

密切关注美联储 5-6 月的 QT 政策

——美联储系列十九

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 2025 年 5 月 8 日凌晨 2 点, 美联储将公布 5 月利率决议。

五一假期期间亚洲货币大幅上涨, 后期需要关注的是这种反向对冲向欧洲货币传导的可能。美联储 3 月会议上已经开始放缓 QT, 外汇市场波动或影响美联储 QT 政策。

核心观点

■ 密切关注美联储 QT 政策

1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言, 美国劳动力市场继续保持稳健, 降低短期降息紧迫性——4 月单月新增非农 17.7 万人 (存量增速 1.19%), 缺口 719.2 万 (空缺率 4.2% 低位), 薪资增速+4.1% (周薪)。需要关注的是 4 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, 尽管 OPEC+ 增持削弱成本压力, 但是随着关税战下美国国内库存的消耗 (2 月库存消费比降至 1.35), 潜在通胀压力仍有上升风险, 美联储另一只手将随时关注潜在风险。

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 5 月继续调低对经济的展望, 为降息预留空间。

美元: 短期继续持有前期风险情景下的波动率多头 (+VIX) 头寸, 并关注欧洲投资头寸的对冲需求下逢高降低欧元多头 (+EUR), 贸易战下强非美货币并非好事。

美债: 关注美元资产压力, 预计收益率曲线陡峭后仍将回到扁平化 (-2s10s)。趋势的角度, 伴随着 5 月风险的再次上升, 或抬升市场对美联储 6 月更快降息的定价 (+2s)。

中债: 维持战略性陡峭化头寸 (+2s10s) 持有。尽管 3 月下旬以来的风险情境下国债波动上升, 但是预计长期调整仍在, 短期维持 T 和 TL 看空不做空的判断。

商品: 短期风险情景下, 商品需求或继续面临挑战; 重点关注供给侧因素对于商品定价的影响。建议继续关注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

目录

宏观事件	1
核心观点	1
货币条件：波动率仍有放大空间	4
流动性：关注美联储扩表的可能	5
实体：弱需求的预期始终未解除	6
通胀：贸易战价格压力短期上升	7
利率：预计 5 月继续不降息	8
资产负债表：关注 5 月对扩表的定价	9
财政：紧缩预期的可能结束	9
货币：关注点在扩表而非降息	10
宏观策略：短期改善不降低对风险的关注	11

图表

图 1：美国金融条件继续宽松 单位：指数点，%	4
图 2：BTFP 项目余额清零 单位：亿美元	4
图 3：美国金融压力波动率分项承压 单位：指数点	4
图 4：美国金融资产短期表现出反弹 单位：%	4
图 5：美联储 RRP 短期有所回升 单位：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维持低位 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：生产率放缓但成本韧性增强 单位：%YoY	6
图 13：美国通胀热力图显示 3 月核心通胀暂未进一步上升 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 5 月降息概率 2.5% 单位：%PCT	8
图 17：市场预期年内降息 80BP（三次） 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

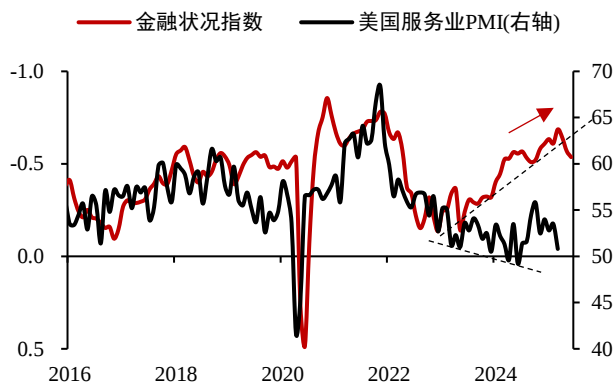
图 23: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 24: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: %PCT.....	10
图 25: 美债扁平化和对外利差走阔 单位: BP	11
图 26: 美债扁平化的经济影响 单位: BP	11
图 27: 波动率和美元指数 单位: 指数点	12
图 28: 美元指数期货持仓企稳 单位: 万手	12
图 29: 美债期限利差和波动率 单位: BP	12
图 30: 中债期限利差和波动率 单位: BP	12
表 1: 美联储 3 月 SEP 展望 单位: %	8
表 2: 美联储交易宏观策略跟踪	11

货币条件：波动率仍有放大空间

金融条件继续收敛，服务业 PMI 扩张放缓。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%。美国对外关税战的冲击下，市场波动率快速回升。

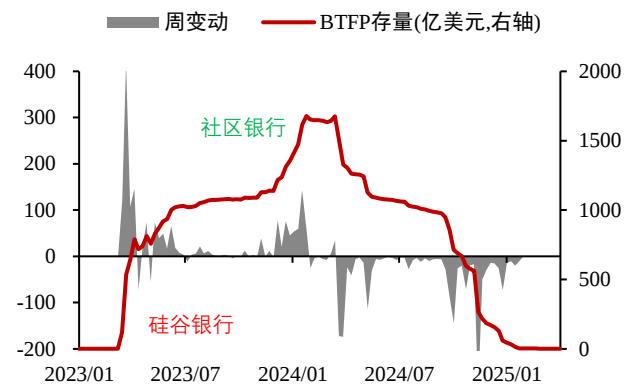
关注未来美股二次调整的风险。4 月底以来，随着美国经济数据的好于预期，叠加美国关税战的暂时缓和，美股出现了反弹。同 2024 年美股波动率抬升后金融条件维持宽松不同，4 月开始美股波动率的走升驱动金融条件的宽松正出现显著收敛。我们认为债务上限的约束是一个因素——财政再扩张的空间受到限制，对外征税的困难叠加对内减税的压力仍是摆在特朗普百日新政后的问题。关注后期美国内部矛盾的演绎。

图 1：美国金融条件继续宽松 | 单位：指数点，%



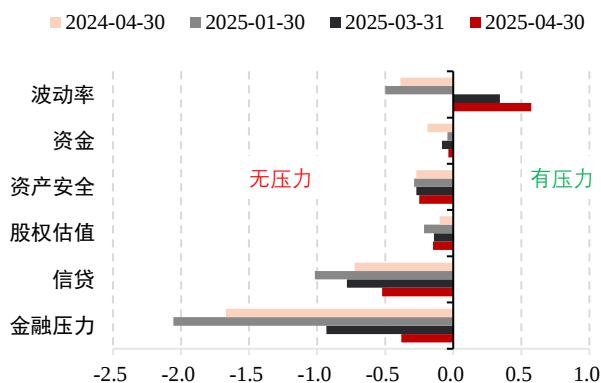
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目余额清零 | 单位：亿美元



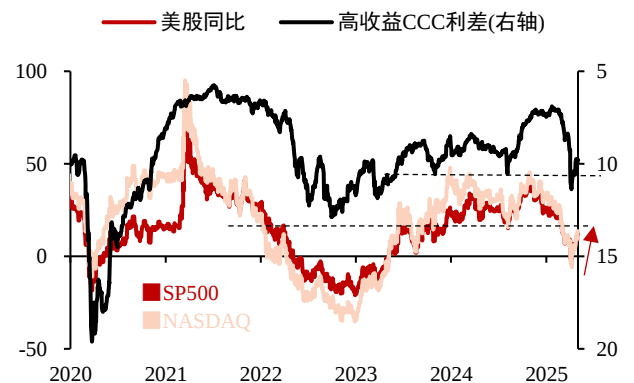
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力波动率分项承压 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：美国金融资产短期表现出反弹 | 单位：%



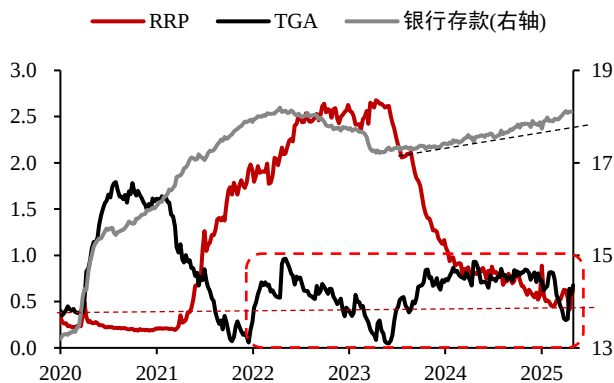
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：关注美联储扩表的可能

金融：关注美元流动性压力。从美国以外来看，五一假期期间亚洲货币大幅上涨，反映了关税政策不确定条件下，亚洲资金流在货币错配背景下的反向对冲需求上升（卖出美元买入本币），后期需要关注的是这种反向对冲向欧洲货币传导的可能。从美国内部来看，流动性暂时充裕截止 4 月 30 日美联储逆回购账户（RRP）余额维持在 6321 亿美元低位。美联储 3 月会议上开始放缓 QT——4 月开始将国债到期上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，公司债和 MBS 的每月赎回上限维持在 350 亿美元。

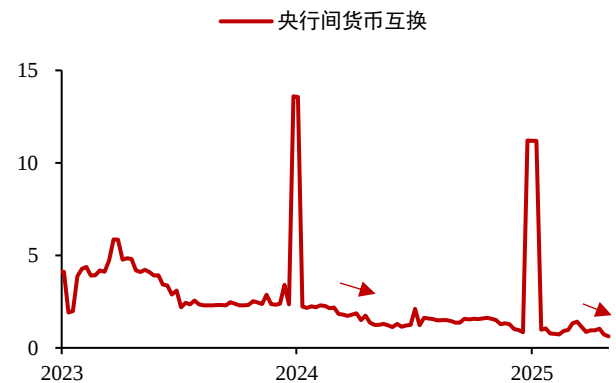
实体：流动性需求仍处在低位。2024 年信贷增速在美联储暂停加息后有所反弹，但在高利率状态下暂未有效逆转整体下降的趋势。我们注意到截止 4 月下旬，美国银行存款继续创出 18.1 万亿美元新高。

图 5：美联储 RRP 短期有所回升 | 单位：万亿美元



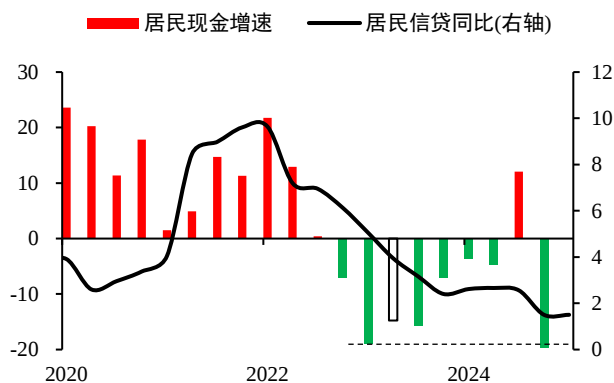
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具未显示压力 | 单位：亿美元



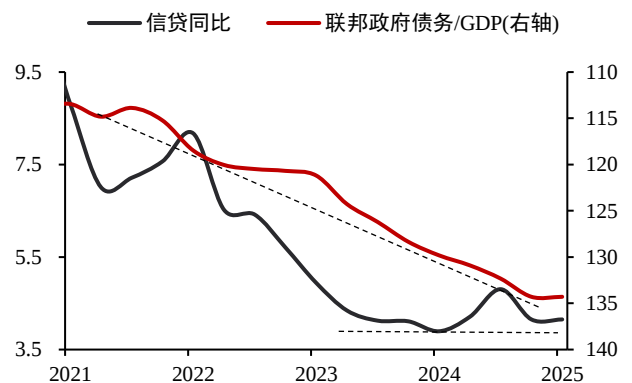
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：家庭信贷增速一季度维持低位 | 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



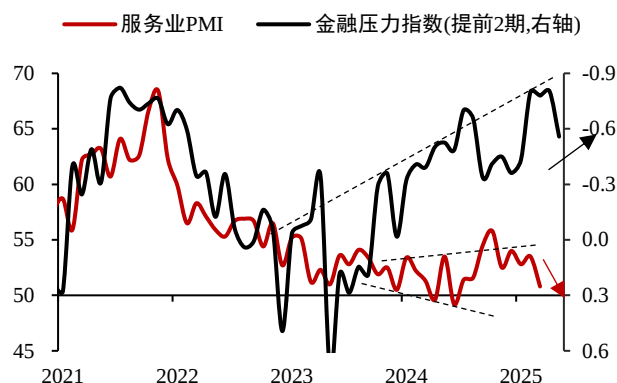
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：弱需求的预期始终未解除

4月失业率保持稳定，但2025年经济仍有放缓风险。一季度美国实际GDP环比折年率回落0.3%，虽好于预期，但经济压力开始显现，一季度是因为关税“抢进口”，未来关注实际消费的放缓。我们预计美国经济仍面临较大的压力。

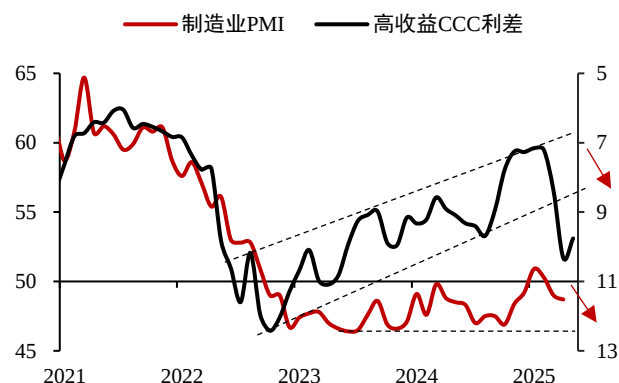
经济继续在“滞胀”边缘试探。贸易战对于短期而言一方面是加剧经济的放缓（一季度GDP放缓，4月ISM制造业指数收缩），另一方面是提升了消费品的成本中枢（145%的关税比例）；但是更长期地，在全球化走向反面的状态下，劳动生产率效率因为全球分工的结束而面临阻碍，经济将进一步走向“滞胀”状态。

图9：货币条件和实体景气未收敛 | 单位：指数点



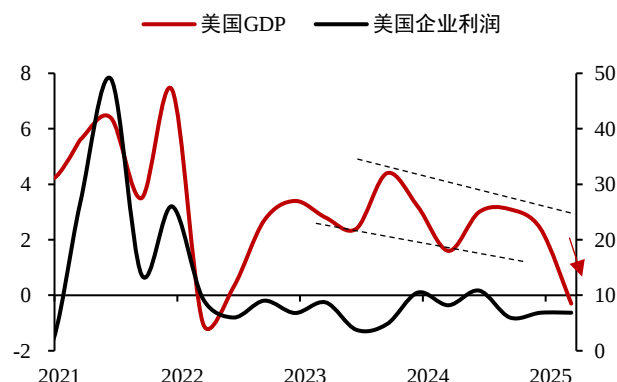
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图10：暂缓加息带来的改善有限 | 单位：指数点，BP



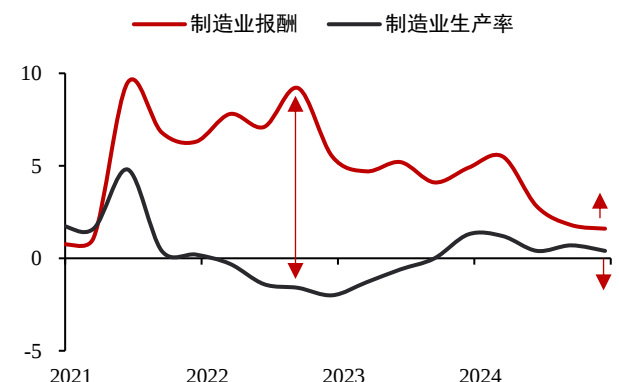
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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：生产率放缓但成本韧性增强 | 单位：%YoY

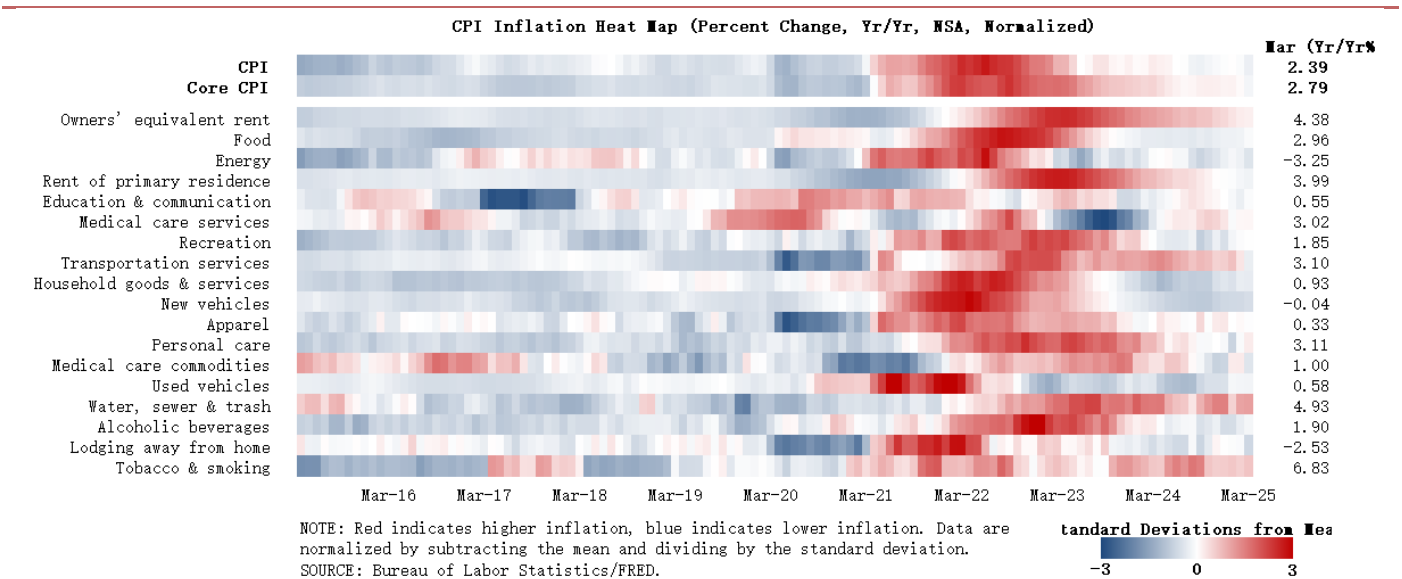


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀：贸易战价格压力短期上升

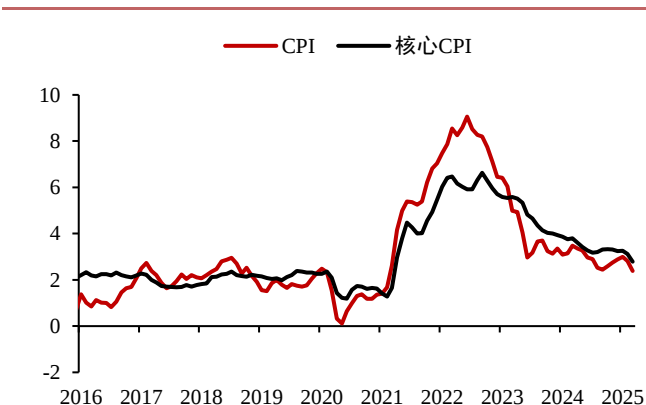
美国3月通胀热力图更新，显示出短期核心通胀相对较为缓和。自去年下半年核心通胀同比增速降至3.3%以来，持续维持读数的稳定（3月降至2.8%）。结构来看，住房分项（OER等效租金回落至4.4%，RPR租金降至4.0%）目前仍保持回落状态；从波动项来看，能源分项继续压制通胀（同比-3.3%），随着OPEC+增产继续降低市场通胀预期；交通运输分项降至3.1%的低位，随着关税战影响公路运输需求或受到进一步下行影响。综合来看，我们认为尽管预期短期处在高位，但未来美国“通缩”的风险或强于“通胀”。

图13：美国通胀热力图显示3月核心通胀暂未进一步上升 | 单位：STD



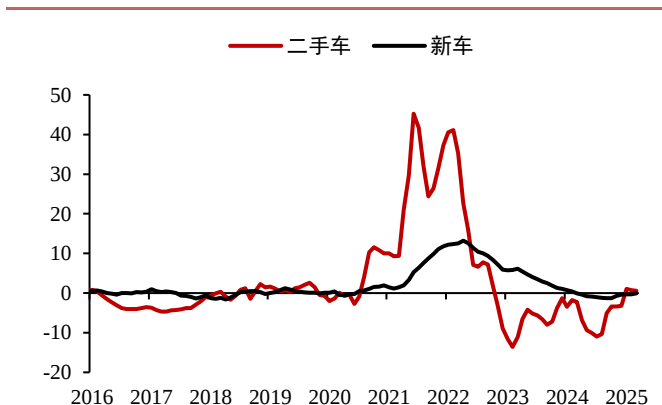
数据来源：FRED 华泰期货研究院

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 5 月继续不降息

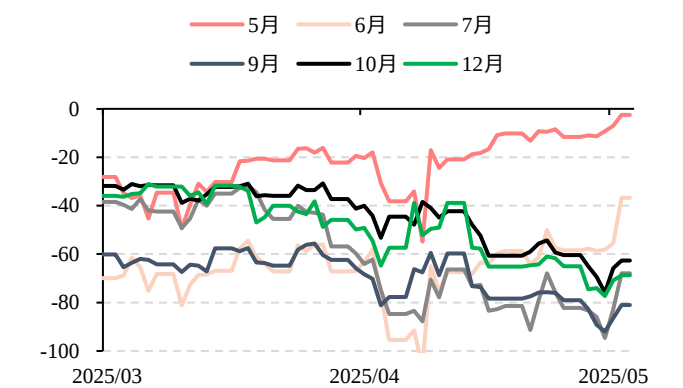
我们预计美联储 5 月份将继续保持观望。1) 从经济增长/劳动力市场的角度而言，美国劳动力市场继续保持稳健，降低短期降息紧迫性——4 月单月新增非农 17.7 万人（存量增速 1.19%），缺口 719.2 万（空缺率 4.2%低位），薪资增速+4.1%（周薪）。需要关注的是 4 月景气指数回落对于预期的影响。2) 从通货膨胀的角度而言，尽管 OPEC+增持削弱成本压力，但是随着关税战下美国国内库存的消耗（2 月库存消费比降至 1.35），潜在通胀压力仍有上升风险，美联储另一只手将随时关注潜在风险。

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

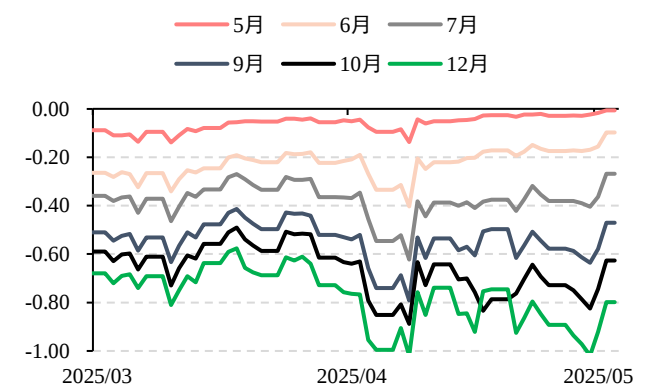
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 16：市场预期 5 月降息概率 2.5% | 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 80BP（三次） | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

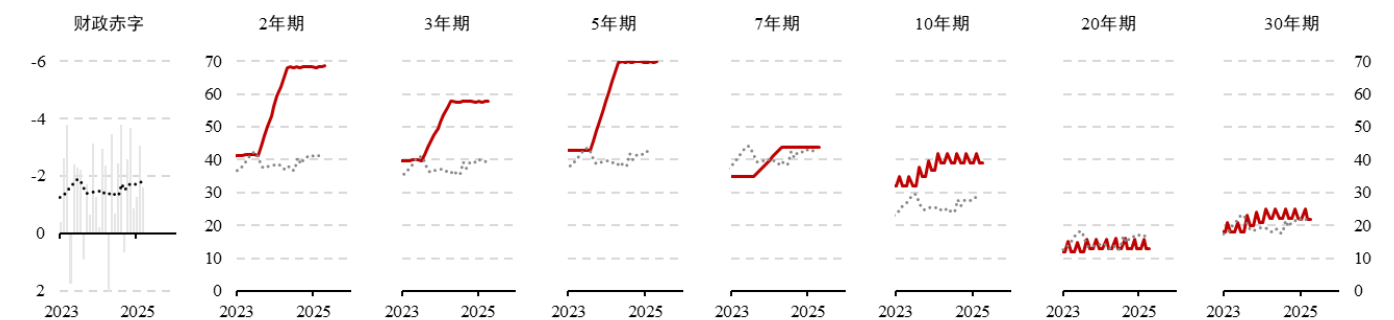
资产负债表：关注 5 月对扩表的定价

财政：紧缩预期的可能结束

特朗普百日新政表现乏善可陈。一方面，从财政平衡角度，美国政府效率部（DOGE）仅削减 1600 亿美元政府支出，离此前预期的 1 万亿美元相去甚远，体现出现有财政结构的难以紧缩。另一方面，伴随着对外征税的另一面是特朗普的对内减税，美国财长贝森特表示共和党正努力在 7 月 4 日前，通过一项被称为“又大又美”的税支出法案。

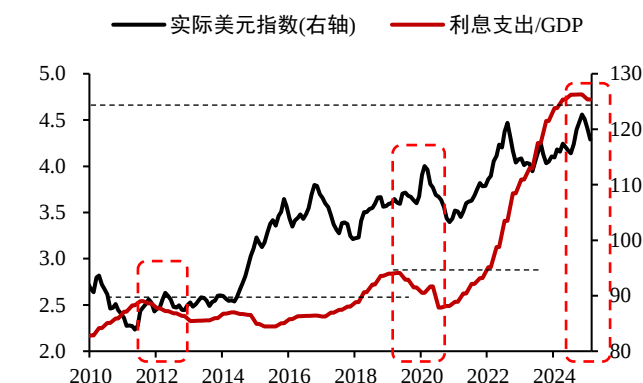
美国财政再融资需要扩张。自今年年初以来，债务上限已使债务管理者无法增加国债总供应量，迫使他们动用现金储备和所谓的“特殊会计措施”来履行支付义务。美国财政部季度再融资发行 1,250 亿美元的国债，预计第二季度借款规模将达到 5140 亿美元，比 2 月份的估计高出 3910 亿美元。

图 18：美国国债发行暂时维持稳定 | 单位：亿美元



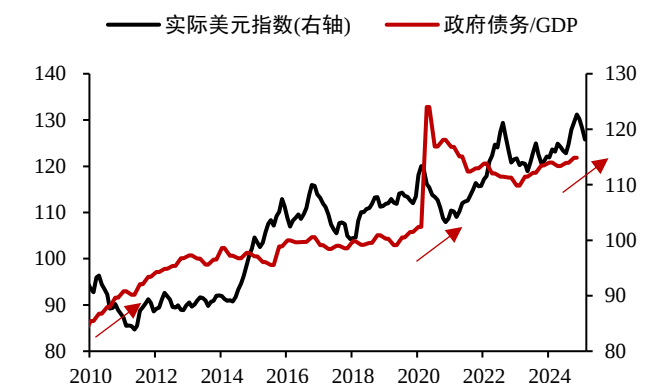
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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：%



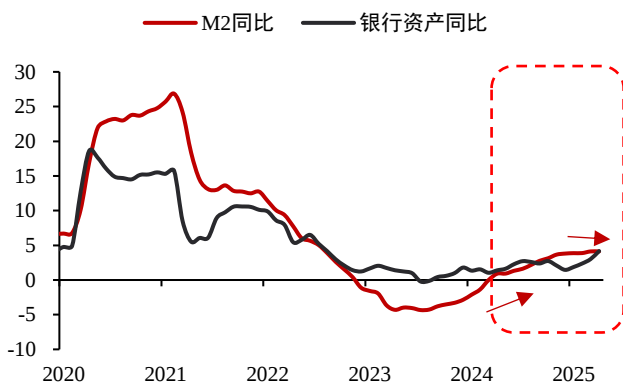
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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，美债收益率曲线呈现出阶段性陡峭特点，但是自2025年1月特朗普宣布就职以来，由于特朗普政策的不确定性，一度驱动曲线扁平。一方面，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，短期非美投资账户的影响正在显现，中期内这种影响也将在美国进出口账户中得到体现。另一面对内持续的抗通胀和缩减赤字，增加了特朗普和国内建制派之间的矛盾。无论是前者还是后者，我们认为这一进程仍没有结束。

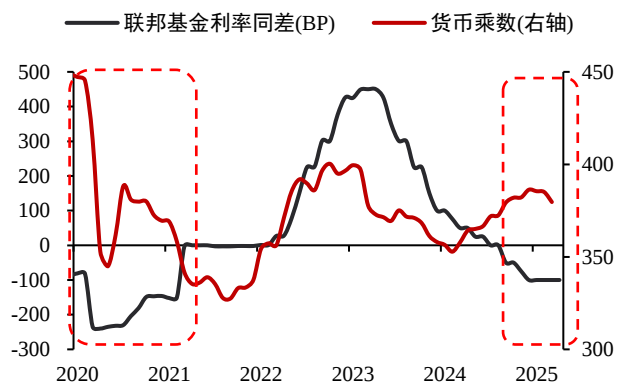
联储资产负债表政策的配合。美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是随着压力的上升，美联储QT政策的结束甚至逆转（重新QE）。

图 21：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



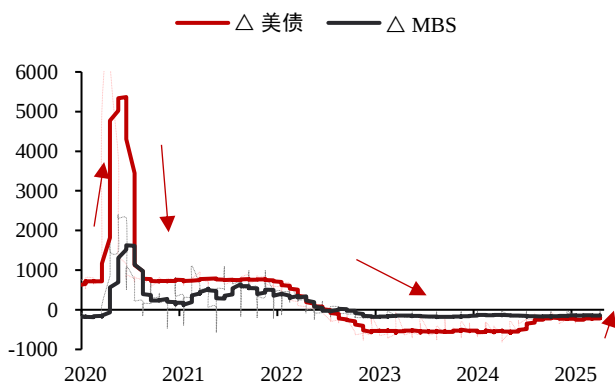
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



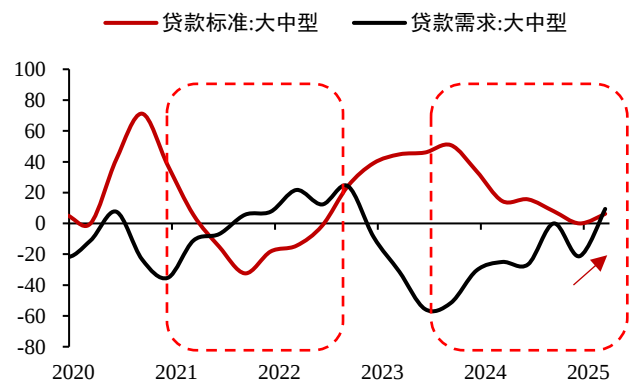
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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：短期改善不降低对风险的关注

在美联储 1 月暂停降息之后，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。我们基准预计美联储 5 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将进一步趋缓——美联储或在 5 月会议上公布缩债结束的时间表。

基于此，我们预计美联储 5 月继续调低对经济的展望，为降息预留空间。

美元：短期继续持有前期风险情景下的波动率多头（+VIX）头寸，并关注欧洲投资头寸的对冲需求下逢高降低欧元多头（+EUR），贸易战下强非美货币并非好事。

美债：关注美元资产压力，预计收益率曲线阶段性陡峭后仍将回到扁平化（-2s10s）。趋势的角度，伴随着 5 月风险的再次上升，或抬升市场对美联储 6 月更快降息的定价（+2s）。

中债：维持战略性陡峭化头寸（+2s10s）持有。尽管 3 月下旬以来的风险情境下国债波动上升，但是预计长期调整仍在，短期维持 T 和 TL 看空不做空的判断。

商品：短期风险情景下，商品需求或继续面临挑战；重点关注供给侧因素对于商品定价的影响。建议继续关注商品调整后的配置型机会。

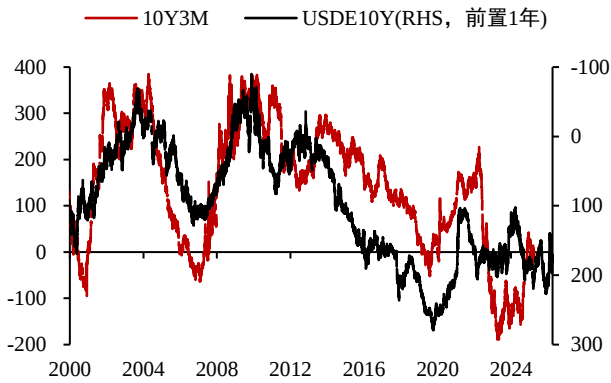
表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	策略	跟踪 3 月 7 日	策略	跟踪 5 月 6 日
美元	波动率	+VXZ.B	持有	55.35	持有	60.94
	欧元	-6E0W.CME	止损	1.0838	等待	1.1333
	曲线	+2×@ZT0W.CBT -1×@ZN0W.CBT	持有	90.101	持有	92.7891
美债		+@ZT0W.CBT	持有	103.457	持有	103.625
	方向	-@ZN0W.CBT	等待	110.656	等待	111.031
	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	平仓并买入	97.181	止损	95.732
中债		+TS00.CFE	止损	102.408	等待	102.366
	方向	-T00.CFE	等待	107.635	等待	109

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

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



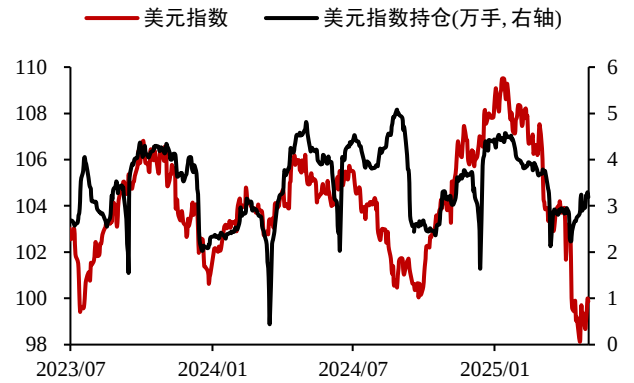
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

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

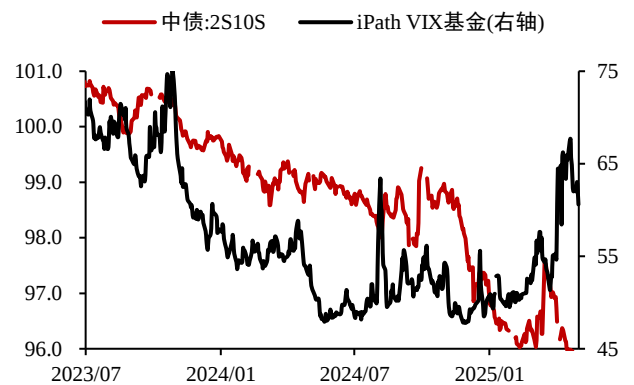


数据来源: iFinD 华泰期货研究院

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



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