



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 海外宏观经济与汇率展望

专题汇报

2024/03/01

钟俊轩（宏观金融组）

☎ 0755-23375141

✉ zhongjunxuan@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03112694

蒋文斌（宏观金融组）

👤 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196

# 目录

CONTENTS



01 2023年美联储超预期紧缩

04 海外经济数据与货币政策预期

02 海外经济形势回顾

05 美国财政部再融资会议

03 2024年美联储货币政策

06 央行货币政策视角下的美元指数

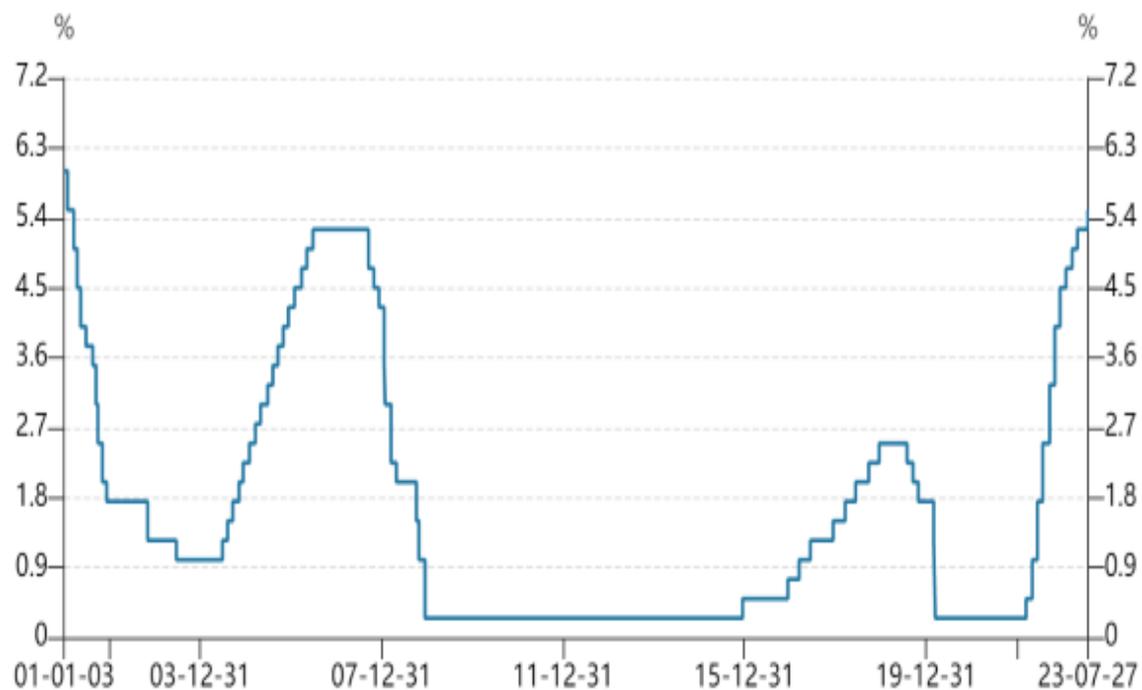
01

---

# 2023年美联储超预期紧缩

# 美联储紧缩货币政策力度超越市场预期

图1：联邦基金目标利率上限（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

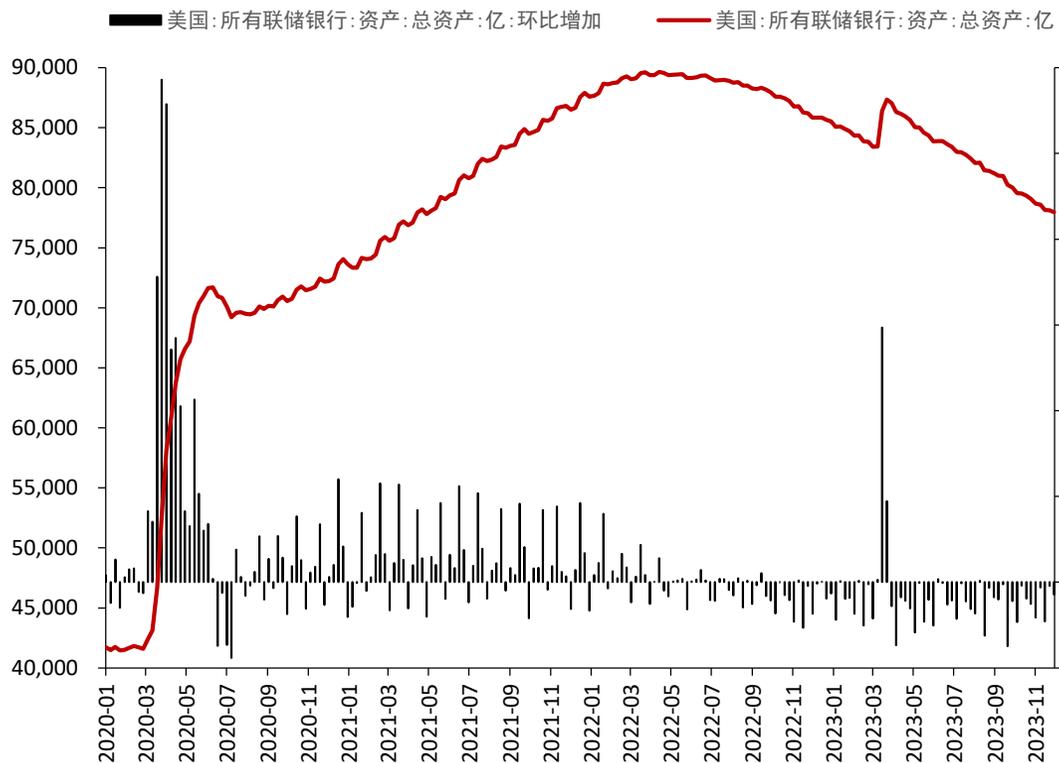
图2：9月份议息会议美联储官员对于美国经济及货币政策的预期（%）

Variable	Median <sup>1</sup>				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

资料来源：Fed、五矿期货研究中心

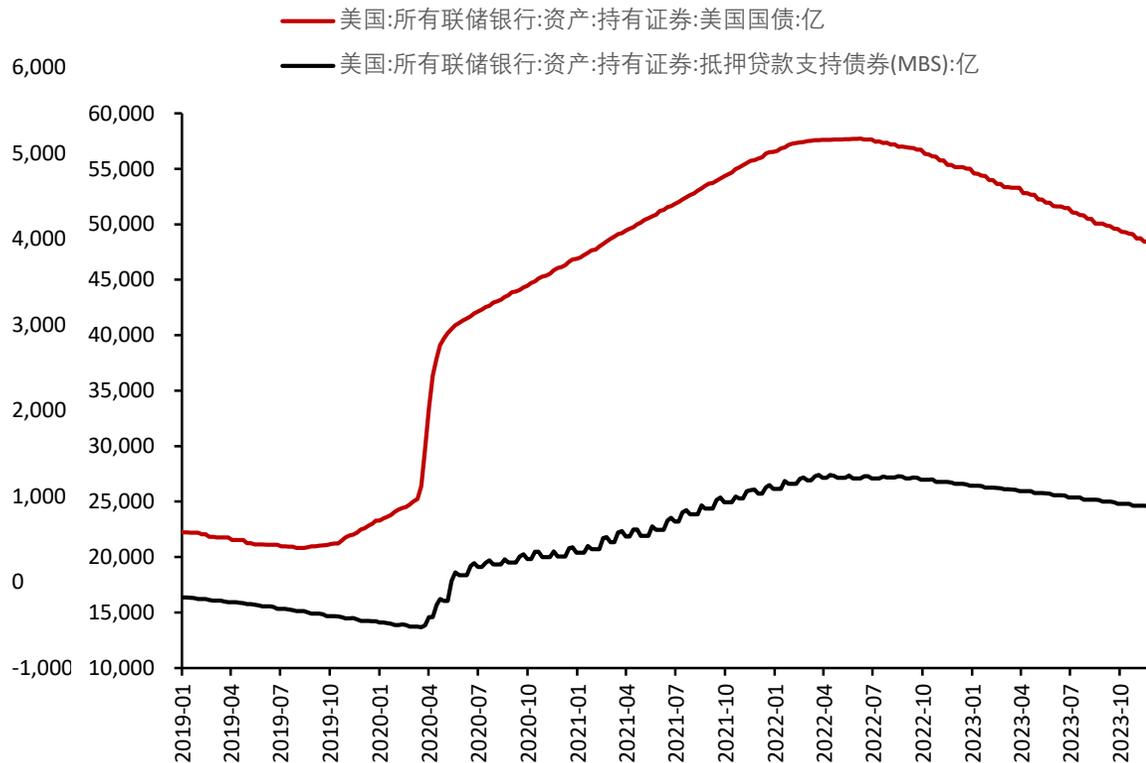
# 美联储资产负债表持续收缩

图3：美联储资产负债表规模（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

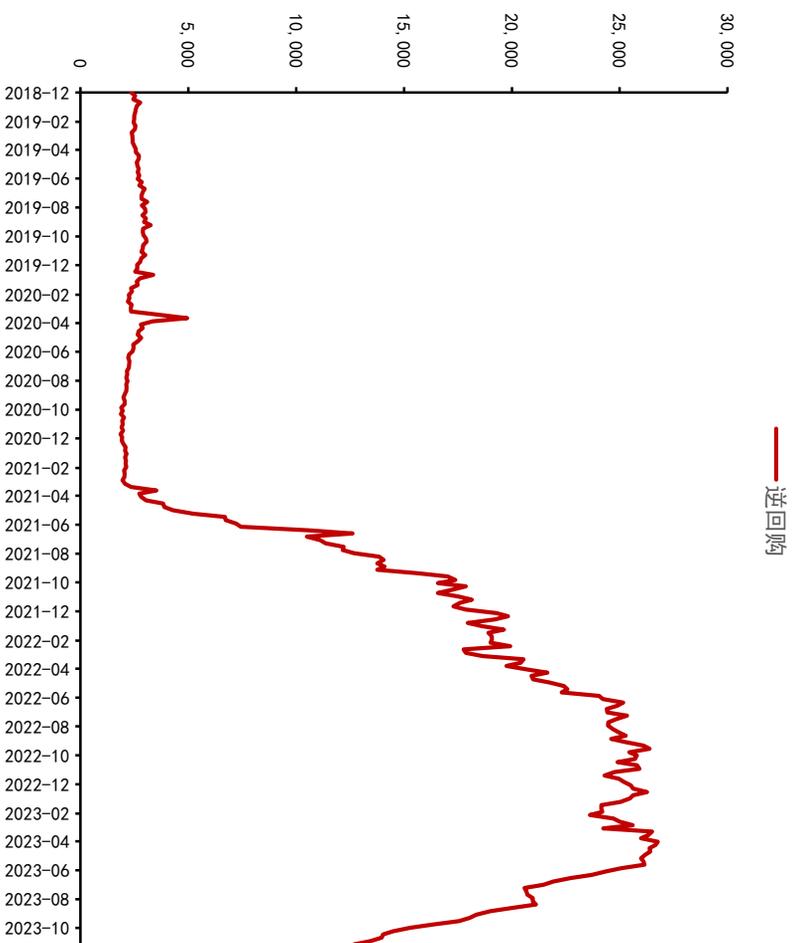
图4：美联储持有证券规模（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

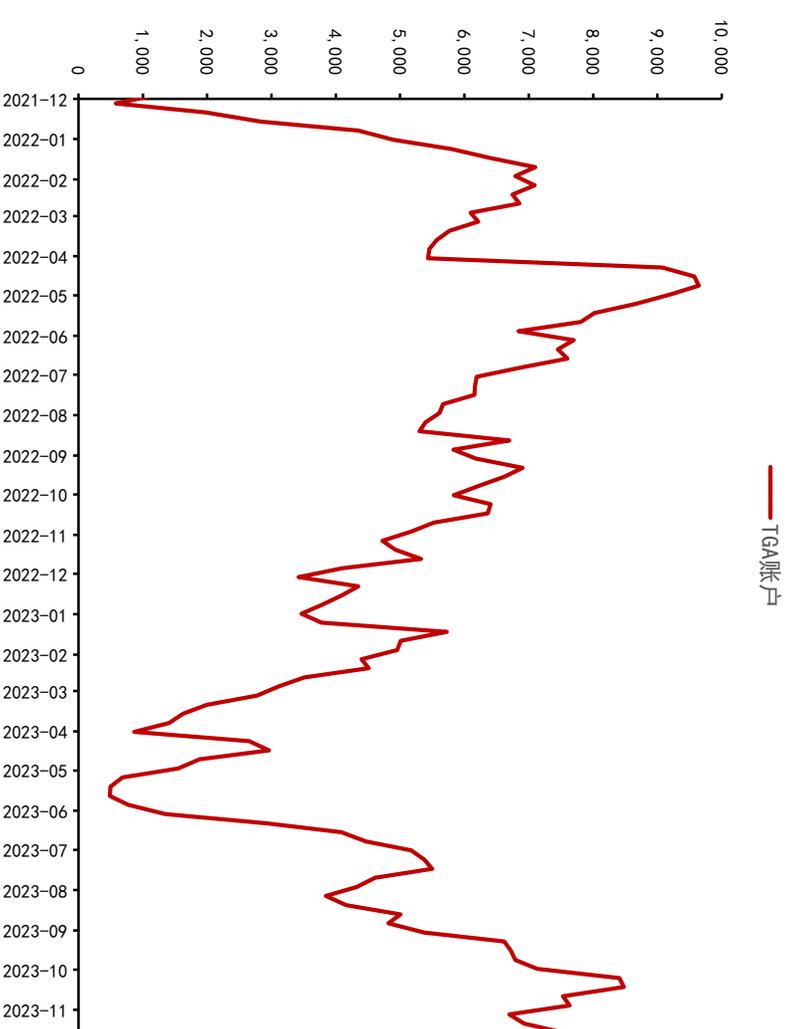
# 美联储资产负债表：负债端

图5：美联储隔夜逆回购余额（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

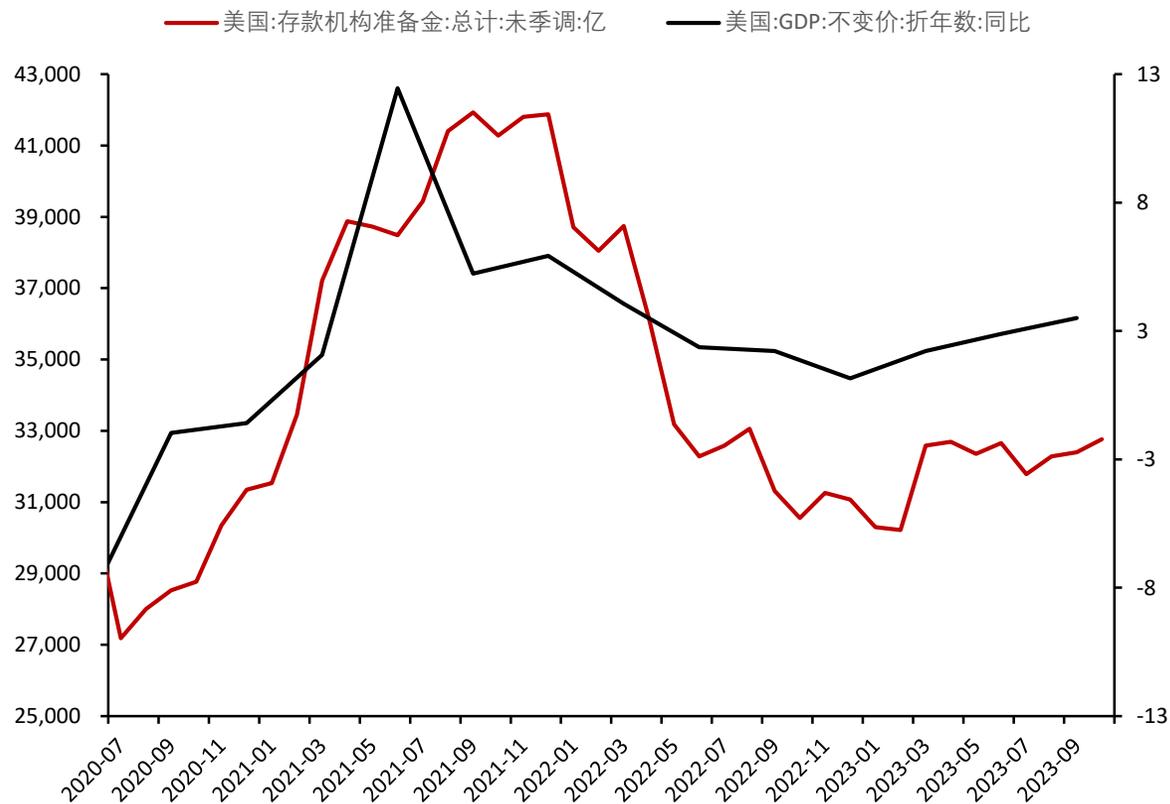
图6：美国财政部一般账户（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

# 隔夜逆回购余额支撑美元流动性

图7：美国银行准备金余额（亿美元）与美国经济同比增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

# 美联储资产负债表持续收缩

图8：美联储资产负债表分项（亿美元）

美联储资产负债表变化（单位：亿美元）								
资产端	2024-01-17	2023-01-18	变化情况	负债端	2024-01-17	2023-01-18	变化情况	
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,851.91	22,448.69	403.22	
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆向回购协议	9,363.23	25,032.62	-15,669.39	
硬币	14.48	12.35	2.13	存款	45,328.48	37,011.78	8,316.70	
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	75,771.91	83,797.37	-8025.46	存款机构其他存款（准备金）	35,923.27	31,182.37	4,740.90	
持有证券	71,580.81	80,790.10	-9209.29	美国财政部一般账户（TGA）	7,735.44	3,775.00	3,960.44	
持有证券：美国国债	47,240.25	54,367.22	-7126.97	外国官方	96.90	89.34	7.56	
国债：短期	2,137.49	2,872.31	-734.82	其他存款	1,572.88	1,965.08	-392.20	
国债：通胀补偿	1,116.81	1,019.06	97.75	延迟入账现金项目	3.20	2.93	0.27	
国债：中长期名义	40,383.72	46,726.07	-6342.35	财政部门对信贷部门的援助	74.38	153.47	-79.09	
国债：中长期通胀指数	3,602.22	3,749.79	-147.57	其他负债应计股息	-1,312.30	-177.36	-1,134.94	
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	76,308.90	84,472.13	-8,163.23	
持有证券：资产抵押支持证券MBS	24,317.10	26,399.40	-2082.30					
当前持有的未摊销证券溢价	2,775.67	3,122.56	-346.89					
当前持有的未摊销证券折扣	-256.18	-274.07	17.89					
正向回购协议	0.00	0.01	-0.01					
其他贷款	1,671.61	158.77	1512.84					
托收中项目	0.47	0.85	-0.38					
银行不动产	4.34	4.76	-0.42					
中央银行流动性互换	2.16	1.98	0.18					
外币计价资产	181.29	189.46	-8.17					
其他联储资产	443.91	423.20	20.71					
总资产	76,737.41	84,890.39	-8152.98					

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

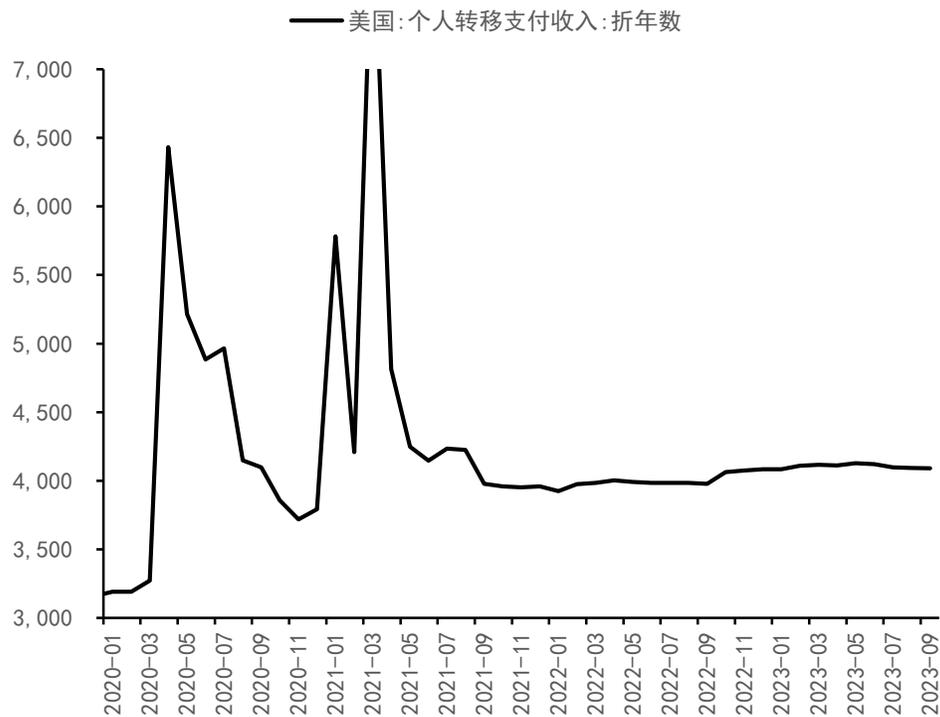
02

---

# 海外经济形势回顾

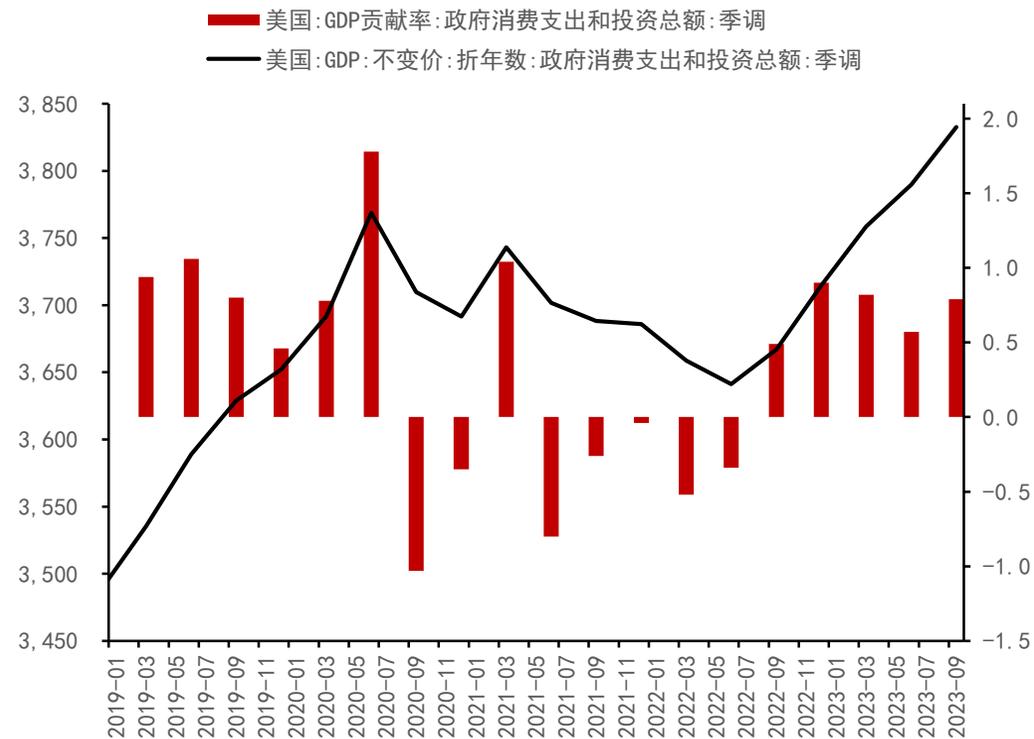
# 美国扩张性财政政策支持其经济维持相对韧性

图9：美国个人转移支付收入折年数（十亿美元）



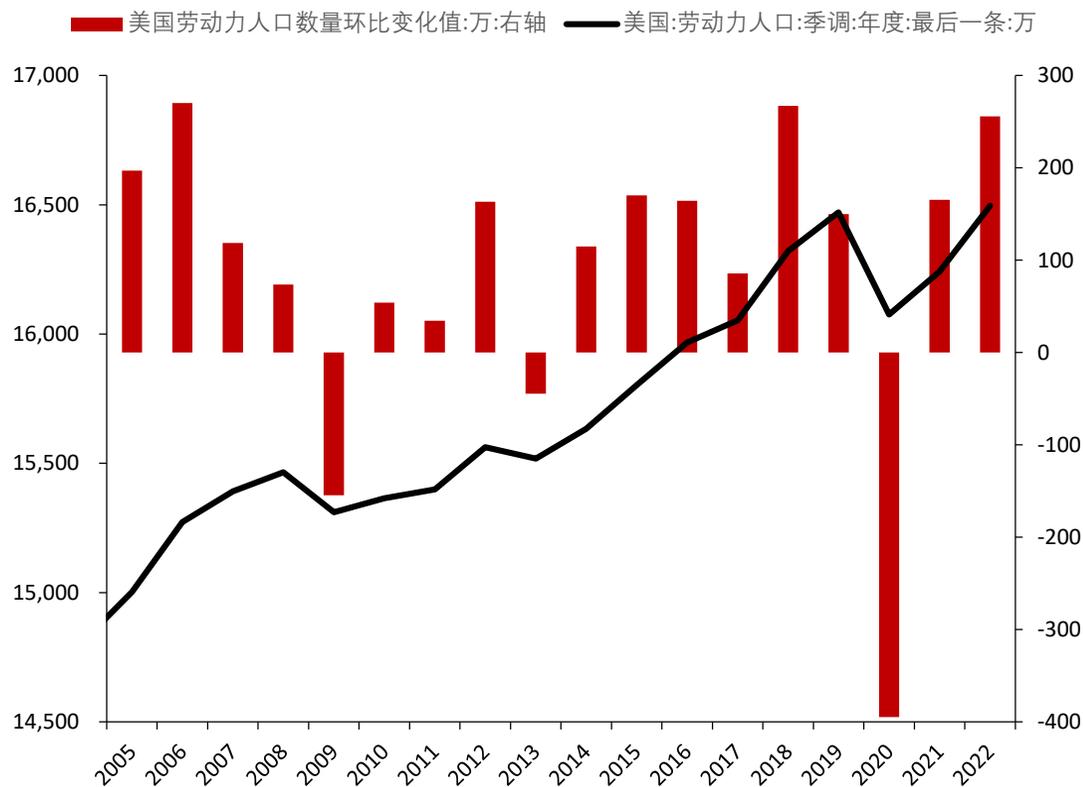
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图10：美国政府消费支出和投资总额（十亿美元）及其GDP贡献率（右轴：%）



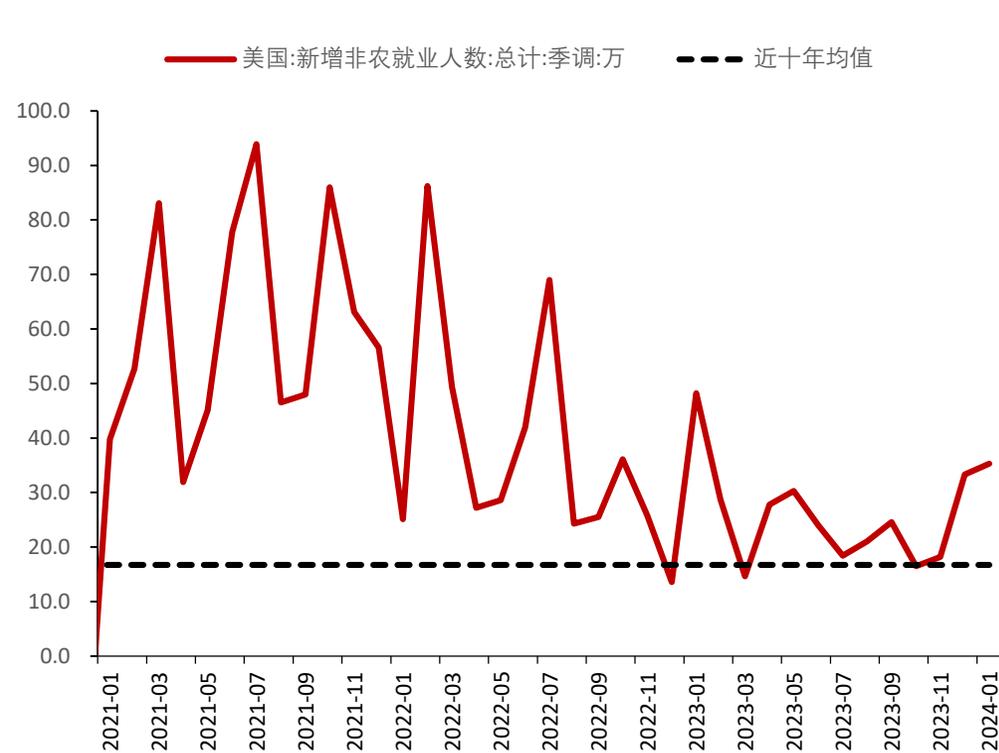
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11: 美国劳动力人口数量及环比变化值 (万人)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图12: 美国新增非农就业人数及近十年均值 (万人)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

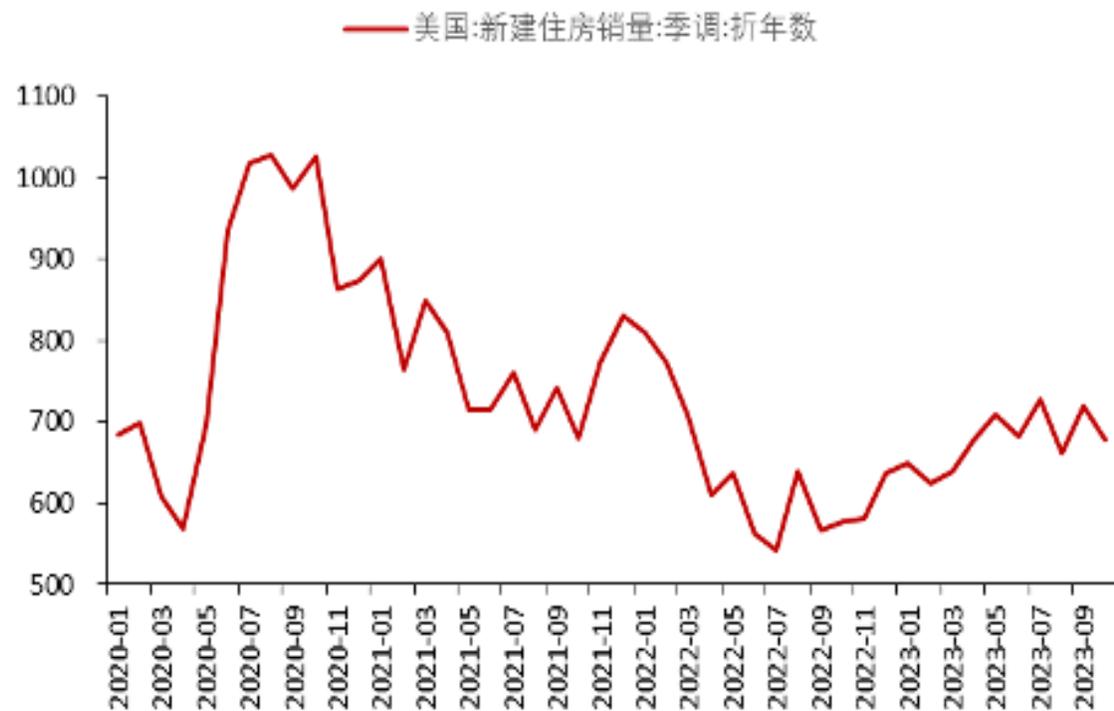
# 美国房地产市场虽有韧性，却已出现走弱迹象

图13：美国三十年期抵押贷款固定利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图14：美国新建住房销售数（折年数：千套）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

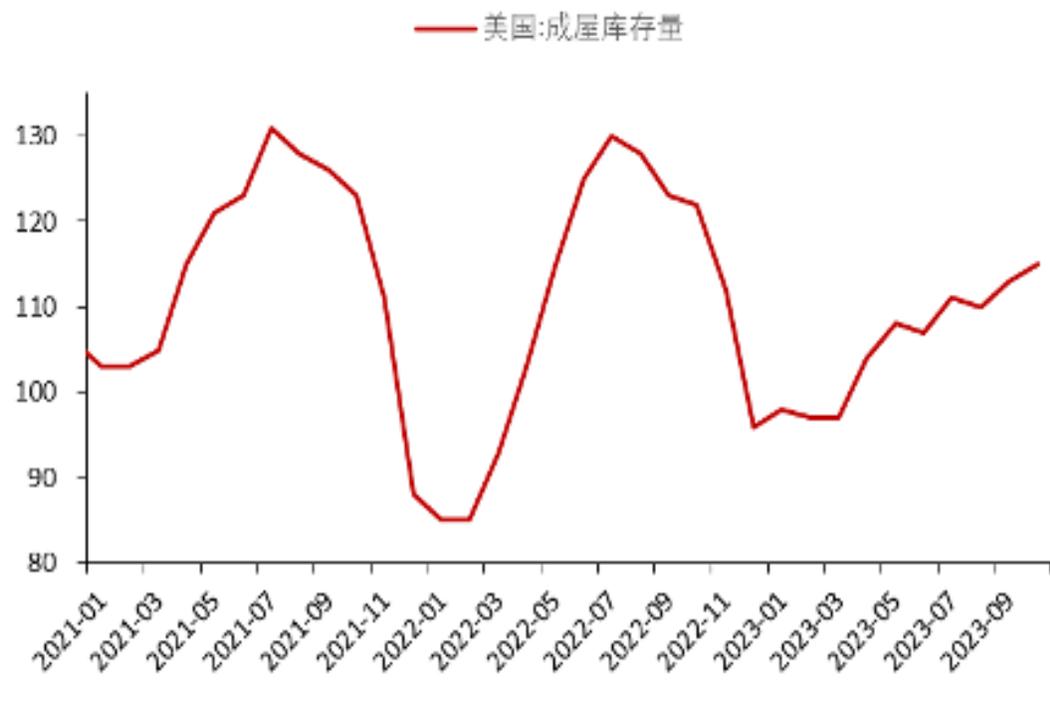
# 美国房地产市场虽有韧性，却已出现走弱迹象

图15: 美国成屋销售折年数 (万套)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图16: 美国成屋库存量 (万套)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

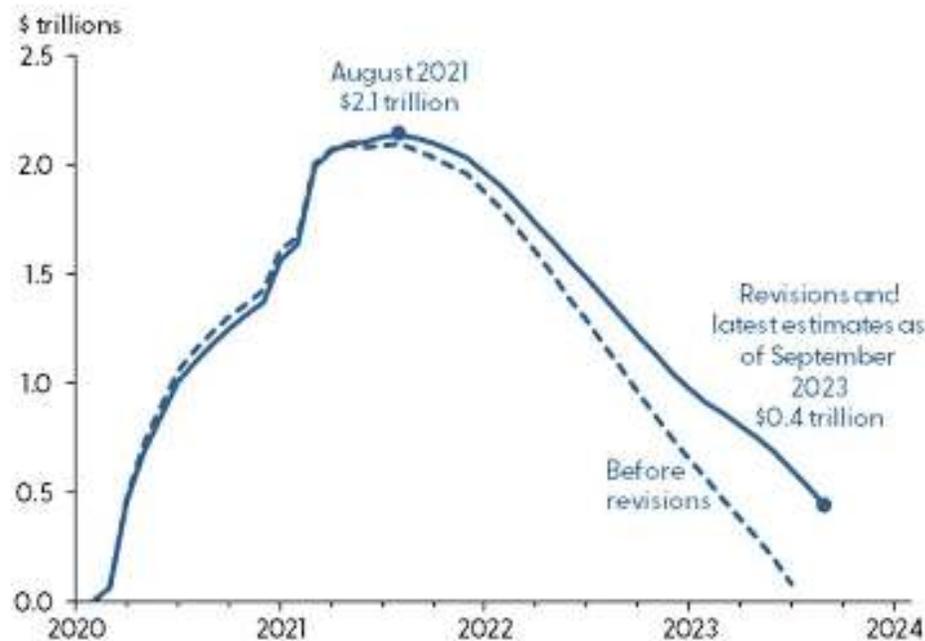
# 判断美国经济走向的关键：居民消费

图17：美国GDP增长贡献度占比（%）

%	GDP占比	2022		2023	
		Q4	Q1	Q2	Q3
<b>GDP增长</b>	<b>100</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>4.9</b>
个人消费支出	<b>67.8</b>	<b>0.79</b>	<b>2.54</b>	<b>0.55</b>	<b>2.69</b>
商品	<b>22.6</b>	-0.01	1.14	0.11	1.08
服务	<b>45.3</b>	0.8	1.4	0.44	1.62
国内私人投资总额	<b>17.7</b>	<b>0.62</b>	<b>-1.69</b>	<b>0.9</b>	<b>1.47</b>
固定资产投资	<b>17.4</b>	-0.99	0.53	0.9	0.15
非住宅	<b>13.5</b>	0.24	0.76	0.98	0
住宅	<b>3.9</b>	-1.23	-0.22	-0.09	0.15
私人存货变动	<b>0.4</b>	1.61	-2.22	0	1.32
商品和服务净出口	<b>-2.8</b>	<b>0.26</b>	<b>0.58</b>	<b>0.04</b>	<b>-0.08</b>
政府消费支出和投资总额	<b>17.3</b>	<b>0.9</b>	<b>0.82</b>	<b>0.57</b>	<b>0.79</b>

资料来源：BEA、五矿期货研究中心

图18：美国居民超额储蓄估算（万亿美元）



资料来源：旧金山联储、五矿期货研究中心

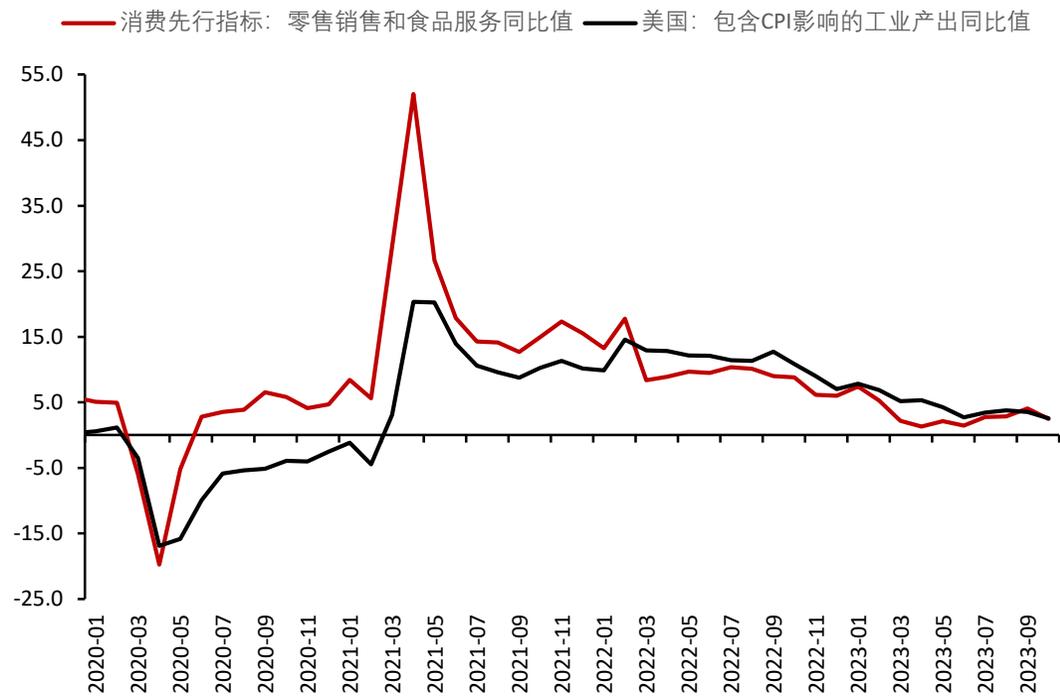
# 美国居民消费高频指标已出现走弱迹象

图19：美国信用卡违约率（%）



资料来源：FRED、五矿期货研究中心

图20：美国零售销售和食品服务同比值及包含CPI的工业产出同比值（%）



资料来源：FRED、五矿期货研究中心

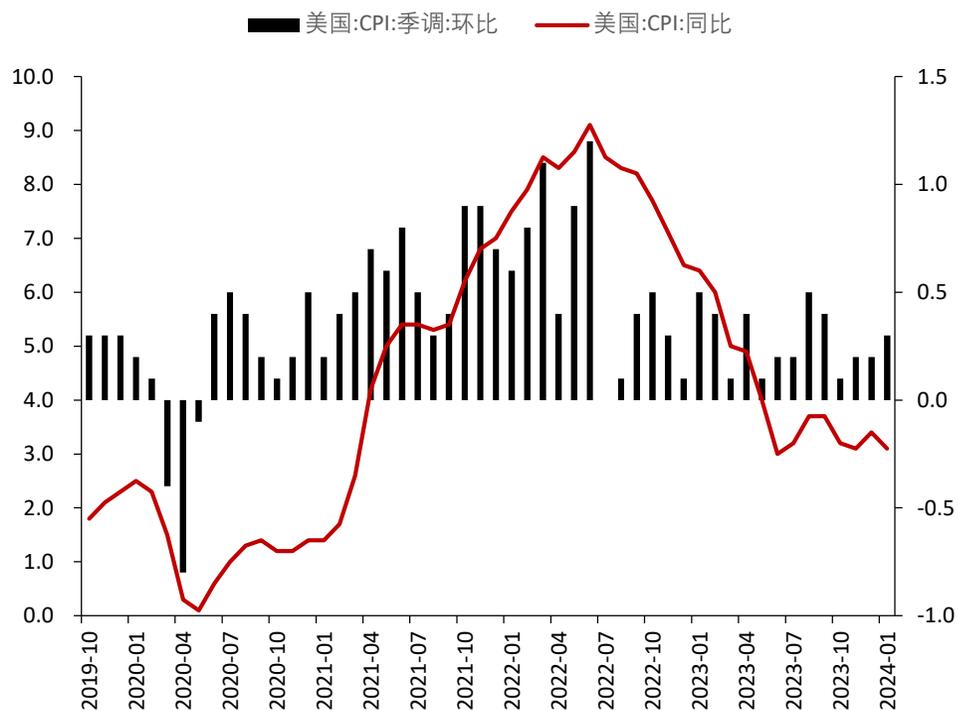
03

---

# 2024年美联储货币政策

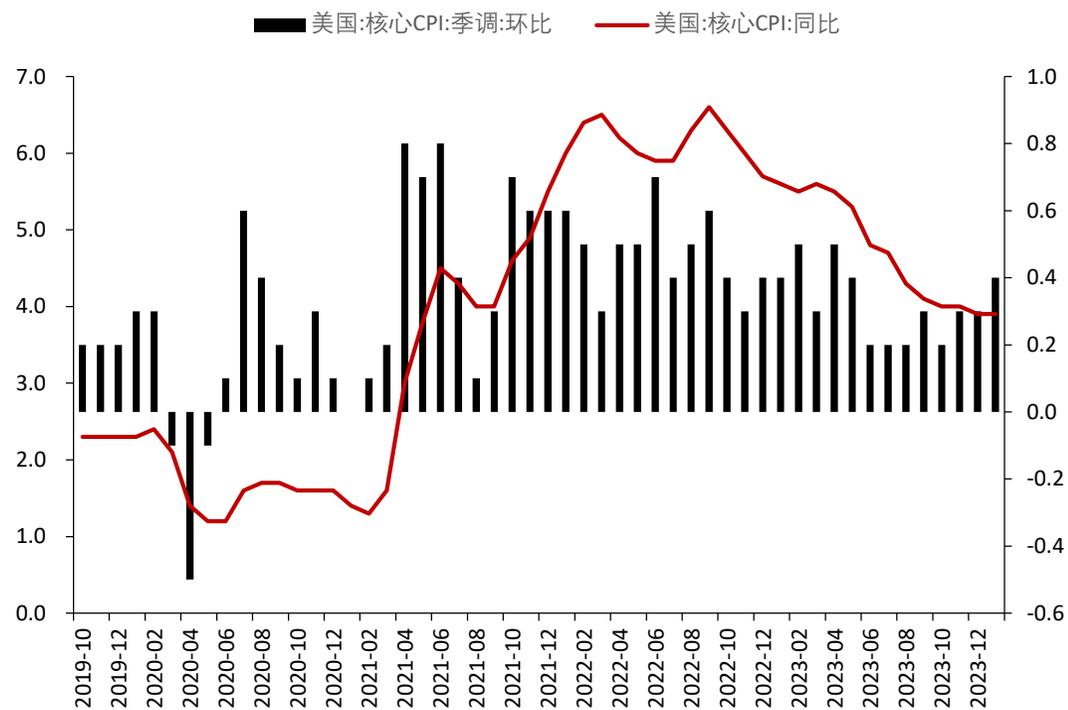
# 美国通胀情况较加息周期开始节点已出现缓和

图21：美国CPI同比及环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图22：美国核心CPI同比及环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23：美国财政预算（十亿美元）

	2022	2023	2024
<b>Outlays:</b>			
Discretionary programs:			
Defense .....	752	800	880
Non-defense .....	912	936	992
Subtotal, discretionary programs .....	1,664	1,736	1,872
Mandatory programs:			
Social Security .....	1,212	1,346	1,459
Medicare .....	747	821	842
Medicaid .....	592	608	556
Other mandatory programs .....	1,581	1,200	1,060
Subtotal, mandatory programs .....	4,133	3,975	3,916
Net interest .....	476	665	796
Total outlays .....	6,273	6,376	6,584

资料来源：美国白宫、五矿期货研究中心

图24：美国财政部利息支出（亿美元）



资料来源：FRED、五矿期货研究中心

1. 相较于白宫的预测，CBO（财政预算办公室）对于利息支出的预测水平更高，CBO预期2024年净利息支出将达到8700亿美元，2025年净利息支出将达到9510亿美元。

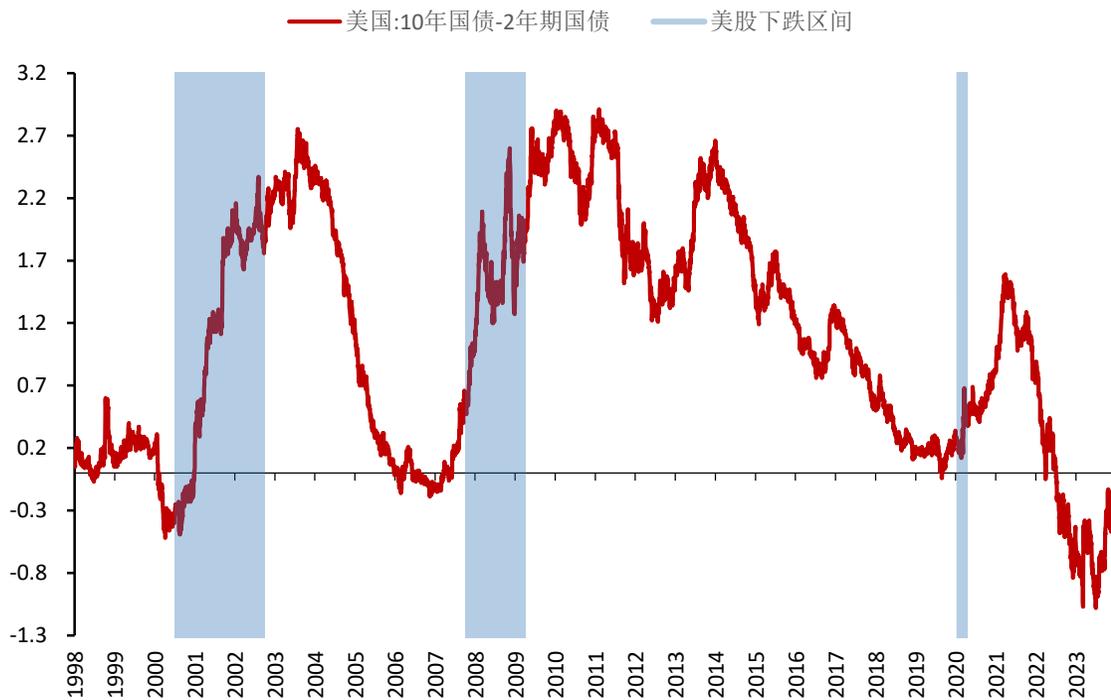
# 当前美联储的利率政策已处于极具限制性的水平

图25：美国长期国债平均实际利率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图26：美债收益率10Y-2Y（%）以及美股下跌区间（蓝色阴影部分）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

# 市场仍定价六月份后联储政策利率下行

图27：CME利率观测器显示市场预期的联储政策利率路径

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	97.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	16.7%	82.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.4%	53.3%	37.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.2%	33.0%	44.6%	17.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	24.6%	41.1%	25.4%	5.1%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	14.6%	33.2%	32.9%	14.9%	2.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.3%	10.3%	26.9%	33.0%	20.9%	6.6%	0.8%
2025/1/29	0.0%	0.8%	6.5%	19.9%	30.4%	26.1%	12.7%	3.3%	0.4%
2025/3/12	0.3%	2.8%	11.3%	23.7%	28.9%	21.3%	9.3%	2.2%	0.2%

资料来源：CME利率观测器、五矿期货研究中心

1. 美联储理事鲍曼在周二表示，并不急于降息，在考虑未来对于政策利率立场变化时要保持谨慎态度。
2. 当前利率观测器显示市场对于美联储今年的降息预期只剩下三次，但联储货币政策步入宽松仍是具备确定性的。

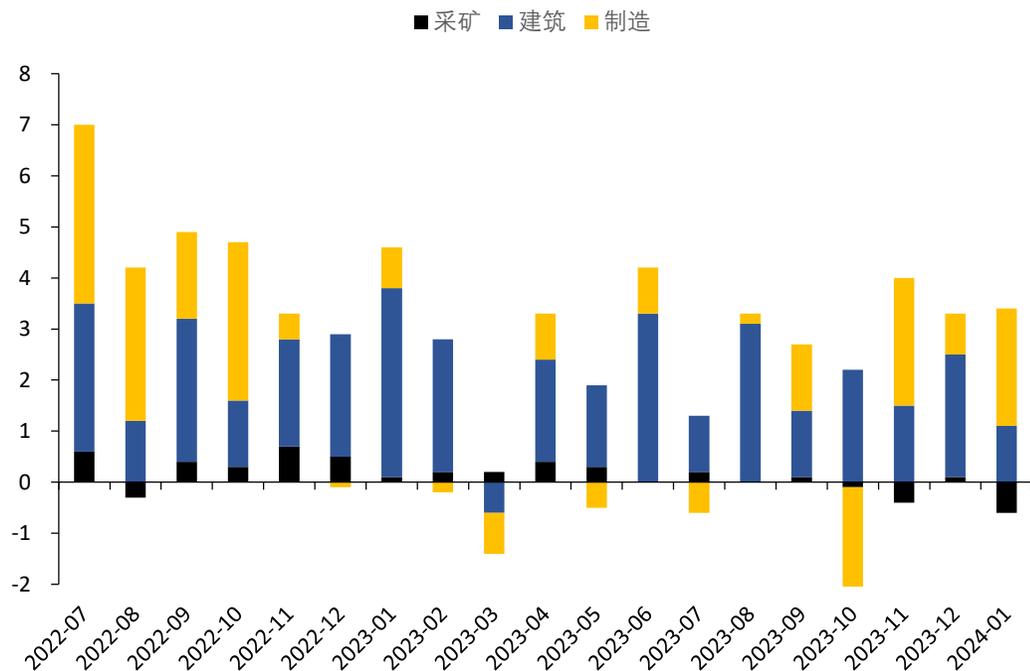
04

---

# 海外经济数据与 货币政策预期

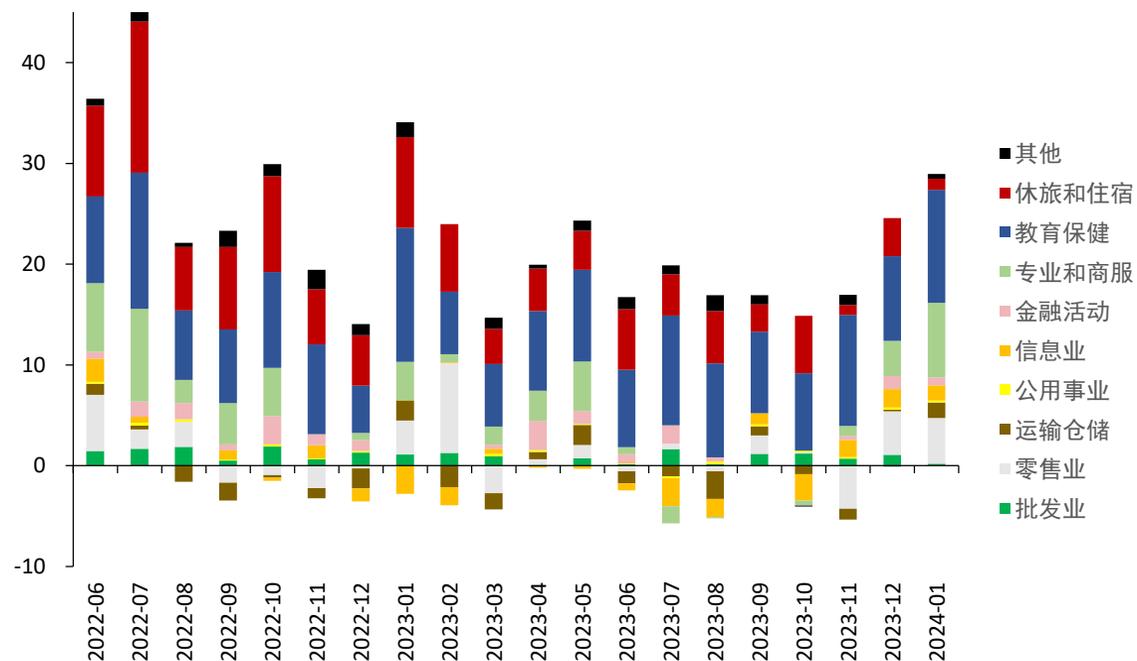
# 美国近两个月非农就业数据具有韧性

图28：美国非农就业商品制造分项（万人）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图29：美国非农就业服务业分项（万人）

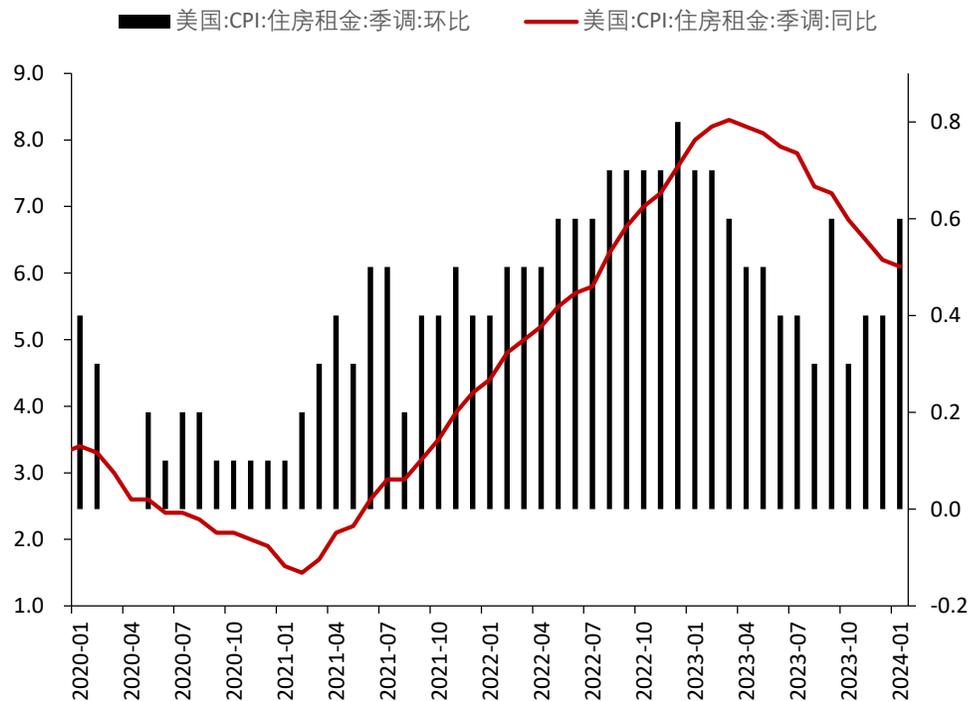


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 美国1月非农就业人口变动数为35.3万人，超过预期的18.5万人，12月非农就业数据由21.6万人上修至33.3万人。数据显示美国劳动力市场的火热，新增非农就业人口数总体在十年均值之上。
2. 不同于前期依赖教育保健部门就业，1月服务业部门就业则呈现全面上升的态势，其中专业和商服新增就业人数为7.4万人，高于12月的3.5万人和11月的1万人。教育和保健服务新增就业人数达到11.2万人，达到2023年1月以来的新高。

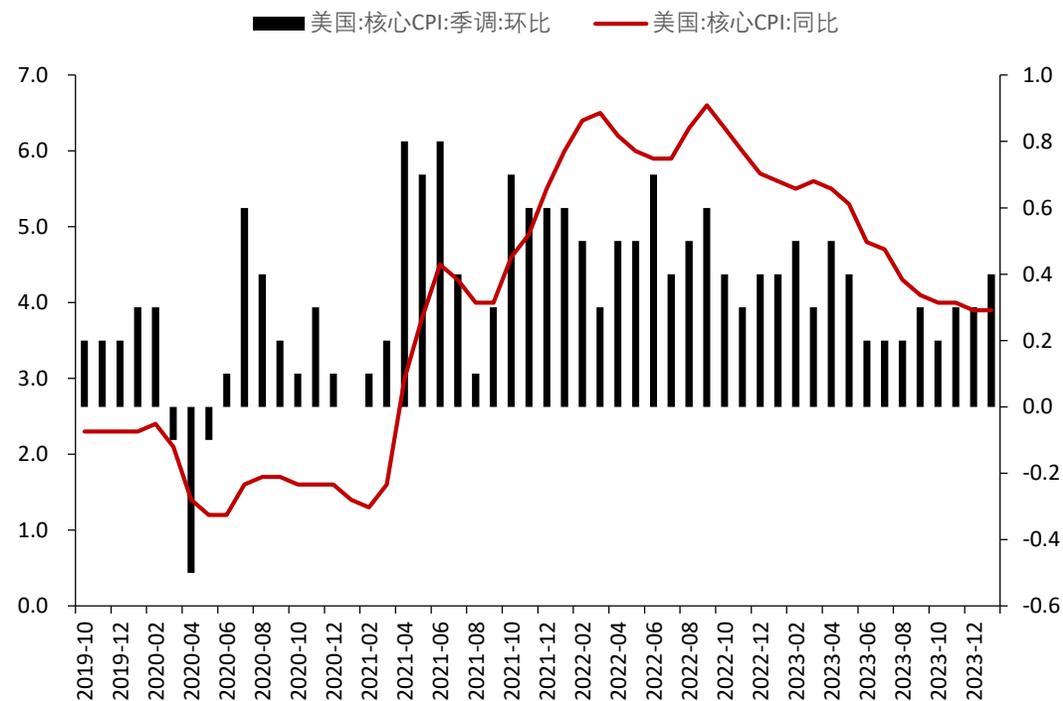
# 美国通胀数据具有韧性，住房通胀去化缓慢

图30：美国CPI住房租金分项同比及环比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图31：美国核心CPI季调同比及环比（%）

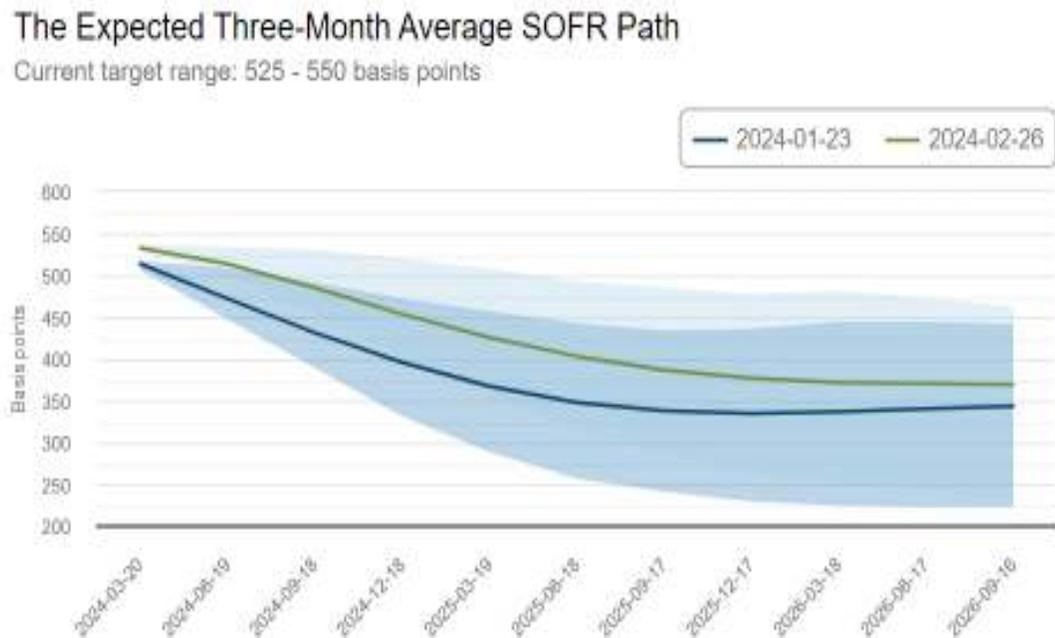


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 美国1月住房通胀CPI季调同比值为6.1%，季调环比值为0.6%。住房通胀CPI占到美国CPI的权重达到34%。
2. 美国1月核心CPI同比值为3.9%，环比值为0.4%，核心通胀仍具备韧性。

# 近期宽松货币政策预期有所回落，但货币政策转变仍有确定性

图32：亚特兰大联储利率观测器



资料来源：亚特兰大联储、五矿期货研究中心

图33：CME利率观测器显示五月份联储议息会议降息概率



05

---

# 美国财政部再融 资会议

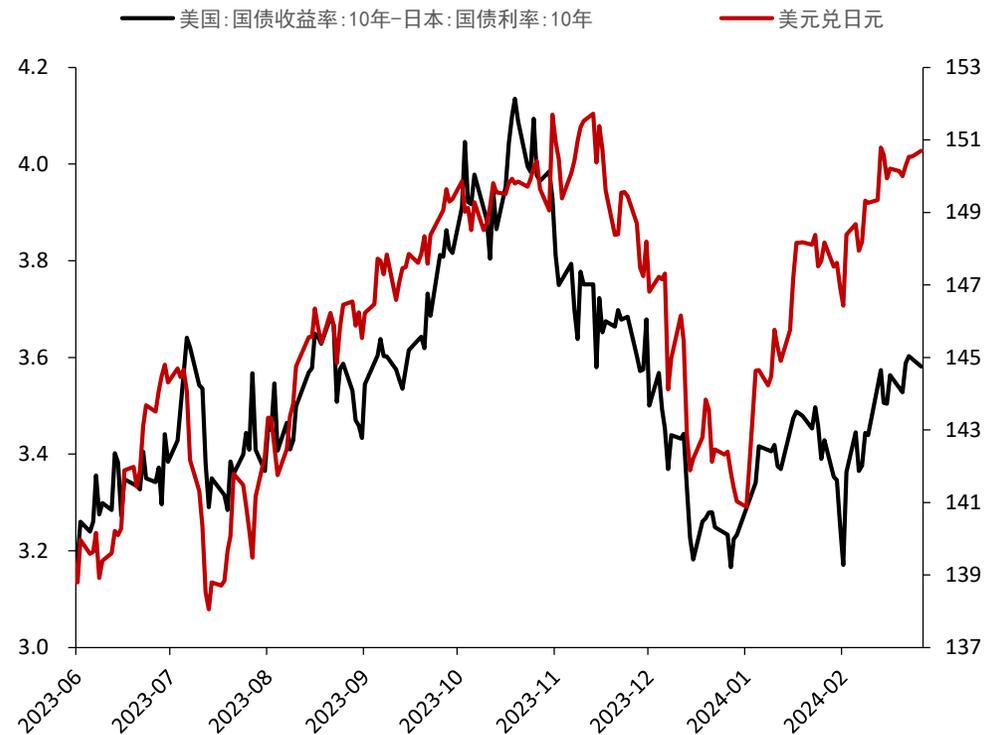
# 利差对于汇率的影响

图34：美欧利差（%）与美元对欧元汇率



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图35：美日利差（%）与美元兑日元汇率

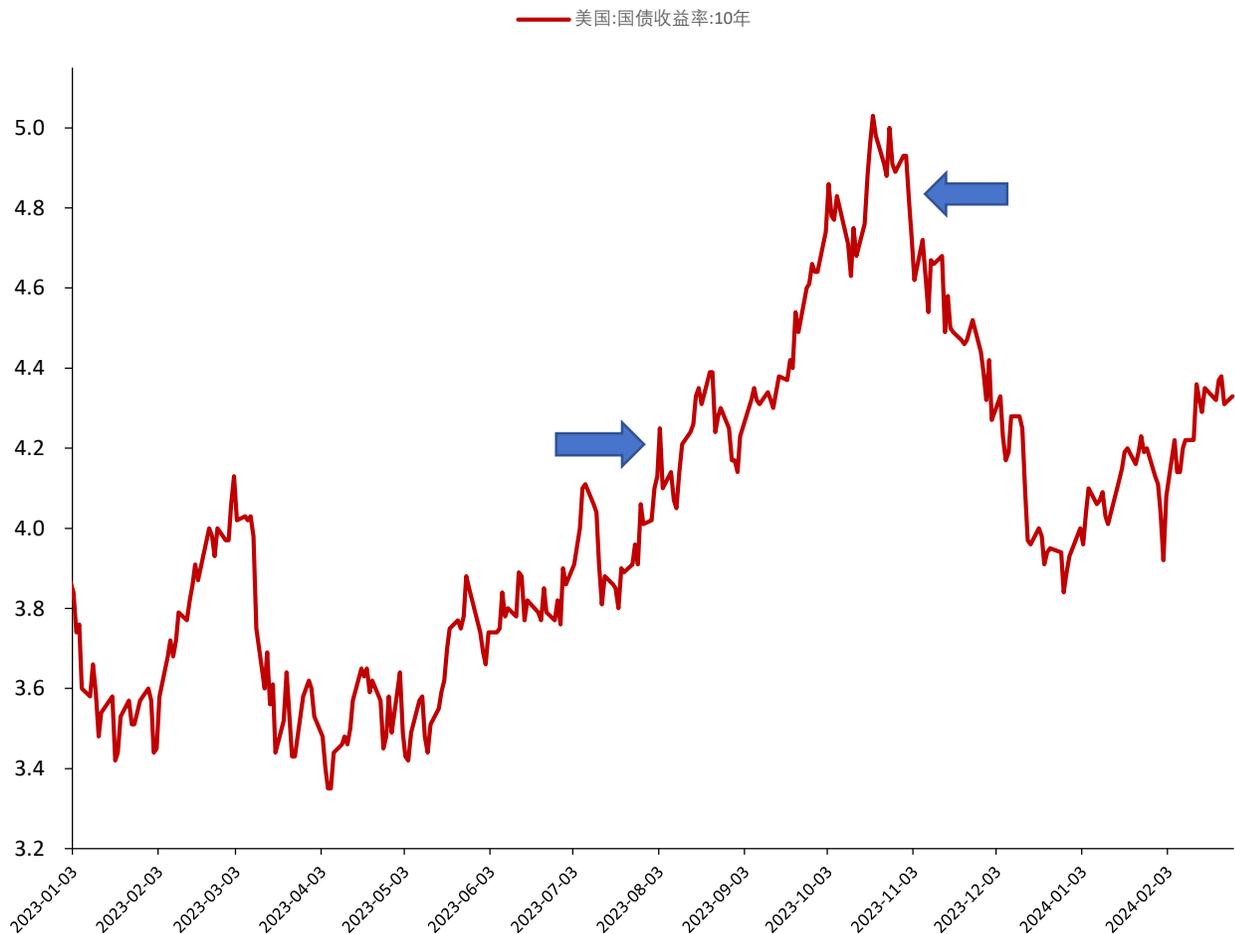


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

两国之间的国债利差是其汇率的重要影响因素，因此汇率的分析中需要纳入对于美债收益率的分析。

# 美国国债利率受到经济情况以及货币政策预期影响

图36: 美国十年期国债收益率



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

1. 美国1月非农就业数据发布后, 十年期美债收益率V字上涨, 前期由1月24日的4.18%下降至2月1日的3.87%, 后上涨至2月2日非农数据发布后的4.03%, 当日十年期美债收益率上升16个基点。
2. 回顾2023年2月, 美国十年期国债收益率由2月2日的3.4%上升至3月2日的4.08%, 后受到硅谷银行危机的影响, 美债收益率再次下行。
3. 2024年1月3日至今, 十年期美债收益率受到美国经济数据以及货币政策预期的影响有所抬升。十年债收益率由1月3日的3.91%上升至2月26日的4.28%。
4. 2023年8月3日至8月9日, 十年期美债收益率由4.2%下降20个基点至4%。
5. 2023年11月1日至2023年11月3日, 十年期美债收益率由4.77%下降20个基点至4.57%。

# 美债利率分析的供需视角：美国财政部再融资会议

图37: TBAC成员名单

**CHAIR**  
**Deirdre Dunn**  
Head of Global Rates  
Citigroup Global Markets Inc  
390 Greenwich St  
New York, NY 10013

**VICE CHAIR**  
**Colin Teichholtz**  
Head of Markets  
Element Capital Management  
520 Madison Ave  
New York, NY 10022

**Lew Alexander**  
Head of Economic Research  
Rokos Capital Management  
23 Savile Row  
London, United Kingdom

**Gregory Davis**  
Chief Investment Officer  
Vanguard  
200 Vanguard Boulevard  
Malvern, PA 19355

**Kevin Gaffney**  
Chief Investment Officer, Money Markets  
Fidelity Investments  
1 Spartan Way  
Merrimack, NH 03054

**David Rogal**  
Managing Director  
BlackRock  
415 10th Ave  
New York, NY 10001

**Alex Schiller**  
Head of Fixed Income Research  
Bridgewater Associates  
One Nyala Farms Road  
Westport, CT 06880

**Anshul Sehgal**  
Co-Head of US Interest Rate Products Trading  
Goldman, Sachs & Co.  
200 West St  
New York, NY 10282

- ◆ 美国财政部再融资会议是观察美债利率的重要窗口，季度再融资会议召开频率为每个季度一次，（2、5、8、11月）的第一个周三（美东时间）会公布季度再融资声明，2024年第二季度的再融资声明将会发表于5月1日。
- ◆ 美国财政部季度再融资声明中美国财政部将会公布接下来的美债发行预测，其中包含美债发行绝对规模的预期以及不同期限债券发行规模的预期。
- ◆ 再融资会议会公布美国财政部TGA账户的建议余额规模
- ◆ 会议中会公布国会预算办公室以及一级交易商对于后续美国经济形势的展望，这是决定后续美债供给规模的重要影响因素。
- ◆ 财政部借款咨询委员会（TBAC）来自美国大型金融机构，其对美国未来借款规模包括结构给出建议。

**重要信息：后续借款结构、借款规模、TGA账户建议余额**

图38：美国财政部对于各期限借款规模的陈述

## NOMINAL COUPON AND FRN FINANCING

Based on current projected borrowing needs, Treasury does not anticipate needing to make any further increases in nominal coupon or FRN auction sizes, beyond those being announced today, for at least the next several quarters. Treasury plans to increase the auction sizes of the 2- and 5-year by \$3 billion per month, the 3-year by \$2 billion per month, and the 7-year by \$1 billion per month. As a result, the auction sizes of the 2-, 3-, 5-, and 7-year will increase by \$9 billion, \$6 billion, \$9 billion, and \$3 billion, respectively, by the end of April 2024.

Treasury plans to increase both the new issue and the reopening auction size of the 10-year note by \$2 billion and the 30-year bond by \$1 billion. Treasury plans to maintain the 20-year bond new issue and reopening auction size.

Treasury plans to increase the February and March reopening auction size of the 2-year FRN by \$2 billion and the April new issue auction size by \$2 billion.

The table below presents, in billions of dollars, the actual auction sizes for the November 2023 to January 2024 quarter and the anticipated auction sizes for the February to April 2024 quarter:

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Nov-23	54	48	55	39	40	16	24	26
Dec-23	57	50	58	40	37	13	21	26
Jan-24	60	52	61	41	37	13	21	28
Feb-24	63	54	64	42	42	16	25	28
Mar-24	66	56	67	43	39	13	22	28
Apr-24	69	58	70	44	39	13	22	30

- ◆ 借款结构：每次声明中会对借款结构进行展望，具体展望T-Notes以及T-Bond。
- ◆ 财政部会给出上一个报告期末，到下一个报告期末的借款变动情况。
- ◆ 例如：在1月31日再融资会议中，TBAC建议2，3，5，7年期国债到四月末发行规模分别增加90，60，90，30亿美元，要求十年期国债上升20亿美元。

# 2020年以来的借款结构

图39：不同期限国债借款规模增加额统计（十亿美元）

月度计划发行量边际变化 再融资会议时间	Projection Period	三个月净增加额（十亿美元）								FRN	10-2五日变化	十年债5日变化	两年债5日变化
		2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN				
2020/5/4	2020/04-2020/06	6	6	6	9	5		3	2	0.08	0.05	(0.03)	
2020/8/3	2020/07-2020/09	6	6	6	9	6	5	4	2	(0.01)	0.01	0.02	
2020/11/2	2020/10-2020/12	6	6	6	9	3	2	1	2	(0.04)	(0.04)	0.00	
2021/2/1	2021/01-2021/03	0	0	0	0	0	0	0	2	0.12	0.10	(0.02)	
2021/5/3	2021/04-2021/06	0	0	0	0	0	0	0	0	(0.01)	(0.03)	(0.02)	
2021/8/2	2021/07-2021/09	0	0	0	0	0	0	0	0	0.07	0.11	0.04	
2021/11/3	2021/10-2021/12	(6)	(6)	(6)	(9)	(2)	(4)	(2)	(2)	(0.08)	(0.14)	(0.06)	
2022/2/2	2022/01-2022/03	(6)	(6)	(6)	(9)	(2)	(4)	(2)	(2)	(0.01)	0.18	0.19	
2022/5/4	2022/04-2022/06	(3)	(3)	(3)	(6)	(1)	(2)	(1)	0	0.10	0.06	(0.04)	
2022/8/3	2022/07-2022/09	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	(2)	(1)	0	(0.11)	0.07	0.18	
2022/11/2	2022/10-2023/12	0	0	0	0	0	0	0	0	(0.02)	0.04	0.06	
2023/2/1	2023/01-2023/03	0	0	0	0	0	0	0	0	(0.10)	0.28	0.38	
2023/5/3	2023/04-2023/06	0	0	0	0	0	0	0	0	0.03	0.15	0.12	
2023/8/2	2023/07-2023/09	9	6	9	3	3	1	2	2	0.08	(0.06)	(0.14)	
2023/11/1	2023/10-2024/12	9	6	9	3	2	0	1	2	(0.15)	(0.19)	(0.04)	
2024/1/31	2024/01-2024/03	9	6	9	3	2	0	1	2	(0.02)	0.10	0.12	

资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心

1. 对2020年以来再融资会议的借款规模变化幅度进行统计，借款结构边际变化呈现周期性，按照增加、不变、减少的周期进行变化（时间为3-4个季度）T-Notes变化幅度基本上都大于T-Bonds变化幅度。
2. TBAC所建议的发债结构供给变化，自2020年以来的数据，发行结构上对于债券期限影响作用规律并不明显，期限结构更多受制于联储货币政策预期（短端2）以及实际利率增长预期（10年期）

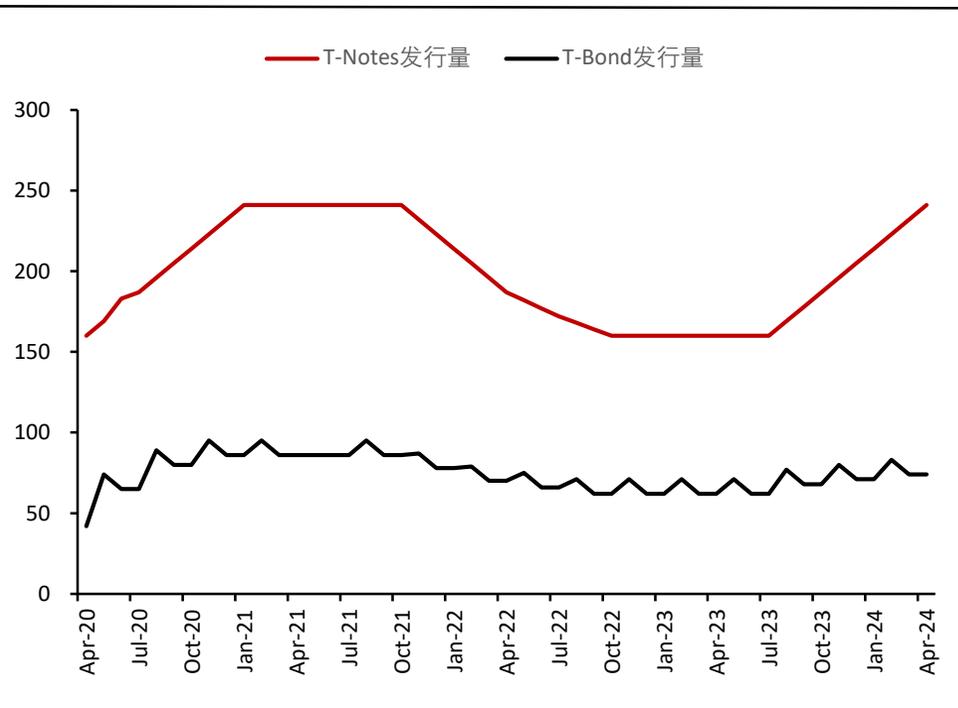
# 2024年发债绝对规模增加

图40：再融资会议美债发行量统计（十亿美元）

各期限美债发行量 (十亿美元) billion	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Apr-20	42	40	43	35	25		17	22
May-20	44	42	45	38	32	20	22	20
Jun-20	46	44	49	44	29	17	19	24
Jul-20	48	46	49	44	29	17	19	24
Aug-20	50	48	51	47	38	25	26	22
Sep-20	52	50	53	50	35	22	23	22
Oct-20	54	52	55	53	35	22	23	26
Nov-20	56	54	57	56	41	27	27	24
Dec-20	58	56	59	59	38	24	24	24
Jan-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Feb-21	60	58	61	62	41	27	27	26
Mar-21	60	58	61	62	38	24	24	26
Apr-21	60	58	61	62	38	24	24	28
May-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Jun-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Jul-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Aug-21	60	58	61	62	41	27	27	26
Sep-21	60	58	61	62	38	24	24	26
Oct-21	60	58	61	62	38	24	24	28
Nov-21	58	56	59	59	39	23	25	24
Dec-21	56	54	57	56	36	20	22	24
Jan-22	54	52	55	53	36	20	22	26
Feb-22	52	50	53	50	37	19	23	22
Mar-22	50	48	51	47	34	16	20	22
Apr-22	48	46	49	44	34	16	20	24
May-22	47	45	48	42	36	17	22	22
Jun-22	46	44	47	40	33	14	19	22
Jul-22	45	43	46	38	33	14	19	24
Aug-22	44	42	45	37	35	15	21	22
Sep-22	43	41	44	36	32	12	18	22
Oct-22	42	40	43	35	32	12	18	24
Nov-22	42	40	43	35	35	15	21	22
Dec-22	42	40	43	35	32	12	18	22
Jan-23	42	40	43	35	32	12	18	24
Feb-23	42	40	43	35	35	15	21	22
Mar-23	42	40	43	35	32	12	18	22
Apr-23	42	40	43	35	32	12	18	24
May-23	42	40	43	35	35	15	21	22
Jun-23	42	40	43	35	32	12	18	22
Jul-23	42	40	43	35	32	12	18	24
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26
Nov-23	54	48	55	39	40	16	24	26
Dec-23	57	50	58	40	37	13	21	26
Jan-24	60	52	61	41	37	13	21	28
Feb-24	63	54	64	42	42	16	25	28
Mar-24	66	56	67	43	39	13	22	28
Apr-24	69	58	70	44	39	13	22	30

资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心

图41：T-Notes和T-Bonds发行量（十亿美元）



资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心

从发行债券结构上来看，短端发债数量占全部发行数量的72%左右。因此，发债的规模调整，主要来自于2、3、5、7年期债券供给的变化。

图42：再融资会议对于美国短期国债的发行指引（十亿美元）

## BILL ISSUANCE

Given current fiscal forecasts, Treasury expects to maintain bill auction sizes at current levels into late-November – this will help to ensure sufficient liquidity to meet our elevated one-week cash needs around the end of this month. By early-December, Treasury anticipates implementing modest reductions to short-dated bill auction sizes that will likely then be maintained through mid- to late-January. As always, Treasury will continue to evaluate near-term borrowing needs and assess additional adjustments to bill auction sizes as appropriate.

Treasury is actively evaluating whether to change the regular 6-week CMB to benchmark status and will announce its decision at an upcoming refunding. In the interim, Treasury will continue to supplement its benchmark bill financing with weekly issuance of the 6-week CMB, at least through the end of March 2024.

# 发债绝对规模

图43：再融资会议所公布的美债借款规模（十亿美元）

Quarter	Reconciliation Item	Forecasting				Change in Cash Balance	End-of-Quarter Cash Balance	Market Borrowing
		Forecasting Need	Market Borrowing	ATM/Fac Finance	Total			
Oct - Dec 2023	Actual	111	108	0	111	74	0	
Jan - Mar 2024	Actual	548	816	111	456	111	0	
Apr - Jun 2024	Actual	711	202	0	509	111	0	
Oct - Dec 2023	Forecast	111	108	0	111	74	0	
Jan - Mar 2024	Forecast	548	816	111	456	111	0	
Apr - Jun 2024	Forecast	711	202	0	509	111	0	

图44：美国财政部向市场借款规模预期

## Treasury Announces Marketable Borrowing Estimates

January 29, 2024

Sources and Uses Table

WASHINGTON -- The U.S. Department of the Treasury today announced its current estimates of privately-held net marketable borrowing<sup>[1]</sup> for the January – March 2024 and April – June 2024 quarters.

- During the January – March 2024 quarter, Treasury expects to borrow \$760 billion in privately-held net marketable debt, assuming an end-of-March cash balance of \$750 billion.<sup>[2]</sup> The borrowing estimate is \$55 billion lower than announced in October 2023, largely due to projections of higher net fiscal flows and a higher beginning of quarter cash balance.<sup>[3]</sup>
- During the April – June 2024 quarter, Treasury expects to borrow \$202 billion in privately-held net marketable debt, assuming an end-of-June cash balance of \$750 billion.<sup>[4]</sup>

资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心

- ◆ 每次再融资会议，都会对本次发债的情况与之前预期的情况进行对比，同时给出下一期预计的发债情况。
- ◆ 以2024年一季度再融资会议为例，2024年1-3月预计总借款规模为7600亿美元，低于2023年Q4预期的8160亿美元，低于预期550亿美元。同时预期2024年4-6月的发行规模为2020亿美元。
- ◆ 对于TGA余额的建议为7500亿美元

资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心

Quarter	Forecasting Date	Forecasting Need	Market Borrowing	ATM/Fac Finance	Total	Change in Cash Balance	End-of-Quarter Cash Balance	Market Borrowing
Jan - Mar 2024	October 31, 2023	548	816	(268)	548	0	750	(172)
	January 29, 2024	522	760	(257)	504	(19)	750	(172)
	Forecast Revisions	(25)	(55)	11	(44)	(19)	0	0
Apr - Jun 2024	January 29, 2024	(71)	202	(273)	(71)	(0)	750	(197)

图45：再融资会议预期差与美国国债收益率变化（%）

再融资会议时间	Projection Period	向市场借款规模	前预测	变化	十年债5日变化	两年债5日变化
2020/5/4	2020/04-2020/06	2999	(56)	3055	0.05	(0.03)
2020/8/3	2020/07-2020/09	947	677	270	0.01	0.02
2020/11/2	2020/10-2020/12	617	1216	(599)	(0.04)	0.00
2021/2/1	2021/01-2021/03	274	1127	(853)	0.10	(0.02)
2021/5/3	2021/04-2021/06	463	95	368	(0.03)	(0.02)
2021/8/2	2021/07-2021/09	673	821	(148)	0.11	0.04
2021/11/3	2021/10-2021/12	1015	703	312	(0.14)	(0.06)
2022/2/2	2022/01-2022/03	729	476	254	0.18	0.19
2022/5/4	2022/04-2022/06	(26)	66	(92)	0.06	(0.04)
2022/8/3	2022/07-2022/09	444	182	262	0.07	0.18
2022/11/2	2022/10-2023/12	550	400	150	0.04	0.06
2023/2/1	2023/01-2023/03	932	578	353	0.28	0.38
2023/5/3	2023/04-2023/06	726	278	449	0.15	0.12
2023/8/2	2023/07-2023/09	733	1007	(274)	(0.06)	(0.14)
2023/11/1	2023/10-2024/12	776	852	(76)	(0.19)	(0.04)
2024/1/31	2024/01-2024/03	760	816	(55)	0.10	0.12
2024/5/1			202			

资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心测算

需要重点关注的是：当次再融资会议中对于上次预期的修正情况。若融资规模低于预期，则债券收益率下降（价格上涨）。若融资规模高于预期，则债券收益率上升（价格下降）。受到发行结构的影响（T-Notes大于T-Bond）所以这一预期差更多作用于两年期国债。

# 如何预测预期差？

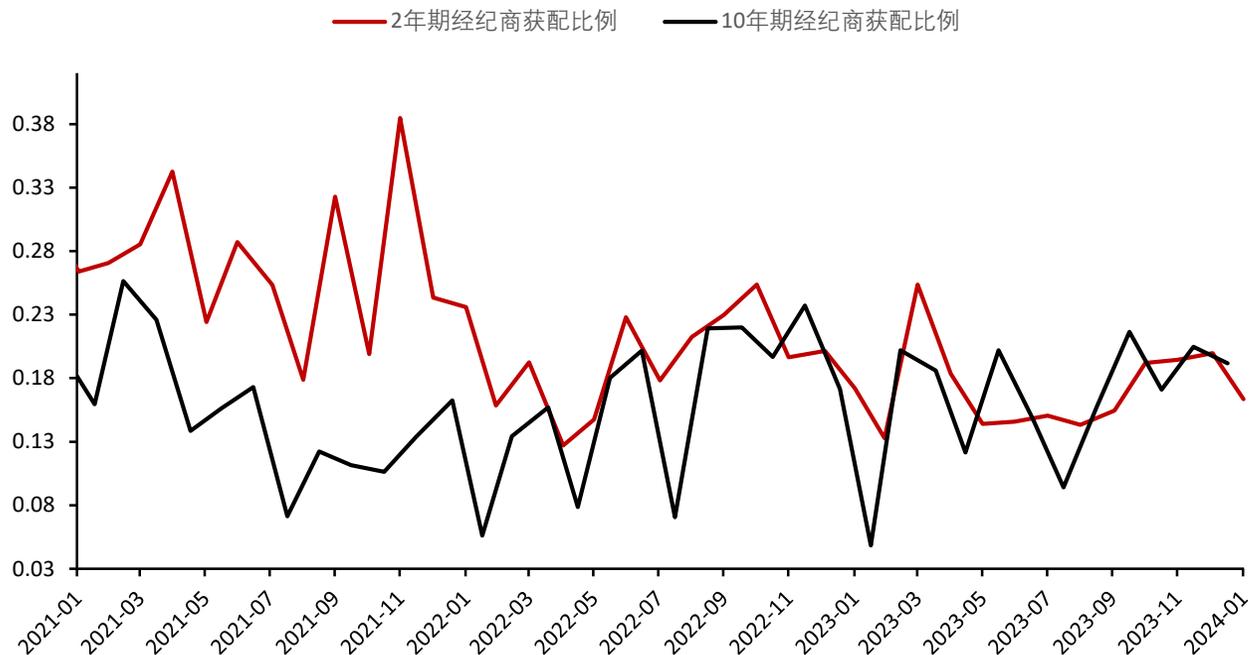
图46：再融资会议预期差与美国国债收益率变化（%）

月度计划发行量边际变化 再融资会议时间	Projection Period	向市场借款规模	前预测	变化	TGA账户建议余额	前预测	TGA预测变化	融资会议时TGA余额	TGA余额是否符合要求
2020/5/4	2020/04-2020/06	2999	(56)	3055	800	400	400	1143.27	
2020/8/3	2020/07-2020/09	947	677	270	800	800	0	1706.64	TRUE
2020/11/2	2020/10-2020/12	617	1216	(599)	800	800	0	1618.57	TRUE
2021/2/1	2021/01-2021/03	274	1127	(853)	800	800	0	1629.73	TRUE
2021/5/3	2021/04-2021/06	463	95	368	500	800	(300)	946.13	TRUE
2021/8/2	2021/07-2021/09	673	821	(148)	750	750	0	505.87	TRUE
2021/11/3	2021/10-2021/12	1015	703	312	650	800	(150)	286.96	FALSE
2022/2/2	2022/01-2022/03	729	476	254	650	650	0	710.27	TRUE
2022/5/4	2022/04-2022/06	(26)	66	(92)	800	700	100	964.41	TRUE
2022/8/3	2022/07-2022/09	444	182	262	650	650	0	566.58	FALSE
2022/11/2	2022/10-2023/12	550	400	150	700	700	0	552.09	FALSE
2023/2/1	2023/01-2023/03	932	578	353	500	500	0	500.85	FALSE
2023/5/3	2023/04-2023/06	726	278	449	550	550	0	188.31	FALSE
2023/8/2	2023/07-2023/09	733	1007	(274)	650	600	50	460.93	FALSE
2023/11/1	2023/10-2024/12	776	852	(76)	750	750	0	753.01	TRUE
2024/1/31	2024/01-2024/03	760	816	(55)	750	750	0	865.48	TRUE
2024/5/1			202					?	

资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心测算

1. 2020Q3-2021Q3，TGA账户余额偏高，长期符合TBAC建议，四次再融资会议中，三次融资额低于预期。
2. 2022Q2-2023Q3，TGA账户余额持续不符合TBAC建议，五次再融资会议中，四次融资额高于预期，带来了2023年下半年美债收益率的上涨。
3. 2023Q4-2024Q1，TGA账户余额重组，符合要求，两次再融资会议发债规模均低于预期。
4. 对于下一次再融资会议，财政部给出了2020亿美元的较低展望，在5月份结合当时的TGA账户可对融资情况进行判断。

图47：再融资会议预期差与美国国债收益率变化（%）



资料来源：美国财政部、五矿期货研究中心测算

1. 一级交易商购买其他主体未能完全买足的美国国债是一项义务，因此，某种债券一级交易商配额越多，代表该种债券需求疲软。
2. 2022年加息周期后，当降息预期抬升时，将更多影响2年期国债利率，两年债价格上行幅度将会大于十年债，因此，两年期国债获配比率将会上升，甚至高于十年债券。
3. 反之，当加息周期抬升的时候，两年期国债的经纪商获配比例将会高于十年期国债。

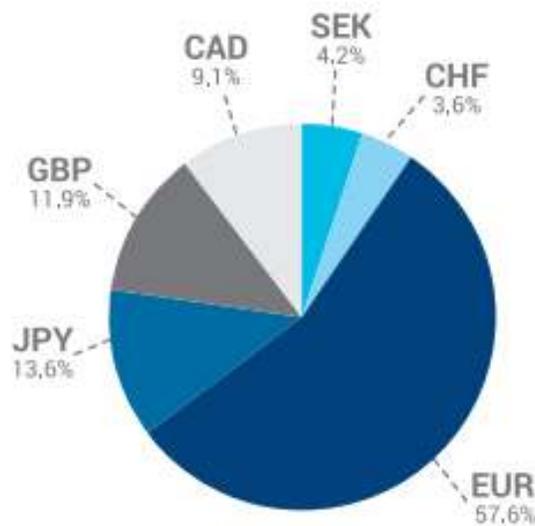
06

---

# 央行货币政策视角下的美元指数

图48：美元指数构成

CURRENCY	WEIGHT
Euro (EUR)	0.576
Japanese Yen (JPY)	0.136
British Pound (GBP)	0.119
Canadian Dollar (CAD)	0.091
Swedish Krona (SEK)	0.042
Swiss Franc (CHF)	0.036



1. 在洲际交易所（ICE）的美元指数主要由美元相对于六个货币的汇率构成，其中欧元占比57.6%、日元13.6%、英镑11.9%、加拿大元9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎3.6%。

2. 从美元指数的构成占比来看，对美元指数的判断，主要集中在美元兑欧元的分析。

图49：2011年4月-2012年10月美元指数



美元指数由2011年8月29日的73.67上升至2012年7月24日的84.02。

### 美联储货币政策：

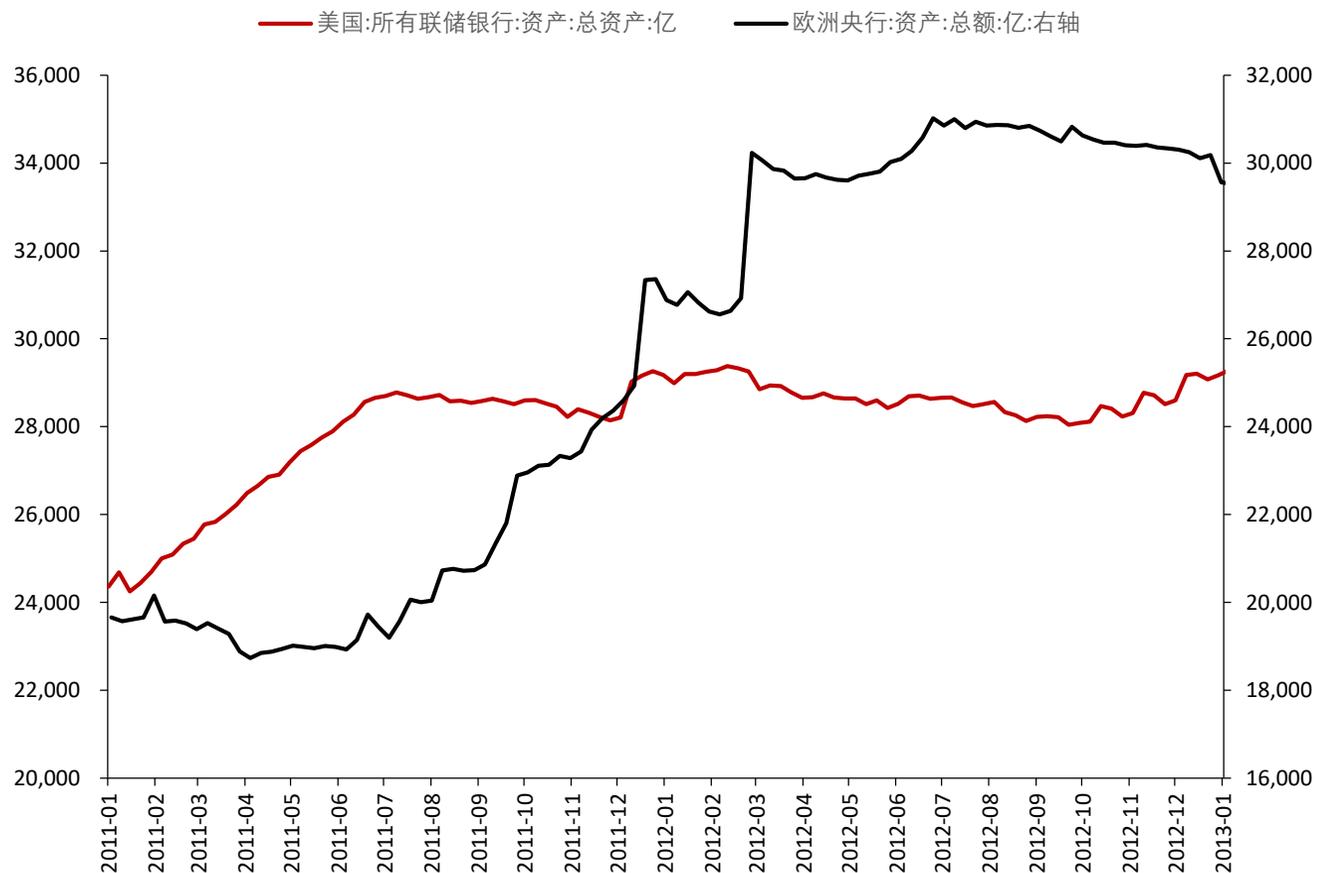
1. 2011年4月28日，美联储宣布将按计划在二季度末结束QE2。
2. 2011年9月21日，扭转操作开始，美联储决定购买4000亿美元的长期国债，同时卖出同等量的短期国债，直至2012年6月。在不扩大美联储资产负债表的情况下压低长端利率。

### 欧央行货币政策：

1. 2011年7月27日，标普将希腊主权评级下调，并将其前景定为“负面”。
2. 2011年6月马里奥德拉吉就任欧央行行长，欧央行开始购买希腊等深陷欧债危机国家的主权债务，并不设置购买上限。

这一时期，美联储宣布将结束QE，欧央行为应对欧债危机购买资产，货币政策角度来看是“美紧欧松”。

图50：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



### 美联储资产负债表：

在施行扭转操作的过程中，联储卖出短期国债，买入长期国债。美联储资产负债表总规模变化较小，仅在结构上有所调整：长期债券的规模增加、短期债券的规模下降。

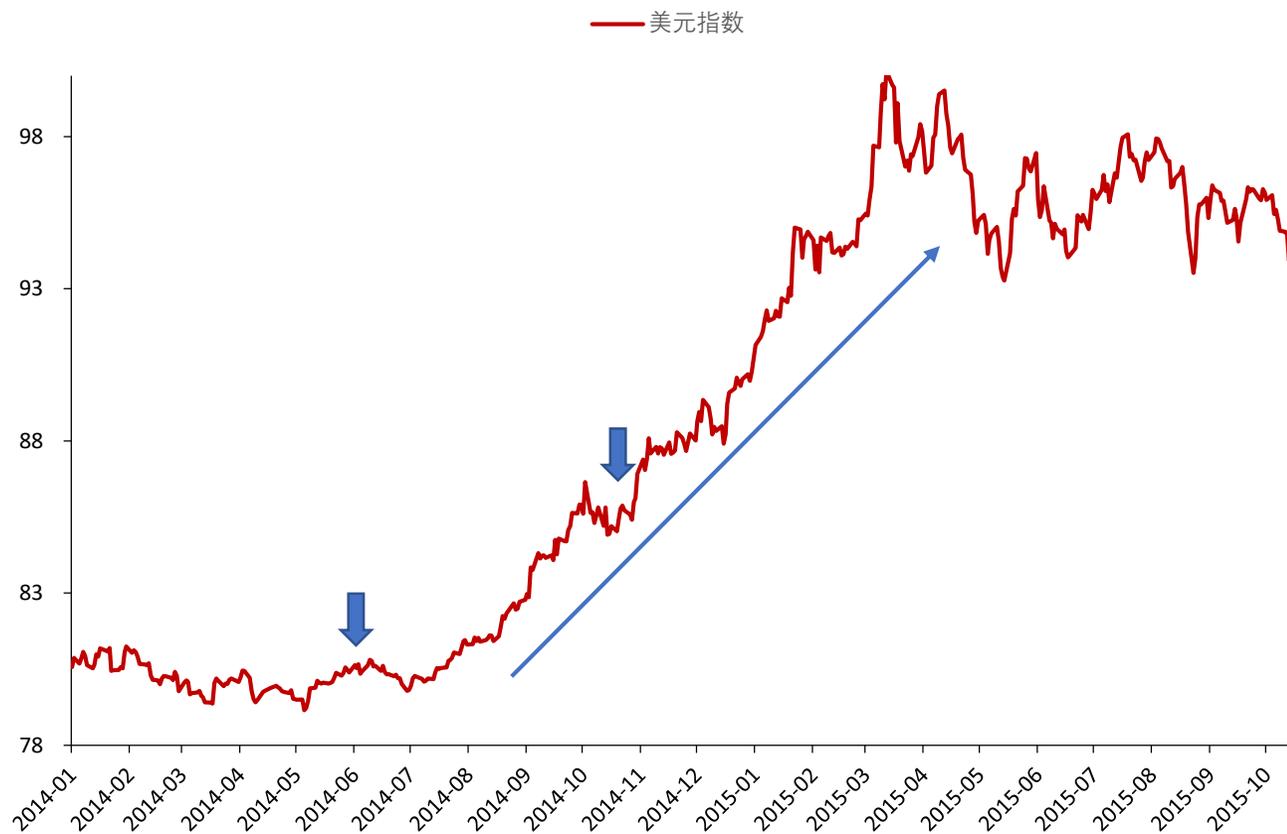
### 欧洲央行资产负债表：

在购买深陷欧债危机国家主权债券的过程中，欧央行资产负债表规模随之扩大。由2011年6月10日当周的18926亿欧元上升至2012年7月6日当周的30850亿欧元。

这一时期，美联储资产负债表规模维持稳定，而欧洲央行资产负债表规模快速扩张。

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图51：2014年1月-2015年10月美元指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2014年5月到2015年3月，美元指数由79上涨至100。

### 美联储货币政策时间线：

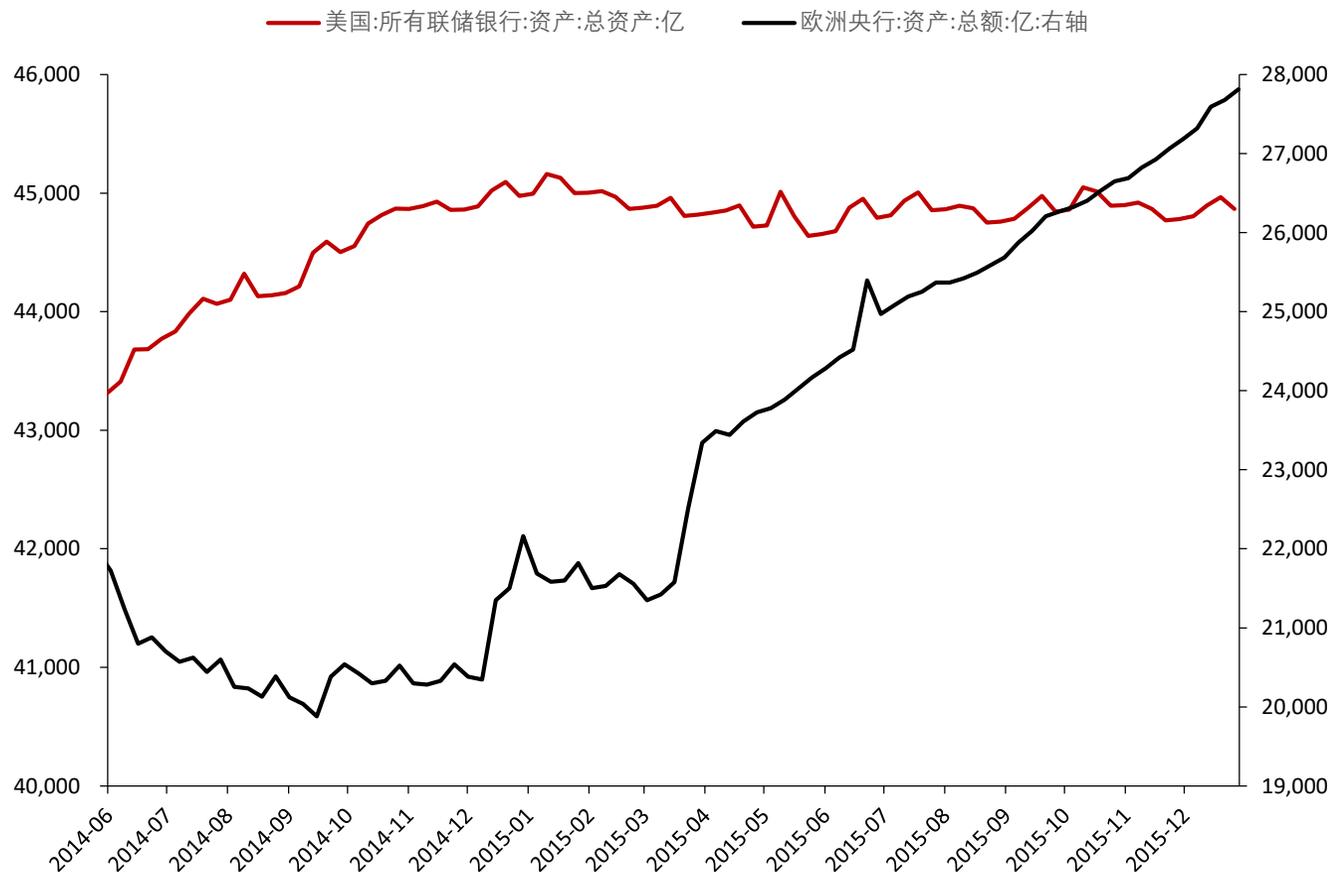
1. 2013年6月，美联储主席表示可能将于2013年晚些时候缩减购债规模并于2014年结束购债。
2. 2013年12月，美联储宣布将从2014年1月起缩减债券和资产抵押证券（MBS）的购买规模。
3. 2014年3月，美联储宣布将资产购买规模继续缩减至每月550亿美元。
4. 2014年10月29日，美联储宣布结束QE3。

### 欧洲央行货币政策时间线：

1. 2014年1月，欧央行行长德拉吉表示欧洲经济仍然脆弱，并极力强调其在货币政策上将保持宽松姿态。
2. 2014年4月，德拉吉表示管委会一致支持在经济前景令人失望的情况下出台更为激进的举措。**后续他补充道：政策制定者已经在会上讨论了QE政策。**（在此之前，不同于美联储，欧央行不愿效仿使用QE）
3. 2014年6月，欧央行宣布下调三大主要利率，其中隔夜存款利率降至-0.1%，开启负利率时代。
4. 2015年3月，欧央行启动其在历史上的首次量化宽松。

这一时期，美联储开始减缓购债后宣布结束QE3，而欧央行则施行了负利率政策以及其历史上的首次量化宽松，货币政策来看同样是“美紧欧松”。

图52：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



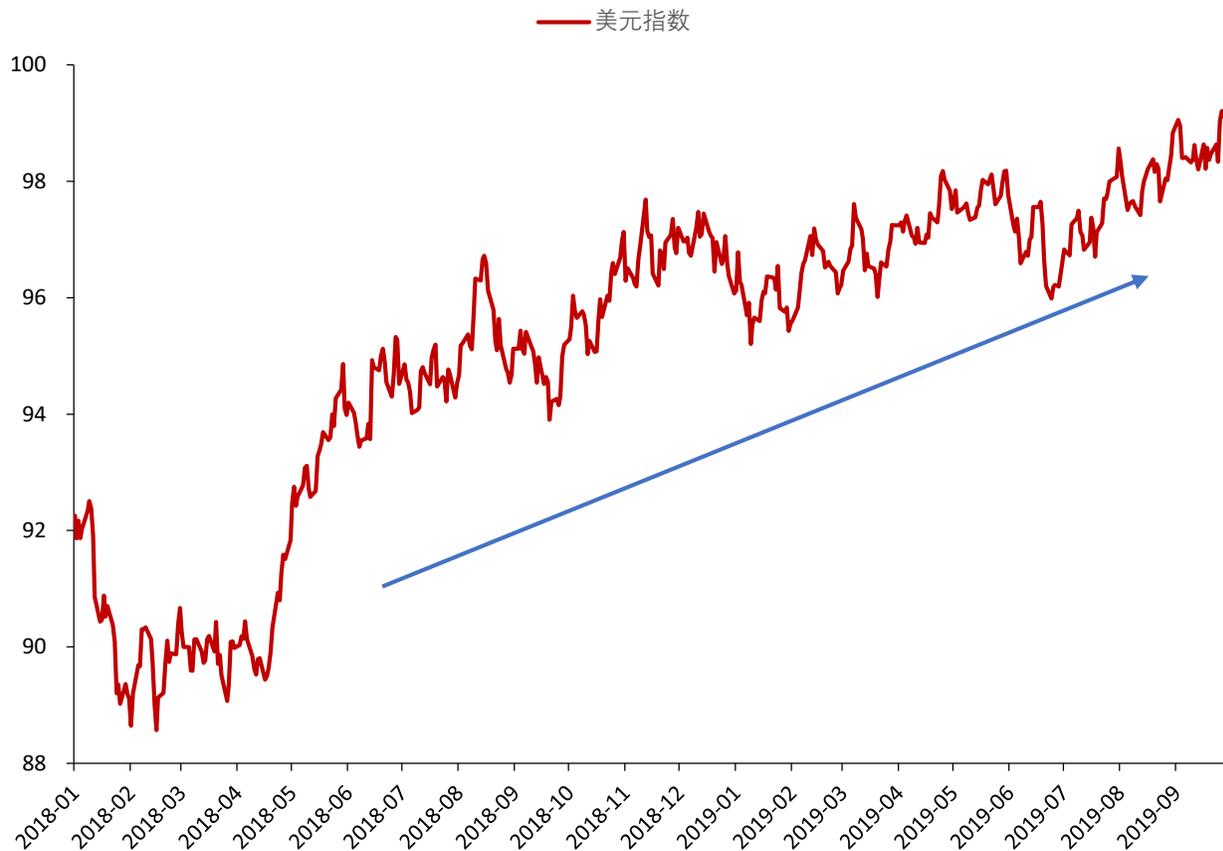
**美联储资产负债表：**2012年9月13日，美联储宣布实施QE3，至2014年10月29日，联储资产负债表共计扩大16633亿美元，QE3结束后其总规模稳定在4.46万亿至4.52万亿之间。

**欧央行资产负债表：**2015年3月9日欧洲央行启动QE，其资产负债表规模快速扩张，资产购买计划一直持续至2018年12月。在此期间，欧央行资产负债表共计扩张25269亿欧元。

资产负债表角度来看，美联储资产负债表规模在QE3后维持稳定，而欧央行则扩表实行资产购买计划。

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图53：2018年1月-2019年10月美元指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

美元指数由2018年4月的89上涨至2019年7月的100。

### 美联储货币政策：

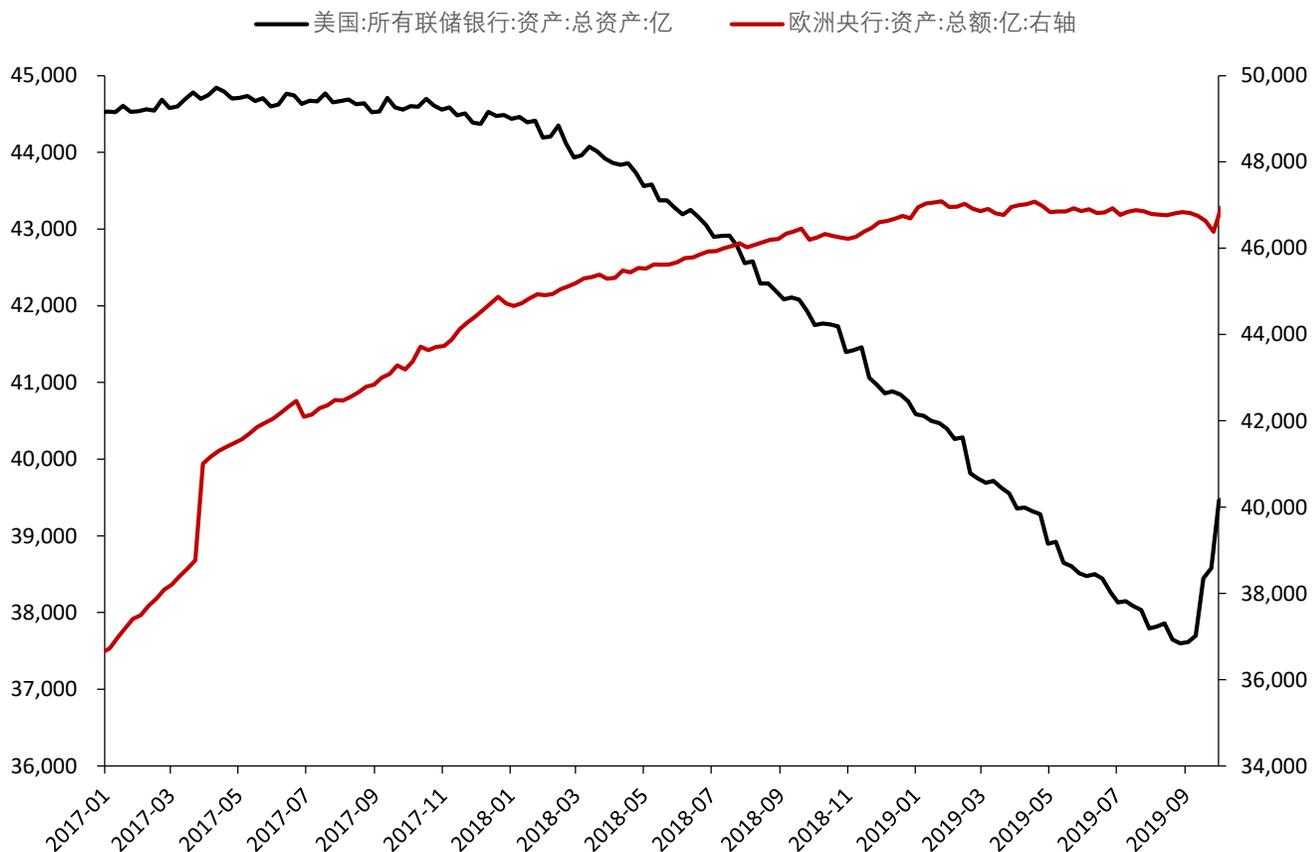
1. 2018年2月5日，鲍威尔就任美联储主席。在其就职演讲中，鲍威尔表示将对任何金融稳定的威胁保持警惕，同时会逐步实现利率和资产负债表的正常化。
2. 美联储后续分别于2018年的3月31日、6月13日、9月27日和12月20日连续4次加息25个基点。联邦基金目标利率上界由1.5%上升至2.5%。
3. 2019年3月的FOMC议息会议中，美联储宣布维持联邦基金目标利率区间不变，为2.25%-2.50%。会议声明表示：由于外部环境的不确定因素和通胀的低迷，联储会对加息保持谨慎。

### 欧央行货币政策：

欧央行的资产购买计划由2015年3月9日开始持续至2018年12月，且欧央行基准利率持续维持在0%。

相较于欧央行而言，美联储在这一时间段加息开始的时间节点更早，货币政策来看是“美紧欧松”，驱动美元指数上行。

图54：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



这一时期，美联储和欧洲央行的资产负债表规模走势明显分化：

1. 2017年9月美联储议息会议后发表的货币政策声明表示：将从2017年10月份开始渐进性地缩减其近4.5万亿的资产负债表。随后美联储资产负债表规模下降至2019年9月份的3.76万亿美元。
2. 与此同时，欧央行虽在2017年4月实行减缓购债，但仍处于QE周期中。整体资产负债表规模由2017年3月的3.87万亿上升至2019年9月份的4.67万亿欧元。

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图55：2021年1月-2022年10月美元指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

2021年6月至2022年9月，美元指数由89上升至高点的114。

### 美联储货币政策：

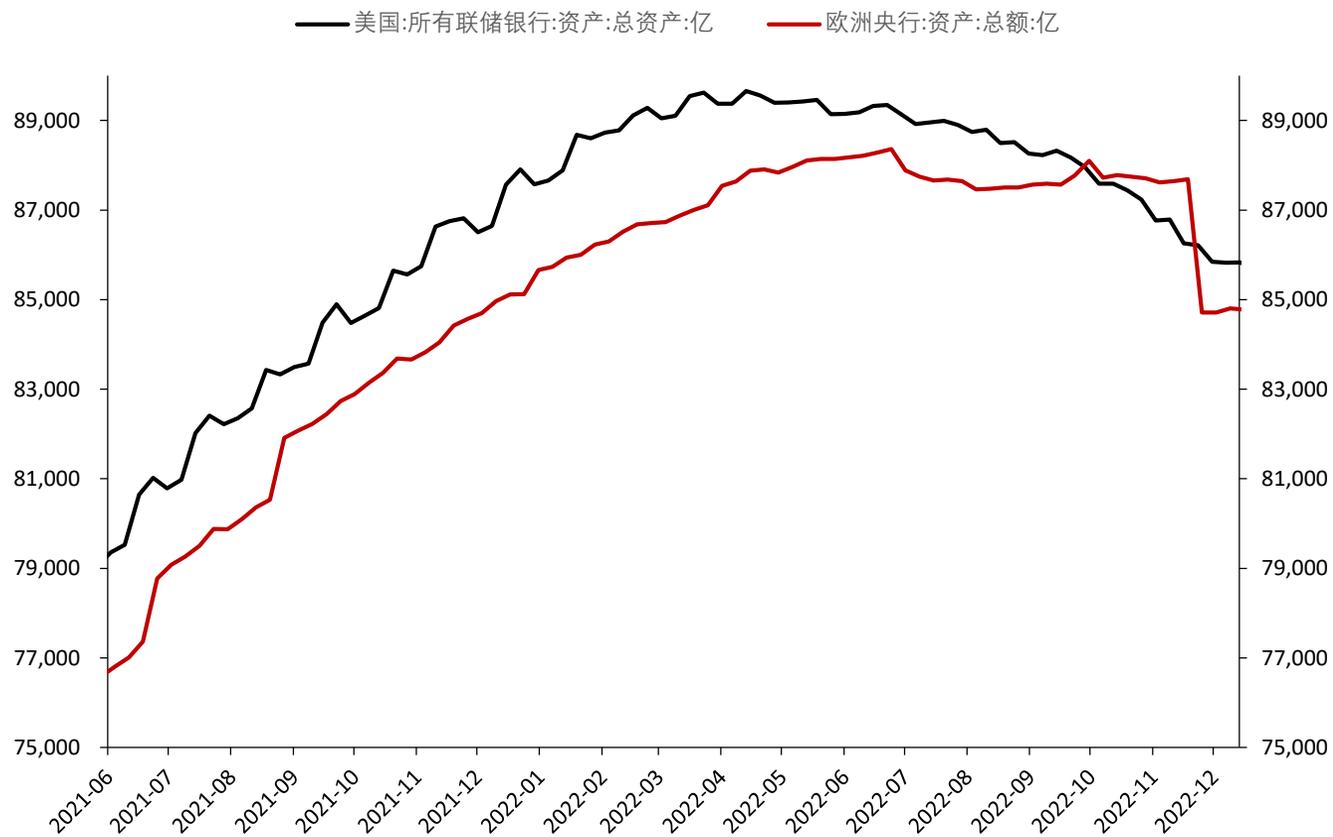
1. 2021年4月FOMC议息会议中，部分与会者建议若经济继续朝着委员会的目标变化，那么在未来即将举行的议息会议上开始讨论调整资产购买步伐的计划是合适的。
2. 2021年6月FOMC议息会议的经济预测报告，大幅上调了对于2021年度PCE通胀的预测，同时预期美国2021年GDP增长为7%。
3. 2022年3月，美联储加息25个基点并结束Taper，2022年6月美联储开始QT，每月计划缩表475亿美元。

### 欧央行货币政策：

1. 在2021年4月份的议息会议中，欧洲央行重新确认了宽松的货币政策立场，保持基准利率不变的同时继续资产购买计划。
2. 在2021年7月欧央行议息会议中，欧央行发布了新的货币政策指引。对于中期的通胀目标，表述由“将通胀维持在低于且接近2%的水平”变为“目标是2%的通胀目标”，并允许通胀在一定时期内高于目标。
3. 2022年7月27日，欧央行在本轮货币政策周期中首次加息50个基点。

在2022年开始的加息周期中，美联储先与欧央行在2022年3月开始加息，直到欧央行开始本轮紧缩货币政策之前，仍是“美紧欧松”的形势。

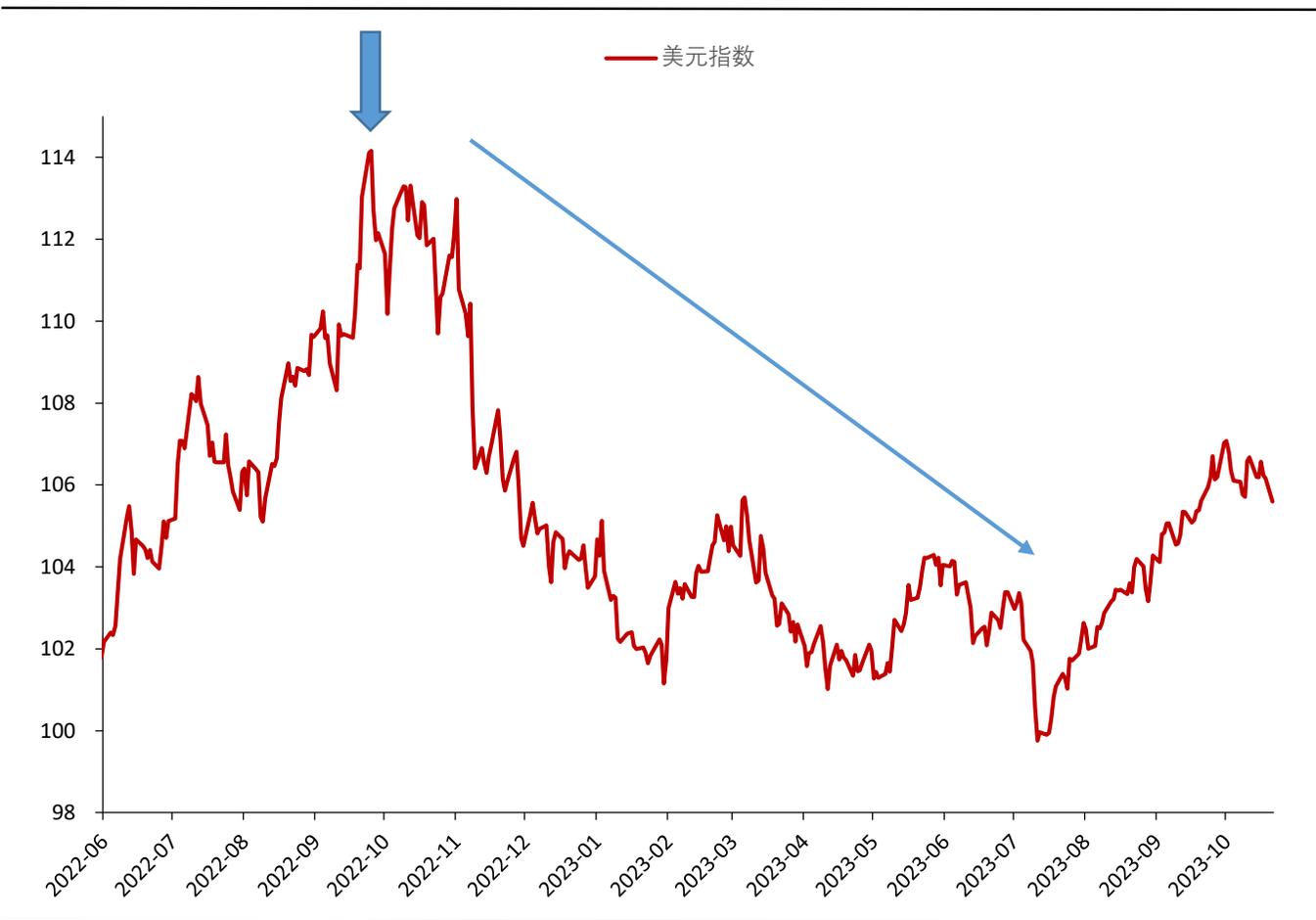
图56：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



美联储及欧央行资产负债表均处于扩张趋势。2022年3月美联储结束Taper，并在6月份开始QT。而欧央行在2022年11月份开始资产负债表的快速收缩。

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图57：2022年6月-2023年8月美元指数美元指数



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

## 美联储货币政策：

1. 2022年10月，费城联储主席哈克表示其预期2023年利率将远高于4%，但其认为联储将在2023年某一时刻停止加息。

2. 2022年10月26日，美参议院金融委员会主席公开致信鲍威尔提醒其关注就业问题，表示：对于已经在遭受通胀冲击的美国工人而言，失业会让情况更加恶化。

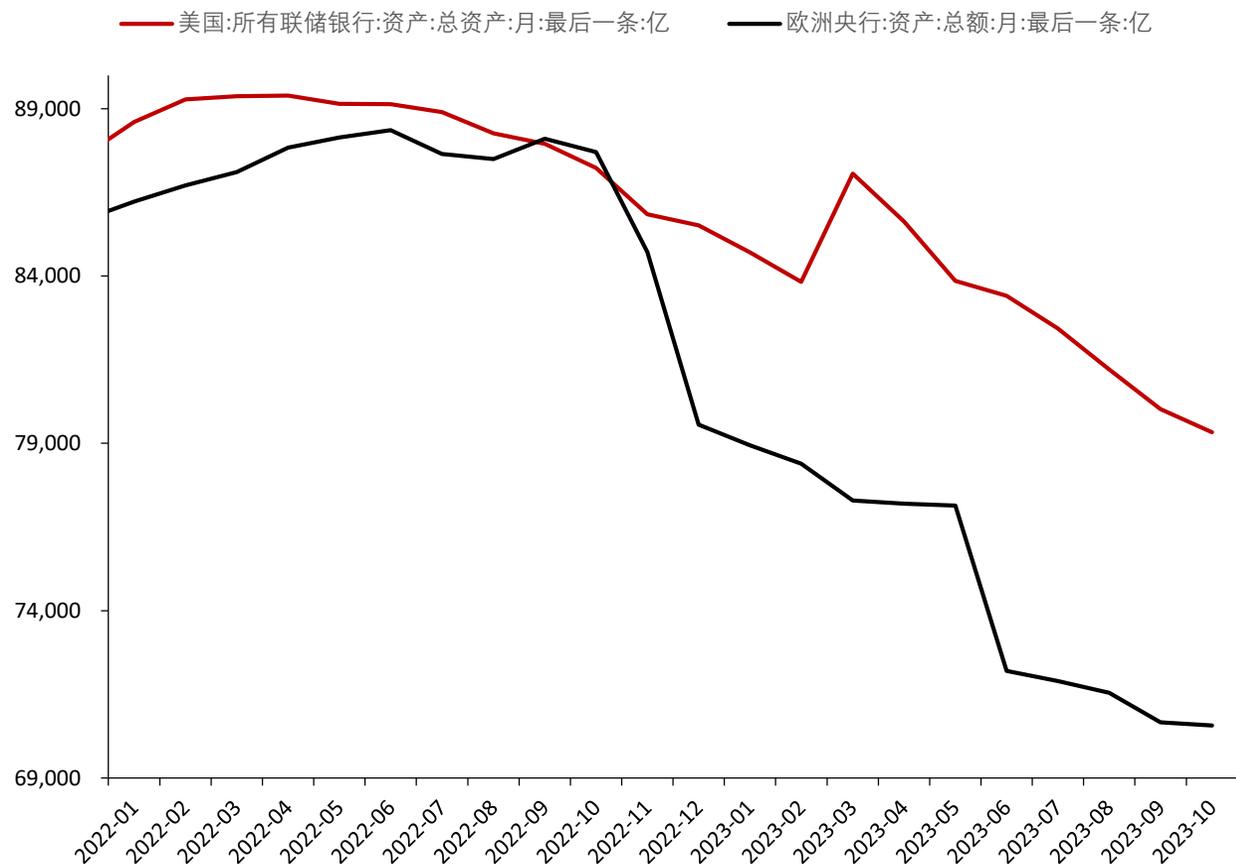
## 欧洲央行货币政策：

1. 在2022年9月的欧央行议息会议中，欧央行将三大关键利率（主要再融资利率、边际贷款利率和存款便利利率）上调75基点。拉加德表示将在接下来的议息会议中进一步加息，皆在令通胀回归2%的目标。

2. 2022年9月14日，欧央行首席经济学家Lane表示欧元区通胀风险上行。9月18日，欧央行执委Nagel表示欧央行距离中性利率的距离仍十分遥远。Nagel在10月进一步表示“必须大幅加息以对抗通胀”。

3. 2022年10月，欧央行执委Knot表示2023年将继续收紧货币政策以抑制通胀。

图58：美联储及欧洲央行资产负债表规模（亿美元/亿欧元）



2022年6月，美联储开始资产负债表收缩，前三个月每个月缩表规模475亿美元，此后缩表幅度为每个月950亿美元。在2023年3月美国银行业危机中，美联储为美国商业银行提供贴现窗口及BTFP贷款工具，联储资产负债表规模再度扩大。

欧央行资产负债表的收缩主要来自于其对欧元区信用机构贷款的到期。欧央行资产负债表总规模由2022年11月18日的8.78万亿下降至2023年6月30日的7.21万亿欧元，共计缩减1.57万亿欧元。

这一时期的美欧央行资产负债表分化程度较大，欧央行资产负债表收缩程度快于美联储，驱动美元对欧元贬值，美元指数下行。

资料来源：WIND、五矿期货研究中心

# 美欧央行资产负债表展望

图59：欧央行缩表进度测算（亿欧元）

Ref.	Type	Operation subcategory	Settlement date	Maturity date	Days	Outstanding amount:billion	亿欧元
20240002	MRO		10/01/2024	17/01/2024	7	5.96	59.6
20230174	LTRO		21/12/2023	27/03/2024	97	1.06	10.6
20230163	LTRO		30/11/2023	28/02/2024	90	2.33	23.3
20230152	LTRO		26/10/2023	31/01/2024	97	0.54	5.4
20210155	LTRO	TLTRO III	22/12/2021	18/12/2024	1092	38.8	388
20210119	LTRO	TLTRO III	29/09/2021	25/09/2024	1092	84.82	848.2
20210078	LTRO	TLTRO III	24/06/2021	26/06/2024	1098	53.17	531.7
20210034	LTRO	TLTRO III	24/03/2021	27/03/2024	1099	215.47	2154.7

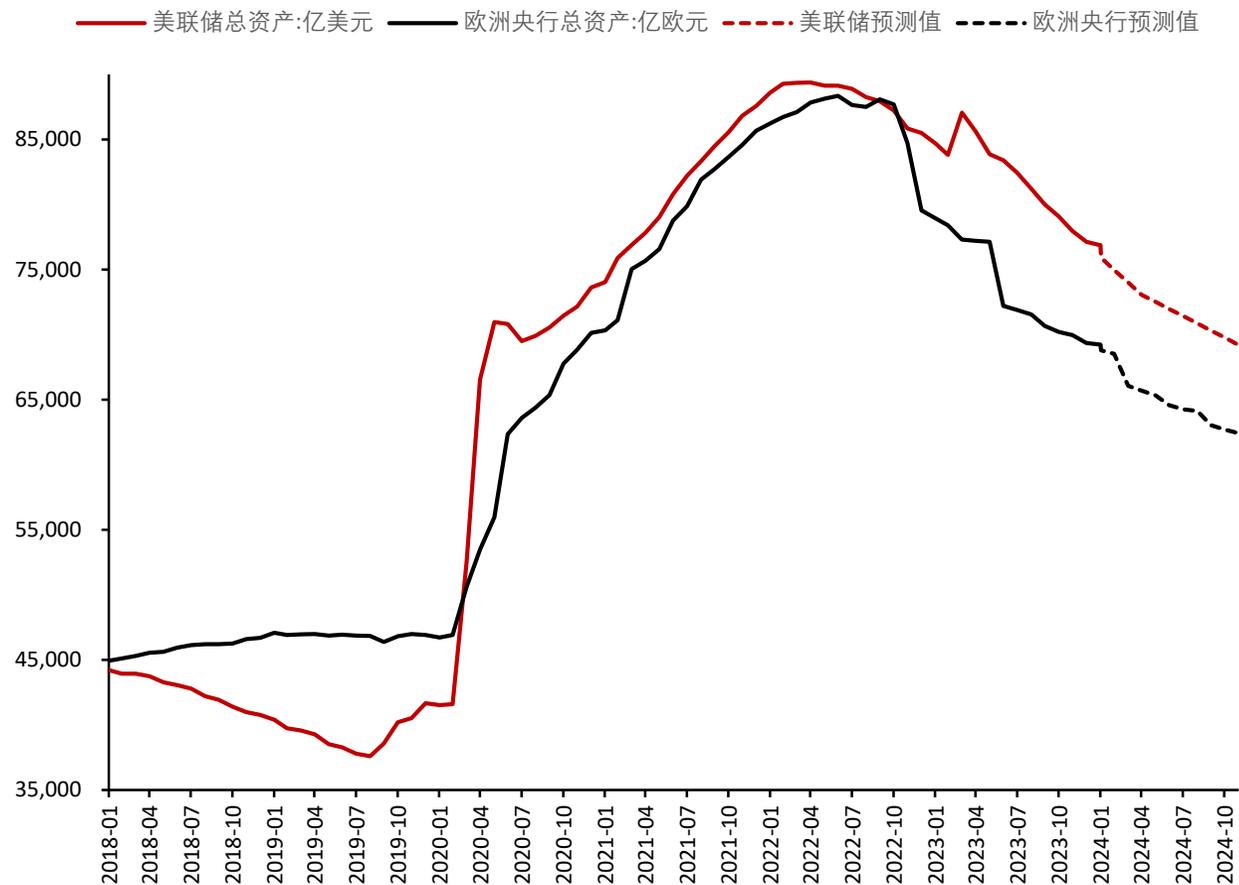
million EUR	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP	APP到期(亿欧元)	融资操作到期(亿欧元)	总和(亿欧元)
24-Jan	544	4109	3101	25524	33278	332.78	65	397.78
24-Feb	357	2449	2075	20372	25253	252.53	23.3	275.83
24-Mar	2029	4434	2188	22413	31064	310.64	2165.3	2475.94
24-Apr	436	1814	3316	28712	34278	342.78 /		342.78
24-May	800	3836	3463	30194	38293	382.93 /		382.93
24-Jun	443	3777	2462	14974	21656	216.56	531.7	748.26
24-Jul	351	2558	3204	26653	32766	327.66 /		327.66
24-Aug	280	541	244	10533	11598	115.98 /		115.98
24-Sep	359	2993	4738	17440	25530	255.3	848.2	1103.5
24-Oct	427	736	2720	30578	34461	344.61 /		344.61
24-Nov	235	3136	2031	21298	26700	267 /		267
24-Dec	337	1790	1944	15579	19650	196.5	388	584.5

- ◆ 当前联储资产负债表的最大收缩目标是每月950亿美元。主要方式为减持资产端债券及MBS。
- ◆ 欧央行持有债券规模变化幅度较小，其缩表主要来源于长期贷款工具TLTROIII的到期。下一轮集中到期将在2024年3月。

资料来源： ECB、五矿期货研究中心测算

# 美欧央行资产负债表展望

图60：美欧央行资产负债表展望（亿美元/亿欧元）



资料来源：Wind、FED、ECB、五矿期货研究中心测算

图61：美元指数



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博