



宏观周报

交易员不再预期美联储会在9月降息

美联储周观察 20230521#

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: 交易员不再预期美联储会在9月降息。**好于预期的零售销售与失业金申请数据、部分美联储官员对6月加息持支持意见、白宫对债务上限谈判的乐观表态使得6月加息概率一度升至42%，但随着共和党成员在债务上限谈判中的意外离席与更多联储官员表态倾向于6月暂缓加息，使得6月加息概率再度回落至18.6%。不过，近期联储官员讲话的分歧更多在终点而非久期，美联储仍然倾向于将限制性利率在高位维持更久，这也导致交易员开始修正下半年乐观的降息预期，当前已不再预期美联储会在9月降息，但仍然预期11、12月各有25bps的降息。**我们维持6月停止加息、全年不降息的观点，年内降息的乐观预期存在纠偏风险。**
- **联邦基金利率预期: 6月或将暂缓加息，全年紧缩预期再度抬升，降息预期仍过于乐观。**
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18.6%(表1)。4月美国零售销售数据环比+0.4%，预期+0.8%，前值由-1.0%上修至-0.7%，核心零售销售+0.4%，预期+0.7%，前值由-0.3%下修至-0.4%，零售销售止步二连跌。美联储官员讲话显示FOMC内部对6月加息仍存在分歧。Cleveland联储主席发言表示仍倾向于6月继续加息，叠加好于预期的零售销售、失业申请数据与债务上限问题在周四的缓和，市场一度预期6月有42%概率加息。但随后Dallas、Atlanta、Chicago、New York联储主席均发言表示倾向于6月暂缓加息，叠加共和党突然离席债务上限谈判，加息预期回落至18.6%。
②远端降息预期: 虽然FOMC内部对6月是否暂缓加息仍存分歧，但均表态限制性利率须维持更长时间，受此影响，交易员不再认为9月会降息，但仍然预测美联储会于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: 联储延续缩表，地区性银行危机持续。**本周美联储缩表463亿至8.51万亿美元(表2)。
①资产端: 证券资产减少299亿至7.8万亿美元(国债减少285亿、MBS减少13.5亿)。贷款工具减少5.2亿至3128亿美元。按类别看，主要贷款减少2.75亿、BTFP增加39亿至870亿美元的新高，其他信贷担保工具减少40亿美元(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-44、1、39亿美元(图12)，贷款久期的进一步拉长显示中小银行面临的存款流失问题已从突击战转为拉锯战，背后是银行存款利率与货币基金利率的持续分化。截至5月17日，货币市场基金规模达到创纪录的5.34万亿美元，而美国银行业存款则连续第三周下降，创近两年来最低水平，延续为期一年的下滑态势。
②负债端: 本周美联储负债减少1009.7亿美元(逆回购减少196亿至2.6万亿美元、TGA减少865亿至683亿美元、银行准备金余额增加547亿至3.28万亿美元)。美国财政部长耶伦16日重申6月1日为X-date，为BPC估算范围中最悲观、最早的时间点。
- **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。

表 1: 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	525-550	550-575
2023/6/14							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.4%	18.6%	0.0%
2023/7/26		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	77.4%	21.7%	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%	31.7%	54.6%	13.2%	0.5%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	35.3%	48.1%	11.2%	0.5%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	17.0%	40.4%	33.4%	6.9%	0.3%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	14.1%	35.9%	34.8%	12.1%	1.6%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	13.2%	34.3%	34.8%	13.7%	2.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.8%	33.6%	34.8%	14.3%	2.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.8%	28.1%	34.5%	19.8%	5.8%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.7%	6.8%	21.9%	32.3%	24.8%	10.6%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.6%	6.3%	20.5%	31.4%	25.5%	11.8%	3.3%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.8%	9.2%	22.7%	30.2%	22.7%	10.1%	2.7%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

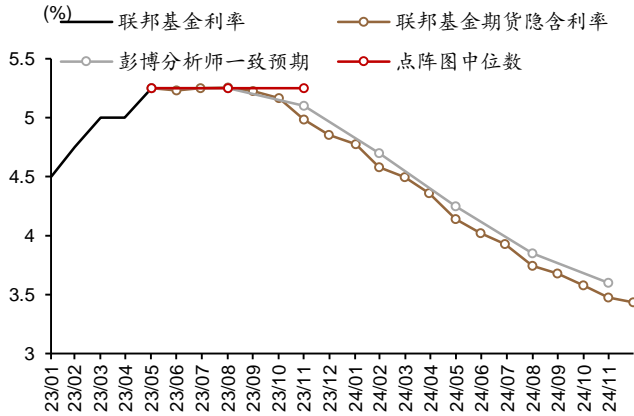
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 5 月 19 日

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	17/05/2023	10/05/2023	03/05/2023	26/04/2023	19/04/2023	12/04/2023	05/04/2023
100.0%	总资产	-46,292	115,150	-457,636	8,506,911	8,553,203	8,553,862	8,612,819	8,643,408	8,664,852	8,682,173
99.0%	信贷资产	-46,012	114,684	-458,208	8,420,400	8,466,412	8,467,040	8,525,931	8,556,700	8,578,046	8,595,344
91.4%	证券持有	-29,888	-176,950	-709,187	7,771,385	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	-28,536	-141,338	-576,169	5,194,610	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	2,347
30.3%	抵押担保证券	-1,352	35,612	-133,018	2,574,428	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	-19	6	6	6	25	0	0	20,000	30,000	40,000
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0	20,000	30,000	40,000
0.0%	其他	-19	6	6	6	25	0	0	0	0	0
3.7%	贷款	-520	297,631	292,175	312,840	313,360	317,837	334,130	325,458	321,087	332,449
0.1%	主要贷款	275	4,467	8,178	9,048	9,323	5,345	73,855	69,925	67,633	69,705
1.0%	银行定期融资BTFP	3,905	87,006	87,006	87,006	83,101	75,778	81,327	73,982	71,837	79,021
2.5%	其他信贷担保	-4,033	208,498	208,498	208,498	212,531	228,217	170,370	172,615	172,615	174,609
0.0%	央行流动性掉期	-12	-1	227	410	422	410	418	480	484	478
0.4%	其他资产	-14,407	127	3,220	33,504	47,911	44,375	43,217	44,752	42,535	38,932
61.4%	总负债 (除准备金余额)	-100,968	-161,161	-380,228	5,226,924	5,327,892	5,387,626	5,480,720	5,478,527	5,317,299	5,300,823
27.4%	流通货币	641	25,586	53,327	2,333,550	2,332,909	2,328,586	2,323,746	2,323,062	2,324,274	2,324,353
30.5%	逆回购协议	-19,551	38,277	368,087	2,598,627	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	-78	17,838	119,426	384,951	385,029	382,729	359,244	371,666	372,865	356,392
26.0%	其他	-19,473	20,439	248,661	2,213,676	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	8	86	126	217	209	203	185	161	170	167
3.4%	机构存款(非准备金)	-82,762	-206,882	-743,034	285,396	368,158	404,499	505,693	471,124	299,511	354,971
2.4%	其他存款	3,713	36,266	-32,770	207,379	203,666	206,514	199,801	196,346	203,199	204,603
0.1%	外国官方存款	1	251	1,978	9,685	9,684	9,676	9,684	9,684	9,758	9,681
0.8%	财政部一般账户TGA	-86,476	-243,399	-712,243	68,332	154,808	188,309	296,209	265,095	86,554	140,688
38.6%	银行准备金余额	54,676	276,311	-77,408	3,279,987	3,225,311	3,166,236	3,132,099	3,164,881	3,347,553	3,381,350

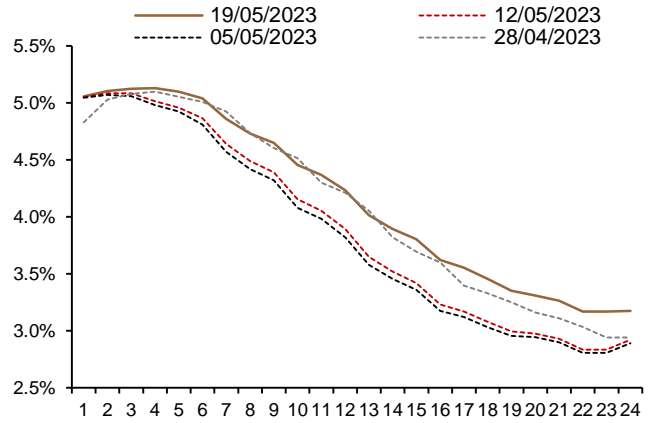
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



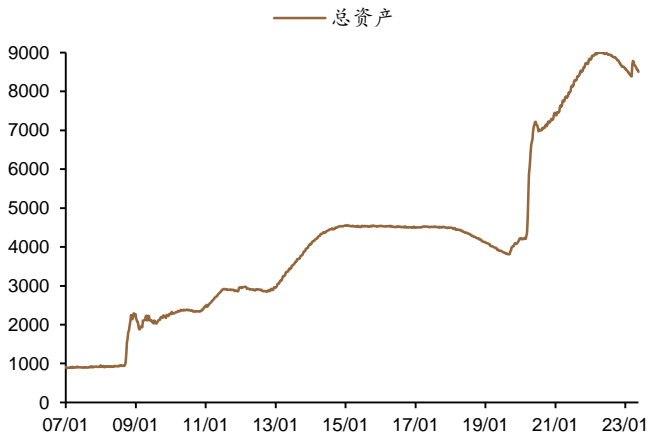
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率过去四周变化



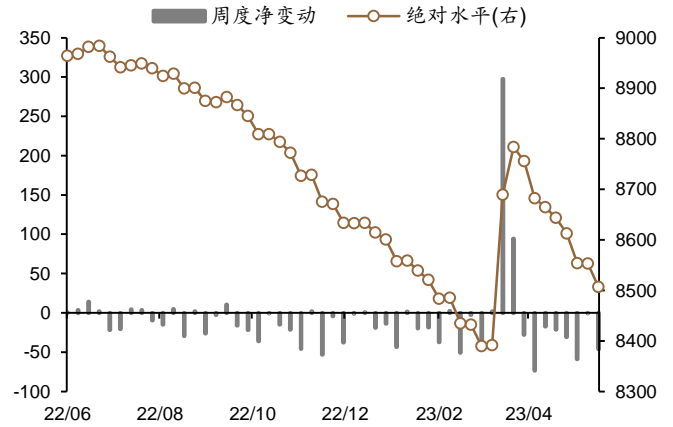
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



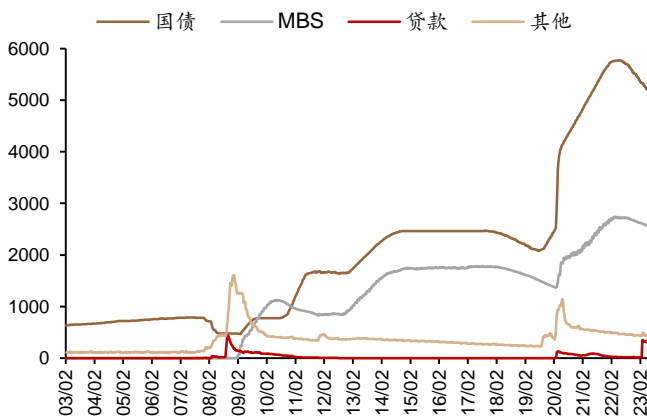
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



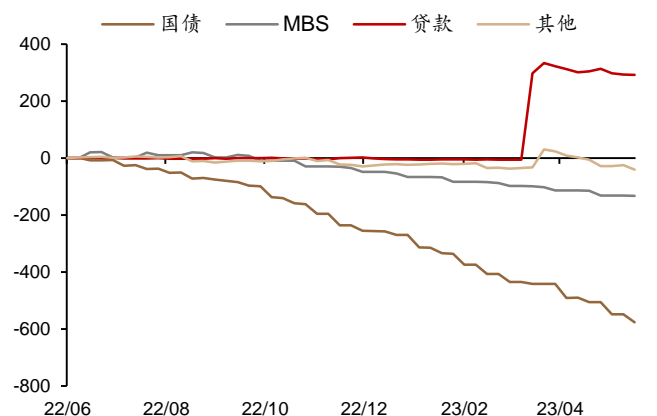
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



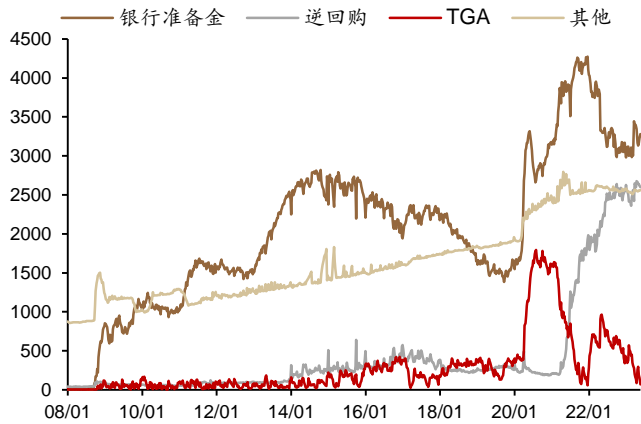
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



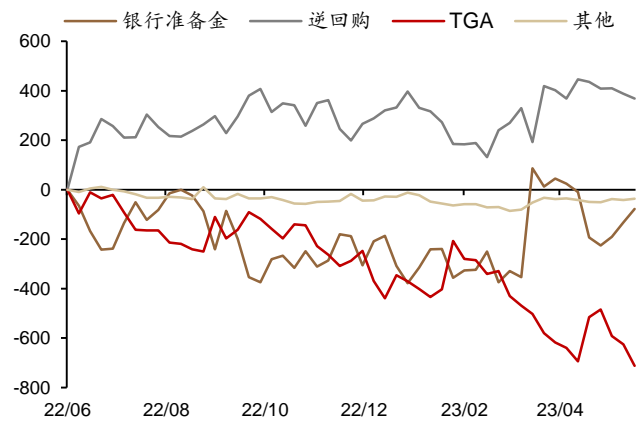
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



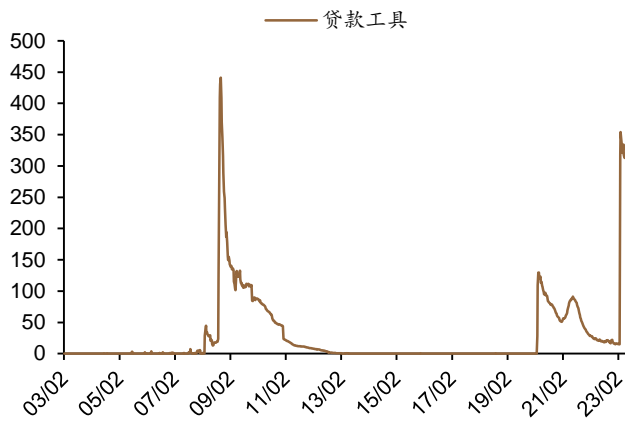
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



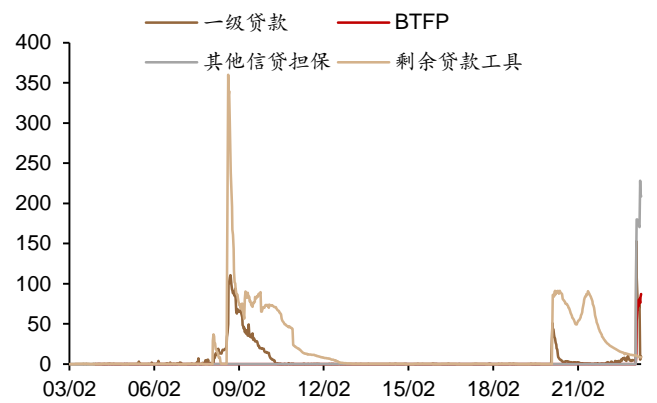
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



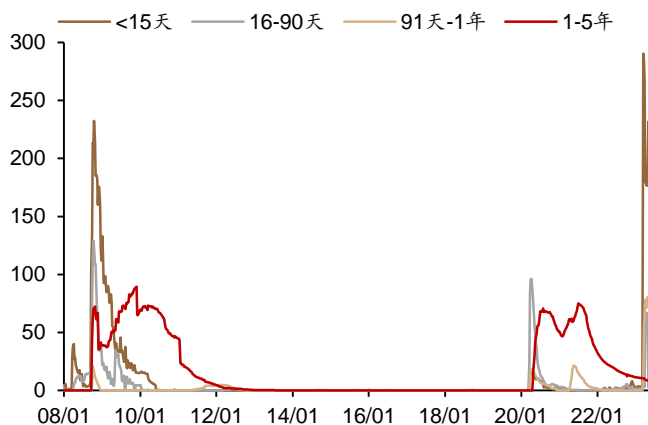
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



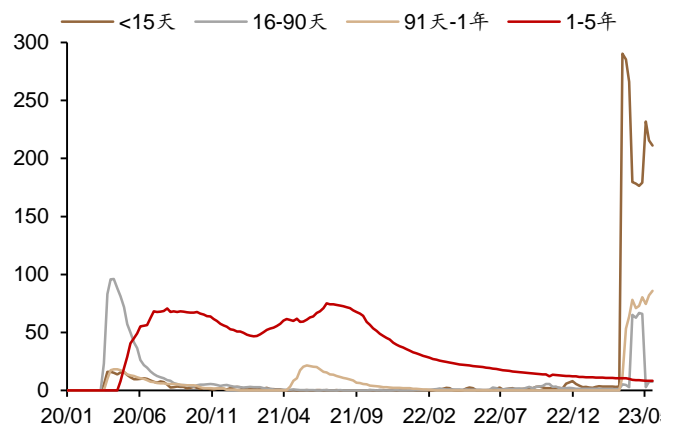
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



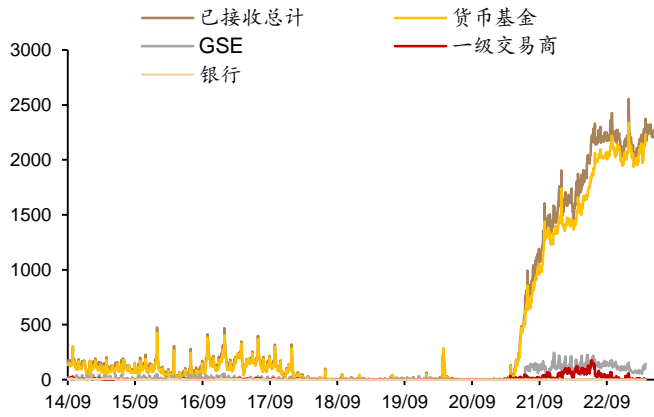
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



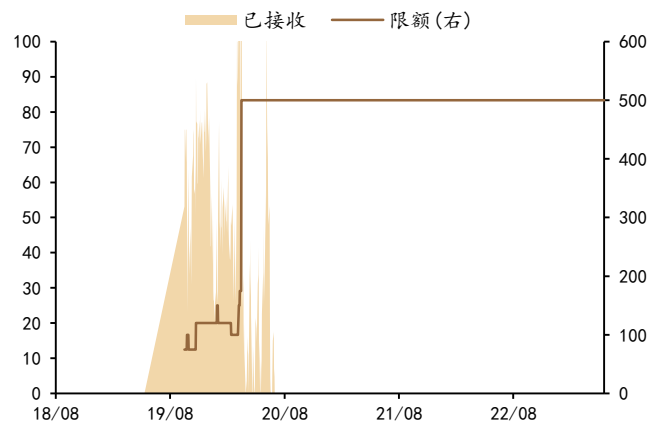
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 美联储贷款工具到期分布



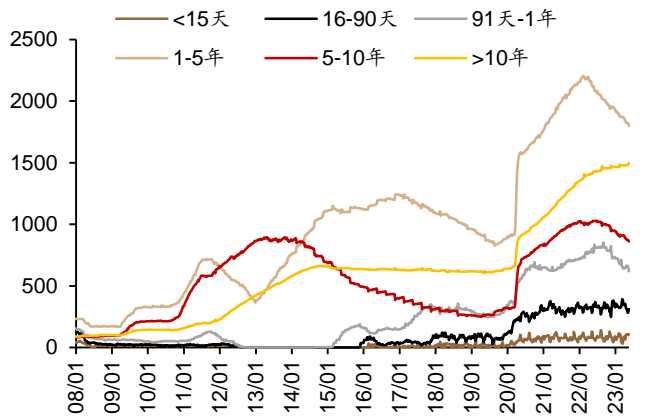
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 美联储正回购 (国内+国外)



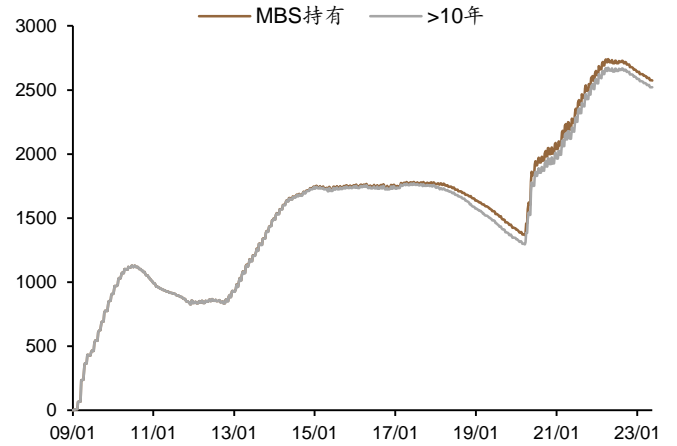
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。