



【建投海外】美国放缓缩表，但财政支出 可能创新高

概要

2024年上半年，纵览美国经济政策，其变化主要在两个方面。一是货币政策方面放缓了缩表的速度，二是财政政策方面可能迎来创纪录的支出水平。

展望后市，在历史级财政支出发力的支持下，目前主要市场先于美联储降息只是开始，美国-外围市场的经济差与利率差可能将继续存在甚至拉大。即在美联储开启降息前，美元可能因对手货币颓势进一步走强，即便美联储开始降息，降息步调的不一致可能也会导致美元相对强势，并为对手货币带来压力。

宏观汇率专题报告

报告信息

作者姓名	朱冠华
电话	023-81157336
期货交易咨询从业信息	Z0019503
发布日期	2024年6月29日

报告体系

周报	每周日发布
季报	每季度末发布
年报	半年与年底发布两次
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

2024年上半年，纵览美国经济政策，其变化主要在两个方面。一是货币政策方面放缓了缩表的速度，二是财政政策方面可能迎来创纪录的支出水平。

美联储放缓缩表

2022年3月，美联储公布缩表计划。根据计划，美联储在2022年6月开始每月减少所持475亿美元的国债及MBS，自2022年9月将减持幅度提升至950亿美元。由此测算，即便缩表在这一计划下100%执行至2024年年中，美联储资产规模仍将从8.9万亿降至6.7万亿美元，较2020年美联储扩表前的3.9万亿资产规模差距依然很大。

缩表计划执行并不理想。事实上，即便是相对温和的缩表目标，美联储完成的依旧不及预期。截至2023年底，美联储减少了1.2万亿美元的资产，这一数据仅占1.6万亿美元应缩表规模的72%。时至2024年5月，缩表进度上升至76%，但实际与计划的差额也上升至5000亿美元。

图 1：缩表计划与实际执行（亿美元）

	截止2022年12月	截止2023年12月	截止2024年5月
应缩	5,225	16,625	21,375
实际	3,639	12,023	16,307
进度	70%	72%	76%
差额	1,586	4,602	5,068

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

即便计划执行并不理想，缩表仍迎来放缓。5月FOMC中，美联储决定6月起对缩表减速：国债的缩表上限从每月600亿美元降至每月250亿美元，MBS的缩表规模不变，仍为每月350亿美元。6月议息会议上，这一政策得以正式落地。需要注意的是，根据当前缩表计划，美联储可能将对MBS的购买减少提升至350亿美元/月以上，而超出部分将用于投资国债。

与宽松的货币数量紧缩形成对比的是激进的利率路径。在2024年6月的议息会议上，美联储决议维持利率不变。但是，联储成员对未来利率预测的点阵图显示，多数成员对未来降息的预期较3月会议时预测出现了显著

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

著推迟。目前预测的利率预期变为2024年降息1次、2025年降息4次（3月预期为2024年降息3次、2025年降息3次）。

美国财政支出可能创新高

今年前五个月，财政支出规模达到2.9万亿美元，超过了2020年与2023年，成为历史第二高的水平。与实际高支出形成呼应的，是美国2024财年整体财政预算规模的不断上涨，目前同样达到了历史第二高的水平。促成财政支出再临高位的，是自由预算支出的变动。一般而言，美国财政支出可以划分为社保医保类强制支出、国债利息支出、以及自由预算支出。由于强制支出和利息支出是固定的，因此执政党一般选择通过对自由预算支出的调整来调控财政支出的总体规模。

图 2：美国自由预算支出变化

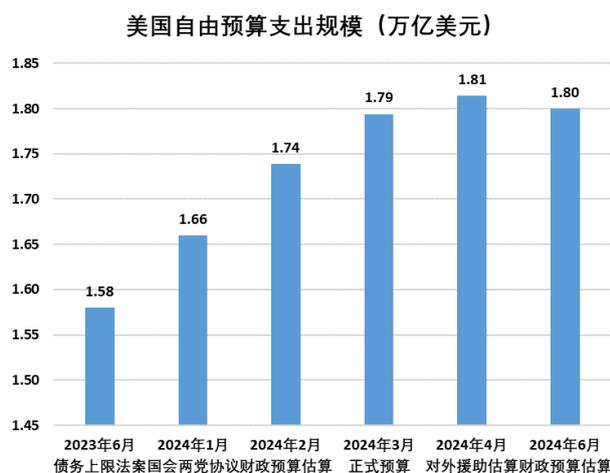
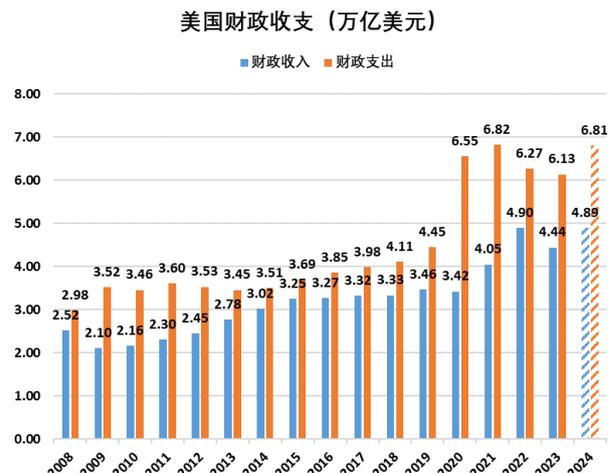


图 3：财政收支测算



来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

自由预算支出预算规模自1月开始逐月上升。在2023年美国两党围绕债务上限法案的博弈中，根据当时达成的协议，2024财年的自由预算支出被限制在1.58万亿美元。但在今年1月，为了签署新的持续决议避免政府关门，据《华盛顿邮报》报道，美国国会两党领导人达成了关于2024财年新的支出协议，将自由预算支出提高至1.66万亿美元。这一变动的发生，意味着前期债务上限法案中的预算约束并未产生实质性效果，而这一变动仅仅只是开始。今年2月，美国财政部对预算支出的预测显示，2024财年的自由预算支出提升至1.74万亿美元；今年3月，2024财年正式预算法案最终通过之后，自由预算支出提升到了1.79万亿美元；今年4月，美国通过了《2024 财年国家安全补充拨款法案》，中信建投期货测算自由预算支出进一步提升至1.81万亿美元。而根

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

据财政部6月最新的预测，自由预算支出规模已经提升至1.8万亿美元，与4月测算基本一致。

财政刺激力度距历史最高仅一步之遥。我们测算，依据最新的自由预算支出、强制支出和利息支出规模，美国2024财年的总财政支出至目前已经达到了6.81万亿美元，距离2021年疫情之下6.82亿美元的历史记录仅有一步之遥。而根据以往经验，在今年结束之前，美国可能通过新的法案进行预算补充，这可能使得2024年财政支出最终创下历史最高水平。

“三高”经济局面下，美国-外围市场将继续分化。在高财政支出的刺激作用下，美国和其他市场已经呈现出了经济增速和通胀进展的分化，而这进一步带动了利率路径的分化。数据上看，由于美联储在本轮全球加息过程中表现最积极，美国CPI也在主要发达经济体中最早实现过峰。但是，在财政刺激的支持下，美国经济表现和实体需求并不差，这也间接传导至通胀表现，截至2024年5月，美国CPI反而成为主要发达经济体中最高的一个。

图 4：主要市场通胀对比

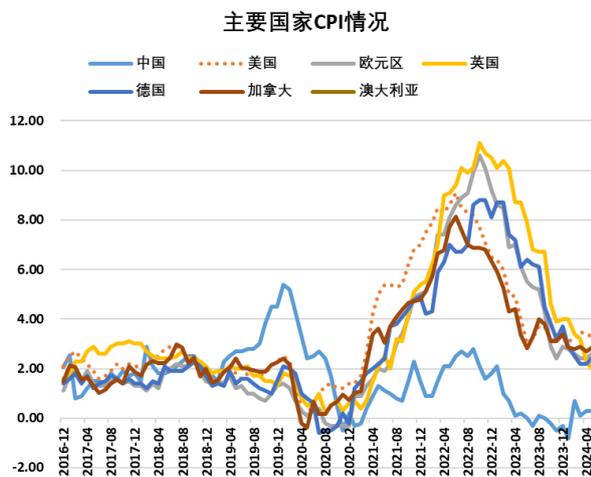


图 5：市场对美联储利率路径预测

会议日期	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	87.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	60.5%	31.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	2.8%	26.7%	50.2%	20.3%
2024/12/18	0.0%	2.3%	22.0%	45.5%	26.2%	4.0%
2025/1/29	1.4%	14.5%	36.6%	33.5%	12.4%	1.5%
2025/3/19	10.4%	29.6%	34.5%	19.1%	5.0%	0.5%
2025/4/30	19.3%	31.9%	27.3%	12.5%	2.9%	0.3%
2025/6/18	27.3%	29.0%	17.9%	6.4%	1.2%	0.1%
2025/7/30	28.0%	24.4%	13.1%	4.2%	0.7%	0.1%

来源：WIND, iFind, Bloomberg, 美联储, 美国财政部, 中信建投期货

美国利率的坚挺将使得美元保持相对强势。展望后市，在历史级财政支出发力的支持下，目前主要市场先于美联储降息只是开始，美国-外围市场的经济差与利率差可能将继续存在甚至拉大。即在美联储开启降息前，美元可能因对手货币颓势进一步走强，即便美联储开始降息，降息步调的不一致可能也会导致美元相对强势，并为对手货币带来压力。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。