



宏观周报

消费者通胀预期反弹弱化降息预期

美联储周观察 20231126#

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: 11月消费者通胀预期初值超预期反弹, 市场隐含降息预期推迟至2024年6月。**11月消费者对未来1年、未来第5-10年通胀预期初值分别抬升至4.5%、3.2%, 显示美联储抗击通胀之路仍然任重道远。11月FOMC会议纪要整体中性偏鹰, 相比此前更强调双向风险, 但相比发布会更强调对实现通胀确定性下行至2%目标的坚持。**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月结束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4.5%, 降息预期延后至2024年6月, 且预期明年有3次降息。****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月加息概率为4.5%, 前周预期加息结束。本周公布的11月FOMC会议纪要显示, 联储目前倾向于在确保利率足够限制性的条件下, 采取“维持高利率并谨慎行事”原则。整体看, 本次FOMC纪要立场中性偏鹰, 相比此前仍强调双向风险, 但整体没有太多增量信息。本周公布的首申失业金人数20.9万, 预期22.7万, 持续申请失业金人数184万, 预期187.5万, 劳务市场韧性边际走强。11月密歇根大学调查显示, 消费者未来1年通胀预期初值+4.5%, 预期+4.4%, 为今年4月以来新高, 未来5-10年通胀预期初值+3.2%, 预期+3.1%。虽然通胀已从高位回落, 但本期消费者通胀预期数据显示美国通胀的黏性/扩散性仍然较强。11月标普全球制造业PMI初值49.4, 预期49.9, 服务业PMI初值50.8, 预期50.3, 制造业PMI延续走弱。**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在2024年6月。我们仍认为这一预期过于乐观, 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, 我们认为**到明年6月前美联储不降息**。里士满联储主席Barkin表示, 通胀是顽固的, 有理由在更长时间内保持更高水平¹。
- **美联储资产负债表: 美联储小幅缩表, 净流动性减少。**本周美联储总资产减少43.19亿至7.86万亿美元(表2)。**①资产端:** 证券资产减少30.19亿至7.30万亿美元(美国国债增加3.17亿, MBS减少33.36亿)。贷款工具减少1.17亿至1545亿美元。按类别看, 主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增2.01、11.57、-13.54亿美元(图10)。按期限看, 1-15天、16-90天、91天-1年贷款工具分别新增-10、-1、11亿美元(图12)。**②负债端&净资产:** 本周美联储负债增加239.43亿美元至4.41万亿美元(逆回购增加37.06亿至1.27万亿美元、TGA增加230.31亿至6930亿美元), 银行准备金余额减少282.62亿至3.455万亿美元。美联储投放净流动性规模较上周减少310亿美元(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://www.morningstar.com/news/marketwatch/20231120215/feds-barkin-says-he-sees-inflation-being-stubborn-makes-case-for-keeping-rates-higher-for-longer>

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%	95.5%	4.5%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.6%	12.0%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	69.5%	9.2%	0.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	39.7%	46.3%	5.8%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	23.8%	43.0%	26.1%	3.0%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.7%	34.1%	33.9%	13.7%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.7%	26.3%	34.0%	21.8%	6.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.2%	14.5%	26.7%	28.4%	17.9%	6.5%	1.2%	0.1%	0.0%

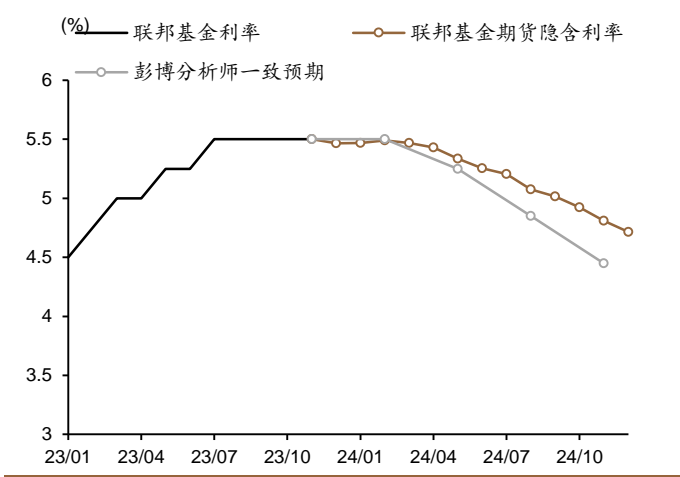
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 11 月 26 日

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	2023/11/22	2023/11/15	2023/11/8	2023/11/1	2023/10/25
100.0%	总资产	-4,319	-530,267	-1,103,053	7,861,494	7,865,813	7,911,466	7,917,157	7,958,556
98.9%	信贷资产	-4,417	-531,034	-1,103,926	7,774,682	7,779,099	7,824,909	7,830,818	7,872,150
92.9%	证券持有	-3,019	-643,457	-1,175,694	7,304,878	7,307,897	7,338,168	7,337,855	7,377,454
61.6%	美国国债证券	317	-493,012	-927,843	4,842,936	4,842,619	4,872,914	4,872,601	4,912,200
0.0%	联邦机构债券	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
31.3%	抵押担保证券	-3,336	-150,445	-247,851	2,459,595	2,462,931	2,462,907	2,462,907	2,462,907
0.0%	正回购协定	-76	0	0	0	76	0	1	1
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	1	0
0.0%	其他	-76	0	0	0	76	0	0	1
2.0%	贷款	-117	139,258	133,802	154,467	154,584	154,667	163,189	165,031
0.0%	主要贷款	201	-2,139	1,572	2,442	2,241	2,229	2,951	3,170
1.4%	银行定期融资BTFP	1,157	114,099	114,099	114,099	112,942	112,935	109,070	109,068
0.4%	其他信贷担保	-1,354	33,875	33,875	33,875	35,229	35,229	46,790	48,256
0.0%	央行流动性掉期	-50	-174	54	237	287	236	246	252
0.4%	其他资产	2,609	3,513	6,606	36,890	34,281	49,007	46,203	45,308
55.7%	总负债(除准备金余额)	23,943	-981,654	-1,200,721	4,406,431	4,382,488	4,551,040	4,602,528	4,694,586
29.6%	流通货币	4,288	23,424	51,165	2,331,388	2,327,100	2,326,282	2,325,298	2,323,027
16.1%	逆回购协议	3,706	-1,288,671	-958,861	1,271,679	1,267,973	1,343,857	1,396,515	1,403,115
4.1%	外国官方&国际账户	16,343	-27,038	74,550	340,075	323,732	319,406	317,053	302,498
12.0%	其他	-12,637	-1,261,633	-1,033,411	931,604	944,241	1,024,451	1,079,462	1,100,617
0.0%	国库持有现金	-2	259	299	390	392	386	375	372
10.6%	机构存款(非准备金)	23,979	369,005	-167,147	861,283	837,304	932,691	927,385	1,016,892
2.0%	其他存款	953	-12,522	-81,558	158,591	157,638	159,545	164,691	159,490
0.1%	外国官方存款	-4	251	1,978	9,685	9,689	9,687	9,686	9,685
8.5%	财政部一般账户TGA	23,031	381,276	-87,568	693,007	669,976	763,459	753,008	847,717
44.3%	银行准备金余额	-28,262	451,387	97,668	3,455,063	3,483,325	3,360,426	3,314,630	3,263,971

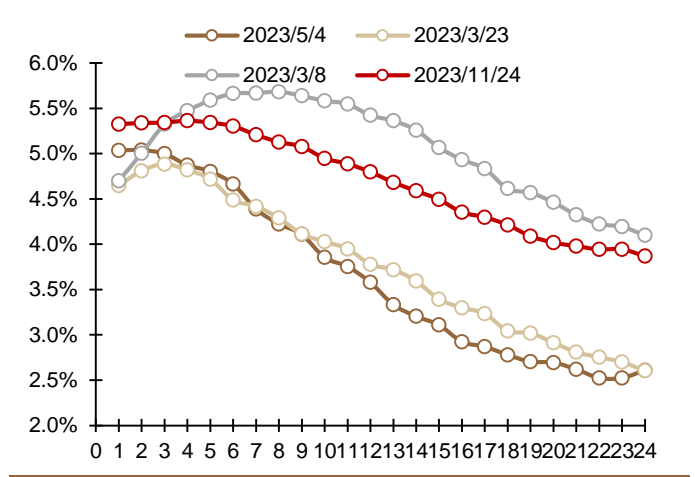
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



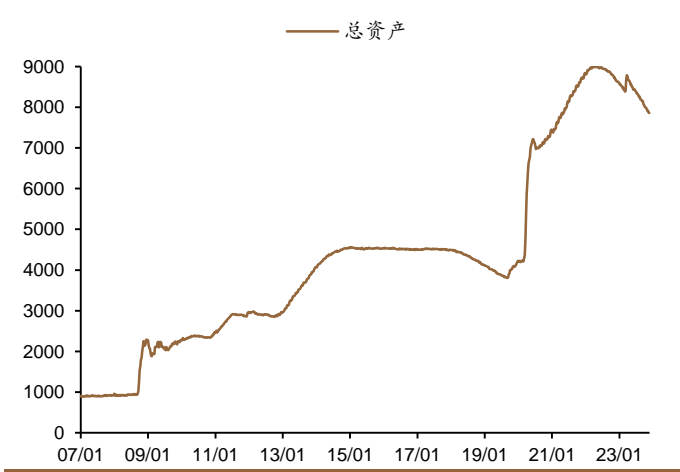
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



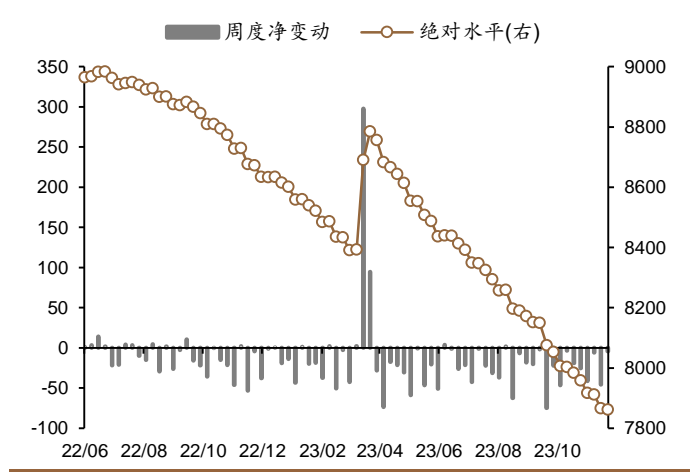
资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 3：美联储资产负债表总规模



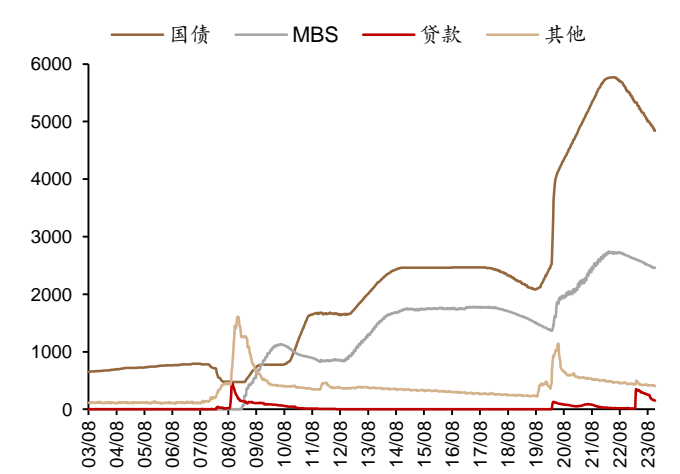
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



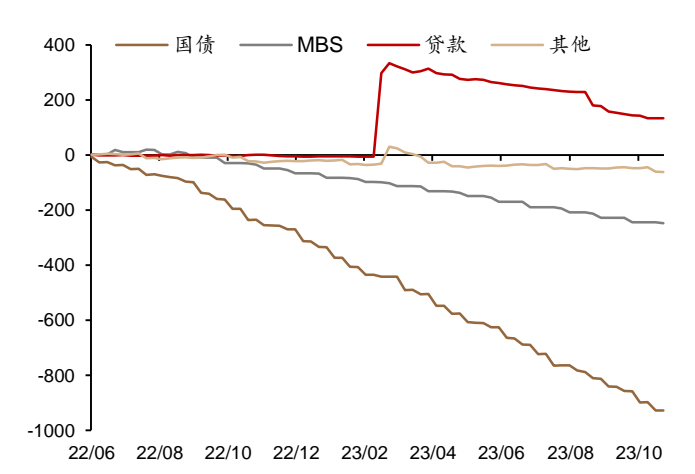
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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



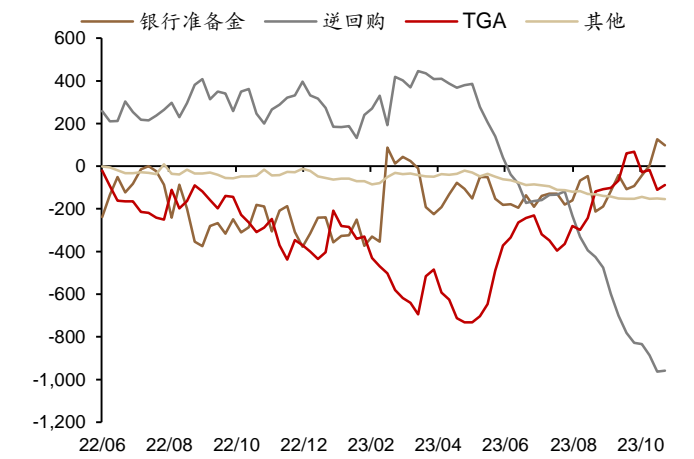
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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



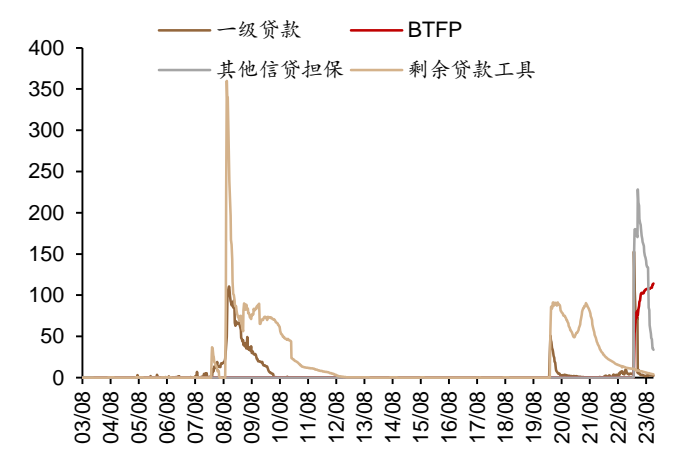
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



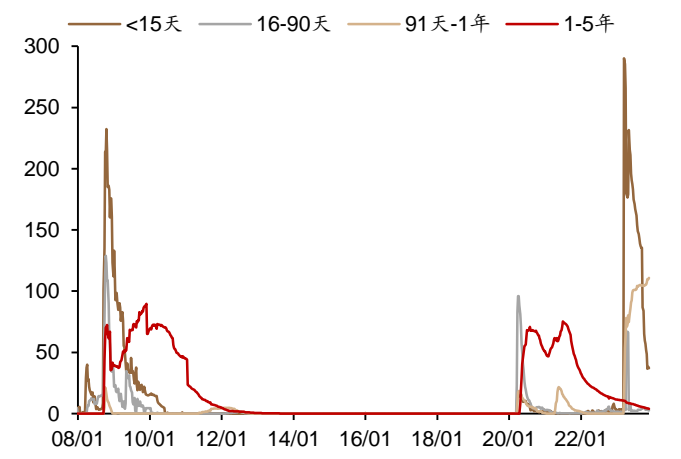
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



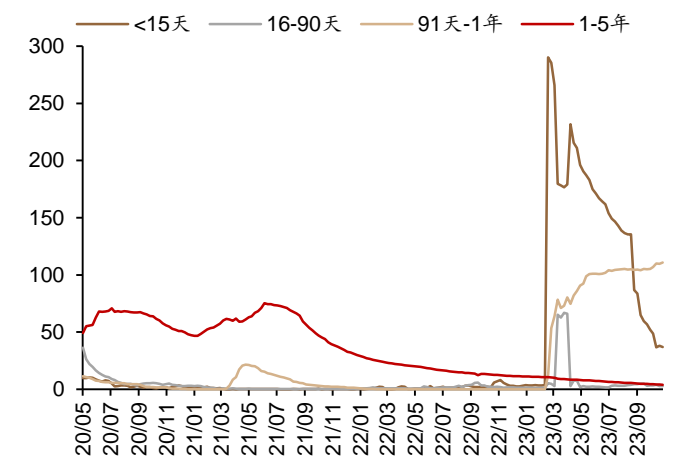
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



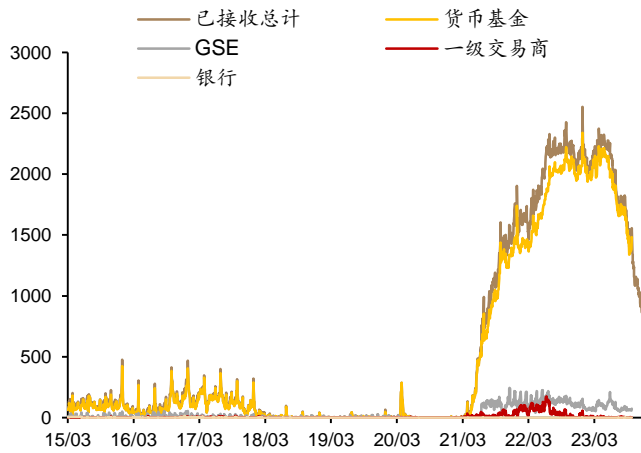
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



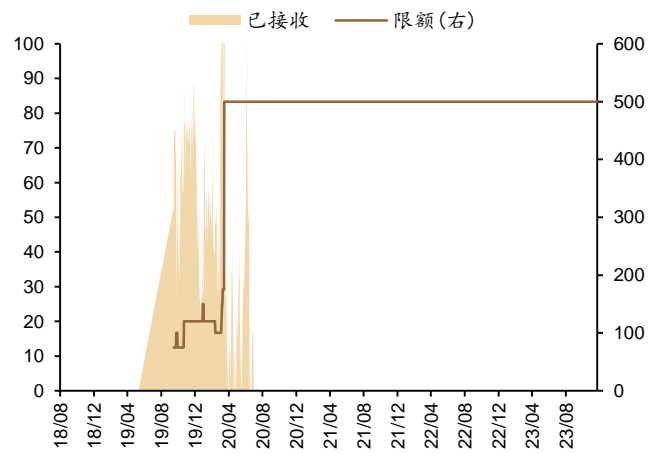
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



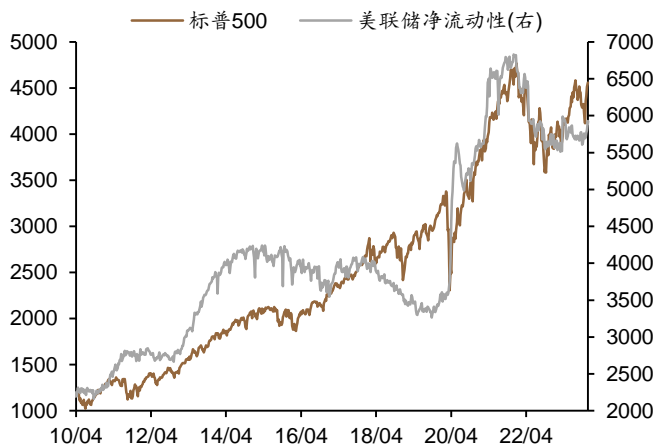
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



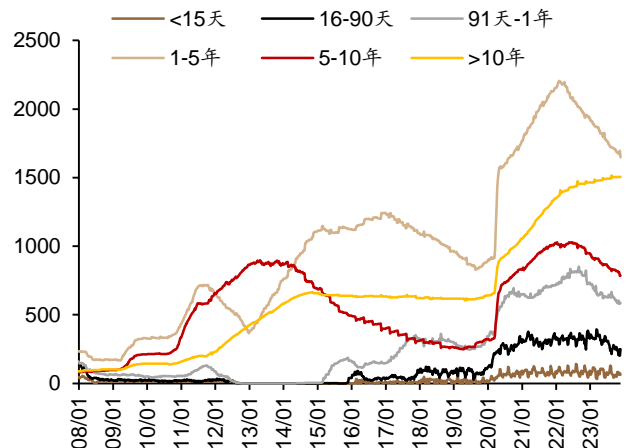
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。