



宏观周报

下半年 50bps 加息预期分歧仍存 美联储周观察 20230625#

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:** 市场接近计价 7 月 25bps 加息, 但仍未预期全年累计 50bps 的加息, 后者是否充分兑现取决于金融条件是否自发收紧。受 Powell 鹰派发言影响, 本周市场继续计价增量的美联储紧缩预期, 当前 7 月 25bps 的加息预期已较为充分, 但下半年累计 50bps 的加息预期仍未被计价, 我们认为后者是否兑现基本取决于下半年是否有新的金融风险以让金融条件自发收紧, 进而以用“自发紧信用”来代替“紧货币-紧信用”的传导路径。
- **联邦基金利率预期:** 7 月加息预期渐浓, 下半年 50bps 预期仍不满。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 71.9% (表 1)。6 月 21 日至 22 日, Powell 在参众两院的听证会上再次强调, 美国距离实现通胀目标仍然遥远, 劳务市场仍然紧俏, 并强化了美联储点阵图给出的下半年还会再加息 50bps 且不会降息的指引。受 Powell 鹰派言论影响, 市场对 7 月预期计价更为充分, 但并未计价下半年累计 50bps 的加息预期。②**远端降息预期:** CME 联邦基金期货模型显示, 交易员预期 2024 年 1 月开启降息, 彭博最新问卷调查显示, 分析师将下半年政策利率区间由 [5, 5.25]% 上调至 [5.25, 5.5]%, 并预期 24Q1 将降息 25bps, 分析师与交易员对后续政策利率预期较为一致, 均计价 7 月 25bps 的加息, 并预期美联储在明年缓慢开启降息 (图 1)。
- **美联储资产负债表:** 短期贷款规模延续回落, 逆回购与 TGA 继续此消彼长。本周美联储总资产减少 262 亿至 8.41 万亿美元 (表 2)。①**资产端:** 证券资产减少 194 亿至 7.7 万亿美元 (美国国债减少 145 亿, MBS 减少 48 亿)。贷款工具减少 79 亿至 2859 亿美元。按类别看, 主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增 -4.1、7.7、-81 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 -81、1、3 亿美元 (图 12), 短久期贷款存量规模持续下降或表明银行业危机暂告一段落。②**负债端&净资产:** 本周美联储负债增加 762 亿美元至 5.21 万亿美元 (逆回购减少 668 亿至 2.37 万亿美元、TGA 增加 1572 亿至 2921 亿美元), 银行准备金余额减少 1024 亿至 3.20 万亿美元。在美国债务上限暂停后, 财政部 TGA 余额自 6 月 1 日的 485 亿攀升至 6 月 21 日的 2921 亿美元, 而同期逆回购余额则从 2.62 万亿下降至 2.37 万亿美元, 货币基金继续将资金从逆回购中抽出用以购买短期国库券, 财政部增发国债对市场净流动性目前影响偏弱 (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	575-600
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	64.9%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	60.2%	17.6%	1.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	33.3%	46.7%	12.4%	0.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	21.0%	40.5%	28.3%	6.2%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.4%	33.1%	32.9%	14.6%	2.6%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.8%	32.2%	32.9%	15.5%	3.2%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.2%	23.4%	32.6%	23.8%	9.1%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.0%	20.7%	31.0%	25.4%	11.6%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	6.1%	18.8%	29.6%	26.1%	13.6%	4.2%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	5.3%	16.8%	27.8%	26.7%	15.6%	5.7%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.5%	9.9%	21.2%	27.4%	22.2%	11.6%	3.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

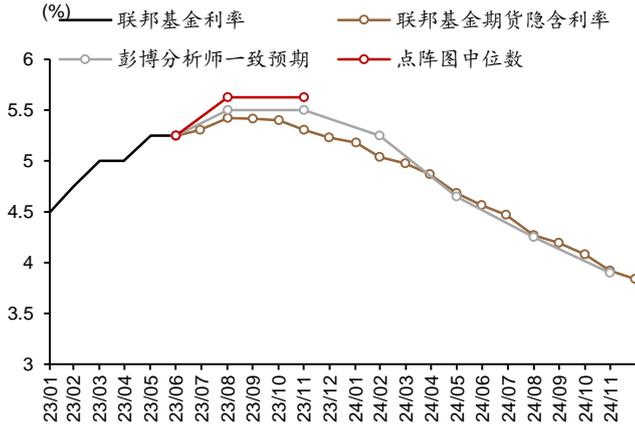
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 6 月 24 日

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	21/06/2023	14/06/2023	07/06/2023	31/05/2023	24/05/2023
100.0%	总资产	26,150	20,510	-552,276	8,412,271	8,438,421	8,439,260	8,435,609	8,486,486
99.0%	信贷资产	26,136	20,040	-552,852	8,325,756	8,351,892	8,352,953	8,349,344	8,400,116
91.5%	证券持有	19,361	-246,926	-779,163	7,701,409	7,720,770	7,722,405	7,724,820	7,767,733
61.2%	美国国债证券	-14,539	-190,236	-625,067	5,145,712	5,160,251	5,161,822	5,164,237	5,194,961
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.4%	抵押担保证券	-4,822	-56,690	-154,096	2,553,350	2,558,172	2,558,236	2,558,236	2,570,425
0.0%	正回购协定	2	2	2	2	0	0	0	30
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0	2
0.0%	其他	2	2	2	2	0	0	0	28
3.4%	贷款	-7,878	270,725	265,269	285,934	293,812	296,396	293,644	296,860
0.0%	主要贷款	-410	-1,373	2,338	3,208	3,618	3,167	3,971	4,211
1.2%	银行定期融资BTFP	766	102,735	102,735	102,735	101,969	100,161	93,615	91,907
2.0%	其他信贷担保	-8,126	172,342	172,342	172,342	180,468	185,162	188,092	192,620
0.0%	央行流动性掉期	-48	-122	106	289	337	343	392	391
0.5%	其他资产	2,117	8,255	11,348	41,632	39,515	36,130	32,611	35,739
61.9%	总负债(除准备金余额)	76,210	-179,765	-398,832	5,208,320	5,132,110	5,133,106	5,230,083	5,235,715
27.8%	流通货币	222	34,746	62,487	2,342,710	2,342,488	2,343,711	2,344,176	2,337,470
28.2%	逆回购协议	66,802	-190,081	139,729	2,370,269	2,437,071	2,508,076	2,615,677	2,611,006
4.0%	外国官方&国际账户	5,201	-33,946	67,642	333,167	327,966	346,520	360,818	360,297
24.2%	其他	72,003	-156,135	72,087	2,037,102	2,109,105	2,161,556	2,254,859	2,250,709
0.0%	国库持有现金	-13	83	123	214	227	236	247	229
6.0%	机构存款(非准备金)	148,618	11,061	-525,091	503,339	354,721	285,131	268,475	285,965
2.4%	其他存款	-8,633	30,433	-38,603	201,546	210,179	197,946	210,209	226,807
0.1%	外国官方存款	2	253	1,980	9,687	9,685	9,685	9,755	9,686
3.5%	财政部一般账户TGA	157,249	-19,625	-488,469	292,106	134,857	77,500	48,512	49,473
38.1%	银行准备金余额	-102,360	200,275	-153,444	3,203,951	3,306,311	3,306,154	3,205,526	3,250,771

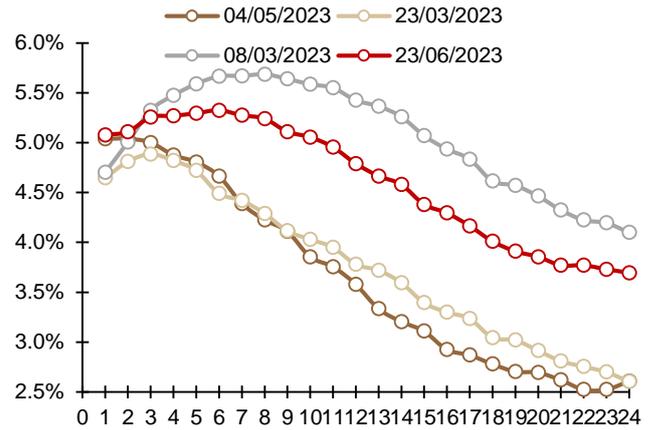
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



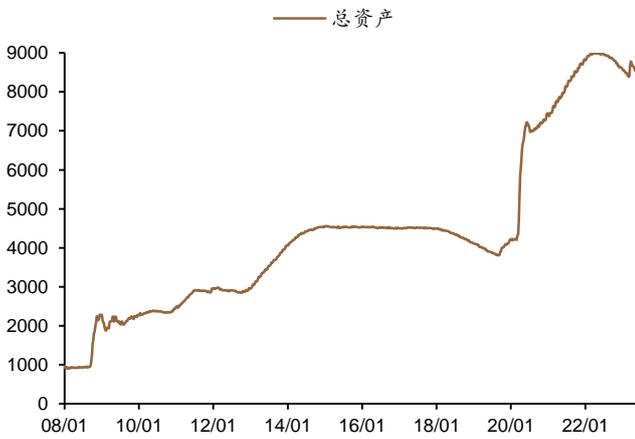
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线交易拥挤度



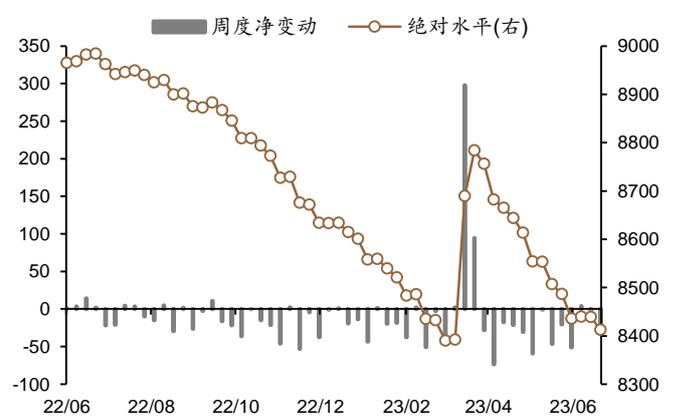
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



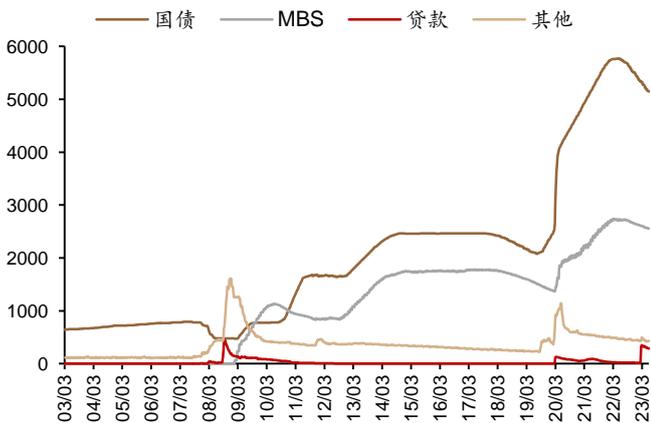
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



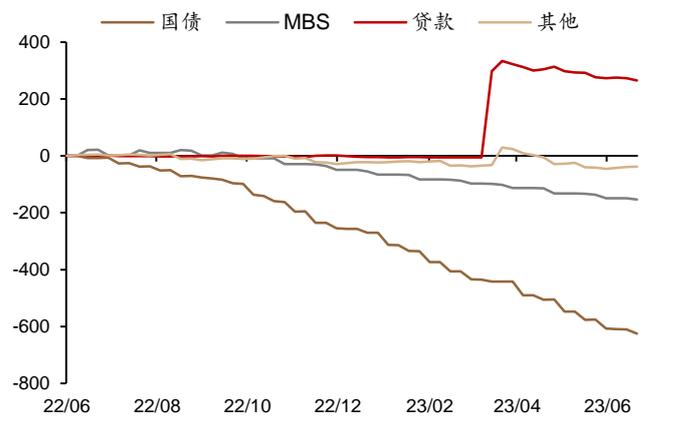
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



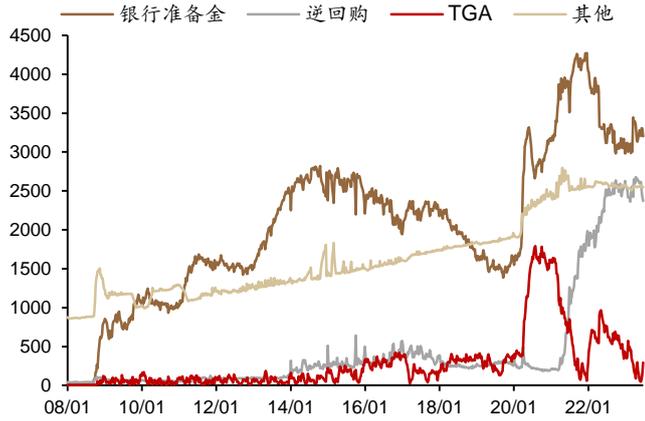
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



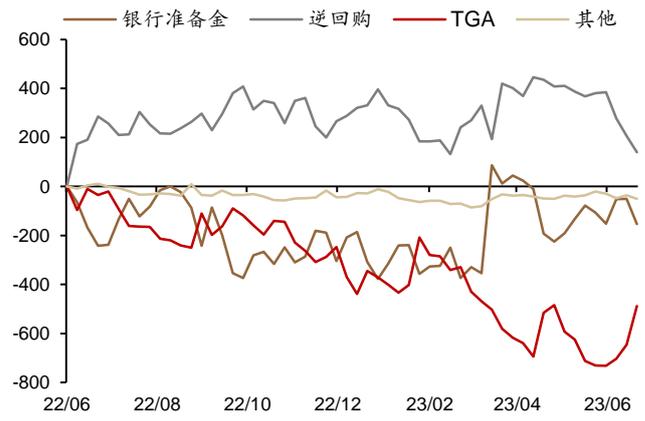
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



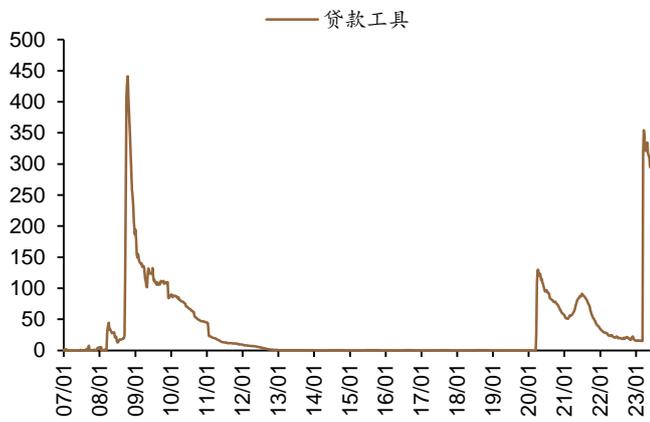
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



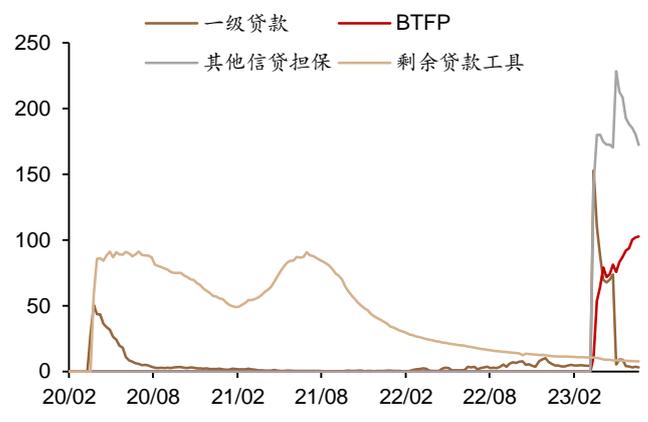
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



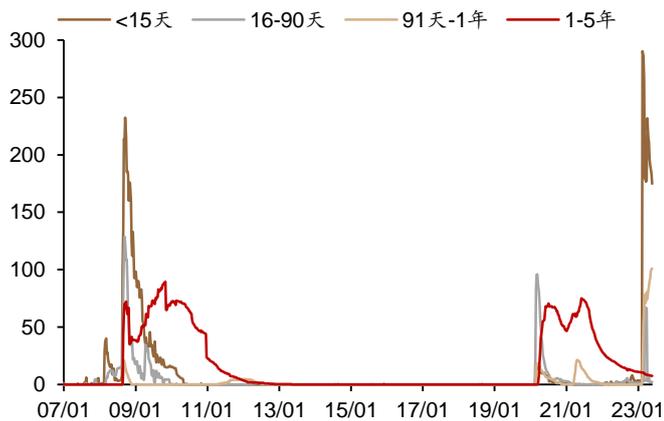
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



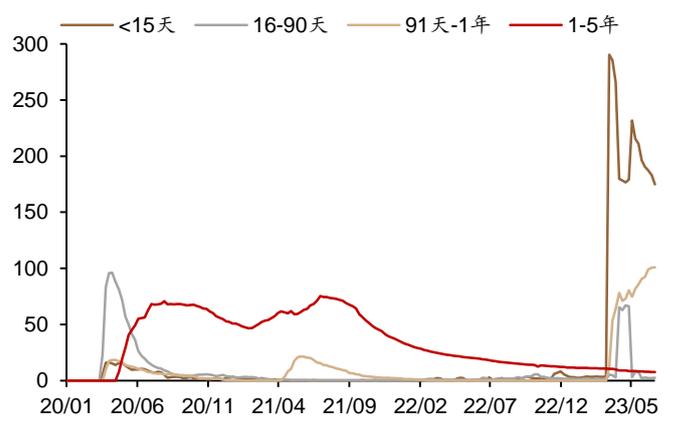
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



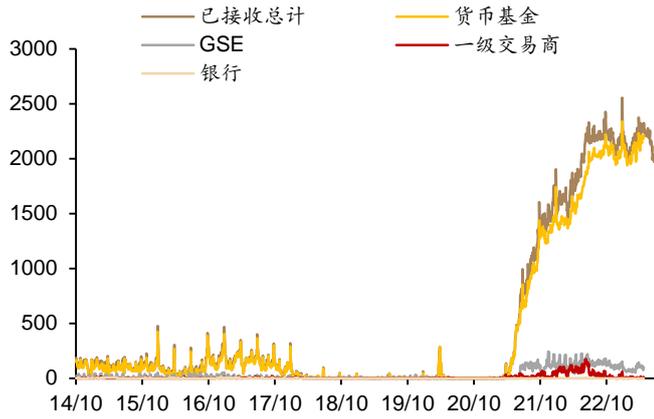
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



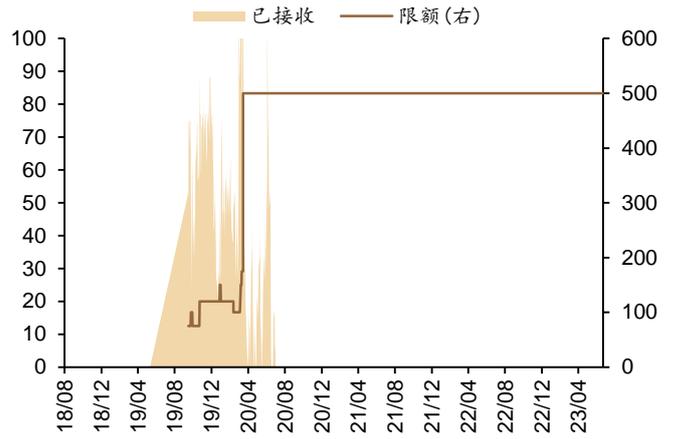
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



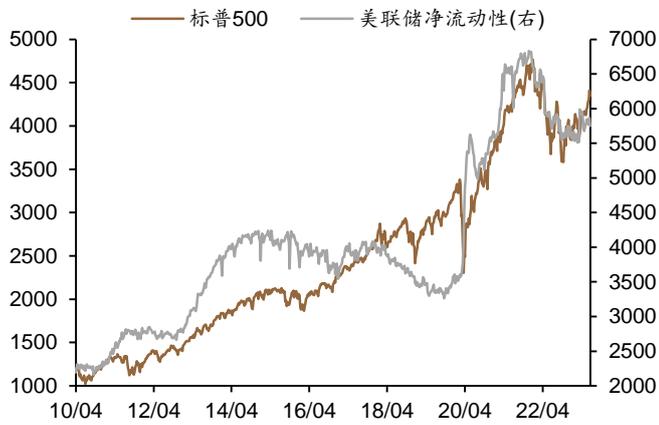
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



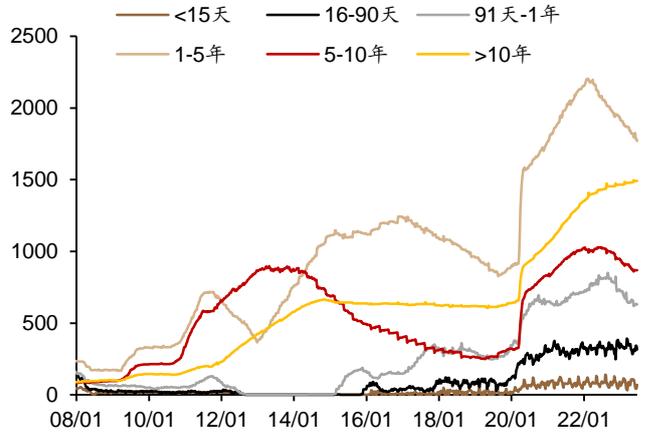
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。