

美联储 6 月或不降息，增加避险头寸

——美联储系列二十一

研究院 宏观组

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

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 6 月 19 日凌晨 2 点，美联储将公布 6 月利率决议。

核心观点

■ 继续关注美联储 QT 政策

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——5 月单月新增非农 13.9 万人（存量增速降至 1.10%），缺口升至 739.1 万（空缺率升至 4.8%），薪资增速降至+3.9%（周薪）。需要关注的是 5 月景气指数回落对于预期的影响。

2) 从通货膨胀的角度而言，信贷增速的放缓和薪资增速的下降均显示出核心通胀压力的有限，但是中东地缘不确定若进一步扩大对于能源成本和通胀预期仍有上升风险，一定程度上约束了美联储再次开启降息的条件，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

我们预计美联储 6 月调低对经济的展望，为夏季政策的转变预留空间。

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）。

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。在有风险假设下，曲线在 5 月初降至低位随后改善有限；关注 6 月联储政策落地后曲线结构的短期压力，短期维持 T 和 TL 看空（6 月季末流动性）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；重点关注供给侧因素对于商品定价的影响（中东地缘对于能源品和农产品供给的扰动）。趋势上建议继续关注工业商品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：短期改善，但趋收敛.....	4
流动性：保持对美联储扩表关注.....	5
实体：关注弱需求推升信用风险.....	6
通胀：油价回升和信贷回落分化.....	7
利率：预计 6 月继续不降息.....	8
资产负债表：关注 6 月对扩表的定价	9
财政：紧缩、宽松预期和实际宽松	9
货币：关注点依然在扩表而非降息	10
宏观策略：增加短期避险头寸.....	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：美国金融压力波动率分项改善 单位：指数点	4
图 4：美国金融资产短期收敛 单位：%.....	4
图 5：美联储 RRP 保持低位 单位：%YoY，万亿美元.....	5
图 6：央行流动性工具未显示压力 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：货币条件和实体景气未收敛 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 5 月核心通胀仍维持在低位 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

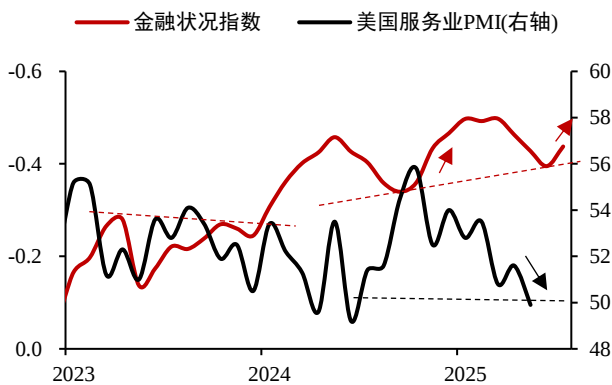
图 23: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 24: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: %PCT.....	10
图 25: 美债扁平化和对外利差走阔 单位: BP	12
图 26: 美债扁平化的经济影响 单位: BP	12
图 27: 波动率和美元指数 单位: 指数点	12
图 28: 美元指数期货持仓企稳 单位: 万手	12
图 29: 美债期限利差和波动率 单位: BP	12
图 30: 中债期限利差和波动率 单位: BP	12
表 1: 美联储 3 月 SEP 展望 单位: %	8
表 2: 美联储交易宏观策略跟踪	11

货币条件：短期改善，但趋收敛

金融条件再次反弹，服务业 PMI 环比收缩。美联储自 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的状态下，金融市场再次改善，但是服务业景气指数却并没有再次改善，5 月环比甚至呈现一定的收缩状态。

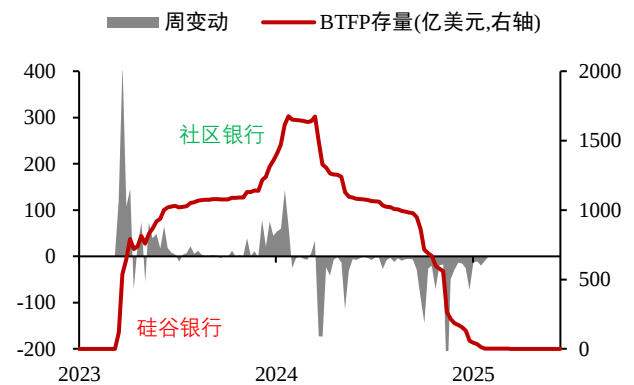
关注未来信用风险放大。5 月以来，随着中美之间开始沟通、元首之间进行通电话，市场紧张情绪出现改善。同 2024 年美股波动率抬升后金融条件维持宽松不同，4 月开始美股波动率的走升驱动金融条件的宽松并没有“更宽松”，市场上美股和信用利差的改善均出现收敛形态。我们认为债务上限的约束是一个因素，在内部“美丽的风景线”和外部“以色列伊朗冲突”之后关注后期美国内部矛盾的演绎。

图 1：美国金融条件继续宽松 | 单位：指数点，%



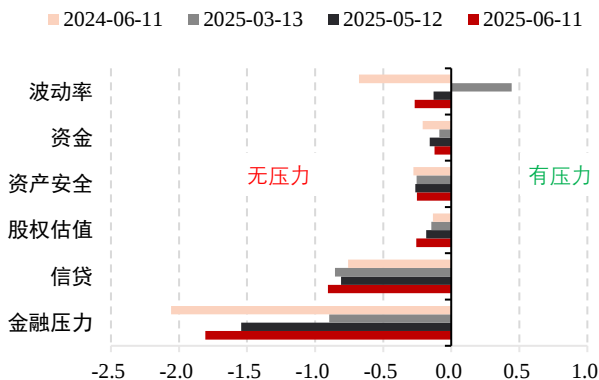
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目余额 2 月清零 | 单位：亿美元



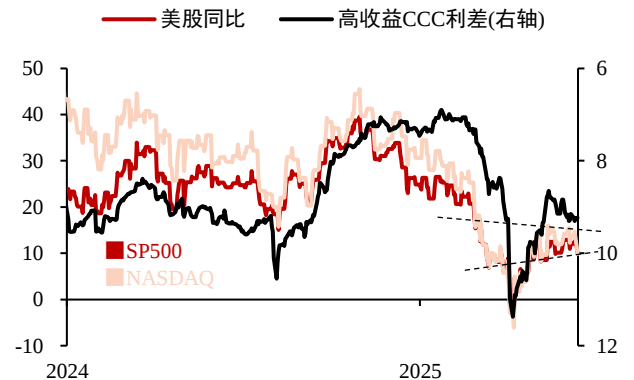
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力波动率分项改善 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产短期收敛 | 单位：%



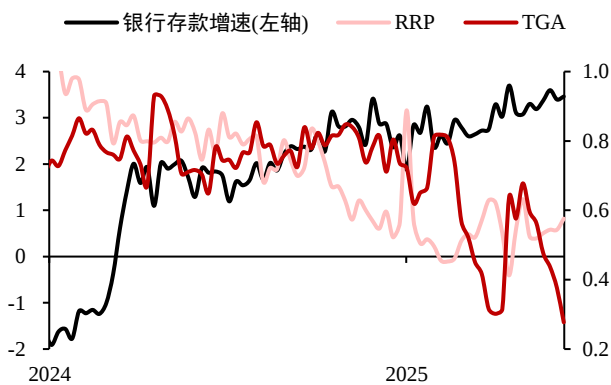
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：保持对美联储扩表关注

金融：关注美元流动性压力。从美国以外来看，截止6月上旬美联储美元流动性互换工具仅小幅反弹至 45 亿美元，显示出“弱美元”暂未对全球货币错配形成大的压力。从美国内部来看，流动性压力似乎有所增加，美联储逆回购账户（RRP）余额降至 5761 亿美元、美国财政部 TGA 账户余额降至 2770 亿美元的低位。美联储在 5 月底和 6 月第二周均出现 2 亿美元的国债净增持，6 月初美国财政部回购了 100 亿美元国债，以小幅缓和国债市场短期面临的流动性压力。

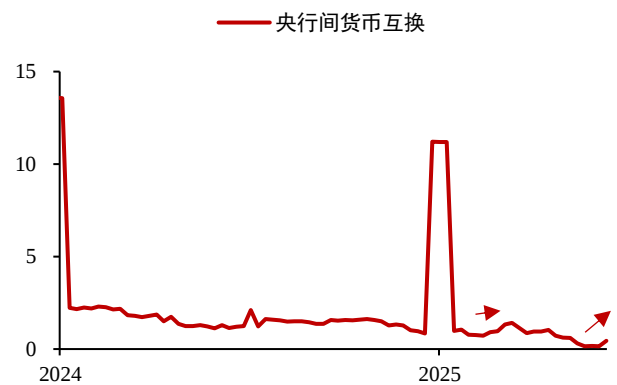
实体：流动性需求仍处在低位。2024 年以来美国居民信贷增速持续放缓，截止一季度降至 1% 以下，同时现金余额继续收缩。而在 1 月重启的债务上限之下，美国国债发行也出现边际上放缓，即使这样 6 月美联储的“增加购买”和财政部的“增加回购”显示出流动性层面的矛盾仍未解决。

图 5：美联储 RRP 保持低位 | 单位：%YoY，万亿美元



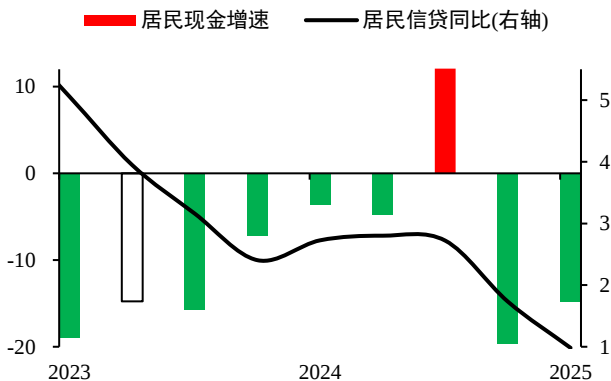
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具未显示压力 | 单位：亿美元



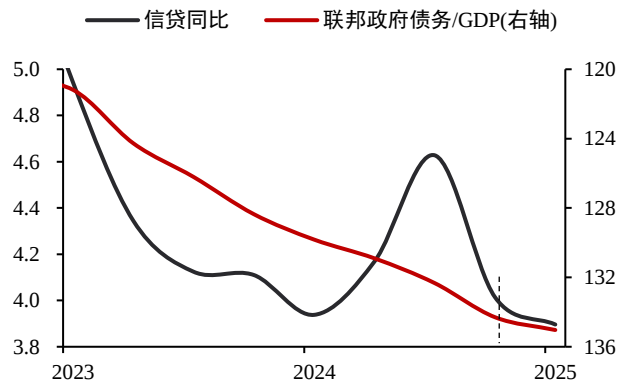
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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



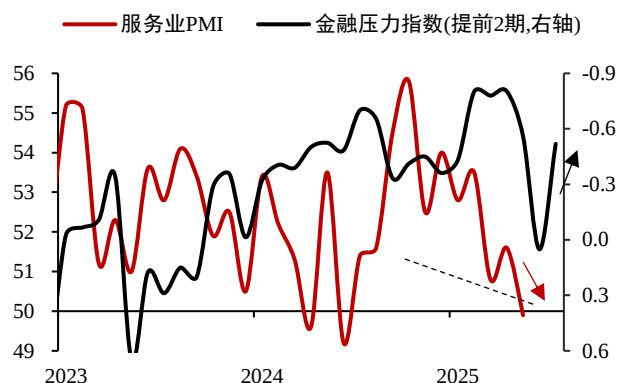
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：关注弱需求推升信用风险

5 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 5 月制造业和服务业景气都位于荣枯线以下。

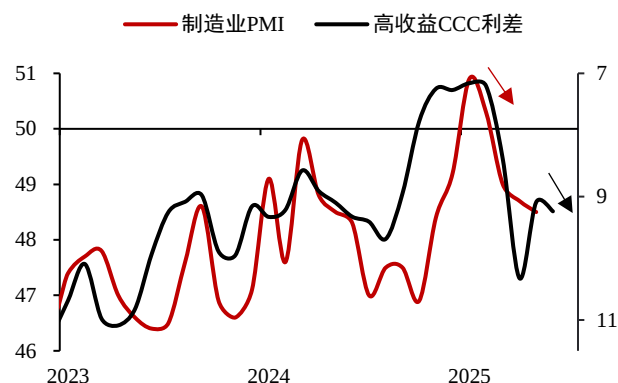
经济继续在“滞胀”边缘试探。贸易战对于短期而言一方面是加剧经济的放缓（一季度 GDP 放缓，5 月 ISM 制造业指数收缩），另一方面是提升了消费品的成本中枢（5 月通胀暂时由中间渠道承担）；但是更长期地，在全球化走向反面的状态下，劳动生产率效率因为全球分工的结束而面临阻碍，经济将进一步走向“滞胀”状态。

图 9：货币条件和实体景气未收敛 | 单位：指数点



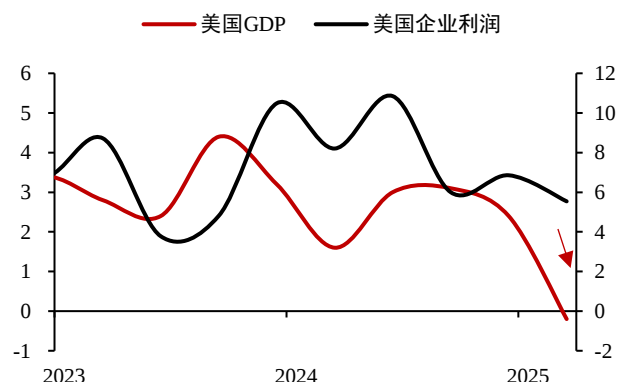
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：暂缓加息带来的改善有限 | 单位：指数点，BP



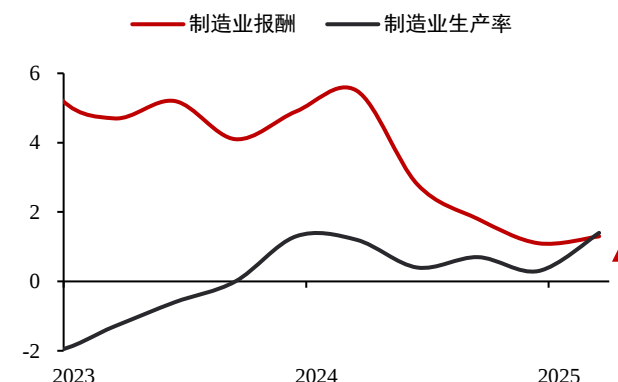
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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

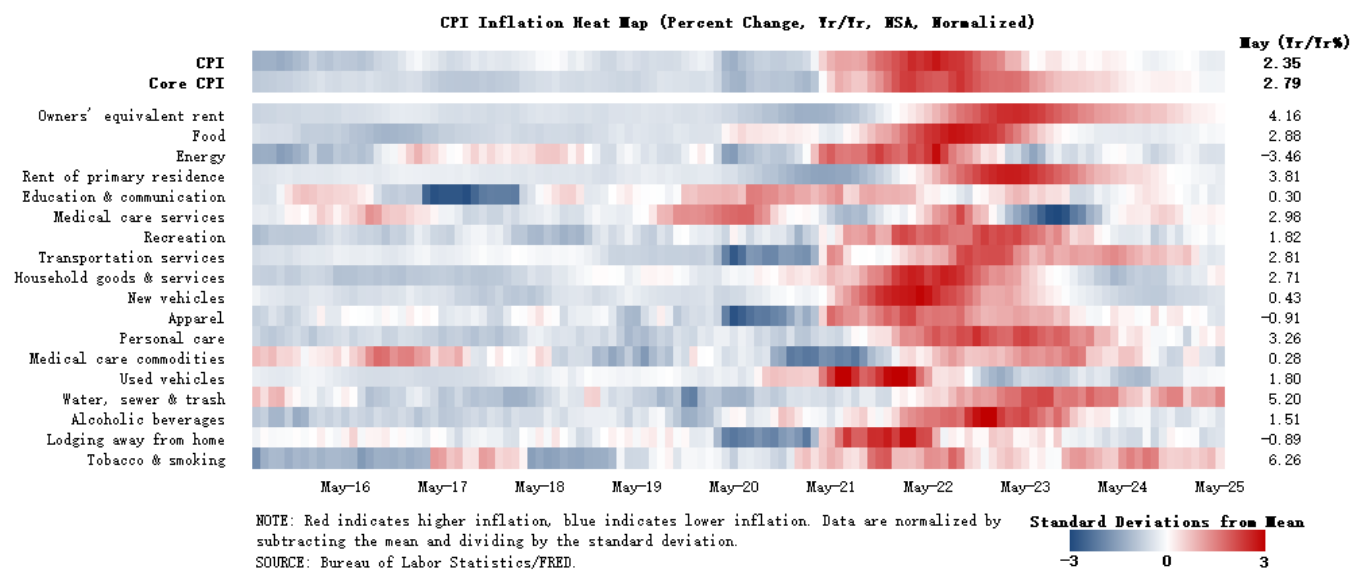


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀：油价回升和信贷回落分化

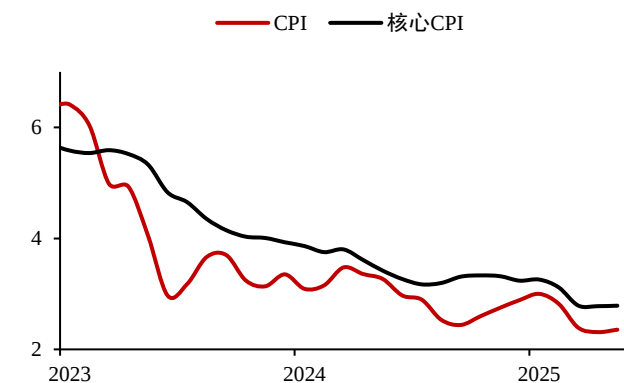
美国 5 月通胀热力图更新，显示出短期核心通胀相对较为缓和。自去年下半年核心通胀同比增速降至 3.3% 以来，随着消费信贷的放缓核心通胀继续走低（5 月降至 2.8%）。结构来看，住房分项（OER 等效租金回落至 4.2%，RPR 租金降至 3.8%）目前仍保持回落状态；从波动项来看，能源分项继续压制通胀（同比-3.5%），需要关注当前中东局势的演绎对于能源成本的带动影响；交通运输分项降至 2.8% 的低位，随着关税战影响公路运输需求或受到进一步下行影响。综合来看，我们继续认为尽管预期短期处在高位，但未来美国“通缩”的风险或强于“通胀”。

图 13：美国通胀热力图显示 5 月核心通胀仍维持在低位 | 单位：STD



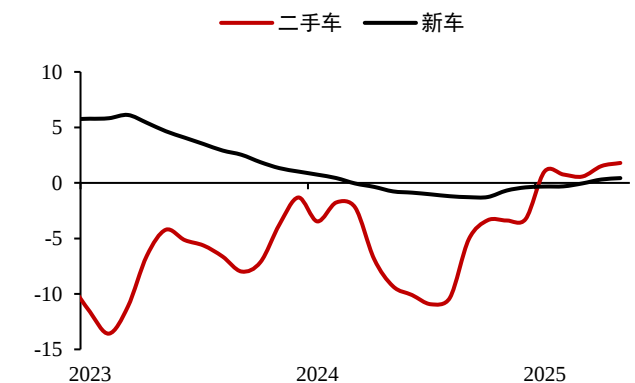
数据来源：FRED 华泰期货研究院

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 6 月继续不降息

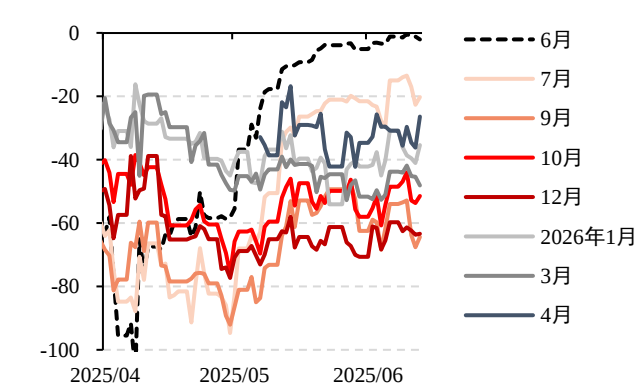
我们预计美联储 6 月份将继续保持观望。1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场短期保持稳健，降低短期降息紧迫性——5 月单月新增非农 13.9 万人（存量增速降至 1.10%），缺口升至 739.1 万（空缺率升至 4.8%），薪资增速降至+3.9%（周薪）。需要关注的是 5 月景气指数回落对于预期的影响。2) 从通货膨胀的角度而言，信贷增速的放缓和薪资增速的下降均显示出核心通胀压力的有限，但是中东地缘不确定若进一步扩大对于能源成本和通胀预期仍有上升风险，一定程度上约束了美联储再次开启降息的条件，相比较利率更需关注美联储对于资产负债表政策的修订。

表 1：美联储 3 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	1.7	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
12 月预测	2.1	2	1.9	1.8	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
失业率	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
12 月预测	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE	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
12 月预测	2.5	2.1	2.0	2.0	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
核心 PCE	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	
12 月预测	2.5	2.2	2.0		2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
加息路径												
利率	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
12 月预测	3.9	3.4	3.1	3.0	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9

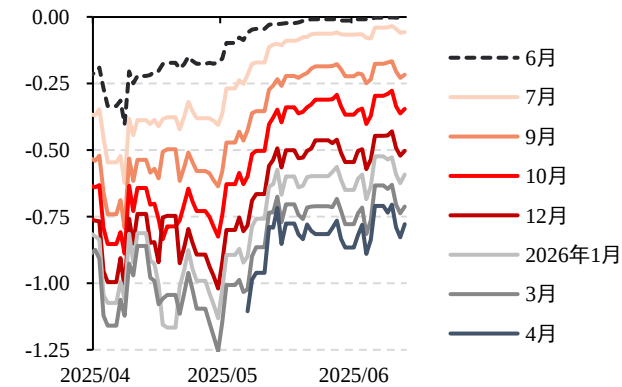
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

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

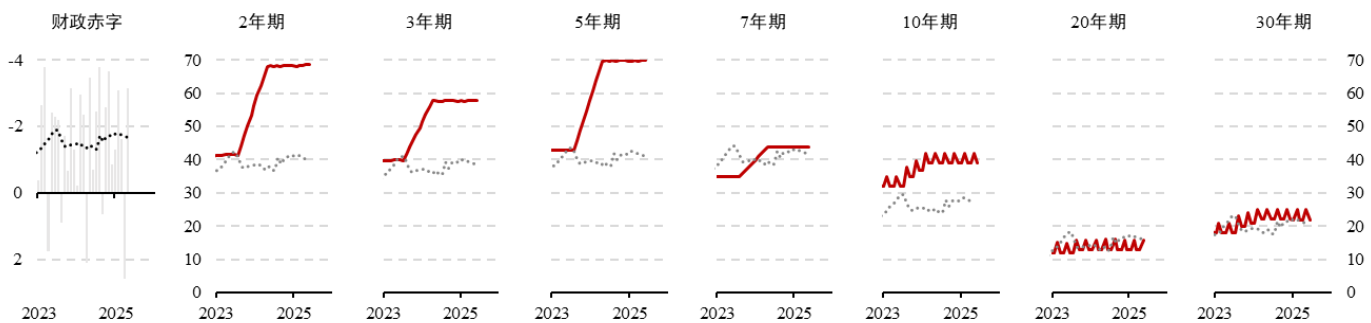
资产负债表：关注 6 月对扩表的定价

财政：紧缩、宽松预期和实际宽松

美国财政支出的定价正在转变。一方面，从财政平衡角度，美国政府效率部（DOGE）伴随着马斯克的退出，或将面临预期的转变，即从财政支出的结构性紧张转向支出的进一步扩张。另一方面，伴随着对内减税政策的逐渐摆上台面，5 月众议院勉强通过了“大美丽”支出法案之后，6 月初再次面临参议院层面的不确定性，尽管如此，我们认为美国的财政支出可能处在扩张前夜，在对支出结构达成妥协后总量性的扩张将落地。

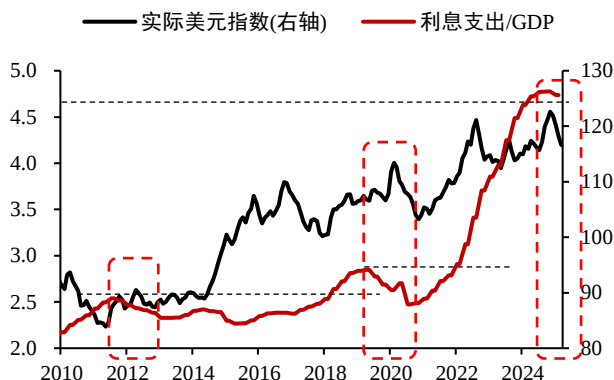
美国财政再融资需要扩张。一方面，自今年年初以来，债务上限已使债务管理者无法增加国债总供应量，迫使其动用现金储备和所谓的“特殊会计措施”来履行支付义务。当前市场正处在短期支出扩张有限和长期财政走向扩张之间的博弈期间。

图 18：美国国债发行暂时维持稳定 | 单位：亿美元



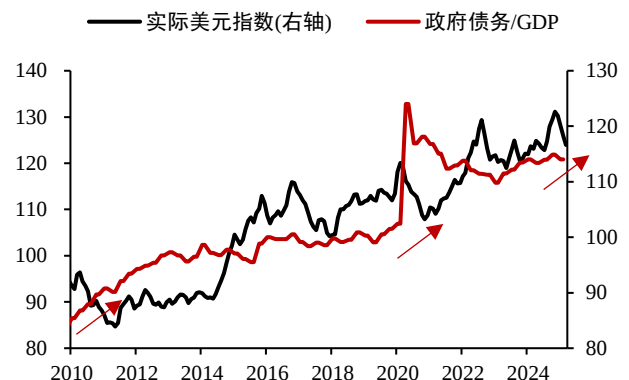
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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：%



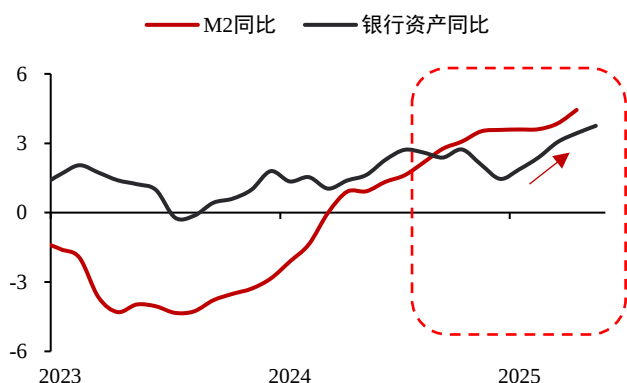
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：关注点依然在扩表而非降息

维持收益率曲线扁平化判断。4月底以来，随着宏观情绪的阶段性改善，美国长债流动性的结构性压力，美债收益率曲线呈现出阶段性陡峭特点。短期内，由于对外持续的贸易政策施压对于非美经济体形成较大的影响，对非美投资账户的影响仍未结束，中期内这种影响也将在美国进出口账户中得到体现。而在未来财政扩张前的结构分配，也将形成宏观市场的不确定性和波动，我们认为这两者在短期内仍将驱动收益率曲线的扁平化进程。

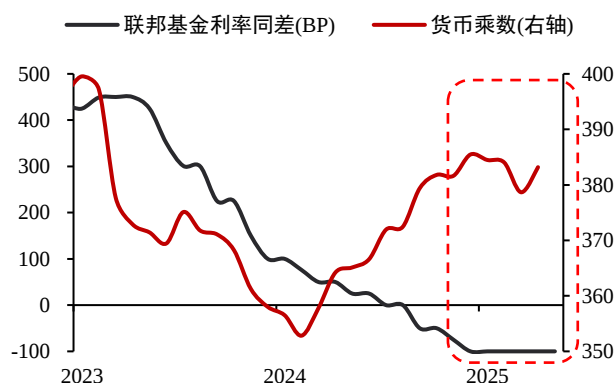
联储资产负债表政策的配合。美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储QT政策的结束甚至逆转（重新QE）。

图 21：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



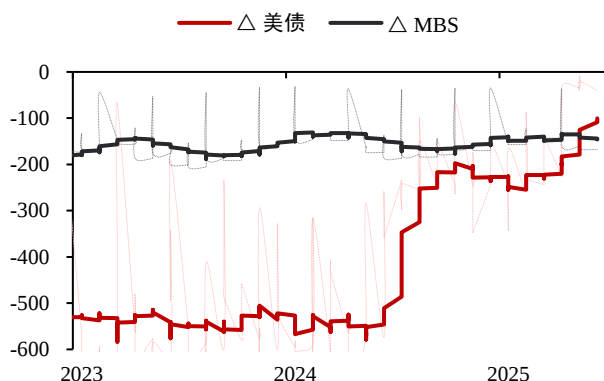
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



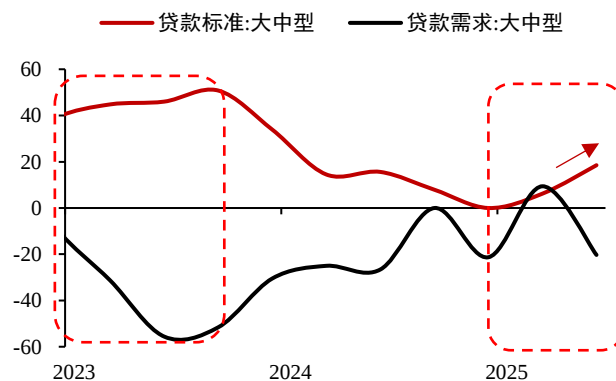
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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：增加短期避险头寸

美联储 1 月暂停降息。随着 4 月关税政策后市场对于美元信用定价的不信任，海外美元账户的对冲需求上升，或更直接驱动美联储转变资产负债表政策。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 6 月将贴近市场定价的利率政策按兵不动，以降低和市场的分歧。同时我们基准预计美联储缩债政策 6 月将进一步趋缓——尽管美联储 5 月会议上并未改变，我们预计缩债结束的时间正在临近。

基于此，我们预计美联储 6 月调低对经济的展望，为夏季政策的转变预留空间。

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）。

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。在有风险假设下，曲线在 5 月初降至低位随后改善有限；关注 6 月联储政策落地后曲线结构的短期压力，短期维持 T 和 TL 看空（6 月季末流动性）不做空（短期风险不确定性）的判断。

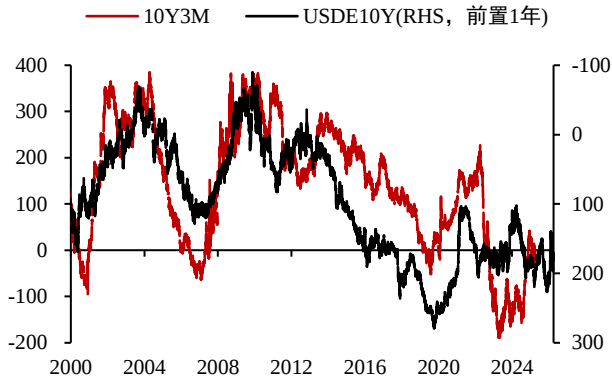
商品：我们继续保持短期风险假设下，商品需求或继续面临挑战的判断；重点关注供给侧因素对于商品定价的影响（中东地缘对于能源品和农产品供给的扰动）。趋势上建议继续关注工业商品调整后的配置型机会。

表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	策略	跟踪	策略	跟踪
				5 月 6 日		6 月 15 日
美元	波动率	+VXZ.B	持有	60.94	持有	61.02
	欧元	-6E0W.CME	等待	1.1333	试空	1.15525
美债	曲线	+2×@ZT0W.CBT -1×@ZN0W.CBT	持有	92.7891	止盈	93.7187
	方向	+@ZT0W.CBT	持有	103.625	持有	103.625
		-@ZN0W.CBT	等待	111.031	等待	113.5313
中债	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	止损	95.732	等待	95.908
	方向	+TS00.CFE	等待	102.366	买入	102.464
		-T00.CFE	等待	109	等待	109.02

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



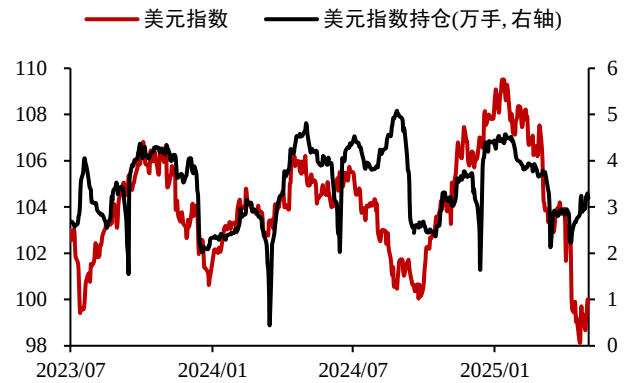
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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



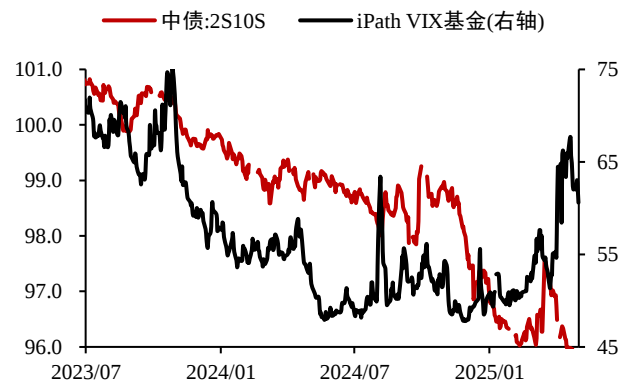
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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