

凌晓慧

电话：

0571-88399533

邮箱：

Lxh2484@yafco.com

摘要：

24 年来，对美联储降息次数、首次降息时间的博弈一直是影响资产价格的重要因素之一。随着联储 6 月点阵图的公布，对 24 年降息的博弈预计在接下来的几个月里趋于平淡。而后续的宏观主线矛盾则集中于：后续职位空缺的下行预计带来就业市场的超预期恶化；以及在经济可能减速的基础上，核心服务通胀后续是否依然具有粘性。由于经济主线矛盾仍待确认，因此部分投资者开始切换至交易大选行情，在财政再度扩张的基准预期下，我们认为罗素 2000 表现值得期待；此外若美债收益率过度交易财政扩张问题，或许会出现不错的买点。

正文

一、 降息博弈趋于平淡

今年以来，对美联储降息次数、首次降息时间的博弈一直是影响资产价格的重要因素之一。如下图所示，从 STIRs 市场来看，今年对降息预期的博弈可以大概分为以下几个阶段：

第一阶段为 24 年 1 月-3 月，彼时联储刚刚转向鸽派，确认 24 年将进入降息通道，该承诺点燃了市场对降息前景的热情，美国长久期国债收益率迅速下行，STIRs 市场对 24 年的降息押注最高来到了 7 次左右。而后随着鲍威尔在 2 月的货币政策会议上宣布 3 月并非合意的降息时点，叠加 1、2 月通胀数据整体有一定压力（尽管当时被市场解读为季节性因素），市场对降息次数的乐观情绪有所收敛，但依然相信 24 年联储将降息 3-4 次左右。

第二阶段为 24 年 4 月-5 月，由于降息预期炒作的过于超前，整体上金融环境过于宽松，因此随着经济数据的公布，由于零售数据仍在高位、制造业的复苏预期使得市场相信彼时美国经济整体有过热化可能。叠加 4 月通胀再度超出预期，市场开始担忧美联储

24 年难以降息，对降息次数彻底转向悲观，美国国债利率最高来到 4.7%左右。

第三阶段为 24 年 5-6 月，5 月会议上鲍威尔强调下一步考虑的不太可能是加息，抚平了市场的“加息恐惧”，但市场依然认为 3 月的点阵图已经不足以应对当下的通胀形式，认为其必将上调。5-6 月间的数据则显示美国经济边际走弱，通胀开始重新下行，但一季度通胀停滞让美联储对此有了“PTSD”，在 6 月的货币政策会议上大幅上调 24 年的点阵图预测，将票委预测修改至 24 年降息 1 次。

图 1：24 年降息次数预期演变情况



数据来源：Bloomberg，永安期货研究中心

后续展望上，在联储公布 6 月的 24 年点阵图预测后，尽管首次降息时间的确认可能会小幅引燃市场的乐观预期，但对 24 年降息的博弈预计在接下来的几个月里趋于平淡。理由在于：由于整体的一季度粘性情况，且联储需要时间观察经济走向、降息效果，因此目前来看联储当前点阵图（24 年 12 月第 1 次降息）为合理预期；而在此基础上市场对 9 月给定的 50%-70%的降息可能在经济小幅减速、二季度通胀形式良好的背景下也有一定的合理之处，两者矛盾不大。

二、主线矛盾仍待确认

在对联储货币政策的博弈趋向平淡的背景下，后续经济数据对宏观主线矛盾的确认仍

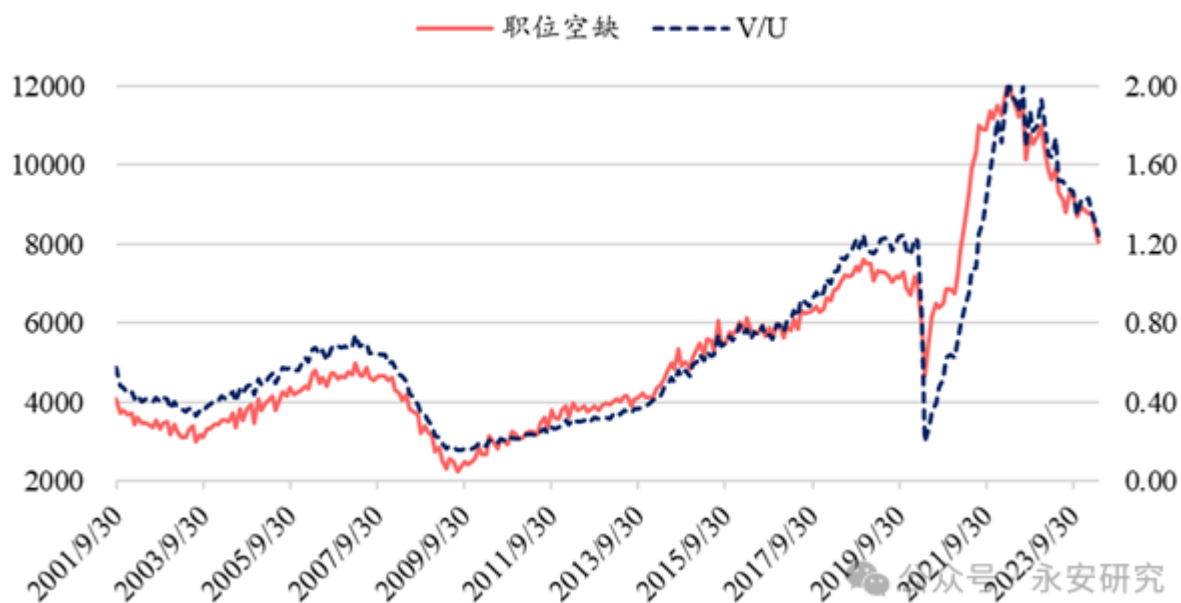
然需要一定的时间。在后续的宏观叙事上，我们需要关注的矛盾在于以下两点：首先是美国劳动力市场是否会超预期恶化；其次则是在经济可能减速的基础上，核心服务通胀后续是否依然具有粘性。

从美国劳动力市场目前的状态来看，疫情期间所积累的劳动力市场供需失衡已经大幅好转，劳动力市场的均衡故事已经接近尾声。如图 2、图 3 所示，最新的职位空缺/失业人口比例为 1.24，已经接近疫情前的就业市场状态；而贝弗里奇曲线状态所描绘的劳动力市场状态相对更加清晰——从近期所在的数据点来看，近期劳动力市场均衡化已经接近尾声，职位空缺数据的再度下行对应的叙事不再是供需平衡恢复，而是超预期恶化、居民就业孱弱。

除了关注劳动力市场是否超预期恶化外，核心服务通胀后续的表现依然值得关注。尽管 5、6 月的通胀数据低于预期，为市场展示了一幅良好图景，但从结构上来看，惊喜主要来自于二手车价格下行等因素导致的核心商品去通胀，而核心服务通胀依然具有粘性，其中核心住房通胀月均环比依然维持在 0.4% 高位、且非住房核心服务通胀并未明显随劳动力市场均衡快速下行。

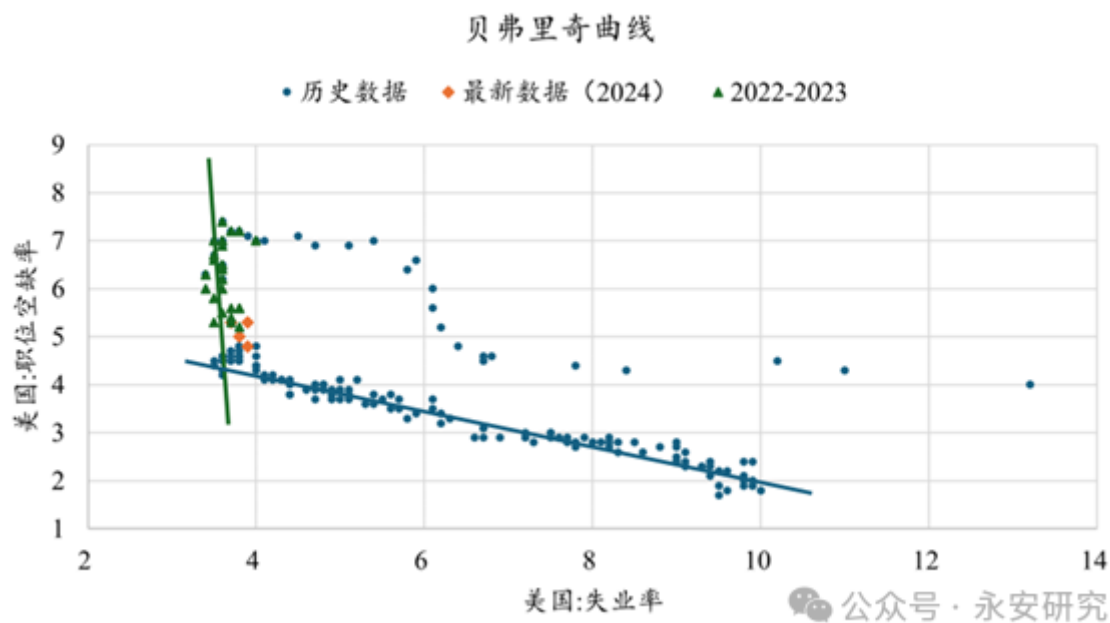
综合来看，预计 8 月前随着数据的公布，对上述两个问题的答案以及宏观主线将逐步清晰。其中我们在今年夏季能得到的“最差场景”是，由于职位空缺的下行，居民就业出现超预期的恶化，使得居民储蓄开始重新上升，逐步削弱美国整体消费韧性；而新租金上升、波士顿联储强调的市场租金/住房 CPI 之差导致去通胀进程缓慢，届时明显的滞胀场景将对美股情绪造成较大影响，对美债上则趋向于震荡。而“最好场景”则是职位空缺维持在现有阶段，非住房核心服务通胀逐步下行增强联储 9 月提前降息的信心，不过我们认为未来向“最好场景”发展的概率较小。

图 2：职位空缺/失业人口比例



数据来源：Wind，永安期货研究中心

图 3：美国劳动力市场贝弗里奇曲线



数据来源：Wind，永安期货研究中心

我们认为，随着近期 PCE 数据中储蓄率的边际上行（前期已在极低位置）、劳动力市场已经

充分接近均衡，未来美国经济的边际走弱是大概率事件。而 7 月的 JOLTS 数据以及 NFP、失业数据将会为我们提供初步的定调。

三、大选行情开始启动

但上述的判断并非绝对，其中有两个重要的超预期可能场景值得考虑：首先是在拜登支持下，大选前财政支出再度超出预期，乃至提振经济，以重新挽回摇摆选民支持率；以及特朗普支持率上行背景下减税法案 TCJA 长期化预期，可能提振投资信心、企业利润增速预期上行。因此，对经济的超前预测极有可能随着财政支出的再度加码转向落空。在经济主线矛盾尚未明确的当下，部分投资者便开始转向，开始提前布局交易大选行情。

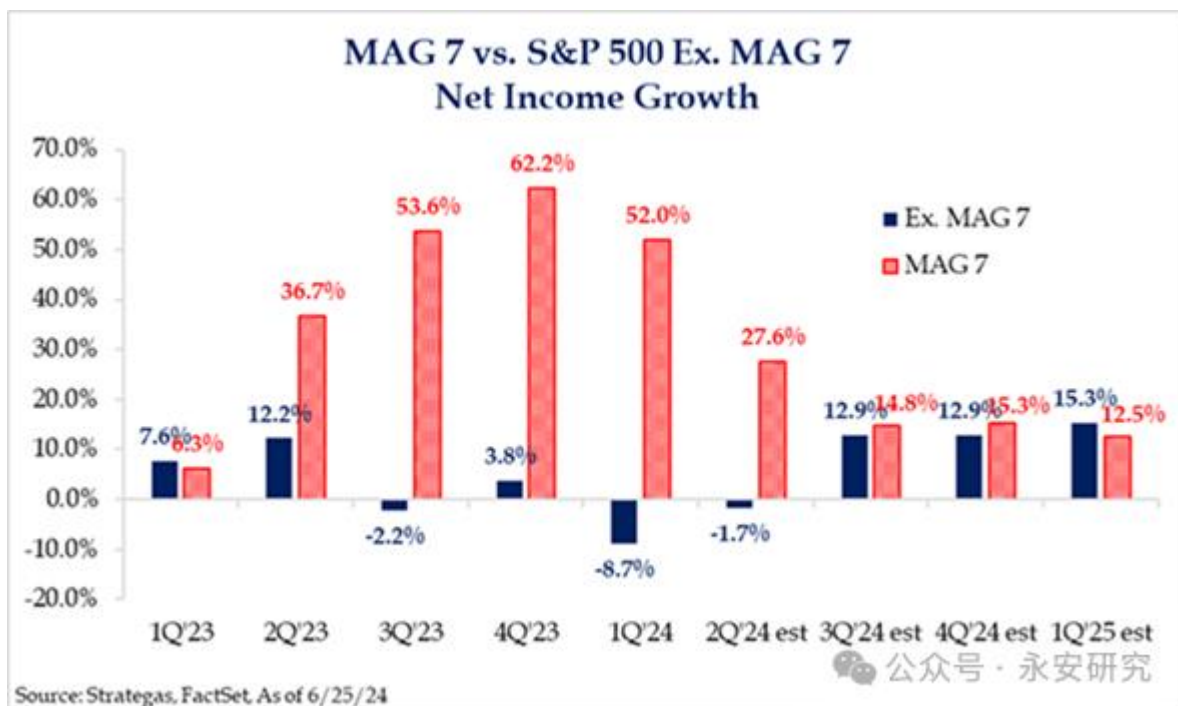
而对于大选行情，我们的认为有以下几个方向值得关注：首先是罗素 2000/纳斯达克的多空配对；或相对安全的 MAG-7 与剩下的标普 500 股票之间的多空配对。在 6.27 的竞选辩论中，特朗普特别提到 2017 减税与就业法案 (TaxCutsandJobsAct)，承诺当选后将继续推行该法案，并加强企业部分投资项目的税收抵扣力度，以吸引资金回流美国，兑现其竞选过程中的美国优先承诺。如图 5 所示，该法案对小型企业的税收减免力度较大，曾在 2017 年显著增加小企业投资信心以及乐观情绪。如图 6 所示，除了上述对特朗普对 TCJA 的承诺之外，以罗素 2000 为代表的小盘股与标普、纳斯达克等大盘股的比价也来到了自 2000 年后科网泡沫来的历史极值附近。此外，除价格本身的动态外，Mag-7（英伟达、微软、苹果等 7 家巨头公司）的业绩增速预期也从此前快速增长阶段有所滑落，而其余股票的盈利增速则小幅上调，因此整体来看基本面也相对支持资金从大市值股票滚动至其他股票。

图 4：罗素 2000/纳斯达克(ETF)比价



数据来源：Wind，永安期货研究中心

图 5：标普 500 内部股票盈利预期



数据来源：Strategas

除了对美股的提前布局外，由于拜登、特朗普在总统辩论中均将财政政策视为刺激经济、获

取选票的有效手段，部分投资者开始基于财政收入减少、支出增加的赤字扩张预期卖出长久期美债，导致近期十年期以上美债利率有所上行、10 年-2 年美债期限利差收窄，整体曲线陡峭化。我们认为，在经济主线尚不明朗的当下，过度在美债市场上交易大选行情并不明智，反而是给美债带来安全边际买点的良机，一旦经济边际转弱兑现，那么基于财政扩张强预期将败给弱现实。而具体时机可以参考 ACM 期限溢价等指标，我们认为 0 上下的年内高点会是相对具有安全边际的位置。

图 8：ACM 期限溢价

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。