

市场关注点或在联储内部分歧程度

——美联储系列二十三

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

北京时间 2025 年 7 月 31 日凌晨 2 点，美联储将公布 7 月利率决议。

核心观点

■ 关注美联储扩表预期

1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场短期保持稳健，降低短期降息紧迫性——6 月单月新增非农 14.7 万人（存量增速升至 1.15%），缺口升至 776.9 万（空缺率降至 4.5%），薪资增速降至+3.4%（周薪）。需要关注的是 7 月大美丽法案落地对于预期定价的影响。

2) 从通货膨胀的角度而言，信贷增速的继续放缓和薪资增速的下降均显示出核心通胀压力短期有限，仍需要关注中东地缘不确定性对于能源成本和通胀预期的扰动，一定程度上约束了美联储再次开启降息的条件。我们认为，相比较利率更需关注美联储对于资产负债表政策的修订。

3) 对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储 QT 政策的结束甚至逆转（重新 QE）。

■ 策略

关注美联储资产负债表政策转向前的风险。

美元：短期继续持有前期风险情景下的波动率多头（+VIX）头寸，并关注中东不确定性对于欧洲投资头寸冲击，继续逢高降低欧元多头（+/- EUR）或试空（-EUR）。

美债：维持美元资产灵活性，预计伴随不确定性上升收益率曲线仍将趋平（-2s10s）。趋势的角度，5 月以来风险的改善或结束，关注对美联储 9 月更快降息的定价（+2s）。

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。关注三季度风险，曲线在 5 月初降至低位随后改善有限；关注 7 月联储政策落地后曲线结构的短期压力，短期继续保持 T 和 TL 看空（财政扩张）不做空（短期风险不确定性）的判断。

商品：我们继续保持短期风险假设下，商品需求或继续面临挑战的判断；随着 7 月以来供给侧因素对于商品定价的影响逐渐减退，趋势上建议关注短期工业商品若出现调整后的配置型机会。

■ 风险

经济数据短期向下波动，流动性超预期宽松

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件	1
核心观点	1
货币条件：再次回到宽松.....	4
流动性：关注联储扩表.....	5
实体：需求等待激活.....	6
通胀：核心通胀不低.....	7
利率：预计 9 月降息.....	8
资产负债表：关注缩表暂停.....	9
财政：宽松政策落地	9
货币：关注央行扩表	10
宏观策略：短期维持避险头寸继续持有.....	11

图表

图 1：美国金融条件继续宽松 单位：指数点，%.....	4
图 2：BTFP 项目余额 2 月清零 单位：亿美元	4
图 3：美国金融压力比去年同期更宽松 单位：指数点	4
图 4：美国金融资产短期快速反弹新高 单位：%.....	4
图 5：美联储 TGA 待补充 单位：%YoY，万亿美元	5
图 6：央行流动性工具暂未显示压力 单位：亿美元	5
图 7：家庭信贷增速一季度继续放缓 单位：%YoY.....	5
图 8：政府杠杆斜率继续放缓 单位：%，%GDP	5
图 9：服务业景气度低位 单位：指数点	6
图 10：暂缓加息带来的改善有限 单位：指数点，BP	6
图 11：GDP 一季度负增长 单位：%YoY.....	6
图 12：生产率反弹同时成本韧性增强 单位：%YoY.....	6
图 13：美国通胀热力图显示 6 月核心通胀暂无上行压力 单位：STD.....	7
图 14：CPI 和核心 CPI 同比放缓 单位：%YoY.....	7
图 15：二手车和新车 CPI 同比走势 单位：%YoY.....	7
图 16：市场预期下次降息在 9 月 单位：%PCT.....	8
图 17：市场预期年内降息 50BP（两次） 单位：%.....	8
图 18：美国国债发行暂时维持稳定 单位：亿美元	9
图 19：财政利息支出和美元指数 单位：%.....	9
图 20：政府债务回升和美元指数 单位：%.....	9
图 21：M2 和银行总资产对比 单位：%YoY.....	10
图 22：美联储利率和货币乘数对比 单位：BP	10

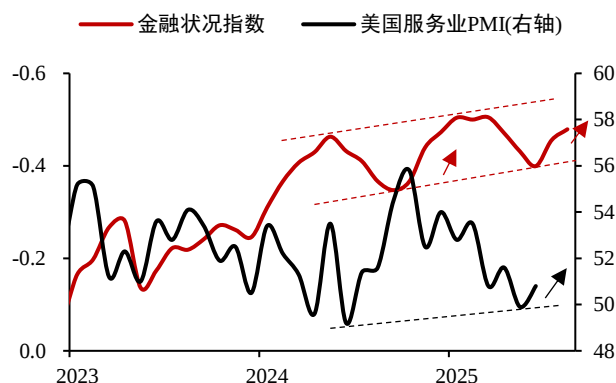
图 23: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 24: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: %PCT.....	10
图 25: 美债扁平化和对外利差走阔 单位: BP	12
图 26: 美债扁平化的经济影响 单位: BP	12
图 27: 波动率和美元指数 单位: 指数点	12
图 28: 美元指数期货持仓企稳 单位: 万手	12
图 29: 美债期限利差和波动率 单位: BP	12
图 30: 中债期限利差和波动率 单位: BP	12
表 1: 美联储 6 月 SEP 展望 单位: %	8
表 2: 美联储交易宏观策略跟踪	11

货币条件：再次回到宽松

金融条件再次反弹，服务业 PMI 低位略反弹。美联储自 2025 年 1 月开始暂停降息，当前基准利率水平为 4.50-4.75%。在 5 月中美关税趋于短期缓和、7 月财政扩张预期的影响下金融市场再次改善，但是服务业景气指数仍保持在低位（略高于 50）。

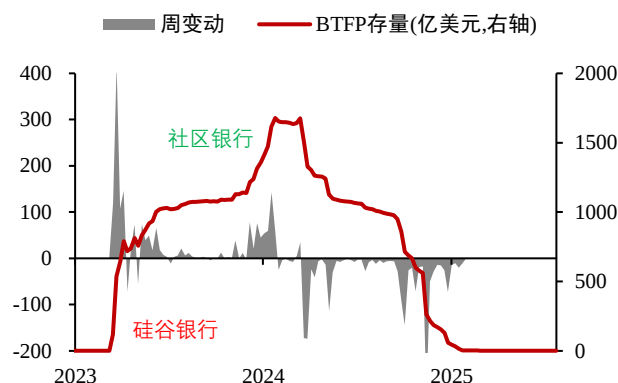
关注利率回落的路径。7 月随着特朗普签署大美丽法案，债务上限的问题得以解决——从 36.1 万亿美元扩张 5 万亿美元至 41.1 万亿美元——约束财政扩张的规模限制问题得以解决。摆在特朗普面前的便是如何驱动这部分债务更加“健康”地扩张，降低融资成本成为核心诉求。

图 1：美国金融条件继续宽松 | 单位：指数点，%



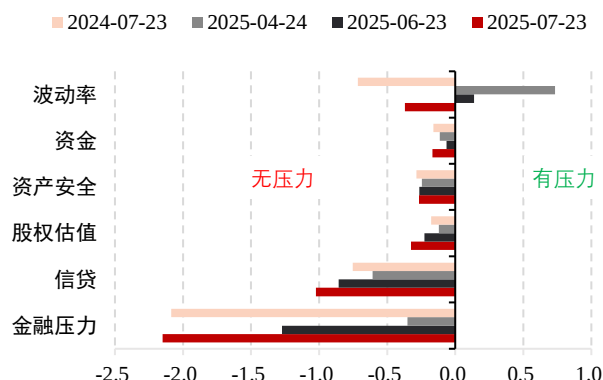
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目余额 2 月清零 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力比去年同期更宽松 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产短期快速反弹新高 | 单位：%



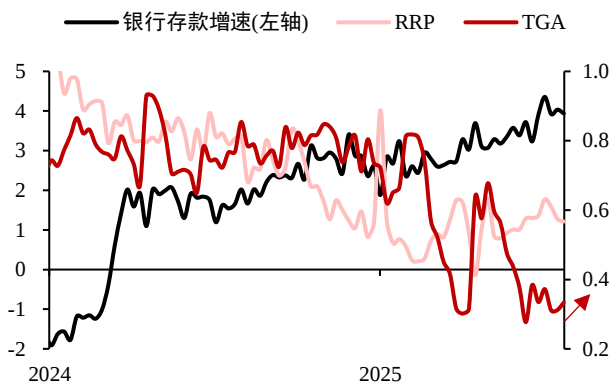
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：关注联储扩表

金融：关注利率上行风险。从美国以外来看，美元走弱以来全球主要经济体流动性比较缓和，美联储央行流动性工具使用规模维持在正常的低位。从美国内部来看，随着大美丽法案的落地，美国财政部短期对于补充 TGA 账户现金的需求将上升（截止 7 月 23 日当周仅有 3300 亿美元），需要特别关注美联储未来转向扩表的可能（截止 7 月 23 日当周月环比减持规模小幅扩张至 59 亿美元）。

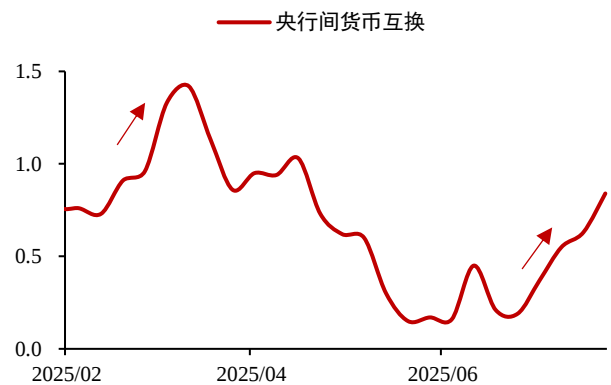
实体：流动性需求在低位。2024 年以来美国居民信贷增速持续放缓，截止一季度降至 1% 以下，同时现金余额继续维持两位数的同比收缩。而政府信贷需求层面，随着大美丽法案带来的财政扩张需求，预计将带动整体信贷增速企稳。

图 5：美联储 TGA 待补充 | 单位：%YoY，万亿美元



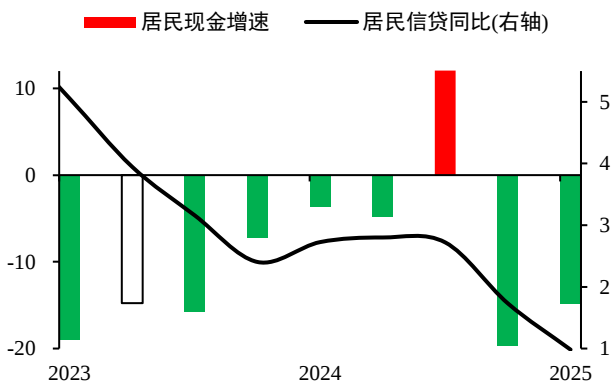
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具暂未显示压力 | 单位：亿美元



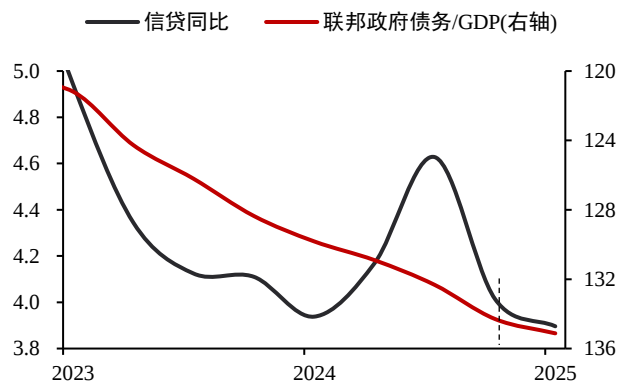
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：家庭信贷增速一季度继续放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：政府杠杆斜率继续放缓 | 单位：%，%GDP



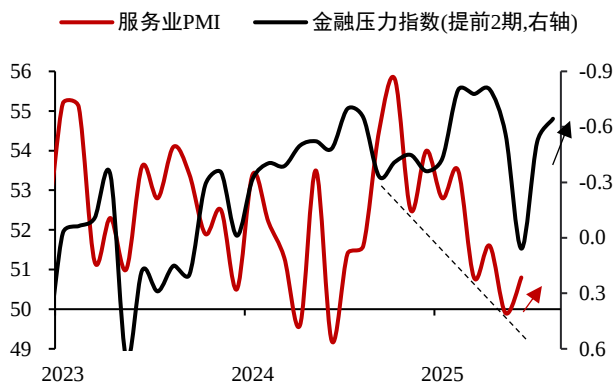
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：需求等待激活

6 月失业率保持稳定，但经济仍有放缓风险。一季度美国实际 GDP 环比折年率回落 0.2%，虽有关税压力下抢进口的影响，但在信贷增速持续放缓（图 7）的背景下，我们预计美国经济仍面临较大的压力，其中 6 月制造业景气仍保持在荣枯线以下。

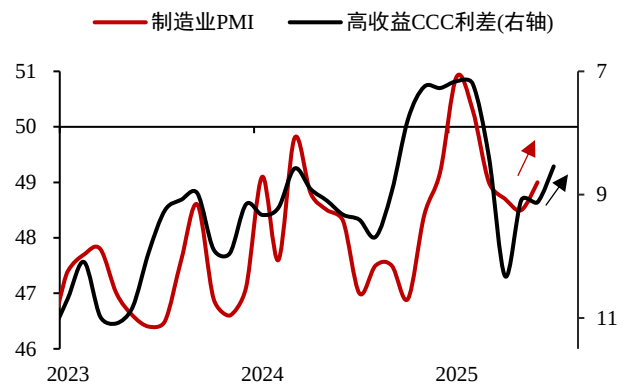
经济继续在“滞胀”边缘试探。贸易战对于短期而言一方面是加剧经济的放缓（一季度 GDP 放缓，6 月 ISM 制造业指数收缩），另一方面是提升了消费品的成本中枢（二季度通胀暂时由中间渠道承担）；但是更长期地，在全球化走向反面的状态下，劳动生产率效率因为全球分工的结束而面临阻碍，经济将进一步走向“滞胀”状态。

图 9：服务业景气度低位 | 单位：指数点



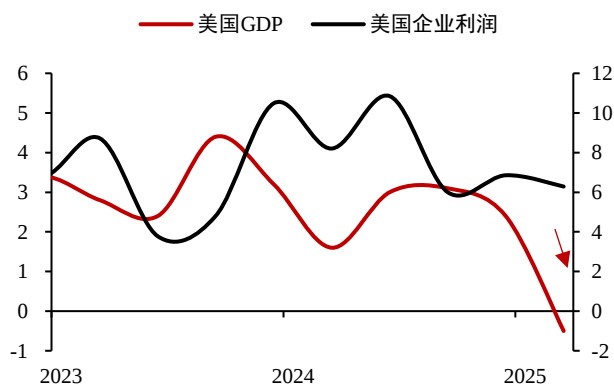
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：暂缓加息带来的改善有限 | 单位：指数点，BP



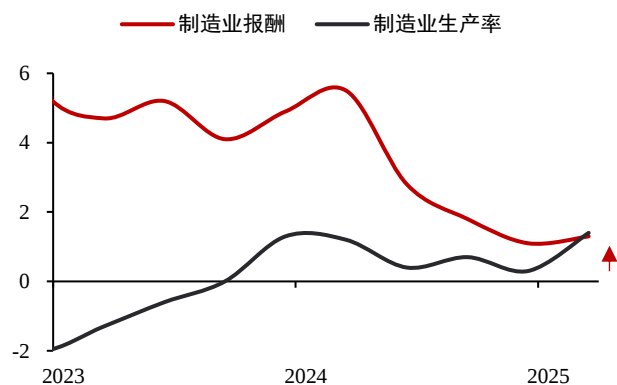
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：GDP 一季度负增长 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：生产率反弹同时成本韧性增强 | 单位：%YoY

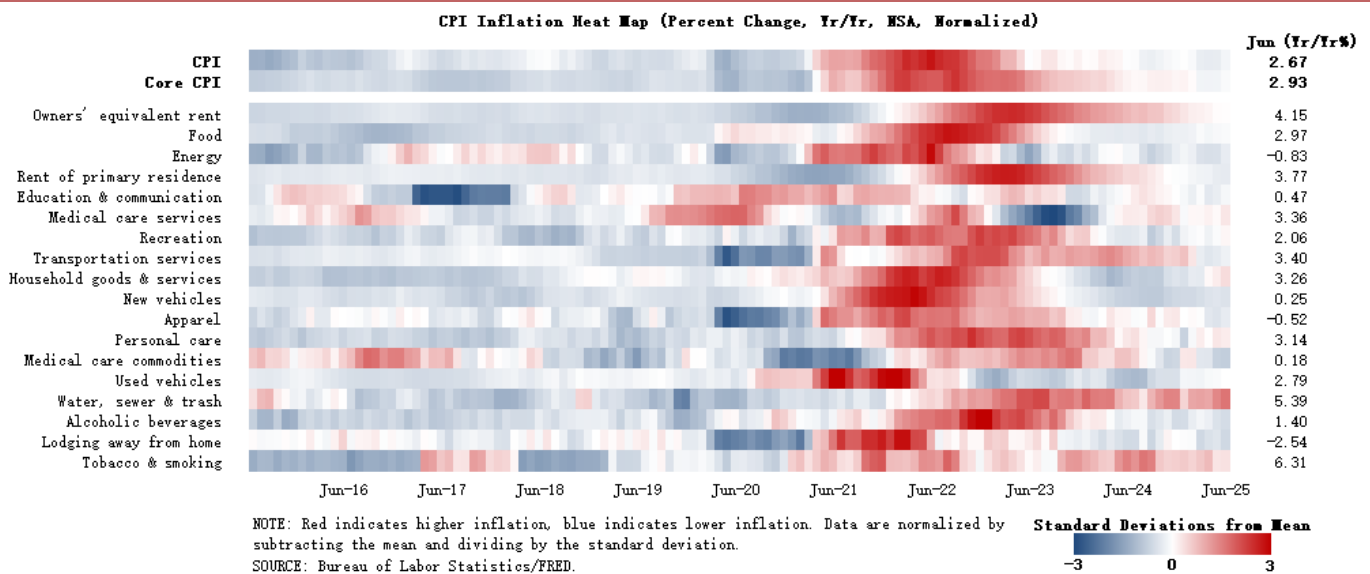


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀：核心通胀不低

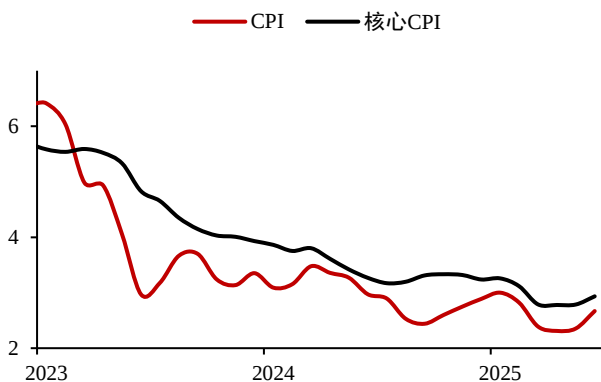
美国6月通胀热力图更新，核心通胀相对较为温和。尽管二季度以来核心服务通胀有所抬升（由3.3%上升至3.8%），但整体仍保持低位。结构来看，住房分项（OER 等效租金回落至4.2%，RPR 租金降至3.8%）目前仍保持回落状态；从波动项来看，能源分项对通胀的压力逐渐减少（同比-0.8%），需要关注地缘局势对于能源的带动影响；交通运输分项升至3.4%，随着财政法案的落地需要关注能源相关经济活动的影响。综合来看，我们继续认为尽管预期短期处在高位，但未来美国“通缩”的风险或强于“通胀”。

图 13：美国通胀热力图显示 6 月核心通胀暂无上行压力 | 单位：STD



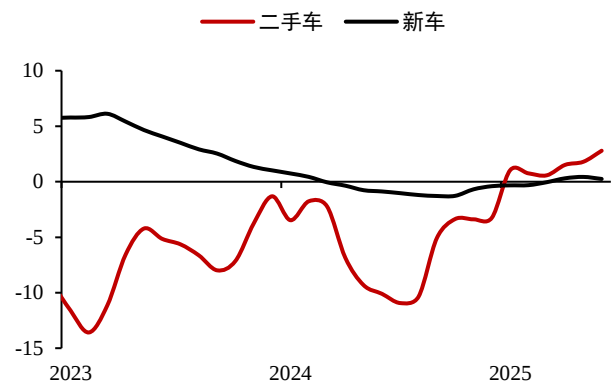
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 14：CPI 和核心 CPI 同比放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：二手车和新车 CPI 同比走势 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

利率：预计 9 月降息

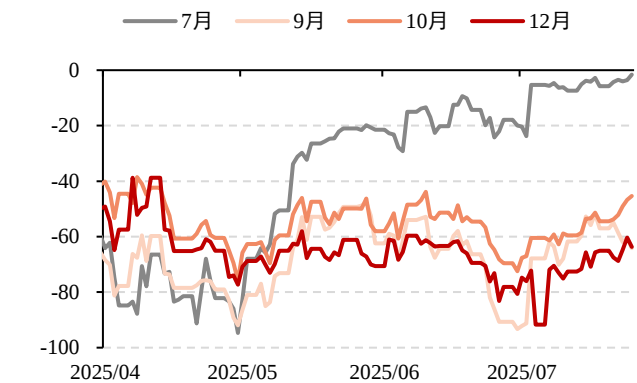
我们仍然预计美联储 7 月份将保持观望。1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场短期保持稳健，降低短期降息紧迫性——6 月单月新增非农 14.7 万人（存量增速升至 1.15%），缺口升至 776.9 万（空缺率降至 4.5%），薪资增速降至+3.4%（周薪）。需要关注的是 7 月大美丽法案落地对于预期定价的影响。2) 从通货膨胀的角度而言，信贷增速的继续放缓和薪资增速的下降均显示出核心通胀压力短期有限，仍需要关注中东地缘不确定性对于能源成本和通胀预期的扰动，一定程度上约束了美联储再次开启降息的条件。我们认为，相比较利率更需关注美联储对于资产负债表政策的修订。

表 1：美联储 6 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期	2025	2026	2027	长期
实际 GDP	1.4	1.6	1.8	1.8	1.2-1.5	1.5-1.8	1.7-2.0	1.7-2.0	1.1-2.1	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
3 月预测	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5-1.9	1.6-1.9	1.6-2.0	1.7-2.0	1.0-2.4	0.6-2.5	0.6-2.5	1.5-2.5
失业率	4.5	4.5	4.4	4.2	4.4-4.5	4.3-4.6	4.2-4.6	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.7	4.0-4.7	3.5-4.5
3 月预测	4.4	4.3	4.3	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.4	3.9-4.3	4.1-4.6	4.1-4.7	3.9-4.7	3.5-4.5
PCE	3.0	2.4	2.1	2.0	2.8-3.2	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.5-3.3	2.1-3.1	2.0-2.8	2.0
3 月预测	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-2.9	2.1-2.3	2.0-2.1	2.0	2.5-3.4	2.0-3.1	1.9-2.8	2.0
核心 PCE	3.1	2.4	2.1		2.9-3.4	2.3-2.7	2.0-2.2		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
3 月预测	2.8	2.2	2.0		2.7-3.0	2.1-2.4	2.0-2.1		2.5-3.5	2.1-3.2	2.0-2.9	
加息路径												
利率	3.9	3.6	3.4	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.6-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9
3 月预测	3.9	3.4	3.1	3.0	3.9-4.4	3.1-3.9	2.9-3.6	2.6-3.6	3.6-4.4	2.9-4.1	2.6-3.9	2.5-3.9

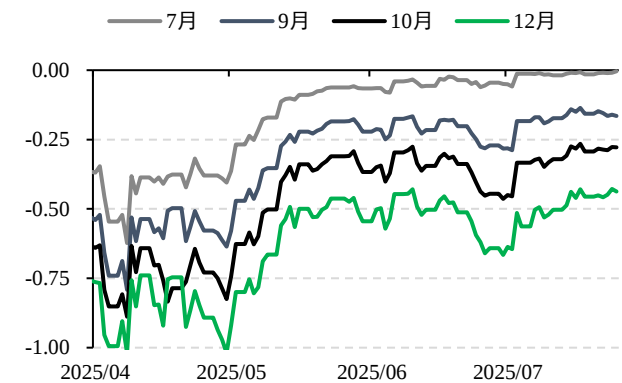
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 16：市场预期下次降息在 9 月 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：市场预期年内降息 50BP（两次） | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

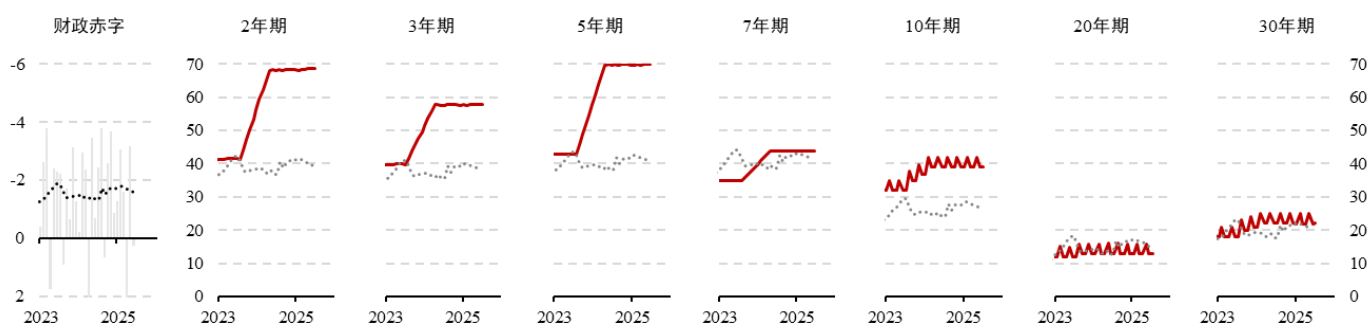
资产负债表：关注缩表暂停

财政：宽松政策落地

美国财政紧缩的环境已经改变。在市场定价的两个财政不平衡因素中，总量扩张的限制已经解除（在 7 月特朗普签署大美丽法案之后），当前只剩下财政支出的结构（利息支出超出军备开支等项目）。

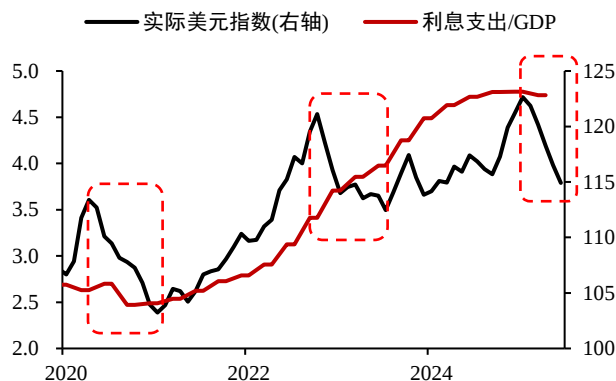
影响美元资产定价的因素从财政逐渐转向货币以及非经济因素。一方面，从财政的角度来看，随着债务上限约束的放开，未来几个月美国财政现金账户面临补充的压力，即融资需求的扩张；另一方面，从资金供给的角度来看，在美国银行国债配置空间未打开的情况下，美联储的持债政策转变成为核心关注变量。

图 18：美国国债发行暂时维持稳定 | 单位：亿美元



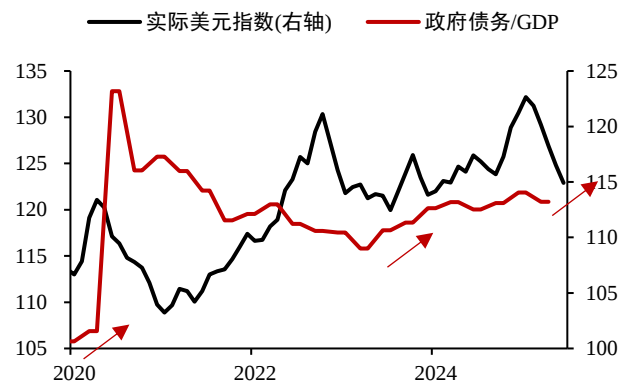
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 19：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 20：政府债务回升和美元指数 | 单位：%



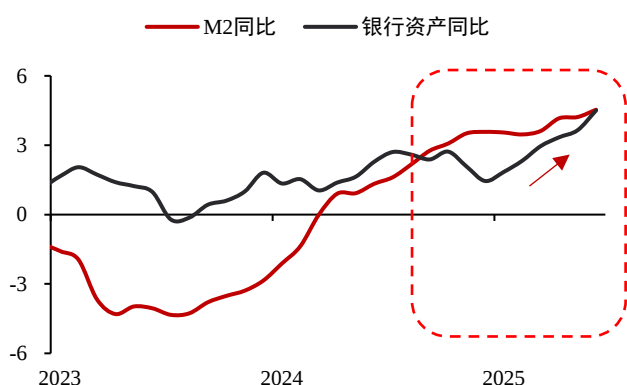
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：关注央行扩表

维持收益率曲线扁平化判断。4月初关税冲击引起的收益率曲线跳动之后，整体曲线结构维持波动状态。当前在美债供给扩张预期强于需求的背景下，收益率曲线存在阶段性陡峭的压力。但是我们预计驱动未来美联储货币政策转变的因素依然是宏观不确定性的增强，即在未来财政驱动曲线进入陡峭化之前，驱动央行改变货币政策的因素仍将对于曲线带来扁平化的压力。

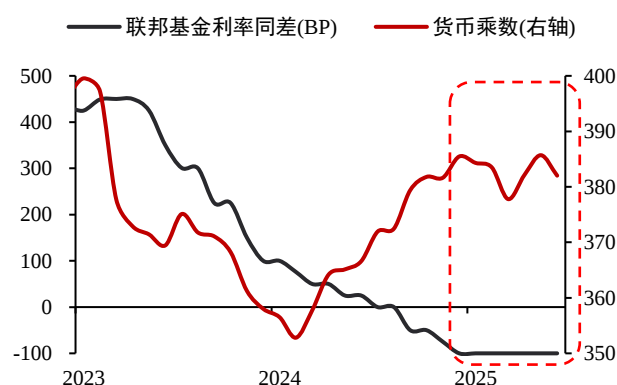
联储资产负债表政策配合。美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储 QT 政策的结束甚至逆转（重新 QE）。

图 21：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



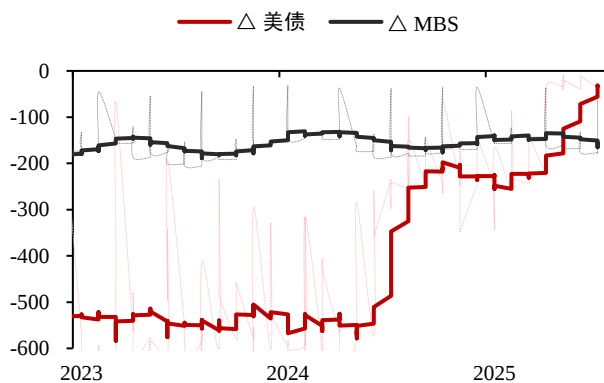
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



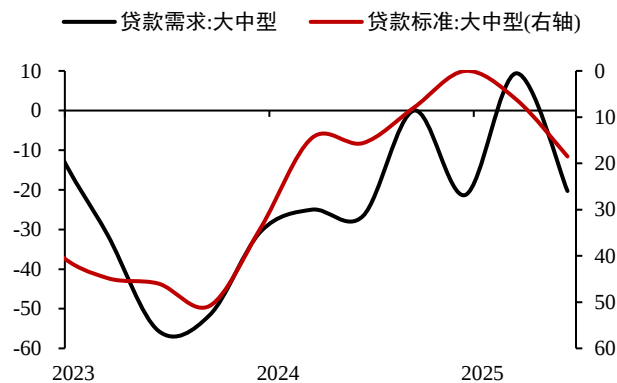
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23：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 24：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：短期维持避险头寸继续持有

关注美联储资产负债表政策转向前的风险。在美国经济数据未出现实质性压力的状态下，我们基准预计美联储7月继续贴近市场定价的利率政策按兵不动，以降低和市场的分歧。同时我们预计缩债结束的时间正在临近，基准预计美联储7月将释放资产负债表政策转变的观察信号。

美元：短期继续持有前期风险情景下的波动率多头（+VIX）头寸，并关注中东不确定性对于欧洲投资头寸冲击，继续逢高降低欧元多头（+/- EUR）或试空（-EUR）。

美债：维持美元资产灵活性，预计伴随不确定性上升收益率曲线仍将趋平（-2s10s）。趋势的角度，5月以来风险的改善或结束，关注对美联储9月更快降息的定价（+2s）。

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。关注三季度风险，曲线在5月初降至低位随后改善有限；关注7月联储政策落地后曲线结构的短期压力，短期继续保持T和TL看空（财政扩张）不做空（短期风险不确定性）的判断。

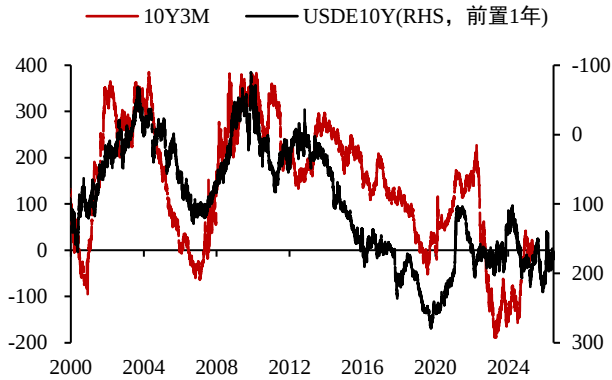
商品：我们继续保持短期风险假设下，商品需求或继续面临挑战的判断；随着7月以来供给侧因素对于商品定价的影响逐渐减退，趋势上建议关注短期工业商品若出现调整后的配置型机会。

表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	策略	跟踪 6月15日	策略	跟踪 7月25日
美元	波动率	+VXZ.B	持有	61.02	持有	57.72
	欧元	-6E0W.CME	试空	1.15525	试空	1.178
美债	曲线	+1×ZN0W.CBT - 2×ZT0W.CBT	止盈	93.7187	试空	96.1953
	方向	+@ZT0W.CBT	持有	103.625	持有	103.566
		-@ZN0W.CBT	等待	113.5313	试空	110.9375
中债	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	等待	95.908	等待	96.44
	方向	+TS00.CFE	买入	102.464	持有	102.31
		-T00.CFE	等待	109.02	试空	108.18

资料来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：美债扁平化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 26：美债扁平化的经济影响 | 单位：BP



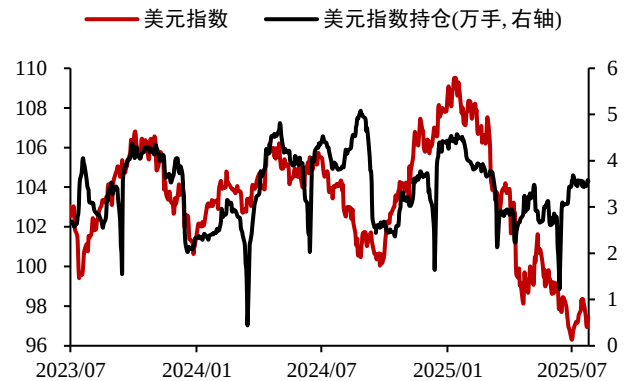
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 27：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 28：美元指数期货持仓企稳 | 单位：万手



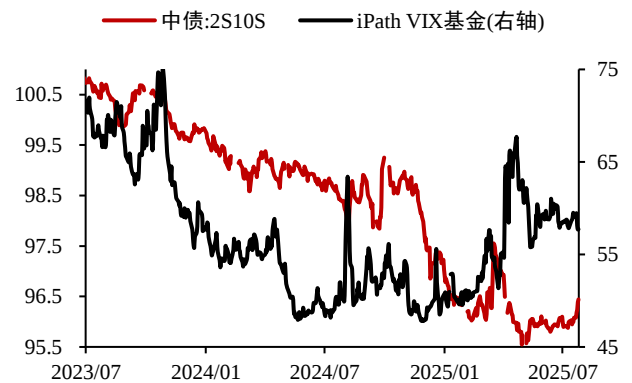
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 29：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 30：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

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