



宏观周报

Powell 暗示 7、9 月或再度连续加息

美联储周观察 20230702#

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: wei yi@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点: 一季度 GDP 终值的大幅上修和美联储鹰派发言共同提振市场紧缩预期升温, 虽然市场已接近充分计价 7 月加息 25bps 预期, 但降息预期仍相对乐观。** 本周市场继续计价增量的美联储紧缩预期, 当前市场对 7 月加息的预期已较为充分, 但对点阵图指引的年内加息 50bps 预期和降息时间仍存分歧。近期经济数据的超预期强劲进一步推升了下半年重启加息的必要性, 若无新的金融风险爆发以实现金融条件的自发收紧, 则**下半年兑现 50bps 甚至更多次加息以抑制通胀的必要性将再度提升**, 警惕增量的“紧货币→紧信用→抑需求→控通胀”路径与“金融出险→紧信用→抑需求→控通胀”路径放大资产价格波动率。
- **联邦基金利率预期: 7 月加息 25bps 接近充分计价, 首次降息预期有所延后。** 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]% 的概率由上周的 71.9% 上升到 86.8% (表 1)。6 月 24 日当周美国首申失业金人数录得 23.9 万, 前值 26.4 万, 预期 26.5 万, 在连续三周高于预期后, 首申失业金人数再度低于预期。美国一季度 GDP 季环比年率三次修正值由 +1.3% 大幅上修至 +2.0%, 主要来自外贸和服务消费贡献。6 月 27 日, Powell 在欧央行论坛上重申年内可能至少还有加息两次, 且连续加息并非不可能¹。受强劲经济数据和 Powell 鹰派发言影响, 市场进一步计价 7 月加息 25bps 预期, 同时强化 9 月 25bps 的加息预期。②**远端降息预期:** CME 联邦基金期货模型显示, 受经济数据过热持续、美联储鹰派信号影响, 交易员降息预期继续延后, 最新为 2024 年 3 月开启降息 (表 1), 联邦基金期货隐含利率曲线显示, 当前的经济过热→联储紧缩预期组合已进一步接近 3 月 8 日硅谷银行危机前水平 (图 2)。
- **美联储资产负债表: 联储总资产重回 3 月初水平, TGA 余额达成阶段性目标。** 本周美联储总资产减少 213 亿至 8.39 万亿美元 (表 2), 较 3 月 8 日硅谷银行危机前减少 8 亿美元。①**资产端:** 证券资产减少 158 亿至 7.7 万亿美元 (美国国债减少 6.3 亿, MBS 减少 152 亿)。贷款工具减少 39 亿至 2820 亿美元。按类别看, 主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增 0.01、3.5、-40 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 -37、1、1 亿美元 (图 12), 短久期贷款存量规模持续下降。②**负债端&净资产:** 本周美联储负债增加 65 亿美元至 5.21 万亿美元 (逆回购减少 984 亿至 2.27 万亿美元、TGA 增加 1165 亿至 4086 亿美元), 银行准备金余额减少 279 亿至 3.18 万亿美元。债务上限暂缓后, 财政部 TGA 余额自 6 月 1 日的 485 亿攀升至 6 月 29 日的 4651 亿美元, 已超过 6 月底恢复至 4250 亿美元的阶段性目标²。同期, 逆回购余额从 2.62 万亿下降至 2.27 万亿美元, 货币基金继续将资金从逆回购抽出购买短期国库券。美国货币市场基金规模在过去三周下降了 258 亿美元, 但在过去 15 周内上升了 6360 亿美元³。自 6 月中旬以来, 美联储投放净流动性整体下降, 截至 6 月 30 日, 净流动性规模为 5.71 万亿, 较上周下降 400 亿美元。考虑到 TBills 短久期、高收益、低风险的特点, 仍需注意对其他资产带来的流动性影响 (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。

¹ <https://fortune.com/2023/06/29/fed-chair-jerome-powell-warns-cool-inflation-2-interest-rate-increases-coming/>

² https://www.treasurydirect.gov/instit/anncceresult/press/preanre/2023/SPL_20230607_1.pdf

³ <https://cranedata.com/news/>

表 1: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	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%	13.2%	86.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	69.1%	20.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	54.0%	33.2%	5.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.2%	51.4%	29.7%	4.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.5%	27.4%	43.4%	20.4%	2.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	16.5%	35.4%	31.9%	11.7%	1.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.3%	32.3%	32.5%	15.0%	3.1%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	22.5%	32.4%	24.5%	9.6%	1.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	6.4%	19.4%	30.3%	26.2%	12.8%	3.5%	0.5%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	5.6%	17.3%	28.5%	26.8%	14.9%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	4.9%	15.5%	26.8%	27.1%	16.7%	6.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	2.8%	10.3%	21.3%	27.0%	21.8%	11.5%	4.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%

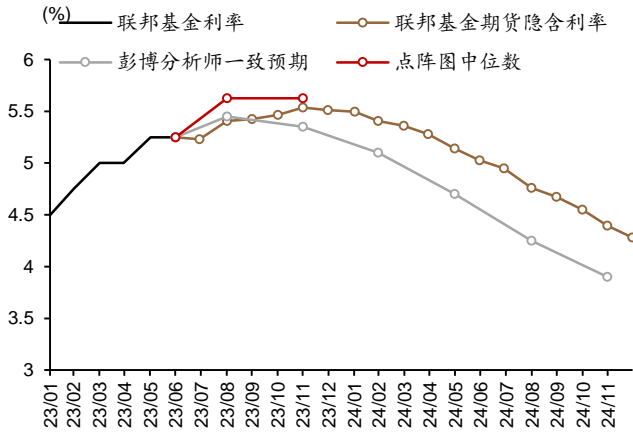
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 6 月 30 日

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	2023/6/28	2023/6/21	2023/6/14	2023/6/7	2023/5/31
100.0%	总资产	-21,315	-805	-573,591	8,390,956	8,412,271	8,438,421	8,439,260	8,435,609
99.0%	信贷资产	-21,287	-1,247	-574,139	8,304,469	8,325,756	8,351,892	8,352,953	8,349,344
91.5%	证券持有	-15,844	-262,770	-795,007	7,685,565	7,701,409	7,720,770	7,722,405	7,724,820
61.2%	美国国债证券	-632	-190,868	-625,699	5,145,080	5,145,712	5,160,251	5,161,822	5,164,237
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	-15,212	-71,902	-169,308	2,538,138	2,553,350	2,558,172	2,558,236	2,558,236
0.0%	正回购协定	-2	0	0	0	2	0	0	0
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0	0
0.0%	其他	-2	0	0	0	2	0	0	0
3.4%	贷款	-3,908	266,817	261,361	282,026	285,934	293,812	296,396	293,644
0.0%	主要贷款	1	-1,372	2,339	3,209	3,208	3,618	3,167	3,971
1.2%	银行定期融资BTFP	346	103,081	103,081	103,081	102,735	101,969	100,161	93,615
2.0%	其他信贷担保	-4,049	168,293	168,293	168,293	172,342	180,468	185,162	188,092
0.0%	央行流动性掉期	21	-101	127	310	289	337	343	392
0.5%	其他资产	-618	7,637	10,730	41,014	41,632	39,515	36,130	32,611
61.9%	总负债(除准备金余额)	6,507	-173,258	-392,325	5,214,827	5,208,320	5,132,110	5,133,106	5,230,083
27.8%	流通货币	853	35,599	63,340	2,343,563	2,342,710	2,342,488	2,343,711	2,344,176
28.2%	逆回购协议	-98,398	-288,479	41,331	2,271,871	2,370,269	2,437,071	2,508,076	2,615,677
4.0%	外国官方&国际账户	-6,507	-40,453	61,135	326,660	333,167	327,966	346,520	360,818
24.2%	其他	-91,891	-248,026	-19,804	1,945,211	2,037,102	2,109,105	2,161,556	2,254,859
0.0%	国库持有现金	28	111	151	242	214	227	236	247
6.0%	机构存款(非准备金)	102,882	113,943	-422,209	606,221	503,339	354,721	285,131	268,475
2.4%	其他存款	-13,571	16,862	-52,174	187,975	201,546	210,179	197,946	210,209
0.1%	外国官方存款	-2	251	1,978	9,685	9,687	9,685	9,685	9,755
3.5%	财政部一般账户TGA	116,455	96,830	-372,014	408,561	292,106	134,857	77,500	48,512
38.1%	银行准备金余额	-27,922	172,353	-181,366	3,176,029	3,203,951	3,306,311	3,306,154	3,205,526

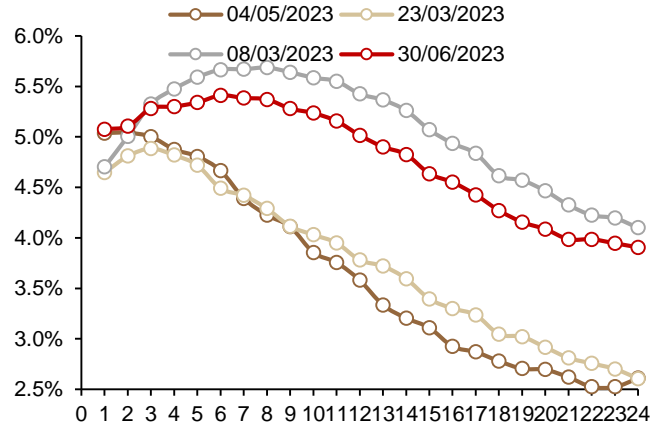
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



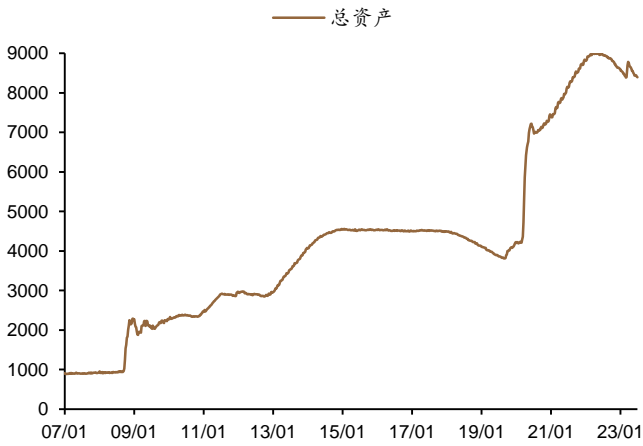
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线交易拥挤度



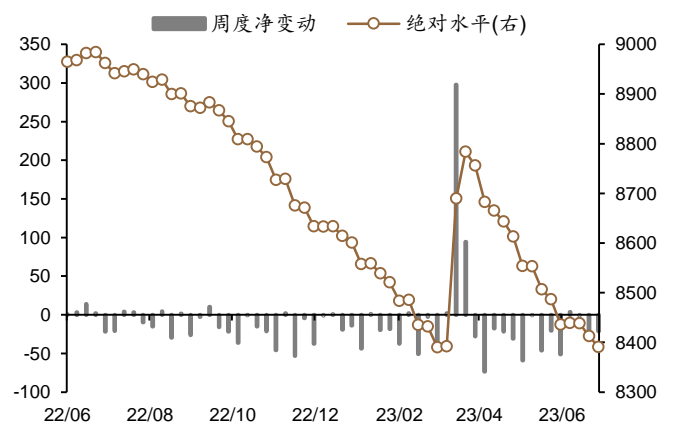
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



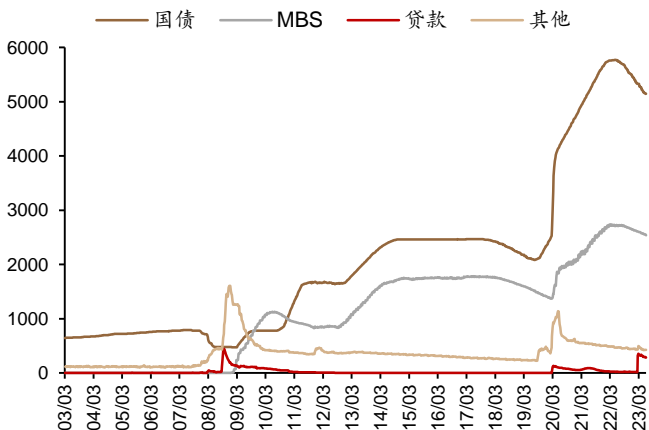
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



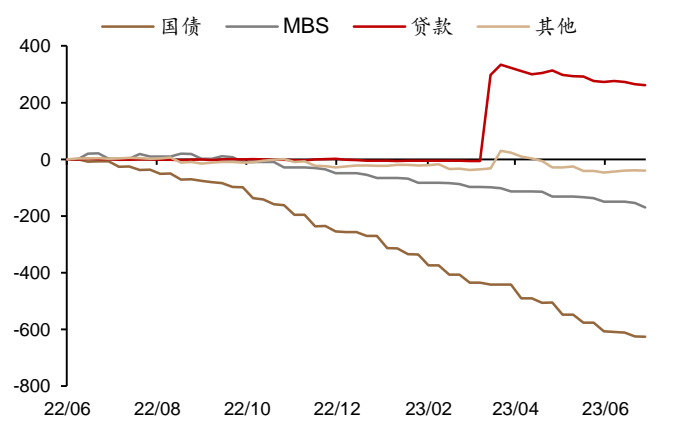
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



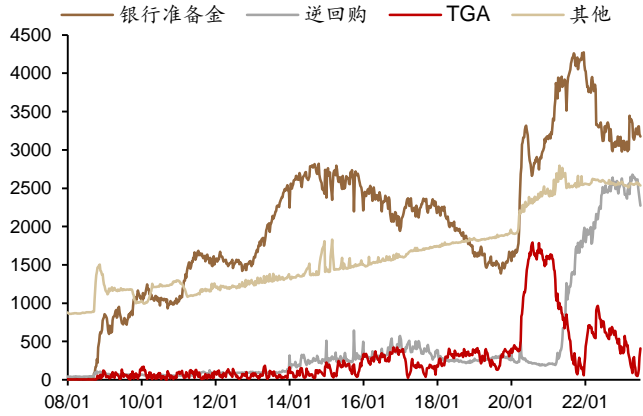
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



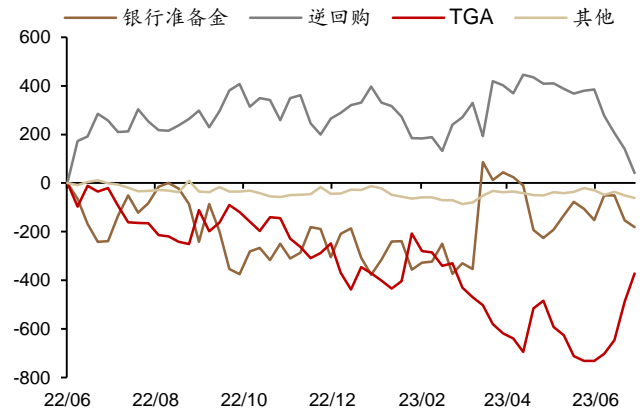
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



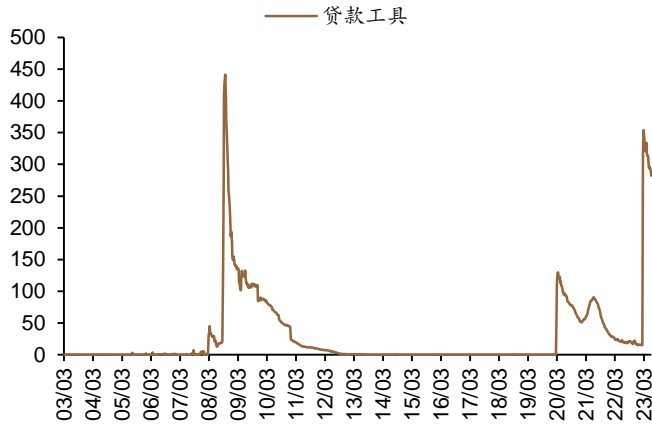
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



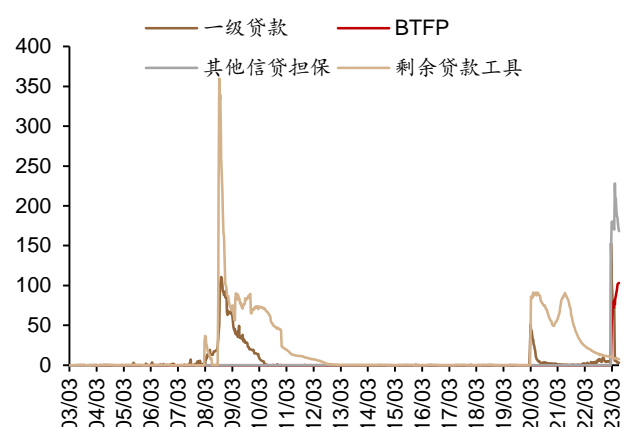
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



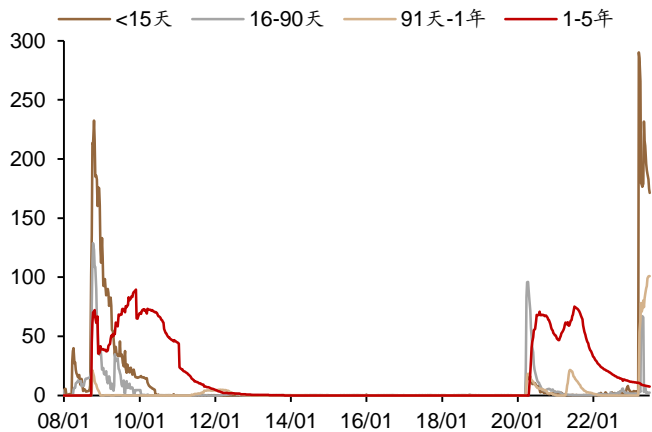
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



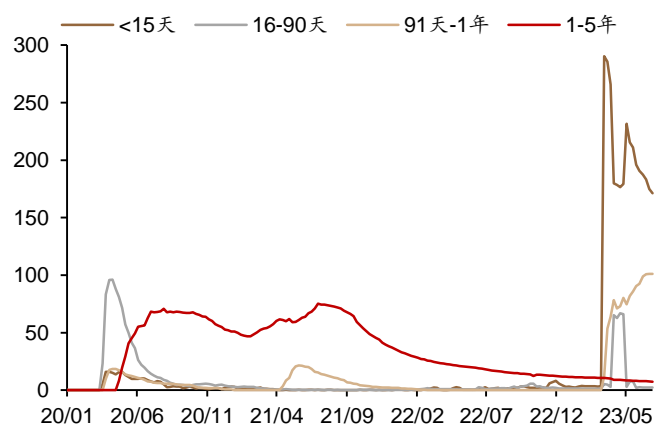
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



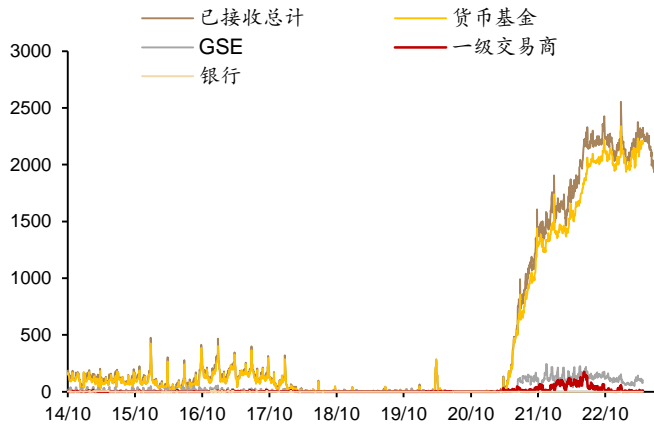
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



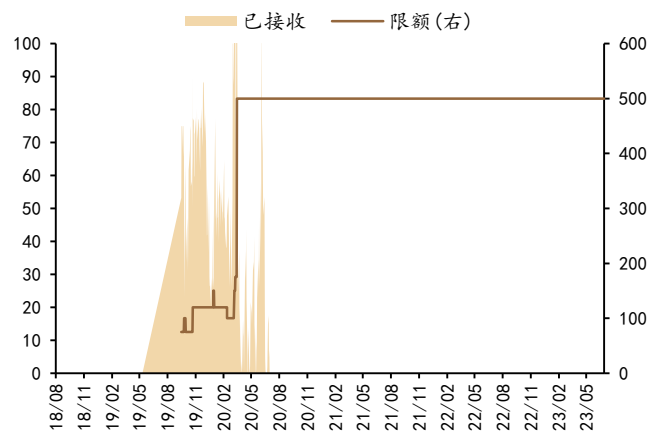
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



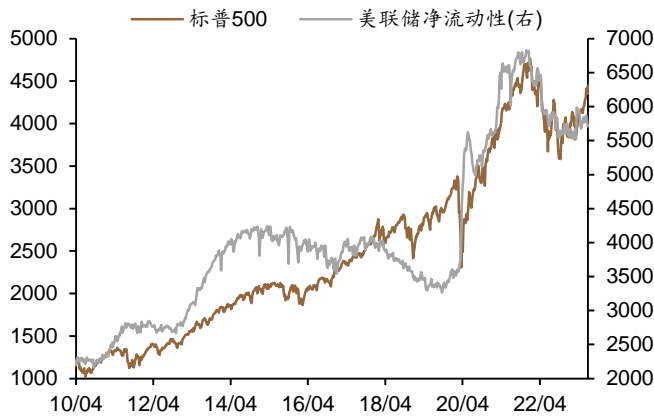
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



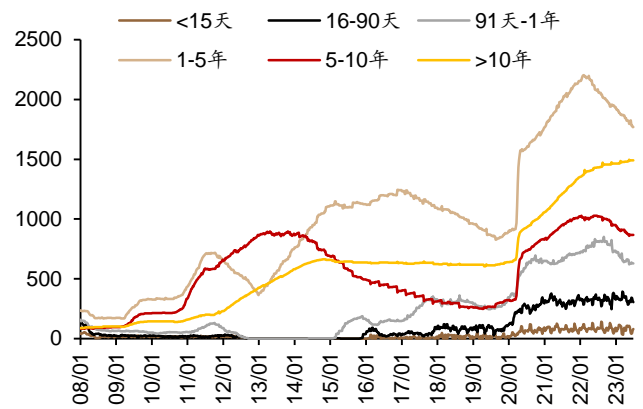
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。