

6月降低缩债规模，预计5月阶段性“暖”

——美联储系列一

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，美联储公布 5 月利率决议。1) 会议声明增加了对于通胀的表述，认为当前通胀缺乏进一步向 2%回落的动能。2) 美联储维持利率不变。3) 美联储调整缩表政策，从 6 月开始美债的削减上限从每月 600 亿美元降至 250 亿美元，但是 MBS 的削减规模不变。

核心观点

■ 美联储 5 月货币政策操作符合预期

美联储利率政策继续按兵不动，6 月开始收缩减债规模。一方面，金融市场和实体经济对于货币政策的感受存在差异（图 3），货币条件仍宽松，通胀回落的节奏并入如美联储预期，即鲍威尔表述的对通胀回落至 2%的信心仍未建立。另一方面，实体经济的预期继续分化，服务业 PMI 指数再次跌落 50 的景气线，4 月非农就业显示劳动力市场增长并不及预期，需要货币政策的相对不那么收紧来“呵护”，美联储减债的规模开始收缩（6 月上限降至 250 亿美元）。

■ 美联储鸽派料阶段性缓和金融压力

美联储基准利率维持不变，关注市场 5 月流动性压力演绎。一方面，在美联储利率继续保持 5.25%-5.50%高位的情况下，预计市场仍将在压力线之上维持着政策转变前的“乐观”（图 6）。另一方面，美国 4 月 ISM 非制造业指数降至 49.4，美国服务业经济开始感受到高利率政策带来的压力，尽管金融市场仍保持相对高景气，银行信贷标准持续放松（见 5 月前瞻），但是实体经济的潜在压力有所回升。

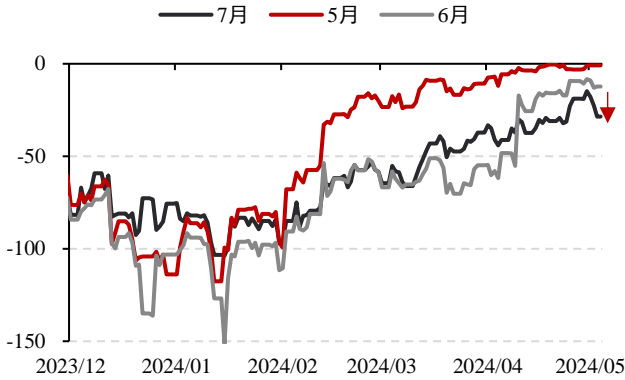
5 月金融市场和大宗商品市场影响短期积极。短期来看，随着金融市场短期增加对美联储降息的押注（图 1），市场再次进入到了“坏”就是“好”的阶段，美元指数在上行中途 5 月或面临阶段性的调整（图 17），缓和和市场流动性紧张，金融资产表现预计好于实物资产的表现。中期来看，随着美国核心通胀的可能再次回升，下半年美联储或面临二次“加息”的抉择，尽管 5 月议息会议鲍威尔暂时“排除”了这一选项。

■ 风险

经济数据短期波动风险，流动性快速收紧风险

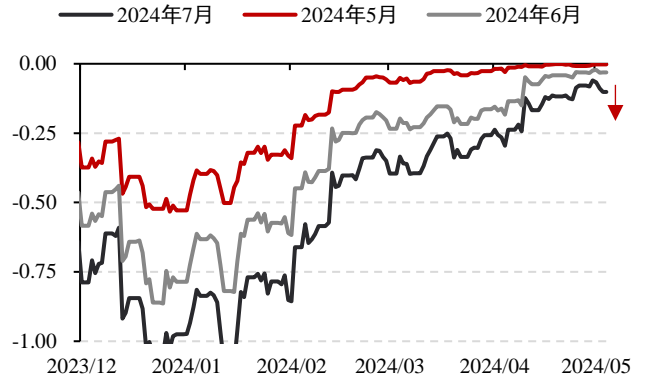
附图

图 1：7 月宽松预期上升 | 单位：%PCT



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：但 7 月宽松幅度不强 | 单位：%



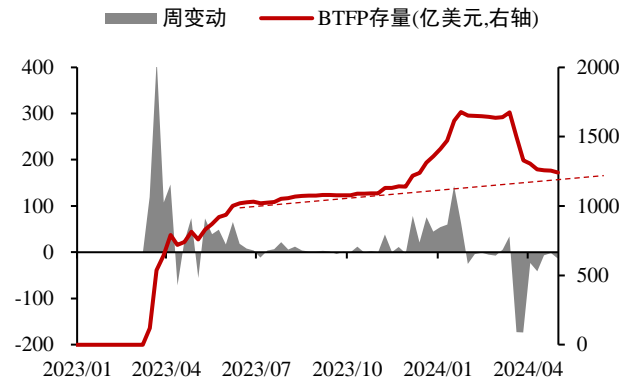
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：美国金融状况仍宽松 | 单位：指数点，%



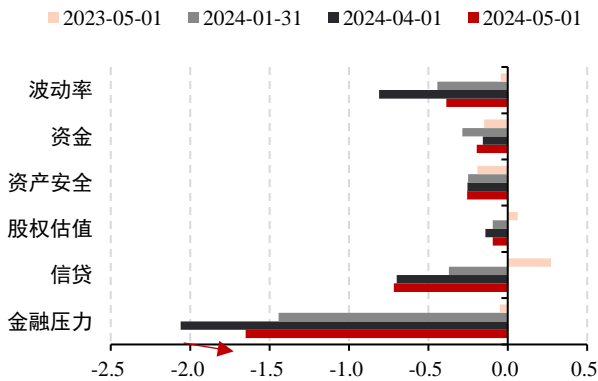
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：BTFP 项目维持高位 | 单位：亿美元



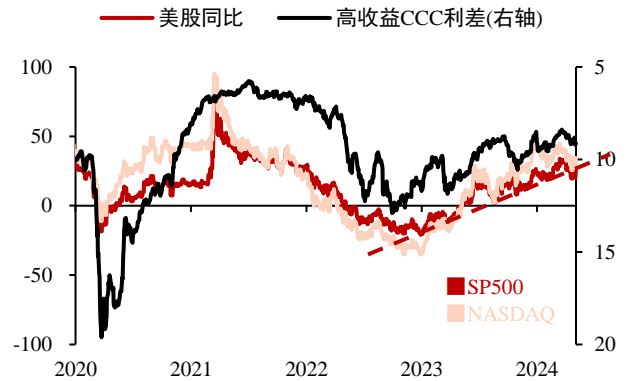
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：美国金融压力分项指数 | 单位：指数点



数据来源：OFR Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国金融资产上行动能不足 | 单位：%



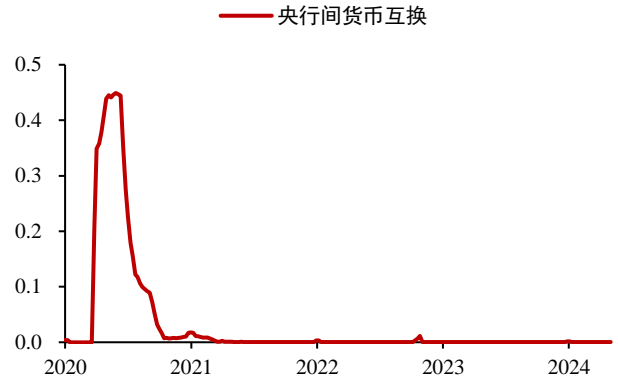
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 美联储 ONRRP 持续回落 | 单位: 千亿美元



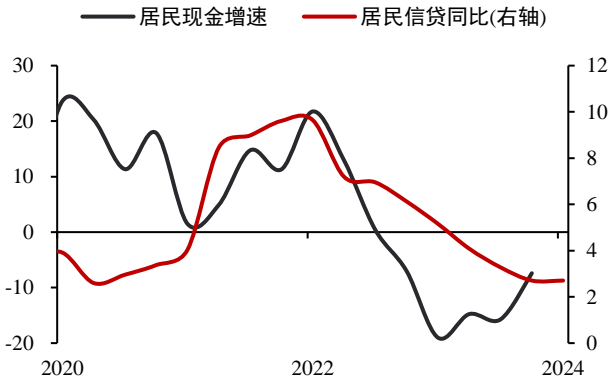
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 央行流动性互换工具位于低位 | 单位: 亿美元



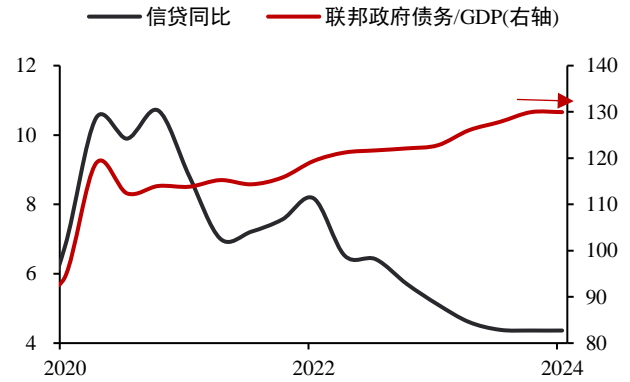
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 家庭部门储蓄负增长 | 单位: %YOY



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 政府杠杆上行斜率降低 | 单位: %, %GDP



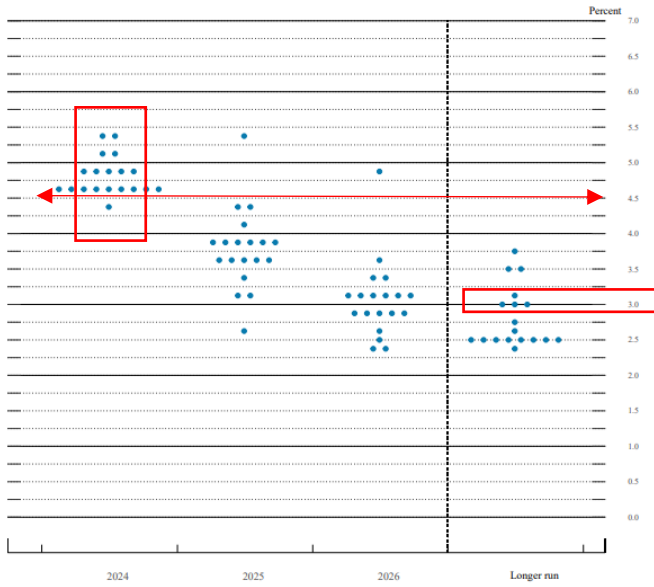
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
12 月预测	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
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

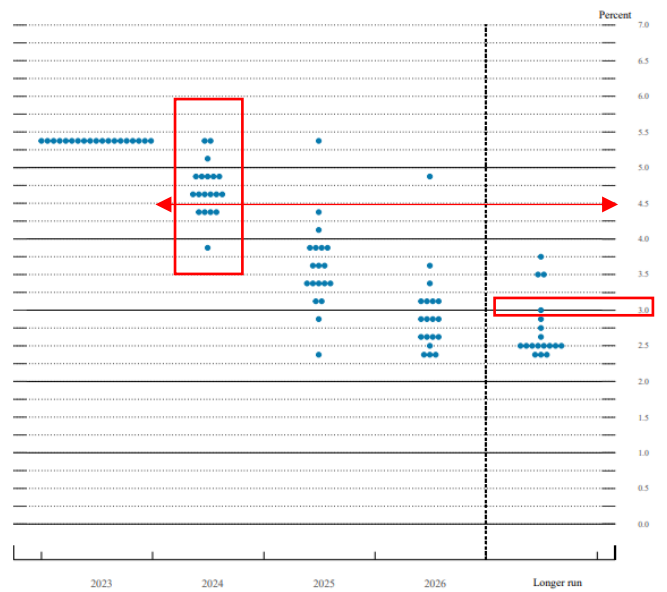
资料来源: FOMC 华泰期货研究院

图 11: 美联储 3 月利率点阵图 | 单位: %



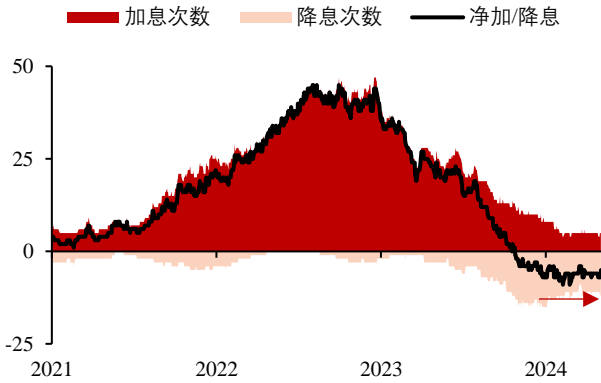
数据来源: FED 华泰期货研究院

图 12: 美联储去年 12 月利率点阵图 | 单位: %



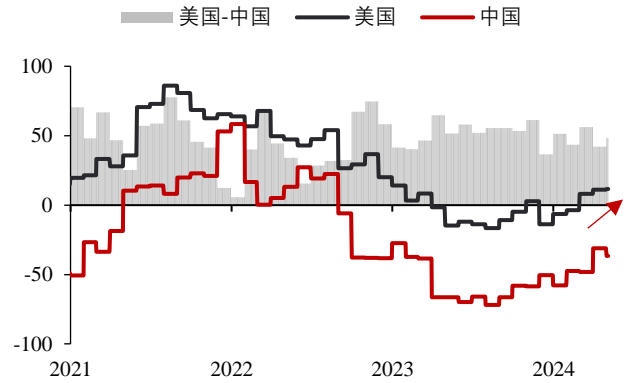
数据来源: FED 华泰期货研究院

图 13: 全球净降息保持稳定 | 单位: 次数



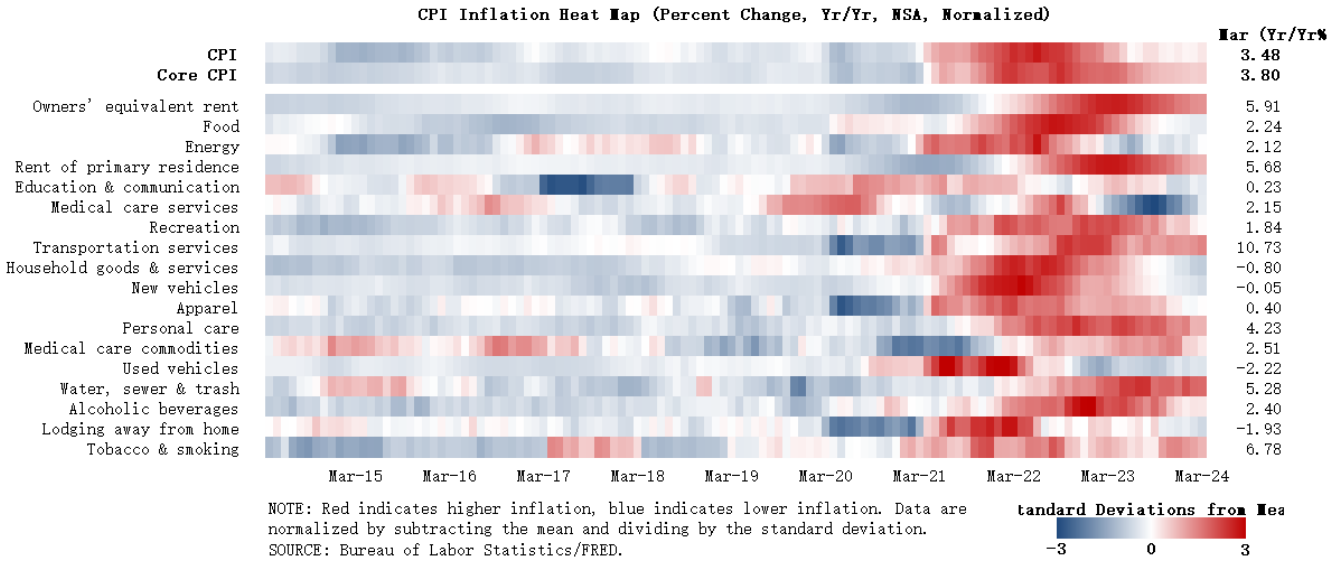
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 美国通胀“正向”超预期二次抬升 | 单位: STD



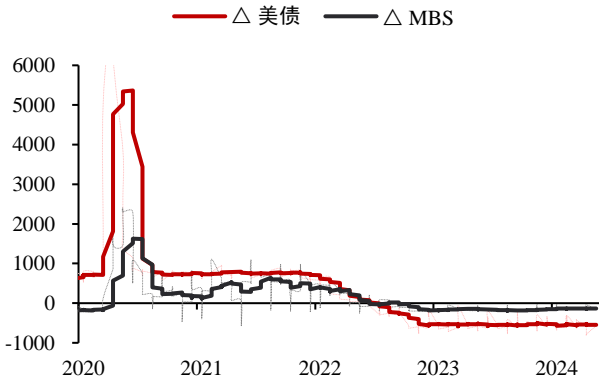
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 美国通胀热力图显示 3 月核心通胀呈现出韧性 | 单位: STD



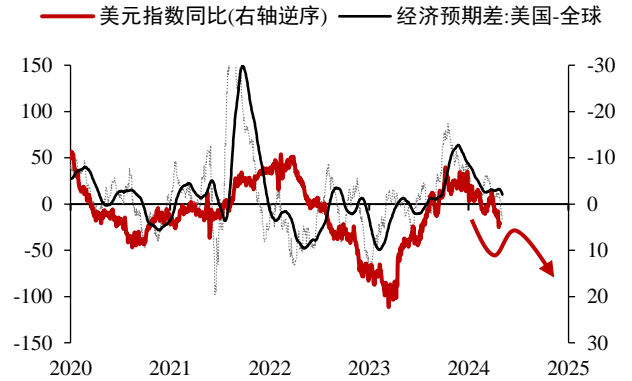
数据来源: FRED 华泰期货研究院

图 16: 美联储美债和 MBS 持仓变动 | 单位: %WOW



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 17: 经济预期差和美元指数 | 单位: STD, %YOY



数据来源: Bloomberg 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