

## 不宜對聯儲首季降息下重注



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

與中國經濟歷來在年初實現「開門紅」不同，美國經濟卻時常遭遇「開門黑」。比如近二十年來看，美國經濟在一季度的表現遠遜於其他季度。那麼，如果2024年美國經濟又一次經歷「開門黑」，美聯儲3月降息值得加倍下注嗎？答案是未必，這可能是當前海外市場最大的風險——步子邁得太大，尤其是基本充分定價了3月降息的預期。

筆者認為近期市場風險點主要來自於兩個層面：一是美國GDP數據在年初慣性偏弱的特徵，容易導致對「開門黑」程度的誤判；二是疫情後美國經濟在結構上的變化，一季度經濟保留着「逆襲」的可能。

一季度經濟弱可能不是真的弱。儘管美國實際GDP環比折年率經季節性調整，但是從歷史平均來看，整個一季度仍然呈現偏弱的特徵，2000-2022年間一季實際GDP環比折年率平均較上季度下降0.54個百分點。也因此，容易使市場對年初經濟走弱和降幅提前程度產生誤判，尤其是當前一致預期美國經濟將明顯放緩的情況。

什麼信號才能說明經濟真正走弱，觸及美聯儲3月降門檻？相比於GDP數據，美聯儲判斷經濟強弱和降息與否更重要的標準實際上是通脹和就業數據的走勢。

通脹方面，根據美聯儲最新對於2024年核心PCE同比增速2.4%的預測，2024全年核心PCE需保持每月平均0.2%的環比增速，如果考慮到3月提前降息後帶來的通脹回升風險，那麼1、2月核心PCE環比必須明顯低於0.2%。此外，3月降息也意味着美聯儲需要看到就業的大幅降溫，未來兩個月內月度新增非農要逐步跌破5萬人。而這些在短期內實現難度、門檻過高，達成概率較低。

儘管存在季節性下行的趨勢，但美國經濟首季仍保留着「逆襲」的可能，筆者認為這種可能性主要來自於三個方面：

消費：對經濟的支撐還沒有「退坡」。當前居民消費能力依然較強，其一，居民實際工資水平不斷上升，儘管加息周期下利率處於高位，但相對於物價的快速下行，名義工資韌性明顯更足，導致當前居民實際購買力水平較

高；其二，居民負債情況可控，房貸利率上升並未使居民實際償債負擔明顯上升。其三，超額儲蓄存量尚未消耗完畢，根據推算，當前美國超額儲蓄仍剩餘5000億美元左右，按照800億美元/月的消耗速度，可供支撐到今年5月份，在此之前消費都不會太差。

此外，居民消費意願出現邊際修復。在油價等物價下行以及消費能力的支持下，12月美國消費者信心指數快速恢復至69.7（前值61.3），展現出對未來較強的消費意願，消費的帶動下對一季經濟仍可抱有較高期待。

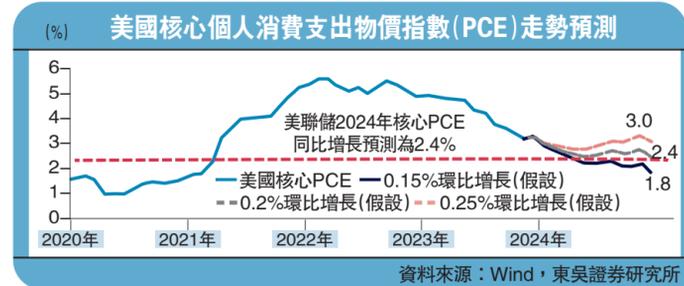
### 地產投資邊際改善

製造業投資：高利率影響下保持較強韌性。一方面，耐用品訂單仍然保持較高水平，並未出現明顯下行趨勢，受利率影響不明顯；另一方面，製造業回流趨勢仍在延續。拜登《基礎設施投資和就業法案》、《芯片法案》等對製造業回流的帶動作用仍十分強勁，使得製造業建設支出持續快速增長，預計年初企業投資仍將有較好表現。

地產投資：抵押貸款利率下行引領地產供需改善。年初以來地產整體呈現「供需雙弱」的格局，利率的攀升使得購房需求持續低迷，抵押貸款購房指數持續走弱，與此同時，地產商也在持續去庫存，地產投資相對低迷，導致房屋供給不足。

但11月以來房地產市場持續釋放積極信號，呈現出邊際改善局面。隨着降息的升溫，抵押貸款利率脫離高點後快速下行，11月成屋銷售環比近半年來首次轉正，需求端呈現回暖態勢，並且傳導至供給端，11月新屋開工同比快速修復，建築商信心指數低谷回升。往後看，利率持續下行下，房地產需求有望進一步釋放，帶動地產投資的邊際改善，當然能否在今年一季GDP中體現仍有較大不確定性。

3月降門檻高、噪音大，筆者認為要警惕市場步子邁得太大的風險。綜上，當前尚未出現足夠的經濟走弱的證據來支撐降息，過於樂觀的預期可能會面臨市場劇烈回調風險。此外，我們也看到近期美聯儲在有意引導市場進行預期調整，12月會議紀要以及部分美聯儲官員均在發言中強調「保持限制性立場」、「不會立刻降息」等，以扭轉市場超前預期。在此基礎上，美債收益率、美元指數在經過前期降息「噪聲」導致的快速下行後也已經開始出現部分反彈。



## 2024年樓市十大忠告(下)



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

今年是筆者連續第十七年撰寫樓市忠告，本文係2024年樓市忠告的下篇：

### 6.樓價跌絕不等於解決了樓市問題

樓價跌肯定只會增加經濟的問題。成交減少，並沒有增加到擁有物業的人數，所謂樓價下跌只是走了一趟渾水。樓價跌得太多，發展商無利可圖，供應鏈就會停頓。短線來說，對特區政府財政收入不利；長遠來說，供應斷層亦會令價格長遠更容易急升。另一方面，樓價下跌的同時建築成本上漲卻沒有停過，於是地價佔建築成本的比重已經愈來愈多。樓價低迷，發展商繼續要面對比之前更高的息口，於是入市審慎、無人起樓。這怎會是一個正在改善的樓市？

### 7.樓市應包容長線投資

健康的樓市必然是有暢旺的成交，成交可以創造機會。合適數量的成交亦可以牽制樓價過高及保護樓價穩定；而病態的樓市也必然是成交過旺或者成交不足。所以，房屋政策的責任是讓成交量和轉流率回到適當水平，市場的自我調節機制才產生到正面作用，而不是現在的跌價或者成交稀少。例如：樓市辣招應包容長線投資而只針對炒炒。買樓收租是長遠投資，

而且亦可以增加租樓住房的供應，尤其在香港住宅租金連升十個月，而未來人口會有所增加的背景之下，為何仍要用辣招規限買樓收租呢？

### 8.租金走勢是市場風向標

收租是房地產的最可靠價值，住宅租金不會因為樓價過高或過低而盲目追隨。現時樓價下跌，租金仍然繼續上升，這正正是一個重要啟示。筆者認為住宅租金在2024年會繼續上升，而租金回報率也日益吸引。

### 9.市場走勢已不是由市場因素決定

當下是一場世紀金融大戰，但大多數人都不知道這場仗是如何去打的了，但肯定的是：不同的市場因素都成為了戰場上的武器，包括息口、匯價、資金流、通脹、物價、好淡倉，甚至資訊、價值觀和言論。投資者應量力而為、根據自己的情況去獨立思考，市場資訊充滿虛假不應該盲目追隨附和。

### 10.香港應重振奮鬥精神

筆者必須勇敢指出，香港新一代缺乏競爭力。雖然天和養分也充足，但社會失去奮鬥精神。西方價值觀念的平衡生活、「hea文化」，在沒有奮鬥下埋怨社會不公平，這正是香港停步被其他地方超越的主因。筆者認為，港人追求縮短工作時間的同時，應提倡在工作時間內更有拚搏精神，並提倡前進有為。（上篇見1月3日A11版）



▲美股今年節奏上先抑後揚，二季度或面臨階段性壓力。

2024年開年短短幾天內，美國市場經歷小型「股債雙殺」，納指跌3.3%，美債利率重回4%，過去一個多月持續且密集的「降息交易」似乎有所鬆動。儘管專家也發出過「市場搶跑」的擔心，但交易趨勢一旦形成、若無外力很難遇阻，更何況部分投資者認為長期方向已經發生改變，因此相比無法準確把握的低位買點，短期回調反而是可以承受的成本。

# 減息預期改變 美元資產震盪

中金點睛 劉剛 李雨婕

中金公司研究員

實際上，2023年也多次出現過類似情況，市場在「預期降息→利率下行→增長和通脹修復→加息預期在升溫→利率上行→增長和通脹回落」的循環中反覆搖擺，只不過當時擺動的幅度與時間要大得多。那麼，當前降息交易到什麼程度了？未來還有多少空間？是否也會出現類似的「折返跑」？有哪些關鍵驗證點？

### 一、降息交易到了哪個階段？

量化測算降息預期計入多寡和集中程度，對判斷未來降息交易空間有重要意義。對於前者，單個資產預期計入程度越高，意味着如果預期反轉面臨的回調壓力越大。對於後者，各類資產如果交易過於集中和趨同，意味着分散化意義大打折扣，容易造成波動蔓延。

首先，各類資產計入了多少降息預期？美股計入最多，長債計入3月降息，黃金和短債偏少。筆者曾引入了資產計入貨幣政策預期模型，該模型的核心出發點是從各類資產價格中剝離利率外的定價因素，最終得出資產價格隱含的美債利率，從而計算各類資產計入的政策預期。

模型測算結果顯示，當前對降息預期計入程度從大到小分別是利率期貨（降息約151基點）、美債（105基點）、美聯儲12月FOMC點陣圖（78基點）、1年期美債利率（31基點）和黃金（25基點）。從回溯對比角度看，長端美債利率4%點位也已經較為充分計入了3月份轉為降息。2023年3月初和2023年7月10日期美債利率均在4%，彼時市場均預期降息開始於2024年3月左右。

其次，各類資產交易集中度如何？降息交易是普遍主線，美債美元相關性較高，黃金敏感度則偏低。

1) 美債與美債利率的負相關性為2000年以來最高。2023年7月以來，標普500指數與美債利率負相關性快速上升，最新值已升至-0.57，是股票、黃金和美元指數三類資產裏與利率相關性最高的資產，且達到了2000年以來最高水平。近期股債雙牛，共同交易降息預期，反而導致分散難度加大，說明短期美債走勢中分母邏輯是主導，這也解釋了一旦預期回吐，容易造成「股債雙殺」。

2) 黃金與利率的相關性相對較溫和。歷史上黃金與美債利率多負相關，目前負相關性雖然也有加大，意味着黃金對沖股債資產的能力有所下降，但尚未到歷史極端水平（當前值-0.43，2000年以來均值-0.22）。3) 美元指數與美債正相關性較高。雖然美元指數同時受美國國內外經濟的影響，但近期與美債相關性有明顯提升，最新值為0.46（2000年以來均值為0.18），說明暫時也受到降息交易主導。

### 二、降息交易未來如何演變？

從上述分析可以看出，當前各類

### 標指與10年期美債利率的相關性



資產降息交易已經較為集中且擁擠，從計入預期和對利率變化敏感程度看，美債都排在美元和黃金前面，因此判斷降息交易未來演變和空間對決定資產走向尤為重要。

首先，短期暫緩但還未到逆轉時。12月議事會議紀要顯示，美聯儲官員會議中討論2024年可能降息，當前市場對全年快速且大幅降息的交易較為充分，因此短期可能面臨一定回吐和暫緩。當前美國的經濟基本面並不支持過快、過多降息。在美國居民仍留存超額儲蓄、槓桿率水平較低、股市財富效應仍存在的背景下，筆者認為美國經濟面臨深度和突然的下滑可能性較低。

但一些非基本面因素可能導致提前降息：1) 預防式降息：提早小幅降息觀察效果，有助於防範過度緊縮風險，如1995年和2019年，經濟均未衰退但美聯儲都分別小幅降息25基點。2) 對沖金融流動性收緊：二季度金融流動性壓力或將開始顯現，除非美聯儲屆時停止縮表。3) 降低一季國債成本：2024年一季國債到期規模約5萬億美元，意味着接近存量美債五分之一的部分有借新還舊壓力。降息預期引導美債利率自5%的高點回落至當前的3.9%，我們簡單估算，接近100基點的回落幅度或使得一季借新還舊的付息成本每年降低500億美元。4) 避免干攪大選之嫌：美國大選將於2024年四季度進入最終衝刺期。因此，3月降息的 가능성이無法被直接排除，未來關鍵驗證點包括CPI（11日）和1月底議事會議（2月1日凌晨公布決議）。

其次，降幾次之後的不確定性更大，也容易造成資產更大的反覆，原因在於：1) 金融條件過早下行可能再度激活地產等利率敏感型板塊需求，進而推高再通脹的風險。我們測算到，二季度租金上漲可能導致通脹依然有短期上行風險，這將容易導致降息路徑的反覆。2) 發債規模。一季度過後，到期規模可能快速回落，置換壓力也會明顯下降，對利率下行的要求和迫切性也會減弱。

### 三、降息交易還有多少空間？

對於資產而言，提前降息帶來的需求提前改善會導致市場出現「折返跑」情形，近期美債、美元等資產的反覆就是一個縮影。只不過，有些幅度可以「扛過去」，有些則不能。

相比美債和黃金這種單一邏輯定價的資產，美股除了現階段依靠的分母（市場利率）外，還有分子（公司業績），因此即便後續降息路徑有變數，如果能順利切换到盈利上，美股

便可以開啓新的邏輯。

筆者認為當前市場更類似於2019年，但最大不同在於當前因再通脹擔憂，政策路徑反覆的壓力可能更大。簡言之，美債和黃金仍有波段性機會，美股二季度因流動性或或有波折（10%），但回調後切换到分子邏輯收益更好。總結而言：

美債：短期暫緩但趨勢未變，直到降息初期需求改善後，長債逐步築底；短債接棒繼續下行。1) 利率預期：若按2024年降息三次，後繼利率逐年以12月FOMC點陣圖預測值回落，且長期利率預期中樞為3.5%測算，10年期美債利率預期為3.6%。2) 期限溢價：我們測算2024年財政部發債壓力較2023年有所緩解，淨發債減少一定程度可以緩解期限溢價抬升壓力，或處於0%附近。因此，2024年美債利率中樞為3.5%至3.8%附近。從節奏看，更大程度的回落或需要經濟預期轉弱作為催化，當前降息交易升溫過快反而壓縮未來預期回報。從計入預期和美債潛在「牛陡」走勢看，短債優於長債。

黃金：與美債類似，在降息初期和需求改善前，仍有波段機會，合理中樞2100美元/盎司。以實際利率和美元漲跌幅對黃金收益率滾動回歸，2014年以來對黃金點位的擬合絕對誤差不超過1%，意味着以上兩個變量幾乎可以完全解釋黃金走勢，只不過不同時間側重點不同。參考我們對實際利率1%至1.5%、美元指數102至106的估計，黃金合理中樞為2100美元/盎司，當前依然有配置價值，但空間可能有限。若需要更大漲幅，意味着美元或實際利率需要超過我們基準假設的更大程度的回落。

美股：先抑後揚，二季度或面臨階段性壓力，但整體不悲觀。由於美國增長壓力不大、且滾動式放緩使得納斯達克在2022年就提前釋放了盈利下調壓力，再加上美聯儲寬鬆的對沖，都使得我們並不擔心美股的深度調整壓力。節奏上先抑後揚，二季度或面臨階段性壓力，主要是從金融流動性角度考慮。我們測算，美股（標普500）2024年二季度下行壓力8%至10%，全年則仍有5%至10%的漲幅空間。

美元：維持震盪，點位波動區間在102至106。本輪貨幣政策寬鬆具有特殊性，其意義在於並非美國衰退導致的寬鬆，而更多可能來自預防式降息，這也意味着貨幣政策並非美元轉弱的理由。2019年美聯儲停止加息後，美元短期走弱，但隨後甚至到降息周期中美元依然偏強。