

# 滞胀风险下的美联储平衡术

## ——兼评 FOMC 会议与财政部融资计划

### 核心要点：

**美联储态度比预期稍鸽，QT缩量强于预期，但达成降息信心需要更久：**5月1日，美联储FOMC会议决定**联邦基金目标利率维持5.25%–5.50%不变**。量化紧缩（QT）计划继续执行但规模缩减：**国债停止再购买上限从600亿美元/月显著降低至250亿美元/月**，超出市场预期；MBS规模维持不变，两者实际缩减规模约400亿美元/月，比此前的750亿美元大幅降低。

**美联储的“平衡术”：**本次美联储再次按下暂停键是意料之中，但调整缩表规模略显意外。我们结合财政部同日公布的QRA去理解其意图。一方面，一季度通胀压力不减、就业市场供需仍偏紧，令美联储担心过早降息令通胀反弹而前功尽弃。另一方面，经济疲态隐现，QRA显示大选之年财政刺激力度很难下降，缩表可以一定程度上缓解长端利率上行压力。维持高利率但调整缩表规模可以一定程度上兼顾控通胀和防衰退。在通胀有望在二、三季度回到缓和路径，失业率温和抬升的基础上，乐观情况下年内两次降息的希望还未破灭。

**美联储本次并不鹰派的三个理由：**（1）虽然鲍威尔表示通胀数据没有为降息带来信心，缺乏进展，但在**新闻发布会中强烈暗示再加息的可能性极低**。（2）鲍威尔罗列了**美联储面临的三条可能的路径**，其中两条指向年内降息，不论是通胀重新开始弱化还是失业率的抬升都可能成为货币政策转向的理由。（3）流动性方面，**对QT的国债停止再购买规模刻意强于市场预期**，也体现美联储态度并不算鹰，依然担忧经济和流动性问题。

**达成支持降息的两条路径希望仍在：**鲍威尔给出的三种路径为（1）**通胀持续偏强**，劳动市场火热，则会不降息；（2）**通胀下行增加降息信心**；（3）**劳动市场超预期弱化带来降息**。我们认为**达成后两条路径的概率更高**。通胀方面，二、三季度价格压力下行可能获得以下三个理由的支持：（1）目前通胀中表现偏强的居住成本和保险及金融服务等都是滞后项目，并不反映实时的通胀压力上升；（2）BLS近期的租金等相关统计反映居住成本价格可能更顺利的下行，金融服务成本也会受到股债市场回落的拖累；（3）市场自行修正预期并收紧金融条件也利于中期通胀的缓和。**劳动市场方面**，“超预期”弱化的基准是美联储4%的失业率预期；而在移民增长偏强的情况下，新增非农就业不增加失业率的阈值应当有所抬升，如果需求放缓而供给进一步增加，失业率高于4%的可能并不低，这也增加降息的理由。

**在QT缩减的基础上，财政部QRA和回购计划对美债形成边际利好，但趋势逆转仍需观察通胀和劳动市场能否使降息预期回升：**财政部融资计划大致符合预期，长端债供给较为稳定：二季度发行约2430亿美元的私人持有适销债务，三季度预计发行约8470亿美元。52周及以下的短债（bills）在2024二季度净供给预计为-2970亿美元，三季度则回升至2900亿美元；相比之下，两年及以上债券（coupons）的二季度净发行量为5400亿美元，三季度5570亿美元。此外，**财政部将开始实施早有打算的债券回购计划**，首次行动将在5月29日开始，但规模较小且主要为了改善流动性，影响暂时有限。对于10年期美债的定价，QT的缩量 and 财政部小规模回购仅是边际利好，但是目前的核心依然是（1）偏高赤字率带来不弱的长端债净供给和（2）利率预期偏高下需求的疲软。**鉴于供给侧不易发生明显改变，10年期美债趋势性的向4%降低就需要降息预期的改善，即通胀或者劳动市场下行的好消息。**

**市场对本次FOMC理解同样略鸽：**在美联储并不鹰派的表述下，美国三大股指冲高后回落，受到科技股被抛售的压力的拖累；美国国债收益率下行，10年期降低4.9BP至4.634%；美元指数跌0.64%至105.6542；不难看出市场也判断本次FOMC会议略显鸽派。短期来看，在通胀压力下，略鸽的美联储表态易使市场继续震荡，而市场预期的收紧在中期对通胀和降息并不是坏消息。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

图：FOMC 略鸽，市场没有进一步降低降息预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	90.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	26.0%	72.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.6%	42.6%	46.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	19.4%	43.6%	33.4%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.6%	10.6%	30.3%	39.0%	18.3%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.6%	17.2%	33.2%	32.1%	12.2%
2025/3/19	0.3%	2.4%	10.3%	24.4%	32.7%	23.2%	6.7%
2025/4/30	0.9%	4.7%	14.4%	26.8%	30.0%	18.4%	4.8%

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

### 风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

5月1日,美联储FOMC会议决定继续暂停加息,联邦基金目标利率维持5.25%-5.50%不变。量化紧缩(QT)计划继续执行但规模缩减(taper):国债停止再购买上限从600亿美元/月显著降低至250亿美元/月,超出市场预期;MBS停止再购买规模维持不变,两者实际缩减规模400亿美元/月左右,比此前的750亿美元大幅降低。整体上看,本次FOMC会议美联储传达的信号实质上温和鸽派,不仅再度暗示不会考虑加息、给出了可能降息的场景,taper规模也强于预期,市场没有进一步压低降息预期。我们认为在通胀有望在二、三季度回到缓和路径,失业率温和抬升的基础上,乐观情况下年内两次降息希望还未破灭。

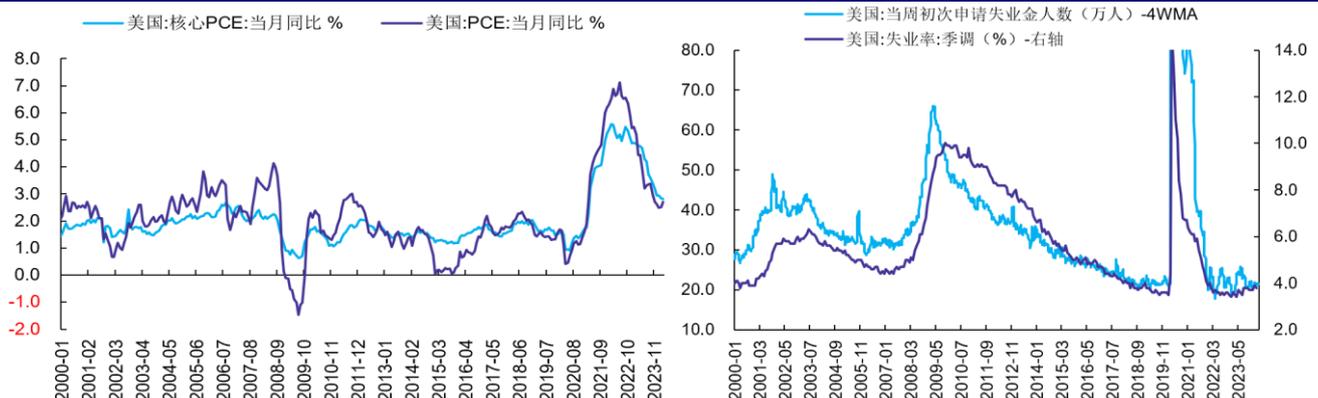
除了温和鸽派的FOMC表态和对QT的taper,当日美国国债收益率稳定回落的另一原因是财政部的季度融资计划(QRA)没有超预期融资。相比于1月份低于预期的二季度融资计划,三季度计划基本符合市场预期,长债发行量也没有增加但净供给抬升。不弱的力度表明赤字率仍可能在6%上方。从二季度的发行来看,短期国债净发行为负值,结合对QT的taper将显著减轻对逆回购账户(RRP)和银行流动性的压力;可以看出QT放缓与利率高位并不冲突。长端国债收益率压力在FOMC和QRA落定后压力有所减轻,但向更低水平回落仍需看到通胀或劳动市场更明显的走弱。

市场方面,在美联储并不鹰派的表述下,美国三大股指冲高后回落,受到科技股被抛售的压力的拖累;美国国债收益率下行,10年期降低4.9BP至4.634%;美元指数跌0.64%至105.6542;不难看出市场也判断本次FOMC会议略显鸽派。CME数据显示联邦基金利率期货交易者在会后维持全年仅降息一次的预期,并认为首次降息在四季度出现,变化不明显。短期来看,在通胀压力下,略鸽的美联储表态易使市场继续震荡,而市场预期的收紧在中期对通胀和降息并不是坏消息。QT缩量和财政部回购对10年期美债均是边际利好,但其趋势性的向4%回落依然至少需要通胀的明显回落或失业率达到4%上方。我们将在下文关注(1)本次FOMC会议略显鸽派的三个原因和(2)QRA对赤字率、美债供给和收益率的影响。

### 一、美联储并不鹰派的三个理由

本次FOMC会议整体基调偏鸽,主要有三点支撑:(1)虽然鲍威尔表示通胀数据没有为降息带来信心,缺乏进展,但在新闻发布会中强烈暗示再加息的可能性极低。(2)鲍威尔罗列了美联储面临的三条可能的路径,其中两条指向年内降息,不论是通胀重新开始弱化还是失业率的抬升都可能成为货币政策转向的理由。(3)流动性方面,对QT的国债停止再购买规模刻意强于市场预期,也体现美联储态度并不算鹰派。

图 1: PCE 价格显示一季度通胀压力回升,但还未明显偏离美联储目标 图 2: 美国劳动市场的意外弱化也可能成为降息的理由



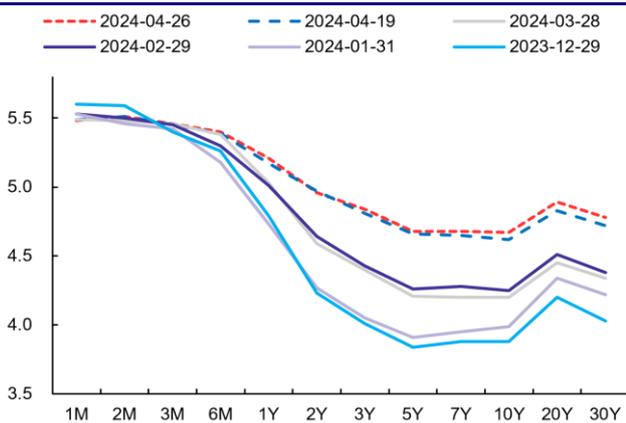
资料来源: Wind、FRB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind、FRB, 中国银河证券研究院整理

首先，尽管会议声明承认近几个月通胀向 2% 的靠拢“缺乏进一步进展”（a lack of further progress），获得降息信心的时间会更久（longer than expected），但鲍威尔在发布会中依然强烈暗示加息还并不在美联储的考虑范畴内。“再加息”忧虑短期可以打消。诚然，一季度通胀和劳动数据均强于市场预期，3 月的数据更是表明价格压力回升可能不是暂时性的，但从美联储最关注的核心 PCE 通胀和核心 PCE 服务通胀来看，价格压力还未明显偏离回落轨迹，从实际利率的角度也并无加息必要。鲍威尔答记者问中确认了这一逻辑：“下一个政策行动为加息的可能性不高……我们目前的政策重点……是需要将限制性的利率保持多久。”（It is unlikely that the next policy move will be a hike …… our policy focus …… is how long to keep rate restrictive.）对于向来含糊其辞的鲍威尔来说，这一表述暗示已经足够强烈。因此，尽管一季度通胀压力反弹让上半年降息淡出视野，但美联储认为降息目前只是延后，还不存在考虑加息的需要；这也暗示其判断当前货币政策足够限制性，可以进一步压低价格增速。

其次，鲍威尔讨论了未来可能面临的三重路径，其中两条都指向降息，暗示美联储在数据不进一步恶化的情况下仍倾向于年内进行降息。这三条路分别为：一，通胀持续强于目标，就业市场偏热，那么就无法获得降息的信心，可能不降息；二，通胀开始进一步下行；三，劳动市场超预期的弱化。虽然触发美联储降息的难度较一季度议息会议明显提高，但鲍威尔的情景假设依然倾向于降息是更基准的情况。我们认为达成后两条路径的概率更高。通胀方面，二、三季度价格压力下行可能获得以下三个理由的支持：（1）目前通胀中表现偏强的居住成本和保险及金融服务等都是滞后项目，并不反映实时的通胀压力上升；（2）BLS 近期的租金等相关统计反映居住成本价格可能更顺利的下行，金融服务成本也会受到股债市场回落的拖累；（3）市场自行修正预期并收紧金融条件也利于中期通胀的缓和。劳动市场方面，“超预期”弱化的基准是美联储 4% 的失业率预期；而在移民增长偏强的情况下，新增非农就业不增加失业率的阈值应当有所抬升，如果需求放缓而供给进一步增加，失业率高于 4% 的可能并不低，这也增加降息的理由。

图 3: taper 和 QRA 落地后，美债收益率上行压力将缓解（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 市场维持全年一次降息预期并推迟其至四季度

MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	90.9%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	26.0%	72.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	10.6%	42.6%	46.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	19.4%	43.6%	33.4%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.6%	10.6%	30.3%	39.0%	18.3%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.6%	17.2%	33.2%	32.1%	12.2%
2025/3/19	0.3%	2.4%	10.3%	24.4%	32.7%	23.2%	6.7%
2025/4/30	0.9%	4.7%	14.4%	26.8%	30.0%	18.4%	4.8%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

最后，量化紧缩的规模缩减也刻意强于市场预期，配合财政力度并预防流动性危机的出现。在本次 FOMC 会议前，市场的普遍预期是国债月度停止再购买规模“减半”，即从 600 亿美元降至 300 亿美元/月。但从实际上，早已知悉市场预期的美联储决定将降低至 250 亿美元/月，对国债市场压力的减缓强于预期；同时财政部还将在 5 月底开始实验

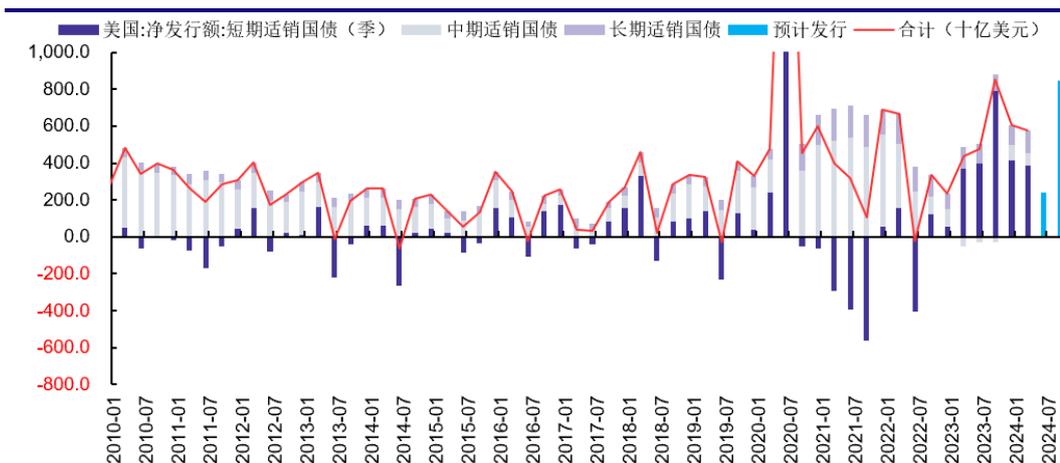
小规模国债回购计划改善流动性。对于美债来说，这些均是边际利好的信号，但并不能支持其在去通胀停滞、劳动市场偏强的情况下出现趋势的反转。美联储在数量型政策上面临流动性的担忧，已经开始鸽派；虽然 QT 缩量并不意味着利率将很快降低，但这至少表明美联储在高利率下仍然担忧经济和金融稳定出现问题，并不是鹰派的信号。

## 二、债务发行计划符合预期，长端供给压力未加大，回购计划推出

美国财政部 4 月 29 日公布了 2024 第三季度的债务发行计划，整体符合市场预期。具体来看，财政部计划在 2024 年二季度发行约 2430 亿美元的私人持有适销债务（privately-held net marketable borrowing），比 1 月份宣布的 2020 亿美元高出 410 亿美元，预计二季度末财政部账户（TGA）余额 7500 亿美元，大致与一季度末持平并保持较为充裕的历史水平。财政部认为二季度债务发行小幅超预期的原因是较低的现金收入所导致。2024 年三季度预计发行约 8470 亿美元的私人持有适销债务，预计三季度末财政部账户（TGA）余额升至 8500 亿美元，长端债供给也没有超出预期<sup>1</sup>。

此外，财政部在税收增加的 4 月还决定开始实施早有打算的债券回购计划，首次行动将在 5 月 29 日开始，但规模较小且主要为了改善流动性。具体来看，从 5 月底至 7 月，财政部将进行周度“流动性支持回购”（Liquidity Support buybacks），上限为 20 亿美元的两年及以上债券和 5 亿美元的通胀保护债券（TIPS），共计 25 亿美元<sup>2</sup>。小规模债券回购并不意味着美债面临严重的需求问题，而是财政部边际改善债券市场流动性的一种尝试。季节性的 4 月税收增加导致 4 月 24 日的 TGA 账户余额为 9414 亿美元，超出 TGA 所需的水平，因此这些流动性会被部分用于债券回购。一些早已发行的、市场流动性低的“老债券”会被财政部用多出的现金回购，而交易更活跃、久期相近的新发债券将会替代老债券，达到改善市场流动性的目的。目前的回购有两个特点，一是尝试阶段规模较小，二是不会明显改变存量债务中的到期结构，因此短期影响有限；如果财政部的尝试较为成功，未来不排除扩大回购规模的可能。

图 5：2024 年国债发行量预示财政力度不弱，但长端债供给压力三季度并未上行



资料来源：US Treasury、Wind、中国银河证券研究院整理

总体上，财政部在二季度净融资规模的下行存在季节性特征，预计可能会缓和逆回购

<sup>1</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2304>

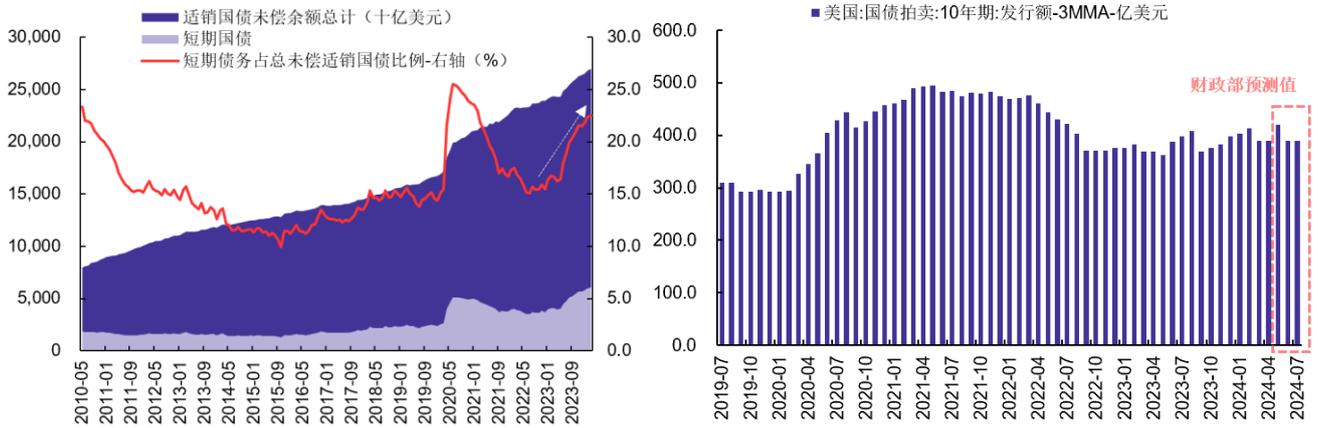
<sup>2</sup> <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2315>

账户和银行系统面临的流动性压力，与量化紧缩的减量形成配合。三季度计划融资水平和2023年同期的8520亿美元基本持平，虽然没有超出市场预期，但也意味着长端债的供给压力没有减弱；美国2024年财政力度仍会偏强，赤字率超过6%的概率较高，也在中期对经济增长和通胀形成支撑。2023年四季度和一季度（2024年第一、二财季），美国政府累计形成了1.06万亿美元的赤字，几乎占2024财年1.59万亿美元赤字上限的67%<sup>3</sup>。虽然第三财季（二季度）净融资缩量，但第四财季融资规模仍与2023年同期相当，所以赤字率也会高于年初预期。

从发行结构上来看，第二季度的短债净供给为负，可能缓解RRP的压力并配合QT缩量，呵护流动性；长端债务发行和净供给符合预期，但供给并不低，不弱的通胀和利率预期下需求不足的压力仍然存在。目前，52周及以下的短债（bills）在2024二季度净供给预计为-2970亿美元，三季度则回升至2900亿美元；相比之下，两年及以上债券（coupons）的二季度净发行量为5400亿美元，三季度5570亿美元，整体稍有增加。总体上，存量短债占总未偿适销国债超过20%的趋势在二季度净发行缩量后，应当难以进一步提升，这也表明长端收益率的供给压力难再下行。对于10年期美债的定价，QT的缩量和财政部小规模回购仅是边际利好，但是目前的核心依然是（1）偏高赤字率带来不弱的长端债净供给和（2）利率预期偏高下需求的疲软。鉴于供给侧不易发生明显改变，10年期美债趋势性的向4%降低就需要降息预期的改善，即通胀或者劳动市场下行的好消息。

图 6：二季度美债短债（bills）占比可能难以进一步提升

图 7：长端国债发行量未超预期，净供给预计在三季度回升



资料来源：US Treasury、Wind、中国银河证券研究院整理

资料来源：US Treasury、Wind、中国银河证券研究院整理

图 8：财政部 2024 三季度长端债务供给和净供给计划（十亿美元）

Security	April - June 2024 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance			Security	July - September 2024 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance		
	Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net		Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	114	68	46	248	214	34	2-Year FRN	86	68	18	334	282	52
2-Year	204	145	59	537	481	56	2-Year	276	178	98	813	659	154
3-Year	174	140	34	480	431	49	3-Year	174	153	21	654	584	70
5-Year	207	35	172	546	187	359	5-Year	280	127	153	826	314	512
7-Year	131	107	24	368	252	116	7-Year	176	92	84	544	344	200
10-Year	120	59	61	350	160	190	10-Year	120	60	60	470	221	249
20-Year	42	0	42	126	0	126	20-Year	55	0	55	181	0	181
30-Year	69	0	69	202	0	202	30-Year	69	0	69	271	0	271
5-Year TIPS	44	26	18	86	26	60	5-Year TIPS	0	0	0	86	26	60
10-Year TIPS	16	0	16	65	47	18	10-Year TIPS	34	43	(9)	99	90	9
30-Year TIPS	0	0	0	9	0	9	30-Year TIPS	8	0	8	17	0	17
Coupon Subtotal	1,121	581	540	3,017	1,799	1,218	Coupon Subtotal	1,278	721	557	4,295	2,519	1,776

资料来源：US Treasury、中国银河证券研究院整理

<sup>3</sup> 2023年中通过债务上限时的《财政责任法案》（FRA）将2024财年可自由支配支出（discretionary spending）上限限制为1.59万亿美元。

**分析师承诺及简介**

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊 中国银河证券首席经济学家。**

**免责声明**

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

**评级标准**

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅 5%以上

**联系**
**中国银河证券股份有限公司 研究院**

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn