



宏观周报

实体经济继续过热，银行业继续暴雷

美联储周观察 20230507#

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：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**美国强实体、弱金融的组合仍将持续，除非金融危机前置，否则当前年内降息 3 次的市场预期仍过度乐观。近期银行业危机持续发酵，叠加债务上限问题重回视线，尽管先后有 FOMC 会议上年内不降息的表态、继续超预期强劲的非农就业数据，但避险情绪仍占据主导。受第一共和银行被托管影响，美联储对银行贷款资产大幅下降，但考虑到地区性银行危机暂时较难平息，后续主要贷款工具预计再度增长。**维持 6 月暂缓加息、全年不降息的观点，当前交易员预测的全年累计 75bps 的降息存在纠偏风险。**
- **联邦基金利率预期：**全年预期利率大幅下行，避险情绪下降降息预期过度抢跑。**①近端加息预期：**5月3日 FOMC 会议如期加息 25bps 后，市场开始定价 6 月停止加息的预期。CME 联邦基金期货模型显示，6 月加息 25bps 至 [5.25, 5.5]% 仅有 8.5% (表 1)，尽管 4 月就业数据显示，美国新增非农与时薪仍超预期、失业率再创 1969 年以来新低，劳务市场仍然紧俏，但持续不断的银行危机仍让市场笃定美联储将在 6 月停止加息。**②远端降息预期：**受近期银行危机再度发酵、债务上限问题重现等风险事件影响，市场避险情绪显著升温。尽管 5 月 FOMC 发布会上 Powell 表示银行业危机可控并暗示年内或不会降息，但西太平洋合众银行再次陷入危机导致避险情绪再度主导交易。CME 联邦基金期货模型显示，交易员仍然预期美联储会在 9、11、12 月分别降息 25bps。彭博分析师一致预期与美联储点阵图指引则认为 6 月开始政策利率将始终维持当前水平 (图 1)。
- **美联储资产负债表：**QT 持续，美联储接管 FRC 导致主要贷款大跌，TGA 骤降。本周美联储缩表 589.6 亿至 8.55 万亿美元 (表 2)。**①资产端：**证券资产减持 430 亿至 7.8 万亿美元 (几乎全部为国债)，美联储 QT 持续。贷款工具较上周收缩 163 亿至 3178 亿美元。按类别看，主要贷款和 BTFP 分别减少 685 亿和 55 亿美元，其他信贷担保工具新增 578 亿美元 (图 10)；按期限看，1-15 天、16-90 天、91 天-1 年的贷款工具分别新增 526、-631、-56 亿美元 (图 12)。本周对银行信贷资产的减少与第一共和银行被托管直接相关。据加州监管机构 5 月 1 日对第一共和银行的托管文件显示，截至 4 月 28 日停止营业时，第一共和银行来自美联储未偿还借款共计 932 亿美元，向 FHLB 借款存量共计 281 亿美元。被 FDIC 接管后，其原先的主要贷款和 BTFP 被重新归类为其他信贷担保工具，即对 FDIC 贷款，因此直接造成主要贷款和 BTFP 贷款的下降，主要贷款规模的大幅下降显示第一共和银行主要通过此类贷款工具缓解流动性压力。**②负债端：**本周美联储负债减少 931 亿美元 (逆回购增加 21 亿至 2.64 万亿美元、TGA 大幅减少 1079 亿至 1883 亿美元、银行准备金余额增长 341 亿至 3.17 万亿美元)。5 月 1 日，耶伦在给国会的信中警告如果美国国会不能达成提高或暂停债务上限的协议，政府最早将无法在 6 月 1 日履行义务。
- **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；银行业危机失控，进而演变为系统性金融风险。

表 1: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	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
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.5%	8.5%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.3%	58.6%	5.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.7%	51.4%	22.2%	1.6%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	50.8%	22.9%	2.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%	49.5%	24.3%	3.1%	0.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.8%	49.3%	24.5%	3.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.8%	48.3%	23.6%	3.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.0%	29.3%	42.8%	19.1%	2.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	19.8%	37.3%	28.7%	9.3%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	2.8%	16.0%	33.2%	30.8%	13.8%	3.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.7%	10.5%	26.0%	31.8%	20.9%	7.6%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.8%	16.0%	28.1%	27.9%	16.1%	5.4%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

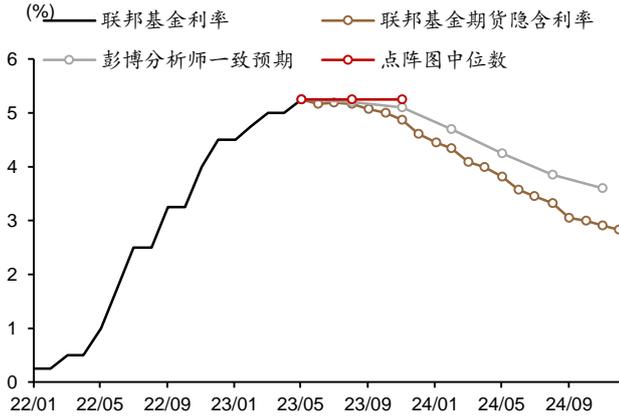
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 5 月 5 日

表 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	2023/5/3	2023/4/26	2023/4/19	2023/4/12	2023/4/5
100.0%	总资产	-58,957	162,101	-410,685	8,553,862	8,612,819	8,643,408	8,664,852	8,682,173
99.0%	信贷资产	-58,891	161,324	-411,568	8,467,040	8,525,931	8,556,700	8,578,046	8,595,344
91.2%	证券持有	-43,040	-147,523	-679,760	7,800,812	7,843,852	7,860,459	7,877,741	7,877,114
61.1%	美国国债证券	-43,044	-113,264	-548,095	5,222,684	5,265,728	5,265,070	5,280,914	5,280,287
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.1%	抵押担保证券	4	-34,260	-131,666	2,575,780	2,575,776	2,593,042	2,594,480	2,594,480
0.0%	正回购协定	0	0	0	0	0	20,000	30,000	40,000
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	20,000	30,000	40,000
0.0%	其他	0	0	0	0	0	0	0	0
3.7%	贷款	-16,293	302,628	297,172	317,837	334,130	325,458	321,087	332,449
0.1%	主要贷款	-68,510	764	4,475	5,345	73,855	69,925	67,633	69,705
0.9%	银行定期融资 BTFP	-5,549	75,778	75,778	75,778	81,327	73,982	71,837	79,021
2.7%	其他信贷担保	57,847	228,217	228,217	228,217	170,370	172,615	172,615	174,609
0.0%	央行流动性掉期	-8	-1	227	410	418	480	484	478
0.5%	其他资产	1,158	10,998	14,091	44,375	43,217	44,752	42,535	38,932
63.0%	总负债(除准备金余额)	-93,094	-459	-219,526	5,387,626	5,480,720	5,478,527	5,317,299	5,300,823
27.2%	流通货币	4,840	20,622	48,363	2,328,586	2,323,746	2,323,062	2,324,274	2,324,353
30.9%	逆回购协议	2,146	80,601	410,411	2,640,951	2,638,805	2,666,343	2,676,727	2,599,403
4.5%	外国官方&国际账户	23,485	15,616	117,204	382,729	359,244	371,666	372,865	356,392
26.4%	其他	-21,339	64,985	293,207	2,258,222	2,279,561	2,294,677	2,303,862	2,243,011
0.0%	国库持有现金	18	72	112	203	185	161	170	167
4.7%	机构存款(非准备金)	-101,194	-87,779	-623,931	404,499	505,693	471,124	299,511	354,971
2.4%	其他存款	6,713	35,401	-33,635	206,514	199,801	196,346	203,199	204,603
0.1%	外国官方存款	-8	242	1,969	9,676	9,684	9,684	9,758	9,681
2.2%	财政部一般账户 TGA	-107,900	-123,422	-592,266	188,309	296,209	265,095	86,554	140,688
37.0%	银行准备金余额	34,137	162,560	-191,159	3,166,236	3,132,099	3,164,881	3,347,553	3,381,350

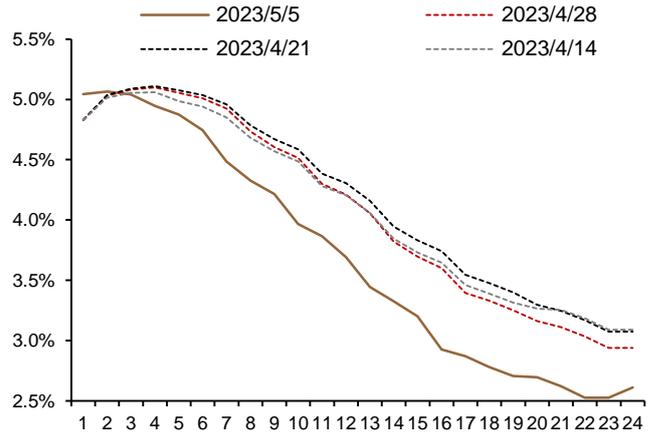
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



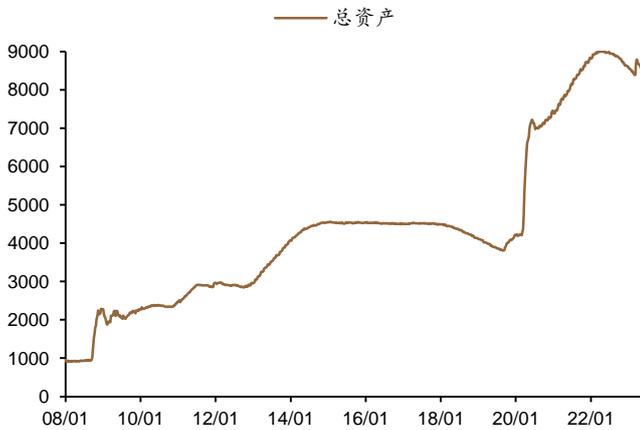
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率过去 5 周变化



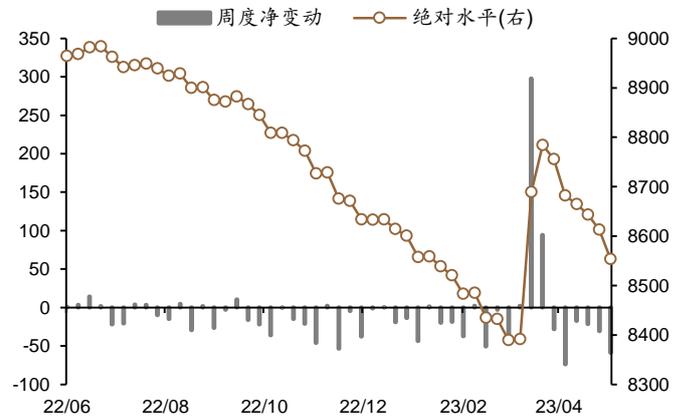
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



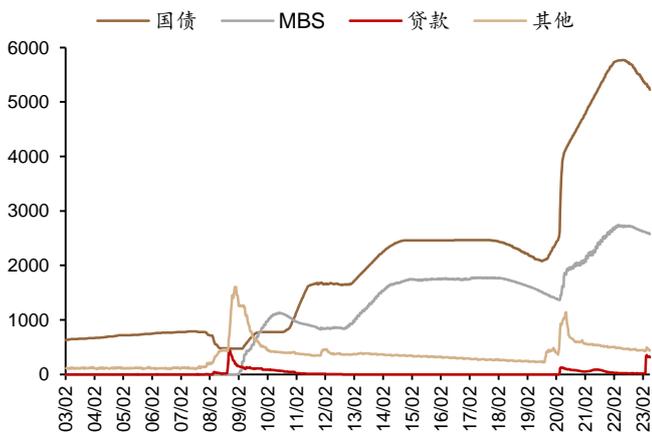
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



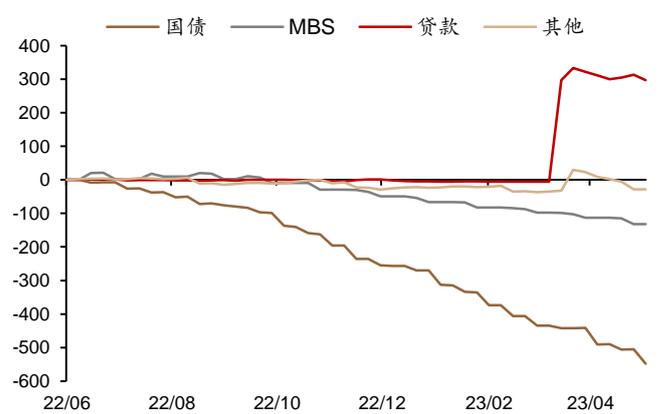
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



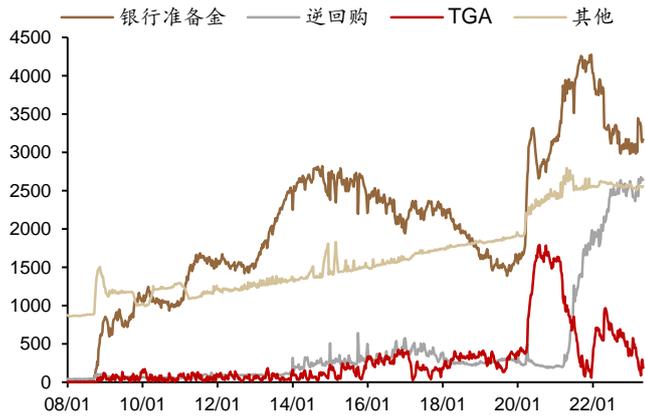
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



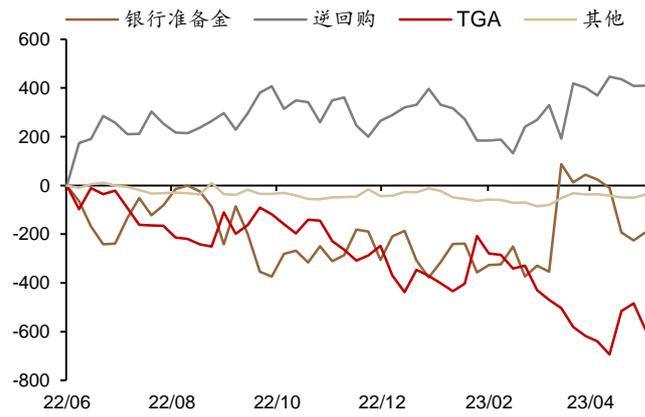
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



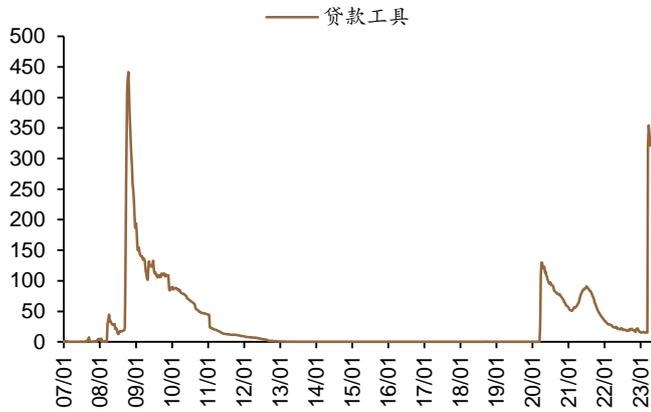
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



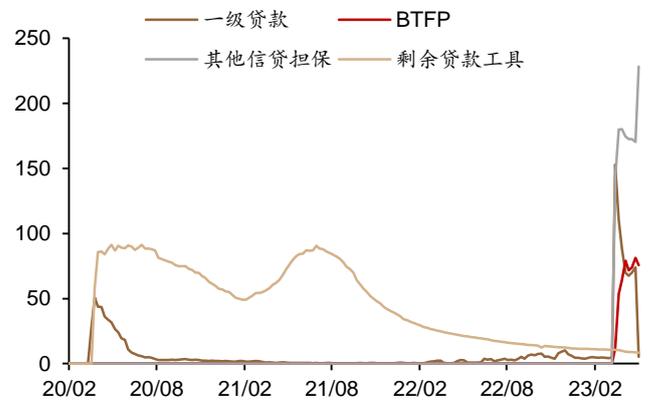
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



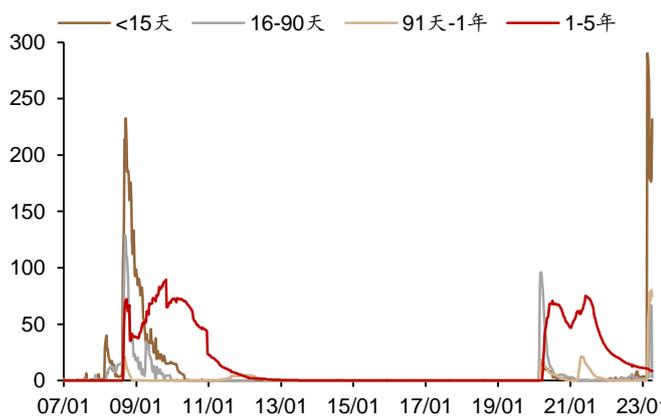
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



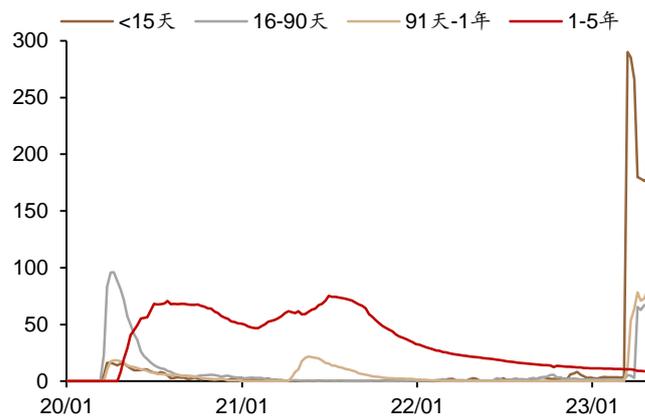
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



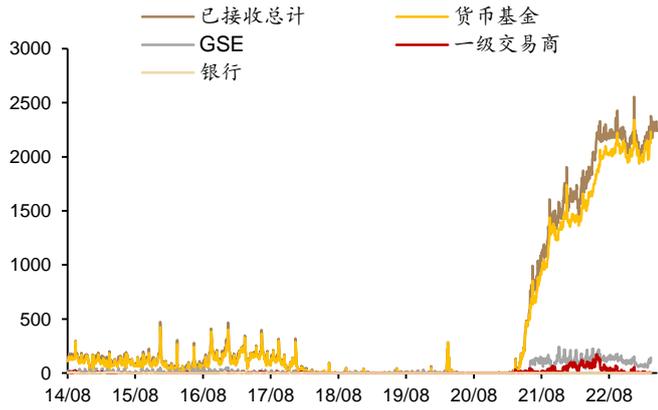
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



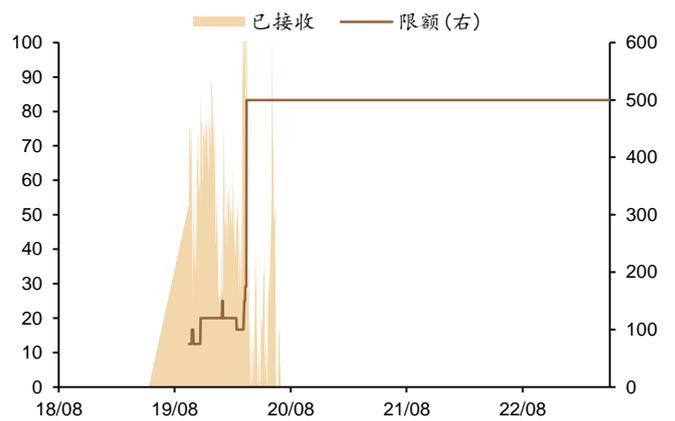
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 美联储贷款工具到期分布



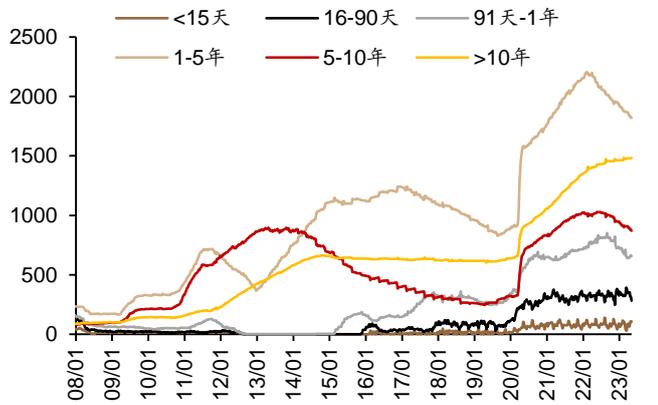
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 美联储正回购 (国内+国外)



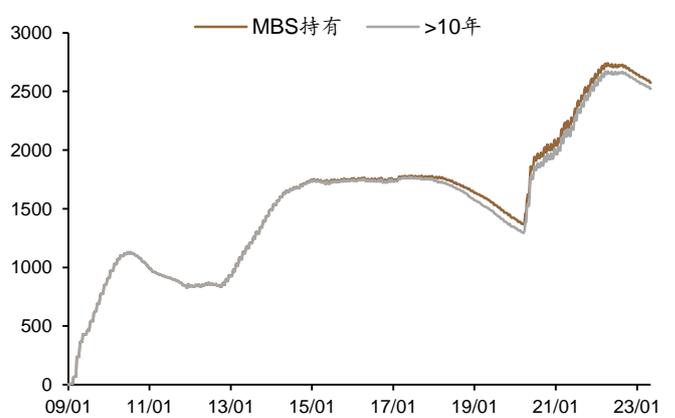
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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

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），六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。