



宏观周报

通胀数据好坏参半，降息预期过度乐观 美联储周观察 20230813#

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:** 预计美联储年内或还将加息，降息时点较市场当前预期的 24Q1 更晚。上周公布的 7 月 CPI 数据好坏参半，总量上通胀虽超预期下行但仍离 2% 目标遥远，结构上核心通胀虽继续回落但超级核心通胀再度反弹。喜忧各半的数据并未让市场对美联储后续政策预期做出显著调整，当前分析师与交易员主流预期仍是加息已结束、降息于 24Q1 开启。我们倾向于认为美联储在跳过 9 月而在 11 月 FOMC 会议上加息 25bps，并认为目前市场预期 24Q1 降息预期过于乐观。
- **联邦基金利率:** 交易员预期 11 月加息概率为 37%，24Q1 开启降息。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 9 月加息 25bps 至 [5.50, 5.75]% 概率仅 10%，9 月跳过而 11 月加息概率为 36.9% (表 1)，7 月通胀数据带来的交易信号较为紊乱，市场对年内再加息概率仍保持在约“四六开”的僵持局面。美国 7 月 CPI 同比+3.2%，预期+3.3%，前值+3.0%；核心 CPI 同比+4.7%，持平预期，前值+4.8%。CPI/核心 CPI 环比+0.2%，均持平预期与前值。低于预期的 CPI 数据和延续下行的核心 CPI 一定程度上降低紧缩预期，但美联储更关心的超级核心通胀（核心服务减去租金与自住房折算，对应工资通胀）环比+0.19%，与 7 月超预期抬升的时薪增速相呼应。最新亚特兰大联储 Wage Growth Tracker 工资中值 3 个月均值在 7 月录得+5.7%，较前值+5.6% 边际反弹。此外，虽然通胀在读数层面回落/持平预期，但其距离 2% 目标仍然遥远，当前数据或难以说服美联储在 9 月 FOMC 会议上下调点阵图中对 2023 年的指引（即指引年内不再加息）。②远端降息预期: CME 联邦基金期货模型（表 1）与彭博分析师问卷调查（图 1）显示，交易员与分析师仍过度乐观地预期首次降息时点将在 2024Q1。需警惕过于乐观的降息预期在后续出现反转，引发增量的流动性风险。亚特兰大联储主席 Bostic 表示美联储一直在努力降低过高的通胀，但不知疫情对劳务市场的影响会持续多久¹。纽约联储主席 Williams 认为利率已非常接近峰值，对潜在通胀下行保持信心，其制定的通胀指标表明到年底通胀速率或放缓至 2.5%²。美联储理事 Bowman 表示，通胀仍然高企和经济持续增长的状态意味着美联储可能需进一步加息³。
- **美联储资产负债表:** 短期贷款工具继续加速回落，TGA 第二周大幅下降。本周美联储总资产增加 17.78 亿至 8.26 万亿美元（表 2）。①资产端: 证券资产增加 3.46 亿至 7.57 万亿美元（美国国债增加 3.45 亿）。贷款工具减少 17.25 亿至 2604 亿美元。按类别看，主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增 0.013、11.8、-26.65 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-25、2、9 亿美元（图 12）。周二，穆迪下调 10 家美国中小银行的信用评级，提示高利率对于银行盈利的侵蚀，并将 Bank of New York Mellon 等几家大银行列入观察清单，当日美国地区银行股指领跌。②负债端&净资产: 本周美联储负债减少 94.07 亿美元至 5.03 万亿美元（逆回购增加 24.04 亿至 2.096 万亿美元、TGA 减少 28.66 亿至 4323 亿美元），银行准备金余额增加 111.85 亿至 3.23 万亿美元。受大额社保支出的日历效应影响，TGA 连续两周大幅下降。美联储投放净流动性规模较上周小幅增长 70 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.youtube.com/watch?v=9KWldJy9xUU>

² <https://www.nytimes.com/2023/08/07/business/economy/john-williams-fed-interest-rates.html>

³ <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/feds-bowman-more-rate-hikes-likely-needed-bring-inflation-target-2023-08-07/>



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
20/09/2023					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.0%	10.0%	0.0%
1/11/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.1%	33.9%	3.0%
13/12/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	59.3%	29.9%	2.6%
31/01/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	24.0%	50.2%	21.5%	1.8%
20/03/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.8%	36.6%	36.4%	12.0%	0.9%
1/05/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.7%	32.2%	36.4%	16.5%	3.0%	0.2%
19/06/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	20.6%	34.2%	27.3%	10.3%	1.7%	0.1%
31/07/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.2%	16.7%	30.7%	29.0%	14.6%	3.9%	0.5%	0.0%
25/09/2024	0.0%	0.0%	0.3%	3.4%	14.2%	27.9%	29.4%	17.5%	6.0%	1.2%	0.1%	0.0%
6/11/2024	0.0%	0.2%	2.4%	10.6%	23.3%	28.9%	21.5%	9.9%	2.8%	0.5%	0.0%	0.0%
18/12/2024	0.1%	1.6%	7.8%	18.9%	27.0%	24.0%	13.9%	5.2%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%

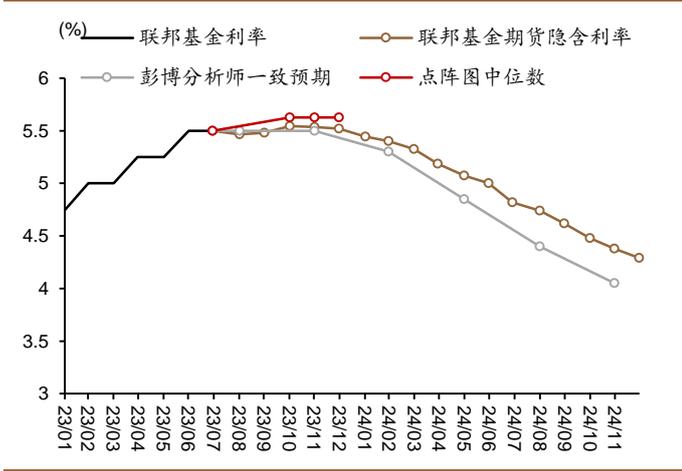
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 8 月 13 日

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	2023/8/9	2023/8/2	2023/7/26	2023/7/19	2023/7/12
100.0%	总资产	1,778	-133,547	-706,333	8,258,214	8,256,436	8,293,314	8,324,605	8,346,899
99.0%	信贷资产	1,849	-133,886	-706,778	8,171,830	8,169,981	8,206,709	8,237,861	8,260,176
91.7%	证券持有	346	-380,058	-912,295	7,568,277	7,567,931	7,600,888	7,623,441	7,644,833
61.1%	美国国债证券	345	-287,578	-722,409	5,048,370	5,048,025	5,080,981	5,083,036	5,104,348
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.5%	抵押担保证券	0	-92,481	-189,887	2,517,559	2,517,559	2,517,559	2,538,059	2,538,138
0.0%	正回购协定	-1	0	0	0	1	1	25	3
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	1	0	0
0.0%	其他	-1	0	0	0	1	0	25	3
3.2%	贷款	-1,725	245,177	239,721	260,386	262,111	266,372	272,061	274,364
0.0%	主要贷款	13	-2,670	1,041	1,911	1,898	2,249	2,633	2,692
1.3%	银行定期融资 BTFP	1,180	106,864	106,864	106,864	105,684	105,078	102,927	102,305
1.8%	其他信贷担保	2,665	145,407	145,407	145,407	148,072	152,455	159,640	162,438
0.0%	央行流动性掉期	-6	-182	46	229	235	255	235	243
0.6%	其他资产	3,436	17,613	20,706	50,990	47,554	46,236	48,080	45,877
61.0%	总负债 (除准备金余额)	-9,407	-358,453	-577,520	5,029,632	5,039,039	5,126,547	5,104,016	5,184,775
28.3%	流通货币	-474	24,630	52,371	2,332,594	2,333,068	2,332,841	2,335,250	2,341,696
25.1%	逆回购协议	24,043	-463,898	-134,088	2,096,452	2,072,409	2,066,975	2,058,685	2,147,843
3.7%	外国官方&国际账户	-2,290	-67,180	34,408	299,933	302,223	317,242	325,881	327,697
21.4%	其他	26,333	-396,718	-168,496	1,796,519	1,770,186	1,749,733	1,732,804	1,820,146
0.0%	国库持有现金	18	166	206	297	279	263	249	243
7.9%	机构存款 (非准备金)	-34,668	128,477	-407,675	620,755	655,423	742,465	726,632	706,338
2.2%	其他存款	-6,005	7,694	-61,342	178,807	184,812	182,883	179,504	179,233
0.1%	外国官方存款	0	252	1,979	9,686	9,686	9,685	9,686	9,686
5.6%	财政部一般账户 TGA	-28,664	120,531	-348,313	432,262	460,926	549,897	537,441	517,418
39.0%	银行准备金余额	11,185	224,906	-128,813	3,228,582	3,217,397	3,166,767	3,220,590	3,162,124

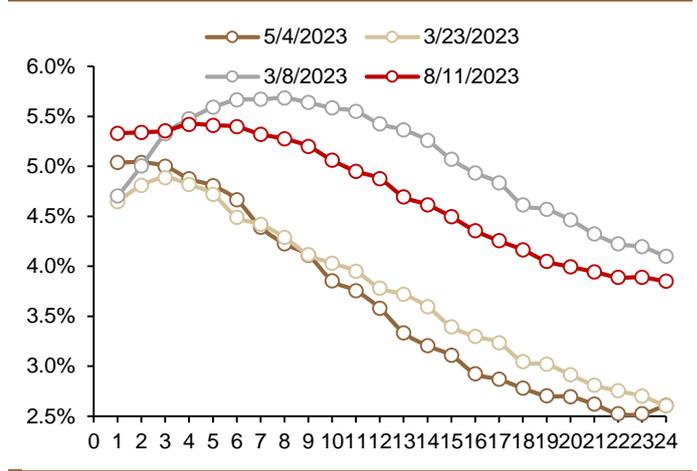
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



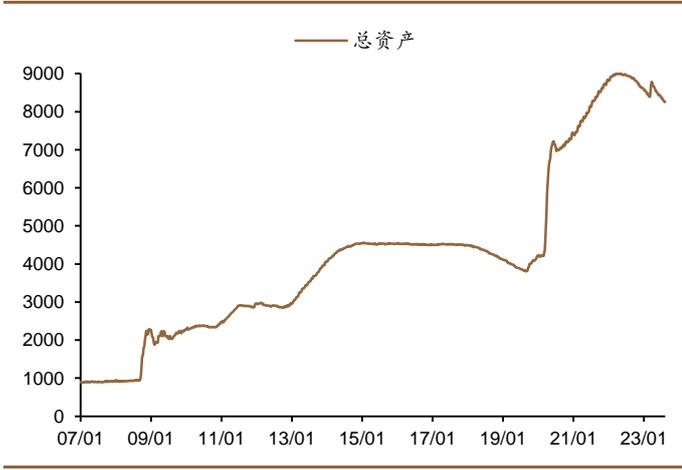
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线交易拥挤度



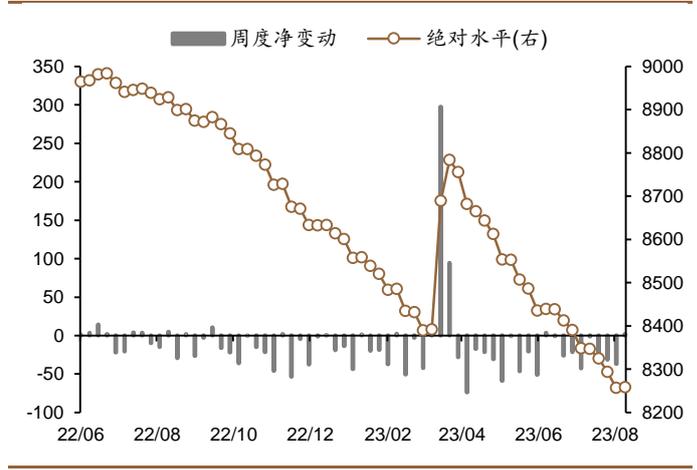
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美联储资产负债表总规模



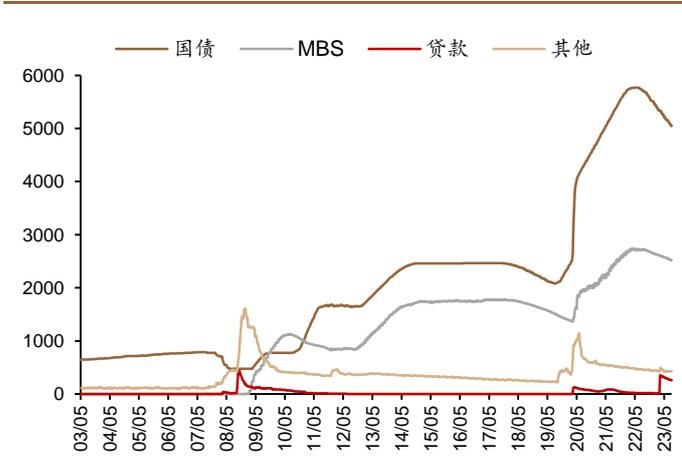
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



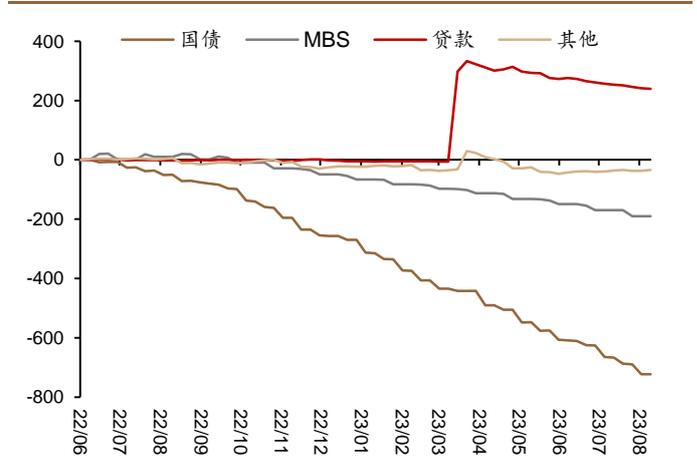
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



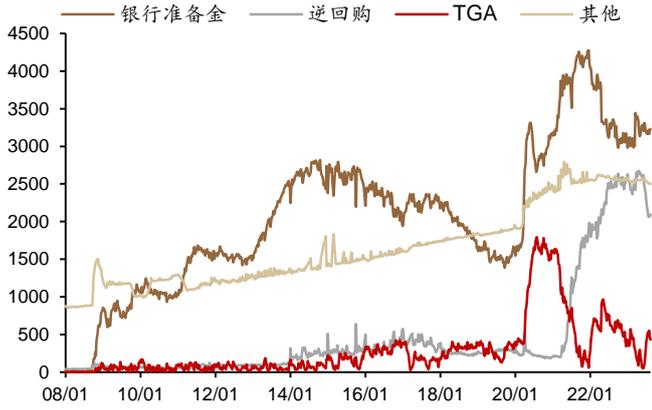
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



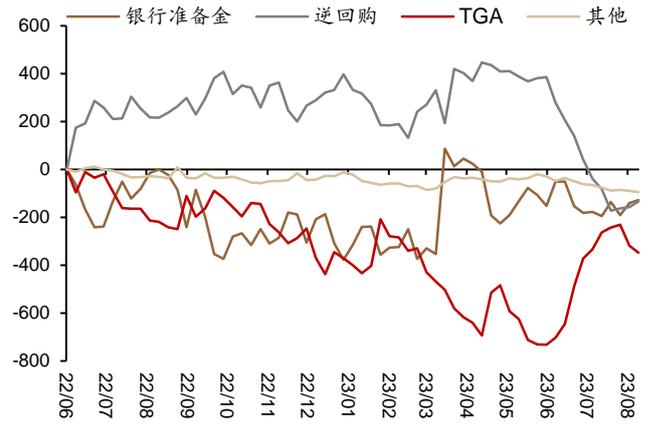
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



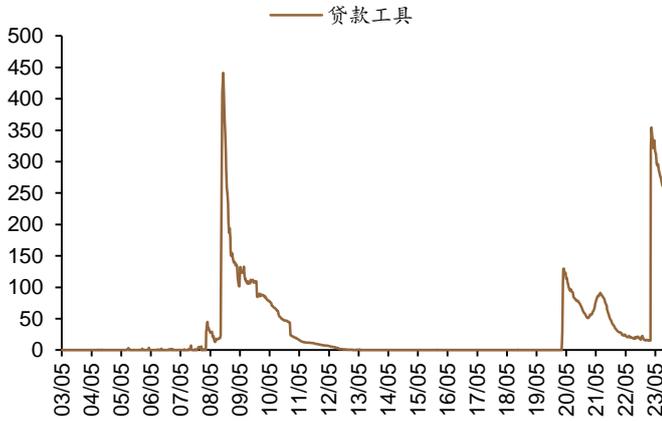
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



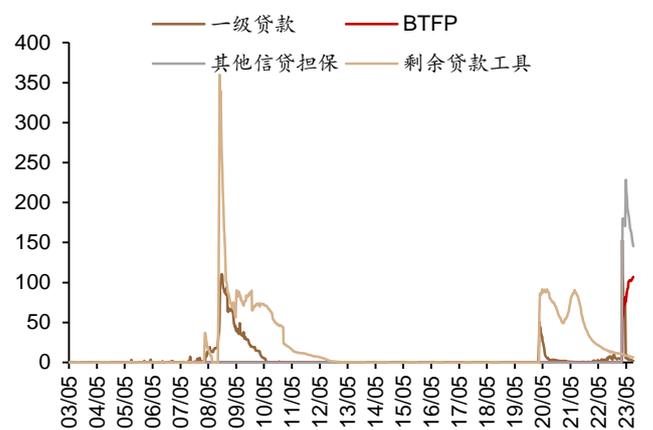
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



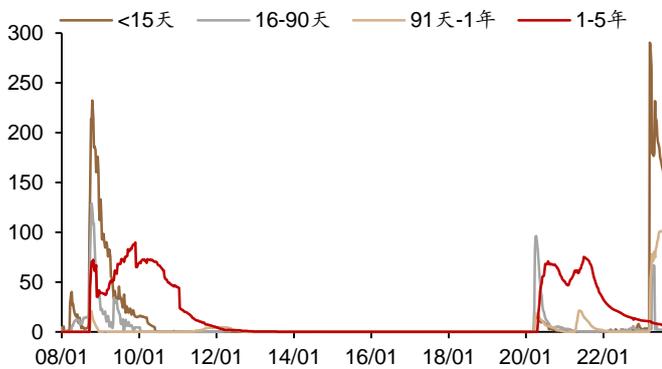
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



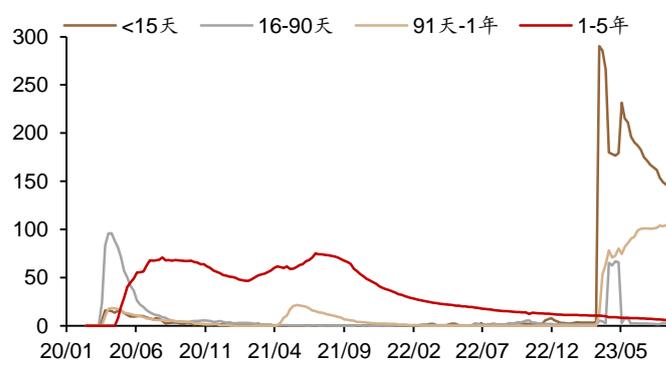
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



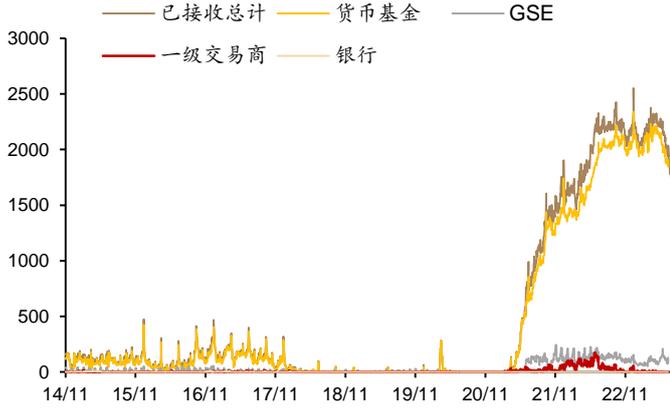
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



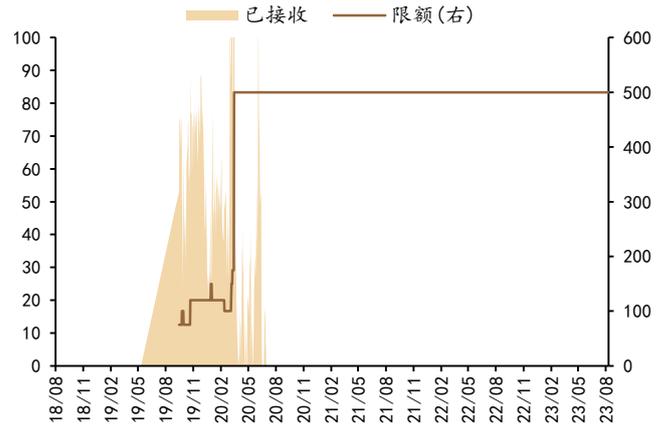
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



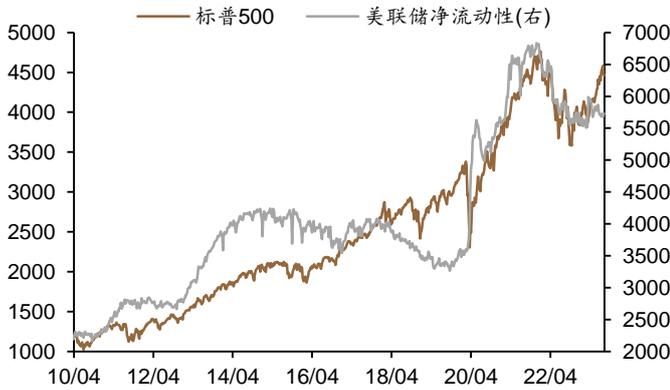
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



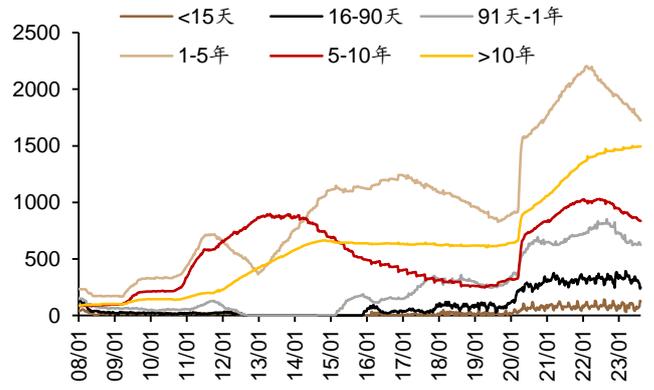
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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。