



## 宏观周报

# 当前市场对降息预期仍过于乐观

## 美联储周观察#

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

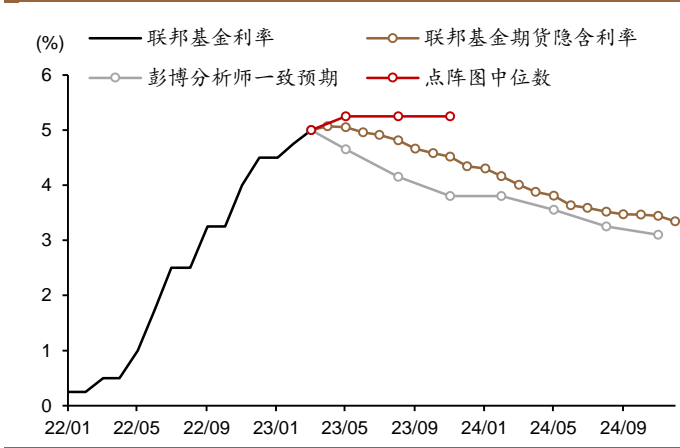
邮箱: zhangjiw3@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

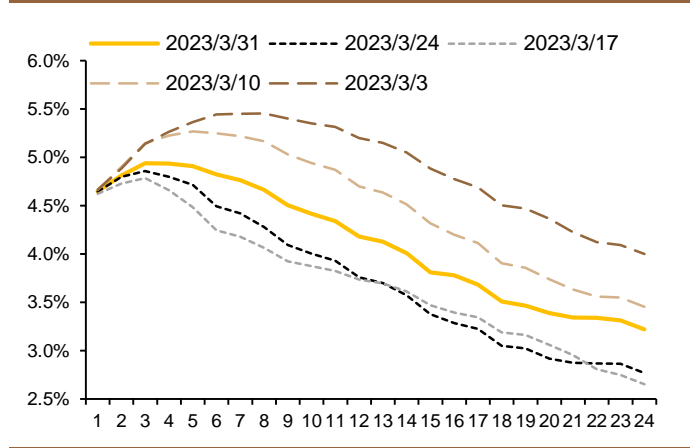
- **核心观点: 当前市场对降息预期仍过于乐观。**我们认为美联储会在5月FOMC会议上加息25bps、6月停止加息、全年不降息,这与当前5月加息概率仅有48%、全年降息2-3次的预期比更为鹰派。如若4月公布的3月非农、CPI与一季度GDP显示实体经济韧性仍然存在,将强化更鹰派的紧缩预期。短期看,在既要遏制实体部门过热、又要防止金融部门出险的背景下,我们认为,美联储当前总量上持续紧缩、结构上定向救场的货币政策仍将持续。
- **联邦基金利率预期: 交易员预测5月加息概率48.4%,全年降息2-3次。**近端看,CME联邦基金期货模型显示,当前交易员预测美联储在5月FOMC会议上加息25bps、将联邦基金利率提升至[5.00, 5.25]%的概率为48.4%(图17)。在完全放弃预期指引的背景下,5月3日的FOMC会议前公布的3月非农、3月CPI、一季度GDP数据将对美联储利率决议起决定性作用。远端看,彭博分析师一致预期与联邦基金利率期货均认为美联储在年内会降息(图1),这与3月FOMC点阵图指引的政策利率在23Q4仍会维持在[5.00, 5.25]%的指引仍有明显分歧。**我们认为除非经济衰退引发通胀大幅下行,否则美联储年内难以降息:**相对于经济衰退,通胀问题仍然是美联储的当务之急,享有更高的优先权。从内部看,如若放任通胀问题不管不顾,通胀预期的再度失控或将引发实体经济定价系统的紊乱,届时亦存在不能规避经济衰退的风险;从外部看,降息意味着放弃通胀目标,即承认美联储无法完美维持美元币值的稳定性,存在去美元化加速的风险。
- **美联储资产负债表: 本周缩表280亿美元,定向流动性工具缩减115亿美元。**从资产端看,本周美联储合计减持104亿美元证券资产,其中美国国债增持3亿美元, MBS减持107亿美元,总量层面的缩表仍在继续。本周美联储合计减持贷款工具115亿美元,其中主要贷款(Primary Credit)减持221亿美元,为中小银行提供流动性援助工具的BTFP增加107亿美元。根据美联储官网, BTFP最新利率为4.85%,低于主要贷款的5.00%,使得部分银行在传统贴现窗口工具到期后选择纷纷申请BTFP作为续作手段。存量结构显示,当前3427亿美元的贷款工具中,有2659亿美元期限不足15天(图11)。如若银行风波在短期内能平复,则美联储近期的扩表操作将会很快被逆转。负债端看,本周美联储负债缩减598亿美元,其中逆回购减少174亿美元,财政部一般存款账户TGA减少371亿美元。在触及债务上限后,为维系政府部门运转,美国财政部将不得不动用TGA存款,这一操作对实体经济产生了被动投放流动性的效果,叠加上近期美联储对银行体系定向的流动性救助,极大地反转美联储的缩表对流动性带来的负面影响。本周银行准备金余额增加318亿美元,硅谷银行引发的恐慌导致居民部门储蓄从美国中小银行流向大行的过程中,大行储蓄增加短期内导致对应的准备金水平增加,中小银行通过美联储投放的流动性缓解了自身的缩表压力。
- **策略启示: 当前市场对降息预期仍过于乐观。**从月初的“经济过热→3月或加息50bps、全年或加息至5.5%以上”到月中的“欧美银行业危机频发→美联储向市场注入定向流动性→3月或不加息”,再到月末的避险情绪缓释,市场交易情绪呈现出明显的两极化特点(图2)。当前节点市场仍然预期美联储全年会降息2-3次,如若后续公布的非农、CPI、GDP数据继续论证实体经济的过热,则当前较为乐观的降息预期大概率被修正,即须警惕短期内存在的增量流动性冲击。
- **风险提示: 美联储紧缩周期持续过久造成金融条件过度收紧; 美国衰退过早到来; 全球供应链修复延后。**

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



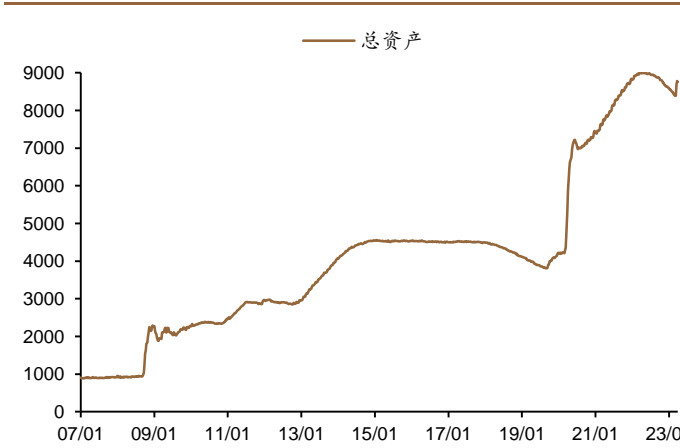
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率过去 5 周变化



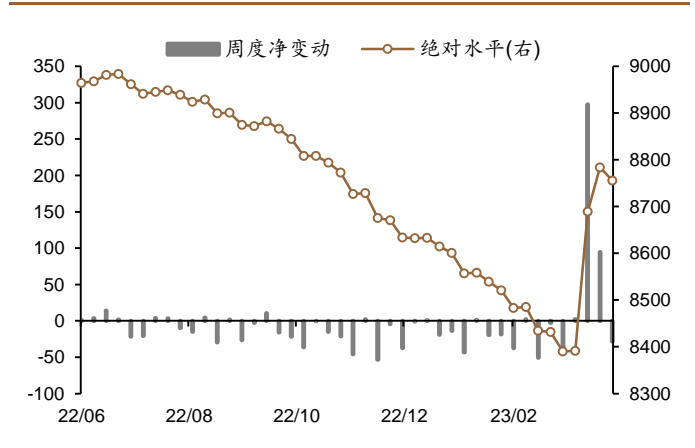
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



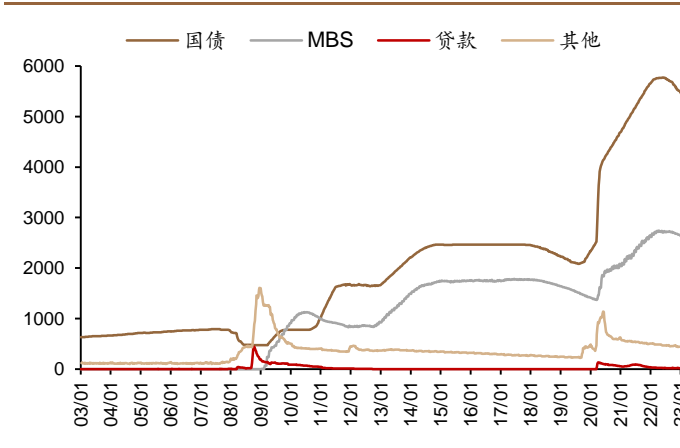
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



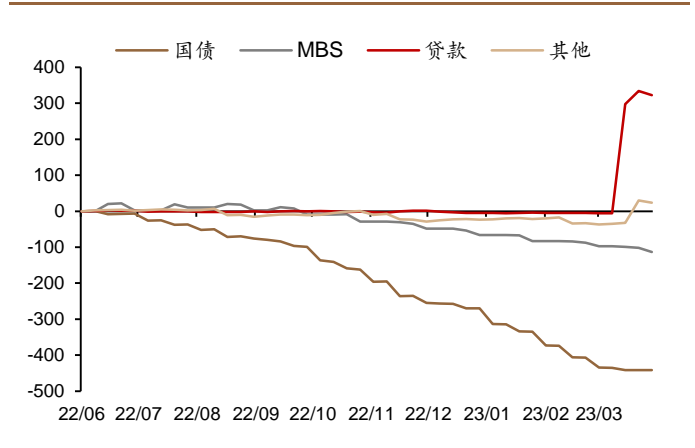
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



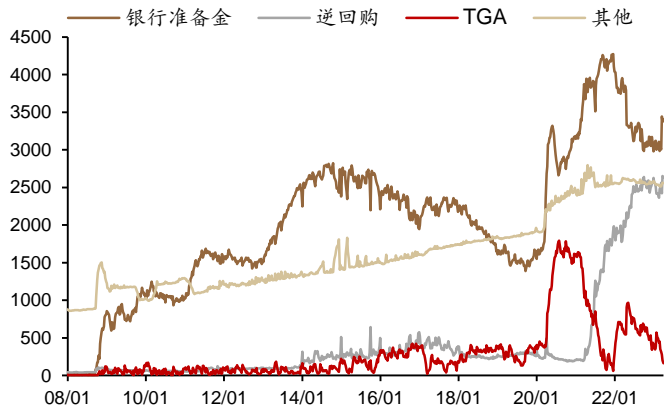
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：此处录入标题



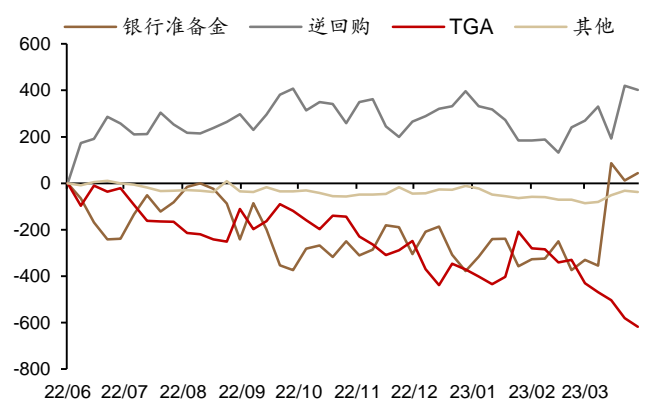
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



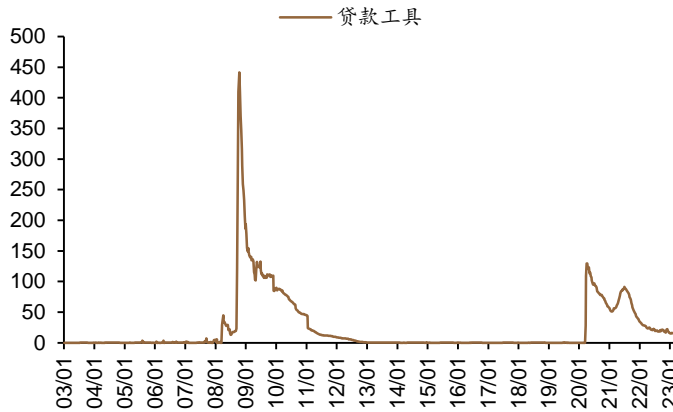
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



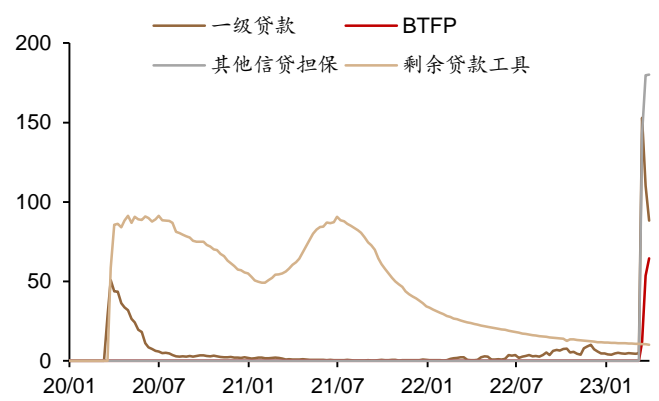
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



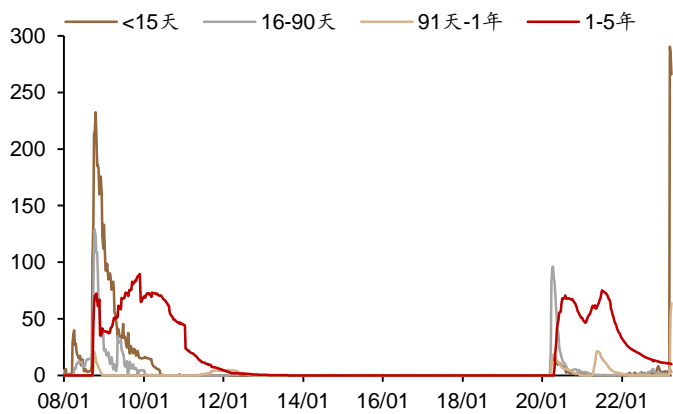
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



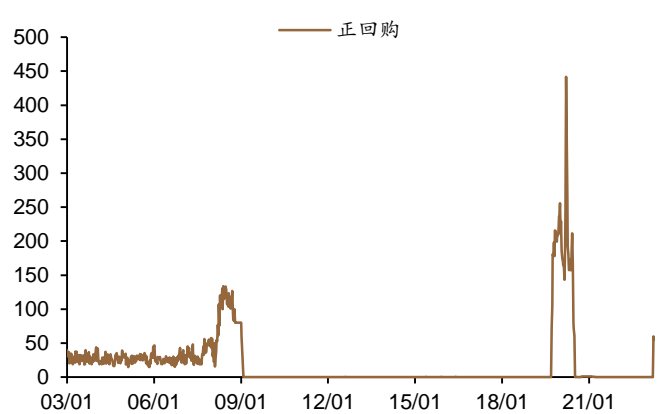
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



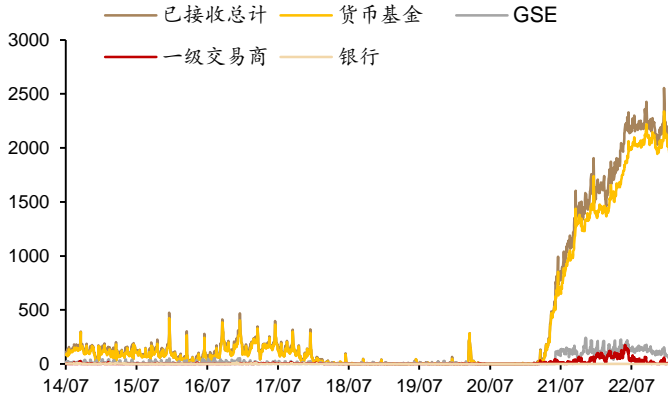
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储正回购（国内+国外）



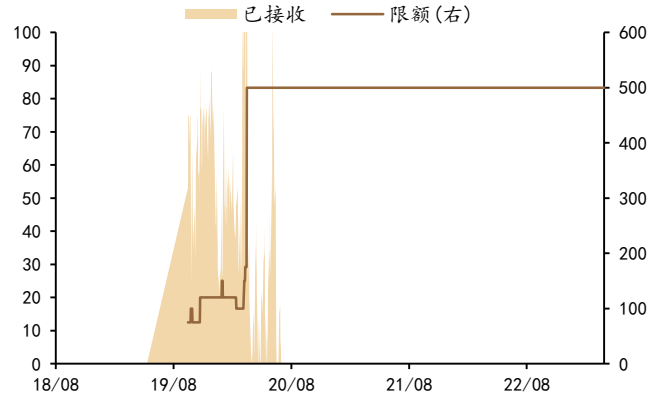
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 美联储贷款工具到期分布



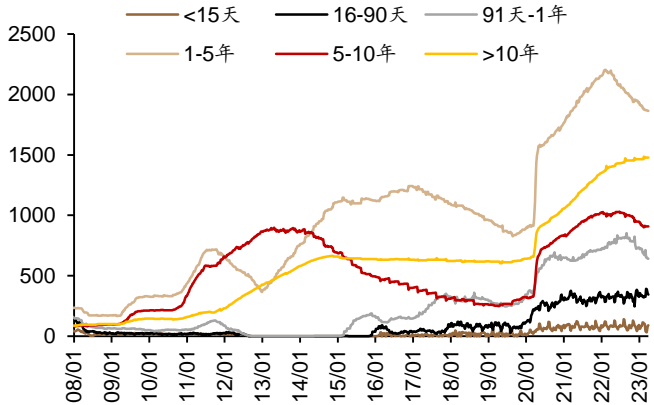
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 美联储正回购 (国内+国外)



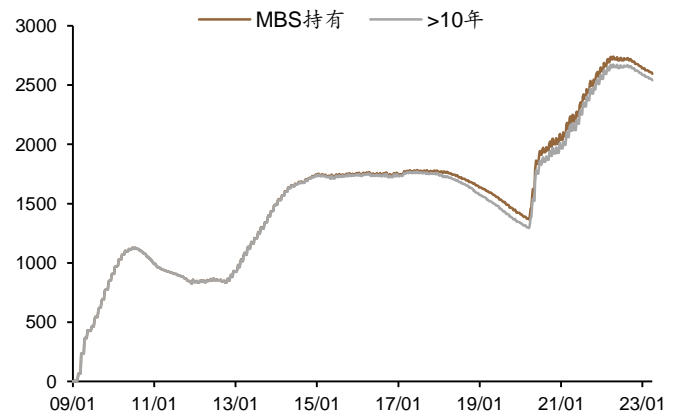
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 15: 美联储所持美国国债到期分布



资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 16: 美联储所持 MBS 到期分布



资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 17: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.6%	48.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	51.5%	46.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.0%	49.3%	26.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.0%	39.8%	34.9%	9.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.1%	29.7%	36.9%	20.0%	3.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.2%	22.8%	34.5%	25.6%	9.3%	1.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	17.5%	30.8%	28.4%	14.5%	3.9%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.8%	27.1%	29.1%	18.4%	6.8%	1.4%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.5%	26.7%	29.0%	18.7%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	1.4%	7.5%	19.1%	27.7%	24.6%	13.8%	4.8%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	1.0%	5.9%	16.2%	25.5%	25.4%	16.6%	7.1%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.9%	5.4%	15.1%	24.6%	25.4%	17.5%	8.0%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 3 月 31 日

图 18：美联储资产负债表主要分项变化情况一览

占比	单位：百万美元	与上周比	与3.8比	与22.6.1比	2023/3/29	2023/3/22	2023/3/15	2023/3/8	2023/3/1	2023/2/22
100.0%	总资产	-28,035	364,011	-208,775	8,755,772	8,783,807	8,689,367	8,391,761	8,389,743	8,432,105
99.0%	信贷资产	-28,088	363,430	-209,462	8,669,146	8,697,234	8,603,097	8,305,716	8,303,513	8,345,895
90.5%	证券持有	-10,427	-22,204	-554,441	7,926,131	7,936,558	7,940,014	7,948,335	7,948,534	7,986,887
60.9%	美国国债证券	327	-6,645	-447,476	5,329,303	5,328,976	5,328,927	5,335,948	5,336,147	5,364,291
0.0%	联邦机构债券	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
29.6%	抵押担保证券	-10,755	-15,560	-172,966	2,594,480	2,605,235	2,608,741	2,610,040	2,610,040	2,620,248
0.6%	正回购协定	-5,000	55,000	55,000	55,000	60,000	0	0	0	0
0.6%	外国官方	-5,000	55,000	55,000	55,000	60,000	0	0	0	0
0.0%	其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.9%	贷款	-11,524	327,458	322,002	342,667	354,191	318,148	15,209	15,067	15,363
1.0%	主要贷款	-22,091	83,576	87,287	88,157	110,248	152,853	4,581	4,362	4,558
0.7%	银行定期融资BTFP	10,734	64,403	64,403	64,403	53,669	11,943	0	0	0
2.1%	其他信贷担保	300	180,100	180,100	180,100	179,800	142,800	0	0	0
0.0%	央行流动性掉期	-2	174	402	585	587	472	411	419	393
0.4%	其他资产	-318	4,472	7,565	37,849	38,167	36,119	33,377	30,062	32,823
61.1%	总负债（除准备金余额）	-59,849	-34,113	-253,180	5,353,972	5,413,821	5,245,159	5,388,085	5,361,776	5,448,552
26.5%	流通货币	4,665	15,616	43,357	2,323,580	2,318,915	2,310,546	2,307,964	2,304,348	2,302,066
30.1%	逆回购协议	-17,442	72,192	402,002	2,632,542	2,649,984	2,423,126	2,560,350	2,500,611	2,471,357
4.2%	外国官方&国际账户	-2,696	567	102,155	367,680	370,376	367,303	367,113	366,661	357,508
25.9%	其他	-14,746	71,625	299,847	2,264,862	2,279,608	2,055,823	2,193,237	2,133,950	2,113,849
0.0%	国库持有现金	17	36	76	167	150	132	131	115	103
4.3%	机构存款(非准备金)	-42,120	-115,315	-651,467	376,963	419,083	487,920	492,278	530,722	643,828
2.3%	其他存款	-5,021	33,657	-35,379	204,770	209,791	198,642	171,113	170,270	183,086
0.1%	外国官方存款	-1	2	1,729	9,436	9,437	11,635	9,434	9,438	9,435
1.9%	财政部一般账户TGA	-37,098	148,973	-617,817	162,758	199,856	277,643	311,731	351,015	451,307
38.9%	银行准备金余额	31,814	398,124	44,405	3,401,800	3,369,986	3,444,208	3,003,676	3,027,967	2,983,553

资料来源：彭博，德邦研究所



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），5 年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。