

金融流動性在二季度可能轉為收縮，美國流動性拐點對風險資產的影響需要投資者重視。



2月份全球市場風險偏好抬升。在降息預期回落及美債利率抬升的背景下，比特幣、美股等資產「無視」利淡因素繼續上漲。但筆者認為，金融流動性在二季度可能轉為收縮，屆時或導致資金在股債之間的重新分配，美國流動性拐點對風險資產的影響需要投資者重視。

## 提防美流動性收縮風險

中金點睛 劉剛  
中金公司分析師

類似的情況在去年7月份發生過，彼時美股在美債衝高背景下依然創新高，但三季度金融流動性壓力到來時，美股自7月底至10月底回調了10%。與當時不同的是，筆者認為今年二季度海外資產或受到金融流動性收縮和降息預期博弈的雙重影響，情況變得更為複雜。綜合判斷，在美國金融流動性拐點前夕，筆者認為海外資產短期債長期股，目前看美債相比美股吸引力更高。

如何理解近期風險資產「逆勢」上漲？金融流動性擴張是重要原因，其收縮或也是二季度風險資產隱憂。我們在去年引入金融流動性指標，並以此判斷了一些美股表現關鍵的時點，例如去年三季度的壓力、今年一季度流動性釋放的利好等。金融流動性指標是美聯儲資產負債表規模（美聯儲縮表進展）-TGA賬戶（財政存款）-逆回購（貨基投資意願），是一個量的指標，基本等同於銀行準備金規模。

### 縮表規模難對沖

金融流動性指標不是決定資產價格的全部因素。金融流動性增加，意味著「錢」變多，但資金如何分配，受風險偏好的影響。在資金充沛的情況下，若市場風險偏好抬升（往往資金充沛也更容易導致風險偏好抬升），會導致資金更多流向風險更高的資產，這也是我們在過去幾年中常看到的情況。從2020年以來，金融流動性指標很好的解釋了標普500指數走勢、納斯達克指數相對標普500的超額收益，甚至比特幣走勢等。

近期金融流動性擴張也助力了全球風險偏好抬升，主要影響因素就是逆回購的快速釋放。1月底以來的短短一個月多時間裏，金融流動性指標擴張了3.4%，相當於增加了1976億美元規模。同時，隔夜逆回購規模下降1842億美元（國債逆回購下降1585億美元），相當於金融流動性指標的增加基本完全由逆回購釋放貢獻。逆回購是貨幣基金等在美聯儲賬戶的「存款」，是美國金融流動性的緩衝墊。逆回購資金下降，意味着非銀機構將資金從美聯儲賬戶中提出，資金得到「活化」，導致準備金規模增加，擴張了金融流動性。

一季度發債小高峰或是逆回購快速釋放的重要原因。在降息預期階段，由於逆回購賬戶利率會隨降息調整，貨幣市場基金更傾向於購買短債而非繼續放在逆回購賬戶。因此2023年中開始，貨幣市場基金持有的國債規模佔比翻番。截至筆者截稿，貨幣市場基金2月持倉情況數據尚未披露，我們無法直接觀測貨幣基金以逆回購資金購買國債的行為，但可從歷史經驗估算。一季度財政部計劃短債淨發行量規模4420億美元，2月已



發行短債金額為2310億美元，歷史上逆回購下降幅度基本是同期短債淨發行的80%至90%，這個規模與逆回購流失規模非常接近。

流動性釋放促進了一季度風險資產的表現，但目前美股點位較流動性指標能支持的水平也已經偏高。更何況，若流動性指標轉為萎縮，就可能帶來階段性壓力，筆者推算美國金融流動性拐點或在二季度到來。

綜合財政部發債計劃、美聯儲縮表步伐和貨幣政策路徑，筆者測算到二季度金融流動性指標可能轉為收縮，從3月開始壓力就可能顯現。核心因素是逆回購釋放資金量減緩。逆回購是流動性指標的減弱項，下降放緩意味着流動性指標增加也減緩。一季度短債發行高峰導致逆回購快速釋放補充流動性。但按照財政部預測，二季度短債淨發行可能轉負（從過去的4420億美元轉為-2450億美元），意味着資金釋放可能明顯變緩，甚至不排除從國債回流至逆回購賬戶。

由於加息結束後至今還尚未出現過淨發債轉負的情況，因此與當前更可比的情況並無歷史經驗可參考。2023年4月短債淨發債為負（彼時還在加息周期），該月逆回購釋放規模也是4月至加息結束前最小的一次（497億美元，5至8月平均1685億美元）。此外，財政部預測一季度短債淨發行4420億美元，1至2月累計已經發行3355億美元。按這個規模，3月剩餘發債導致的逆回購釋放就已經可能較難對沖950億美元的縮表規模。

美聯儲繼續縮表且BTFP（銀行定期融資計劃）停止。美聯儲持有債券和貸款規模是流動性指標的增強項，縮表和BTFP停止意味着流動性指標回落。當前美聯儲依然按照每月950億美元縮表，且未來可能無法完全被逆回購釋放對沖。此外，為應對低利率造成的套利空間，BTFP利率已經從1月25日開始調整為不低於準備金利率。套利空間收窄後，BTFP的用量轉為回落。從3月11日開始該工具會停止，無法進一步增加美聯儲資產負債表規模。

財政存款TGA在4月稅收季可能短期抬升。TGA賬戶是流動性指標的減弱項，增加意味着金融流動性收縮。4月中旬是美國個人所得稅收的截止日期，因此每逢4月美國財政收入大多有短期但大幅的增加，由此也會導致TGA賬戶規模抬升。從2010年以來，4月時TGA賬戶的中位數環比增長59.1%、規模611億美元，相當

於60%左右的美聯儲單月縮表規模。但相比逆回購和縮表，TGA的影響時間更短。當前TGA賬戶已經達到合適水平，該部分金額在5月可能也基本會悉數釋放。

### 美股來季有下跌壓力

與金融流動性擴張導致的風險偏好上升所對立的是，金融體系資金縮水導致的風險偏好回落，可能對美股科技、比特幣等風險資產造成邊際壓力。此外，3月12日通脹數據的黏性和波動、3月21日FOMC（議息會議）對降息的表述不確定性等都可能導致股債分歧有所收斂。綜合量和價兩方面的影響，筆者認為短期債長期股是目前較為合適的配置策略。

對於美債來說，風險偏好回落、美債發行規模下降和降息預期反而構成利好：

1) 相比美股等風險資產，金融流動性指標與美債的關係並不緊密，但金融流動性指標會影響標普500指數相對美債的超額收益。當金融流動性收縮時，避險資產跑贏，而美股相對美債更多跑輸。

2) 按美國財政部發債計劃，二季度不僅短債淨發行轉負，總發債規模也從7600億美元回落至2020億美元。這對美債繼續上行的供給端約束或明顯放緩。

3) 在經歷了美債利率「折返跑」後，目前也是布局美聯儲降息的較好窗口期。我們發現在歷次降息周期中，債券和黃金的交易機會普遍在降息預期階段，尤其是美債無論是漲幅還是上漲概率在降息前都大於降息後。結合目前市場對美聯儲6月降息的判斷，4至5月就可能提前交易。

對於美股來說，筆者測算二季度金融流動性收縮可能造成8%左右的回撤壓力，納斯達克壓力更大。標普500指數與金融流動性指標有較好的相關性，根據我們對金融流動性指標的測算，若假設依然按當前速度縮表，則到二季度開始逆回購可能無法完全對沖縮表壓力，造成美股短期回撤。若假設5月開始縮表減速，後續壓力更小。除標普500自身以外，納斯達克超額收益也與金融流動性指標有關。在金融流動性回落的情況下，納斯達克通常跑輸標普500指數。

從全年來看，我們對美股不悲觀。在經濟軟着陆的基準假設下，降息後美股可能從當前的分母端邏輯切換至分子端邏輯，由經濟基本面驅動美股再度反彈。

## 高息持續 美企招聘續審慎

天風視野 宋雪濤  
天風證券首席宏觀分析師

小非農（ADP）與非農（NFP）同為衡量美國就業的關鍵指標，但是疫情以來，兩者之間的走勢背離程度愈發加劇。尤其是近半年來，ADP與NFP之間的差異變得更加明顯。2023年7月至今，ADP新增就業保持在每月15萬左右，而NFP新增就業出現了再加速的趨勢。

兩者最直接的區別是構成結構的不同：ADP僅包含私人部門就業，而NFP既包含私人部門又包含政府部門就業。因此當私人部門和政府部門的就業趨勢出現差異，或政府就業遇到季節性變化時，ADP和NFP會產生背離。

疫情以來，美國私人部門就業快速修復，但隨着加息周期的開啟，其新增就業逐步放緩。而政府部門對周期變化相對不敏感，整體就業水平自2022年下半年以來變化不大。兩者就業趨勢的差異是近半年來ADP和NFP差異愈發明顯的重要原因。

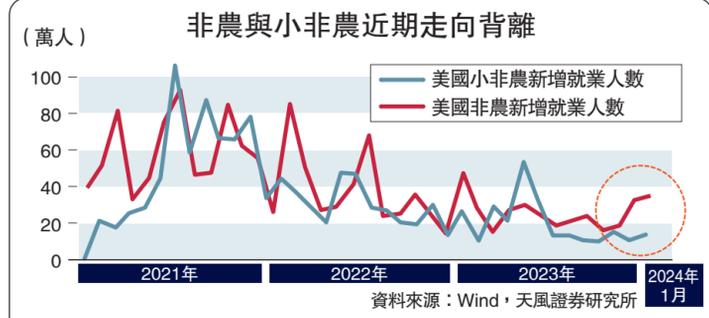
從構成結構上看，與ADP更具有可比性的是NFP的私人部門新增就業。疫情以來，兩者的差異也開始加大，且波動更加明顯。具體來看，2021年1月至今，小非農新增就業和非農私人部門新增就業的平均差值為2.81萬人，是疫情前（2010年2月-2020年2月）1.18萬人的兩倍多。

筆者認為有兩個原因導致了ADP和NFP私人部門就業出現背離且越來越大：一是編纂方法的差異導致了數據差異甚至背離，二是疫後美國就業活動的新特點放大了數據的差異程度。

編纂方法上，ADP與非農就業均聚焦於職位數而非僱傭人員，因此均可能出現重複計算，但是兩者在樣本選取數、納入就業的標準以及採樣頻次等方面有較大差異。

第一個差異是樣本數量。ADP覆蓋使用其軟件支付薪資的約50萬家企業。而非農的企業調查報告覆蓋約15.4萬家企業和政府機構的約66萬個就業地點，非農相對覆蓋面更大。

第二個差異是納入就業的標準。ADP統計的是調查周期內實際獲得薪資的員工數（Paid Employment），而非農統計的是企業薪資冊（Payroll Employment）在冊人數，非農統計並不要求企業在當期實際發放工資，只要簽署了勞資協議即可被算入。



所以在出現罷工和復工時，兩者之間會出現明顯差異。去年的全美汽車工人（UAW）大罷工於2023年9月15日開始、2023年10月30日結束。NFP就業裏的汽車及零部件行業在10月錄得-2.75萬人後，隨着罷工的結束，11月錄得3.3萬人增長；而ADP就業並未明顯反映。

第三個差異是採樣頻次。ADP數據是周度收集、月度統計，即一個月內每一個觀察周的實際薪資發放都會被計入就業。而NFP僅收集每月12號當周的數據，隨後月度統計發表。

周薪和雙周薪工作在美國的佔比為70%，因此ADP周度採集數據可以更好地捕捉就業的真實情況。尤其是那些兼職員工較多、臨時性用工需求較高的行業，只要受僱者在該月任意一周獲得薪資收入即可被算入當月就業。而在NFP視角下，如果該員工沒有在12號當周處於企業薪資冊中，就不會被計算為就業。

現實中，休閒旅遊業、採礦業、製造業、建築業等行業的周薪（雙周薪）制較為集中。疫情後，休閒旅遊業與採礦業的ADP與NFP就業平均差值是疫情前兩倍左右；而建築業平均差值由負轉正，製造業平均差值更是從疫情前的幾乎無差別大幅增加至約-2700人。

綜上看，ADP對靈活就業、臨時用工的反應更準確，而非農更多反應的是穩定工作的就業數據。

兼職人數上升

為什麼疫後兩個數據的差異越來越大呢？這和美國疫後就業活動的新特點有關。疫情以來，美國兼職就業數小幅持續增加，但全職就業數快速修復後有所停滯。特別是2023年6月至2024年1月期間，非農口徑下的兼職人數增加了約109萬人，而全職就業人數減少了約124萬人。

為什麼兼職就業人數持續上升？從勞動力需求側來看，美國企業在高利率的環境中可能採取更靈活的招工政策。儘管生產水平和需求小幅下降，但在景氣度調查中對未來招工預期依然持續處於擴張區間。預期與現實有所矛盾的情況下，企業可能會更多選擇兼職就業作為權宜之計。

上文提到，NFP對兼職就業的捕捉不如ADP精確，此前增加的兼職就業可能已經在過去被ADP口徑所涵蓋，但沒有被NFP記錄在內。隨着這一部分人數的增加，NFP就業開始再加速，而ADP保持穩定，加劇了這半年來的背離。

樓市升溫並非曇花一現

面，美國加息後，香港銀行也利用「聯繫匯率的優勢」，買入美債等美元資產去賺取高息，以支付定期存款的高利息，這正是香港定期存款戶收取高利息的原因。

樓市撤辣後很多人都認為行情只是曇花一現，但筆者並不認同，其實現在是健康發展，不是說多成交就是一定好，最重要是不同板塊流動，財富流通得快而普遍，這是良性的經濟效益。市場不是恢復到疫情前的水平，現在只是恢復到辣招之前的情況，所以大家不要低估這種新形態。

所以，「買有風險，不買也有風險」。我們要為這兩種風險做準備的。「買的風險」我們有可能面對美國的干擾，但只要做好本分，再加上保留合適的現金做準備，就有條件去掌控買入的風險。「不買的風險」也是巨大的，如果經濟持續向好，樓價理論上是拾級而上的。最大的風險就是，不少香港居民準備遷往內地居住，雖然這都是大都會的必然現象，就如很多倫敦居民由市中心搬到外圍居住，但人們應該爭取讓自己有投資的選擇權。這幾年來，筆者提醒市民還有很多向好的因素，但說真話是要面對網上欺凌的。筆者已經盡了能力向公眾發放訊息，算是堅守了本分。

樓市撤辣後，市場成交以多倍增長。樓花排長龍，在二手市場亦是經常「狹路相逢」多批客爭購，其中包括內地同胞，令市場增加了一群有實力的買家。當初通關後，內地消費場所吸引了很多港人北上，有人覺得香港零售業「玩完」，但筆者的看法不同，認為這是一個好的現象，證明大灣區的流通得好，將順利開創一個新的階段，同樣只要香港有好的貨品，內地的購買力一樣會過來的。事實上，香港名牌仍然是有優勢的，金舖更加企滿客戶，現在樓宇對內地人來說是一個很好的選擇。

不論是因為應付炒樓，還是面對金融系統的衝擊，當年的辣招的確幫了香港抑制熱錢，約束了市場泡沫，反而製造了大量的銀行存款。香港M3由2007年底的6萬億元去到現在的17萬億元，當美國開始收水「剪羊毛」的時候，香港市場並沒有出現動盪。

銀行資金充足除令按揭息口平外，面對美國加息，我們有條件加得慢一點，這令到很多港人受惠。另一方面，

樓市新態 汪敦敬  
祥益地產總裁

責任編輯：許偉生