



宏观周报

银行业危机暂缓，美联储缩表加速

美联储周观察 20230409#

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：银行业危机暂缓、美联储缩表加速、强非农提振经济预期、5月加息概率升至67%。**银行业危机暂缓导致贷款工具使用量下降，叠加总量层面缩表进程的持续，本周美联储缩表736亿美元，缩减规模提高。虽然前半周公布的职位空缺、ISM制造业PMI、小非农ADP均不及预期，但周五公布的超预期的非农数据一举扭转了市场的悲观预期，导致5月加息25bps概率升至67%。向前看，短期总量上继续紧缩、结构定向宽松的货政仍将持续，但长期宽松预期仍过度乐观。
- **联邦基金利率预期：强非农提振5月加息概率至67%，全年降息预期仍过于乐观。**近端看，虽然前半周公布的职位空缺、ISM制造业PMI、小非农ADP均不及预期，但周五公布的超预期的非农数据一举扭转了市场的悲观预期，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]%的概率升至67.0%（图1），而后续公布的3月CPI、一季度GDP将成为5月FOMC是否加息25bps的关键。远端看，彭博分析师一致预期与联邦基金利率期货继续认为年内会有降息（图3），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]%的指引继续分歧。**我们认为，除非经济衰退前置且导致通胀断崖式回落至2%以下，否则美联储年内降息概率极低。**叠加4月初OPEC+减产影响，油价上升或在未来给美国通胀下行带来更大阻力，推迟降息节点。因此，在上半年内，美联储当前总量上持续紧缩以遏制总需求与通胀、结构上定向宽松以维稳金融体系稳定的货币政策仍将持续。
- **美联储资产负债表：总量缩表持续、银行业流动性危机影响暂缓，美联储缩表步伐再度出现加速。**本周美联储缩表736亿至8.68万亿美元（图2）。从资产端看，证券资产减持490亿至7.88万亿美元，均为美国国债。贷款工具减持102亿至3342亿美元，其中主要贷款(Primary Credit)减持185亿美元，为中小银行提供流动性援助工具的BTFP增加146亿美元，资金从主要贷款向BTFP的迁移或与融资成本有关。根据美联储官网，BTFP最新利率为4.69%，而主要贷款为5.00%。负债端看，本周美联储负债缩减531亿美元，其中逆回购减少331亿至2.6万亿美元，财政部一般存款账户TGA减少221亿至1407万亿美元，目前TGA距离2021Q4的低点仍有约910亿美元的下降空间。本周银行准备金余额减少205亿美元，商业银行的缩表趋势没有改变。
- **策略启示：短期总量上继续紧缩、结构定向宽松的货政仍将持续，长期宽松预期仍过度乐观。**情绪面上，欧美银行业危机的暂缓回吐了此前一度紧张的避险情绪；基本上，略超预期的非农继续强化经济过热的现实，叠加最近人工智能的兴起，美股主要指数在3月份显示出韧性，道琼斯工业平均指数上涨1.87%，标普500指数上涨4.00%，纳斯达克指数上涨7.40%，市场交易情绪再度从经济悲观+紧缩放缓的组合中走出（图4），市场对美联储政策利率路径的曲线继续抬升。从交易节奏上看，短期情绪的改善仍将继续，紧缩情绪是否升温须待3月CPI、一季度GDP的验证。但长期来看，银行业危机的缓解是暂时性的，为抑制通胀下行采取的限制性货币政策或形成“金融风险→金融危机→经济危机→通胀回2%”的传导路径，最终促成美联储货币政策的反转。
- **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: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES															
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.0%	67.0%	0.0%
2023/6/14			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.1%	66.2%	1.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.1%	48.2%	35.8%	0.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	37.3%	39.9%	12.4%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	26.0%	38.8%	23.8%	5.3%	0.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	10.6%	29.0%	35.3%	19.5%	4.1%	0.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.0%	17.8%	31.5%	29.1%	13.5%	2.5%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	7.4%	20.4%	31.0%	26.1%	11.4%	2.1%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.9%	8.5%	21.3%	30.6%	24.9%	10.6%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.2%	1.4%	6.6%	17.6%	27.9%	26.5%	14.7%	4.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	0.6%	3.4%	10.7%	21.5%	27.4%	22.1%	10.9%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.3%	1.7%	6.3%	15.0%	23.8%	25.3%	17.6%	7.7%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

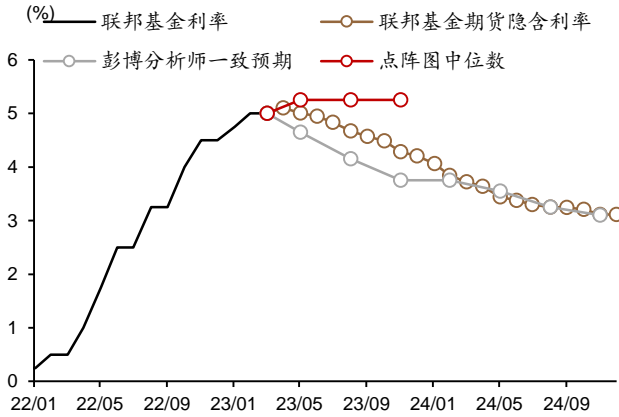
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 4 月 7 日

图 2: 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比	05/04/2023	29/03/2023	22/03/2023	15/03/2023	08/03/2023	01/03/2023
100.0%	总资产	-73,599	290,412	-282,374	8,682,173	8,755,772	8,783,807	8,689,367	8,391,761	8,389,743
99.0%	信贷资产	-73,802	289,628	-283,264	8,595,344	8,669,146	8,697,234	8,603,097	8,305,716	8,303,513
90.7%	证券持有	-49,017	-71,221	-603,458	7,877,114	7,926,131	7,936,558	7,940,014	7,948,335	7,948,534
60.8%	美国国债证券	-49,016	-55,661	-490,492	5,280,287	5,329,303	5,328,976	5,328,927	5,335,948	5,336,147
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
29.9%	抵押担保证券	0	-15,560	-112,966	2,594,480	2,594,480	2,605,235	2,608,741	2,610,040	2,610,040
0.5%	正回购协定	-15,000	40,000	40,000	40,000	55,000	60,000	0	0	0
0.5%	外国官方	-15,000	40,000	40,000	40,000	55,000	60,000	0	0	0
0.0%	其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0
3.8%	贷款	-10,218	317,240	311,784	332,449	342,667	354,191	318,148	15,209	15,067
0.8%	主要贷款	-18,452	65,124	68,835	69,705	88,157	110,248	152,853	4,581	4,362
0.9%	银行定期融资BTFP	14,618	79,021	79,021	79,021	64,403	53,669	11,943	0	0
2.0%	其他信贷担保	-5,491	174,609	174,609	174,609	180,100	179,800	142,800	0	0
0.0%	央行流动性掉期	-107	67	295	478	585	587	472	411	419
0.4%	其他资产	1,083	5,555	8,648	38,932	37,849	38,167	36,119	33,377	30,062
61.1%	总负债 (除准备金余额)	-53,149	-87,262	-306,329	5,300,823	5,353,972	5,413,821	5,245,159	5,388,085	5,361,776
26.8%	流通货币	773	16,389	44,130	2,324,353	2,323,580	2,318,915	2,310,546	2,307,964	2,304,348
29.9%	逆回购协议	-33,139	39,053	368,863	2,599,403	2,632,542	2,649,984	2,423,126	2,560,350	2,500,611
4.1%	外国官方&国际账户	-11,288	-10,721	90,867	356,392	367,680	370,376	367,303	367,113	366,661
25.8%	其他	-21,851	49,774	277,996	2,243,011	2,264,862	2,279,608	2,055,823	2,193,237	2,133,950
0.0%	国库持有现金	0	36	76	167	167	150	132	131	115
4.1%	机构存款(非准备金)	-21,992	-137,307	-673,459	354,971	376,963	419,083	487,920	492,278	530,722
2.4%	其他存款	-167	33,490	-35,546	204,603	204,770	209,791	198,642	171,113	170,270
0.1%	外国官方存款	245	247	1,974	9,681	9,436	9,437	11,635	9,434	9,438
1.6%	财政部一般账户TGA	-22,070	-171,043	-639,887	140,688	162,758	199,856	277,643	311,731	351,015
38.9%	银行准备金余额	-20,450	377,674	23,955	3,381,350	3,401,800	3,369,986	3,444,208	3,003,676	3,027,967

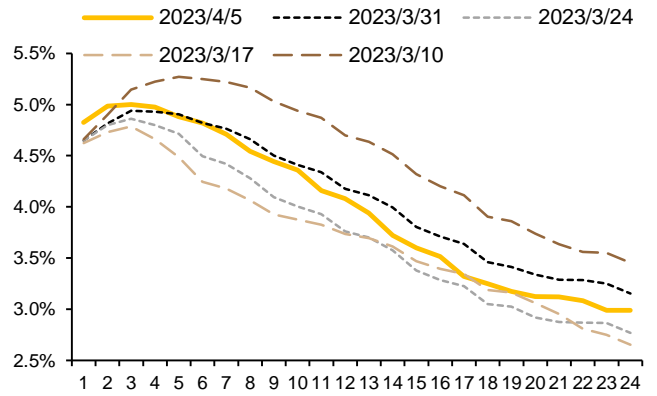
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 3：各方对全年美联储政策利率路径预期



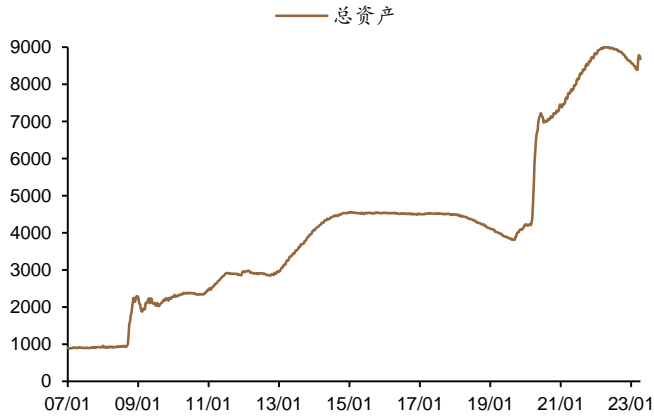
资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：联邦基金期货隐含利率过去 5 周变化



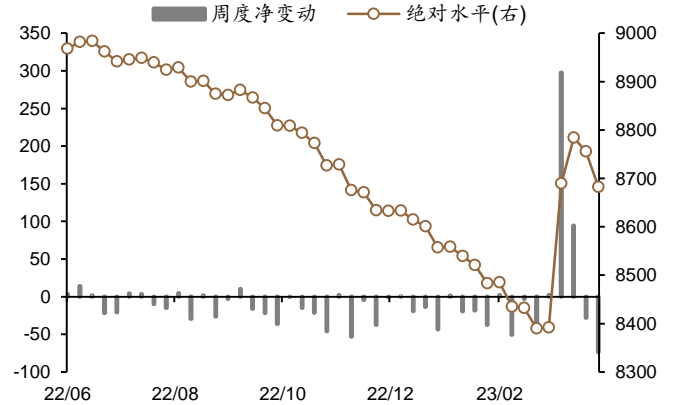
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5：美联储资产负债表总规模



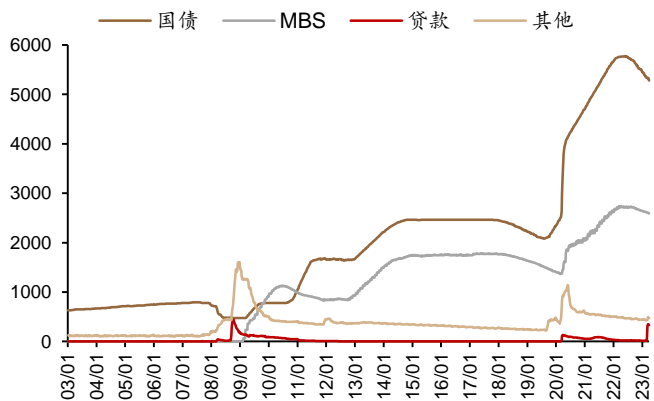
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表变化



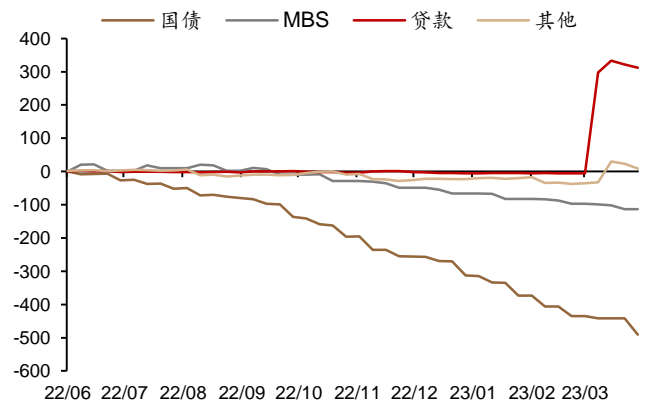
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表资产端分项



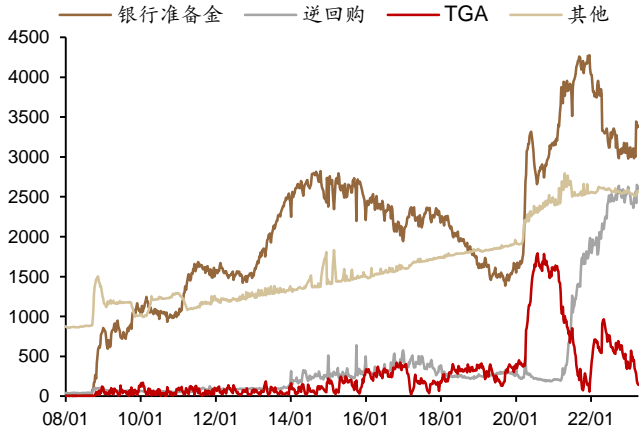
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



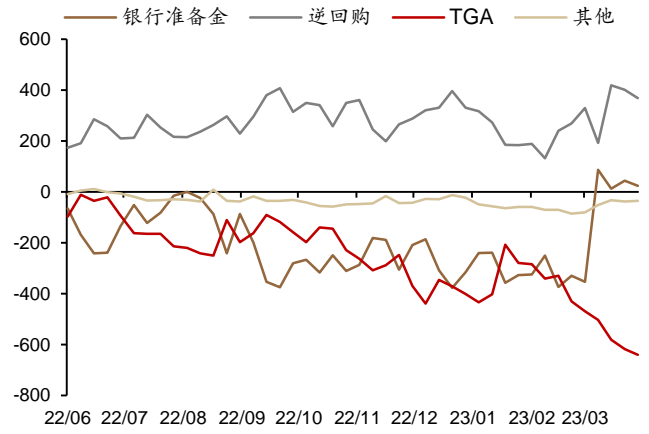
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储资产负债表负债端分项



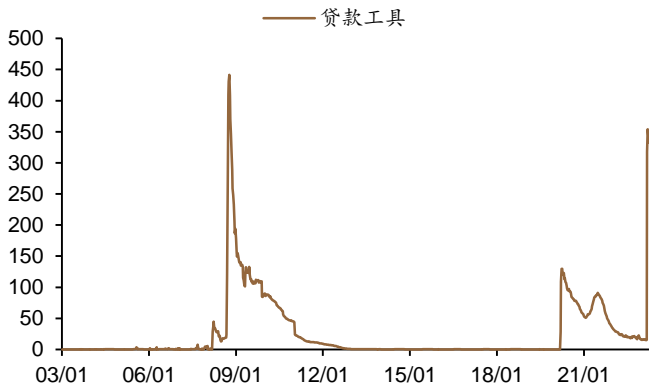
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



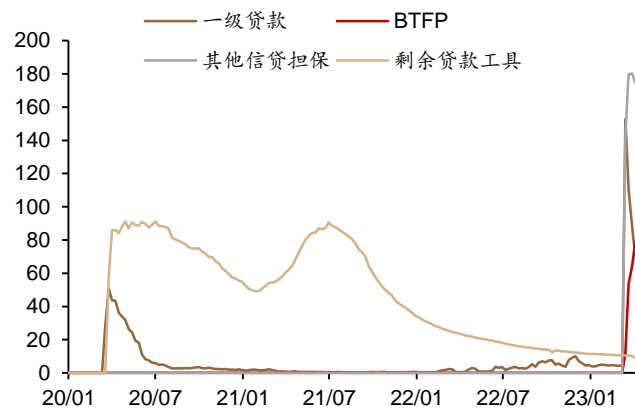
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具



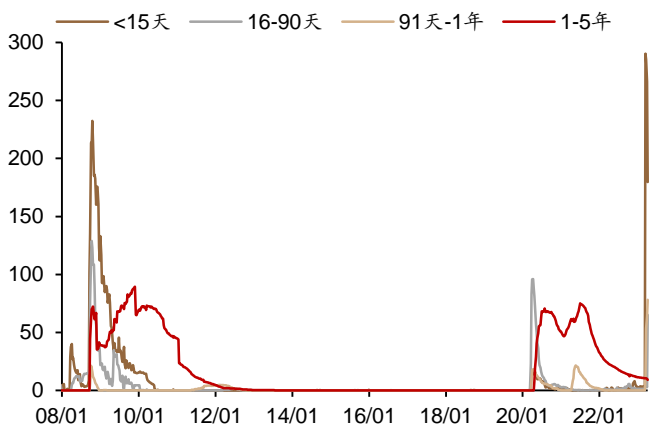
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具分项



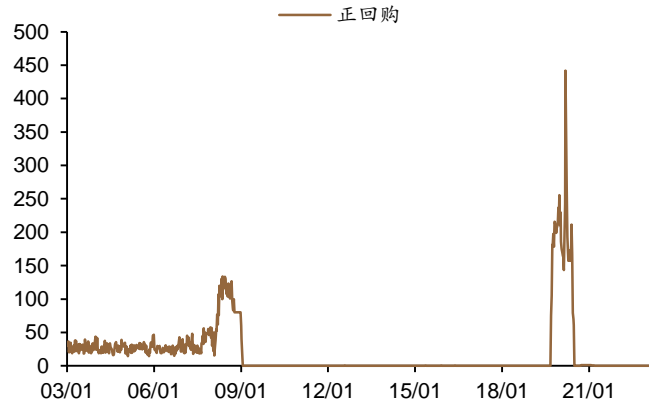
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13：美联储贷款工具到期分布



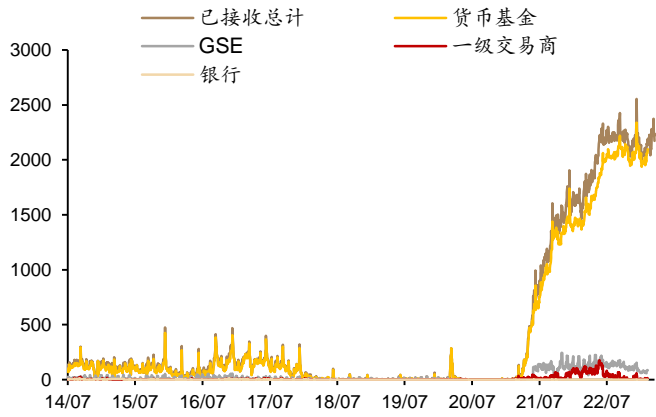
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 14：美联储正回购（国内+国外）



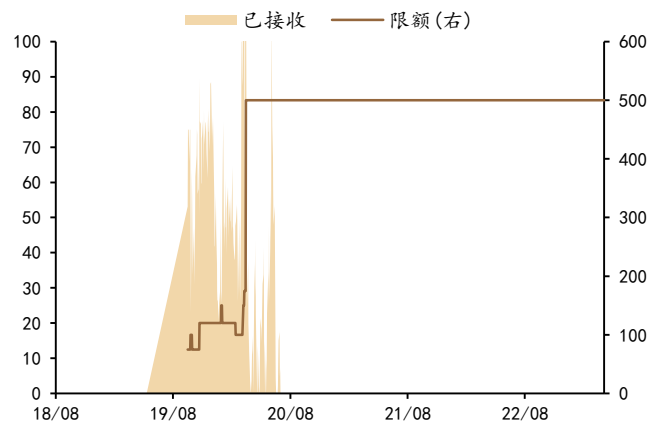
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 15: 美联储贷款工具到期分布



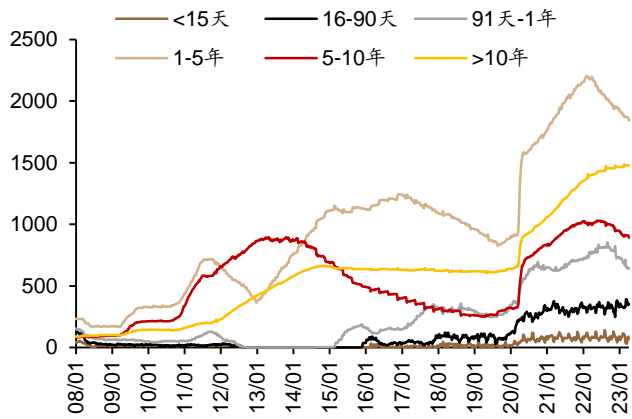
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 16: 美联储正回购 (国内+国外)



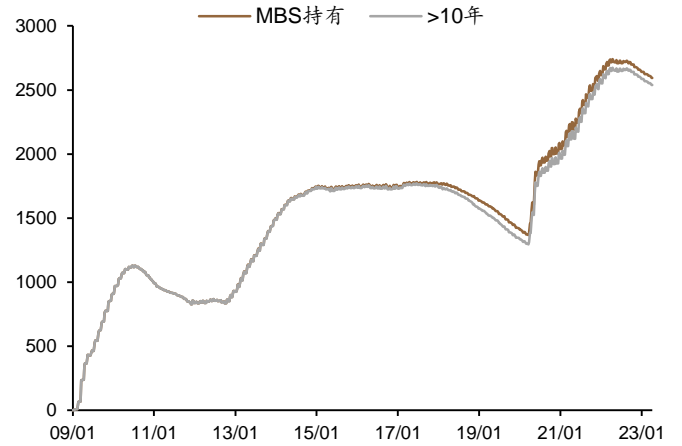
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 17: 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 18: 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

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：	类别	评级	说明
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；	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。
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。	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。