

利率不动，缩债收敛，经济展望调低

——美联储系列十七

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 3 月 20 日凌晨 2 点，美联储将公布 3 月利率决议和利率点阵图。

在美联储 1 月暂停降息之后，3 月的宏观市场交易在美元走弱背景下持续偏暖。往后看，对于美元继续走弱判断的影响在于非美地区扩张的可能性以及节奏。事件判断上，我们基准预计美联储 3 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 3 月会议上公布缩债政策的更多细节。

核心观点

■ 预计美联储 3 月份将继续保持观望

1) 从美国国内角度来看，尽管美股短期压力比较大，但是波动率的上升暂未影响至整体金融环境的收紧，而通胀和就业数据的同样韧性，使得美联储有理由继续保持待机状态，等待 4 月关税政策进一步的影响。2) 从美国以外的角度来看，政治不确定环境下德国财政的可能扩张提升了欧元的定价，而 DeepSeek 的发布也提升了市场对于人民币资产的重估预期。整体而言，在数据走弱但并非衰退，而外部乐观提升的背景下，我们预计美联储仍将保持再多看一个月数据的行动策略。

■ 策略

我们认为美联储 3 月对经济展望或低预期，为将来的货币政策宽松提供依据。

美元：短期继续持有前期风险情景下的波动率多头（+VIX）头寸，欧元多头（+EUR）逢高减仓，关注流动性事件发生的风险。

美债：缩债形成的风险情景下收益率曲线维持扁平化（-2s10s）。趋势的角度，预计风险将抬升市场对美联储 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 2 月中旬以来国债发生了一定程度的调整，但是长期调整压力不变，短期风险假设下国债波动料上升，维持 T 和 TL 看空不做空的判断。

商品：短期风险情景下，商品需求或面临一定程度的挑战；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：波动率带动宽松收敛.....	4
流动性：美不扩张，关注非美压力	5
实体：乐观预期正在进一步收敛.....	6
通胀：1月通胀展现出一定韧性	7
利率：预计3月继续不降息	8
资产负债表：关注3月缩表收敛	9
财政：短期财政难以扩张	9
货币：短期货币支持减弱	10
宏观策略：延续对风险的关注	11

图表

图 1：美国金融条件继续宽松 单位：指数点，%	4
图 2：BTFP 项目余额剩 79 亿美元 单位：亿美元	4
图 3：美国金融压力分项指数维持宽松 单位：指数点	4
图 4：持续关注美国金融资产调整压力 单位：%	4
图 5：美联储 ONRRP 继续降至低位 单位：万亿美元	5
图 6：央行流动性工具需求似有回升 单位：亿美元	5
图 7：家庭信贷增速四季度维持低位 单位：%YoY	5
图 8：政府杠杆斜率开始放缓 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在下降 单位：指数点，BP	6
图 11：GDP 一季度料继续放缓 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 1 月核心通胀呈现出“企稳” 单位：STD	7
图 14：CPI 和核心 CPI 同比走势 单位：%YoY	7
图 15：二手车和新车 CPI 同比走势 单位：%YoY	7
图 14：市场预期 3 月降息概率 3.4% 单位：%PCT	8
图 15：市场预期年内降息 75BP（三次） 单位：%	8
图 16：美国国债发行短期化特征 单位：亿美元	9
图 17：财政利息支出和美元指数 单位：%	9
图 18：政府债务回升和美元指数 单位：%	9
图 19：M2 和银行总资产对比 单位：%YoY	10
图 20：美联储利率和货币乘数对比 单位：BP	10

图 21: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 22: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: %PCT.....	10
图 23: 美债陡峭化和对外利差走阔 单位: BP	12
图 24: 美债陡峭化的经济影响 单位: BP	12
图 25: 波动率和美元指数 单位: 指数点	12
图 26: 美元指数期货持仓回落 单位: 万手	12
图 27: 美债期限利差和波动率 单位: BP	12
图 28: 中债期限利差和波动率 单位: BP	12
表 1: 美联储 12 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：波动率带动宽松收敛

金融条件宽松收敛，服务业 PMI 略有扩张。美联储自 2024 年 9 月开始降息，截止 1 月分别降息 50BP、降息 25BP 和暂停降息，当前基准利率水平为 4.50-4.75%。美国经济数据走弱和美国财政整固带来的支出预期放缓，共同驱动了美国金融市场波动率的上升。

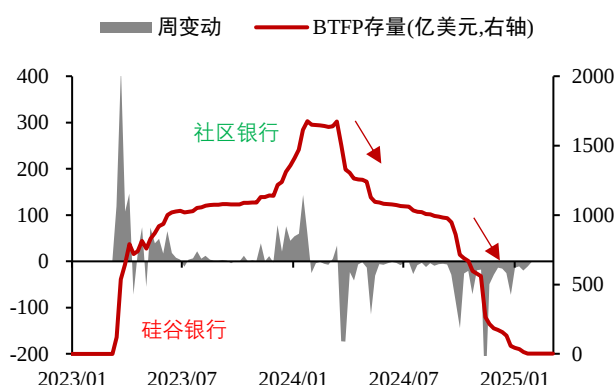
密切关注美股面临调整的风险，预计 3 月美联储有降息可能性。从整体货币条件来看，除了波动率之外，当前美国金融市场仍处在相对宽松的状态。但是我们认为需要密切关注美国金融资产调整风险对于货币部门的影响。当前来看，美股的快速修正在向信用债市场传导，一方面是利率的高位降低了企业的融资意愿，另一方面是贸易不确定性对于实体经济的正在形成新一轮的压力测试。

图 1：美国金融条件继续宽松 | 单位：指数点，%



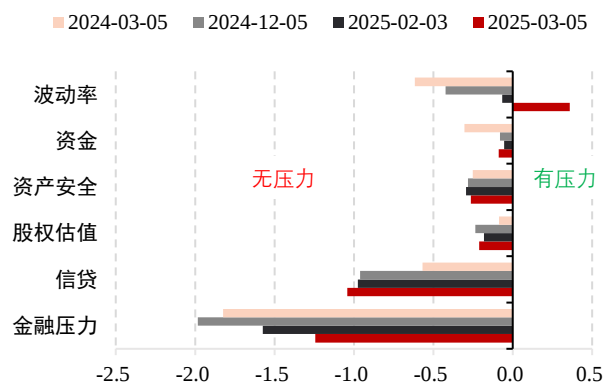
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目余额剩 79 亿美元 | 单位：亿美元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力分项指数维持宽松 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：持续关注美国金融资产调整压力 | 单位：%



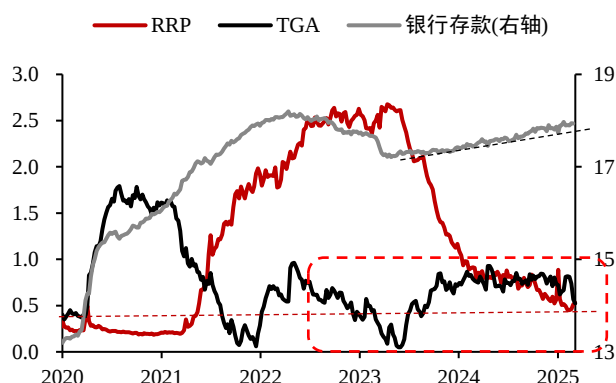
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：美不扩张，关注非美压力

金融：关注非美流动性压力。从美国内部来看，2023 年以来美联储逆回购账户（RRP）余额进一步收缩，截止 3 月 5 日已经降至 5309 亿美元，在美联储减债计划（QT）不变的情况下，超额流动性仍面临收敛风险。从美国以外来看，年初央行流动性互换工具季节性上行后，当前仍处在低位。但是截止 3 月 5 日当周已有 3 周用量保持上升。

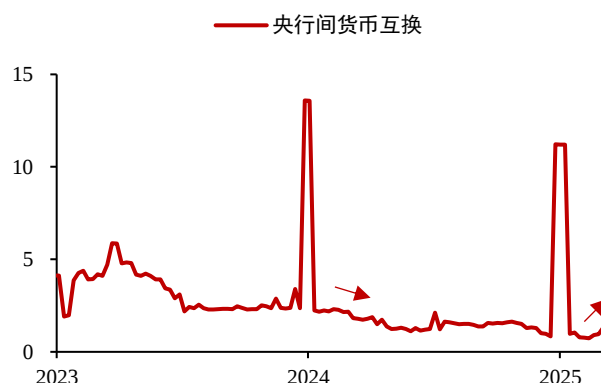
实体：流动性需求仍处在低位。2024 年信贷增速在美联储暂停加息后有所反弹，但在高利率状态下暂未有效逆转整体下降的趋势。随着 2024 年联邦政府付息压力的进一步上升，特朗普政府自 1 月就职以来保持着财政整固的思路，政府杠杆率在高位没有进一步扩张，预计美元供给的收缩预期将带来全球美元流动性的负面影响。

图 5：美联储 ONRRP 继续降至低位 | 单位：万亿美元



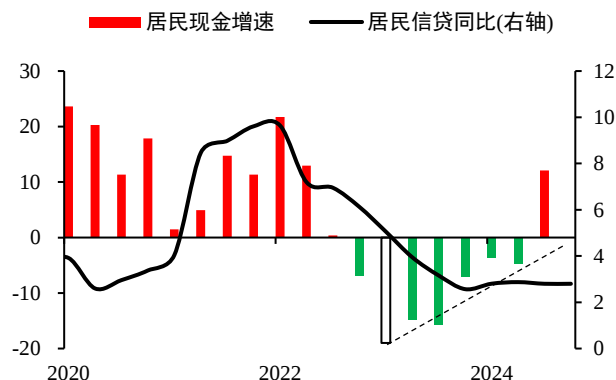
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具需求似有回升 | 单位：亿美元



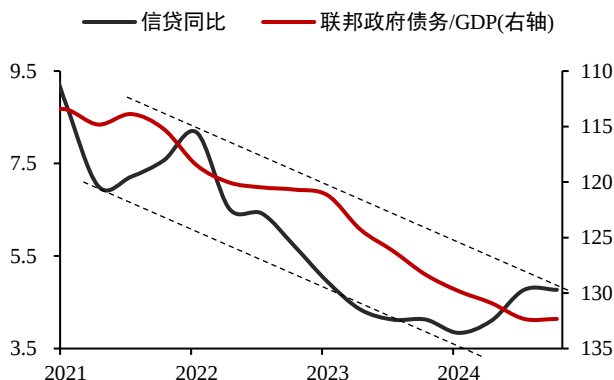
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：家庭信贷增速四季度维持低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：政府杠杆斜率开始放缓 | 单位：%，%GDP



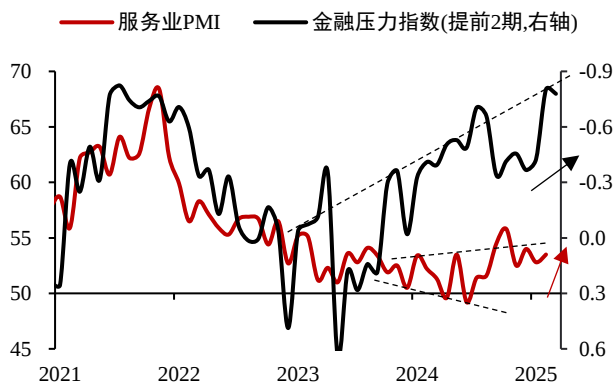
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：乐观预期正在进一步收敛

2月失业率稳定，2025年经济面临较大放缓风险。截止3月初的亚特兰大联储 GDPNow 模型显示，美国一季度实际 GDP 增长率为 -2.8%，这加剧了本已处在放缓状态的经济压力。虽然 GDP 放缓的结构中贸易逆差贡献了大部分，而黄金进口更是贡献一月份商品贸易赤字增幅的 60%，但是随着 4 月份美国对外关税的实施，叠加财政整固带来的支出影响，我们预计美国经济仍面临较大的压力。

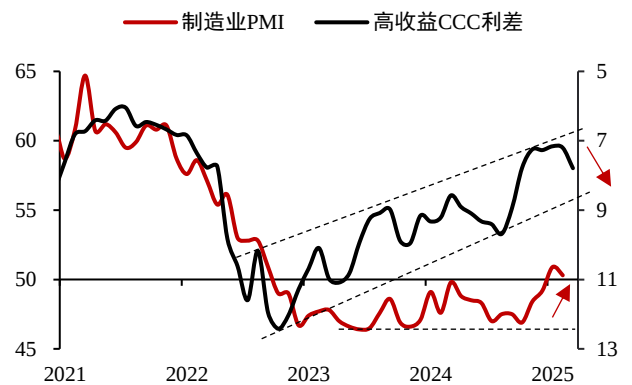
经济正在滑入“滞胀”象限。贸易战对于短期而言一方面是加剧经济的放缓，另一方面是提升了消费品的成本中枢；但是更长期地，在全球化走向反面的状态下，劳动生产效率因为全球分工的结束而面临阻碍，经济将进一步走向“滞胀”状态。

图 9：货币条件和实体景气未收敛 | 单位：指数点



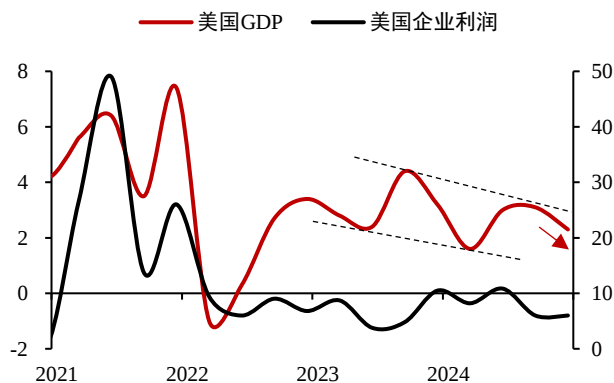
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：暂缓加息带来的改善在下降 | 单位：指数点，BP



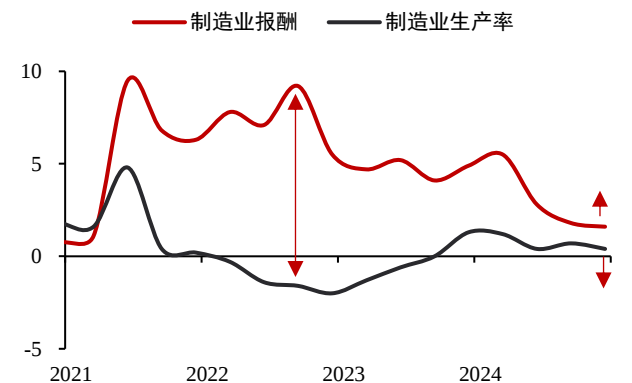
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：GDP 一季度料继续放缓 | 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

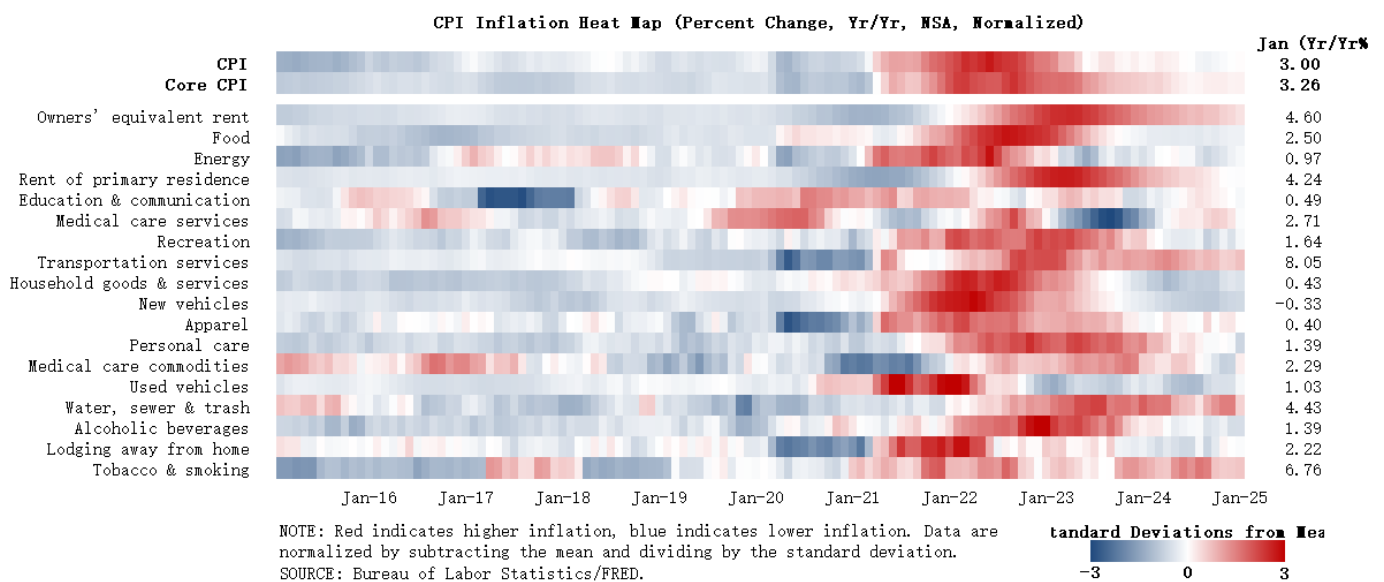


数据来源：iFinD 华泰期货研究院

通胀：1 月通胀展现出一定韧性

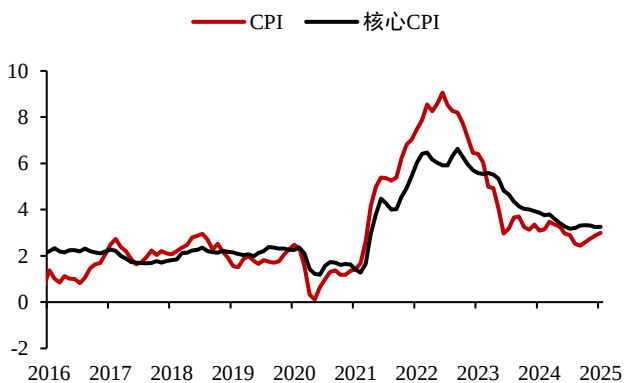
美国 1 月通胀热力图更新，显示出短期核心通胀具有较强的韧性。自去年下半年核心通胀同比增速降至 3.3% 以来，持续维持读数的稳定。结构来看，住房分项（OER 等效租金小幅回落至 4.6% 附近，而 RPR 租金 1 月已经降至 4.2%）虽然继续处在显著的红色偏暖的状态，但是目前仍保持回落状态；从波动项来看，能源分项似乎有所抬头（同比 +0.97%），但是在地缘格局转变、OPEC+ 增产的背景下预计影响有限；交通运输分项仍保持在 8.1% 的相对高位，而二手车价格在 1 月的意外转正，或进一步暗示内部物流层面的压力还未得到有效的缓解。综合来看，我们认为美国通胀的韧性仍在存在。

图 13：美国通胀热力图显示 1 月核心通胀呈现出“企稳” | 单位：STD



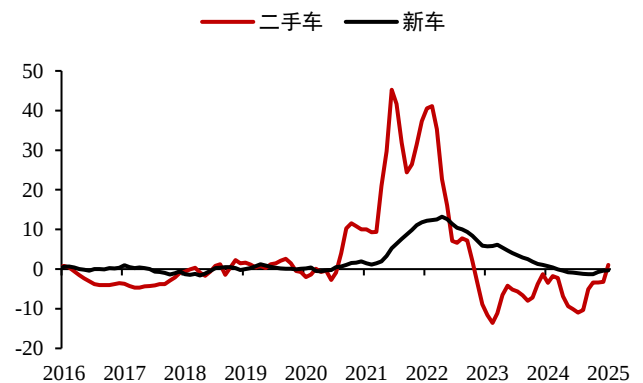
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 14：CPI 和核心 CPI 同比走势 | 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 3 月继续不降息

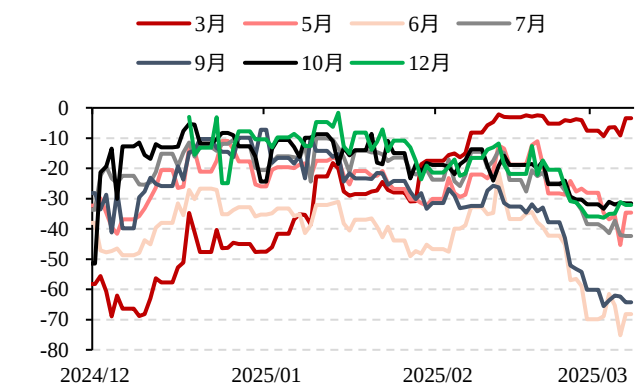
我们预计美联储 3 月份将继续保持观望。1) 从美国国内角度来看，尽管美股短期压力比较大，但是波动率的上升暂未影响至整体金融环境的收紧，而通胀和就业数据的同样韧性，使得美联储有理由继续保持待机状态，等待 4 月关税政策进一步的影响。2) 从美国以外的角度来看，政治不确定环境下德国财政的可能扩张提升了欧元的定价，而 DeepSeek 的发布也提升了市场对于人民币资产的重估预期。整体而言，在数据走弱但并非衰退，而外部乐观提升的背景下，我们预计美联储仍将保持再多看一个月数据的行动策略。

表 1：美联储 12 月 SEP 展望 | 单位：%

	中值					集中趋势					范围				
	2024	2025	2026	2027	长期	2024	2025	2026	2027	长期	2024	2025	2026	2027	长期
实际 GDP	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8	2.4-2.5	1.8-2.2	1.9-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	2.3-2.7	1.6-2.5	1.4-2.5	1.5-2.5	1.7-2.5
9 月预测	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
失业率	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2-4.5	4.1-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2	4.2-4.5	3.9-4.6	3.8-4.5	3.5-4.5
9 月预测	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
PCE	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.5	2.3-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.4-2.7	2.1-2.9	2.0-2.6	2.0-2.4	2.0
9 月预测	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
核心 PCE	2.8	2.5	2.2	2.0		2.8-2.9	2.5-2.7	2.0-2.3	2.0		2.8-2.9	2.1-3.2	2.0-2.7	2.0-2.6	
9 月预测	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
加息路径															
利率	4.4	3.9	3.4	3.1	3	4.4-4.6	3.6-4.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	4.4-4.6	3.1-4.4	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.9
9 月预测	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8

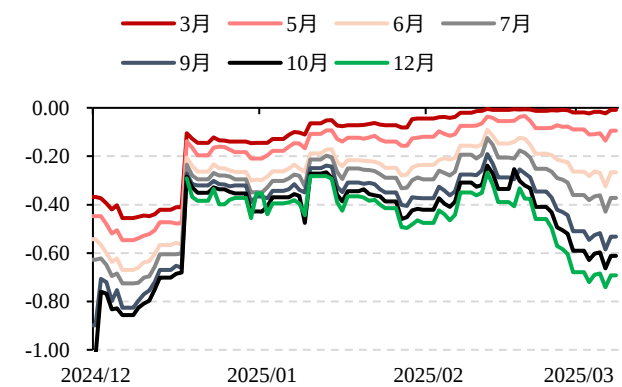
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 16：市场预期 3 月降息概率 3.4% | 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 75BP（三次） | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

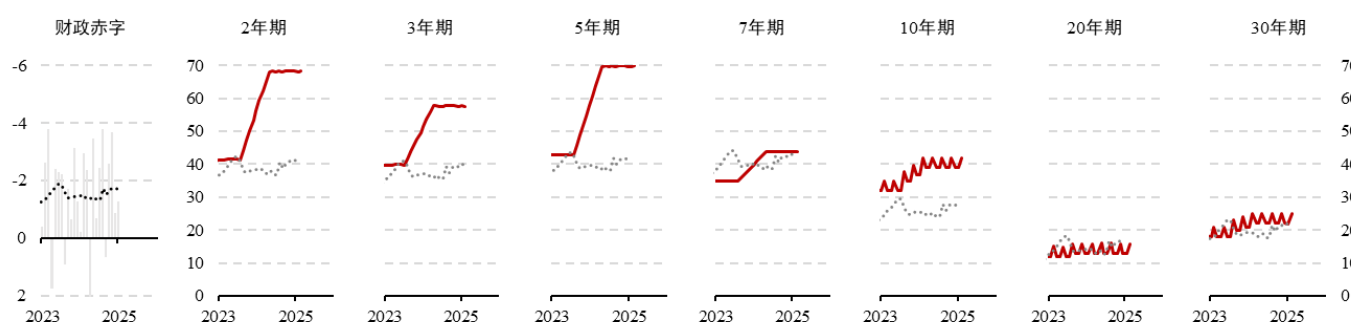
资产负债表：关注 3 月缩表收敛

财政：短期财政难以扩张

长期来看，美国正在经历债务支出结构的转变——从政府部门转向私人部门。美国财政部长贝森特表示，特朗普政府正把经济增长基础从政府转向私营部门，美国经济为此将经历一段调整期。

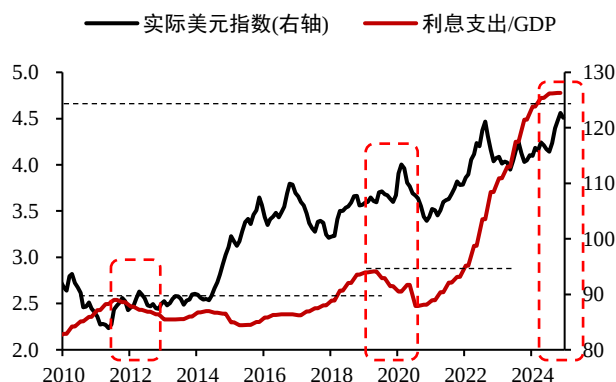
短期来看，3 月 14 日用以维持政府资金的短期支出法案将到期，若两党的博弈驱动新的短期支出法案难以落地，则当前财政的整固措施仍将持续。桥水基金创始人瑞·达利欧认为美国“非常接近”债务死亡螺旋的临界点，而马斯克领导的美国政府效率部（DOGE）主要任务是削减高达 2 万亿美元的联邦预算以降低财政赤字。

图 18：美国国债发行短期化特征 | 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：%



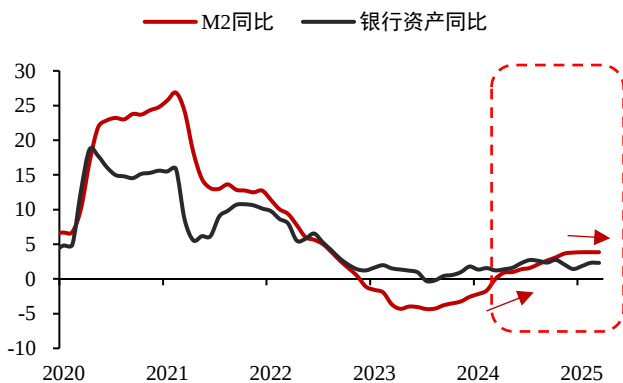
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：短期货币支持减弱

维持收益率曲线扁平化判断。自 2025 年 1 月特朗普宣布就职以来，特朗普政策的不确定性显著增强，带来了美债收益率曲线的持续扁平化。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，也在美国进出口账户中得到体现。另一方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。

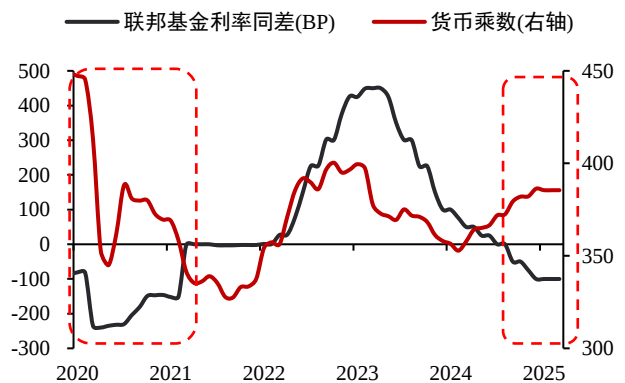
联储资产负债表政策的配合。美联储资产负债表规模的扩张和收缩形成了美元流动性的扩张和收缩，在美国政府部门收缩、私人部门扩张有限的情况下，美国对外的美元供给继续表现为收缩状态，在欧洲和中国的扩张预期下，形成流动性的供需错配压力将增强。而对于美国国内而言，资产负债表收缩带来的美元资产压力也在逐渐上升，未来需要密切关注的是这两者之间形成的压力反馈差异。

图 21：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



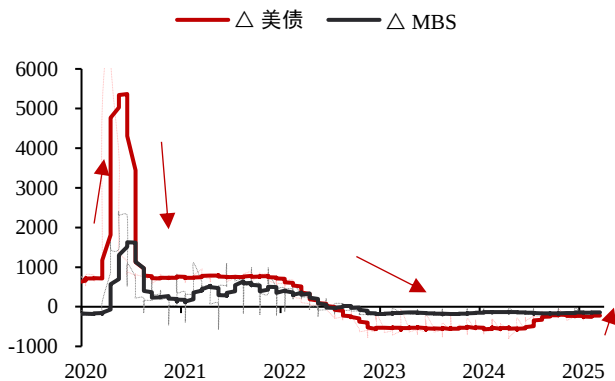
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 22：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



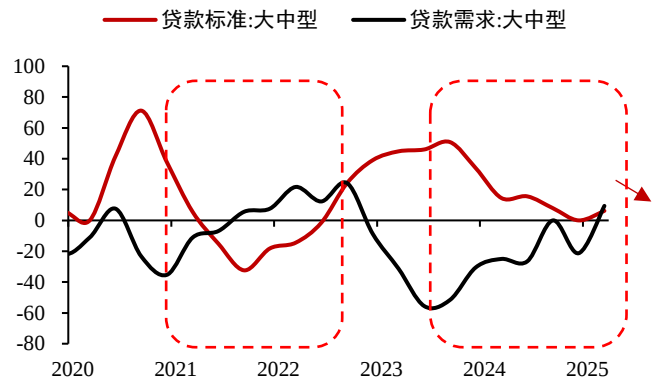
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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：延续对风险的关注

在美联储 1 月暂停降息之后，3 月的宏观市场交易在美元走弱背景下持续偏暖。往后看，对于美元继续走弱判断的影响在于非美地区扩张的可能性以及节奏。事件判断上，我们基准预计美联储 3 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 3 月会议上公布缩债政策的更多细节。

基于此，我们认为美联储 3 月对经济展望或低预期，为将来的货币政策宽松提供依据。

美元：短期继续持有前期风险情景下的波动率多头（+VIX）头寸，欧元多头（+EUR）逢高减仓，关注流动性事件发生的风险。

美债：缩债形成的风险情景下收益率曲线维持扁平化（-2s10s）。趋势的角度，预计风险将抬升市场对美联储 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 2 月中旬以来国债发生了一定程度的调整，但是长期调整压力不变，短期风险假设下国债波动料上升，维持 T 和 TL 看空不做空的判断。

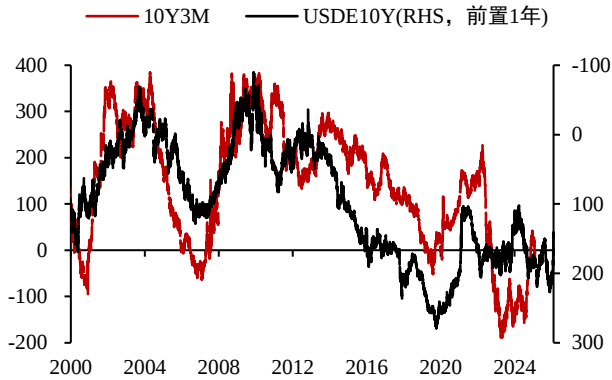
商品：短期风险情景下，商品需求或面临一定程度的挑战；关注供给侧因素对于商品定价的影响。建议继续关注商品调整后的配置型机会。

表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	策略	跟踪	策略	跟踪
				12 月 15 日		3 月 7 日
美元	波动率	+VXZ.B	买入	49.82	持有	55.35
	欧元	-6E0W.CME	卖出	1.0503	止损	1.0838
	曲线	+2×@ZT0W.CBT -1×@ZN0W.CBT	卖出	95.875	持有	90.101
美债	方向	+@ZT0W.CBT	买入	102.867	持有	103.457
		-@ZN0W.CBT	等待	109.859	等待	110.656
	曲线	+2×TS00.CFE-1×T00.CFE	卖出	97.16	平仓并买入	97.181
中债	方向	+TS00.CFE	买入	102.63	止损	102.408
		-T00.CFE	等待	108.1	等待	107.635

资料来源：iFinD 华泰期货研究院

图 25：美债陡峭化和对外利差走阔 | 单位：BP



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 26：美债陡峭化的经济影响 | 单位：BP



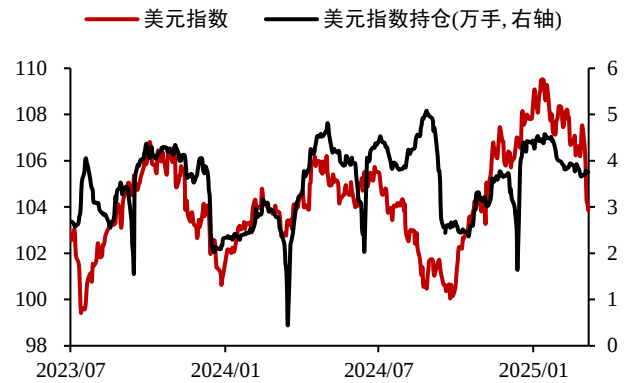
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

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：美元指数期货持仓回落 | 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