



宏观周报

市场抹平美联储再加息预期

美联储周观察 20231119#

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:**全面弱于预期的通胀数据、再度抬升的申请失业金数据大大强化市场宽松交易,当前交易员定价本轮加息周期结束,但对明年降息时点和幅度则仍过于乐观。本周主要经济数据显示经济降温明显,但消费仍有韧性。10月通胀和就业数据的走弱支持美联储在12月FOMC会议继续暂停加息,9月点阵图对于年内尚余的25bps加息预期料难以兑现,这意味着美债利率结构中的风险中性利率年内难有进一步上升空间,10年美债利率短期较难反弹至前期高位。**关注下周发布的11月FOMC会议纪要、20年期美债拍卖结果,若再度显示长端美债需求乏力,则对10年美债利率有上行扰动。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:**交易员清零再加息预期,降息预期提前至2024年5月。**①近端加息预期:**CME联邦基金期货模型显示(表1),交易员预期再加息概率为0,即押注本轮加息周期结束。本周除零售外经济数据全面走弱,通胀和劳务市场重要指标降温,进一步强化宽松交易预期。本周公布的10月CPI总体/核心读数均逊于预期0.1%,超级核心通胀环比在连续3个月抬升后大幅回落(+0.61%→+0.22%),健康保险通胀因编制方法再修订而反弹幅度弱于预期。尽管从通胀扩散指数看中长期的通胀黏性未有显著改善,但通胀短期中的顺利下行催化市场定价加息周期结束。本周初请失业金和续请失业金人数均增幅超预期,分别升至23.1万(预期22万)和186.5万(预期184.7万),前者是近3个月高点,而后者则是自2021年底以来的最高水平。快速走弱的失业数据引发市场对于11月非农不及预期的担忧,而后者是影响12月FOMC会议的最后一项重磅数据。另一方面,美国时间11月15日,美国众议院和参议院再度通过短期融资法案,避免了11月17日的政府停摆风险。10月零售数据环比季节性回落但仍强于预期,且前值上修,核心分项环比好于预期,此前市场担忧的学生贷款拖累居民消费的影响料较为可控,纽约联储的调查研究也支持这一结论¹。**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提前至2024年5月,预期明年将有5次降息共计100bps。美联储理事Cook周四称经济软着陆是有可能的,但经济活动和就业存在不必要的急剧下滑的风险²。里士满联储主席Barkin表示,尽管近几个月来在抑制物价压力方面取得了“真正的进展”,但他并不相信通货膨胀正朝着央行设定的2%的目标稳步前进³。
- **美联储资产负债表:逆回购收缩、TGA消耗加速,银行准备金持续回补。**本周美联储总资产减少456.53亿至7.87万亿美元(表2)。**①资产端:**证券资产减少302.71亿至7.31万亿美元(美国国债减少302.95亿, MBS增加0.24亿)。贷款工具减少0.83亿至1546亿美元。按类别看,主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增0.12、0.07、0亿美元(图10)。按期限看,1-15天、16-90天、91天-1年贷款工具分别新增15、-13、-2亿美元(图12)。**②负债端&净资产:**本周美联储负债减少1685.52亿美元至4.38万亿美元(逆回购减少758.84亿至1.27万亿美元、TGA减少934.83亿至6700亿美元),银行准备金余额增加1228.99亿至3.483万亿美元。美联储投放净流动性规模较上周增加1240亿美元(图15)。
- **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://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/10/borrower-expectations-for-the-return-of-student-loan-repayment/>

² <https://www.reuters.com/markets/us/feds-cook-says-economic-risks-two-sided-soft-landing-possible-2023-11-16/>

³ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-11-14/fed-s-barkin-says-us-inflation-isn-t-on-smooth-glide-path-to-2>

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
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	70.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.6%	48.2%	38.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	33.6%	42.4%	16.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	22.7%	38.7%	27.2%	6.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.9%	16.0%	32.8%	31.5%	14.4%	2.5%
2024/11/7	0.1%	3.3%	16.6%	32.7%	30.8%	13.9%	2.4%	0.0%
2024/12/18	0.6%	5.5%	19.3%	32.4%	28.1%	12.0%	2.0%	0.0%

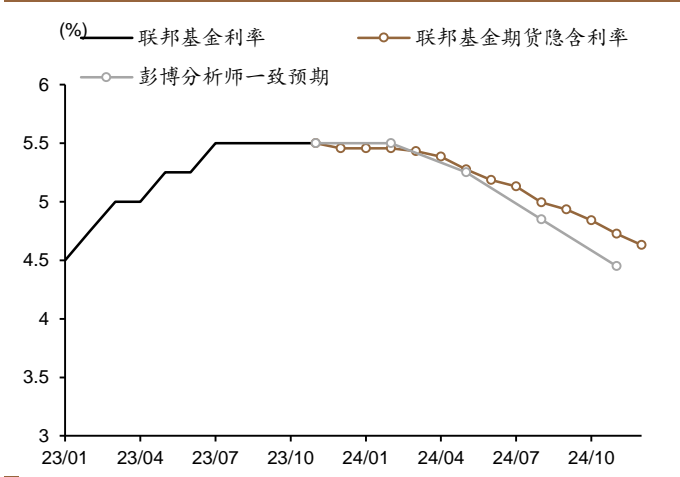
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 11 月 19 日

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	2023/11/15	2023/11/8	2023/11/1	2023/10/25	2023/10/18
100.0%	总资产	-45,653	-525,948	-1,098,734	7,865,813	7,911,466	7,917,157	7,958,556	7,983,866
98.9%	信贷资产	-45,810	-526,617	-1,099,509	7,779,099	7,824,909	7,830,818	7,872,150	7,897,530
92.8%	证券持有	-30,271	-640,438	-1,172,675	7,307,897	7,338,168	7,337,855	7,377,454	7,395,456
61.6%	美国国债证券	-30,295	-493,329	-928,160	4,842,619	4,872,914	4,872,601	4,912,200	4,913,457
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	24	-147,109	-244,515	2,462,931	2,462,907	2,462,907	2,462,907	2,479,652
0.0%	正回购协定	76	76	76	76	0	1	1	0
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	1	0	0
0.0%	其他	76	76	76	76	0	0	1	0
2.0%	贷款	-83	139,375	133,919	154,584	154,667	163,189	165,031	169,618
0.0%	主要贷款	12	-2,340	1,371	2,241	2,229	2,951	3,170	2,962
1.4%	银行定期融资 BTFP	7	112,942	112,942	112,942	112,935	109,070	109,068	108,818
0.4%	其他信贷担保	0	35,229	35,229	35,229	35,229	46,790	48,256	53,156
0.0%	央行流动性掉期	51	-124	104	287	236	246	252	231
0.6%	其他资产	-14,726	904	3,997	34,281	49,007	46,203	45,308	47,295
57.5%	总负债 (除准备金余额)	-168,552	-1,005,597	-1,224,664	4,382,488	4,551,040	4,602,528	4,694,586	4,733,636
29.4%	流通货币	818	19,136	46,877	2,327,100	2,326,282	2,325,298	2,323,027	2,324,467
17.0%	逆回购协议	-75,884	-1,292,377	-962,567	1,267,973	1,343,857	1,396,515	1,403,115	1,448,928
4.0%	外国官方及国际账户	4,326	-43,381	58,207	323,732	319,406	317,053	302,498	298,147
12.9%	其他	-80,210	-1,248,996	-1,020,774	944,241	1,024,451	1,079,462	1,100,617	1,150,781
0.0%	国库持有现金	6	261	301	392	386	375	372	366
11.8%	机构存款 (非准备金)	-95,387	345,026	-191,126	837,304	932,691	927,385	1,016,892	1,002,778
2.0%	其他存款	-1,907	-13,475	-82,511	157,638	159,545	164,691	159,490	151,986
0.1%	外国官方存款	2	255	1,982	9,689	9,687	9,686	9,685	9,688
9.7%	财政部一般账户 TGA	-93,483	358,245	-110,599	669,976	763,459	753,008	847,717	841,103
42.5%	银行准备金余额	122,899	479,649	125,930	3,483,325	3,360,426	3,314,630	3,263,971	3,250,230

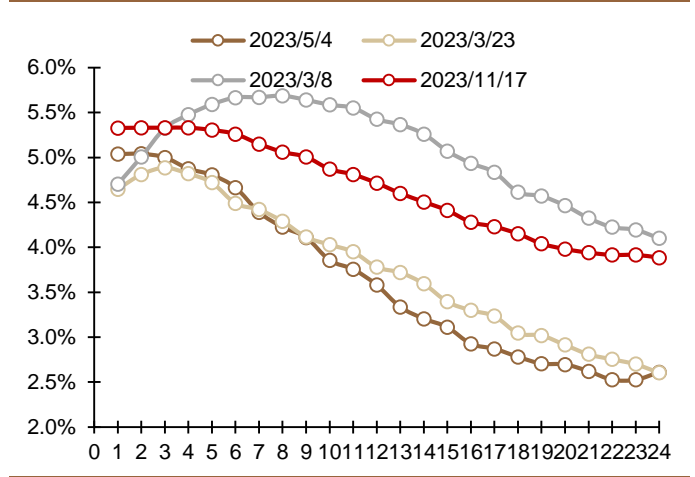
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



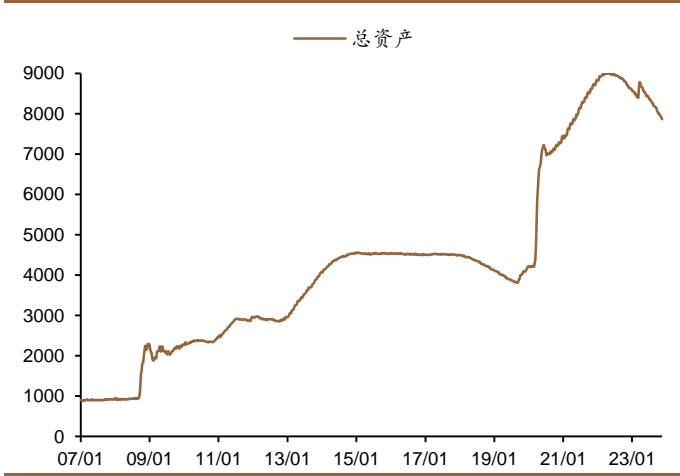
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



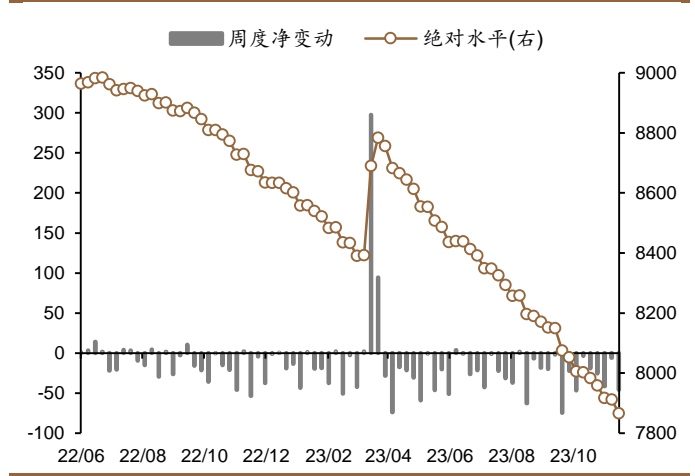
资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 3：美联储资产负债表总规模



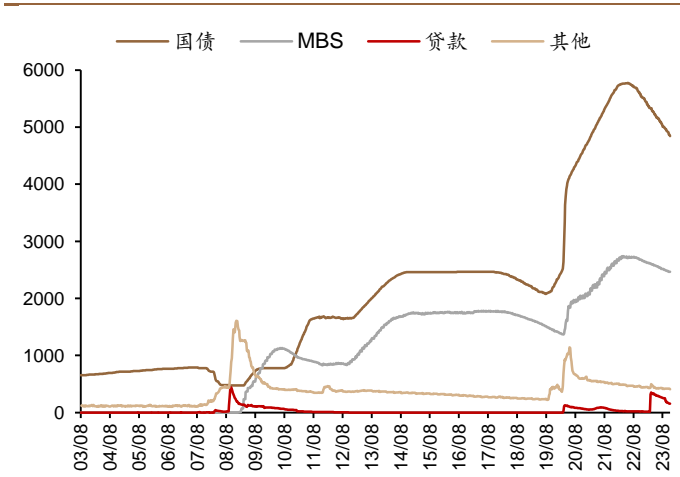
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



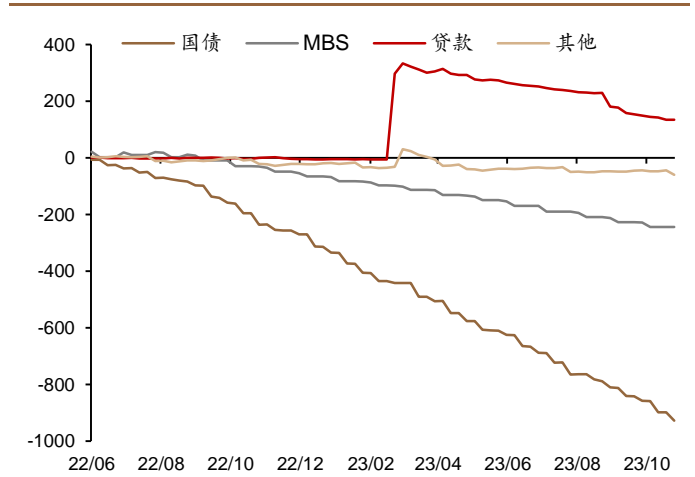
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



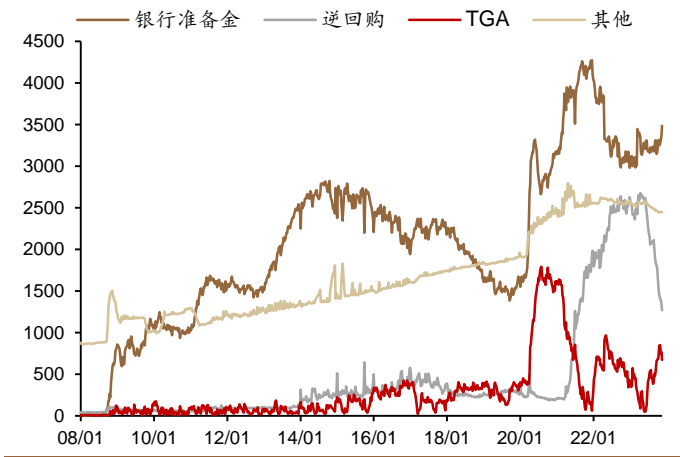
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



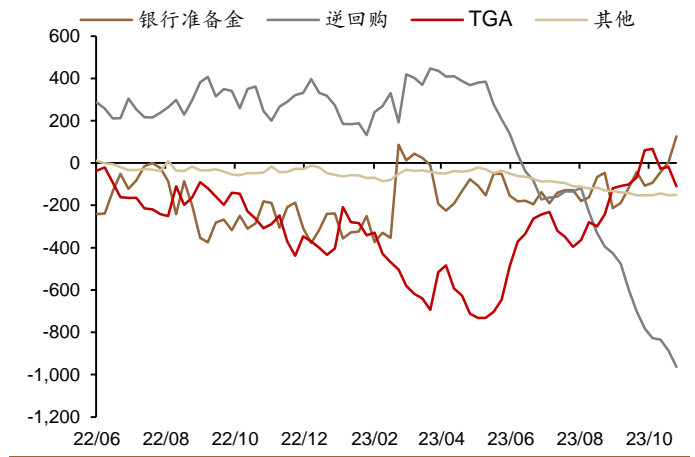
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



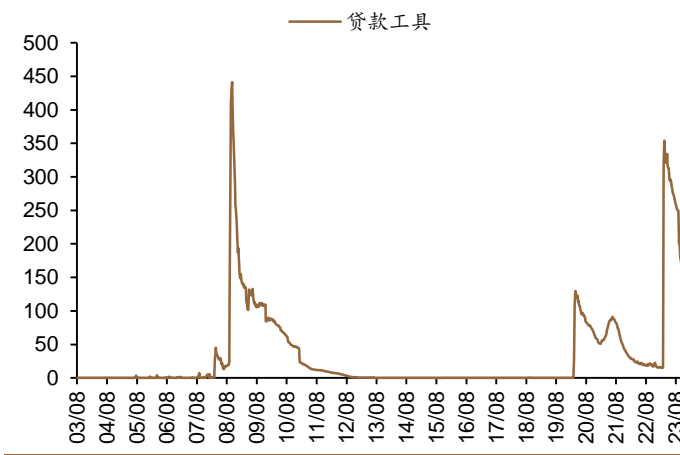
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



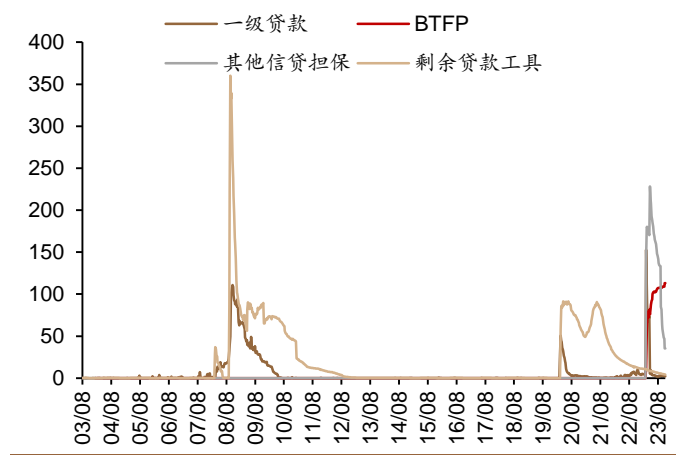
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



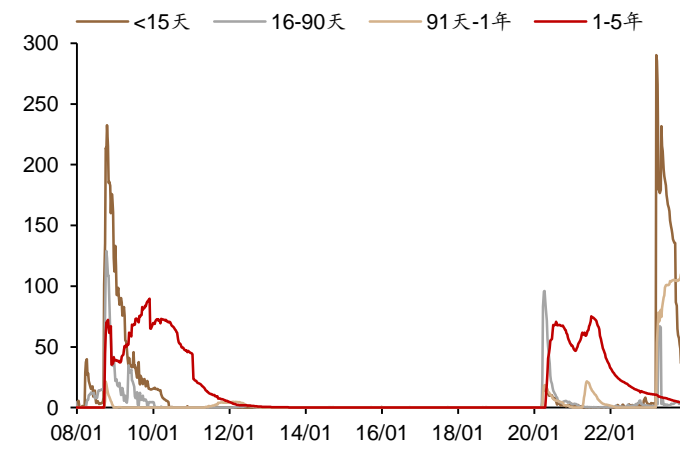
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



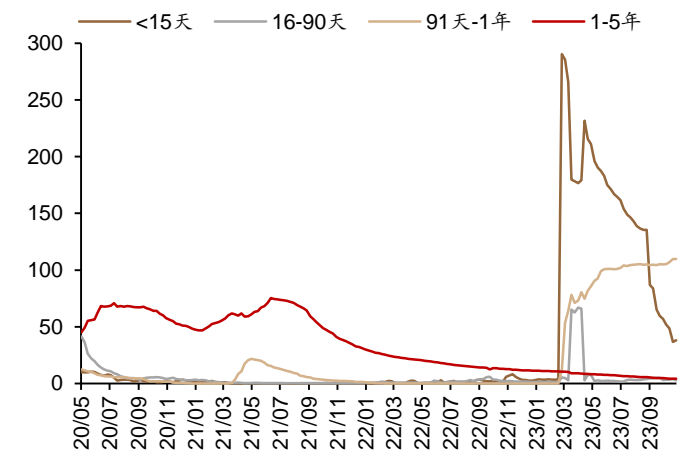
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



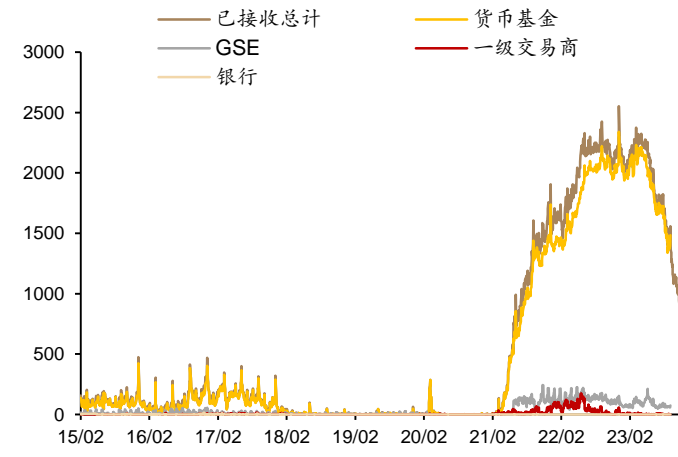
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



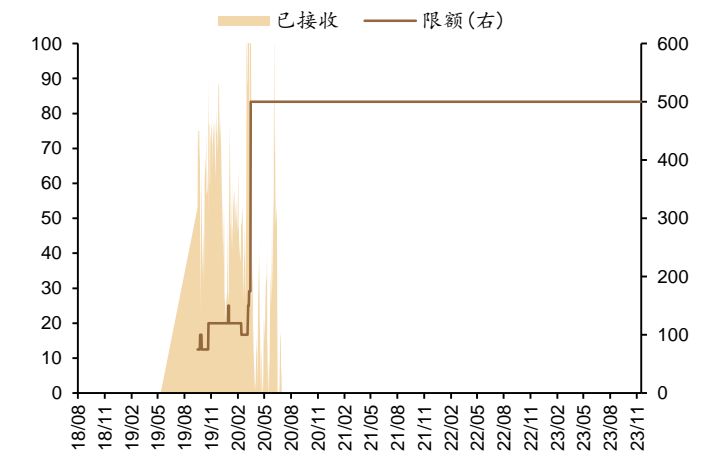
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



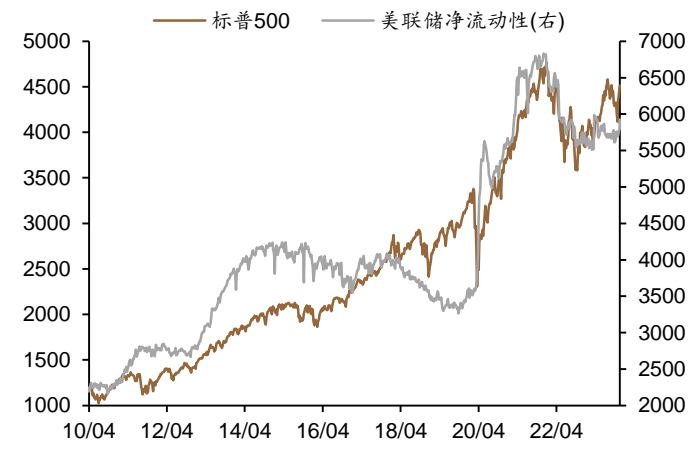
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



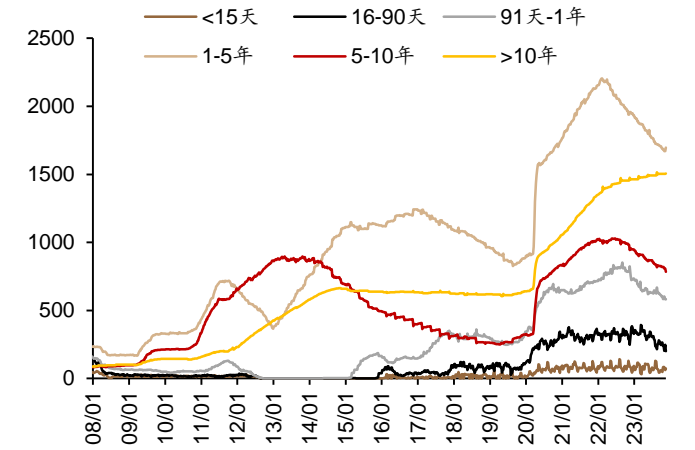
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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。