



宏观周报

油价与鹰派点阵图持续发酵推升美债逼近 4.7%

美联储周观察 20231001#

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:** 油价上涨和鹰派点阵图的持续发酵推升 10 年美债利率逼近 4.7%，我们的模型显示，若 23Q4 美联储仍将加息 25bps，则当前美债利率尚有 15bps 未被充分计价。本周油价继续攀升，WTI 期货价格最高上破 95 美元。油价上涨推高通胀预期，推升 2 年美债利率上行，进而推高长端利率。9 月 FOMC 点阵图指引的 *Higher for Longer* 政策利率预期则持续发酵：在短端，美联储维持年内尚余 25bps 加息的中位数预期不变；在中端，点阵图将明后两年政策利率中值分别上调 50bps；在长端，点阵图将长期政策利率预期均值边际上调，发布会上 Powell 表示中性利率可能已经上调。整体看，本周美债利率的上行体现为：**期限上，10 年>2 年；10 年利率中，期限溢价>风险中性利率。综合来看，这一变动更多反映了对长期/中性利率的修正。我们维持美联储年内尚余 25bps 加息（更倾向于 12 月），24H1 内难降息的预期。**这也意味着当前美债利率仍未充分计价美联储指引的紧缩预期（详见《如何精确量化美债中的加息&降息预期？》）。
- **联邦基金利率:** 交易员预期 11 月加息概率降至 18.3%，11-12 月累积加息概率降至 35.2%，降息预期维持在 2024 年 7 月。**①近端加息预期:** CME 联邦基金期货模型显示，交易员预期 11 月加息概率为 18.3%，前周收盘为 26.3%；11-12 月累积加息概率降至 35.2%（表 1），前周收盘为 45.1%。政府停摆引发的避险情绪与核心 PCEPI 的超预期回落弱化了紧缩预期。美国 8 月核心 PCEI 环比+0.1%，预期+0.2%。当地时间 9 月 30 日 21 点，拜登签署由参议院提交的短期支出法案，将政府资金支出延长 45 天至 11 月中旬，暂缓了美国政府的停摆风险。**②远端降息预期:** CME 联邦基金期货模型（表 1）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 7 月。纽约联储主席 Williams 表示，众多迹象显示劳动力市场失衡在改善，利率已处于或接近峰值水平¹。明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，一旦供应从紧张状态恢复，财政需要提高至足够限制性水平，这一情况的概率约为 40%²。里士满联储主席 Barkin 表示，劳动力市场是解答需求和通胀何去何从的关键，但目前可能的结果仍然很多³。
- **美联储资产负债表:** 缩表延续，贷款工具久期进一步缩短，净流动性回补。本周美联储总资产减少 222.44 亿至 8.05 万亿美元（表 2）。**①资产端:** 证券资产减少 173.3 亿至 7.44 万亿美元（美国国债减少 25.97 亿，MBS 减少 147.34 亿），贷款工具减少 30.42 至 1981 亿美元。按类别看，主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增 1.15、1.16、-31.22 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-31、1、2 亿美元（图 12），贷款工具久期进一步缩短。**②负债端&净资产:** 本周美联储负债减少 463.42 亿美元回落至 4.88 万亿美元（逆回购减少 495.98 亿至 1.76 万亿美元、TGA 增加 104.25 亿至 6721.42 亿美元），银行准备金余额增加 240.98 亿至 3.169 万亿美元。美联储投放净流动性规模较上周增加 170 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://tellerwindow.newyorkfed.org/2023/09/29/peeling-the-inflation-onion-revisited/>

² <https://www.minneapolisfed.org/article/2023/policy-has-tightened-a-lot-is-it-enough-a-second-update>

³ https://www.richmondfed.org/press_room/speeches/thomas_i_barkin/2023/barkin_speech_20230928



表 1: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	81.7%	18.3%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.8%	31.4%	3.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.8%	31.4%	3.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	60.1%	27.6%	3.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	27.1%	48.6%	19.0%	2.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.5%	35.5%	37.1%	12.4%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.1%	24.4%	36.3%	24.3%	6.7%	0.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	4.4%	17.1%	31.3%	29.3%	14.1%	3.2%	0.3%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.5%	11.1%	24.6%	30.3%	21.3%	8.3%	1.6%	0.1%
2024/12/18	0.1%	1.8%	8.4%	20.4%	28.5%	24.1%	12.3%	3.7%	0.6%	0.0%

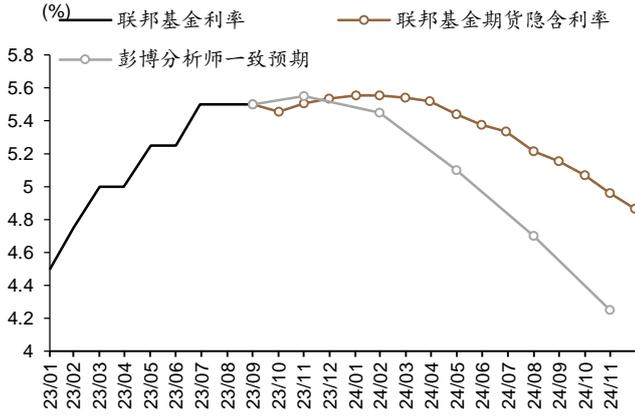
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 10 月 1 日

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比	2023/9/27	2023/9/20	2023/9/13	2023/9/6	2023/8/30
100.0%	总资产	-22,244	-339,228	-912,014	8,052,533	8,074,777	8,149,458	8,151,438	8,171,445
98.9%	信贷资产	-21,965	-339,575	-912,467	7,966,141	7,988,106	8,062,770	8,064,802	8,084,524
92.4%	证券持有	-17,330	-508,124	-1,040,361	7,440,211	7,457,541	7,483,696	7,489,689	7,508,057
61.4%	美国国债证券	-2,597	-377,810	-812,641	4,958,138	4,960,735	4,982,479	4,988,471	5,006,839
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.9%	抵押担保证券	-14,734	-130,314	-227,720	2,479,726	2,494,460	2,498,870	2,498,870	2,498,870
0.0%	正回购协定	2	2	2	2	0	0	6	1
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	5	1
0.0%	其他	2	2	2	2	0	0	1	0
2.5%	贷款	-3,042	182,851	177,395	198,060	201,102	249,615	249,307	250,565
0.0%	主要贷款	115	-1,388	2,323	3,193	3,078	2,698	2,051	2,907
1.3%	银行定期融资 BTFP	116	107,715	107,715	107,715	107,599	107,993	107,855	107,527
1.1%	其他信贷担保	-3,122	81,883	81,883	81,883	85,005	133,369	133,796	134,369
0.0%	央行流动性掉期	-9	-173	55	238	247	230	232	232
0.5%	其他资产	-753	7,790	10,883	41,167	41,920	41,210	37,774	36,910
61.1%	总负债(除准备金余额)	-46,342	-504,054	-723,121	4,884,031	4,930,373	4,838,933	4,860,964	4,974,904
28.8%	流通货币	-1,172	16,059	43,800	2,324,023	2,325,195	2,329,820	2,335,050	2,331,504
22.3%	逆回购协议	-49,598	-805,241	-475,431	1,755,109	1,804,707	1,835,634	1,899,878	1,998,323
3.9%	外国官方&国际账户	-5,419	-54,809	46,779	312,304	317,723	289,409	293,634	301,504
18.4%	其他	-44,179	-750,432	-522,210	1,442,805	1,486,984	1,546,225	1,606,244	1,696,819
0.0%	国库持有现金	3	208	248	339	336	345	342	327
10.3%	机构存款(非准备金)	10,729	353,206	-182,946	845,484	834,755	709,036	655,866	675,819
2.0%	其他存款	305	-7,458	-76,494	163,655	163,350	161,983	163,861	164,705
0.1%	外国官方存款	-1	253	1,980	9,687	9,688	9,689	10,453	10,412
8.2%	财政部一般账户 TGA	10,425	360,411	-108,433	672,142	661,717	537,364	481,552	500,702
38.9%	银行准备金余额	24,098	164,826	-188,893	3,168,502	3,144,404	3,310,525	3,290,475	3,196,542

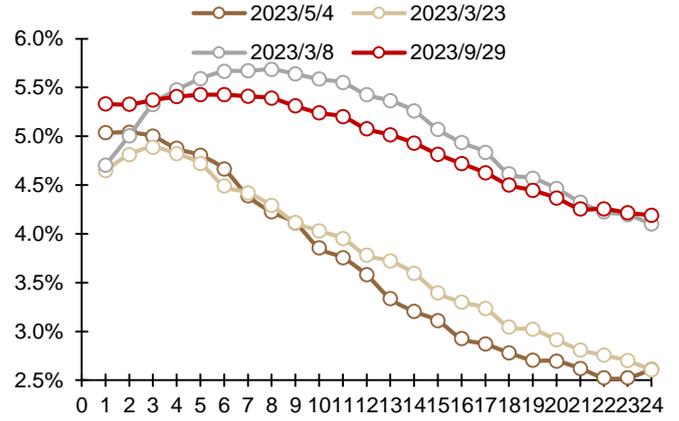
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



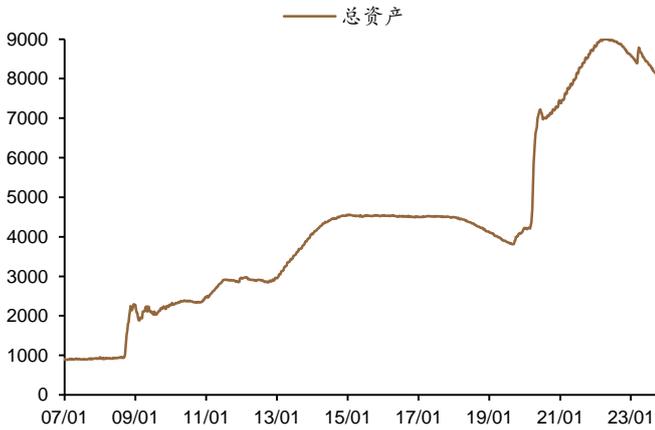
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



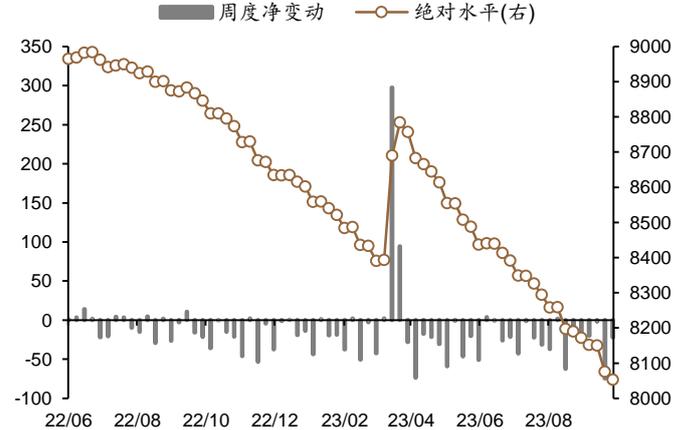
资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 3：美联储资产负债表总规模



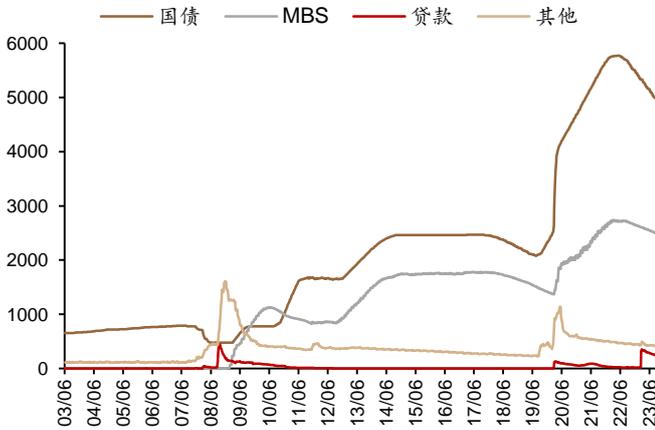
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



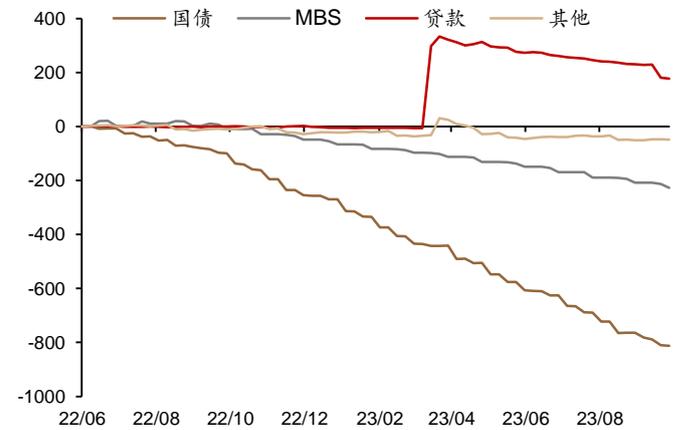
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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



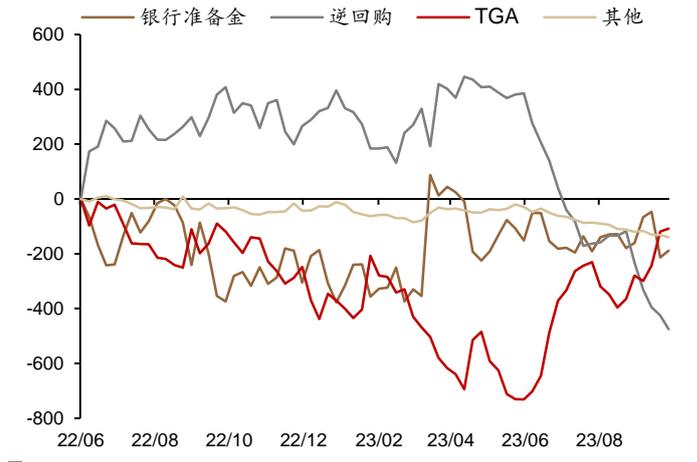
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



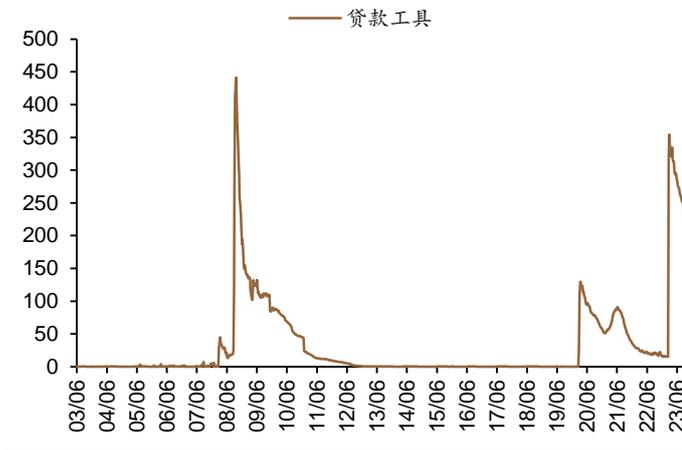
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



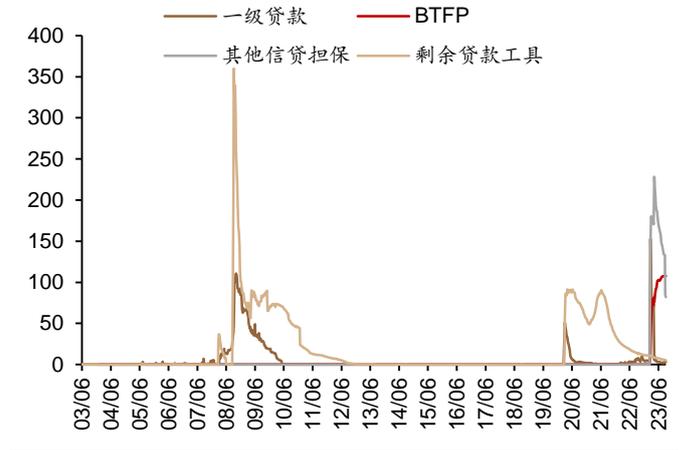
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



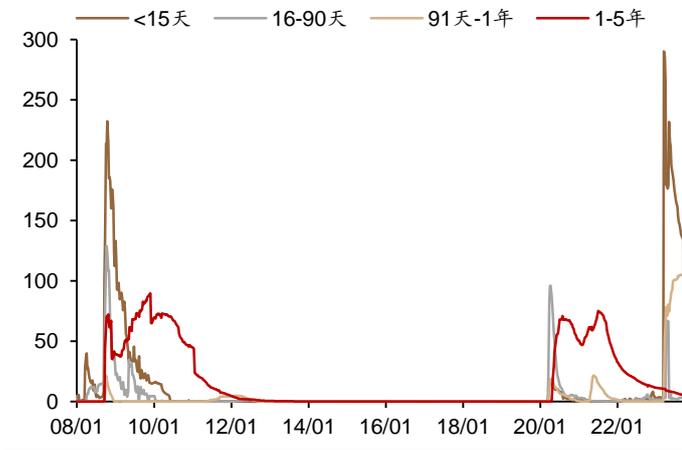
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



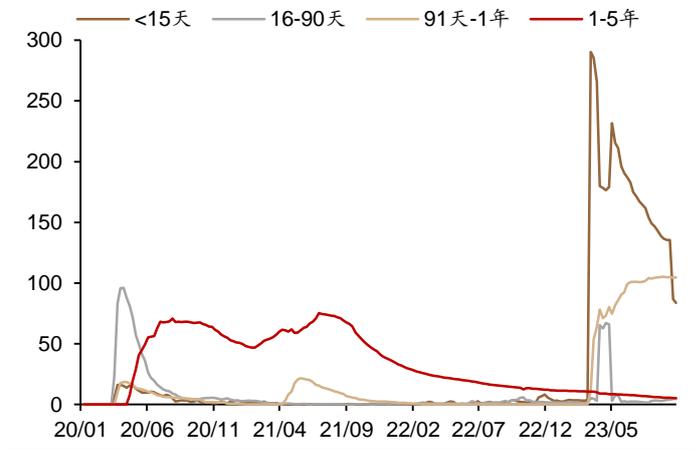
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



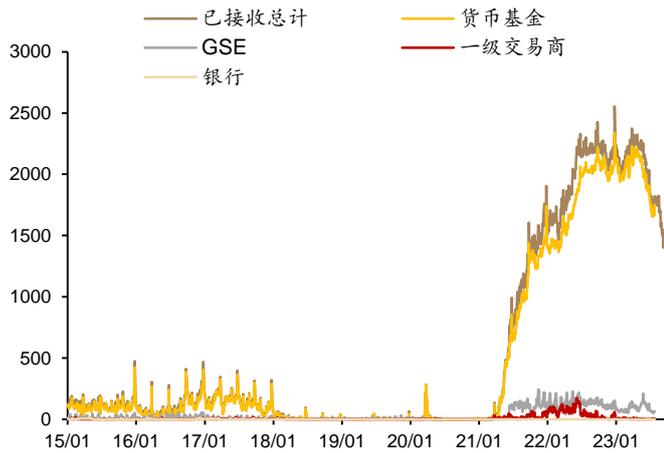
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



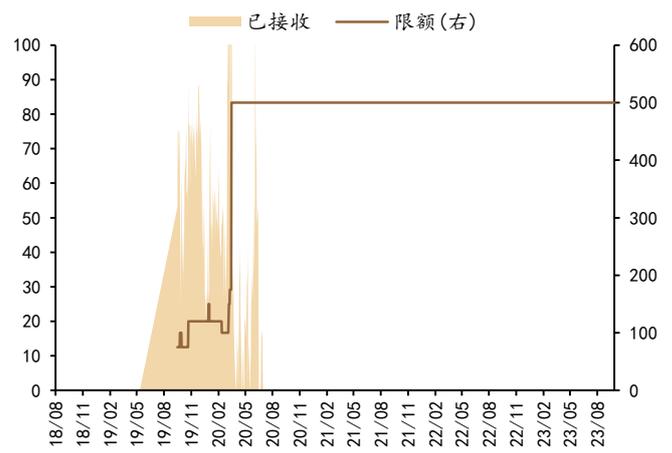
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



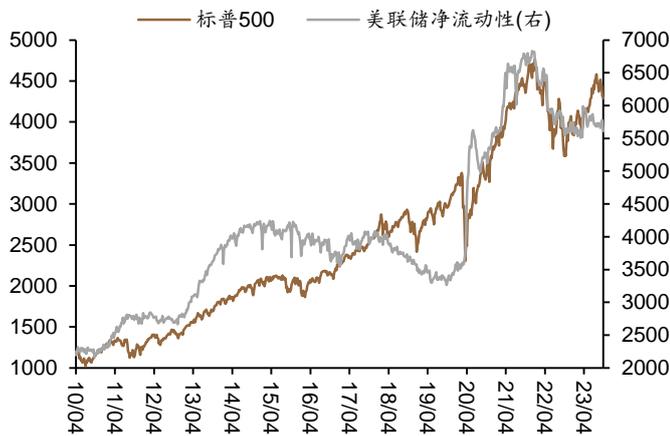
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



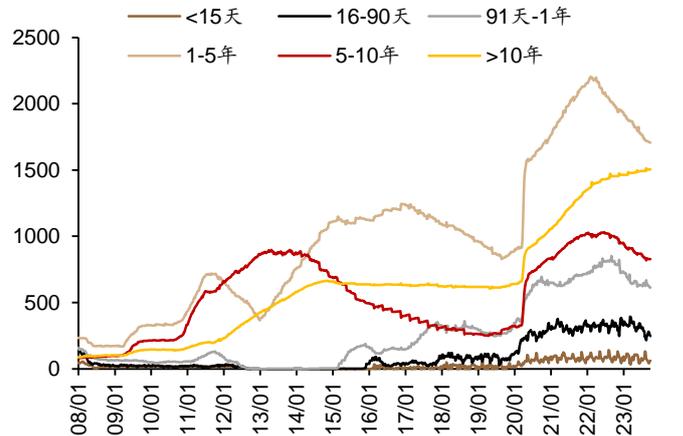
资料来源: 彭博, 德邦研究所, 单位为十亿美元

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：	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。