



宏观周报

交易员不再预期全年政策利率会低于 5%

美联储周观察 20230528#

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:**受密集的超预期经济数据与美联储鹰派信号影响,交易员对年内 5% 以下的联邦基金利率不再抱有幻想。本周公布的一季度 GDP 修正值、4 月 PCE、首申失业、核心资本品订单均超预期,鹰派官员喊话年内仍有 2 次加息,导致 6 月加息概率飙升至 71%,6-7 月累积加息 25bps 预期计满,全年降息预期跌至 1 次,且是基于年内仍有 25bps 加息的基础上。此前我们反复提示的市场过度乐观的 6 月停止加息、全年 3 次降息预期已被充分纠正。当前,6 月是否加息基本取决于 5 月非农与 CPI 数据,但无论 6 月是否加息,我们仍维持全年美联储不降息的观点。短线来看,当前环境类似 SVB 危机前——美国经济数据超预期、美联储紧缩预期大幅上行(预期 3 月加息 50bps、年底加至 6%),在经济过热交易到达相对极致水平时,需警惕金融系统新的风险冲击迅速反转市场交易主线。
- 联邦基金利率预期:**6 月加息概率陡增,全年降息预期加速扭转。受密集的超预期经济数据与美联储鹰派信号影响,全年紧缩预期进一步升温(图 2),6 月加息预期升至 71%,6-7 月累积加息 25bps 预期计满,全年降息预期跌至 1 次,且是基于年内仍有 25bps 加息的基础上。**①近端加息预期:** CME 联邦基金期货模型显示,6 月加息 25bps 至 [5.25, 5.5]% 概率升至 71% 的新高(表 1)。23Q1 美国 GDP 季环比年率由初值的 +1.1% 修正为 +1.3%,GDP 价格指数由 +4.0% 上修至 +4.2%。4 月美国 PCEPI 同比 +4.4%,预期 +4.3%;环比 +0.4%,预期 +0.3%。4 月核心资本品订单环比初值 +1.4%,预期 -0.1%。5 月 23 日,“老鹰王” Bullard 认为让通胀尽快实现 2% 目标年内仍有 2 次加息,“新鹰王” Kashkari 表示 6 月加息与否仍是五五开的局面。5 月 24 日,美联储理事 Waller 表示除非有确凿证据显示通胀在向 2% 目标靠拢,否则不支持停止加息。5 月 FOMC 纪要显示,与会者们对是否要进一步加息以遏制通胀有较大分歧。**②远端降息预期:** CME 联邦基金期货模型显示,交易员当前预期年内仅有 25bps 降息,且是基于 6-7 月仍有累积 25bps 加息的基础上,当前市场预期已较美联储 3 月点阵图更加激进(图 1)。
- 美联储资产负债表:**美联储缩表持续, TGA 余额告急。本周美联储缩表 204 亿至 8.49 万亿美元(表 2)。**①资产端:** 证券资产减少 37 亿至 7.77 万亿美元(国债增持 3.5 亿、MBS 减少 40 亿)。贷款工具减少 160 亿至 2969 亿美元。按类别看,主要贷款减少 48 亿、BTFP 增加 49 亿,其他信贷担保工具减少 159 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 -150、-56、48 亿美元(图 12),向美联储的贷款久期进一步拉长意味着中小银行不再对已流失的居民储蓄抱希望,转而大举吸收美联储的“大额定存”。**②负债端:** 本周美联储负债增加 88 亿美元(逆回购增加 124 亿至 2.6 万亿美元、TGA 减少 189 亿至 495 亿美元),银行准备金余额减少 292 亿至 3.25 万亿美元。惠誉周四宣布将美国长期外币发行人违约评级列入负面观察名单,美国财长耶伦周三再度强调可以肯定 6 月初为 X-date,虽然我们认为基准情形是两党达成一致将债务上限上调 1.5 万亿美元,但仍需警惕 X-date 被真实触及的尾部风险。另外,在最新专题报告《美国债务上限危机的推演与影响》中我们指出,当前同样需要注意债务危机过去后,财政部将加大短债发行,一旦投资者转向投资这一高收益、短久期的利率债,市场流动性存在加速收紧风险(图 15)。
- 风险提示:** 金融系统风险再度发酵;美联储加码紧缩;美国债务上限危机触及 X-date,引发美国国债技术性违约。

表 1: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	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%	28.9%	71.1%	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%	18.2%	55.4%	26.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	27.5%	48.2%	19.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	23.7%	44.8%	24.5%	3.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.1%	29.3%	39.4%	18.8%	2.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.2%	19.6%	34.5%	28.7%	10.3%	1.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.5%	17.4%	32.3%	29.6%	13.1%	2.5%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.1%	16.1%	30.8%	29.9%	14.7%	3.6%	0.4%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.8%	26.8%	30.1%	18.9%	6.6%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.4%	10.3%	23.2%	29.3%	21.8%	9.8%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	1.7%	7.9%	19.3%	27.4%	24.0%	13.4%	4.8%	1.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.2%	6.1%	15.9%	25.0%	25.0%	16.6%	7.4%	2.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%

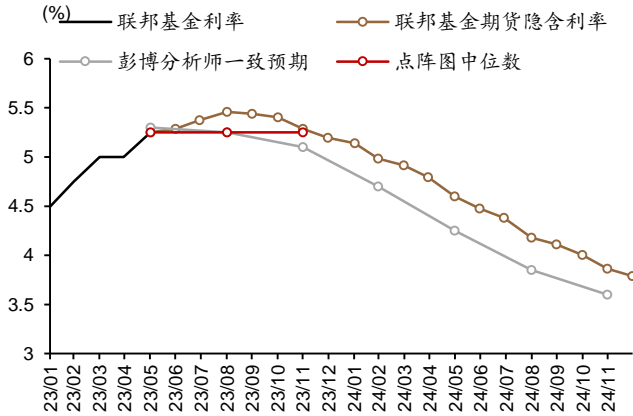
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 5 月 26 日

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	24/05/2023	17/05/2023	10/05/2023	03/05/2023	26/04/2023	19/04/2023	12/04/2023
100.0%	总资产	20,425	94,725	-478,061	8,486,486	8,506,911	8,553,203	8,553,862	8,612,819	8,643,408	8,664,852
99.0%	信贷资产	20,284	94,400	-478,492	8,400,116	8,420,400	8,466,412	8,467,040	8,525,931	8,556,700	8,578,046
91.5%	证券持有	-3,652	-180,602	-712,839	7,767,733	7,771,385	7,801,273	7,800,812	7,843,852	7,860,459	7,877,741
61.2%	美国国债证券	351	-140,987	-575,818	5,194,961	5,194,610	5,223,146	5,222,684	5,265,728	5,265,070	5,280,914
0.0%	联邦机构债务	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	-4,003	89,615	-137,021	2,570,425	2,574,428	2,575,780	2,575,780	2,575,776	2,593,042	2,594,480
0.0%	正回购协定	24	30	30	30	6	25	0	0	20,000	30,000
0.0%	外国官方	2	2	2	2	0	0	0	0	20,000	30,000
0.0%	其他	22	28	28	28	6	25	0	0	0	0
3.5%	贷款	-15,980	281,651	276,195	296,860	312,840	313,360	317,837	334,130	325,458	321,087
0.0%	主要贷款	-4,837	-370	3,341	4,211	9,048	9,323	5,345	73,855	69,925	67,633
1.1%	银行定期融资BTFP	4,901	91,907	91,907	91,907	87,006	83,101	75,778	81,327	73,982	71,837
2.3%	其他信贷担保	-15,878	192,620	192,620	192,620	208,498	212,531	228,217	170,370	172,615	172,615
0.0%	央行流动性掉期	-19	-20	208	391	410	422	410	418	480	484
0.4%	其他资产	2,235	2,362	5,455	35,739	33,504	47,911	44,375	43,217	44,752	42,535
61.7%	总负债(除准备金余额)	8,791	-152,370	-371,437	5,235,715	5,226,924	5,327,892	5,387,626	5,480,720	5,478,527	5,317,299
27.5%	流通货币	3,920	29,506	57,247	2,337,470	2,333,550	2,332,909	2,328,586	2,323,746	2,323,062	2,324,274
30.8%	逆回购协议	12,379	50,656	380,466	2,611,006	2,598,627	2,618,178	2,640,951	2,638,805	2,666,343	2,676,727
4.2%	外国官方&国际账户	24,654	-6,816	94,772	360,297	384,951	385,029	382,729	359,244	371,666	372,865
26.5%	其他	37,033	57,472	285,694	2,250,709	2,213,676	2,233,149	2,258,222	2,279,561	2,294,677	2,303,862
0.0%	国库持有现金	12	98	138	229	217	209	203	185	161	170
3.4%	机构存款(非准备金)	569	-206,313	-742,465	285,965	285,396	368,158	404,499	505,693	471,124	299,511
2.7%	其他存款	19,428	55,694	-13,342	226,807	207,379	203,666	206,514	199,801	196,346	203,199
0.1%	外国官方存款	1	252	1,979	9,686	9,685	9,684	9,676	9,684	9,684	9,758
0.6%	财政部一般账户TGA	-18,859	-262,258	-731,102	49,473	68,332	154,808	188,309	296,209	265,095	86,554
38.3%	银行准备金余额	29,216	247,095	-106,624	3,250,771	3,279,987	3,225,311	3,166,236	3,132,099	3,164,881	3,347,553

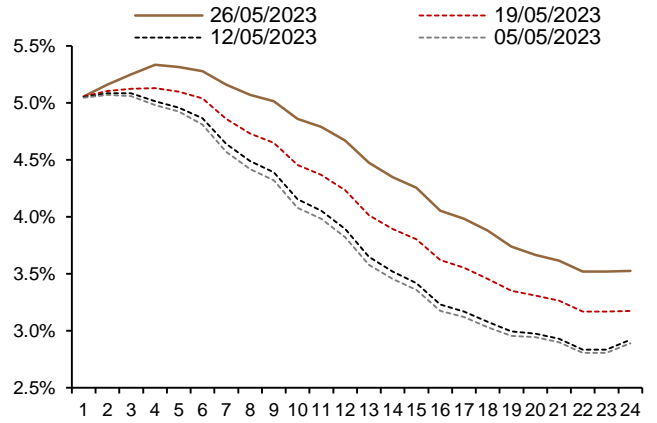
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



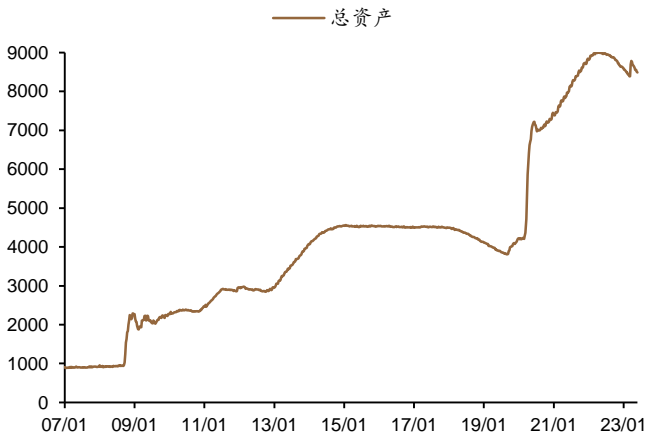
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率过去四周变化



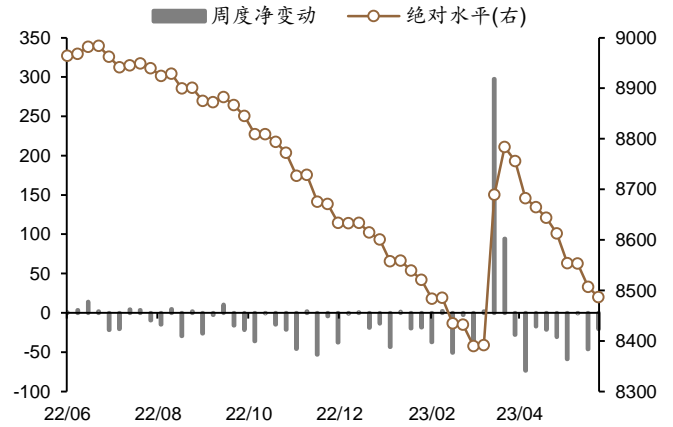
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



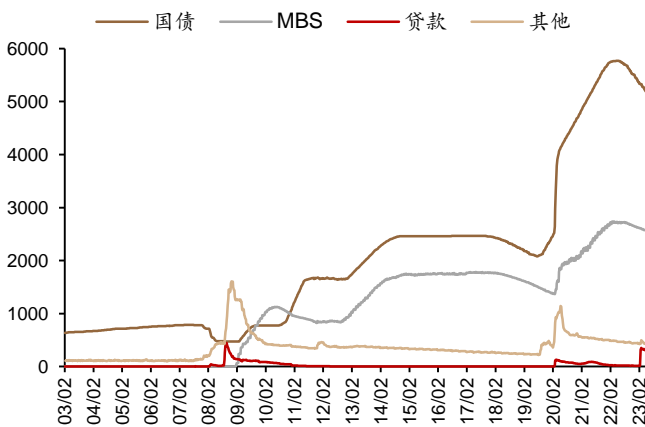
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



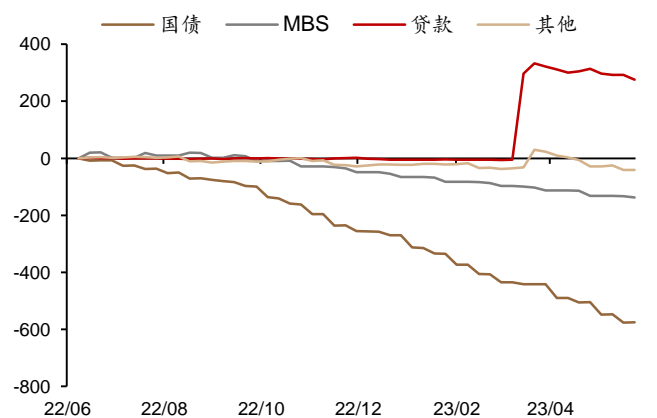
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



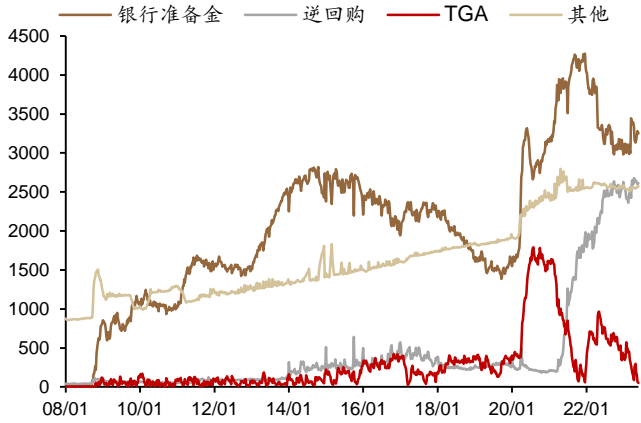
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



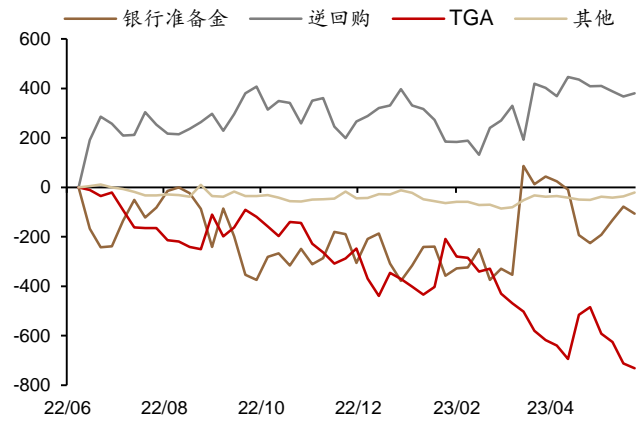
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



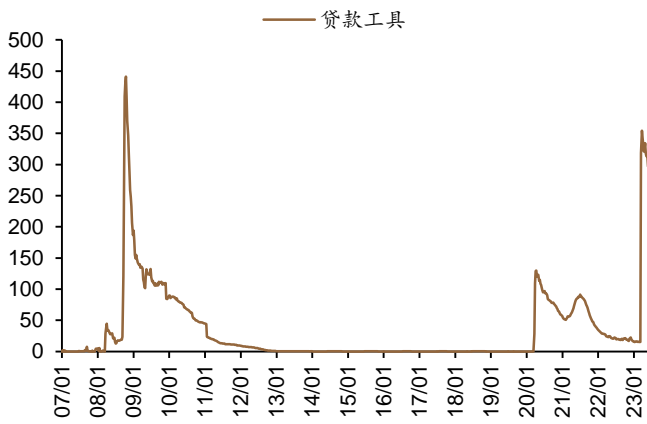
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



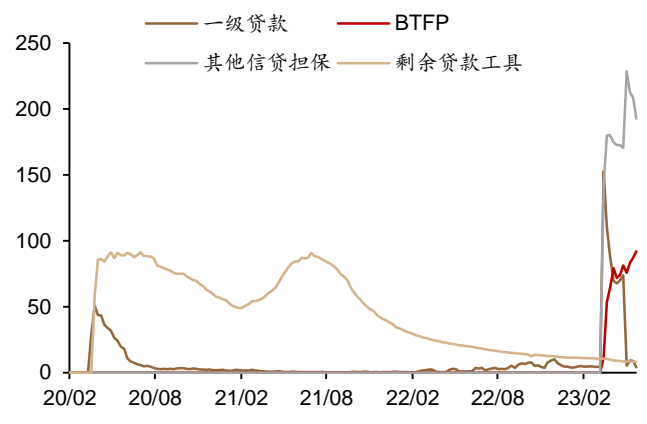
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



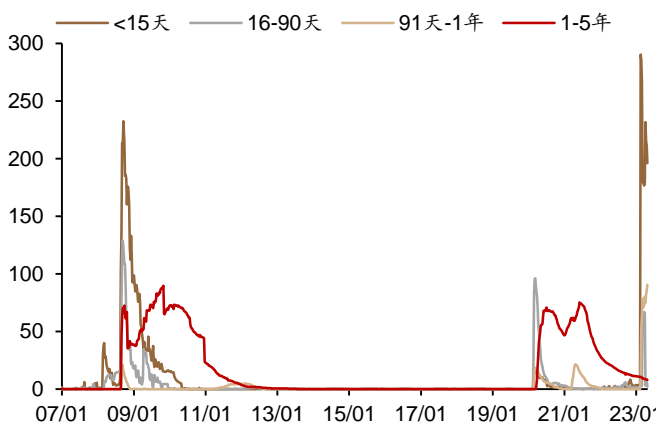
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



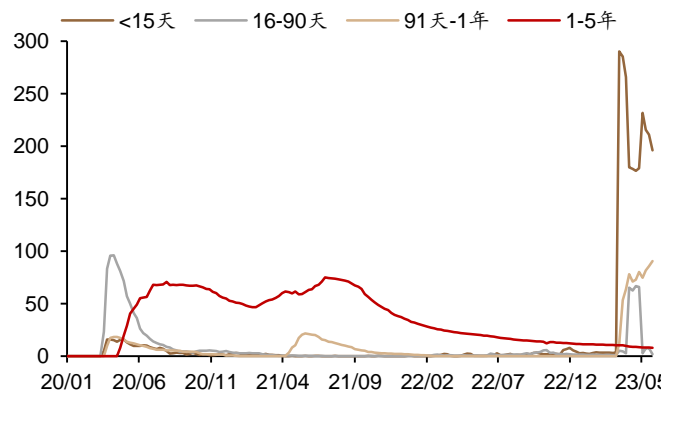
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



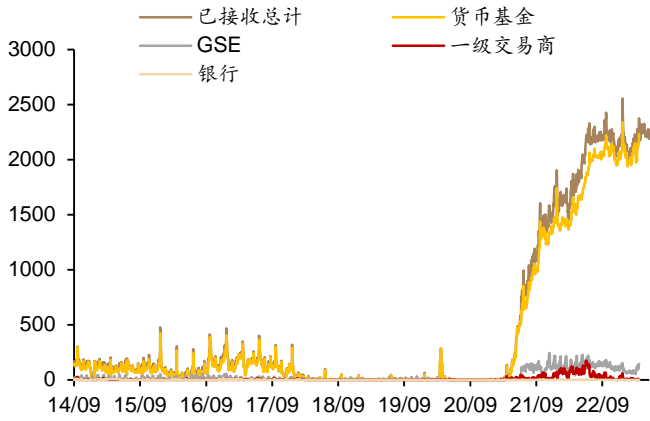
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



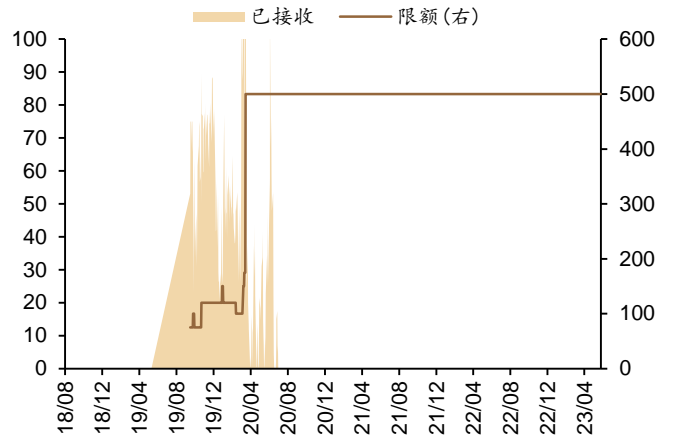
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



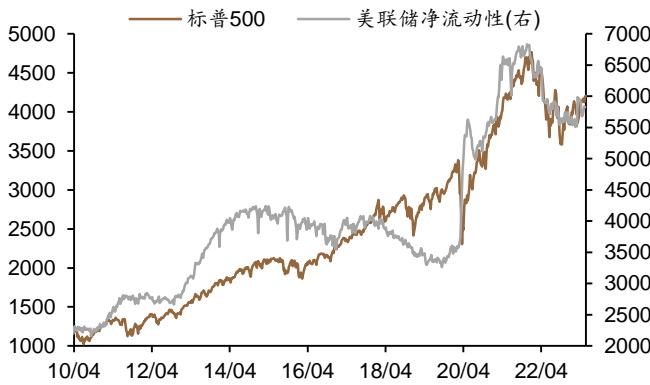
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



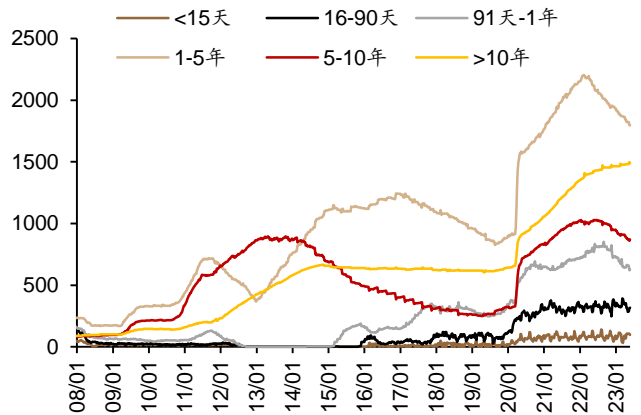
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 15: 标普 500 与美联储净流动性



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

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。