

## 美联储褐皮书解读及美联储资产负债表月度观察

### 核心要点:

分析师: 何超

证书编号: S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人: 周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址: 上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

#### □ 美国褐皮书显示经济状况较为平稳, 各区域存在差异

美联储最新一期褐皮书显示, 经济状况比较稳定, 部分地区增长疲软。具体来看由于价格和产品供应的差异, 消费者支出也存在较大差异性。旅游活动热度继续提升, 但部分地区旅游增速放缓。贷款需求小幅下降, 消费者信贷质量较为良好, 拖欠率处于历史低位, 但略有上升。房地产方面, 待售房屋库存仍然很低。劳动力市场方面, 全国范围的劳动力市场紧张状况继续缓解。大部分地区总体就业小幅增长, 公司招聘需求不再紧迫。部分地区老年人以兼职的身份返回劳动力市场中。工资增长较为温和。通胀继续以温和的速度上升。

经济活动略有增长的区域包括: 波士顿、明尼阿波利斯、达拉斯、芝加哥。增长疲软的有: 费城、里士满、堪萨斯城。经济状况与9月比无明显变化的有: 纽约、圣路易斯、克利夫兰、亚特兰大、旧金山。

#### □ 美联储资产负债表月度观察 (9月21日-10月18日)

10月18日美联储资产负债表总资产规模为79331.62亿美元, 较9月20日净缩表规模为909.28亿美元。总资产规模持续下行并跌破8万亿, 表明美联储的缩表进程仍在继续。

资产端, 持有国债减少472.78亿美元, 其中短期债券(bills)减少124.15亿、中长期名义债券(Notes and Bonds, nominal)减少363.72亿、通胀补偿债券(TIPS)减少15.1亿。持有MBS减少148.08亿、贷款工具减少314.84亿。负债端, 逆回购减少3557.79亿、机构存款增加2738.4亿。机构存款的主要分项TGA账户增加1793.86亿美元, 准备金上升1058.18亿美元。自美国8月季度再融资会议提出要增加财政存款以来, TGA账户资金迅速回补, 目前已达8411.03亿, 超过目标余额的7500亿美元。6月1日TGA账户仅有485亿美元。财政账户TGA的存款上升主要还是通过货币市场基金的逆回购。超预期的国债发行并没有影响到银行的准备金水平。流动性方面, 我们使用“总资产-TGA账户-逆回购账户”表示金融体系净流动性。9月21日-10月18日总资产规模下降、TGA账户上升、逆回购账户下降, 美联储净投放净流动性一个月来增加854.65亿美元。

#### □ 风险提示

全球疫情反复; 海外流动性收紧; 地缘冲突进一步升级。

## 1 美国褐皮书显示经济状况较为平稳，各区域存在差异

10月18日美联储发布最新一期褐皮书。褐皮书是美联储通过银行、企业、社区、经济学家、市场专家、访谈以及问卷等形式收集信息对12个联邦储蓄区当前经济状况和前景的总结。报告每年发布8次。褐皮书是研究者和市场了解美国经济情况的重要官方材料。

经济活动方面，超过半数地区自9月以来经济活动保持稳定，部分地区出现增长疲软。由于价格和产品供应的差异，消费者支出也存在较大差异性，尤其是对一般零售商和汽车经销商来说。旅游活动热度继续提升，但部分地区旅游增速放缓。贷款需求小幅下降，消费者信贷质量较为良好，拖欠率处于历史低位，但略有上升。房地产方面，待售房屋库存仍然很低。整体来看，经济状况比较稳定或者可以称为增长疲软。

劳动力市场方面，全国范围的劳动力市场紧张状况继续缓解。大部分地区总体就业小幅增长，公司招聘需求不再紧迫。部分地区老年人以兼职的身份返回劳动力市场中。工资增长较为温和。部分公司修改了薪酬方案以减轻高劳动力成本，例如允许远程工作代替更高的工资，减少奖金或工资调整等，并将更大份额的医疗保健和其他福利成本转嫁至员工。

通胀继续以温和的速度上升。各地区制造业的投入成本增长已经放缓，但服务业投入成本继续上升。燃料成本、工资和保险是价格上升的主要推动因素。销售价格的增速低于成本上升的速度，公司利润率下降。消费者对价格越来越敏感，成本难以转嫁至消费者。大部分地区的公司预计未来价格上涨将放缓。

各区域经济状况略有差异。经济活动略有增长的区域包括：波士顿、明尼阿波利斯、达拉斯、芝加哥。增长疲软的有：费城、里士满、堪萨斯城。经济状况与9月比无明显变化的有：纽约、圣路易斯、克利夫兰、亚特兰大、旧金山。

**表 1 美联储 12 大联储区域经济状况汇总**

联邦储备区	经济活动状况描述
波士顿	商业活动和就业略有增长，物价涨幅不大。预计 2024 年旅游需求强劲，而房地产联系人仍然相当悲观。招聘和物价相对低迷。
纽约	劳动力市场状况依然稳健，区域经济活动小幅减弱。消费者支出的增长速度略有放缓，体验支出的下降被商品支出的增加所抵消。金融状况有所减弱。通胀压力略有缓和。
费城	商业活动继续略有下降。消费者支出整体下降，制造业和非制造业活动下行。劳动力供应进一步改善，就业率再次小幅上升。工资增长和通货膨胀继续以温和的速度增长。对经济增长的预期仍然低迷。
圣路易斯	劳动力市场仍然紧张，劳动力技能不匹配。由于投入成本上升，价格小幅上涨，但涨幅有所放缓。企业消费者需求疲软，投入成本难以转嫁。
克利夫兰	经济活动几乎没有变化。制造商注意到活动有所增加，但对 UAW 罢工的潜在不利影响表示担忧。招聘活动持平，在过去几年大幅增长后，工资保持稳定。许多制造商的投入成本趋于稳定。
明尼阿波利斯	经济活动略有增加。就业温和增长，劳动力需求疲软。由于求职者追求高薪工作，工资压力稳定。价格压力小幅缓解。消费者支出小幅上升，汽车销售温和增长。大多数联系人表示，较高的长期利率削弱了他们明年的经济前景。
里士满	区域经济略有收缩。消费者支出略有增长，但不同支出类别的报告各不相同。制造商注意到需求下降。运输量保持稳定。住宅房地产受到有限库存的限制。商业房地产活动和贷款下降。最近几周就业温和增长，物价增长保持不变。
堪萨斯城	由于能源、农业和商业房地产活动减少，第十区的经济状况略有疲软。一些银行家将他们的贷款胃口描述为“贷款饮食”。就业水平稳定，但工资增长放缓，特别是在入门级工作中。价格总体上继续以温和的速度增长，但住房租金的增长大幅放缓。
亚特兰大	经济活动增长缓慢。劳动力市场改善，工资压力缓解。部分非人工成本趋于稳定。零售销售放缓。新车销售强劲。国内休闲旅游下降，而国际和商务旅行上升。住房需求下降。运输活动减速。能源需求持平。农业条件好坏参半。
达拉斯	经济继续温和扩张，服务业增长放缓，但制造业和能源业出现反弹。零售和金融服务活动下降。就业增长温和，工资增长继续正常化。前景普遍略有减弱，对商业环境恶化、高利率和政治环境表示担忧。
芝加哥	经济活动小幅上升。就业人数温和增加。消费者和企业支出略有上升。制造业、建筑业和房地产活动小幅下降。物价和工资温和上涨，而金融状况略有收紧。对 2023 年农业收入的预期几乎没有变化。
旧金山	经济活动保持稳定。劳动力市场紧张缓解，工资和价格压力均有所缓解。零售销售强劲，制造业活动基本保持不变。服务业和房地产业的活动有所缓解。金融部门状况进一步放缓。当地社区在经济适用房方面面临持续的挑战。

资料来源：美联储、湘财证券研究所

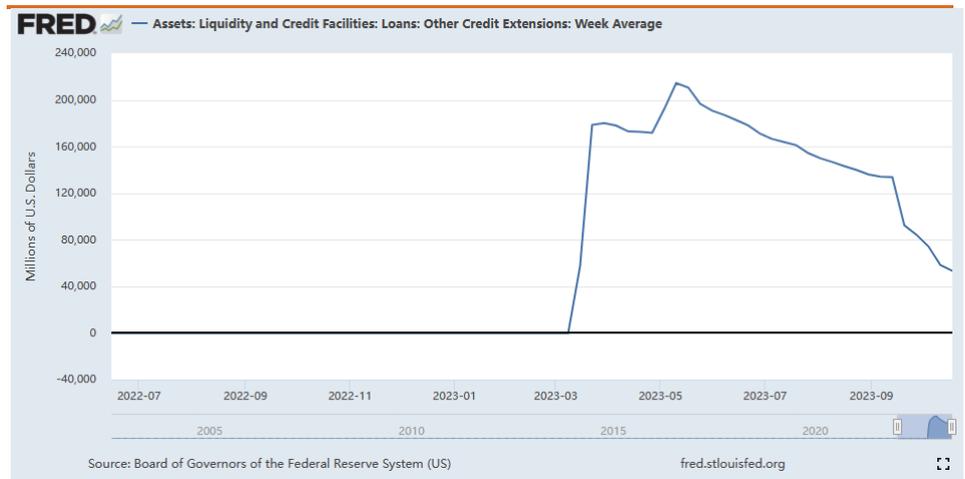
## 2 美联储资产负债表月度观察（9 月 21 日-10 月 18 日）

10 月 18 日美联储资产负债表总资产规模为 79331.62 亿美元，较 9 月 20 日的 80240.9 亿美元的净缩表规模为 909.28 亿美元。总资产规模持续下行并

跌破 8 万亿，表明美联储的缩表进程仍在继续。

资产端，持有国债减少 472.78 亿美元，其中短期债券（bills）减少 124.15 亿、中长期名义债券（Notes and Bonds, nominal）减少 363.72 亿、通胀补偿债券（TIPS）减少 15.1 亿。持有 MBS 减少 148.08 亿、贷款工具减少 314.84 亿。具体贷款工具分类来看，一级信贷减少 1.16 亿、BTFP 增加 12.19 亿、其他信贷工具减少 318.49 亿。其他信贷工具包括发放给后来被联邦存款保险公司（FDIC）接管的存款机构和 FDIC 设立的存款机构的贷款。联邦储备银行对这些存款机构的贷款由抵押品担保，联邦存款保险公司提供还款担保。其他信贷工具减少说明银行危机的影响进一步减弱，居民的提现需求挤兑下降。从图中可以看出，自硅谷银行破产被 FDIC 接管后，其他信贷工具规模从 2023 年 3 月开始迅速上升，以应对储户的提现需求，随后规模在 5 月达到高点后开始缓慢回落，银行危机的影响逐渐平息。持有国债按期限结构分：15 天内国债增加 275.53 亿、16-90 天国债减少 142.64 亿、91 天-1 年期国债减少 292.19 亿、1-5 年期国债减少 235.1 亿、5-10 年期国债减少 82.53 亿、10 年期以上国债增加 4.15 亿美元。

图 1 硅谷银行破产后，其他信贷工具规模迅速上升



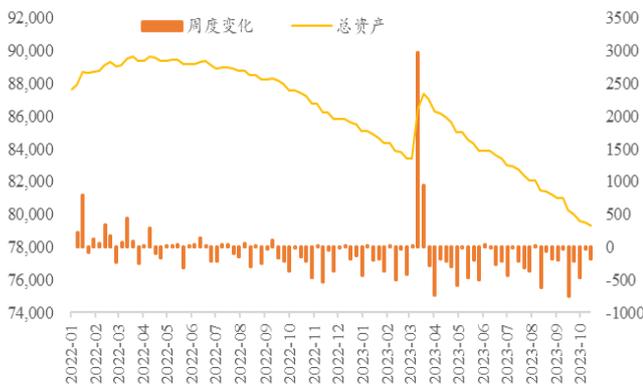
资料来源：FRED、湘财证券研究所

负债端，逆回购减少 3557.79 亿、机构存款增加 2738.4 亿。机构存款的主要分项 TGA 账户增加 1793.86 亿美元，准备金上升 1058.18 亿美元。自美国 8 月季度再融资会议提出要增加财政存款以来，TGA 账户资金迅速回补，目前已达 8411.03 亿，超过目标余额的 7500 亿美元。6 月 1 日 TGA 账户仅有 485 亿美元。财政账户 TGA 的存款上升主要还是通过货币市场基金的逆回购。超预期的国债发行并没有影响到银行的准备金水平。

流动性方面，我们使用“总资产-TGA 账户-逆回购账户”表示金融体系

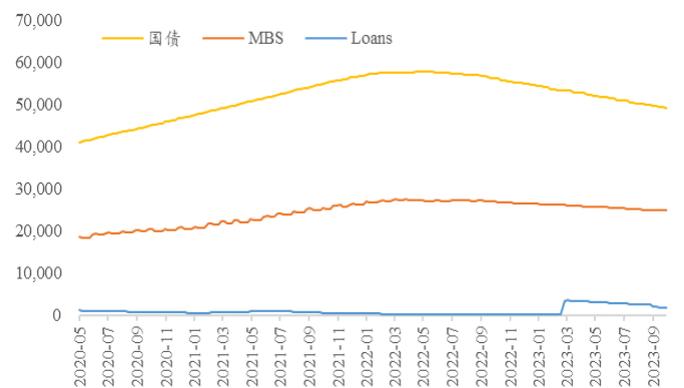
净流动性。9月21日-10月18日总资产规模下降、TGA账户上升、逆回购账户下降，美联储净投放净流动性一个月来增加854.65亿美元。

图2 美联储资产负债表规模及变动 (亿美元)



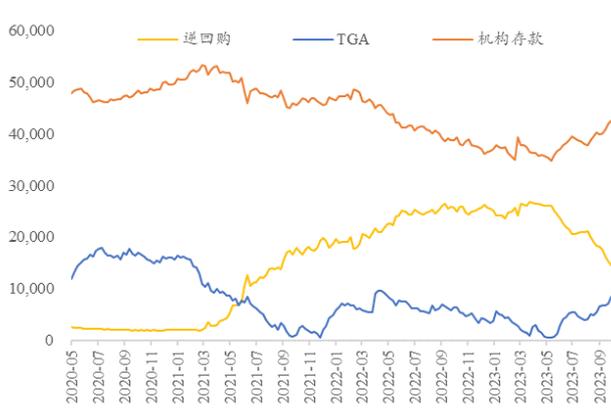
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图3 资产端主要分项规模 (亿美元)



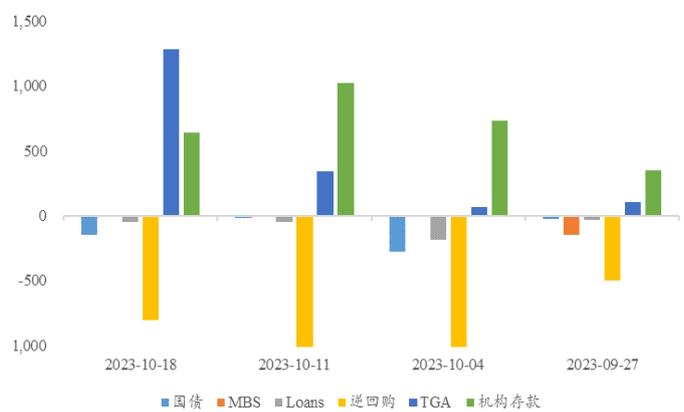
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图4 负债端主要分项规模 (亿美元)



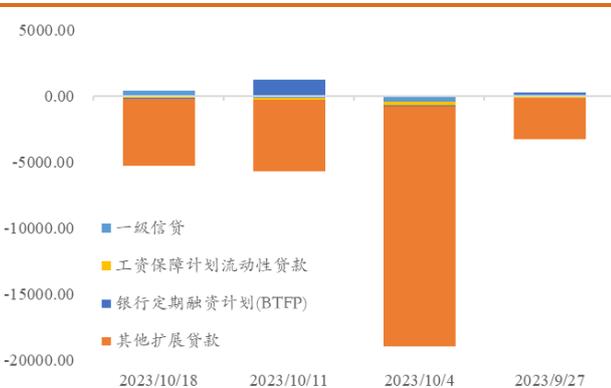
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图5 资产、负债端主要分项周度变动 (亿美元)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图6 Loans 各分项规模变动 (百万美元)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图7 BTPF 规模变动 (百万美元)



资料来源：Wind，湘财证券研究所

**表 2 美国经济数据汇总**

指标		单位	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
GDP	不变价折年	%				2.4			1.7
	不变价折年	%				2.1			2.2
通胀	CPI环比	%		0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.5
	CPI同比	%		3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9
	核心CPI环比	%		0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
	核心CPI同比	%		4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5
	PCE同比	%			3.5	3.4	3.2	4.0	4.5
	核心PCE同比	%			3.9	4.3	4.3	4.7	4.8
就业	新增非农就业人数	千人		336.0	187.0	187.0	209.0	339.0	253.0
	失业率	%		3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4
	劳动参与率	%		62.8	62.8	62.6	62.6	62.6	62.6
	平均时薪增速	%		0.2	0.2	0.4	0.3	0.4	0.3
	每周工时	小时		34.4	34.4	34.3	34.4	34.3	34.4
景气指数	ISM制造业PMI			49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1
	IMS非制造业PMI			53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9
	Sentix投资信心指数		0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3
	密歇根消费者信心指数		63.0	68.1	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5

资料来源：Wind，湘财证券研究所

### 3 风险提示

全球疫情反复；海外流动性收紧；地缘冲突进一步升级。

## 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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。