



宏观周报

美国 10 月 CPI 或将强化通胀黏性

美联储周观察 20231112#

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

张佳炜

资格编号: S0120523070005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

联系人

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:** 疲软的 30 年美债拍卖结果与 Powell 鹰派讲话推涨美债利率, 关注 10 月 CPI 是否强化通胀黏性、10 月零售销售在学生贷款重启后的表现, 以及将于 11 月 17 日再次到来的政府停摆风险。10 月 CPI 在油价的回落下同比、环比料均有改善, 但工资韧性与健康保险调整或强化通胀黏性, 并扰动后续再加息的预期。零售数据则测试近期学生贷款重启、23Q3 美国消费信贷走弱环境下居民消费的趋势。**基于未来三个季度美国经济暂时软着陆、通胀难实现 2% 目标的基准假设, 我们维持明年 6 月前美联储不降息的观点。**
- **联邦基金利率:** 交易员预期 12 月加息概率为 9.1%, 降息预期延后至 2024 年 6 月。**①近端加息预期:** CME 联邦基金期货模型显示 (表 1), 交易员预期 12 月加息概率仅 9.1%, 预期 12 月不加息、明年 1 月再加息概率为 22.3%, 前周收盘仅 8.8%; **②远端降息预期:** CME 联邦基金期货模型显示, 在当前 [5.25, 5.5]% 利率水平下, 交易员预期首次降息时点较上周延后至 2024 年 6 月。本周 30 年国债拍卖结果意外疲软, UoM 消费者通胀预期再度超预期抬升, Powell 在 IMF 年度会议上继续保留加息选项, 流动性溢价与增量紧缩预期将 10 年美债利率由本周 4.48% 的低位推高至 4.65%, 2 年美债利率重回 5%。本周五凌晨美国 30 年国债月度拍卖结果大幅弱于预期, 引发市场对于超长期美债需求乏力的担忧: **①投标/认购比率 (bid-to-cover):** 本期 2.24x, 前值 2.35x, 为 2023 年 2 月以来新低; **②最高收益率 (high yield):** 本期 4.769%, 较竞拍截止前预发行的 4.716% 高出 5.3bps, 是 2016 年以来新高。美国国债采用荷兰式拍卖, 即由高向低报价, 所有中标者以相同的最高收益率成交, 因此最高收益率与拍卖截止前预发行债券利率 (snap price) 之差是最重要的价格指标。若最高收益率高于 snap price, 则称为 tail, 表明需求较差; **③中标者结构:** 反映美债需求的另一重要间接指标。较高的直接中标 (除一级交易商以外的国内买家) 和间接中标 (主要为国外货币机构) 比例显示真实买家的需求较高, 反之则表明需求乏力, 需要一级交易商承接。本周 30 年国债中标者结构突显一级交易商占比大幅上升 (18.1%→24.7%)、直接和间接中标占比显著下降的特点, 因而被市场视为需求疲软的又一重要信号。周五凌晨, Powell 在 IMF 举办的会议上发言称, 没有信心货币政策已取得足够的限制性立场, 通胀实现 2% 的目标并没有得到保证, 如有需要将毫不犹豫地进一步收紧政策¹, 鹰派信号引发市场紧缩预期抬升。关注下周公布的 10 月美国 CPI。当前分析师预期环比+0.1%, 核心环比+0.3%, 美联储 Nowcast 预测环比+0.07%, 核心环比+0.34%。为核心通胀提供了 1 整年下行压力的健康保险分项料将在本期回涨并强化通胀黏性。
- **美联储资产负债表:** 联储小幅缩表, 逆回购存量大幅收缩。本周美联储总资产减少 56.91 亿至 7.91 万亿美元 (表 2)。**①资产端:** 证券资产增加 3.13 亿至 7.34 万亿美元 (全部来自美国国债)。贷款工具减少 85.22 亿至 1547 亿美元。按类别看, 主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增-7.22、38.65、-115.61 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-120、6、30 亿美元 (图 14)。**②负债端&净资产:** 本周美联储负债减少 514.88 亿美元至 4.55 万亿美元 (逆回购减少 526.58 亿至 1.34 万亿美元、TGA 增加 104.51 亿至 7635 亿美元), 银行准备金余额增加 457.96 亿至 3.360 万亿美元。美联储投放净流动性规模较上周增加 370 亿美元 (图 17)。
- **风险提示:** 金融系统风险再度发酵; 通胀下行速度不及预期; 美联储加码紧缩。

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20231109a.htm>

表 1: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.9%	9.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	77.7%	21.0%	1.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	68.6%	17.8%	1.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	29.6%	53.2%	12.7%	0.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	16.6%	41.3%	33.0%	6.8%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	9.8%	29.9%	36.9%	18.9%	3.3%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.8%	20.7%	33.7%	27.2%	10.5%	1.6%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.0%	12.9%	26.9%	30.5%	19.2%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.0%	9.2%	21.6%	29.2%	23.5%	11.2%	2.9%	0.4%	0.0%

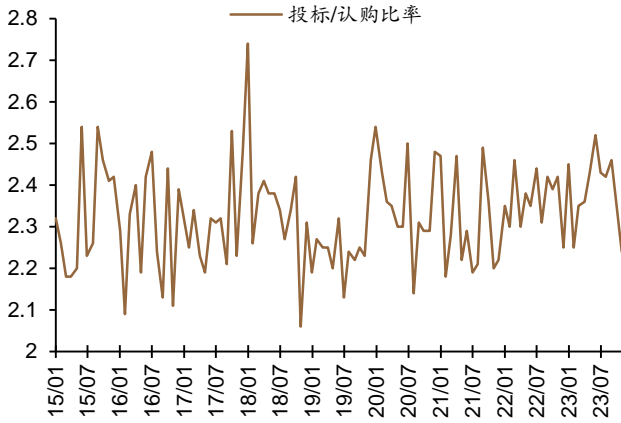
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 11 月 5 日

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	2023/11/8	2023/11/1	2023/10/25	2023/10/18	2023/10/11
100.0%	总资产	-5,691	-480,295	-1,053,081	7,911,466	7,917,157	7,958,556	7,983,866	8,002,738
98.9%	信贷资产	-5,909	-480,807	-1,053,699	7,824,909	7,830,818	7,872,150	7,897,530	7,916,298
92.7%	证券持有	313	-610,167	-1,142,404	7,338,168	7,337,855	7,377,454	7,395,456	7,410,580
61.5%	美国国债证券	313	-463,034	-897,865	4,872,914	4,872,601	4,912,200	4,913,457	4,928,507
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
31.1%	抵押担保证券	0	-147,133	-244,539	2,462,907	2,462,907	2,462,907	2,479,652	2,479,726
0.0%	正回购协定	-1	0	0	0	1	1	0	0
0.0%	外国官方	-1	0	0	0	1	0	0	0
0.0%	其他	0	0	0	0	0	1	0	0
2.1%	贷款	-8,522	139,458	134,002	154,667	163,189	165,031	169,618	174,564
0.0%	主要贷款	-722	-2,352	1,359	2,229	2,951	3,170	2,962	2,580
1.4%	银行定期融资 BTFP	3,865	112,935	112,935	112,935	109,070	109,068	108,818	108,884
0.6%	其他信贷担保	-11,561	35,229	35,229	35,229	46,790	48,256	53,156	58,257
0.0%	央行流动性掉期	-10	-175	53	236	246	252	231	230
0.6%	其他资产	2,804	15,630	18,723	49,007	46,203	45,308	47,295	45,181
58.1%	总负债 (除准备金余额)	-51,488	-837,045	-1,056,112	4,551,040	4,602,528	4,694,586	4,733,636	4,687,088
29.4%	流通货币	984	18,318	46,059	2,326,282	2,325,298	2,323,027	2,324,467	2,328,017
17.6%	逆回购协议	-52,658	-1,216,493	-886,683	1,343,857	1,396,515	1,403,115	1,448,928	1,529,752
4.0%	外国官方 & 国际账户	2,353	-47,707	53,881	319,406	317,053	302,498	298,147	290,370
13.6%	其他	-55,011	-1,168,786	-940,564	1,024,451	1,079,462	1,100,617	1,150,781	1,239,382
0.0%	国库持有现金	11	255	295	386	375	372	366	358
11.7%	机构存款 (非准备金)	5,306	440,413	-95,739	932,691	927,385	1,016,892	1,002,778	873,644
2.1%	其他存款	-5,146	-11,568	-80,604	159,545	164,691	159,490	151,986	150,956
0.1%	外国官方存款	1	253	1,980	9,687	9,686	9,685	9,688	9,688
9.5%	财政部一般账户 TGA	10,451	451,728	-17,116	763,459	753,008	847,717	841,103	713,000
41.9%	银行准备金余额	45,796	356,750	3,031	3,360,426	3,314,630	3,263,971	3,250,230	3,315,650

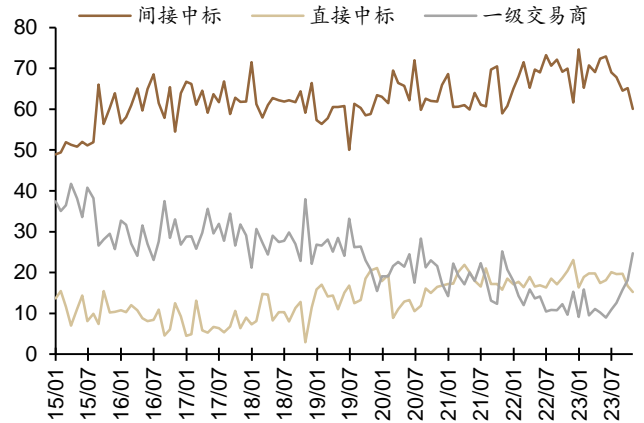
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1: 美国 30 年国债拍卖投标/认购比率



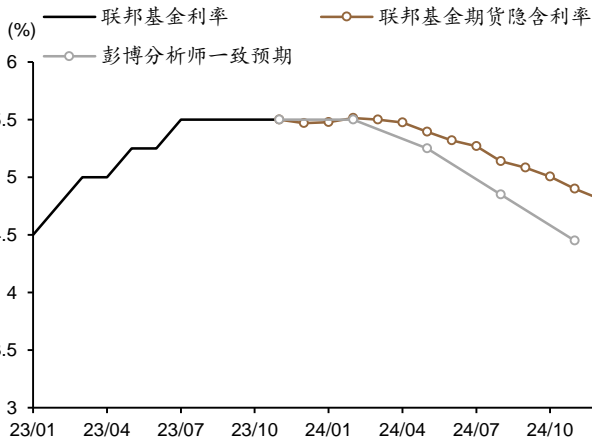
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 2: 美国 30 年国债拍卖中标者构成



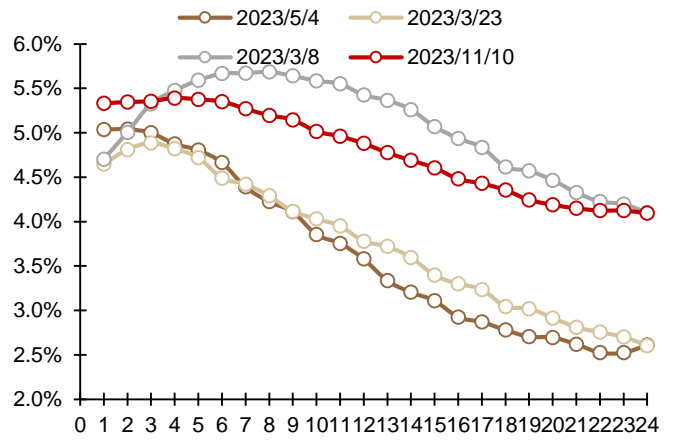
资料来源: 彭博, 德邦研究所; 单位为%

图 3: 各方对全年美联储政策利率路径预期



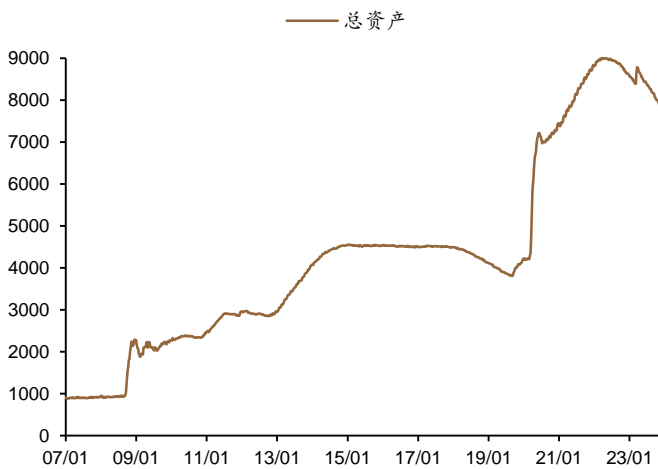
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 4: 联邦基金期货隐含利率曲线



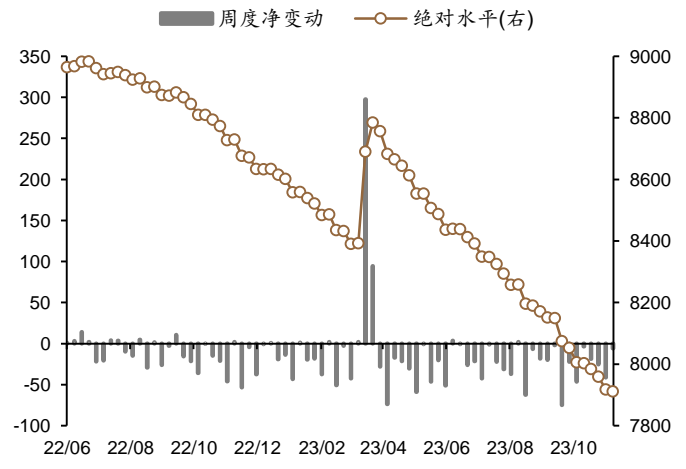
资料来源: 彭博, 德邦研究所; 横轴单位为月

图 5: 美联储资产负债表总规模



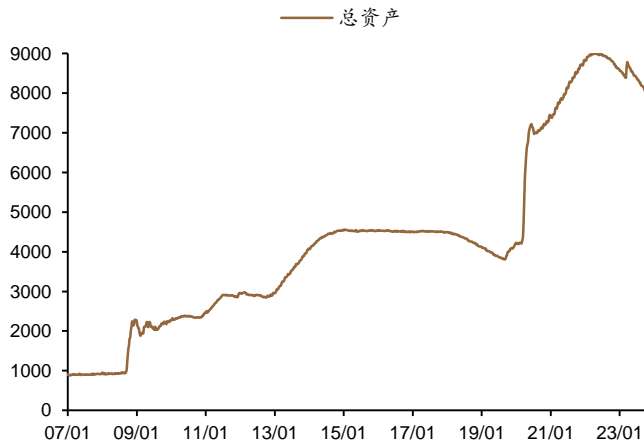
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 6: 22Q2 以来美联储资产负债表变化



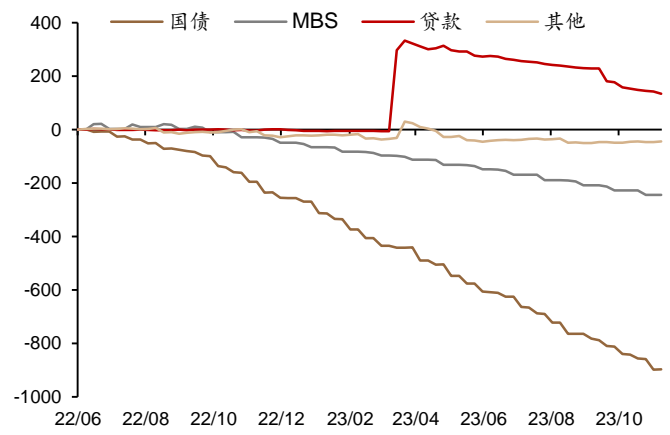
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表资产端分项



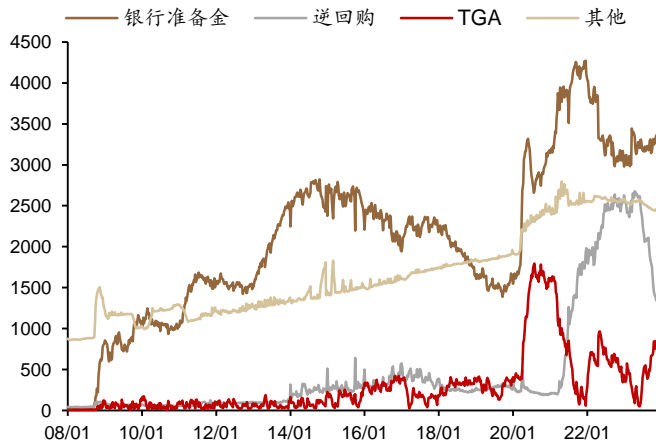
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



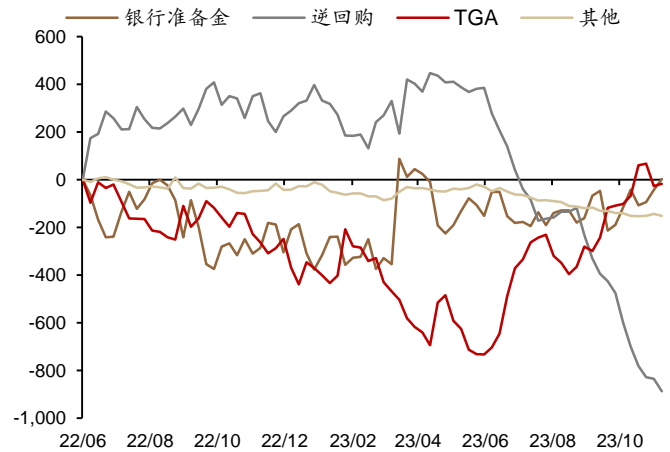
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储资产负债表负债端分项



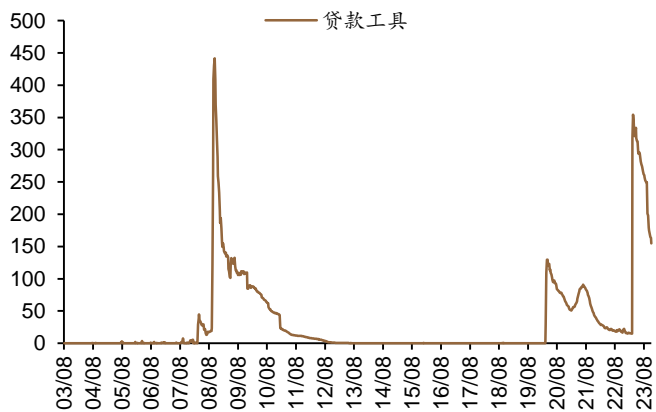
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



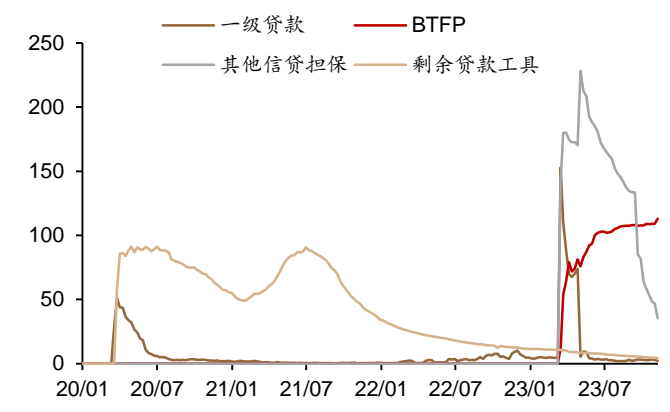
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具



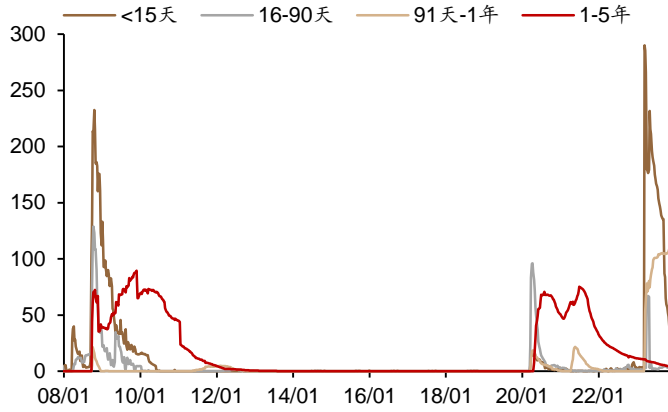
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具分项



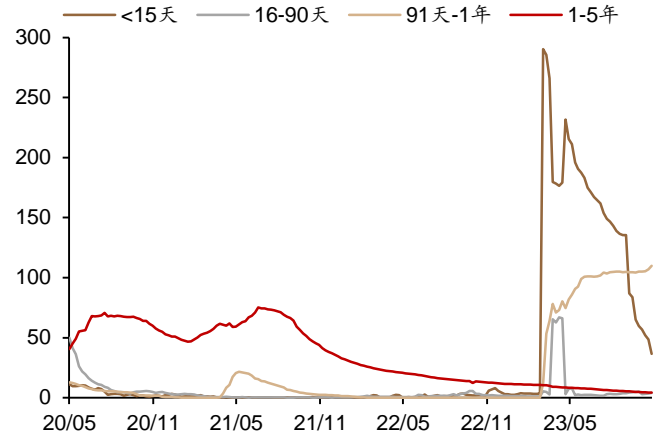
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 美联储贷款工具到期分布



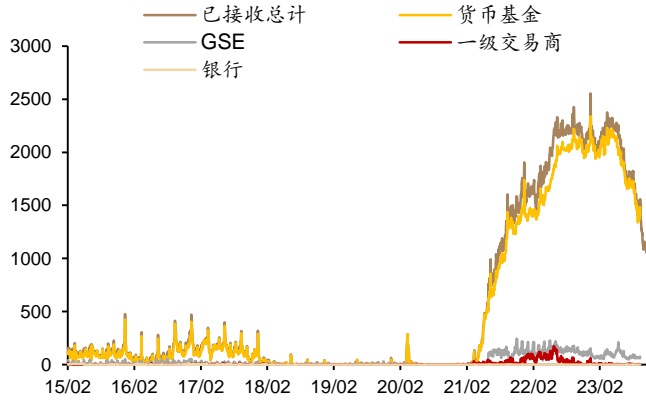
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 美联储贷款工具到期分布 (2020 年以来)



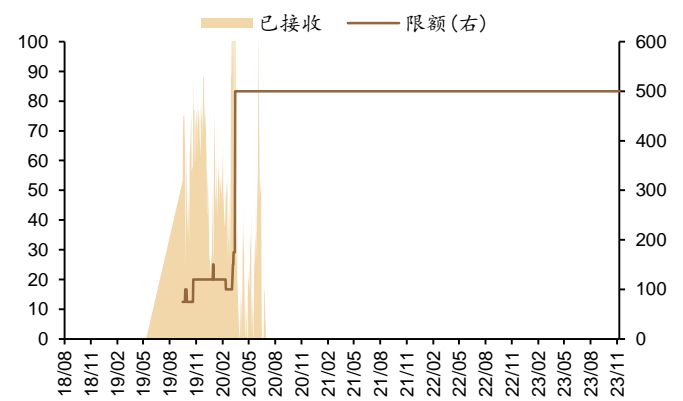
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 15: 纽约联储已接受逆回购分布



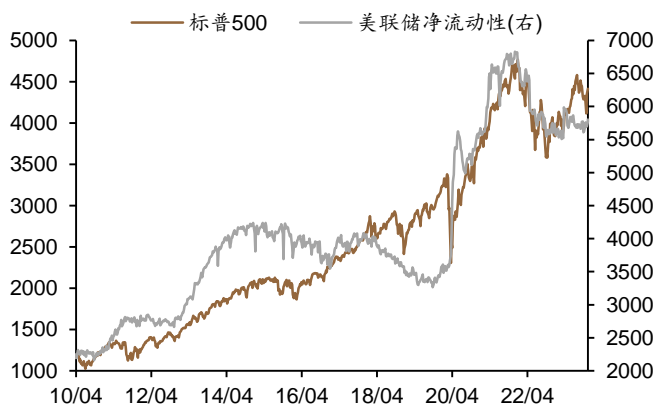
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 16: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



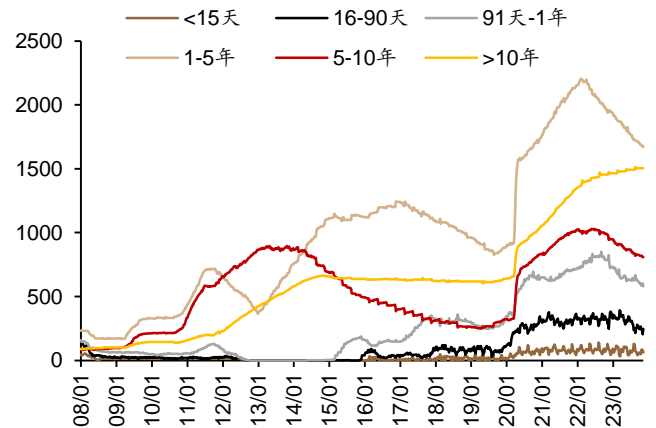
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 17: 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 18: 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，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

张佳炜，德邦证券宏观海外组组长。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。