



宏观周报

国庆假期 10 年美债试探 4.9%

美联储周观察 20231008#

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:** 维持美联储年内再加息、明年上半年难降息的观点,年内降息更倾向于在 12 月。当前美债利率尚存约 13bps 紧缩预期未计价,这意味着 10 年美债利率存在破 5% 概率。受官方数据修正影响,美国居民超储耗尽时点由此前的 2024 年 6 月延后至 2025 年 8 月。假期期间公布的经济数据总体偏强,但也同时推涨了市场对经济前景的不确定性,增长预期上修的同时带来更强的增长风险溢价,资产价格呈现出黄金跌、10 年美债利率&美股上涨、2 年美债利率&美元指数震荡的走势。
- **资产价格:** 以增量的增长&增长风险溢价为主线交易,10 年美债&黄金领跌。中秋&十一假期间(9 月 28 日至 10 月 6 日)的海外大类资产中 10 年美债利率与黄金趋势性最为明显,前者一度试探 4.9% 的新高,后者则触底 1811\$/oz。假期期间公布的经济数据大都好于预期,资产价格在方向上交易经济韧性的强化,但由于公布的类通胀数据(制造业 PMI 价格分项、时薪增速)未超预期,因此其并未外溢至紧缩预期的加码。根据 CME (图 1),市场预期美联储 11 月加息概率仅 27.1%,11-12 月累积加息概率为 42.4%,在不再加息的假设下,市场预期美联储明年 6 月开启降息。因此,资产价格呈现出黄金跌、10 年美债利率&美股上涨、2 年美债利率&美元指数震荡的走势。假期期间 10 年美债利率自 4.51% 一路上行至 4.89%,以 TIPS+BEI 框架来看,10 年美债利率上行由实际利率预期 TIPS 驱动;以 R+TP 框架来看,10 年美债利率上行由期限溢价 TP 驱动;结合来看,10 年美债利率在交易增量的增长预期&增长风险溢价,即 10 年美债利率在计价更具韧性的经济现实时,也在向更具不确定性的经济前景索要更高的增长风险溢价。
- **经济数据&重大事件:** 假期期间公布的经济数据总体偏强,但也同时推涨了市场对经济前景的不确定性,增长预期上修的同时带来更强的增长风险溢价。①居民超储耗尽时点延后。美国经济分析局在 9 月 28 日修正了 1979 年以来的居民收支数据,由于 2015-2019 个人单月储蓄水平被下修,导致最新数据测算美国居民超储耗尽时点由此前测算的 2024 年 6 月延后至 2025 年 8 月,时点后延意味着美国消费更强的韧性(强化增长预期),但对数据修正与参数选择过于敏感的超储测算方法则意味着消费韧性更大的不确定性(强化增长风险溢价)。②政府停摆危机暂缓。9 月 30 日在众议院议长麦卡锡的斡旋下,美国两院通过临时支出法案将政府停摆风险延后至 11 月 15 日,但部分共和党人对麦卡锡此举不满,并联合众议院民主党人将其弹劾罢免下台。虽然政府停摆危机暂缓(强化增长预期),但麦卡锡的下台也意味着美国政坛对财政政策的分歧加剧(强化增长风险溢价)。③制造业 PMI 回暖试探荣枯线。美国 9 月 SPG 制造业 PMI 终值 49.8,初值 48.9,ISM 制造业 PMI 录得 49,预期 47.9,前值 47.6。制造业 PMI 超预期地向荣枯线回暖的试探强化了增长预期,但其与其背后的宽财政支撑仍具有可持续仍是未知数(强化增长风险溢价)。④就业数据喜忧参半。先后公布的 8 月 JOLTS(职位空缺 961 万,预期 881.5 万)、9 月 ADP(新增私营就业+8.9 万,预期+15 万)、9 月 NFP(新增非农就业+33.6 万,预期+21 万,前两月数据累积修正+11.9 万)反映劳务市场总体偏强(强化增长预期),但数据之间存在不少分歧和“虚胖”:一来,虽然 CES 口径新增就业 33.6 万,但 CPS、调整后的 CPS 仅分别新增+8.6、-0.7 万;二来,9 月新增全职、兼职就业分别为-2.2、+15.1 万人,新增就业更多来自兼职工人;三来,9 月数据并未完全计价罢工影响,这也意味着 9 月的强就业或难以延续至 10 月(强化增长风险溢价)。
- **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。



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%	72.9%	27.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.7%	5.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	56.7%	35.5%	5.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.2%	52.5%	29.5%	4.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.3%	44.2%	20.4%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	34.8%	33.7%	12.6%	1.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	25.6%	34.2%	22.4%	6.7%	0.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	24.4%	29.0%	20.6%	8.5%	1.8%	0.2%
2024/12/18	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	27.2%	23.8%	13.1%	4.3%	0.8%	0.1%

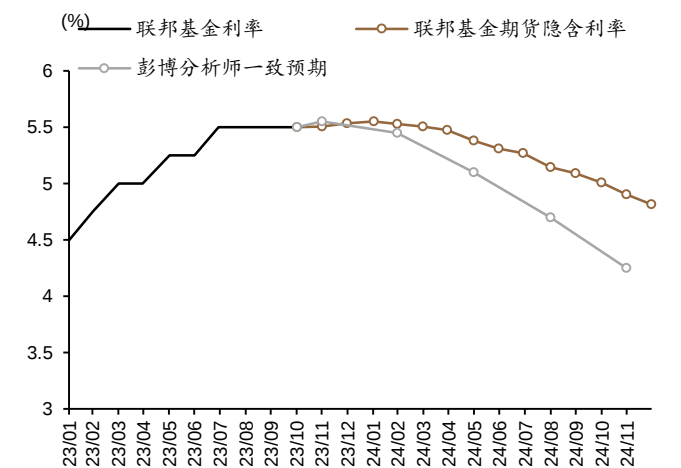
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 10 月 7 日

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	2023/10/4	2023/9/27	2023/9/20	2023/9/13	2023/9/6
100.0%	总资产	-46,441	-385,669	-958,455	8,006,092	8,052,533	8,074,777	8,149,458	8,151,438
98.9%	信贷资产	-46,428	-386,003	-958,895	7,919,713	7,966,141	7,988,106	8,062,770	8,064,802
92.4%	证券持有	-27,728	-535,852	-1,068,089	7,412,483	7,440,211	7,457,541	7,483,696	7,489,689
61.6%	美国国债证券	-27,728	-405,538	-840,369	4,930,410	4,958,138	4,960,735	4,982,479	4,988,471
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
30.8%	抵押担保证券	0	-130,314	-227,720	2,479,726	2,479,726	2,494,460	2,498,870	2,498,870
0.0%	正回购协定	-2	0	0	0	2	0	0	6
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0	5
0.0%	其他	-2	0	0	0	2	0	0	1
2.5%	贷款	-18,976	163,875	158,419	179,084	198,060	201,102	249,615	249,307
0.0%	主要贷款	-420	-1,808	1,903	2,773	3,193	3,078	2,698	2,051
1.3%	银行定期融资 BTFP	-50	107,665	107,665	107,665	107,715	107,599	107,993	107,855
1.0%	其他信贷担保	-18,181	63,702	63,702	63,702	81,883	85,005	133,369	133,796
0.0%	央行流动性掉期	-9	-182	46	229	238	247	230	232
0.5%	其他资产	789	8,579	11,672	41,956	41,167	41,920	41,210	37,774
60.7%	总负债 (除准备金余额)	-118,646	-622,700	-841,767	4,765,385	4,884,031	4,930,373	4,838,933	4,860,964
28.9%	流通货币	2,402	18,461	46,202	2,326,425	2,324,023	2,325,195	2,329,820	2,335,050
21.8%	逆回购协议	-123,094	-928,335	-598,525	1,632,015	1,755,109	1,804,707	1,835,634	1,899,878
3.9%	外国官方 & 国际账户	-22,320	-77,129	24,459	289,984	312,304	317,723	289,409	293,634
17.9%	其他	-100,774	-851,206	-622,984	1,342,031	1,442,805	1,486,984	1,546,225	1,606,244
0.0%	国库持有现金	8	216	256	347	339	336	345	342
10.5%	机构存款 (非准备金)	836	354,042	-182,110	846,320	845,484	834,755	709,036	655,866
2.0%	其他存款	-5,981	-13,439	-82,475	157,674	163,655	163,350	161,983	163,861
0.1%	外国官方存款	1	254	1,981	9,688	9,687	9,688	9,689	10,453
8.3%	财政部一般账户 TGA	6,817	367,228	-101,616	678,959	672,142	661,717	537,364	481,552
39.3%	银行准备金余额	72,205	237,031	-116,688	3,240,707	3,168,502	3,144,404	3,310,525	3,290,475

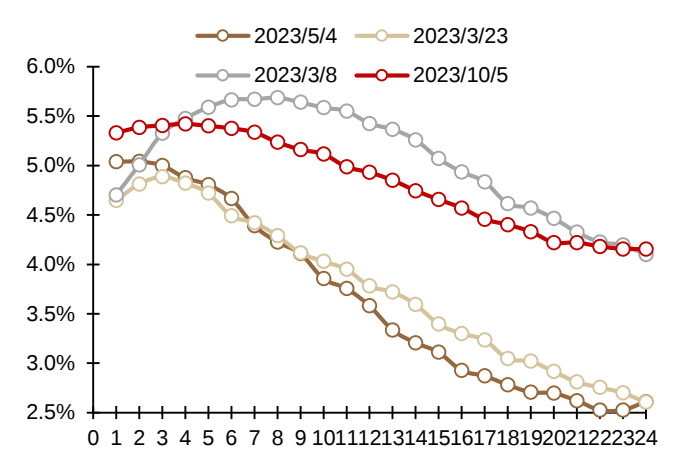
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



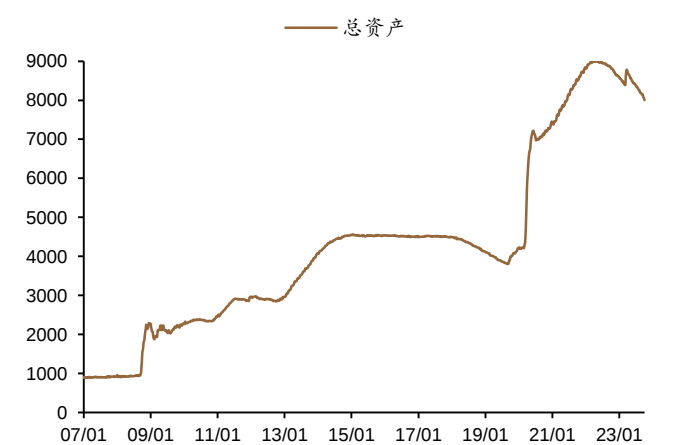
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



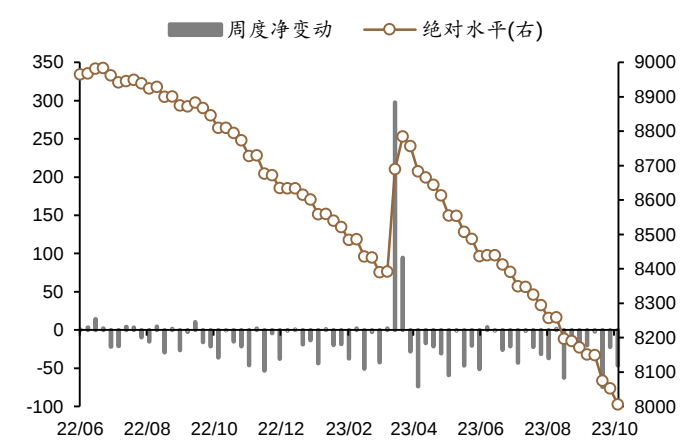
资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 3：美联储资产负债表总规模



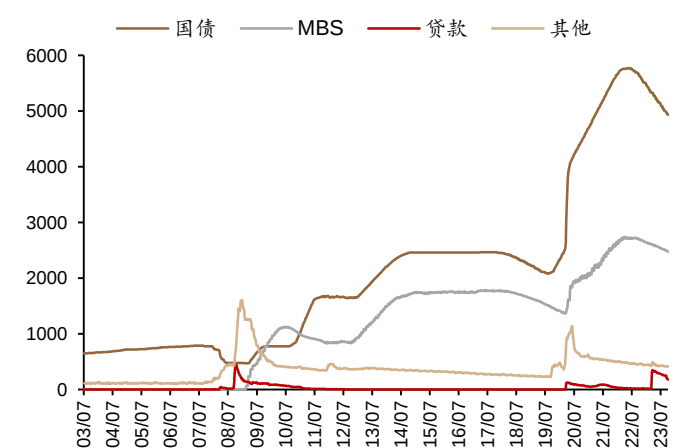
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



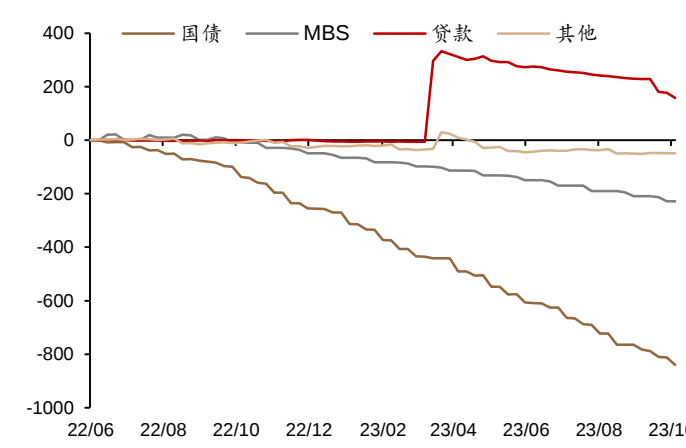
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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



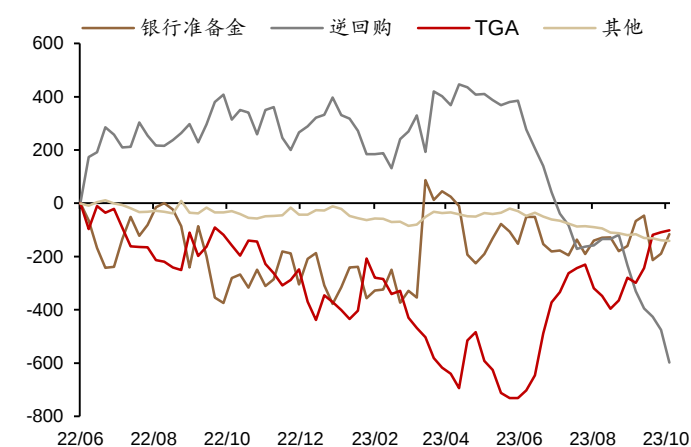
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



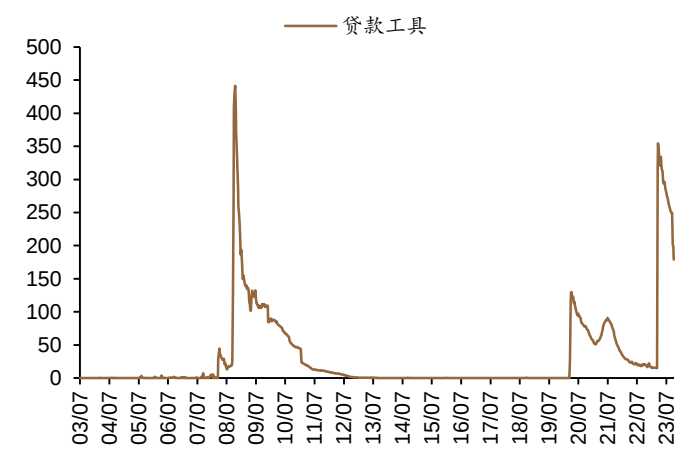
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



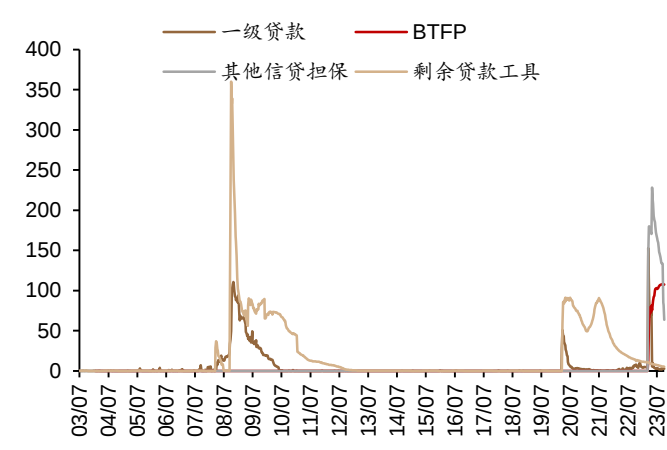
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



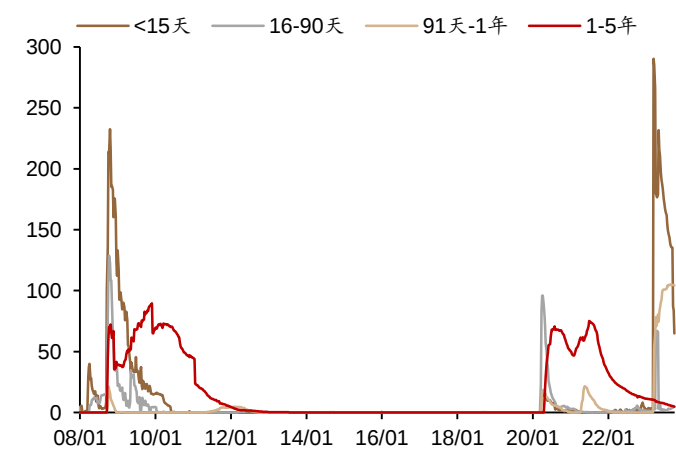
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



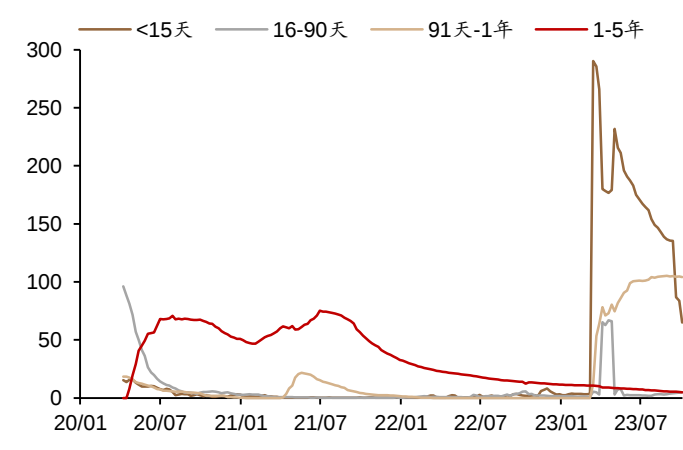
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



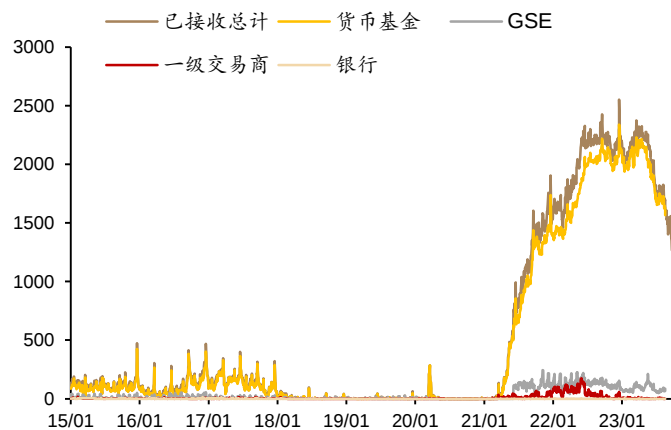
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



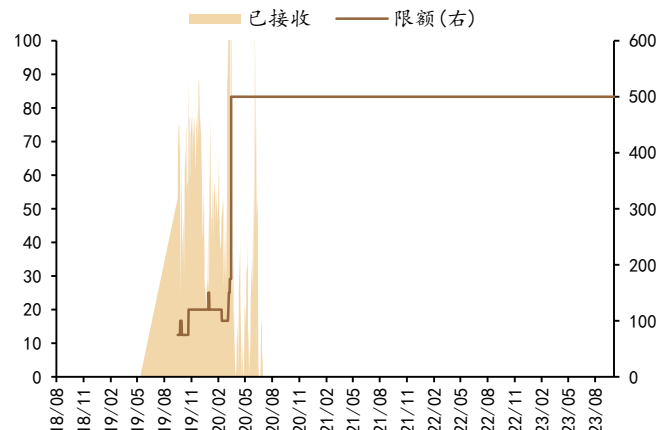
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



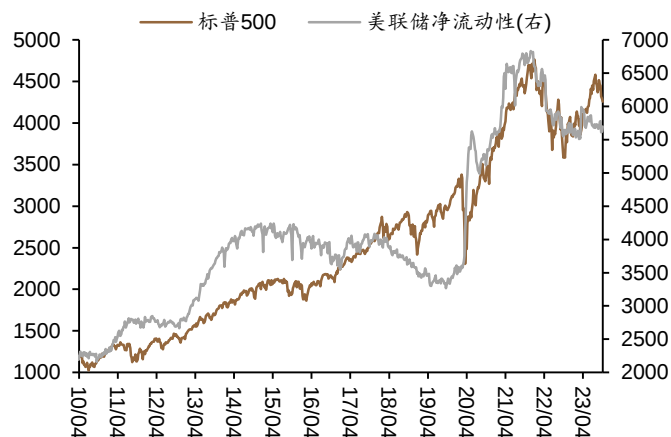
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



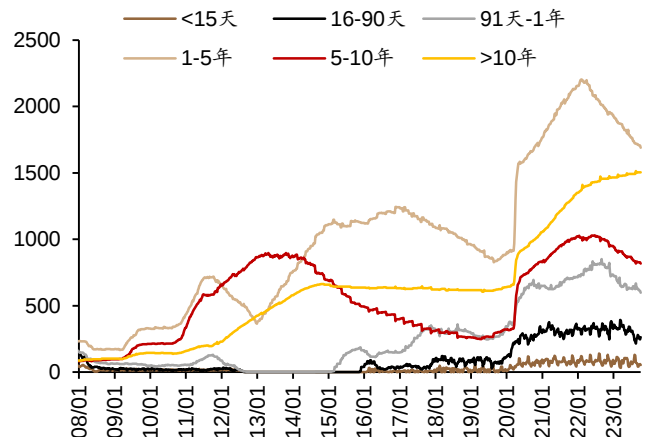
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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。