

固收半月谈|从美联储的前世今生看 FED 利率决策机制

热点事件怎么看？固收行家来解读

主讲人介绍



沈丹莹

上银基金固定收益部研究员

纽约大学计量金融学硕士，擅长资金面及流动性的预测分析，研究范围覆盖海外经济数据分析、银行及交通运输等行业的信用研究等。

【市场回顾】

国内利率债市场方面，12月下旬随着存款利率下调，市场对央行后续降息预期不断加强，叠加跨年前央行大量公开市场净投放，资金面企稳，市场情绪好转，利率债收益率整体以下行为主，短端品种下行幅度更大。具体来看，截至12月29日收盘：

(1) 国债方面，1Y 国债收益率下行 23BP，至 2.08%；3-5Y 国债收益率下行 9-10BP，分别收于 2.29%和 2.40%；7Y-10Y 国债收益率下行 7BP，10Y 国债收于 2.56%。

(2) 政金债方面，1Y 国开债收益率下行 20BP，1Y 口行债收益率下行 15BP，1Y 农发债收益率下行 21BP；3Y 政金债收益率下行 13-14BP；5Y 政金债收益率下行 9-11BP；7Y 口行债收益率下行 7BP，7Y 国开和农发债收益率下行 10BP；10Y 农发和口行债收益率下行 8-9BP 不等，10Y 国开债收益率下行 5BP，收于 2.68%。

信用债市场方面，12 月下旬跟随利率债大幅下行，短端下行幅度更大，12.15-12.29，1 年期 AAA 城投中债收益率下行 23bp，而 3 年期、5 年期仅下行 15bp、13bp。信用利差以主动压缩为主，信用利差收窄在 2-6bp 区间。

权益和转债市场方面，2023 年 12 月下半月权益市场低开高走，呈现出超跌反弹，抄底资金较为活跃，上证指数上涨 0.54%，转债在正股上涨带动下表现亦较好，中证转债指数上涨 0.49%。从行业来看，涨幅较高的板块主要来自电力设备、食品饮料、石化和有色，整体上涨 3%-5%，跌幅较多的板块主要为传媒、计算机、社会服务和商贸零售，整体下跌 4%-6%。。

海外市场方面，投资者押注美联储 2024 年将快速做出降息决策，且降息幅度超过之前议息会议预测的 3 次，因此市场情绪得到明显提振，美股收涨、美债券收益率下行。具体来看，截至 12 月 29 日收盘，当月法国 CAC40 下跌 0.71%，德国 DAX 指数收平，英国富时 100 上涨 2.07%，标普 500 上涨 1.07%；亚洲股市方面，韩国综合指数上涨 3.58%，日经 225 上涨 1.5%，恒生指数上涨 1.52%。债券市场方面，德国 10Y 国债收益率下行 1BP 至 2.06%；法国的 10Y 国债收益率上行 1BP，收于 2.56%；美国 10Y 国债收益率下行 3BP，收于 3.88%；英国 10Y 国债收益率下行 15BP 至 3.62%。

【市场展望】

国内利率债市场方面，随着跨年资金面恢复正常和保险等配置力量持续发力，债市做多情绪得到有效支撑，而 PMI 数据表现较弱，经济修复放缓的基本面不变，对债市仍偏利好。但两点隐忧也需注意：一是当前市场对 1 月降息预期较强，并已提前抢跑；二是资金面压力仍未完全解除，存单利率仍偏高，因此若出现降息

不及预期或资金面在月初再度收紧的情况，市场可能出现一定回调。策略上，短期仍建议中性偏多，3Y 和 30Y 品种性价比更好，提醒注意观察前述风险点的变化，及时调整策略。

信用债方面，当前仍处于资产紧缺的环境，且信用利差没有被压缩到极致，截至 12 月 29 日，1 年期、2 年期、3 年期信用利差历史分位数在 15%、28%、20% 左右，因此信用债仍具备配置价值。择券上不建议在城投过度下沉，在 10 月 23 日以来的 10 周里，城投只有一周净融资为正，其他全部为负，11 月、12 月净融资流出-1830 亿元，同比下降 104%，可见城投发债审批趋严，部分城投或存在债券审批变慢以及付息压力增加等问题，市场对尾部城投的担忧也在不断积累，短端极致下沉节奏也在放缓，整体看需注意尾部城投估值反转问题。

权益方面，伴随着强势股补跌、交易缩量、情绪见底，12 月下半月 A 股反弹更多体现悲观预期修复下的超跌反弹，趋势性的行情需要经济基本面或政策面有较为明显的转变，在此之前，市场机会仍以结构性为主，若市场点位回到 3000 点附近，策略布局需回归中性偏谨慎。结构上，可考虑跟上市场动力的转换，一方面，关注稳定分红类高股息资产；另一方面，聚焦边际预期改善方向：一是库存周期的中观线索指向上游和部分可选，二是美国制造业补库周期开启，关注出口链的阿尔法。

【债券知识小课堂】美联储的前世今生

美联储全称是美国联邦储备系统，负责履行美国的中央银行职责。因为政府担心央行权力过大，或央行会被少数利益集团绑架，从而导致和其他国家相比，美联储成立日期较晚。这种担心主要是由美国的国家形态决定，各州政府以及老百姓不相信中央集权制度。而且因为美国一开始是由一些独立的州以联邦的形式组成的松散组织，大部分的行政权力主要集中在州政府，而非联邦政府。因此，成立中央银行这样一个联邦机构的想法会引起各州的警觉，他们担心联邦政府想以此为名来扩大自己的权力范围，从而导致缩小他们的自主权利。

美国第一次尝试建立中央银行是由第一任财政部部长 Alexander Hamilton 在独立战争结束后向国会提议成立一个全国性的银行（美国第一银行），主要负责帮助美国各州发行债券，以逐步偿还独立战争时期累积的债务，另外，该银行

还可帮助保管财政部的存款及处理其他联邦政府财务上的收支，国会只批准该行经营 20 年。它不是现代意义上的一个政府监管机构，实际上还是私人性质的商业银行，和其他商业银行一样要吸收储户的存款以及发放贷款，而且也是股份制的，股票可以在二级市场流通，股东也可以决定第一银行如何经营，而第一银行 70% 的股权都属于欧洲人。所以当时很多美国人担心第一银行是欧洲金融家族控制美国的一个工具，所以在 1811 年，20 年经营期限到期后，国会没有续批，这家银行就被关掉了。

但过了 5 年，因为英美再起战争冲突，导致美国的州内银行陷入混乱，为了恢复银行秩序和处理战争债务，美国再次考虑成立一个类似第一银行的中央银行。1816 年由美国国会投票通过，麦迪逊总统签署法案成立了美国第二银行（The Second Bank of the United States）。第二银行性质和第一银行相似，依然属于商业银行，且还是只有 20 年经营期限。但是它被强烈反对的原因不一样，因为第二银行只帮助美国东部经济发达地区的商人和富豪，而不为当时占美国人口多数的农民服务，所以第二银行的执照在 20 年期限到期后，也没有通过国会的审批，于 1836 年被迫关闭。

在之后的 70 年时间内，政府没有再试图建立一个类似中央银行的机构。但随着金融市场的不断扩张，放任自流式银行体系的缺点也逐渐暴露，银行挤兑造成市场崩溃的情况经常发生，由于挤兑造成银行大规模倒闭的金融危机每隔几年就要发生一次，尤其在 1893 年的危机中，美国有超过 500 家银行相继倒闭，很多人的毕生积蓄一夜之间消失了。1907 年危机再次爆发，股票市场上一些投机者试图操空股票，但没有成功。贷款给这些投机者的银行和信托投资公司造成惨重的损失。1907 年 10 月，纽约第三大信托投资公司可尼克波克被迫宣布破产，和 2008 年雷曼兄弟破产类似，当年可尼克波克的破产引发了一场席卷美国的金融海啸。存款纷纷从银行等金融机构被提走以避免损失。这种银行挤兑很快从纽约蔓延到全国各地，一场类似 1893 年金融危机的市场崩溃即将发生。当时，摩根大通（J. P. Morgan）的创始人摩根立刻召集最重要的几家金融公司的总裁开会，要求大家一起拿出资金帮助面临挤兑的银行，他自己也身先士卒，拿出资金帮助金融市场渡过危机。从一定程度上讲，摩根当时扮演的角色正类似于 2008 年拯救金融市场的美联储。

频繁爆发的金融危机让公众逐渐意识到，自由松散的金融市场存在很大问题，国家亟需一个机构对金融市场进行适当监管，同时起到兜底，中央银行可以向被挤兑的银行提供紧急贷款，以此稳定金融市场信心。

美联储的成立也吸取了之前中央银行的失败经验，采用了联邦政府机构加非营利性机构的双重组织结构，从而避免货币政策完全集中在联邦政府手里。美联储下面的 12 家联邦储备银行就是由当地所有的商业银行持股，属于私营组织，不属于联邦政府机构。

这些区域银行在行政事务上拥有自主权，但决定最后加息降息等关键货币政策的，还是中央最高决策层——FOMC（Federal Open Market Committee 联邦公开市场委员会）。FOMC 由 12 个成员组成，其中有 7 位执行委员，其中包括美联储主席，均由总统直接任命，剩下 5 个席位由 12 个地方联储主席每年轮值担任。同时，因为纽约联储重要性极高，所以长期霸占其中一个席位。FOMC 每年要开 8 次会议，隔一两个月就要开一次，每次会议就会讨论是加息还是降息，这里的利率可以理解成美国银行间的隔夜拆借利率，同时也被称为联邦基金利率，最后加/减多少 bp 会呈现在之后的会议纪要中。这 12 个人每个人风格不同，对利率的预期也不一样，虽然有时与开会前的市场预期八九不离十，但从美联储的点阵图还是能看出来，这 12 个人之间的差异还是很大。有些人非常鹰派，有些又是大鸽派，特别是 12 个地区联储轮值上任的时候，如果有大鸽派轮值当选，那股市会提前狂欢。

美联储和市场之间的平衡，是建立在信任基础之上。它具有完整的独立决策能力，不用经过总统或者任何立法机关的批准，也不接受美国国会的拨款，大多数成员任期为 14 年，跨越多届总统以及国会任期。不过，它需要服从国会的监督，要在政府建立的经济和金融政策的总体框架下工作。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金

业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。