



2023 年 9 月 10 日

宏观周报

油价涨、就业强共同提振加息预期

美联储周观察 20230910#

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:** 油价上涨、就业数据好于预期共同强化通胀黏性,年内加息预期由 35% 升至 47%,我们维持美联储 11 月加息 25bps、24H1 难降息的观点,并提示从当前到 9 月 20 日 FOMC 结束时,需警惕增量紧缩预期推高美元&美债利率的风险。受油价抬升影响,最新彭博分析师一致预期下周公布的美国 8 月 CPI/核心 CPI 同比+3.6%/+4.3%,环比+0.6%/+0.2%,美联储 *Inflation Nowcasting* 模型预测美国 8 月 CPI/核心 CPI 同比+3.82%/+4.46%,环比+0.79%/+0.38%。受油价抬升、首申失业人数好于预期、单位劳务成本上修、ISM 服务业 PMI 超预期影响,美联储 GDPNow 模型预测 23Q3 美国 GDP 季环比年率+5.6%,交易员预期年内加息预期升至 47%,10 年美债利率一度上破 4.3%。预期延续反弹的 8 月 CPI 同比增速与预期大幅偏离 1.8%潜在增速的三季度 GDP 将分别深化美国通胀与产出缺口,或让美联储难以在 9 月 FOMC 下调点阵图对年内政策利率的指引,届时市场或进一步计价 11 月的加息预期。
- **联邦基金利率:** 交易员预期 11 月加息概率抬升至 47%,降息预期维持在 2024 年 5 月。**①近端加息预期:** CME 联邦基金期货模型显示,交易员预期 9 月加息概率为 8%,9 月跳过而 11 月加息概率抬升至 47% (表 1),上周仅 35.4%,**主要受油价抬升、就业数据好于预期共同强化通胀黏性影响**。本周公布首次申请失业救济金人数为 21.6 万,预期 23.3 万,前值 22.8 万上修至 22.9 万,好于预期且创今年 2 月以来新低。二季度单位劳务成本终值由+1.6%上修至+2.2%,8 月 ISM 服务业 PMI 录得 54.5,预期 52.5,前值 52.7,为近半年以来最高,本周发布的美联储褐皮书显示 7、8 月美国经济温和增长,部分地区消费者储蓄已耗尽,开始更依赖借贷维持消费,但劳务市场失衡持续,大多数地区劳务成本加剧。**②远端降息预期:** CME 联邦基金期货模型 (表 1) 和彭博分析师问卷调查 (图 1) 均显示,在当前 [5.25, 5.5]% 利率区间下,交易员与分析师均预期首次降息时点在 2024 年 5 月。Dallas 联储主席 Logan 表示,必须循序渐进以权衡通胀过高的风险与过度抑制经济的风险,9 月跳过加息可能是合适的,但跳过不意味着停止,而这取决于对数据和前景的进一步评估¹。纽约联储主席 Williams 表示,目前的货币政策“足够严格 (sufficiently restrictive)”,他认为政策是否必须对经济活动构成更大的阻力才能将通胀率降至 2%,仍是一个悬而未决的问题²。
- **美联储资产负债表: 缩表延续, TGA 回落, 净流动性继续回补。** 本周美联储总资产减少 200 亿至 8.15 万亿美元 (表 2)。**①资产端:** 证券资产减少 184 亿至 7.49 万亿美元 (美国国债减少 184 亿)。贷款工具减少 12.58 亿至 2493 亿美元。按类别看,一级贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增-8.56、3.28、-5.73 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-11、5、-5 亿美元 (图 12)。**②负债端&净资产:** 本周美联储负债减少 1139 亿美元至 4.86 万亿美元 (逆回购减少 984.45 亿至 1.90 万亿美元、TGA 减少 191.5 亿至 4815.5 亿美元),银行准备金余额增加 939.33 亿至 3.29 万亿美元。美联储投放净流动性规模较上周增加 980 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.dallasfed.org/news/speeches/logan/2023/kl230907>

² <https://www.reuters.com/markets/us/feds-williams-an-open-question-whether-fed-will-need-hike-again-2023-09-07/>



表 1：CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.0%	8.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.1%	43.6%	3.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	52.7%	42.0%	3.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.4%	50.9%	35.6%	2.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	25.0%	45.4%	23.8%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	18.9%	39.5%	30.0%	8.1%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.6%	25.6%	6.6%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.9%	19.5%	34.5%	28.1%	10.6%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.0%	30.9%	29.7%	14.8%	3.9%	0.5%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	2.6%	11.5%	25.4%	30.1%	20.3%	7.9%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.0%	9.1%	21.6%	28.8%	23.0%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%

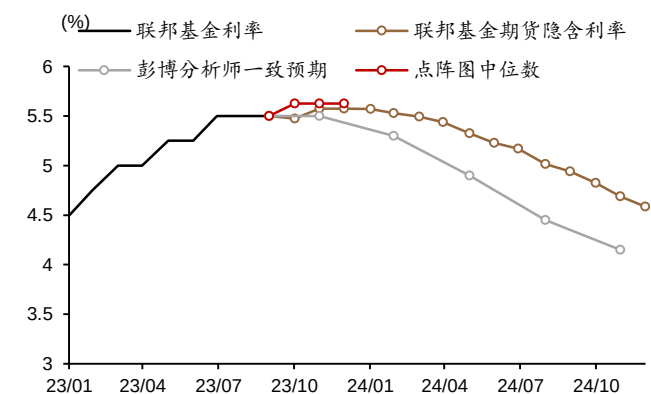
资料来源：CME，德邦研究所；展示日期为 2023 年 9 月 10 日

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	2023/9/6	2023/8/30	2023/8/23	2023/8/16	2023/8/9
100.0%	总资产	-20,007	-240,323	-813,109	8,151,438	8,171,445	8,189,709	8,196,421	8,258,854
98.9%	信贷资产	-19,722	-240,914	-813,806	8,064,802	8,084,524	8,102,816	8,109,556	8,171,830
91.9%	证券持有	-18,368	-458,646	-990,883	7,489,689	7,508,057	7,521,981	7,525,905	7,568,277
61.3%	美国国债证券	-18,368	-347,477	-782,308	4,988,471	5,006,839	5,006,494	5,006,075	5,048,370
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.6%	抵押担保证券	0	-171,170	-208,576	2,498,870	2,498,870	2,513,140	2,517,483	2,517,559
0.0%	正回购协定	5	6	6	6	1	0	6	0
0.0%	外国官方	4	5	5	5	1	0	5	0
0.0%	其他	1	1	1	1	0	0	1	0
3.1%	贷款	-1,258	234,098	228,642	249,307	250,565	252,629	256,961	260,386
0.0%	主要贷款	-856	-2,530	1,181	2,051	2,907	2,190	1,966	1,911
1.3%	银行定期融资 BTFP	328	107,855	107,855	107,855	107,527	107,386	107,242	106,864
1.6%	其他信贷担保	-573	133,796	133,796	133,796	134,369	137,171	141,636	145,407
0.0%	央行流动性掉期	0	-179	49	232	232	230	229	229
0.5%	其他资产	864	4,397	7,490	37,774	36,910	37,910	35,661	50,990
60.9%	总负债（除准备金余额）	-113,940	-527,121	-746,188	4,860,964	4,974,904	5,012,329	4,967,469	5,030,272
28.5%	流通货币	3,546	27,086	54,827	2,335,050	2,331,504	2,328,130	2,330,372	2,333,234
24.5%	逆回购协议	-98,445	-660,472	-330,662	1,899,878	1,998,323	2,112,514	2,096,666	2,096,452
3.7%	外国官方&国际账户	-7,870	-73,479	28,109	293,634	301,504	295,981	299,941	299,933
20.8%	其他	-90,575	-586,993	-358,771	1,606,244	1,696,819	1,816,533	1,796,725	1,796,519
0.0%	国库持有现金	15	211	251	342	327	315	310	297
8.3%	机构存款（非准备金）	-19,953	163,588	-372,564	655,866	675,819	596,533	566,560	620,755
2.0%	其他存款	-844	-7,252	-76,288	163,861	164,705	170,816	172,062	178,807
0.1%	外国官方存款	41	1,019	2,746	10,453	10,412	9,686	9,684	9,686
6.1%	财政部一般账户 TGA	-19,150	169,821	-299,023	481,552	500,702	416,031	384,814	432,262
39.1%	银行准备金余额	93,933	286,799	-66,820	3,290,475	3,196,542	3,177,380	3,228,952	3,228,582

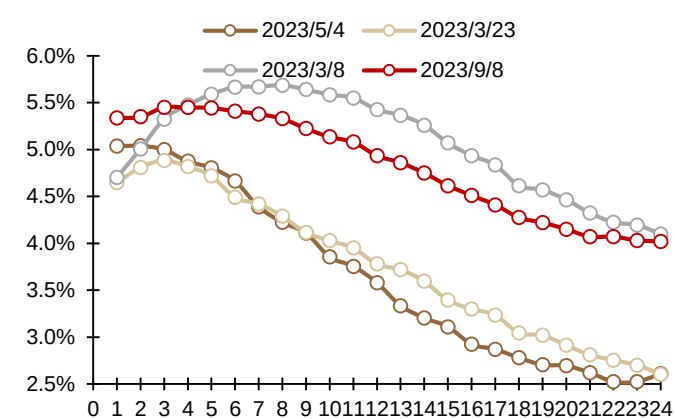
资料来源：彭博，德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



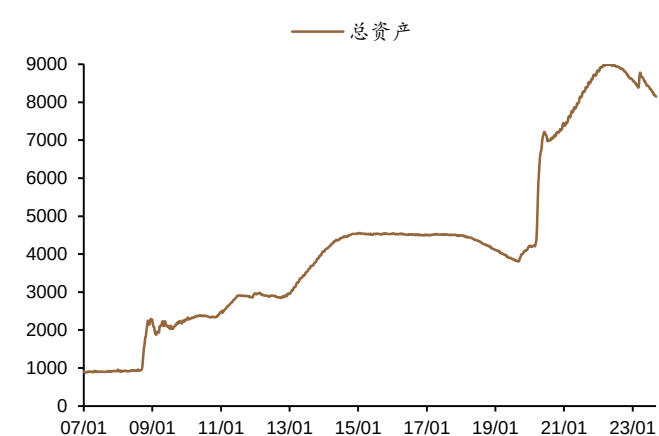
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



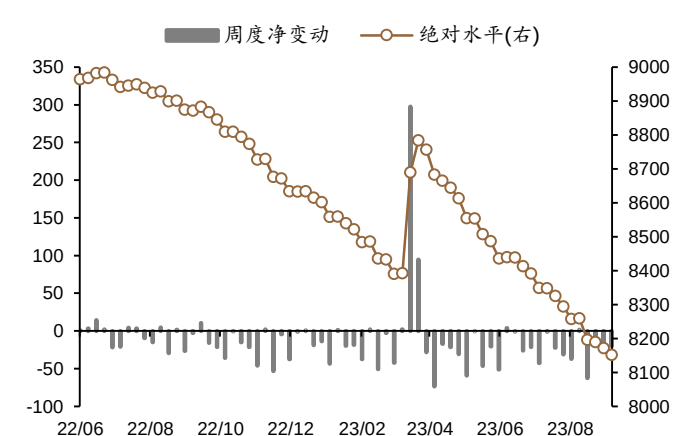
资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 3：美联储资产负债表总规模



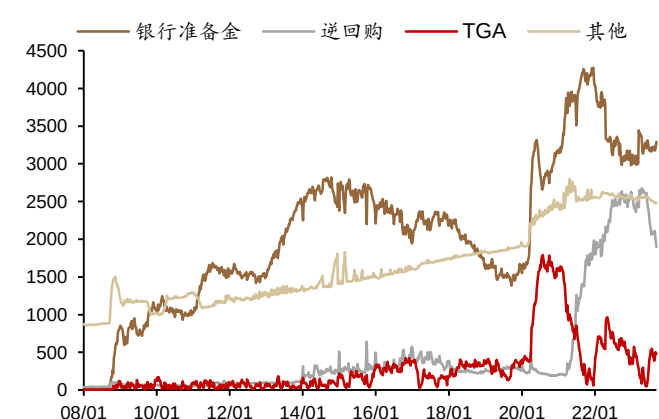
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



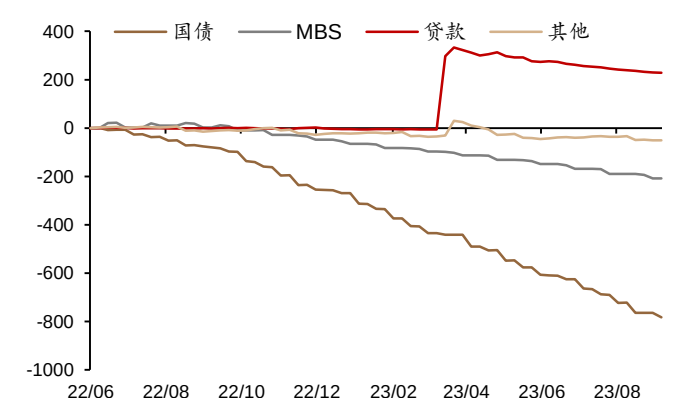
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



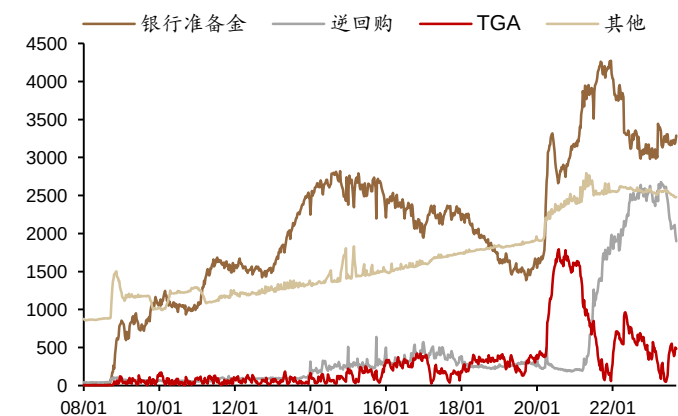
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



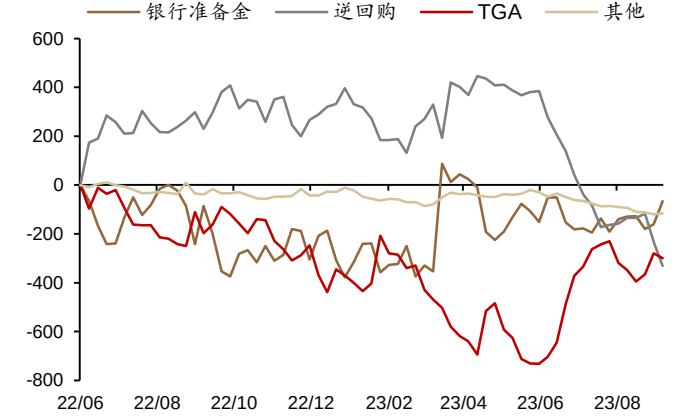
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



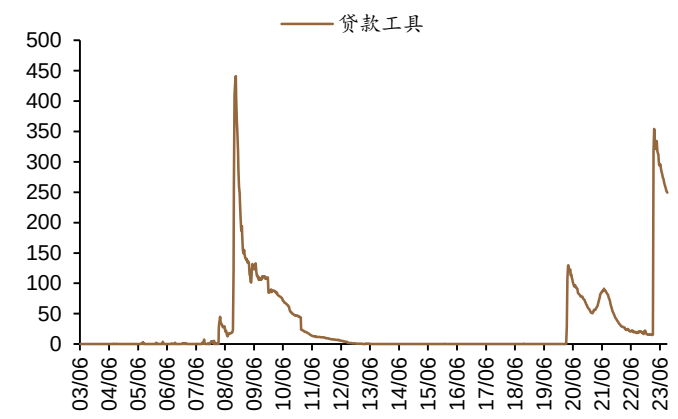
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



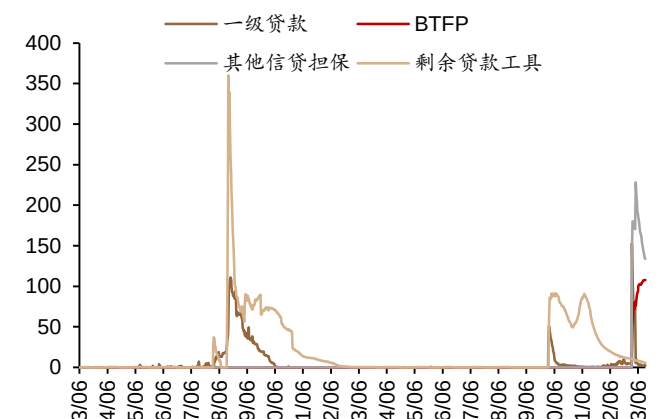
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



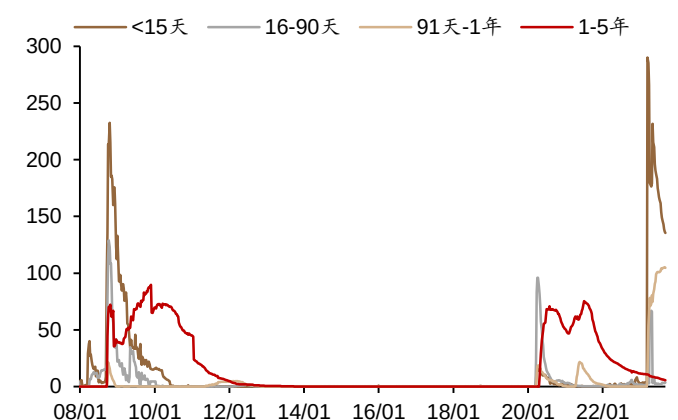
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



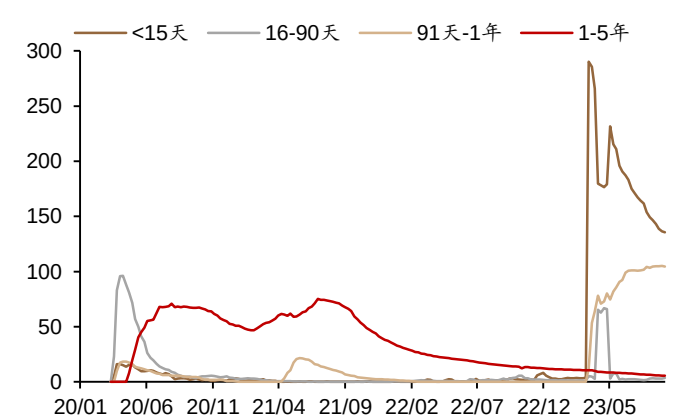
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



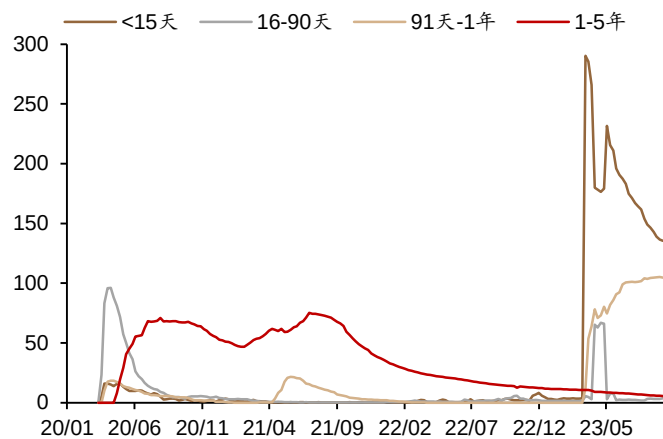
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



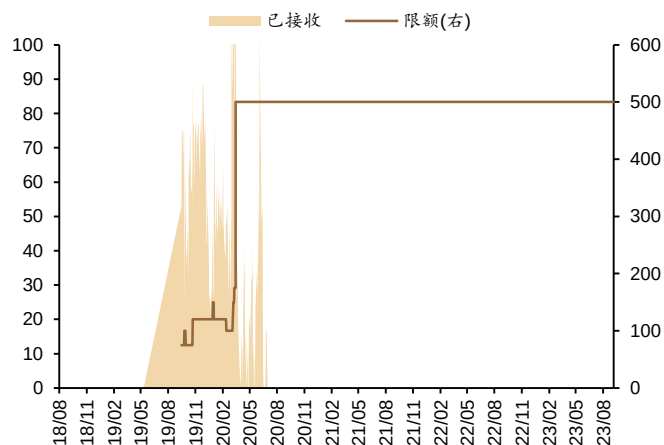
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



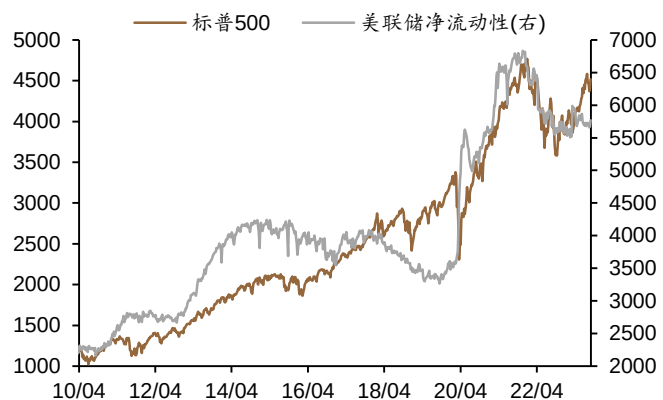
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



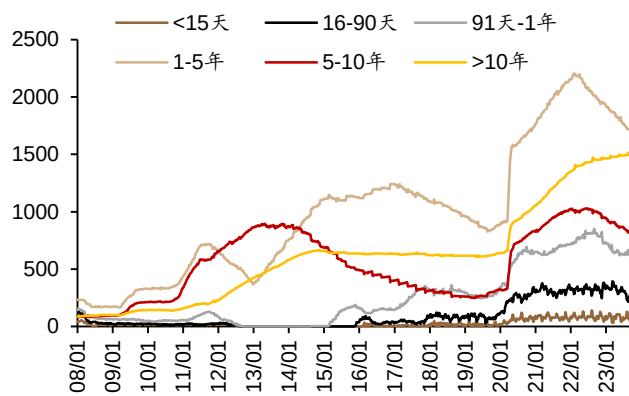
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。