



宏观周报

11 月 FOMC 前瞻：不加息，非不再加息

美联储周观察 20231029#

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：预期 11 月 FOMC 不加息，但会议难以释放不再加息的信号，维持 12 月加息 25bps、明年上半年难降息的观点。**虽然本周公布的 23Q3 美国 GDP 高达 +4.9%，但由于此前市场预期较满、GDP 数据结构一般、核心 PCE 环比年率偏弱、分析师对后市经济增速展望疲软，数据公布后，市场加息预期不升反降。北京时间周四凌晨召开的 11 月 FOMC 上，美联储料将不加息，但强劲的 GDP 数据将强化 FOMC 声明对经济的描述，预计 Powell 也不会确认美联储已停止加息。12 月 FOMC 最终是否加息仍然取决于会前的两组非农与通胀数据，我们预期这两组数据将支持美联储在 12 月 FOMC 会议上执行 9 月点阵图指引的末次加息。
- **联邦基金利率：交易员继续押注 11 月不加息，末次加息预期向明年 1 月推迟，降息预期维持在 2024 年 6 月。**
 - ①**近端加息预期：**CME 联邦基金期货模型显示（表 1），交易员预期 11 月维持政策利率不变概率为 99.9%，到 12 月累积加息一次概率维持 19.8%，到 2024 年 1 月累计加息一次概率维持 28%。23Q3 美国 GDP 季环比年率增速 +4.9%，远高于 23Q2 的 +2.1% 与美联储设定的 +1.8% 长期增速，但数据公布后加息预期不升反降，主要因为：①预期较满，美联储 GDPNow 模型 8 月中旬以来的 Nowcast 结果就已在 5% 附近窄幅震荡；②结构一般，消费（对 GDP 拉动率 +2.69%）更多是从银行业危机中修复，各消费分项 Q2-Q3 均值与 Q1 差别不大，投资（+1.47%）主要受高波动库存（+1.32%）拉动，而制造业建筑开支降温显著，设备投资分项全面下滑；③核心 PCE 环比年率偏弱，三季度核心 PCE 价格指数季环比年率 +2.4%，预期 +2.5%，前值 +3.7%，弱于预期且降温显著。④展望疲软，Q3 的高增长或是美国经济最后的“高光时刻”，分析师对未来三个季度 GDP 增速预期分别为 +0.8%、+0.2%、+0.5%，宽财政效用边际走弱、紧货币效用边际走强抑制增长预期。向前看，虽然大概率 11 月 FOMC 不会加息，但声明对经济增速的表述料将鹰派、美联储不会给出加息停止的信号。距离 12 月 FOMC 尚余两组非农与通胀数据，除非数据结构质变（失业率显著抬升、超级核心通胀显著下行），否则预计美联储仍将执行 9 月点阵图的指引，即在 Q4 进行末次加息。根据彭博 10 月对分析师的问卷调查，预期 Q4 尚余 1 次加息与不会再有加息的人数分别为 15 与 45 人，分析师与交易员均未充分计价 Q4 的最后一次加息。当然，与是否还有一次加息相比，更重要的是何时降息。
 - ②**远端降息预期：**CME 联邦基金期货模型显示，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 6 月，最新 10 月彭博分析师调查显示首次降息时点维持在 2024Q2，分析师与交易员对降息预期仍过度乐观。
- **美联储资产负债表：缩表延续，净流动性回补。**本周美联储总资产减少 253.1 亿至 7.96 万亿美元（表 2）。①资产端：证券资产减少 180.02 亿至 7.38 万亿美元（美国国债减少 12.57 亿，MBS 减少 167.45 亿）。贷款工具减少 45.87 亿至 1650 亿美元。按类别看，主要贷款、BTFP、其他信贷担保工具分别新增 2.08、2.5、-49 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 -49、2、3 亿美元（图 12）。②负债端&净资产：本周美联储负债减少 390.5 亿美元至 4.69 万亿美元（逆回购减少 458.13 亿至 1.40 万亿美元、TGA 增加 66.14 亿至 8477 亿美元），银行准备金余额增加 137.41 亿至 3.264 万亿美元。美联储投放净流动性规模较上周增加 140 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。



表 1: CME 官网推算未来美联储政策利率变动预期

CME FEDWATCH TOOL - 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%	0.1%	99.9%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	80.1%	19.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	71.8%	26.0%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	63.6%	21.7%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	32.8%	47.2%	13.9%	1.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.6%	39.8%	31.0%	7.6%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	13.1%	32.6%	34.0%	15.5%	2.9%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	8.1%	24.1%	33.4%	23.6%	8.5%	1.4%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.6%	14.0%	27.5%	29.7%	18.0%	5.8%	0.9%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.1%	9.3%	21.4%	28.7%	23.3%	11.3%	3.1%	0.4%	0.0%

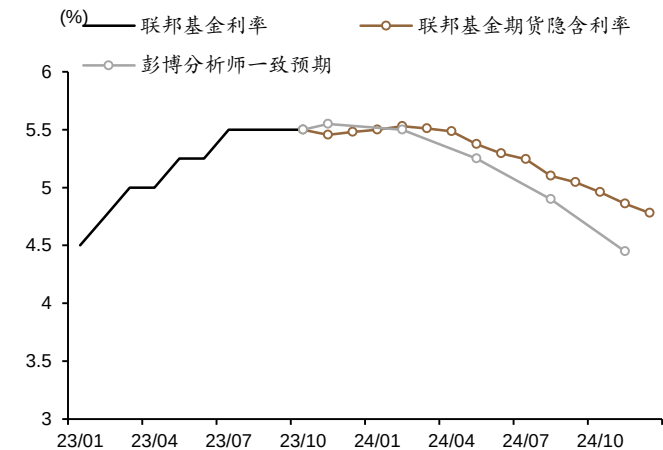
资料来源: CME, 德邦研究所; 展示日期为 2023 年 10 月 29 日

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	2023/10/25	2023/10/18	2023/10/11	2023/10/4	2023/9/27
100.0%	总资产	-25,310	-433,205	-1,005,991	7,958,556	7,983,866	8,002,738	8,006,092	8,052,533
98.9%	信贷资产	-25,380	-433,566	-1,006,458	7,872,150	7,897,530	7,916,298	7,919,713	7,966,141
92.6%	证券持有	-18,002	-570,881	-1,103,118	7,377,454	7,395,456	7,410,580	7,412,483	7,440,211
61.5%	美国国债证券	-1,257	-423,748	-858,579	4,912,200	4,913,457	4,928,507	4,930,410	4,958,138
0.0%	联邦机构债务	0	0	0	2,347	2,347	2,347	2,347	2,347
31.1%	抵押担保证券	-16,745	-147,133	-244,539	2,462,907	2,479,652	2,479,726	2,479,726	2,479,726
0.0%	正回购协定	1	1	1	1	0	0	0	2
0.0%	外国官方	0	0	0	0	0	0	0	0
0.0%	其他	1	1	1	1	0	0	0	2
2.1%	贷款	-4,587	149,822	144,366	165,031	169,618	174,564	179,084	198,060
0.0%	主要贷款	208	-1,411	2,300	3,170	2,962	2,580	2,773	3,193
1.4%	银行定期融资 BTFP	250	109,068	109,068	109,068	108,818	108,884	107,665	107,715
0.7%	其他信贷担保	-4,900	48,256	48,256	48,256	53,156	58,257	63,702	81,883
0.0%	央行流动性掉期	21	-159	69	252	231	230	229	238
0.6%	其他资产	-1,987	11,931	15,024	45,308	47,295	45,181	41,956	41,167
59.3%	总负债 (除准备金余额)	-39,050	-693,499	-912,566	4,694,586	4,733,636	4,687,088	4,765,385	4,884,031
29.1%	流通货币	-1,440	15,063	42,804	2,323,027	2,324,467	2,328,017	2,326,425	2,324,023
18.1%	逆回购协议	-45,813	-1,157,235	-827,425	1,403,115	1,448,928	1,529,752	1,632,015	1,755,109
3.7%	外国官方 & 国际账户	4,351	-64,615	36,973	302,498	298,147	290,370	289,984	312,304
14.4%	其他	-50,164	-1,092,620	-864,398	1,100,617	1,150,781	1,239,382	1,342,031	1,442,805
0.0%	国库持有现金	6	241	281	372	366	358	347	339
12.6%	机构存款 (非准备金)	14,114	524,614	-11,538	1,016,892	1,002,778	873,644	846,320	845,484
1.9%	其他存款	7,504	-11,623	-80,659	159,490	151,986	150,956	157,674	163,655
0.1%	外国官方存款	-3	251	1,978	9,685	9,688	9,688	9,688	9,687
10.5%	财政部一般账户 TGA	6,614	535,986	67,142	847,717	841,103	713,000	678,959	672,142
40.7%	银行准备金余额	13,741	260,295	-93,424	3,263,971	3,250,230	3,315,650	3,240,707	3,168,502

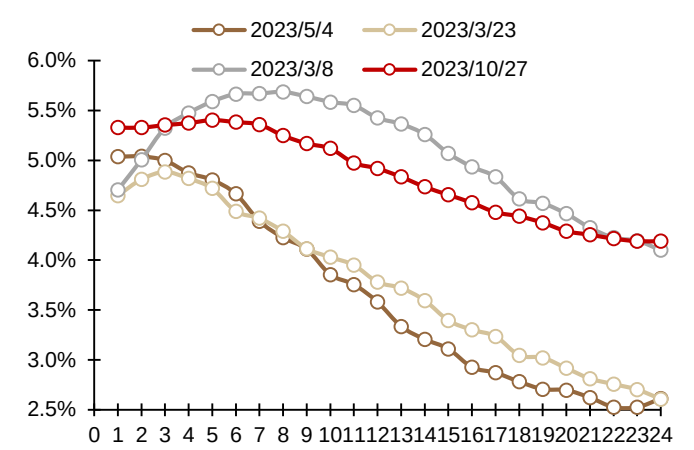
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 1：各方对全年美联储政策利率路径预期



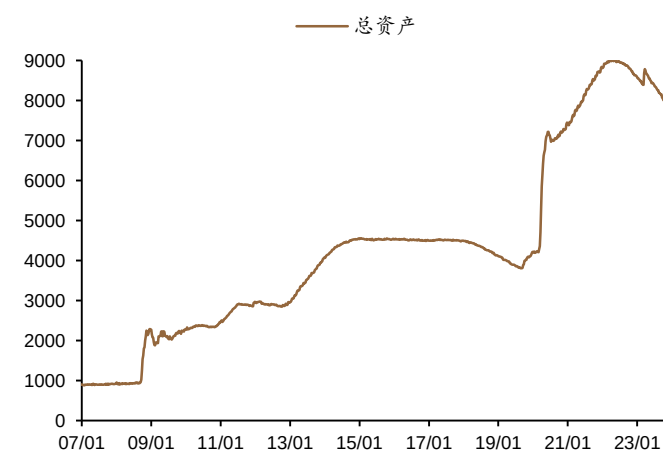
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：联邦基金期货隐含利率曲线



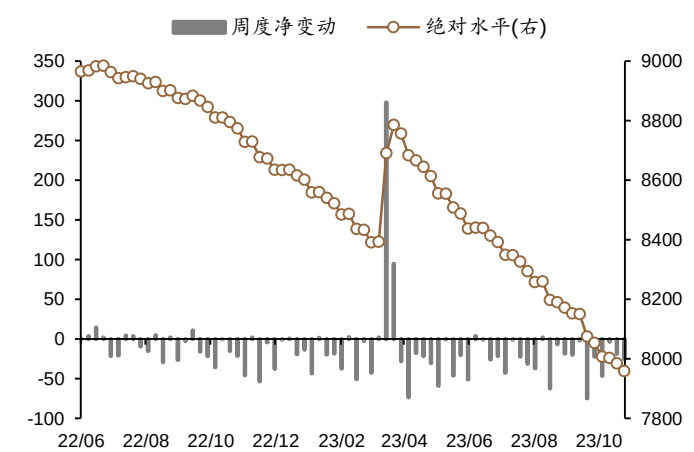
资料来源：彭博，德邦研究所；横轴单位为月

图 3：美联储资产负债表总规模



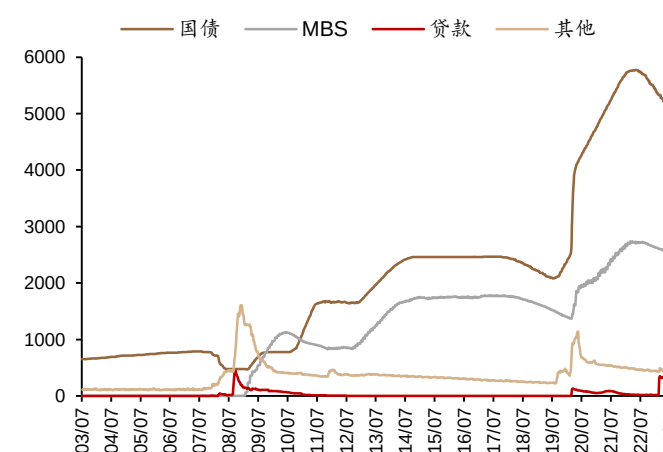
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 4：22Q2 以来美联储资产负债表变化



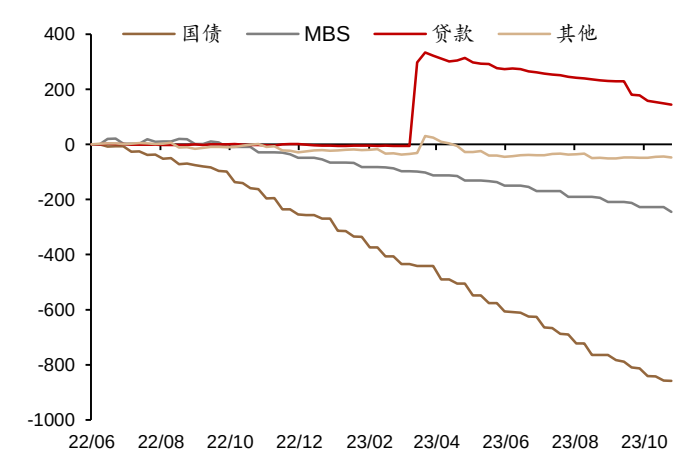
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 5：美联储资产负债表资产端分项



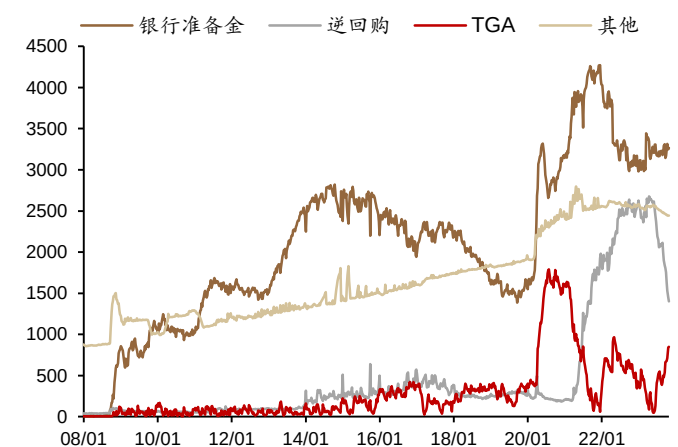
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 6：22Q2 以来美联储资产负债表资产端分项



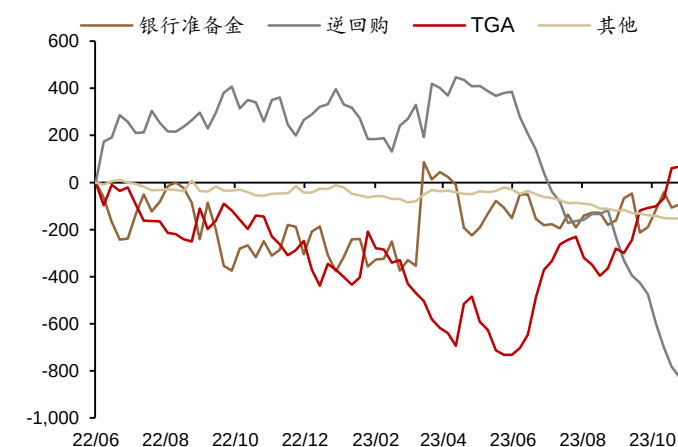
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 7：美联储资产负债表负债端分项



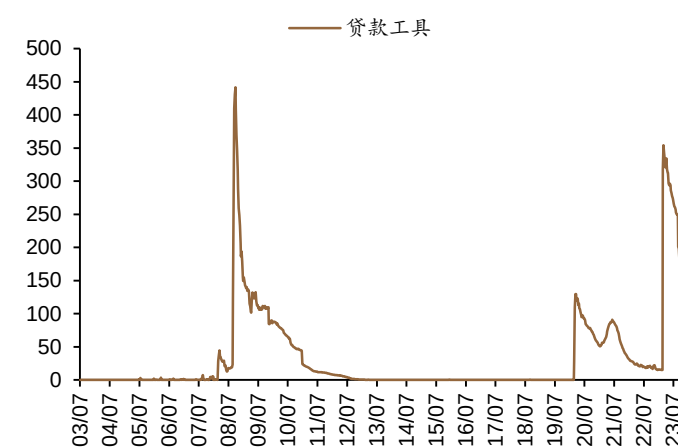
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 8：22Q2 以来美联储资产负债表负债端分项



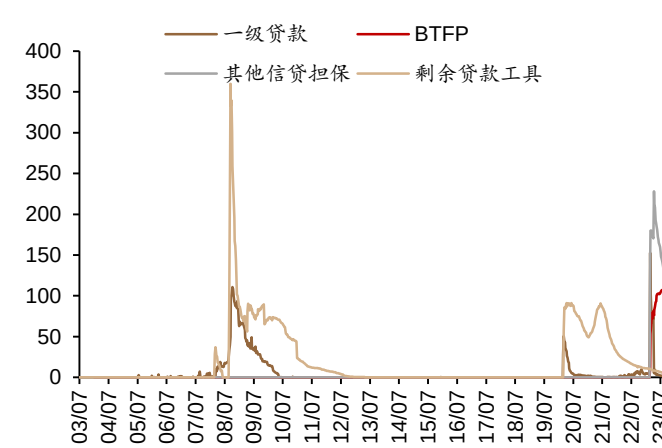
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 9：美联储贷款工具



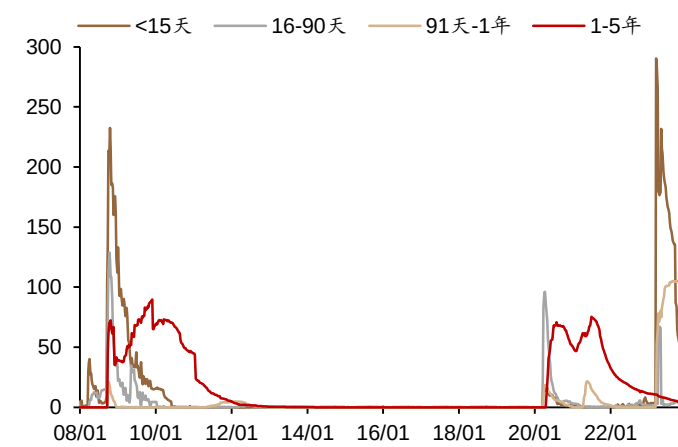
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 10：美联储贷款工具分项



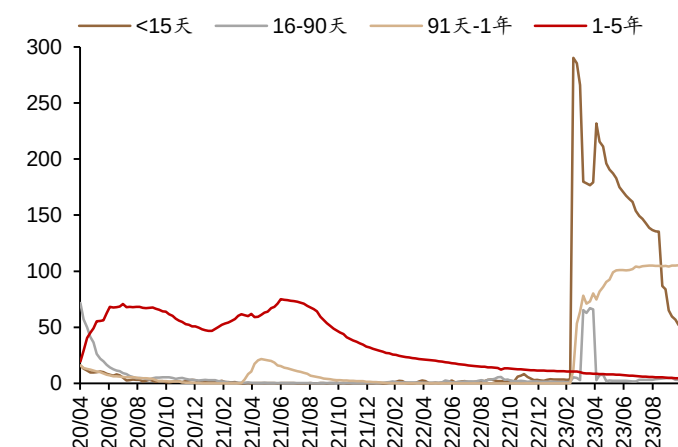
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 11：美联储贷款工具到期分布



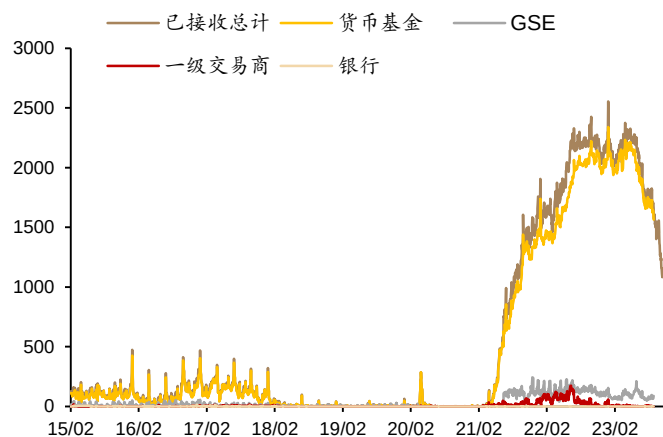
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 12：美联储贷款工具到期分布（2020 年以来）



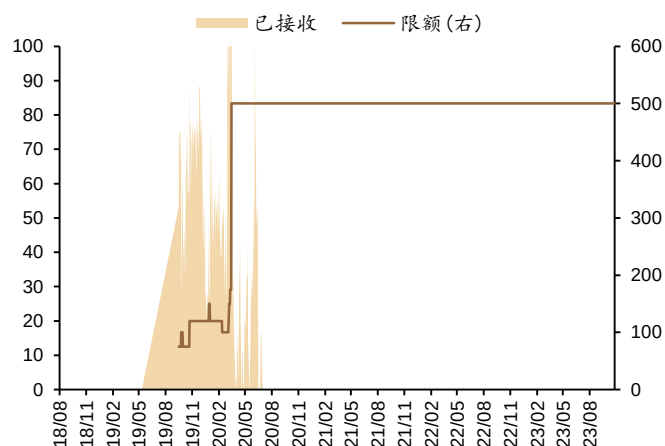
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 13: 纽约联储已接受逆回购分布



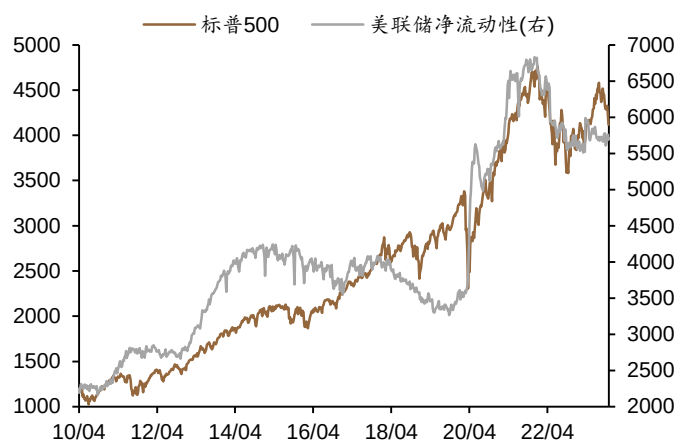
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

图 14: 纽约联储国内常备正回购 SRF 使用情况



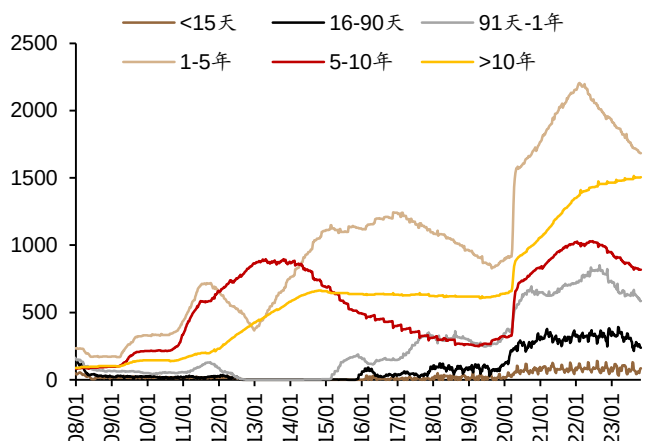
资料来源：彭博，德邦研究所，单位为十亿美元

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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。