美联储逆回购下降对冲流动性压力

华泰研究
2023 年 9 月 01 日 | 中国内地 动态点评

研究员 易峘
SAC No. S0570520100005 evayi@htsc.com
SFC No. AMH263 +(852) 3658 6000

联系人 胡李鹏，PhD
SAC No. S0570122120062 hulipeng@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 胡昊，PhD
SAC No. S0570122090198 huhao@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

华泰证券研究所分析师名录

周度直击美欧日央行资产负债表动向|9 月 1 日 第二十四期

本周美联储缩表规模 117 亿美元；美国财政存款（TGA）连续两周回升，余额达到 5007 亿美元，更加接近财政部 9 月底 6500 亿美元的目标。虽然本周联储继续缩表且 TGA 余额上升，但逆回购下降，导致净流动性小幅增加。Markit PMI 下降、美国劳动力市场降温、PCE 通胀维持弱势等导致美债收益率本周回落，但整体仍然位于较高的水平，例如 10 年期美国（TIPS）实际利率为 1.85%。海外央行动向和高利率下金融系统脆弱性值得持续关注。此外，日本央行本周购债规模环比小幅增加,日元相对美元贬值，对美元指数下行形成一定阻碍。

1. 本周概览

8 月 23 日-30 日美联储总资产减少 177 亿美元，证券资产、对银行贷款均减少；BTFP 贷款和贴现窗口增加，但过桥贷款余额下降。硅谷银行事件后，美联储对银行系统贷款增加 2354 亿美元，但由于证券资产下降 4403 亿美元，联储总资产累计回落 2210 亿美元。上周联储缩表，欧央行小幅扩表，日央行购债规模环比增加。G3 央行总资产规模下降 398 亿美元。**本周观察：**1）美国财政存款（TGA）继续回升，余额增加至 5007 亿美元；2）联储缩表且 TGA 增加，但逆回购下降对净流动性形成支撑；3）日本央行本周购债 1.6 万亿日元，环比上升 0.4 万亿日元，

2. G3 央行资产负债表变化简析

美联储（8 月 23 日-30 日）总资产下降 177 亿美元（上周-67 亿美元）。

1）资产端，国债和 MBS 减少 139 亿美元（前一周-39 亿美元），对国内银行贷款下降 21 亿美元，其中，贴现窗口贷款增加 7 亿美元，（1 年期以下）BTFP 微增 1 亿美元（前一周+1 亿美元），但其他（对 FDIC 过桥）贷款规模减少 21 亿美元。

2）负债端，逆回购下降 1142 亿美元（前一周+158 亿美元）；政府存款（TGA）增加 847 亿美元（前一周+312 亿美元）；其他存款上升 138 亿美元（前一周-528 亿美元）。

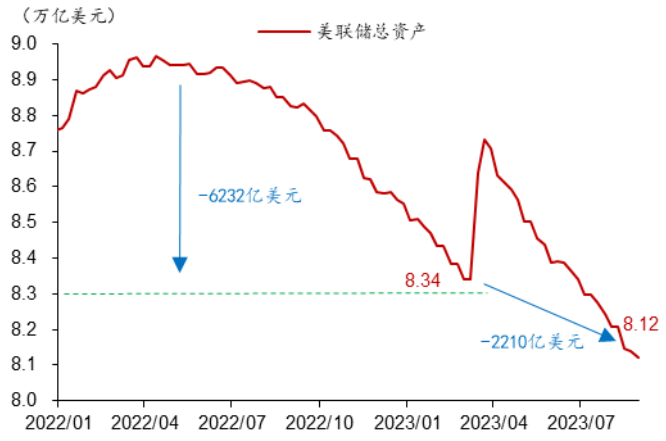
3）净流动性增加 118 亿美元（净流动性=总资产-财政存款-逆回购，代表流入金融体系的资金），虽然联储缩表且 TGA 余额增加，但逆回购下降 1142 导致美国净流动性上升 118 亿美元（前一周-153 亿美元，2022 年周平均-200 亿美元）。

欧央行（8 月 18 日-25 日）总资产增加 18 亿欧元（上周-134 亿欧元）。资产端，证券资产增加 5 亿欧元；对欧元区银行贷款下降 15 亿欧元；其他资产增加 27 亿欧元。负债端，对银行负债增加 46 亿欧元；而对非银的负债增加 7 亿欧元；其他负债分项下降 35 亿欧元。

8 月 28 日-9 月 1 日，日央行购买国债 1.6 万亿日元，环比有所增加。10 年期日债收益率在 8 月 23 日触及 0.68%后，本周回落至 0.66%。

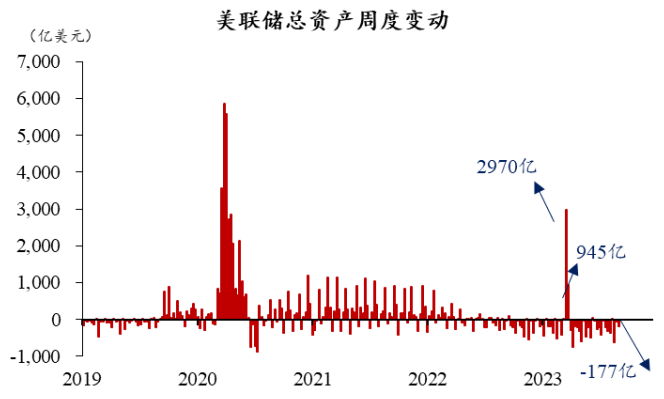
风险提示：美国中小银行再现挤兑风波；欧央行“鹰派”立场超预期。

图表1：8月23日美联储总资产较硅谷银行风波前的3月8日下降2210亿美元（-2.5%）



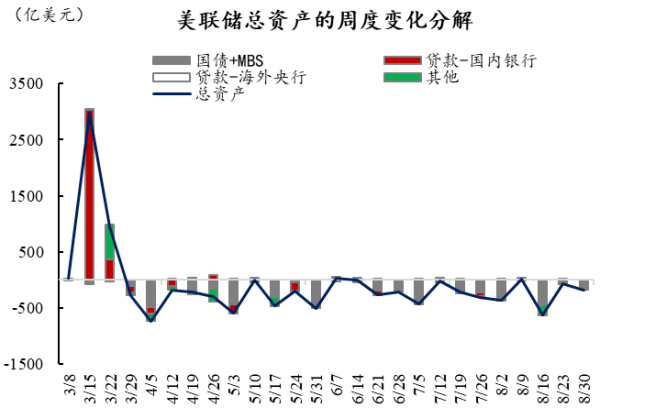
资料来源：彭博,华泰研究

图表2：8月23日-30日美联储总资产下降177亿美元



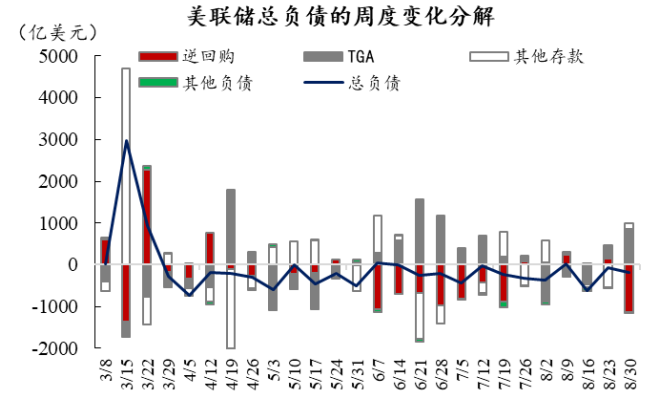
资料来源：Haver,华泰研究

图表3：美联储持有的证券资产和对国内银行贷款减少



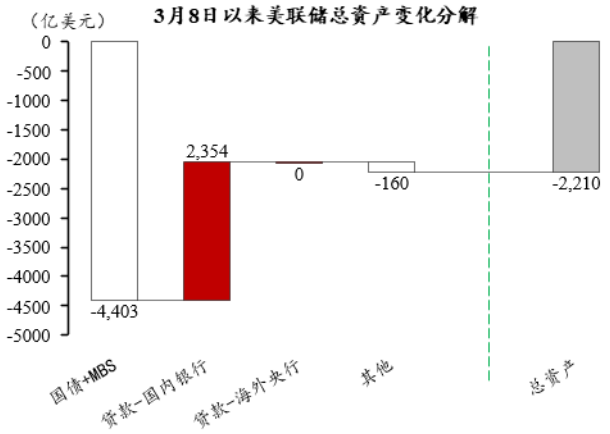
资料来源：Haver,华泰研究

图表4：TGA和其他存款增加，逆回购减少，美联储总负债下降177亿美元



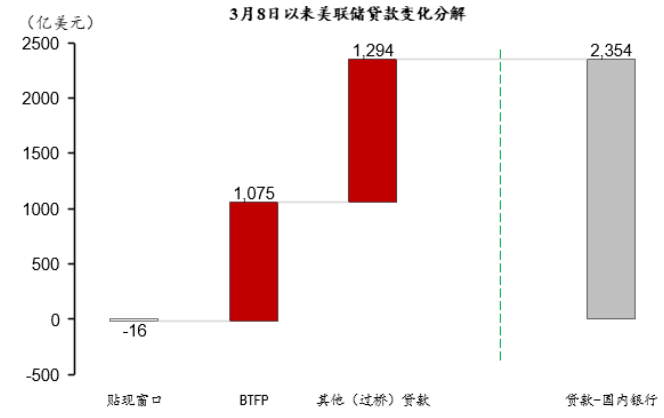
资料来源：Haver,华泰研究

图表5：3月8日以来，联储对国内银行贷款上升，持有的证券资产减少，总资产减少2032亿美元



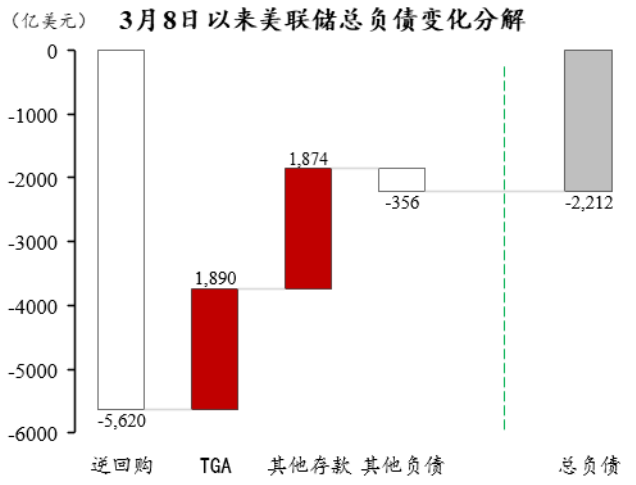
资料来源：Haver,华泰研究

图表6：3月8日以来，BTFP和其他（过桥）贷款增加是联储对国内银行贷款上升的主要原因



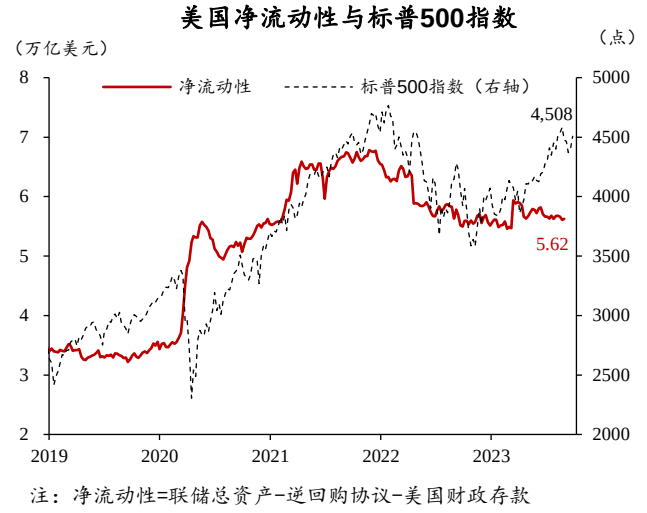
资料来源：Haver 华泰研究

图表7： 3 月 8 日以来，逆回购下降拖累美联储负债总额



资料来源：Haver,华泰研究

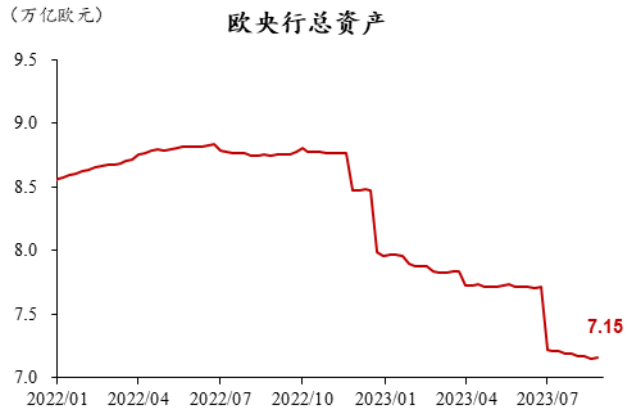
图表8： 虽然联储总资产下降及 TGA 增加，但逆回购下降导致美国净流动性增加 118 亿美元



注：净流动性=联储总资产-逆回购协议-美国财政存款

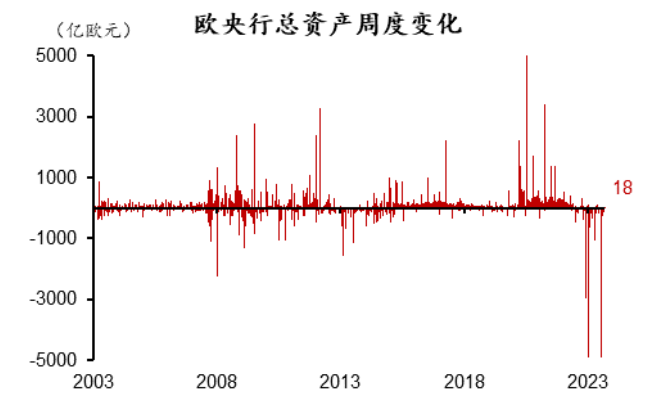
资料来源：Haver 华泰研究

图表9： 3 月 10 日以来，欧央行资产负债规模总体下降



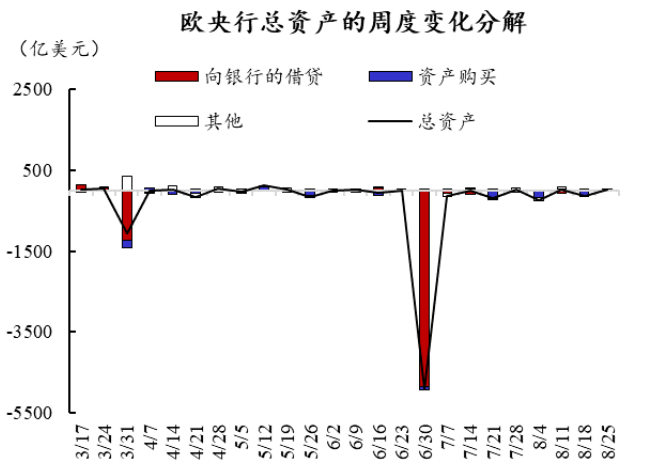
资料来源：Haver,华泰研究

图表10： 8 月 18 日-25 日欧央行资产规模增加 18 亿欧元



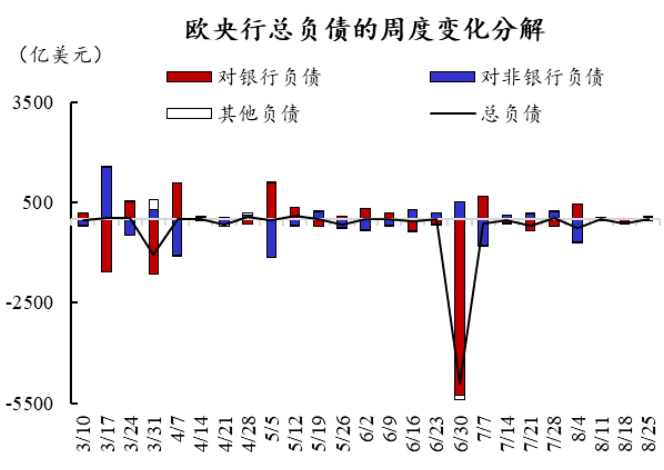
资料来源：Haver 华泰研究

图表11： 8 月 18 日-25 日，欧央行持有的证券资产增加，对银行的贷款下降



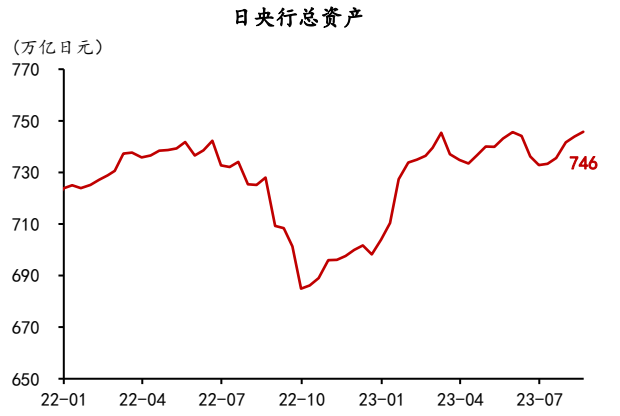
资料来源：Haver,华泰研究

图表12： 8 月 18 日-25 日，欧央行对银行和对非银的负债均上升



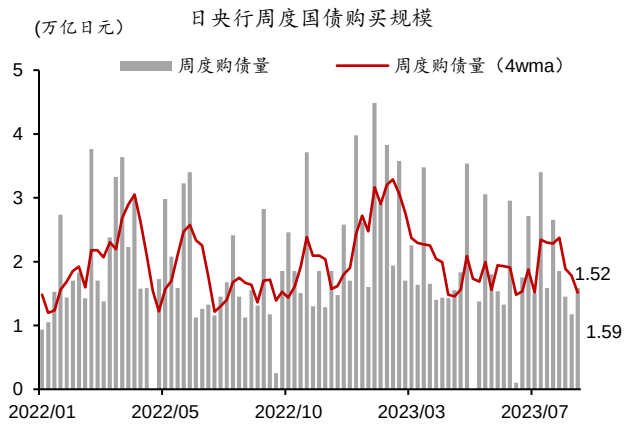
资料来源：Haver 华泰研究

图表13：8 月 10 日-20 日，日央行资产负债表增加 1.8 万亿日元（本周数据未更新）



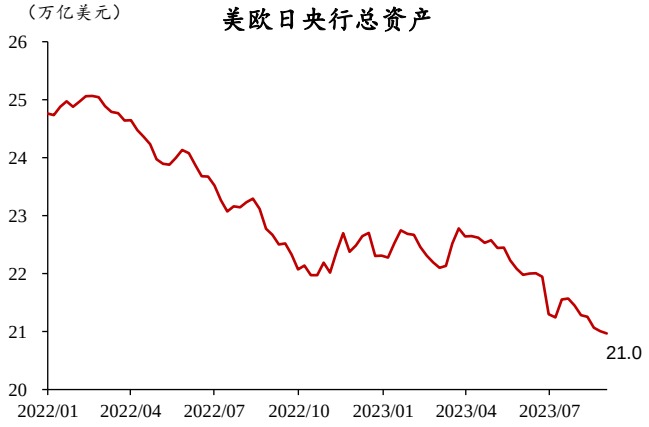
资料来源：Haver,华泰研究

图表14：8 月 28 日-9 月 1 日，日央行周度购债规模环比增加



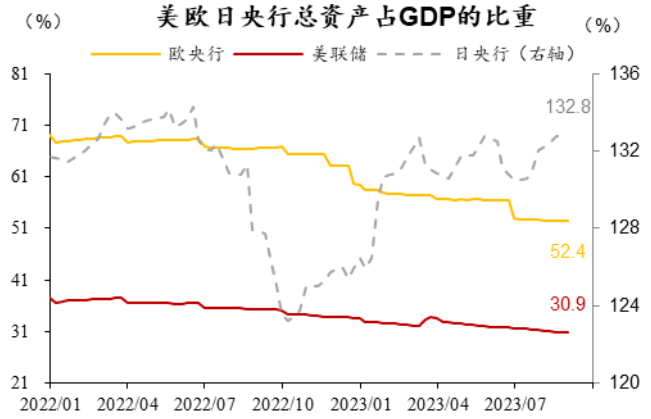
资料来源：Haver 华泰研究

图表15：截至 9 月 1 日，G3 央行总资产相对 8 月 25 日减少 398 亿美元



资料来源：Haver,华泰研究

图表16：8 月 25 日-9 月 1 日，美欧日央行总资产占 GDP 的比重变化不大



资料来源：Haver 华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，易峘，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峘本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司