資金持續從隔夜逆回購流入短期美債市場。從

規模上看，2023年6月以來隔夜逆回購的縮減規模與短期美債的淨發行規模相當，也表明隔夜逆回購成為了消化短期美債新增發行的主力渠道。往前看，按照美國財政部目前的發債計劃，隔夜逆回購存量規模大概率會在2024年一季度底接近「枯竭」，這可能會引發市場的恐慌。

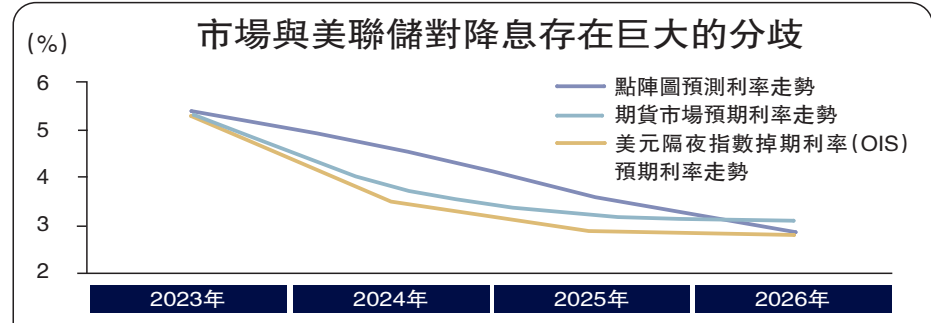
一旦流動性出現問題，美聯儲可以選擇停止「縮表」來緩解市場的緊張情緒。又由於量化緊縮與降息的效果會互相抵銷，因此，降息過程中仍然伴隨「縮表」，似乎也有狗尾續貂的嫌疑。從這個角度來看，退出「縮表」後再選擇降息，背後的邏輯似乎更為順暢。但細想後，我們會發現，其中的問題也很多。首先，隔夜逆回購即使「枯竭」，由於銀行準備金水平仍然較高，流動性危機是否會如期出現，仍然存在不確定性。其次，即使從退出縮表到降息的邏輯成立，那麼美聯儲可能也需要先觀察停止「縮表」的效果，這也意味着降息的時點不會出現在一季。

關注上季增長數據

對債券交易員而言，美聯儲的表態和降息路徑固然重要，但「降息交易」的真正痛點其實是利率曲線倒掛帶來的「負利差」（negative carry），由於隔夜融資成本仍然在5%以上，用這樣的融資成本去買入到期收益率不到4%的美國10年期國債，意味着交易需要通過債券本身的資本利得來彌補融資端的利差損失，抑或是美聯儲會很快將利率調整至更低的水平上，以收窄融資端的利差損失。

往前看，1月末有三個事件值得關注，第一是2024年美聯儲的第一次議息會議（1月31日），美聯儲可能會重新校正降息預期；第二是美國財政部的退款計劃（Refunding Plan）（1月31日），這關係到2至4月的發債計劃；第三是美國會公布2023年四季度國內生產總值（GDP）（1月25日），這對於未來降息及降息交易都是非常重要的「風向標」。

不論如何，降息交易的第一個窗口在經歷兩個月後開始露出疲態。市場的搶跑是最根本的原因，降息本來會帶來流動性的寬鬆，但「降息交易」的擁擠卻帶來了新的問題。由於擔心錯失交易機會，大量的頭寸累積一方面讓長債交易的負利差更加顯著，另一方面也導致了市場中的流動性開始愈發緊張。而到最後，市場卻似乎忘了那個最關鍵的問題，美聯儲到底會選擇怎樣的降息路徑？



發展商密集推盤 一手有望開門紅



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

踏入2024年，筆者先祝願人人安居樂業，樓股市場重新起飛。說回樓市，近期一眾發展商密謀部署推盤攻勢，率先打響頭炮的是黃大仙單幢新盤。項目位處市區，以最受歡迎的細單位作「主打」。由於該盤開價相宜，較市價錄得約一成折讓，而且區內已接近五年沒有新盤應市，在各項因素疊加下，今年新盤市場有望迎來「開門紅」。

估計短期市場依然聚焦一手，鑒於1月份似乎以中小型新盤及餘貨盤為主，預計全月一手交投可錄約500至600宗手。至於二手交投則持續升溫，農曆年後甚至有望出現小陽春。

暫停賣地釋放善意信息

另邊廂，關於樓價走勢的課題，本港樓市已由高峰下跌約兩成，市況仍延續淡勢，特區政府日前更因應市況，決定在本季暫停推出私人住宅土地供應，是自2010年底開始主動推地以來，首次季度內不推出住宅地。

連跌兩年，本財年較上一個年度跌約28%，比起21/22年度更大跌近四成，並創自2010年起引入「政府主動賣地機制」後的十四年最少。

賣地減少，而且今季未有住宅官地推出招標，相信主要由於近期市場投地氣氛淡靜，再加上現時貨尾超過2萬伙，而已獲批預售樓花但尚未發售以及待批預售樓花合共約2.8萬伙。市場一般亦認為今次是特區政府對樓市釋出善意的信號。

但須留意的是，減慢推地對本港非常嚴峻的財赤問題而言，將影響賣地收入。奈何樓市交投不振，去年更出現破紀錄的六次「流標」，令在推地與解決財赤之中出現「兩難」的局面。

客觀而言，地產商均寄望賣樓可以做到「貨如輪轉」，當實樓銷情理想，才會在投地時顯得積極。以往在樓市市道暢旺時，發展商均願意高價，甚至是以溢價投地；但按照目前相對低迷的市況，發展商對樓市前景審慎，投地意欲低減實實在在無可厚非。



▲日央行放棄YCC及可能的加息，勢必帶來日債利率上行壓力。

日本央行2023年末會議備受關注，市場期望找尋貨幣政策轉向的線索。然而，會議維持鴿派表述，市場預期落空。筆者認為，基本情形下，日央行或於2024年4月左右退出負利率，同時不過早放棄收益率曲線控制，以防止日債市場過度波動。只是日央行實際政策選擇仍有較大變數，具體取決於通脹、工資及美國經濟走勢。在此背景下，日債利率的方向未定，日圓有望逐步升值，但節奏未必連貫。

日本幣策轉向存在變數



政經透視 鍾正生

平安證券首席經濟學家

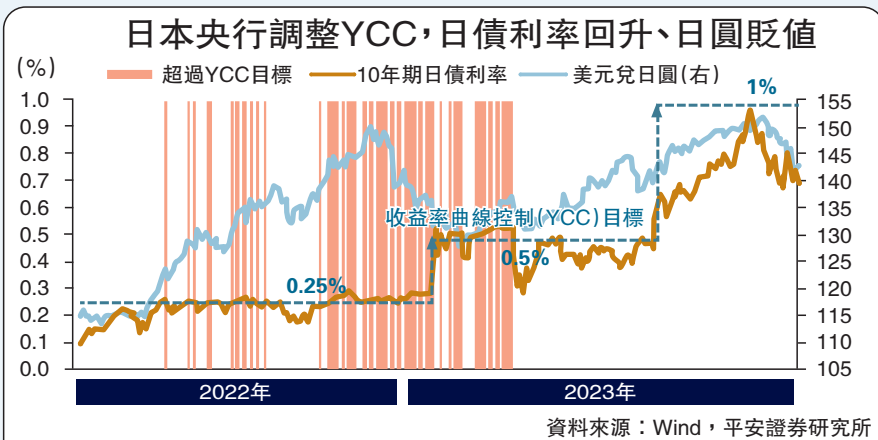
日央行年末會議備受關注，市場「轉向預期」已然先行。12月6日至7日，日央行一、二把手再度公開討論退出負利率政策，激起市場對貨幣政策轉向的預期。日央行行長植田和男表示：「從去年底到2024年，在貨幣政策的處理問題上將變得更具有難度；如果加息的話，有多種選項可以用於調整政策利率。」繼而，市場高度關注日央行2023年的年終會議，以期尋找更多政策轉向的蛛絲馬跡。日圓轉向預期升溫，近期日債利率和日圓匯率同步上行：12月7日至15日，10年期日債利率累計上升6.1基點（BP，Basis Point）至0.73厘；美元兌日圓累計跌3.5%，由147.3跌至142.2。

日央行2023年12月會議意外維持「鴿派指引」，鮮有談及「轉向」。12月19日，日本銀行公布最新利率決議。決策方面，維持負利率與收益率曲線控制（YCC）不變；經濟表述方面，提到私人消費、非住宅投資增速溫和增長，主要反映了三季度相應指標環比跌幅的收窄；住宅投資表現仍持續相對低迷；剔除生鮮食品的核心消費物價指數（核心CPI）之通脹率明顯回落，而預計2024財年通脹可能高於2%，而潛在通脹水平可能逐漸回到目標水平。政策展望方面，維持「鴿派指引」，未提供有關加息前景的任何暗示信息：預計仍將維持YCC政策，以確保通脹穩定於2%的目標水平；承諾必要時「毫不猶豫」地採取進一步貨幣寬鬆措施。

植田行長表態整體持觀望態度，薪資問題仍是焦點。植田行長在記者會上表示，當前勞動環境有所趨緊，企業利潤上升，部分大企業甚至表態願意繼續提高2024年薪資水平；但由於經濟存在高度不確定性，有許多企業仍未決定2024年是否繼續加薪；日本央行傾向於繼續觀望，以等待更多證據確認工資和物價是否處於良性循環，即工資水平是否會上漲到足以將通脹長期維持在2%的目標附近。本次會議和記者會後，市場「轉向預期」有所降溫：美元兌日圓反彈至144.5，10年期日債利率下降2基點至0.62厘，日經指數整日上漲1.4%。

通脹回落仍待觀察

但一個值得關注的細節是，日本內閣大臣首次出席日央行會議，暗示日本政界或正施壓政策轉向。會議聲明顯示，日本內閣大臣新藤義孝出席了本次會議，這是自2020年4月以來日本內閣大臣首次出席日央行會議。日本每日新聞和共同社等媒體的最新民調顯示，岸田文雄政府的支持率，已跌至2021年內閣成立以來新低，主因民眾對通脹壓力和經濟政策嚴重不滿。因此，本次內閣大臣的出席，無論是否「作秀」，顯示出岸田政府某種程度上希望貨幣政策轉向以遏制通



脹的政治訴求。

市場主流預期顯示，日央行或於2024年4月左右退出負利率；有可能先加息、後退出YCC；即便先調整YCC也會循序漸進，而不是貿然放棄。在本次會議前，大和證券、野村證券等日本金融機構預計，日央行最早可能在2024年1月會議宣布退出負利率政策；至於轉向方式，日央行可能先加息，後退出YCC政策。之所以YCC政策不隨負利率政策同步退出，主要考慮的是，日央行或想保留對日債利率的控制能力，防範加息引發的流動性驟然緊縮風險。三菱日聯摩根士丹利、摩根大通等機構則認為，日央行可能於2024年1月調整YCC目標，仍會設置一定的目標區間，防止日債利率大幅飆升。

筆者認為，日央行轉向的節奏仍有不確定性，具體將取決於以下三方面因素：

一是，通脹會否回落。截至2023年10月，剔除生鮮食品後的日本核心CPI同比增速為2.9%，連續十九個月高於2%；日本CPI同比讀數同時超過美歐通脹率。不過，本輪美歐通脹走勢領先於日本，近一年美歐通脹已顯著改善，國際油價也趨於穩定，日本通脹回落或許只是時間的問題。實際上，日本10月核心CPI同比已從2023年1月的高位（4.2%）回落1.3個百分點，這也部分印證了此前日央行關於「成本推動的通脹將會減弱」的觀點。若通脹如期改善，日央行可能對維持寬鬆貨幣政策更有耐心、推遲轉向。

二是，實際工資增速能否轉正。植田和男曾多次強調，正密切關注日本的收入趨勢，認為這是決定長期實現可持續通脹的關鍵因素。在2023年春季勞資談判（「春鬥」）中，工人薪資獲得近二十六年以來最大漲幅，令日本名義工資增速保持較高水平；然而，日本工資仍未跑贏通脹，2023年以來實際工資同比增速持續為負。因此，2024年的「春鬥」顯得尤為關鍵，如果日本實際工資收入仍未轉正，日央行考慮退出寬鬆貨幣政策時可能更顯猶豫。

三是，美國經濟能否剛好「軟着陸」。如果2024年美國經濟小幅降溫，美聯儲選擇「預防式降息」，對日圓流動性收緊提供一定緩衝，進而為日央行轉向創造良好環境。但是，假如美國經濟「過熱」或「過冷」，均可能阻礙日央行轉向：一方面，如果美國經濟「不着陸」、通脹回升，美聯儲或推遲降息、美債利率維持高

位，日央行或礙於流動性風險而推遲轉向；另一方面，如果美國經濟「硬着陸」，日本經濟金融環境或受波及，這也會削弱日央行轉向的底氣。

日圓升值未必連貫

日債走向變數較大。一方面，日央行放棄YCC及可能的加息，勢必帶來日債利率上行壓力。2022年12月以來，日央行兩次上調YCC目標區間，儘管節奏比較謹慎，但日債利率整體呈回升趨勢。但另一方面，如果美聯儲降息及美債利率下行，全球流動性壓力緩和，則可能對沖甚至掩蓋日債利率上升的壓力。近期美聯儲降息預期的影響較大，儘管日央行轉向預期也在升溫，但10年期日債利率仍成功脫離10、11月0.8%至0.9%的高位。

日圓匯率修復的空間充足。本輪日圓貶值始於2022年3月，俄烏衝突令日本通脹上升、經濟受衝擊、市場利率被迫抬升，日圓「避險屬性」所依賴的低通脹、低利率環境遭遇破壞，引發日圓持續貶值。截至2023年四季度，美元兌日圓一度升破150關口，日圓基本處於1980年代以來最弱勢的水平。展望2024年，伴隨日本及全球通脹改善，日圓匯率或許天然具備修復的基礎。在此之上，尤其在2024年美歐貨幣政策可能轉鬆的背景下，日本銀行收緊政策對日圓的支撐效應會更為明顯。筆者認為，基準情形下，日圓匯率有望逐步回到130附近，即2023年初水平。

不過，日圓升值的節奏未必連貫。

首先，美聯儲降息節奏仍有爭議。美聯儲2023年12月會議後，據CME FedWatch預測，美聯儲2024年降息六次（150基點），明顯多於美聯儲點陣圖顯示的三次（75基點）。如果市場預期修正，美債利率回升，日圓升值可能受阻。

其次，日央行轉向的節奏仍不確定。鑒於植田行長是「預期引導」工具的發明者，近期其關於轉向的言論可能旨在試探市場反應，未必是可信承諾。日央行實際轉向有可能比預期的更慢更謹慎，比如再次微調YCC而不是徹底放棄，或者只是「口頭加息」試探市場而推遲實際行動。

最後，日美「經濟差」會否擴大。雖然日本經濟在2023上半年表現良好，但三季度實際GDP環比轉負，其中私人消費環比連續兩個季度萎縮，與美國經濟的強勢增長背離。如果2024年日美經濟表現持續背離，日圓升值空間或受限。