



## 宏观周报

# 经济韧性延续推升下半年加息预期

### 美联储周观察 20230604#

#### 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: 6月加息或被跳过, 经济过热&联储紧缩交易较为拥挤, 下半年市场交易主线仍然面临频繁&快速切换风险。**延续韧性的经济数据继续延后美国经济衰退预期, 并强化美联储紧缩预期。6月是否加息将更多取决于5月CPI读数, 但考虑到美国债务上限危机刚化解、财政部面临巨量国债发行压力, 6月加息被推迟至7月概率较大。**无论6月加息与否, 我们都继续维持年内美联储不会降息的观点。向前看, 交易风险将更加两极化, 资产价格在“经济过热&货政紧缩”与“衰退避险&货政宽松”之间的轮动仍将会愈发频繁&快速:**一方面, 超额储蓄将持续支撑美国消费, 延后经济衰退, 强化货政紧缩预期, 不排除政策利率曲线进一步熊平至SVB危机前水平; 另一方面, 在高利率久期的进一步拉长, 金融系统或有的、偶发的且无法预测的新的风险事件仍随时存在兑现并迅速主导市场交易的可能。
- **联邦基金利率预期: 交易员预测6月加息将后移至7月, 年底开启降息。****①近端加息预期:** 尽管近期公布的数据仍然彰显着美国经济的韧性, 但美联储官员对6月加息仍然开放的态度使得6月联邦基金期货隐含的加息概率“上蹿下跳”——其从5月22日的10%升至5月31日的70%后, 又回落至最新的28.1% (表1)。**②远端降息预期:** CME联邦基金期货模型显示, 在基于年内有25bps加息的基础上, 交易员预期全年降息1次。彭博分析师则维持政策利率将从6月一直保持当前水平至年底的预期 (图1)。
- **美联储资产负债表: QT持续、BTFF久期继续拉长、TGA有望触底回升。**本周美联储总资产减少509亿至8.44万亿美元 (表2)。**①资产端:** 证券资产减少429亿至7.72万亿美元 (国债减少307亿、MBS减少122亿)。贷款工具减少32亿至2936亿美元。按类别看, 主要贷款减少2.4亿、BTFF增加17亿、其他信贷担保工具减少45亿美元 (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-55、6、18亿美元 (图12), 贷款久期进一步拉长, 美国中小银行正继续吸收美联储的“大额定存”。5月31日, FDIC公布23Q1美国金融机构画像<Quarterly Banking Profile>, 数据显示23Q1美国银行业存款外流4721亿美元, 系1984年有统计以来最大外流。FDIC的“问题银行名单”新增4家银行至43家, 总资产上升105亿至580亿美元<sup>1</sup>。**②负债端&净资产:** 本周美联储负债减少56亿美元至5.23万亿美元 (逆回购增加47亿至2.62万亿美元、TGA减少9.6亿至485亿美元), 银行准备金余额减少452亿至3.21万亿美元。在X-date来临前夕, 美国国会投票将债务上限暂停至2025年1月1日, 预计美国财政部将迅速开启TBills发行, TGA有望触底回升。我们预期增发的TBills将主要被货币基金购入, 并对应为逆回购规模的下降, 但考虑到TBills短久期、高收益、低风险的特点, 仍需注意其对其他资产带来的流动性冲击 (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	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%	71.9%	28.1%	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%	33.6%	51.5%	15.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	35.9%	46.7%	13.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	33.1%	45.8%	16.0%	1.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.0%	36.2%	38.6%	12.4%	0.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	22.0%	37.2%	27.2%	7.4%	0.5%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.7%	22.3%	37.0%	26.8%	7.2%	0.5%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	24.2%	35.7%	24.2%	6.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	5.7%	18.8%	31.9%	28.0%	12.2%	2.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.7%	5.1%	17.2%	30.3%	28.4%	14.2%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.6%	4.1%	14.6%	27.4%	28.9%	17.3%	5.9%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.5%	3.6%	12.9%	25.4%	28.6%	19.1%	7.7%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

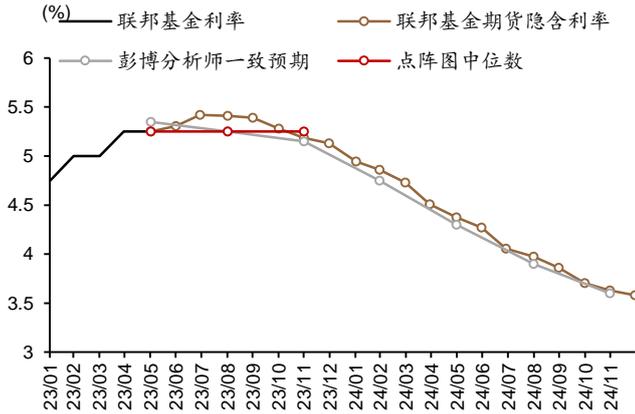
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 6 月 2 日

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	31/05/2023	24/05/2023	17/05/2023	10/05/2023	03/05/2023	26/04/2023	19/04/2023
100.0%	<b>总资产</b>	-50,877	43,848	-528,938	8,435,609	8,486,486	8,506,911	8,553,203	8,553,862	8,612,819	8,643,408
99.0%	<b>信贷资产</b>	-50,772	43,628	-529,264	8,349,344	8,400,116	8,420,400	8,466,412	8,467,040	8,525,931	8,556,700
91.6%	证券持有	-42,913	-223,515	-755,752	7,724,820	7,767,733	7,771,385	7,801,273	7,800,812	7,843,852	7,860,459
61.2%	美国国债证券	-30,724	-171,711	-606,542	5,164,237	5,194,961	5,194,610	5,223,146	5,222,684	5,265,728	5,265,070
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	-12,189	51,804	-148,210	2,558,236	2,570,425	2,574,428	2,575,780	2,575,780	2,575,776	2,593,042
0.0%	正回购协定	-30	0	0	0	30	6	25	0	0	20,000
0.0%	外国官方	-2	0	0	0	2	0	0	0	0	20,000
0.0%	其他	-28	0	0	0	28	6	25	0	0	0
3.5%	贷款	-3,216	278,435	272,979	293,644	296,860	312,840	313,360	317,837	334,130	325,458
0.0%	主要贷款	-240	-610	3,101	3,971	4,211	9,048	9,323	5,345	73,855	69,925
1.1%	银行定期融资BTFP	1,708	93,615	93,615	93,615	91,907	87,006	83,101	75,778	81,327	73,982
2.2%	其他信贷担保	-4,528	188,092	188,092	188,092	192,620	208,498	212,531	228,217	170,370	172,615
0.0%	央行流动性掉期	1	-19	209	392	391	410	422	410	418	480
0.4%	其他资产	-3,128	-766	2,327	32,611	35,739	33,504	47,911	44,375	43,217	44,752
62.0%	<b>总负债(除准备金余额)</b>	-5,632	-158,002	-377,069	5,230,083	5,235,715	5,226,924	5,327,892	5,387,626	5,480,720	5,478,527
27.8%	流通货币	6,706	36,212	63,953	2,344,176	2,337,470	2,333,550	2,332,909	2,328,586	2,323,746	2,323,062
31.0%	逆回购协议	4,671	55,327	385,137	2,615,677	2,611,006	2,598,627	2,618,178	2,640,951	2,638,805	2,666,343
4.3%	外国官方&国际账户	521	-6,295	95,293	360,818	360,297	384,951	385,029	382,729	359,244	371,666
26.7%	其他	4,150	61,622	289,844	2,254,859	2,250,709	2,213,676	2,233,149	2,258,222	2,279,561	2,294,677
0.0%	国库持有现金	18	116	156	247	229	217	209	203	185	161
3.2%	机构存款(非准备金)	-17,490	-223,803	-759,955	268,475	285,965	285,396	368,158	404,499	505,693	471,124
2.5%	其他存款	-16,598	39,096	-29,940	210,209	226,807	207,379	203,666	206,514	199,801	196,346
0.1%	外国官方存款	69	321	2,048	9,755	9,686	9,685	9,684	9,676	9,684	9,684
0.6%	财政部一般账户TGA	-961	-263,219	-732,063	48,512	49,473	68,332	154,808	188,309	296,209	265,095
38.0%	<b>银行准备金余额</b>	-45,245	201,850	-151,869	3,205,526	3,250,771	3,279,987	3,225,311	3,166,236	3,132,099	3,164,881

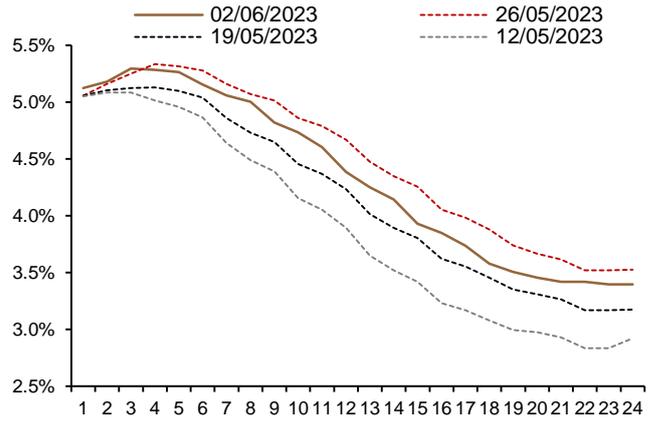
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



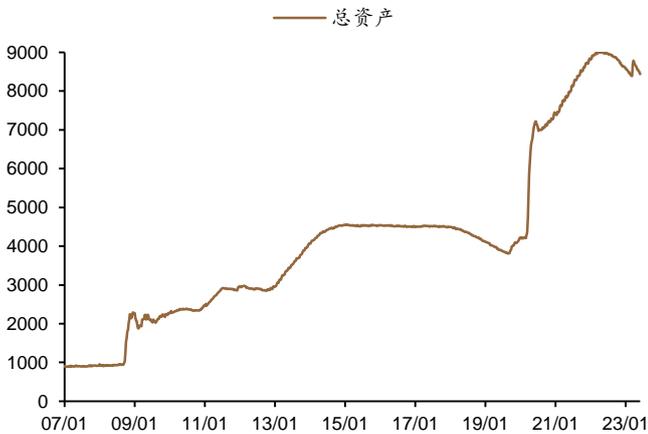
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率过去四周变化



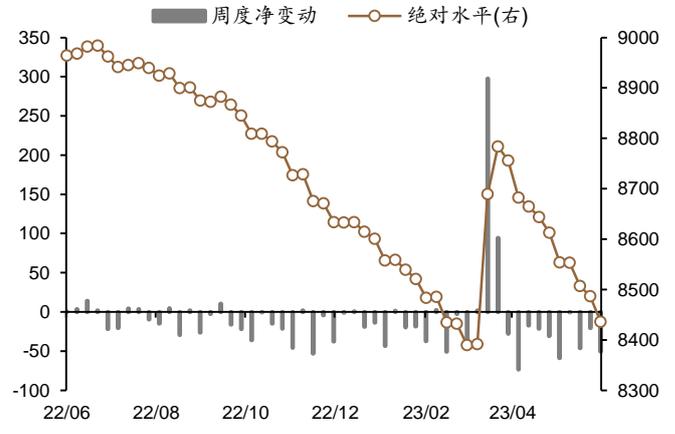
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



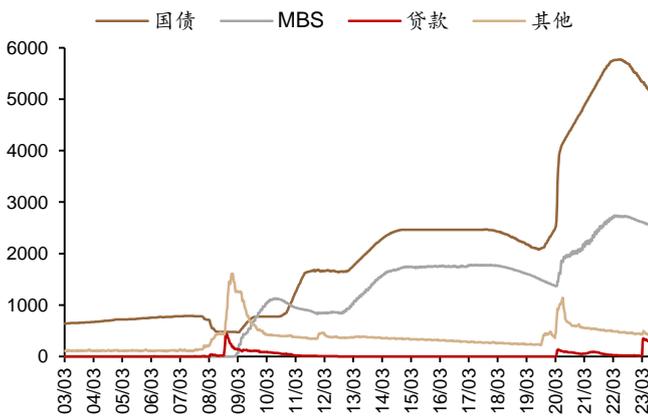
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



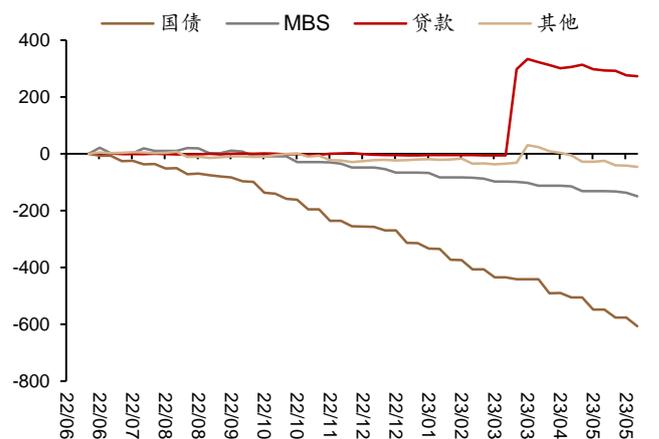
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



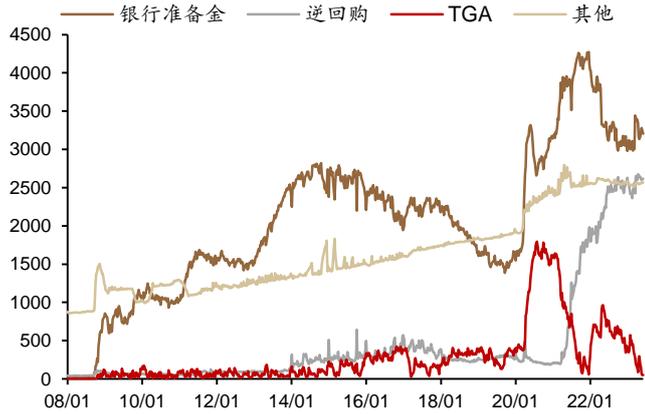
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



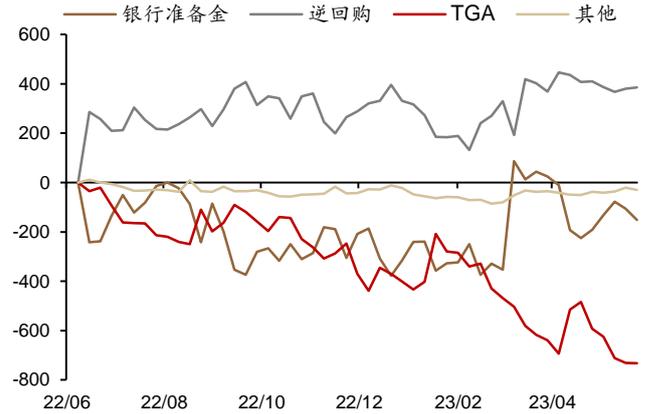
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



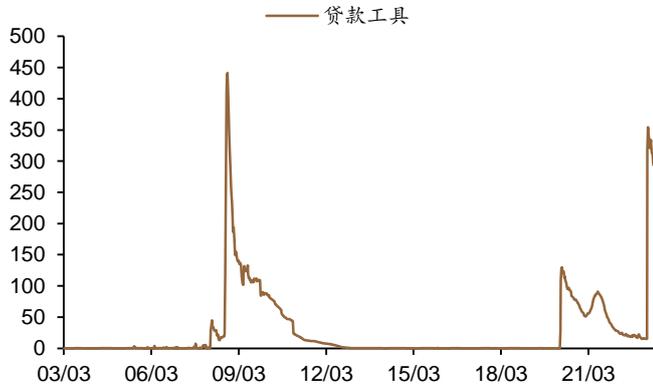
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



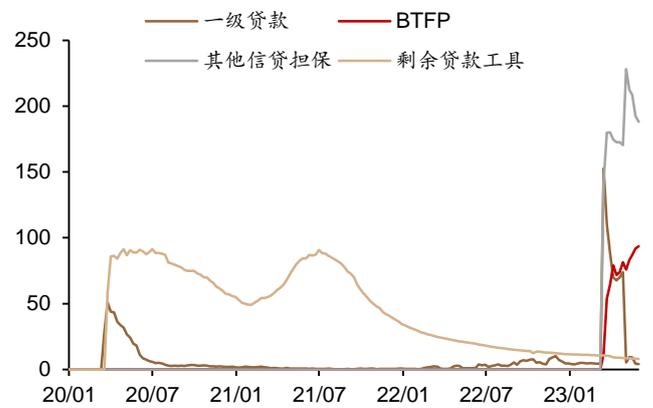
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



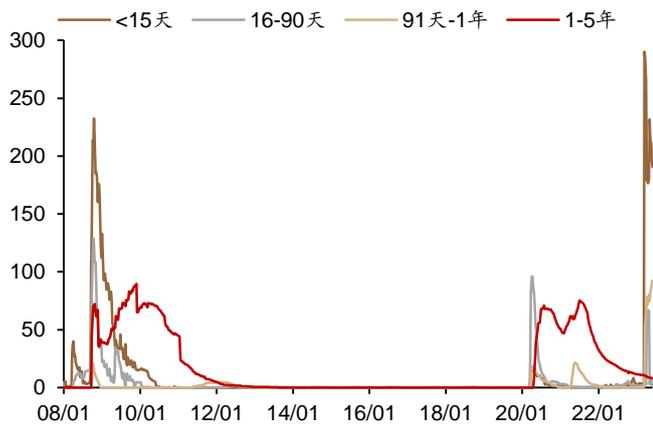
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



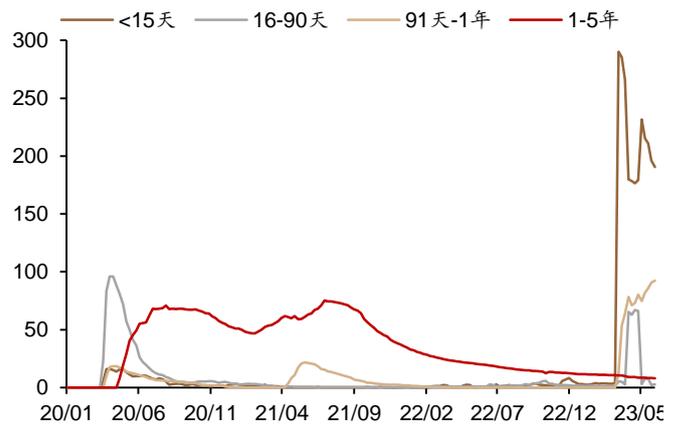
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



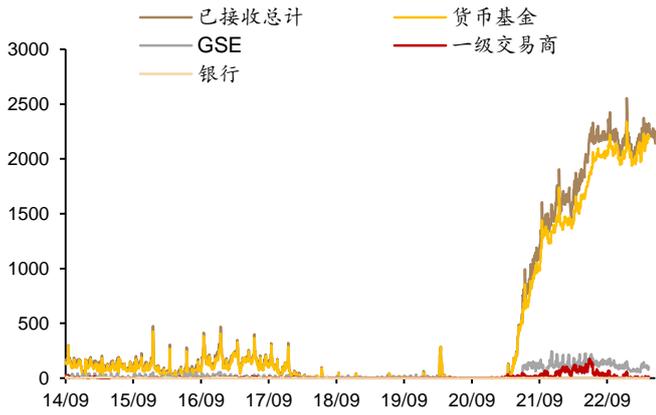
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



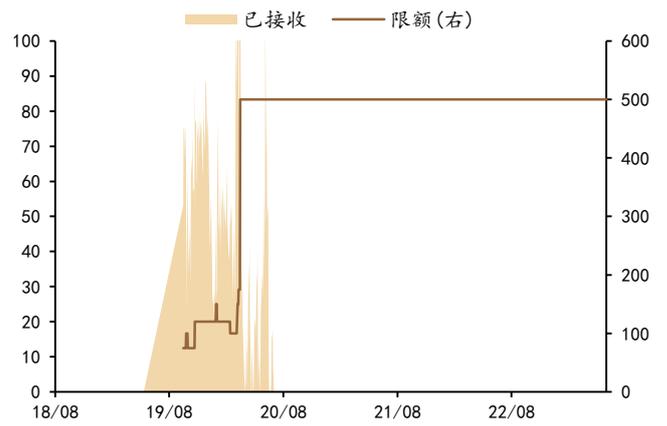
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



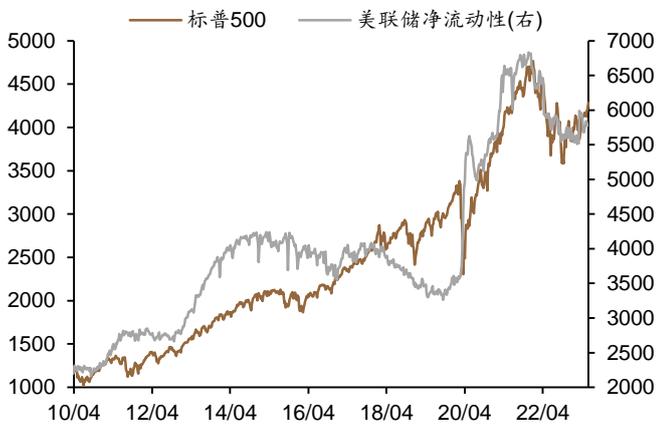
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



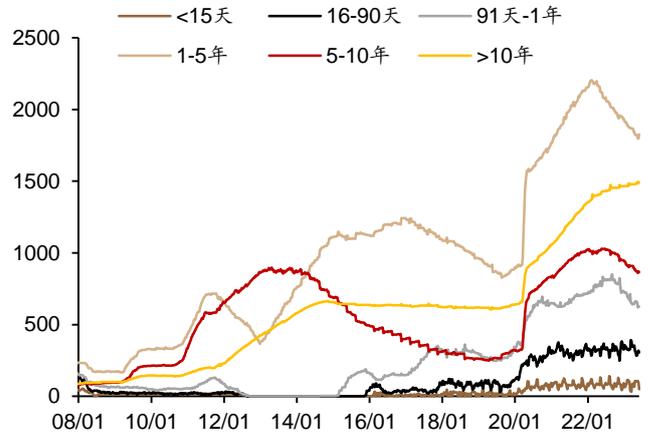
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。