



宏观周报

紧缩预期边际抬升，银行业压力持续

美联储周观察 20230514#

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: 通胀延续下行、银行业风波持续、美国债务上限 X-date 临近料合力逼停美联储在 6 月暂缓加息, 但全年降息 75bps 的预期仍过于乐观。**相较于上周, 银行业危机带来的避险情绪冲击有所弱化, 叠加明州联储主席 *High for Longer* 的鹰派发言, 全年紧缩预期边际抬升。在银行业风波持续下, 本周主要贷款和 BTFP 均有显著增长。**我们维持 6 月停止加息、全年不降息的观点, 当前交易员预测的全年 3 次的降息存在纠偏风险。**
- **联邦基金利率预期: 联储 6 月或暂缓加息, 但下半年降息预期仍过度乐观。**
 - ①**近端加息预期:** CME 联邦基金期货模型显示, 6 月 FOMC 加息 25bps 至 [5.25, 5.5]% 概率为 17.2% (表 1)。本周公布的美国 4 月 CPI 同比+4.9%, 预期+5.0%, 下行趋势总体得以延续, 其中居住通胀磨顶是最为积极的信号。美国 5 月 6 日当周初请失业金人数为 26.4 万人, 为 2021 年 10 月以来的最高水平。5 月 11 日, PacWest 银行公布的 10-Q 报告披露了其面临的存款加速流失困境, 并表示正寻求资产出售以缓解流动性危机, 报告发布后其股价重挫 29% 并一度触发熔断。通胀延续下行、银行业风波持续、美国债务上限 X-date 临近料合力于 6 月逼停美联储加息。
 - ②**远端降息预期:** 受联储官员 *High for Longer* 的鹰派发言影响, 中长期联邦基金期货隐含利率较上周整体小幅抬升。5 月 11 日, 拥有投票权的明州联储主席 Kashkari 在演讲中表示利率需要维持在当前位置一段时间以评估加息与银行业压力对经济的影响。CME 联邦基金期货模型显示, 交易员继续预测 9、11、12 月分别降息 25bps/次, 彭博分析师则持续预期政策利率将从 6 月开始一直保持当前水平至年底 (图 1)。
- **美联储资产负债表: 联储小幅缩表, 银行业压力逐步转为持久战。**本周美联储缩表 6.59 亿至 8.55 万亿美元 (表 2)。
 - ①**资产端:** 证券资产增加 4.61 亿至 7.8 万亿美元, 均为美国国债。贷款工具减少 45 亿至 3134 亿美元。按类别看, 主要贷款、BTFP 分别新增 39.8、73.2 亿美元, 其他信贷担保工具减少 157 亿美元 (图 10), 主要来自上周 FDIC 接收的第一共和银行贷款工具部分到期。按期限看, 1-15 天、16-90 天、91 天-1 年的贷款工具分别新增-162、46、72 亿美元 (图 12), 较长期限贷款工具的增长显示了银行业压力正逐步转化为持久战。本周货币市场基金规模增加 183.3 亿美元至 5.33 万亿美元, 前值为增加 472 亿美元, 高利率持续吸引储蓄资金流向货币市场, 进一步施压银行业。
 - ②**负债端:** 本周美联储负债减少 597 亿美元 (逆回购减少 228 亿至 2.62 万亿美元、TGA 减少 335 亿至 1548 亿美元、银行准备金余额增加 591 亿至 3.22 万亿美元)。5 月 13 日, 美国财政部财长耶伦称将在两周内向国会更新 X-Date。
- **策略启示: 紧缩情绪与避险情绪交织, 短期市场波动加大; 下半年通胀反弹风险高, 市场乐观的降息预期或被修正。**当前美国强实体+弱金融现状仍将持续, 在加息大概率暂缓、美联储视年内不降息为基准情形的情况下, 预计未来联储官员的表态更多将偏鹰派。与此同时, 美国经济数据仍有韧性, 而银行业危机并未结束, 紧缩情绪与避险情绪的交替预计将在短期内持续。中长期看, 在超额储蓄消耗速率减缓 (最新测算可维持至 2024.7)、基数效应弱化等作用下, 下半年通胀二次反弹风险高, 当前市场对全年的乐观降息预期或被逐步修正。
- **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	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
2023/6/14									0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.8%	17.2%
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.8%	57.6%	10.6%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.4%	47.5%	28.9%	4.1%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	36.5%	36.2%	13.8%	1.6%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	17.5%	36.5%	31.0%	11.0%	1.2%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	16.7%	35.3%	31.4%	12.2%	1.8%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.8%	18.3%	35.0%	29.6%	11.3%	1.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.6%	24.9%	32.8%	22.3%	7.5%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	8.7%	23.1%	31.9%	23.6%	9.2%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.6%	3.9%	13.6%	26.1%	29.1%	18.7%	6.7%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.3%	2.6%	9.7%	21.1%	27.9%	22.8%	11.5%	3.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	1.3%	5.5%	14.4%	23.9%	25.8%	18.2%	8.2%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

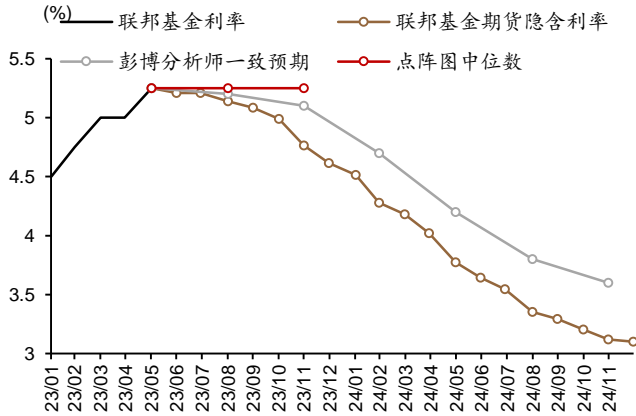
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 5 月 12 日

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22.6.1比	10/05/2023	03/05/2023	26/04/2023	19/04/2023	12/04/2023	05/04/2023
100.0%	总资产	-659	161,442	-411,344	8,553,203	8,553,862	8,612,819	8,643,408	8,664,852	8,682,173
99.0%	信贷资产	-628	160,696	-412,196	8,466,412	8,467,040	8,525,931	8,556,700	8,578,046	8,595,344
91.2%	证券持有	461	147,062	-679,299	7,801,273	7,800,812	7,843,852	7,860,459	7,877,741	7,877,114
61.1%	美国国债证券	462	112,802	-547,633	5,223,146	5,222,684	5,265,728	5,265,070	5,280,914	5,280,287
0.0%	联邦机构债券	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.1%	抵押担保证券	0	-34,260	-131,666	2,575,780	2,575,780	2,575,776	2,593,042	2,594,480	2,594,480
0.0%	正回购协定	25	25	25	25	0	0	20,000	30,000	40,000
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	20,000	30,000	40,000
0.0%	其他	25	25	25	25	0	0	0	0	0
3.7%	贷款	4,477	298,151	292,695	313,360	317,837	334,130	325,458	321,087	332,449
0.1%	主要贷款	3,978	4,742	8,453	9,323	5,345	73,855	69,925	67,633	69,705
1.0%	银行定期融资BTFP	7,323	83,101	83,101	83,101	75,778	81,327	73,982	71,837	79,021
2.5%	其他信贷担保	15,686	212,531	212,531	212,531	228,217	170,370	172,615	172,615	174,609
0.0%	央行流动性掉期	12	11	239	422	410	418	480	484	478
0.6%	其他资产	3,536	14,534	17,627	47,911	44,375	43,217	44,752	42,535	38,932
62.3%	总负债 (除准备金余额)	-59,734	60,193	-279,260	5,327,892	5,387,626	5,480,720	5,478,527	5,317,299	5,300,823
27.3%	流通货币	4,323	24,945	52,686	2,332,909	2,328,586	2,323,746	2,323,062	2,324,274	2,324,353
30.6%	逆回购协议	-22,773	57,828	387,638	2,618,178	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	2,300	17,916	119,504	385,029	382,729	359,244	371,666	372,865	356,392
26.1%	其他	-25,073	39,912	268,134	2,233,149	2,258,222	2,279,561	2,294,677	2,303,862	2,243,011
0.0%	国库持有现金	6	78	118	209	203	185	161	170	167
4.3%	机构存款(非准备金)	-36,341	-124,120	-660,272	368,158	404,499	505,693	471,124	299,511	354,971
2.4%	其他存款	2,848	32,553	-36,483	203,666	206,514	199,801	196,346	203,199	204,603
0.1%	外国官方存款	8	250	1,977	9,684	9,676	9,684	9,684	9,758	9,681
1.8%	财政部一般账户TGA	-33,501	-156,923	-625,767	154,808	188,309	296,209	265,095	86,554	140,688
37.7%	银行准备金余额	59,075	221,635	-132,084	3,225,311	3,166,236	3,132,099	3,164,881	3,347,553	3,381,350

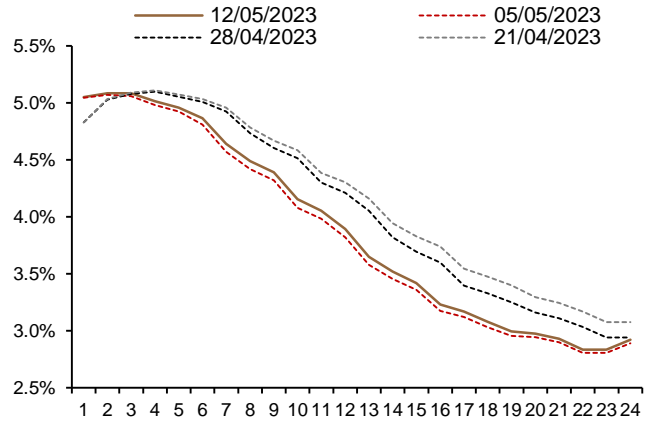
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



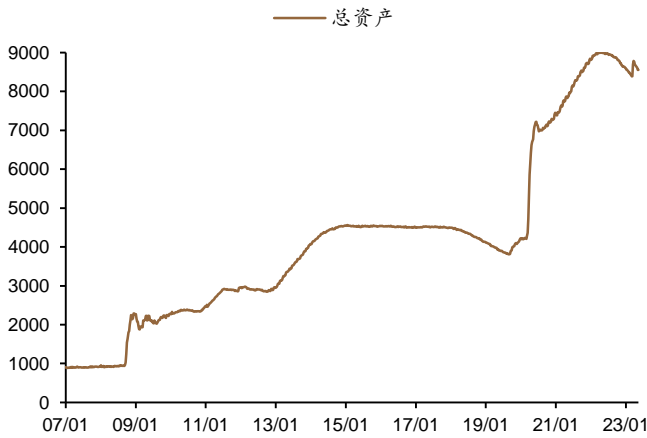
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率过去四周变化



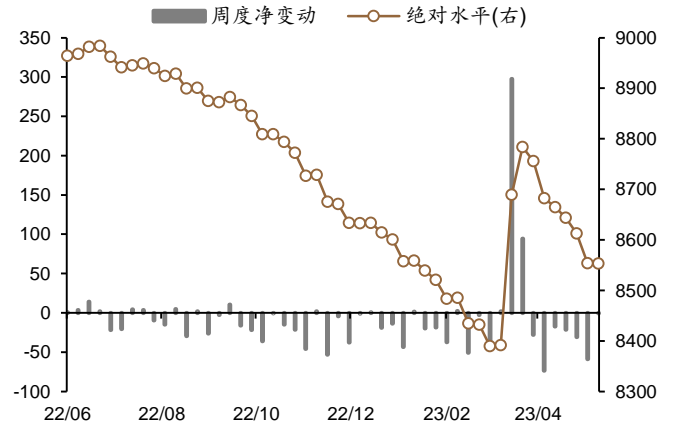
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



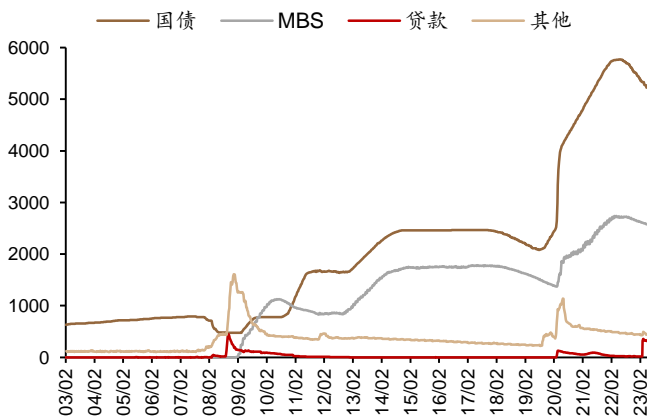
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



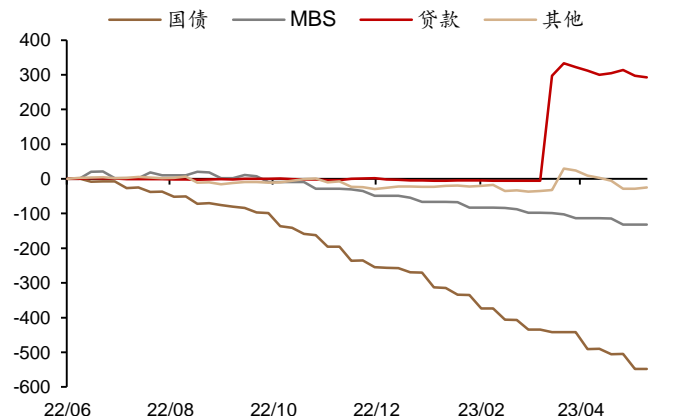
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



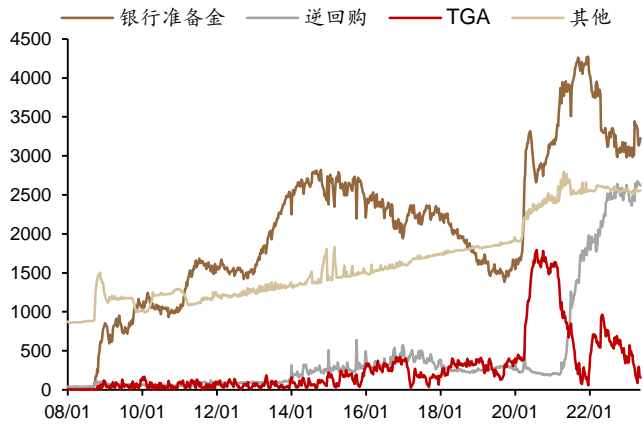
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



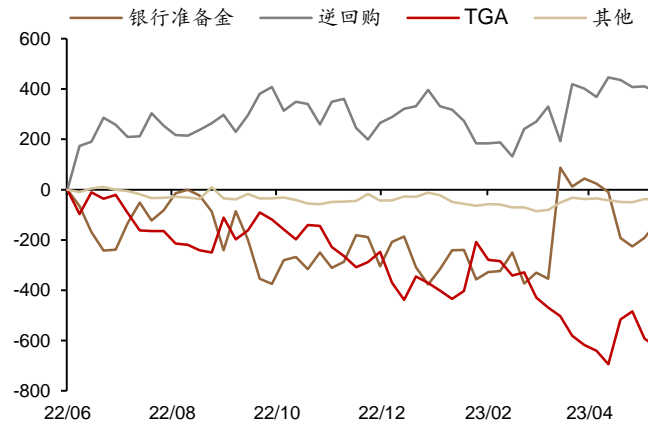
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



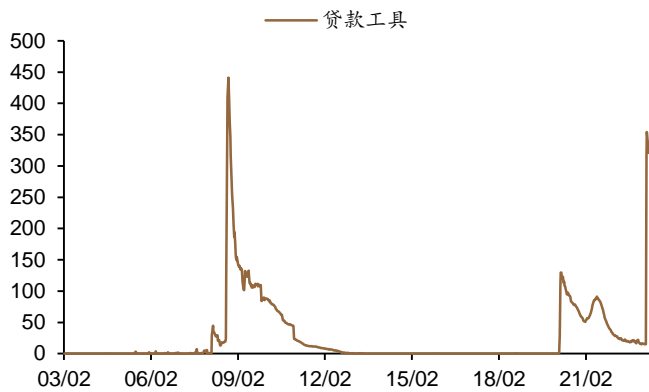
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



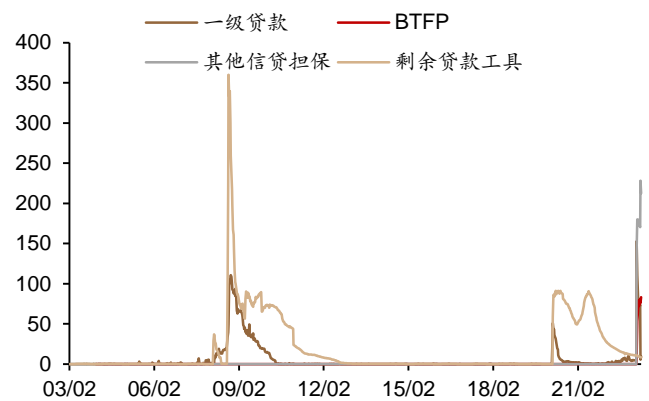
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



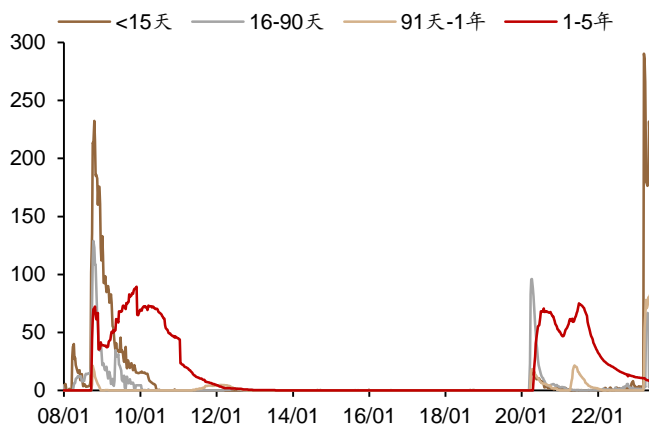
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



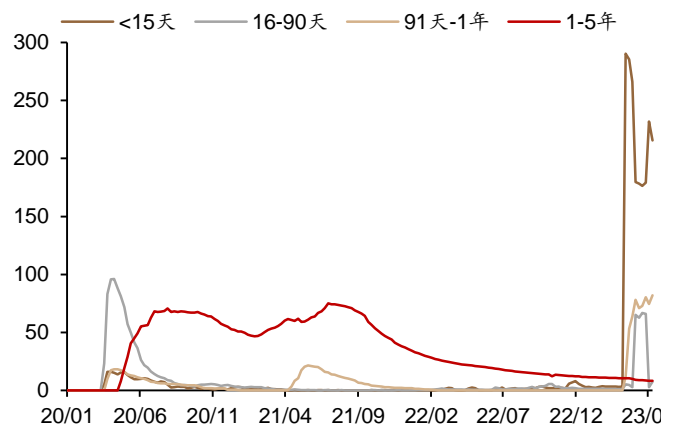
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



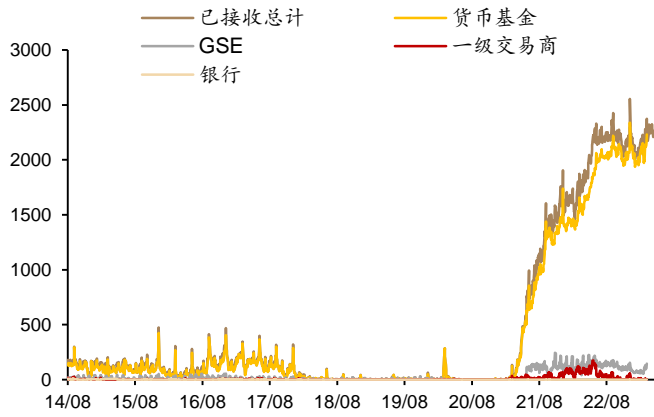
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



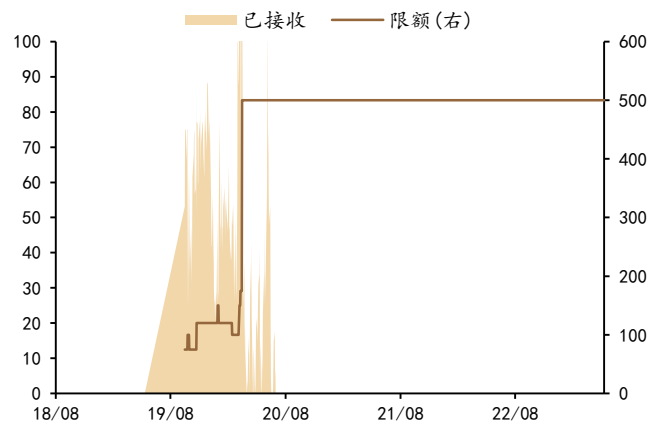
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 美联储贷款工具到期分布



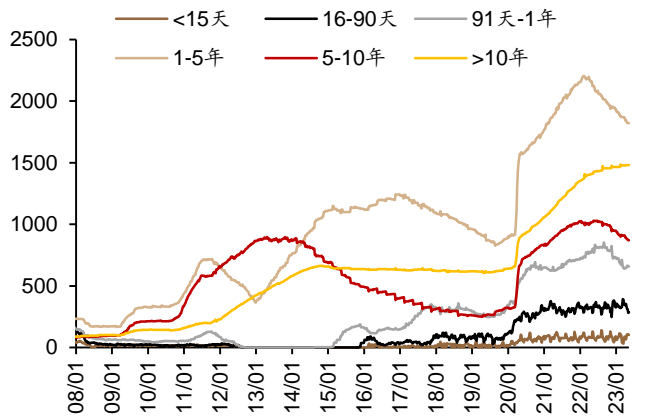
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 美联储正回购 (国内+国外)



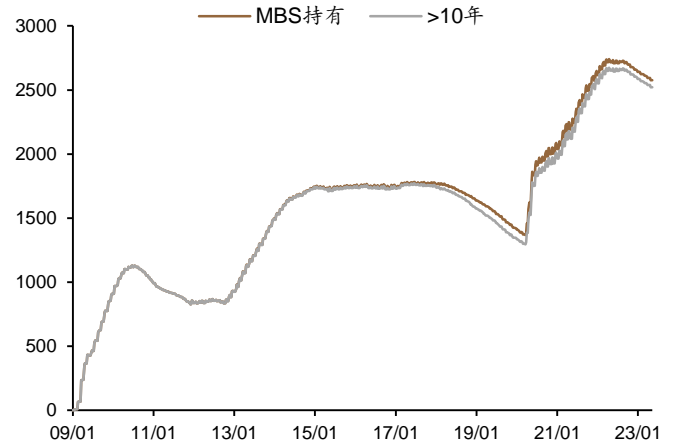
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。