



宏观周报

货基扫货国债，TGA 持续回升

美联储周观察 20230618#

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

韦祎

资格编号：S0120123040019

邮箱：weiyi@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：6月 FOMC 点阵图将 23Q4 政策利率上调 50bps 至[5.5, 5.75]%，交易员当前计价 7 月加息 25bps 并于明年 1 月降息。债务上限暂停第二周，TGA 持续上升，货币基金将资金从美联储逆回购中抽离并买入国债。向前看，我们认为下半年再度上行的通胀难以让美联储开启降息，而下半年加息与否的关键仍是金融条件与经济数据的博弈。如若没有新的金融风险爆发，则美联储需要通过紧货币来紧信用，即通过进一步加息以抑制金融条件；如若有新的金融风险爆发，则信用自发的收紧将弱化美联储进一步加息的必要性。**
- **联邦基金利率预期：交易员对于“下半年再度加息、年内不降息”的预期已较为充分，但对政策利率终点的预期值低于最新点阵图指引。①近端加息预期：CME 联邦基金期货模型显示，交易员预期美联储 7 月加息 25bps 至[5.25, 5.5]%的概率为 74.4%（表 1）。本周公布的 5 月 CPI 在高基数效应压制下延续回落，同比录得 +4.0%，但核心 CPI（同比+5.3%，环比+0.4%）显示通胀黏性仍强。5 月零售销售环比+0.3%，预期-0.2%，当周初请失业金人数录得 26.2 万人，连续两周超预期。6 月 FOMC 会议 SEP 将 23Q4 的 GDP 同比增速由+0.4%上调至+1.0%、失业率由+4.5%下调至+4.1%、核心 PCE 由+3.6%上调至+3.9%。对总需求更乐观的预期也让美联储再次上调点阵图，6 月点阵图将 23Q4 政策利率预期抬高 50bps 至 [5.5, 5.75]%，即暗示年内尚有两次加息且不会降息。②远端降息预期：CME 联邦基金期货模型显示，在基于 7 月加息 25bps 的基础上，交易员充分计价 2024 年 1 月开启降息。5 月彭博调查问卷显示分析师仍预期美联储年内或维持[5, 5.25]%的政策利率。虽然当前交易员较分析师更充分预期了年内仍有 25bps 的加息，但相较于美联储点阵图 50bps 的指引比仍有预期差。向前看，美联储下半年加息与否的关键仍是金融条件与经济数据。如若没有新的金融风险爆发，则美联储需要通过紧货币来紧信用，即通过进一步加息以抑制金融条件；如若有新的金融风险爆发，则信用自发的收紧将弱化美联储进一步加息的必要性。**
- **美联储资产负债表：BTFP 小幅回升，TGA 持续增长。本周美联储总资产减少 8.4 亿至 8.44 万亿美元（表 2）。①资产端：证券资产减少 16 亿至 7.72 万亿美元（美国国债减少 15.7 亿，MBS 减少 0.6 亿）。贷款工具减少 26 亿至 2938 亿美元。按类别看，主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增 4.5、18、-47 亿美元（图 10）。按期限看，1-15 天、16-90 天、91 天-1 年贷款工具分别新增-43、1、18 亿美元（图 12），贷款久期继续拉长，美国中小银行继续吸收美联储“大额定存”，货币市场基金总规模则达到 5.45 万亿美元的高位。②负债端&净资产：本周美联储负债减少 10 亿美元至 5.13 万亿美元（逆回购减少 710 亿至 2.44 万亿美元、TGA 增加 574 亿至 1349 亿美元），银行准备金余额增加 1.6 亿至 3.31 万亿美元。根据财政部数据，票据发行量的激增以及季度企业纳税带来的近 400 亿美元的增长极大地重建了财政部的现金余额，TGA 余额在 6 月 15 日从 1349 亿美元暴增至 2504 亿美元，为一个月来最高¹，并对美联储的逆回购开启虹吸，其存量连续两周快速下降，同时货币市场基金持有的政府债券资产升至 4.5 万亿美元的高位，如期成为新增发短债的主要人承接方，但后续仍须动态关注投资者对美国国债的认购行为是否会引发净流动性的收缩（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	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	74.4%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	68.5%	8.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	23.5%	67.3%	8.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	37.7%	48.3%	5.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.5%	42.5%	29.0%	3.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.0%	33.7%	34.7%	14.1%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.4%	32.6%	34.6%	15.2%	2.1%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.7%	24.7%	33.8%	23.2%	7.5%	0.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.6%	22.2%	32.4%	24.8%	9.9%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.9%	6.4%	19.6%	30.6%	26.2%	12.6%	3.3%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.8%	5.9%	18.5%	29.7%	26.5%	13.7%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.9%	11.0%	23.0%	28.4%	21.4%	9.8%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

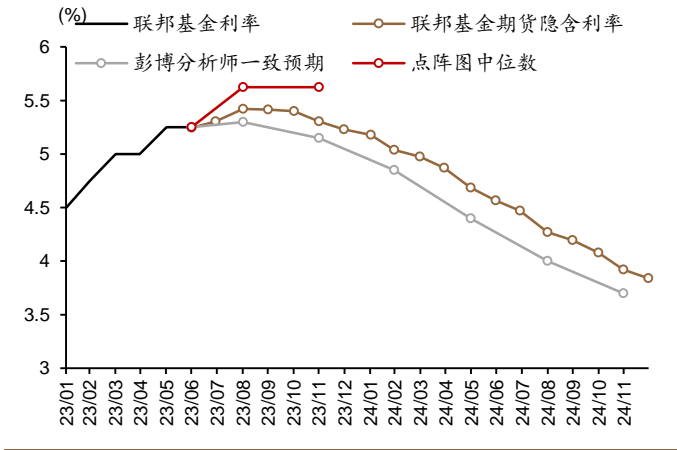
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 6 月 16 日

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	14/06/2023	07/06/2023	31/05/2023	24/05/2023	17/05/2023	10/05/2023
100.0%	总资产	-839	46,660	-526,126	8,438,421	8,439,260	8,435,609	8,486,486	8,506,911	8,553,203
99.0%	信贷资产	-1,061	46,176	-526,716	8,351,892	8,352,953	8,349,344	8,400,116	8,420,400	8,466,412
91.5%	证券持有	-1,635	-227,565	-759,802	7,720,770	7,722,405	7,724,820	7,767,733	7,771,385	7,801,273
61.2%	美国国债证券	-1,571	-175,697	-610,528	5,160,251	5,161,822	5,164,237	5,194,961	5,194,610	5,223,146
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.3%	抵押担保证券	-64	51,868	-149,274	2,558,172	2,558,236	2,558,236	2,570,425	2,574,428	2,575,780
0.0%	正回购协定	0	0	0	0	0	0	30	6	25
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	2	0	0
0.0%	其他	0	0	0	0	0	0	28	6	25
3.5%	贷款	2,584	278,603	273,147	293,812	296,396	293,644	296,860	312,840	313,360
0.0%	主要贷款	451	-963	2,748	3,618	3,167	3,971	4,211	9,048	9,323
1.2%	银行定期融资BTFP	1,808	101,969	101,969	101,969	100,161	93,615	91,907	87,006	83,101
2.1%	其他信贷担保	4,694	180,468	180,468	180,468	185,162	188,092	192,620	208,498	212,531
0.0%	央行流动性掉期	-6	-74	154	337	343	392	391	410	422
0.5%	其他资产	3,385	6,138	9,231	39,515	36,130	32,611	35,739	33,504	47,911
60.8%	总负债(除准备金余额)	-996	-255,975	-475,042	5,132,110	5,133,106	5,230,083	5,235,715	5,226,924	5,327,892
27.8%	流通货币	-1,223	34,524	62,265	2,342,488	2,343,711	2,344,176	2,337,470	2,333,550	2,332,909
28.9%	逆回购协议	-71,005	-123,279	206,531	2,437,071	2,508,076	2,615,677	2,611,006	2,598,627	2,618,178
3.9%	外国官方&国际账户	-18,554	-39,147	62,441	327,966	346,520	360,818	360,297	384,951	385,029
25.0%	其他	-52,451	-84,132	144,090	2,109,105	2,161,556	2,254,859	2,250,709	2,213,676	2,233,149
0.0%	国库持有现金	-9	96	136	227	236	247	229	217	209
4.2%	机构存款(非准备金)	69,590	-137,557	-673,709	354,721	285,131	268,475	285,965	285,396	368,158
2.5%	其他存款	12,233	39,066	-29,970	210,179	197,946	210,209	226,807	207,379	203,666
0.1%	外国官方存款	0	251	1,978	9,685	9,685	9,755	9,686	9,685	9,684
1.6%	财政部一般账户TGA	57,357	-176,874	-645,718	134,857	77,500	48,512	49,473	68,332	154,808
39.2%	银行准备金余额	157	302,635	-51,084	3,306,311	3,306,154	3,205,526	3,250,771	3,279,987	3,225,311

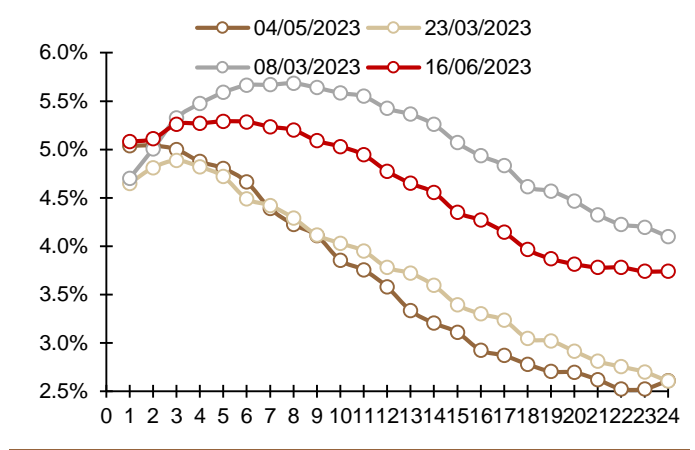
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



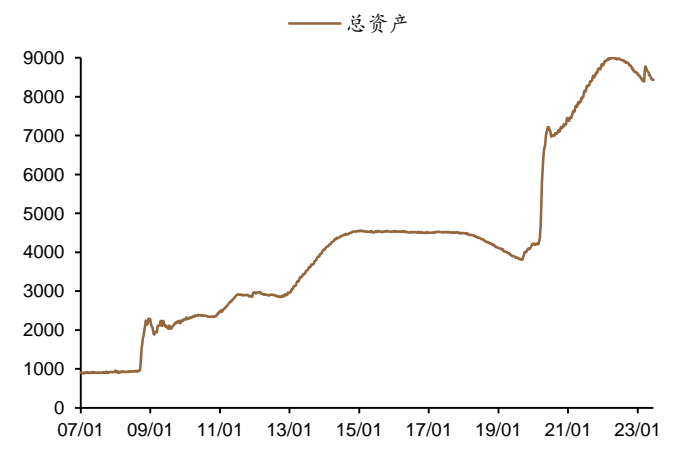
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线交易拥挤度



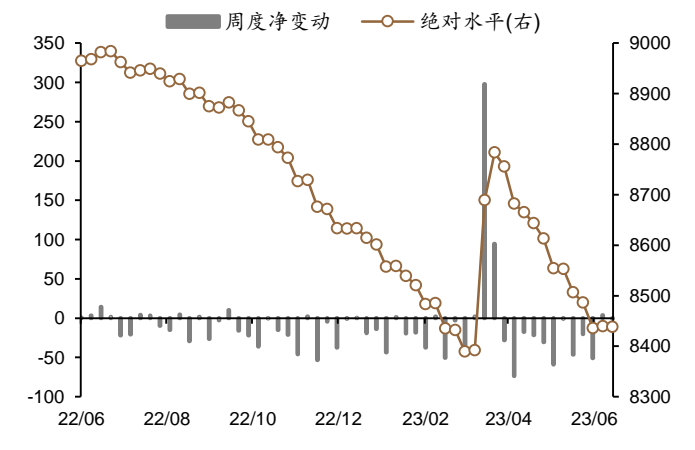
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



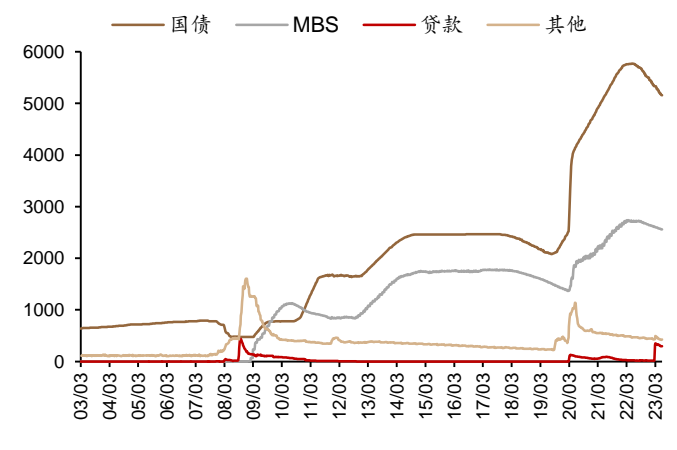
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



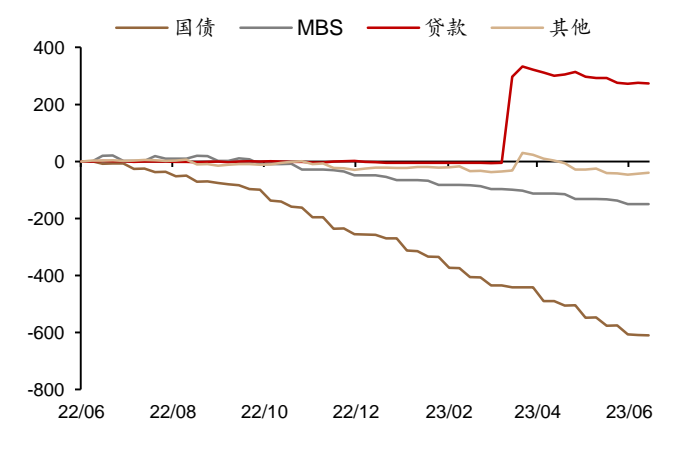
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



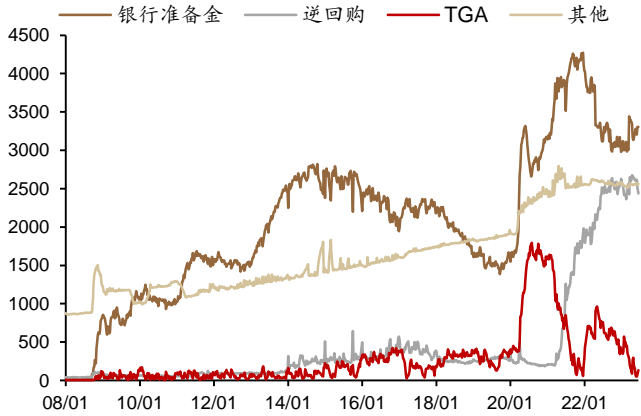
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



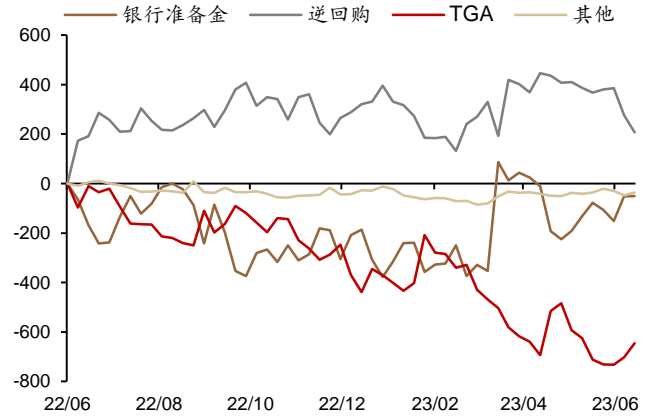
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



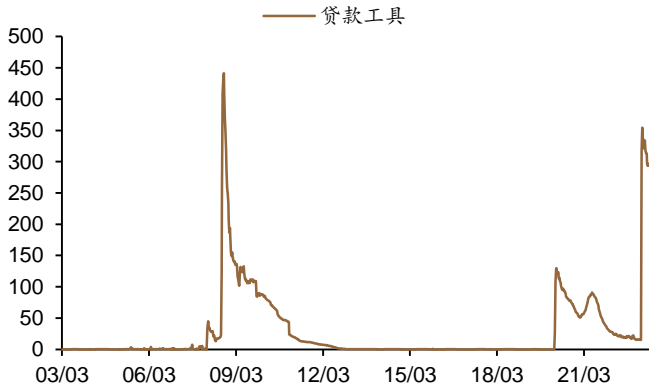
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



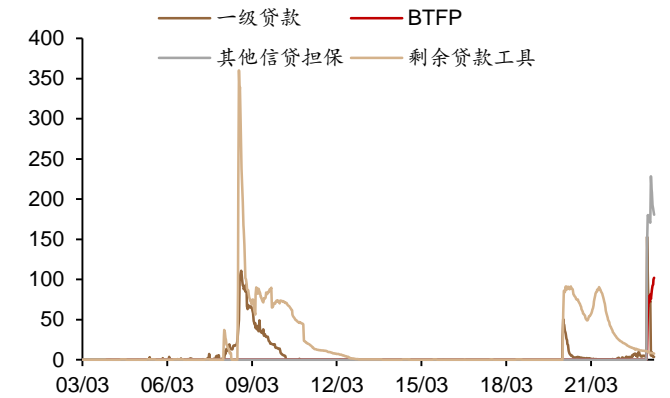
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



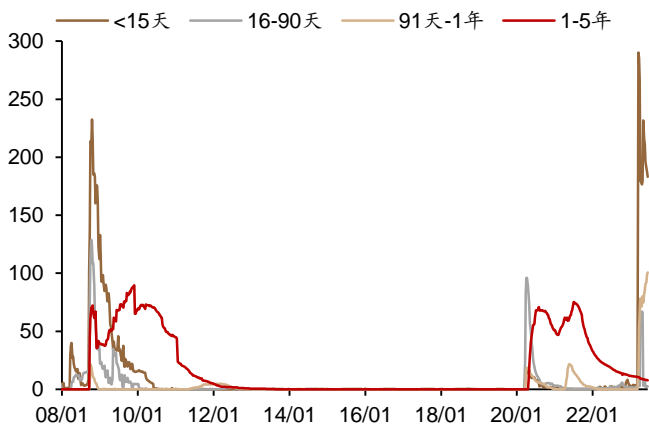
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



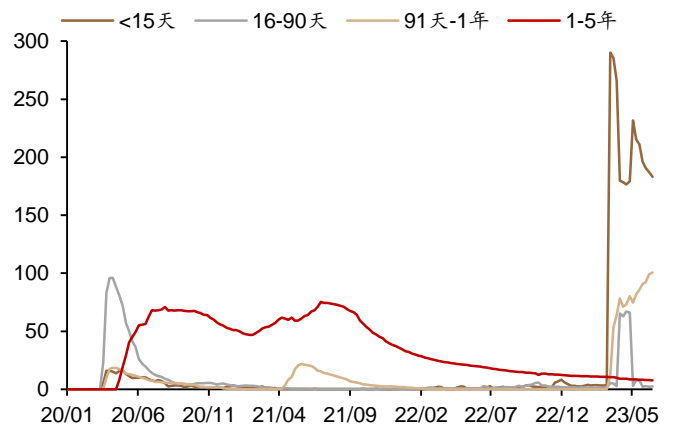
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



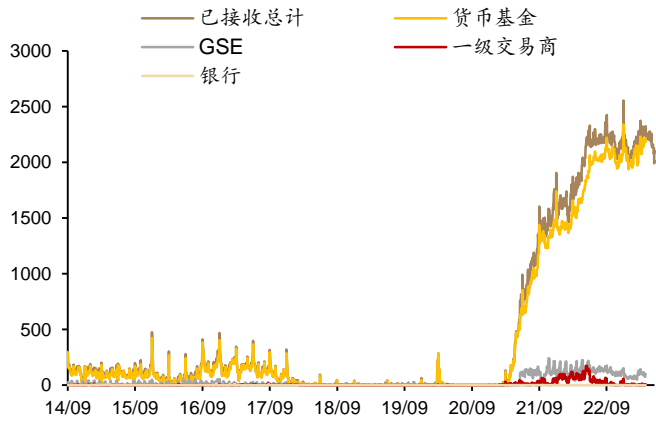
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



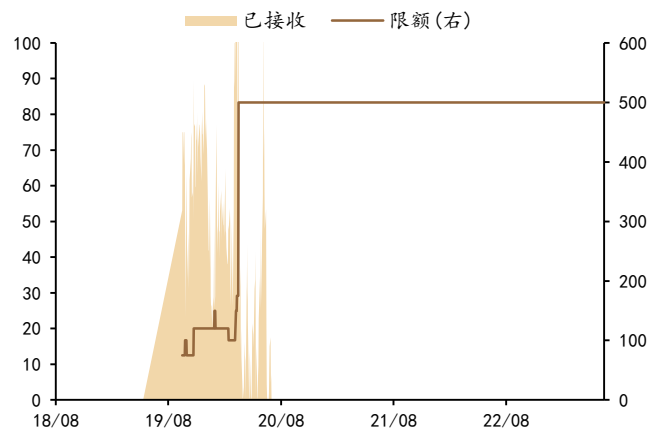
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



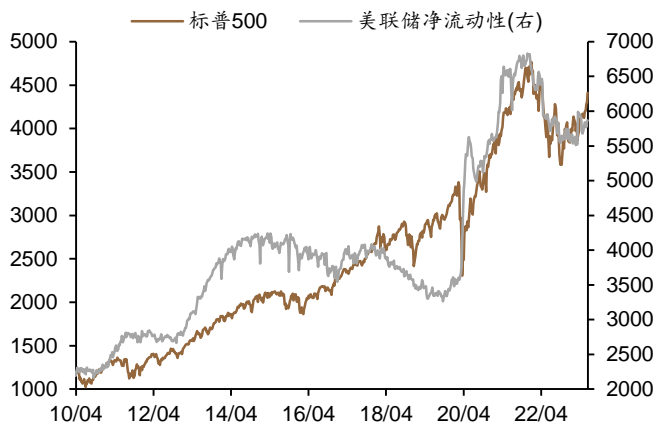
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



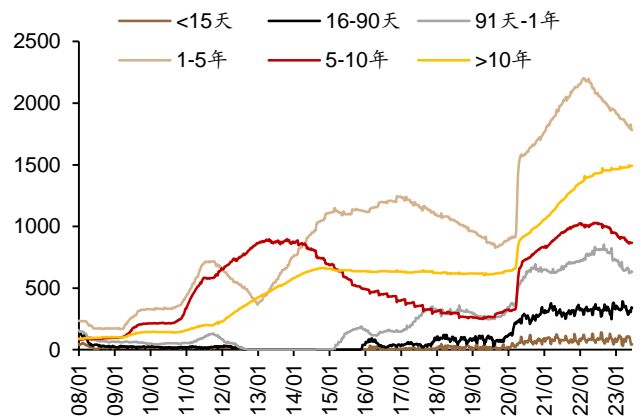
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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，人大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。

韦祎，德邦证券宏观助理研究员。毕业于中国人民大学和香港中文大学，经济学博士，研究方向为开放宏观经济学。擅长海外经济、经济周期、货币政策与大类资产配置研究。

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。