

预计美联储按兵不动，前期策略继续持有

——美联储5月议息会议前瞻

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间2024年5月2日凌晨2点，美联储将公布5月利率决议，无利率点阵图更新。

我们维持3月美联储会议提出的策略。预计美联储5月份将继续维持“利率”按兵不动的政策操作思路，关注美联储资产负债表政策改变的更多操作细节，如3月就向市场释放的反向扭曲操作，或将进一步增加美债收益率曲线的陡峭化风险。

核心观点

■ 货币限制性未至，关注美联储不行动抬升流动性压力的可能

经济短期低预期。美国一季度GDP环比折年率回落至+1.6%（市场预期+2.5%），高利率下实体经济景气度或继续面临压力，对于信用环境的限制性影响处在政策的观察窗口，未来关注盈利放缓对于这种景气度的负面影响。

关注美联储实施“反向扭转操作”的更多细节。预计美国财政政策仍将保持此前的融资进程，降低融资的可能性较低；而一季度低预期GDP和高预期PCE组合显然并不是让美联储更舒适行动的数据选项，5月会议关注资产负债表政策的更多细节。

■ 预计美联储5月保持利率不变，关注量化政策细节

利率：四季度经济的超预期和一季度通胀的反弹继续降低了短期降息的可能。

资产负债表：预计美债融资规模不收缩，美联储缩减购债保持不变，增加6月议息会议之前美元流动性继续收紧的客观基础。关注长端利率回升，收益率曲线陡峭化的风险。

美元：美元反弹过程未结束，持有波动率多头（+VXM24）和欧元空头（-ECM24）。

美债：收益率曲线陡峭化（2×TUM24-1×TYM24）；增加长债的配置（+TYM24）。

中债：货币宽松空间降低，财政积极预期，收益率曲线存在扁平化空间（+1×T-2×TS）。

商品：映射到美国2024年降息的时间和节奏的不确定性，国内负债扩张序幕虽然拉开（不确定性仅在节奏），但是资产端扩张依然偏谨慎；关注4月政治局会议是否会有实际上的改善落地，短期商品调整风险仍存。

■ 风险

经济数据短期向上波动，流动性超预期宽松

目录

宏观事件.....	1
核心观点.....	1
■ 货币限制性未至，关注美联储不行动抬升流动性压力的可能.....	1
■ 预计美联储 5 月保持利率不变，关注量化政策细节.....	1
■ 风险.....	1
货币条件：金融宽松，货币限制需加强.....	4
流动性：暂时缺乏结束紧缩的压力信号.....	5
实体：关注高利率的持续对信用的压力.....	6
通胀：货币缺乏限制性，回升具有韧性.....	7
利率：预计 5 月“按兵不动”.....	8
资产负债表：关注结束 QT 的政策细节.....	9
财政：美债发行呈现出短期化.....	9
货币：流动性供给结构相适应.....	10
宏观策略：预计美元反弹将延续.....	11

图表

图 1：美国金融状况仍宽松 单位：指数点，%.....	4
图 2：BTFP 项目已经结束 单位：亿美元.....	4
图 3：美国金融压力分项指数 单位：指数点.....	4
图 4：美国金融资产调整压力增加 单位：%.....	4
图 5：美联储 ONRRP 继续回落 单位：千亿美元.....	5
图 6：央行流动性工具需求暂位于低位 单位：亿美元.....	5
图 7：家庭部门再次转入去杠杆 单位：%YOY.....	5
图 8：政府被动进入到加杠杆 单位：%、%GDP.....	5
图 9：货币条件和实体景气背离 单位：指数点.....	6
图 10：高利率下信用环境面临选择 单位：指数点，BP.....	6
图 11：GDP 未着陆但继续放缓 单位：%YOY.....	6
图 12：生产力转正但效率成本差仍存 单位：%YOY.....	6
图 13：美国通胀热力图显示 3 月核心通胀呈现出韧性 单位：STD.....	7
图 14：2024 年上半年降息概率收窄 单位：%PCT.....	8
图 15：2024 年上半年降息空间收窄 单位：%.....	8
图 16：美国国债发行短期化特征 单位：亿美元.....	9
图 17：财政利息支出和美元指数 单位：%.....	9
图 18：政府债务回升和美元指数 单位：%.....	9
图 19：M2 和银行总资产对比 单位：%YOY.....	10
图 20：美联储利率和货币乘数对比 单位：BP.....	10

图 21: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元.....	10
图 22: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: %PCT.....	10
图 23: 美债陡峭化和对外利差走阔 单位: BP.....	11
图 24: 美债陡峭化的经济影响 单位: BP.....	11
图 25: 波动率和美元指数 单位: 指数点.....	12
图 26: 美元指数期货持仓回升 单位: 万手.....	12
图 27: 美债期限利差和波动率 单位: BP.....	12
图 28: 中债期限利差和波动率 单位: BP.....	12
表 1: 美联储 3 月 SEP 展望 单位: %.....	8
表 2: 美联储交易宏观策略跟踪.....	12

货币条件：金融宽松，货币限制需加强

金融条件宽松显示出货币限制性水平不够。美联储自 2022 年 3 月开始进入本轮加息周期，截止 2023 年 3 月 15 日美联储基准利率仍维持在 5.25-5.50% 的高位。尽管如此，随着 2023 年 3 月硅谷银行破产事件、2024 年 1 月社区银行暴雷的影响逐渐过去，美联储利率进入“限制性”区间开始暂停加息之后，美国货币条件再次进入到“非常”宽松的状态。

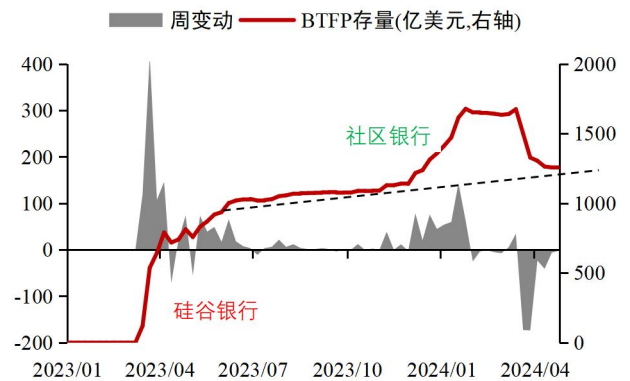
货币条件的宽松在市场上的反馈便是金融资产价格的持续上涨。比特币在 3 月达到 8000 美元/枚，国际金价在 4 月接近 2400 美元/盎司，国际油价回升至 90 美元/桶，多国股市接连创下新高；在外汇市场上，日本央行谨慎开始加息的初期，日元贬值至接近 160 日元/美元的低位。

图 1：美国金融状况仍宽松 | 单位：指数点，%



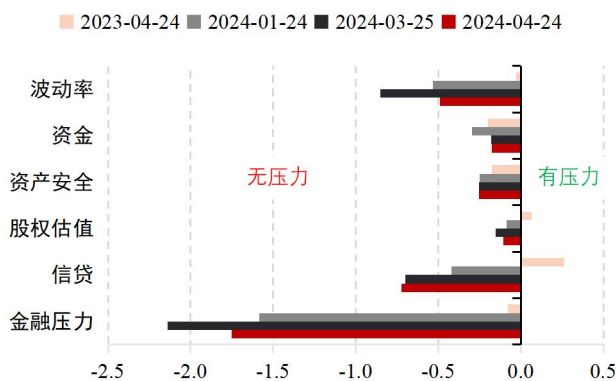
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目已经结束 | 单位：亿美元



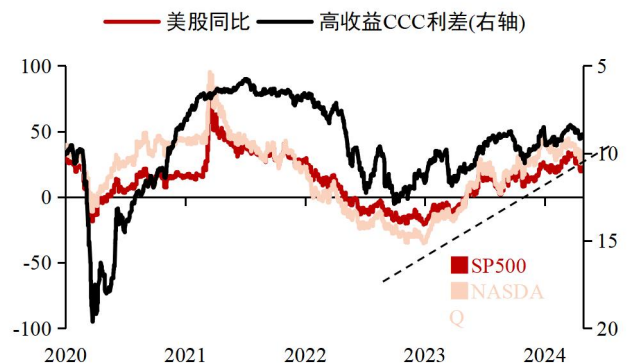
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力分项指数 | 单位：指数点



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产调整压力增加 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

流动性：暂时缺乏结束紧缩的压力信号

金融市场流动性宽松。随着美联储利率继续保持高位，叠加量化紧缩政策（QT）的实施、一季度连续三次提高长期债券发行规模，美债收益率自2024年伊始再次反弹。尽管如此，美元流动性还未到枯竭的状态，在高利率未对金融体系负债端产生更大冲击前，全球波动率维持低位，短期内流动性需求也并不强烈。

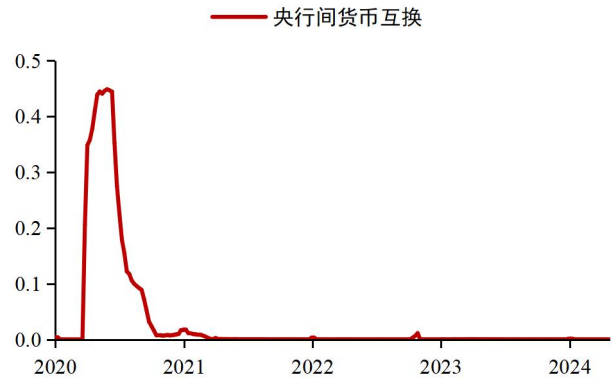
实体部门流动性收紧。从对实体部门流动性影响的角度，随着高利率状态的延续，家庭超额现金储蓄的降低再次驱动以家庭为代表的宏观部门转入去杠杆状态，政府被动进入到加杠杆过程，未来密切关注高利率的持续对于这一过程的限制加强影响。

图5：美联储 ONRRP 继续回落 | 单位：千亿美元



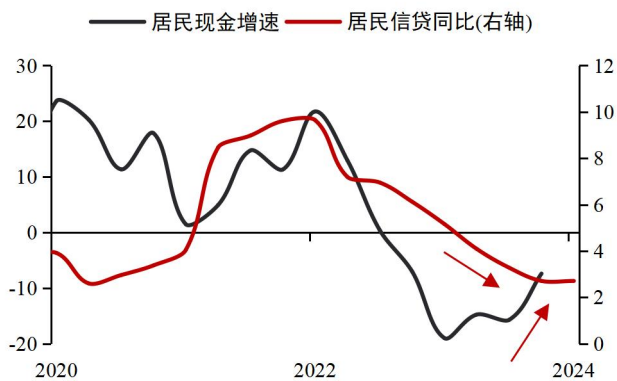
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图6：央行流动性工具需求暂位于低位 | 单位：亿美元



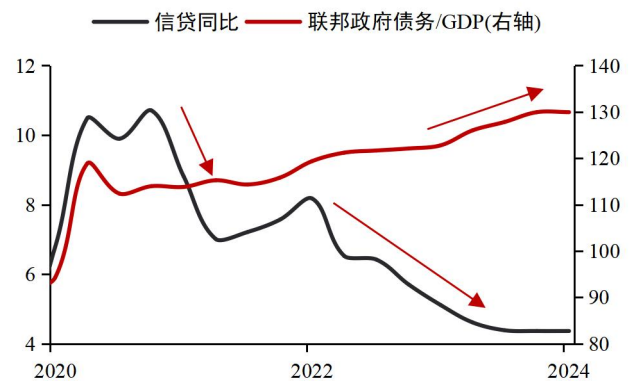
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图7：家庭部门再次转入去杠杆 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图8：政府被动进入到加杠杆 | 单位：%，%GDP



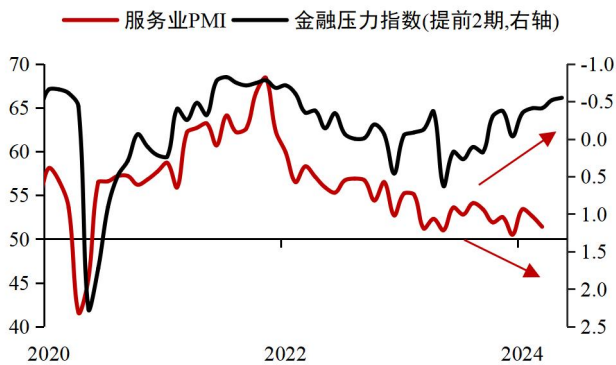
数据来源：iFind 华泰期货研究院

实体：关注高利率的持续对信用的压力

经济短期低预期。美国一季度 GDP 环比折年率回落至+1.6%（市场预期+2.5%），相比较四季度的 3.4%呈现出大幅放缓态势（但未衰退）。此外，从同比的去季节性角度看，一季度美国 GDP 增速继续小幅回落至 5.5%。从驱动来看，主要由于消费支出相比较四季度的 2.7%增速回落至 2.4%；而美国投资（+4.7%）的扩张尤其是建筑投资的增长（+9.4%）继续带动一季度经济维持相对强度。

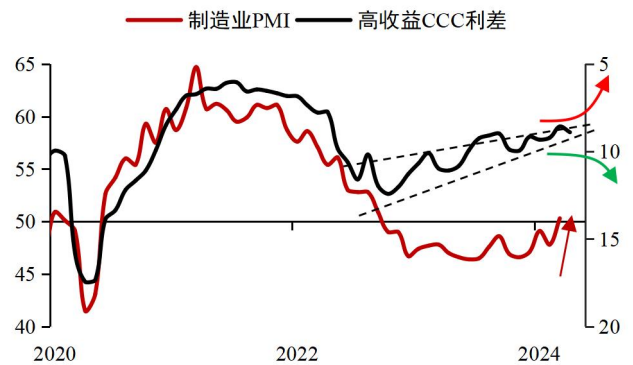
高利率下实体经济景气度或继续面临压力。截止 4 月份，尽管非制造业 PMI 继续回落至 51.4，但是在政府产业政策支持下，强劲制造业投资驱动制造业首次站上了 50 以上的景气区间，达到 50.3。未来需要关注盈利的放缓对于这种景气度的负面影响。

图 9：货币条件和实体经济背离 | 单位：指数点



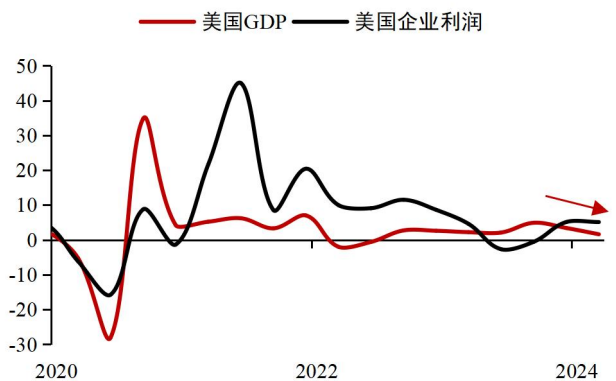
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 10：高利率下信用环境面临选择 | 单位：指数点，BP



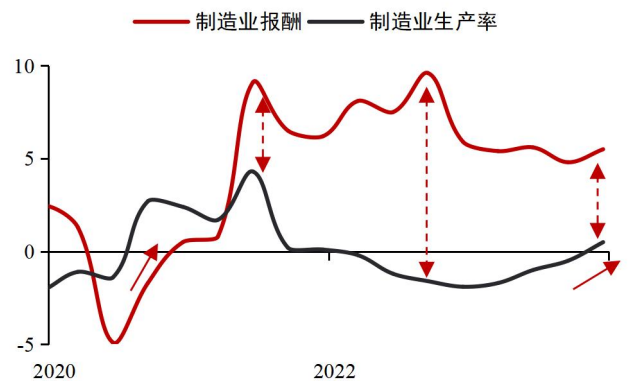
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 11：GDP 未着陆但继续放缓 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 12：生产力转正但效率成本差仍存 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

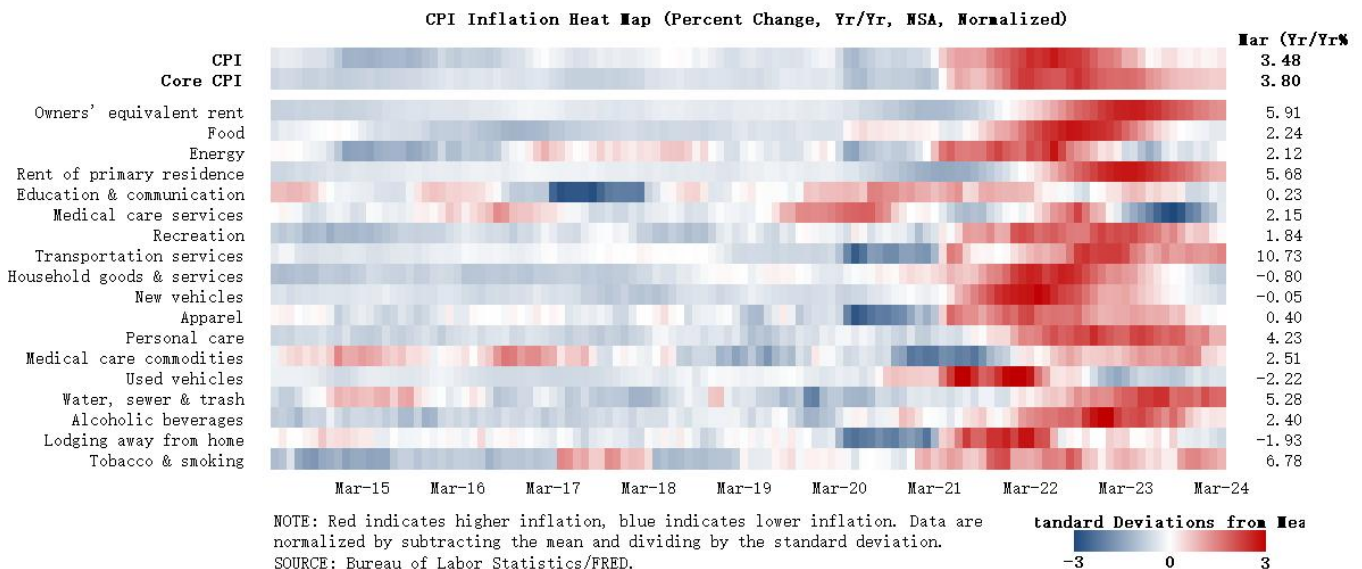
通胀：货币缺乏限制性，回升具有韧性

美国3月通胀热力图继续显示出核心通胀的韧性特征。其中住房分项（不管是OER等效租金还是RPR租金）仍处在显著的红色趋“热”状态；从波动项来看，食品通胀继续趋冷，而能源通胀虽处在低位，但是趋势显示正在从偏“冷”的状态小幅向上；特别的3月份交通运输分项的热度相比较2月份在进一步上升，这是在能源项压力趋冷之后的状态，显示出内部物流层面面临压力（可能和制造业回流存在一定关系）。

核心CPI继续表现出在3%以上的相对稳定，向下动力不足。波动较大的食品和能源分项中，食品继续放缓，但是能源项存在继续回升的可能，尤其值得注意在中东地缘博弈限制能源供给的背景下，对于非美地区的能源供应扰动。

关注美国租金通胀的回升。美国商品型通胀和服务型通胀就持续表现出分化的特征；一方面在高利率的压力之下，商品消费持续面临压力，表现为商品型通胀的继续回落趋缓，另一方面服务型通胀仍维持在相对高位，3月同比涨幅甚至有所加速至近5%。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自去年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产价格的回升对于今年二季度开始的租金成本也将形成回升的压力，这点或继续增加美国通胀的“韧性”。

图 13：美国通胀热力图显示 3 月核心通胀呈现出韧性 | 单位：STD



数据来源：FRED 华泰期货研究院

利率：预计 5 月“按兵不动”

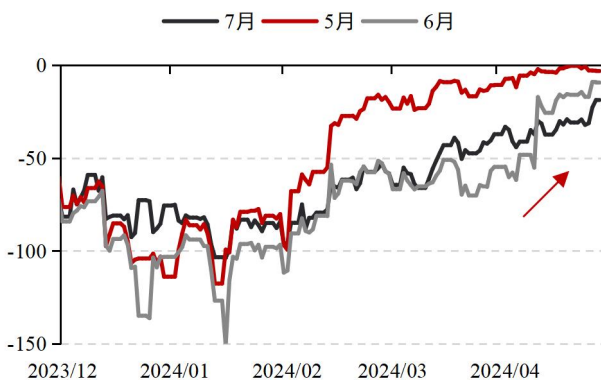
我们预计美联储 5 月份将继续维持“利率”按兵不动的操作思路。1) 从美国国内角度来看，高利率之下流动性继续收敛带来的金融市场压力未消，对于信用环境的限制性影响正处在政策的观察窗口，但是一季度经济的低预期表现和一季度通胀反弹的压力，美联储需要更多决策信号。2) 从美国以外的角度来看，博弈正在加剧，随着欧央行下调了对于未来的通胀预期，在美国经济数据短期“不差”的背景下，预计难有更宽松政策选择；而从中国央行的政策行为来看，继 2 月份降准降息至今 MLF 再次保持不变的定力，暗示流动性宽松阶段性呈现出收敛特征。

表 1：美联储 3 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
12 月预测	1.4	1.5	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
12 月预测	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
PCE	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
12 月预测	2.4	2.2	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
核心 PCE	2.6	2.2	2.0	2.0	2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	2.0
12 月预测	2.4	2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	2.0
加息路径												
利率	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
12 月预测	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

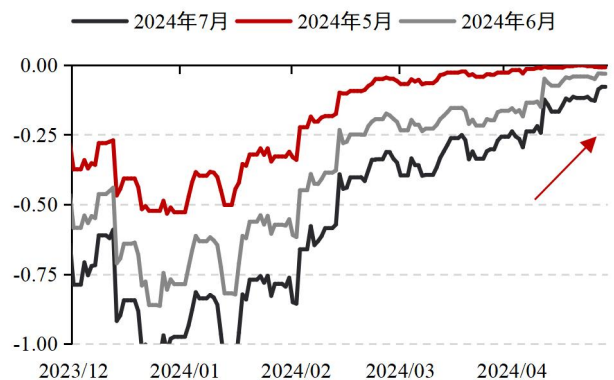
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 14：2024 年上半年降息概率收窄 | 单位：%PCT



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：2024 年上半年降息空间收窄 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

资产负债表：关注结束 QT 的政策细节

财政：美债发行呈现出短期化

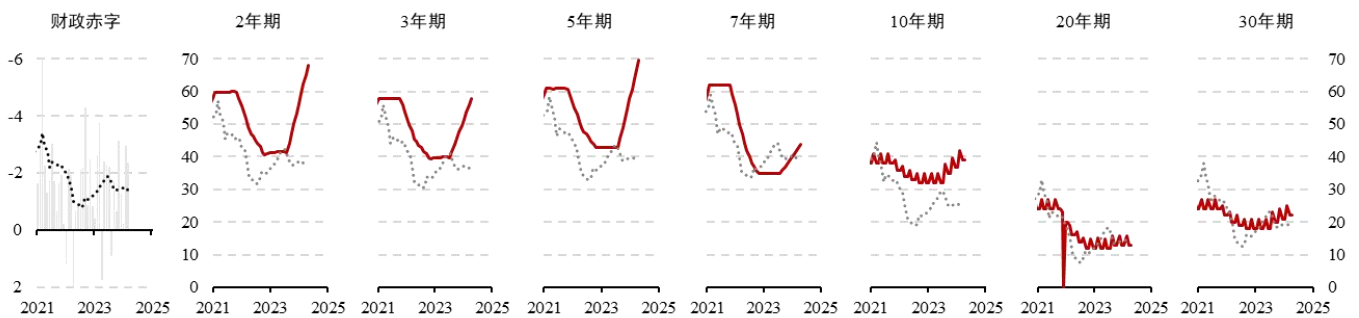
预计美债再融资延续此前节奏。美国财政部 5 月初将公布未来一个季度的“季度再融资” (Quarterly refunding) 国债发行计划。

一方面，在连续三个季度增加融资规模后，市场密切关注本季度融资、回购计划，以及财政部长耶伦是否会对长期融资战略提供给出新的信号。

另一方面，在 4 月税收收入改善的背景下，市场增加了对于美联储降低再融资规模的预期，我们预计在缺乏和市场进一步沟通的前提下，美国财政政策仍将保持此前的融资进程，降低融资预期的可能性较低。

我们预计美国财政将通过降低一年以内 Bill 发行的方式来降低净融资规模。

图 16：美国国债发行短期化特征 | 单位：亿美元



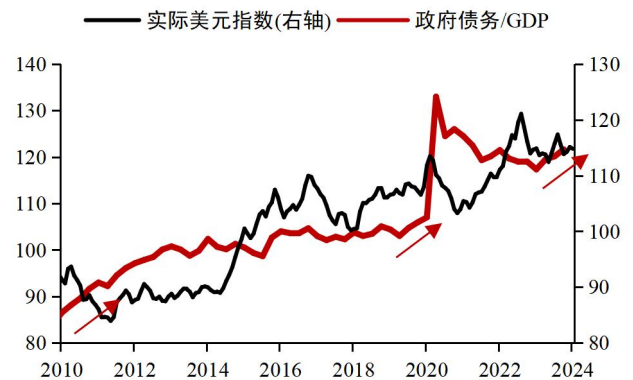
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：财政利息支出和美元指数 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 18：政府债务回升和美元指数 | 单位：%



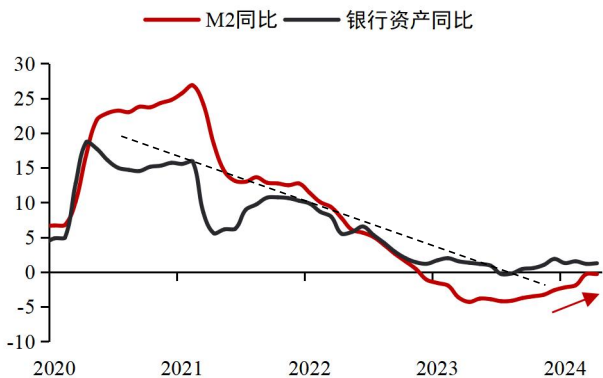
数据来源：iFind 华泰期货研究院

货币：流动性供给结构相适应

关注长端利率回升，收益率曲线陡峭化的风险。一方面，在美债融资规模较小收缩、主要通过降低短债发行的状态下，美联储缩减购债节奏若保持不变（长债到期不再投资），则带来6月20日议息会议之前美元流动性继续收紧的客观基础。另一方面，美联储主席鲍威尔和美联储理事沃勒曾在3月均向市场暗示了美联储实施“反向扭转操作”的可能性——提高短期美债在资产负债表中的比例，并将所持MBS降至零，即在联储的美债持仓中持债的久期可能变得更短，短债持仓的占比增加。

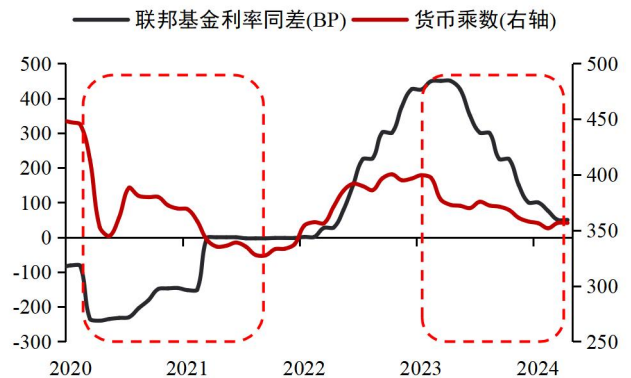
未来的宏观交易将在经济数据和金融市场的波动中持续测试美联储政策的行动预期。鲍威尔在去年12月初的演讲稿中明确指出，当前美联储的紧缩行动已经让政策利率“深入”（well into）限制性区域。在政策预期切换的过程中，一季度低预期的GDP和高预期的PCE显然并不是让美联储更舒适行动的数据选项，未来继续做好市场波动增加的准备，宏观交易的机会仍将在“不再收紧”到“不再宽松”之间产生。

图 19：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YOY



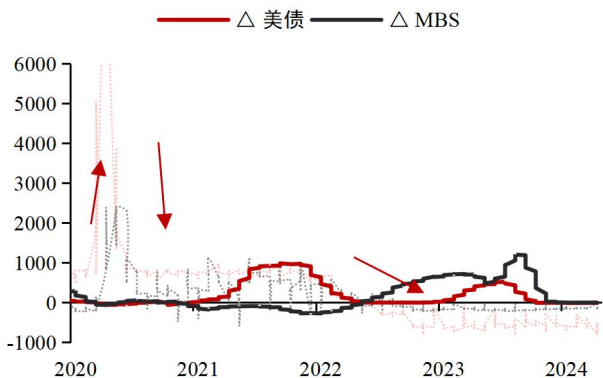
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 20：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



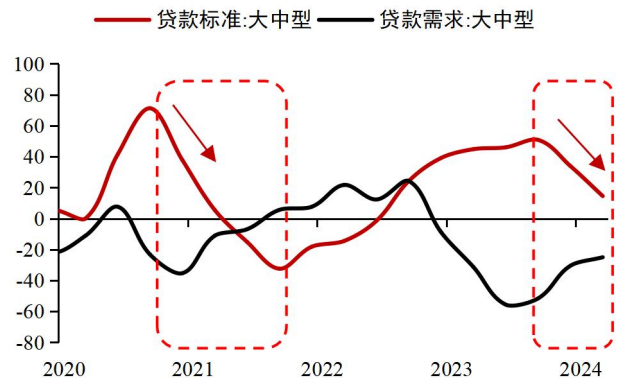
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 21：美联储资产端环比变动 | 单位：亿美元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 22：银行信贷标准和信贷需求对比 | 单位：%PCT



数据来源：iFind 华泰期货研究院

宏观策略：预计美元反弹将延续

我们维持3月美联储会议提出的策略。预计美联储5月份将继续维持“利率”按兵不动的政策操作思路，关注美联储资产负债表政策改变的更多操作细节，如3月就向市场释放的反向扭曲操作，或将进一步增加美债收益率曲线的陡峭化风险。

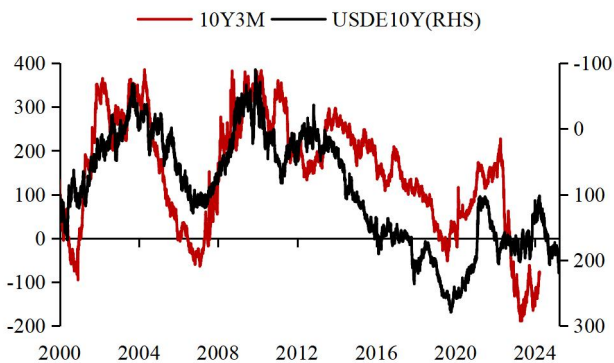
美元：预计在宏观流动性继续收缩的状态下，美元向上反弹的过程仍未结束，维持波动率指数多头（+VXM24）和欧元兑美元空头（-ECM24）。

美债：一方面，从结构的角度来看，美联储政策继续驱动收益率曲线陡峭化（ $2 \times TUM24 - 1 \times TYM24$ ）；另一方面，从趋势的角度来看，随着市场波动率的抬升，或将增加长债的买入需求（+TYM24）。

中债：尽管美联储或继续维持利率高位不变，但是宏观流动性的收缩将阶段性削弱国内货币政策的宽松空间，在降低实际利率的节奏放缓背景下，我们仍认为收益率曲线存在进一步扁平化空间（ $+1 \times T - 2 \times TS$ ）；继而从政策对冲的角度增加市场对财政扩张提速的预期，长债供给的增加预期或将抵消收益率曲线趋平对长债利率带来的下行空间，我们对T和TL继续维持4月月报谨慎偏空的判断。

商品：中国宏观负债端随着2月货币政策的降准和降息，打开了本轮负债扩张的序幕，不确定性仅在于未来的节奏；但是宏观资产端的扩张表现出长期性的特征——短期在多种因素的影响下，资产扩张落地的节奏较慢（映射到美国2024年降息的时间和节奏的不确定性）——2月份PSL扩张暂停，3月份政府工作报告3.0%的赤字目标持平于去年，在化债背景下4.06万亿赤字规模和3.9万亿地方债限额虽然表现为政策的环比扩张，但是相比较房地产2023年两位数的回落，短期资产的创造仍谨慎，关注4月政治局会议是否会有边际上的改善落地，短期商品调整风险仍存。

图 23：美债陡峭化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 24：美债陡峭化的经济影响 | 单位：BP



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 25: 波动率和美元指数 | 单位: 指数点



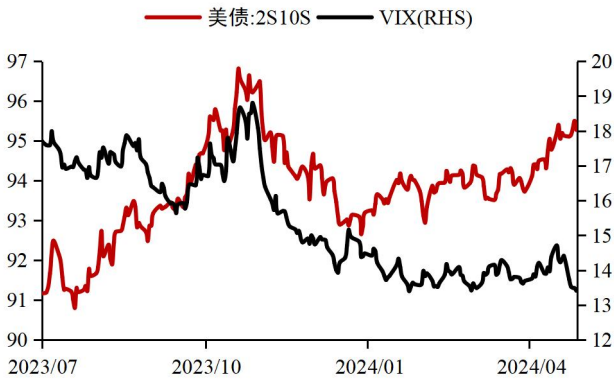
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 26: 美元指数期货持仓回升 | 单位: 万手



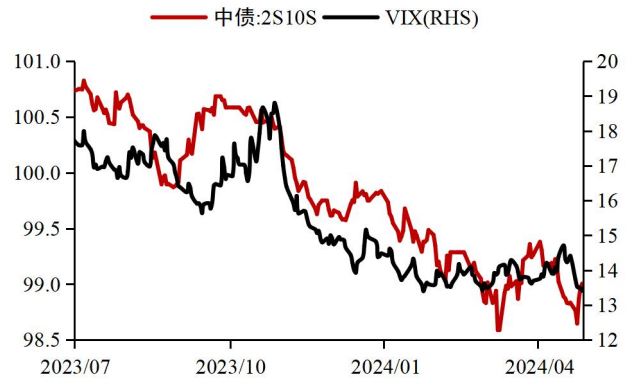
数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 27: 美债期限利差和波动率 | 单位: BP



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 28: 中债期限利差和波动率 | 单位: BP



数据来源: iFind 华泰期货研究院

表 2: 美联储交易宏观策略跟踪

			3月18日	4月29日
美元	波动率	+VXM24	16.75	15.98
	欧元	-ECM24	1.0913	1.0732
美债	曲线	+2×TUM24-1×TYM24	94.2813	95.2187
	方向	+TYM24	109.3	107.2
中债	曲线	+1×T2406-2×TS2406	-301.959	-302.111
	方向	-T2406	103.905	103.87
		-TL2406	106.34	105.48

资料来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com