

预计美联储降息 25BP，关注市场风险

——美联储系列十二

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 2024 年 11 月 8 日凌晨 3 点，美联储将公布 11 月利率决议，无利率点阵图。

在大选风险驱动下，我们短期调整美联储策略至风险情景。我们基准预计美联储 11 月将贴近市场预期的进行降息 25 个基点，以降低和市场分歧。我们基准预计美联储缩债政策暂时将延续，虽然美债供给 2025 年增加，但是四季度仍将保持谨慎。

核心观点

■ 大选波动，关注货币行动滞后的风险

我们预计美联储 11 月份将继续降息 25BP。10 月非农就业报告因受到飓风的影响，仅有 1.2 万人，增加了美联储采取降息行动的可能；同时，8 月 9 日均下修了就业人数共 11.2 万，使得三季度劳动力市场并不紧张。而 10 月份加拿大央行将降息幅度抬升至 50 个基点，显示出金融市场流动性的需求正快速上升。从市场波动条件下政策协调的角度来看，我们预计在经济的不稳定性（就业放缓）和金融市场流动性压力（ONRRP 回落）的不确定性条件下，美联储 11 月继续降息 25 个基点。

■ 预计 11 月降息 25 基点，或低于市场宽松需求

我们认为美联储 11 月政策的缺乏进一步宽松，或给金融市场带来风险。

美元：短期风险情景下增加波动率多头（+VIX）和欧元空头（-EUR）。

美债：短期风险情景下收益率曲线逆转陡峭化走向扁平化（-2s10s）。趋势的角度，预计风险将抬升市场对美联储未来更快降息的定价（+2s）。

中债：短期风险情景下非美收益率曲线也将受到冲击，有扁平化压力（-2s10s）。趋势的角度，我们认为长端利率短期虽有波动，但长期仍有调整压力不变，维持 T 和 TL 看空不做空的判断。

商品：短期风险情景下，对于工业品的消费需求一方面短期的需求将增加，另一方面政策对冲预期的增强也将提升市场对长期消费提升的定价。建议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
■ 宽松生变，关注短期预期改善	错误!未定义书签。
■ 预计 7 月按兵不动，关注 QT 政策	1
■ 风险	1
货币条件：宽松节奏有变化	4
流动性：远未至扩张的状态	5
实体：同步改善但景气回落	6
通胀：短期回落仍关注韧性	7
利率：预计 7 月利率仍不变	8
资产负债表：预计存转变可能	9
财政：关注长短结构的变化	9
货币：关注 QT 政策的变化	10
宏观策略：预计美元短期修整	11

图表

图 1：美国金融宽松回到加息前 单位：指数点，%	4
图 2：BTFP 项目已经结束 单位：亿美元	4
图 3：美国金融压力分项指数 单位：指数点	4
图 4：密切关注美国金融资产调整压力 单位：%	4
图 5：美联储 ONRRP 回落至低位 单位：千亿美元	5
图 6：央行流动性工具需求位于低位 单位：亿美元	5
图 7：家庭信贷增速短期维持低位 单位：%YOY	5
图 8：政府被动加杠杆节奏放缓 单位：%、%GDP	5
图 9：货币条件和实体景气背离 单位：指数点	6
图 10：高利率下信用环境逐渐承压 单位：指数点，BP	6
图 11：GDP 未着陆但二季度有韧性 单位：%YOY	6
图 12：生产斜率放缓但与成本差收窄 单位：%YOY	6
图 13：美国通胀热力图显示 6 月核心通胀呈现出放缓 单位：STD	7
图 14：市场预期 9 月开始降息 单位：%PCT	8
图 15：年内降息空间上升至 2.5 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

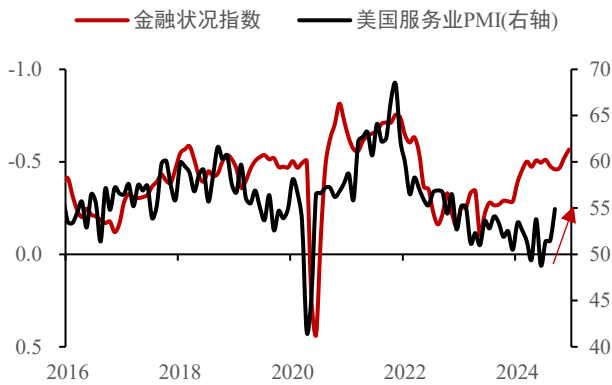
图 20: 美联储利率和货币乘数对比 单位: <i>BP</i>	10
图 21: 美联储资产端环比变动 单位: 亿美元	10
图 22: 银行信贷标准和信贷需求对比 单位: % <i>PCT</i>	10
图 23: 美债陡峭化和对外利差走阔 单位: <i>BP</i>	12
图 24: 美债陡峭化的经济影响 单位: <i>BP</i>	12
图 25: 波动率和美元指数 单位: 指数点	12
图 26: 美元指数期货持仓回升 单位: 万手	12
图 27: 美债期限利差和波动率 单位: <i>BP</i>	12
图 28: 中债期限利差和波动率 单位: <i>BP</i>	12
表 1: 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：市场波动性在加剧

金融条件维持宽松，服务业 PMI 持续回升。美联储自 2022 年 3 月开始进入本轮加息周期，截止 2024 年 9 月 18 日美联储基准利率仍维持在 5.25-5.50% 的高位，但 9 月开始降息 50BP。一方面，美股的波动性有所增强，另一方面，在金融条件持续宽松的背景下，下半年以来美国服务业 PMI 反弹至荣枯分界线以上。

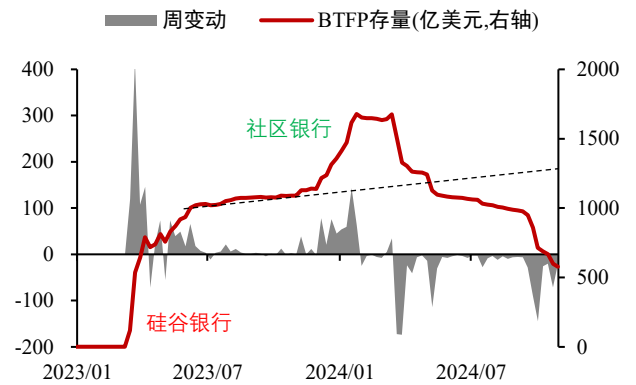
关注美国大选对于美股波动率的影响，11 月预计继续降息。和 7 月份美股在资产端盈利预期压力和负债端日本央行加息形成的套息交易解除影响下，波动率显著放大；10 月底以来随着美国大选的日益临近，美股的波动性也继续放大。

图 1：美国再次金融条件宽松 | 单位：指数点，%



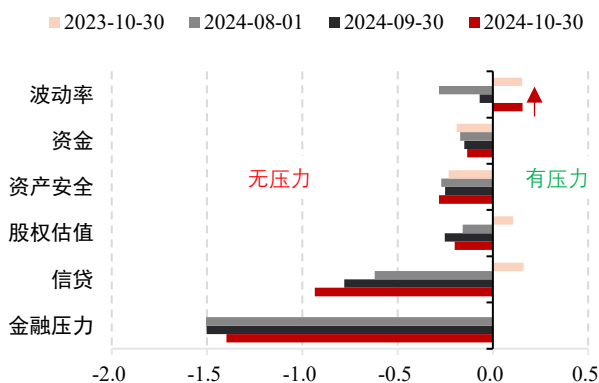
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：BTFP 项目已经结束 | 单位：亿美元



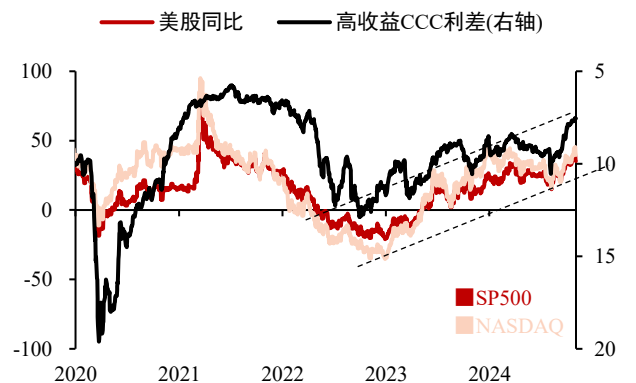
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力分项指数 | 单位：指数点



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：密切关注美国金融资产调整压力 | 单位：%



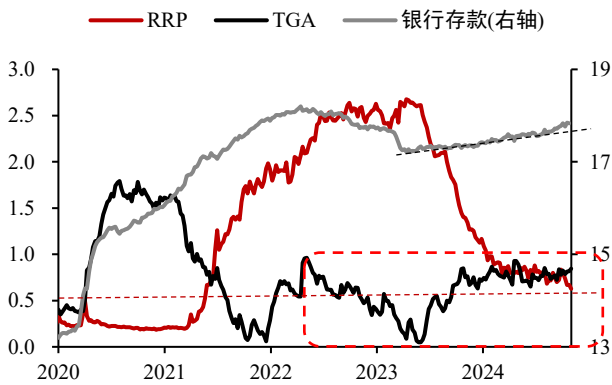
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

流动性：金融收紧，实体难松

关注金融市场流动性压力。随着 2021 年以来美联储逆回购账户余额的进一步收缩，截止 10 月 30 日已经降至 6270 亿美元，超额流动性正在面临快速的收敛风险。虽然从央行间流动性互换工具使用来看，系统性的流动性风险还未显现，但是美联储减债计划 (QT) 的继续实施将进一步增加市场的流动性风险可能。

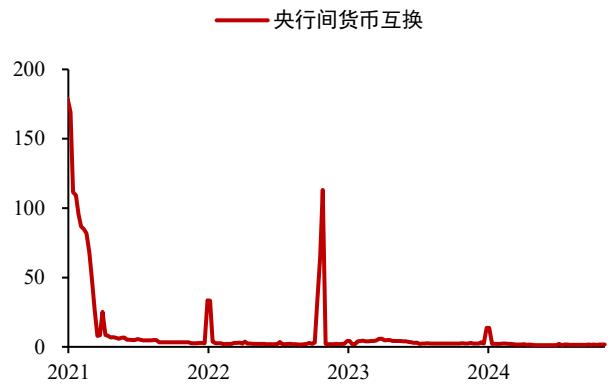
实体部门流动性仍未实质性宽松。自美联储 2022 年开启快速加息路径以来，美国信贷扩张速度从近 10% 的高位快速回落至 2023 年底的 2.5% 低位；2024 年增速在暂停加息后虽没有进一步放缓，但仍位于 3% 以下的低速状态，显示出整体扩张的谨慎。而随着联邦政府付息压力的上升，财政再融资继续保持谨慎，政府杠杆率缺乏进一步扩张动能。

图 5：美联储 ONRRP 回落至低位 | 单位：万亿美元



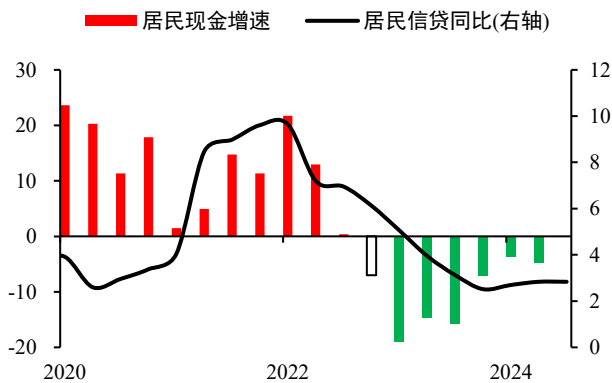
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：央行流动性工具需求位于低位 | 单位：亿美元



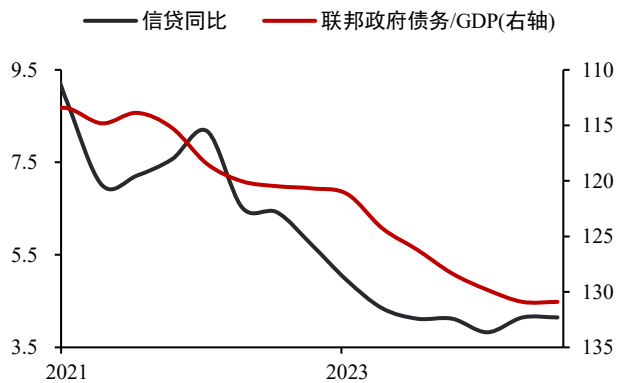
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：家庭信贷增速短期维持低位 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：政府被动加杠杆节奏放缓 | 单位：%，%GDP



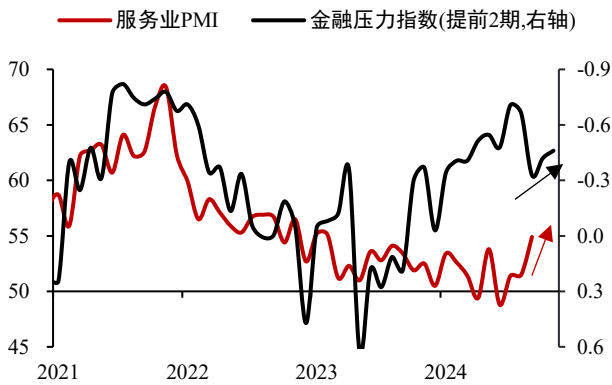
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

实体：就业回落，景气分化

三季度经济回落，10月非农回落。同步指标美国三季度GDP环比折年+2.8%（二季度+3.0%）。同时三季度核心PCE物价指数同比增速也超预期增长至+2.2%（预期+2.1%），9月单月核心PCE物价指数同比增速上升至+2.7%的水平。同时滞后指标显示11月初公布的10月非农就业低预期（环比增加1.2万，且连续两个月下修11.2万），而失业率数字保持在4.1%的水平不变。

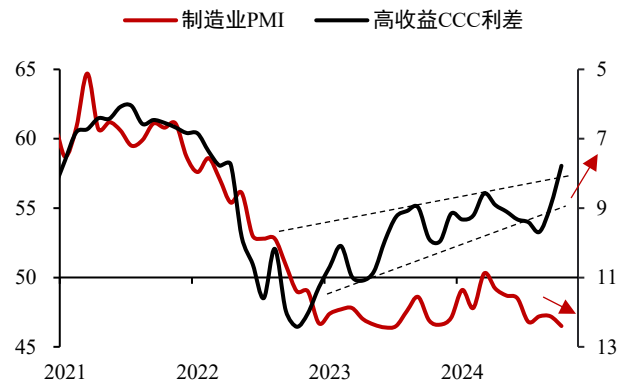
实体经济制造业和服务业景气度分化。在金融条件暂时宽松的状况下，10月份美国制造业PMI指数和非制造业PMI指数分化（服务业PMI回升至54.9但制造业PMI回落至46.5），高收益债利差和制造业出现大幅背离。关注本周大选是否会推动背离的收敛。

图9：货币条件和实体景气收敛 | 单位：指数点



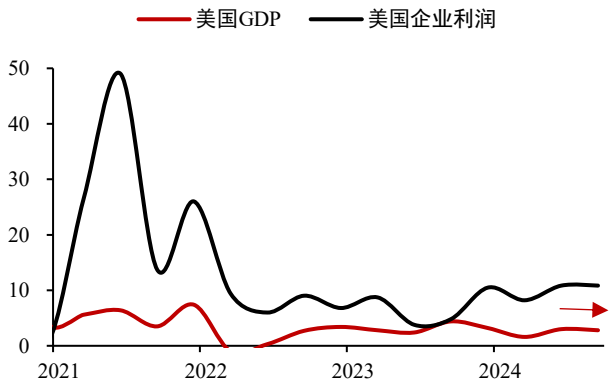
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图10：高利率下信用环境逐渐承压 | 单位：指数点，BP



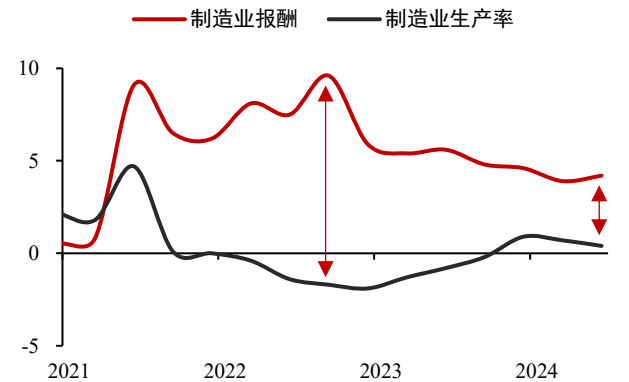
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图11：GDP未着陆但三季度略放缓 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图12：生产斜率放缓但与成本差扩大 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

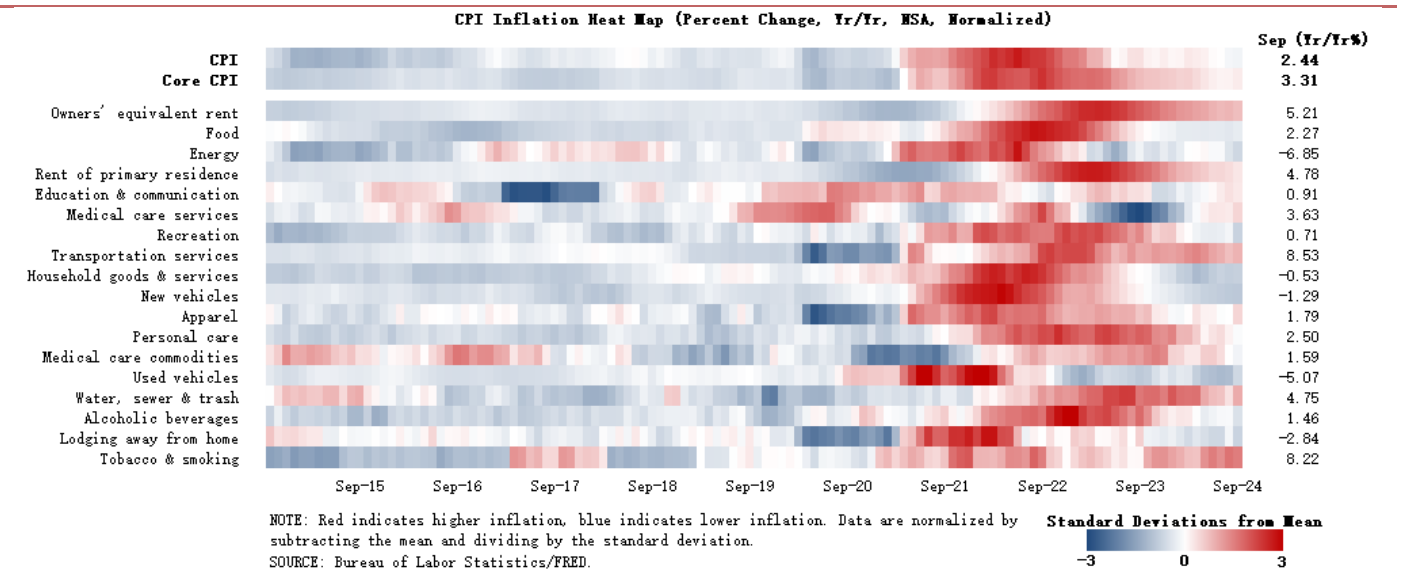
通胀：波动回落，趋势韧性

美国 9 月通胀热力图更新，显示出短期核心通胀表现温和，其中住房分项（OER 等效租金还在 5% 以上，但是 RPR 租金已经降至 5% 以下）虽然继续处在显著的红色偏暖的状态，但是短期有所稳定；从波动项来看，能源分项已经处在偏“冷”区间（同比-6.85%），但是交通运输分项已经上升至 8.5%，显示出内部物流层面的压力还未有效缓解。综合来看，通胀韧性仍在存在。

9 月 CPI 同比虽然已经降至 2.5%，但是核心 CPI 的同比走势继续表现出在 3% 以上的相对稳定。在波动较大的食品和能源分项中，食品继续放缓至 2.3%，同时能源项短期因 OPEC+ 延长减产和需求的放缓而回落，未来仍需要关注中东大和解背景下地缘压力的缓和对于能源供给的约束降低。

继续关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自去年年中开始逐渐企稳回升，尽管二季度增速有所放缓，但是从成本传导的角度来看，房地产市场价格的回升对于今年下半年开始的租金成本也将形成回升的压力，这点或继续增加美国核心通胀的“韧性”。

图 13：美国通胀热力图显示 9 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

利率：预计 11 月降息 25BP

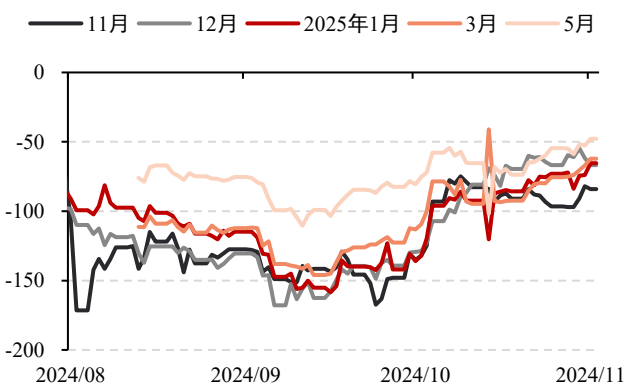
我们预计美联储 11 月份将继续降息 25BP。1) 从美国国内角度来看，10 月非农就业报告因受到飓风的影响，仅有 1.2 万人，增加了美联储采取降息行动的可能；同时，8 月 9 日均下修了就业人数共 11.2 万，使得三季度劳动力市场并不紧张。2) 从美国以外的角度来看，10 月份加拿大央行将降息幅度抬升至 50 个基点，显示出金融市场流动性的需求正快速上升。从市场波动条件下政策协调的角度来看，我们预计在经济的不稳定性（就业放缓）和金融市场流动性压力（ONRRP 回落）的不确定性条件下，美联储 11 月继续降息 25 个基点。

表 1：美联储 9 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	2.0	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
6 月预测	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5		1.6-2.5
失业率	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
6 月预测	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3		3.5-4.5
PCE	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
6 月预测	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3		2.0
核心 PCE	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	
6 月预测	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1			2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3		
加息路径															
利率	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
6 月预测	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9		2.4-3.8

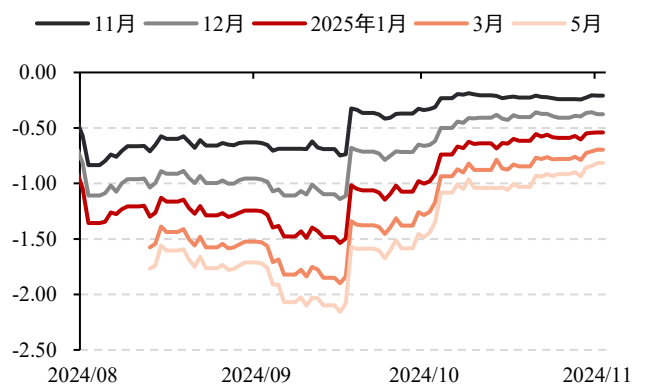
资料来源：FOMC 华泰期货研究院

图 14：市场预期 11 月降息 25BP | 单位：%*pct*



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：年内降息空间降至 50BP | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

资产负债表：关注转变可能

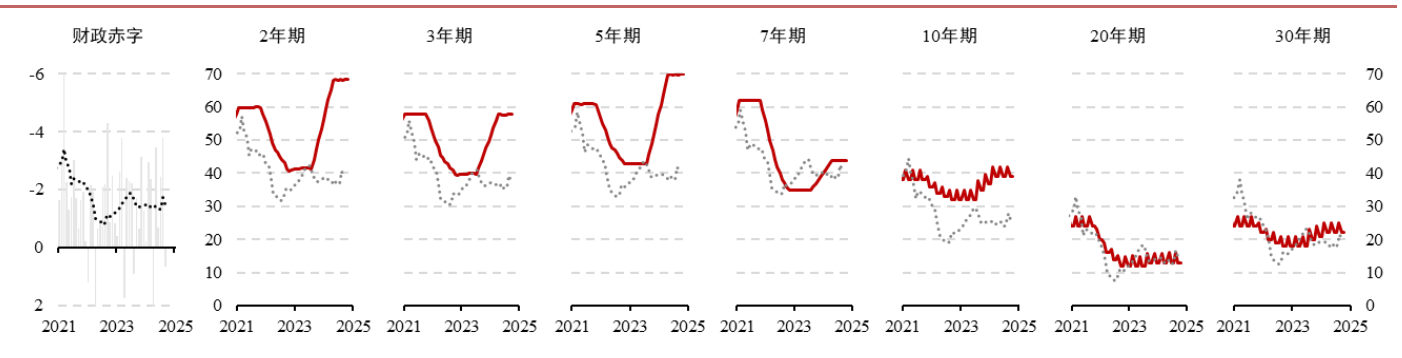
财政：关注大选落地后预期变化

11月美国财政部四季度再融资计划 (Quarterly refunding) 设在 1250 亿美元不变，且维持长债拍卖规模和指引不变。需要关注美国大选对于债务融资变化的新影响。

从总量上来看，新一届政府可能都不得不面临将在1月初恢复的联邦债务上限的制约；

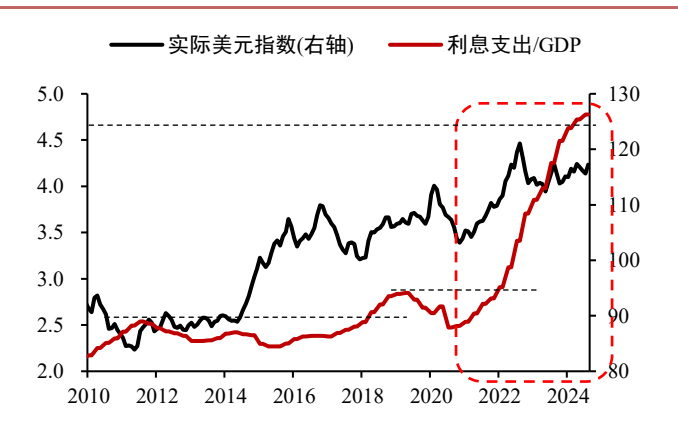
从结构上来看，目前竞选纲领显示，特朗普和哈里斯都没有把削减赤字作为竞选的核心内容，意味着在未来某个时间点，长期债务发售规模的增加不可避免。

图 16：美国国债发行短期化特征 | 单位：亿美元



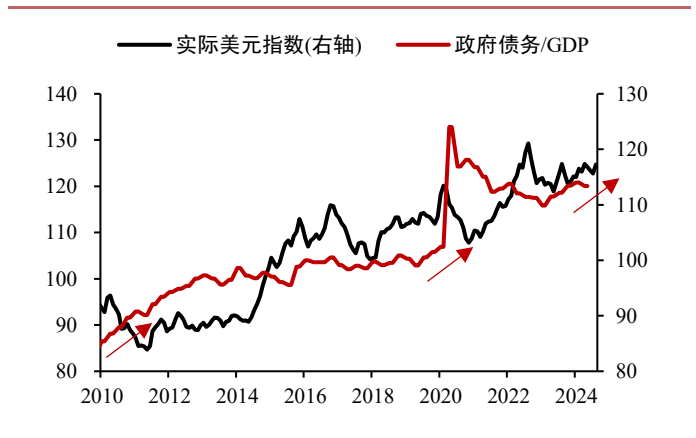
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17：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 18：政府债务回升和美元指数 | 单位：%



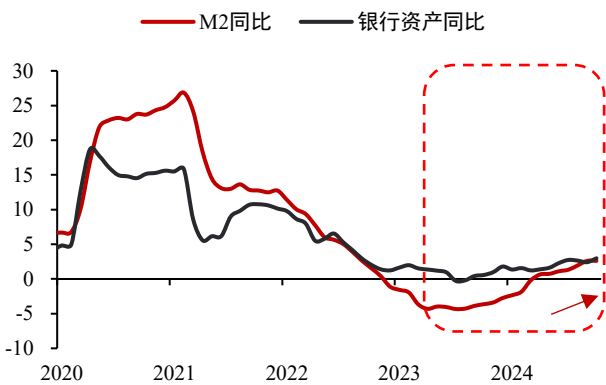
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

货币：关注 RRP 回落后政策变化

继续关注长端利率的回升，收益率曲线陡峭化未结束。9 月美联储降息“50BP”政策落地以来，美债收益率曲线呈现出持续的陡峭化特征——短端的降息周期和长端的经济表现暂时“不错”。从微观结构上来看，短期债券的增量发行和长期债券的限制发行，基于收益率曲线陡峭化天然的条件。

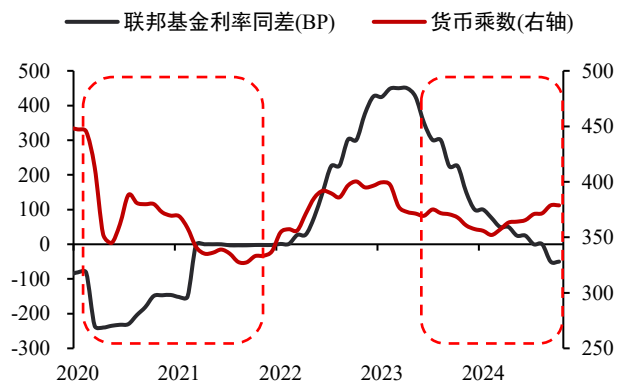
收益率曲线的变动需要联储资产负债表政策的配合。尽管市场加大对于“特朗普交易”或“哈里斯交易”驱动的长端利率上行预期影响，但是当 10 月大选前宏观稳定性的真实需求上升，市场的交易从预期走向现实的背景下，对于仍处于高利率环境下的实体经济仍面临增量的挑战，财政能否有效扩张来改善实体需求的压力，对于货币政策的协调提出了新的要求，目前来看，ONRRP 余额已经降至 6000 亿美元的低水平，未来资产负债表政策转变的概率在上升。

图 19：M2 和银行总资产对比 | 单位：%YoY



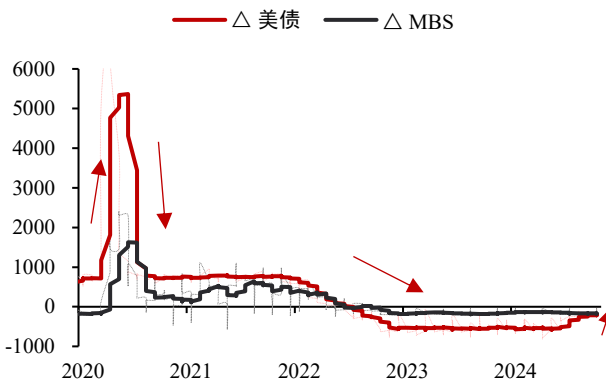
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 20：美联储利率和货币乘数对比 | 单位：BP



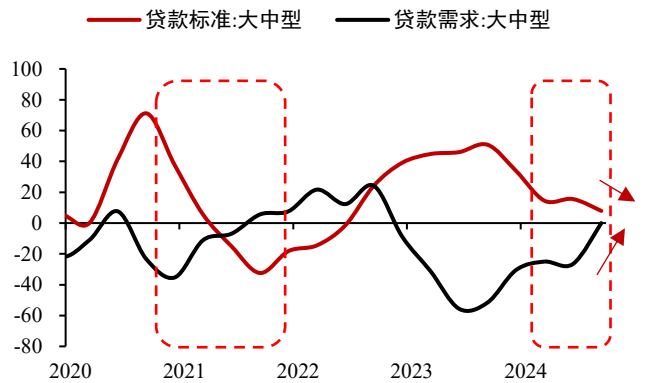
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 21：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 22：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：关注风险的可能

在大选风险驱动下，我们短期调整美联储策略至风险情景。事件判断上，我们基准预计美联储 11 月将贴近市场预期的进行降息 25 个基点，以降低和市场分歧。我们基准预计美联储缩债政策暂时将延续，虽然美债供给 2025 年增加，但是四季度仍将保持谨慎。

基于此，我们认为美联储 11 月政策的缺乏进一步宽松，或给金融市场带来风险。

美元：短期风险情景下增加波动率多头 (+VIX) 和欧元空头 (-EUR)。

美债：短期风险情景下收益率曲线逆转陡峭化走向扁平化 (-2s10s)。趋势的角度，预计风险将抬升市场对美联储未来更快降息的定价 (+2s)。

中债：短期风险情景下非美收益率曲线也将受到冲击，有扁平化压力 (-2s10s)。趋势的角度，我们认为长端利率短期虽有波动，但长期仍有调整压力不变，维持 T 和 TL 看空不做空的判断。

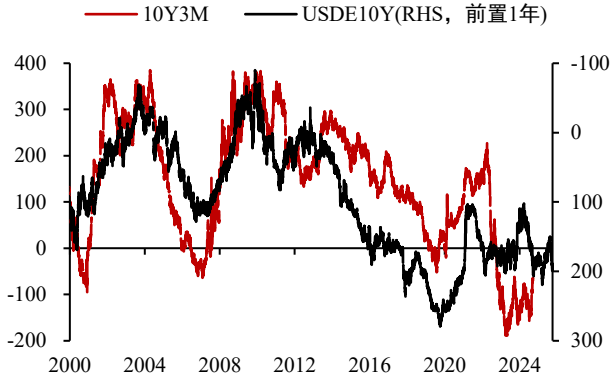
商品：短期风险情景下，对于工业品的消费需求一方面短期的需求将增加，另一方面政策对冲预期的增强也将提升市场对长期消费提升的定价。建议关注商品调整后的配置型机会。

表 2：美联储交易宏观策略跟踪

		策略	跟踪	策略	跟踪	策略
			8 月 26 日		11 月 1 日	
美元	波动率	+VXZ.B	50.29	等待	54.301	买入
	欧元	-6E0W.CME	1.1172	等待	1.0852	卖出
美债	曲线	$+2 \times @ZT0W.CBT - 1 \times @ZN0W.CBT$	93.078	等待	95.875	卖出
	方向	$+@ZT0W.CBT$	103.328	等待	102.883	买入
		$-@ZN0W.CBT$	113.578	等待	109.891	等待
中债	曲线	$+2 \times TS00.CFE - 1 \times T00.CFE$	98.502	等待	98.837	卖出
	方向	+TS00.CFE	102.216	等待	102.516	买入
		-T00.CFE	105.93	等待	106.195	等待

资料来源：iFinD 华泰期货研究院

图 23: 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 24: 美债陡峭化的经济影响 | 单位: BP



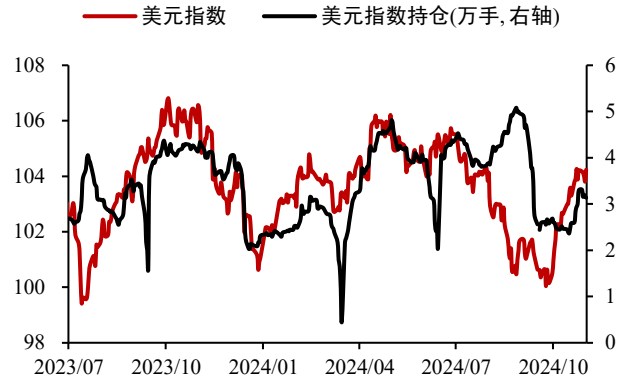
数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 25: 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 26: 美元指数期货持仓回升 | 单位: 万手



数据来源: iFinD 华泰期货研究院

图 27: 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 28: 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