

内部专享，严禁外泄

华闻期货
HUA WEN

华闻期货

- 专题报告 -



宏观专题报告：紧缩与衰退——我们该预期什么

宏观分析师 黄笑凡，从业资格号 F03092687，投资咨询从业证书号 Z0017145

投资咨询业务资格：沪证监许可【2016】38 号

报告摘要：

核心逻辑：美联储大概率在 7 月会议上加息 75 个基点，并重申对通胀的重视，因此未来的通胀数据依然是加息路径的前瞻信号，同时也需要关注失业率数据。

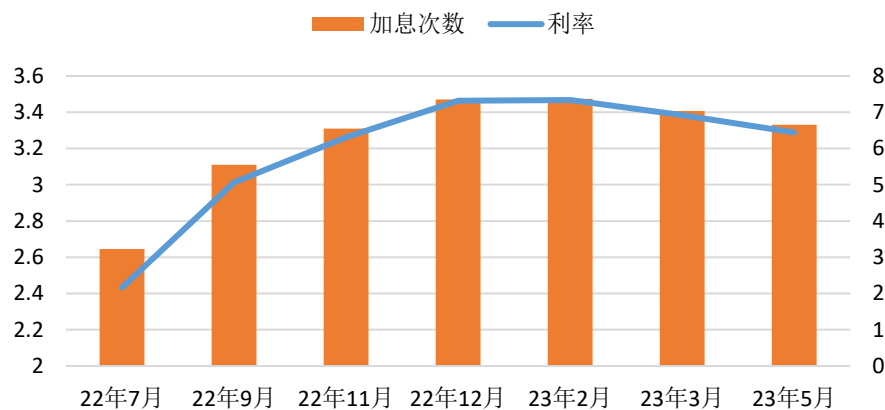
7 月美联储利率决议将近，市场并没有像 6 月会议前那样炒作加速紧缩的戏码，鸽派加息的欧央行并没有对美元造成多少杀伤力，最终能让美元继续回落的可能还是美联储自己。加息与缩表的推进还是触动了市场对衰退的担忧，然而在经济数据落地之前，担忧只是担忧，预期也只是预期。

一、当前加息路径回顾

截止 2022 年 7 月 25 日美盘收盘，市场预期美联储将在 7 月和 9 月会议上加息 75 个基点和 50 个基点，然后在 11 月和 12 月的会议上各加息 25 个基点（见图 1），如此一来，到 2022 年底政策利率将达到 3.25-3.5% 的区间内。

然而到了 2023 年 5 月会议时，市场预期美联储将首次降息 25 个基点，比之前预期 23 年第一次会议就将降息乐观不少，不过也反映出美联储多次强调通胀是目前政策决策的焦点之后，市场认为通胀并不会那么快出现回落。

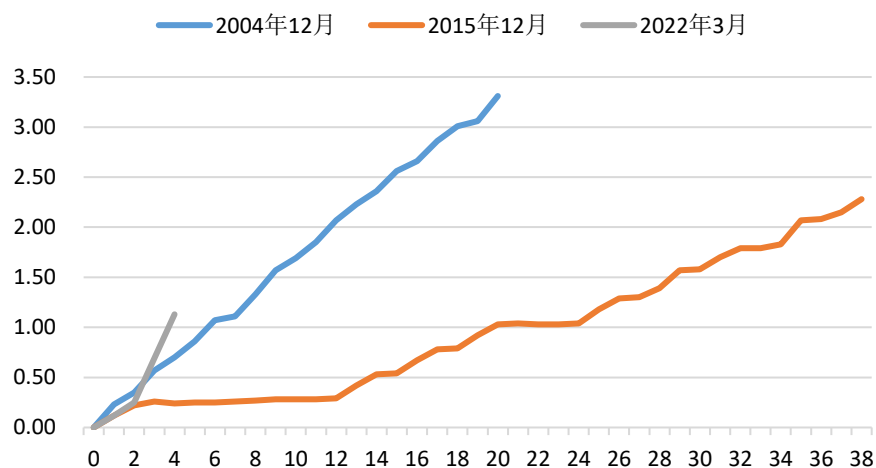
图 1：2022-2023 加息预期（截止 22 年 7 月 25 日）



数据来源：华闻期货投资咨询部、Wind

与最近的两次加息（2004 年和 2015 年，见图 2）相比，本次的加息速度明显很快，并且最终加息幅度会与 2004 年的加息相当，也表明美联储目前面临的困境——由于疫情期间供需不匹配导致的通胀，需要借由一次经济衰退来缓解，而美联储需要在衰退到来之前提高利率，以便在衰退中有继续宽松的空间，因此才出现了快速的加息与缩表同时并行的场面。

图 2：历史加息（2004 年和 2015 年）速度对比



数据来源：华闻期货投资咨询部、Wind

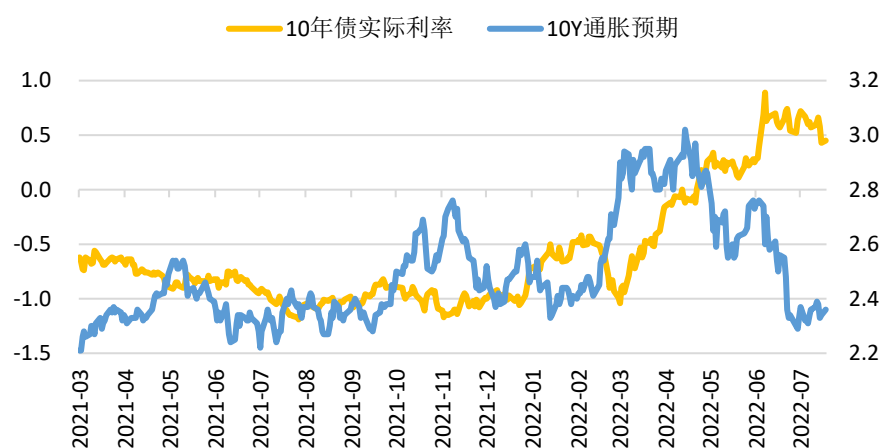
不过，当前的市场焦点仍在加息路径上，缩表早已被淡化，有一部分原因是，原本缩表是被用来消灭过剩的流动性的。然而在加息加速和经济数据下倾的过程中，衰退预期在市场里蔓延开来，使得市场资金开始考虑资金安全性问题，所谓的衰退期间超配现金的想法促使资金涌入美联储的隔夜逆回购工具（o/n RRP），

截止上周（7月22日）o/n RRP 的规模最高达到了空前的 2.2 万亿。

二、通胀与利率

美联储多次强调，当前的加息路径将重点考虑压低通胀的效果。6月议息会议上，美联储给出的22年PCE预测中值在5.2%，然而目前公布的前5个月的均值是6.31%，意味着接下来7个月均值在4.41%才能达到，因此9月大概率能看到美联储再次上调通胀预期。同时因为想要触发的经济衰退还没有来，即便日后能源价格出现下跌，整体通胀可能仍然保持在高位（美国汽油价格在过去的一个月里下跌了10%，但是仍然比年初的价格高38%）。

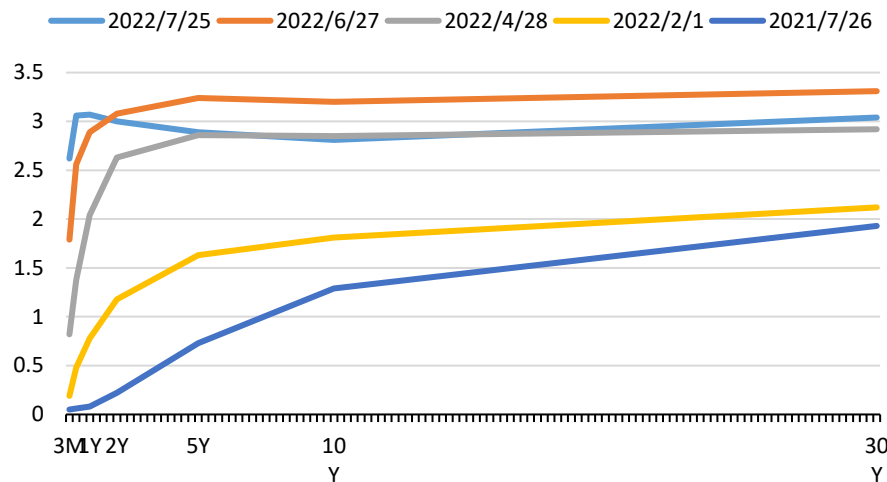
图 3：10Y 盈亏平衡通胀率和实际利率



数据来源：华闻期货投资咨询部、Wind

目前10年期实际利率回升到0.5%附近（见图3），接近美联储的中性利率目标，同时通胀预期（盈亏平衡通胀率）回落至2.3%附近，10年债收益率也回落到2.8%附近，此前3.5%的高位大概率也是本轮加息周期的高点，因为市场已经对未来3.25-3.5%的政策利率天花板进行了计价，同时也将衰退预期计入了通胀预期。

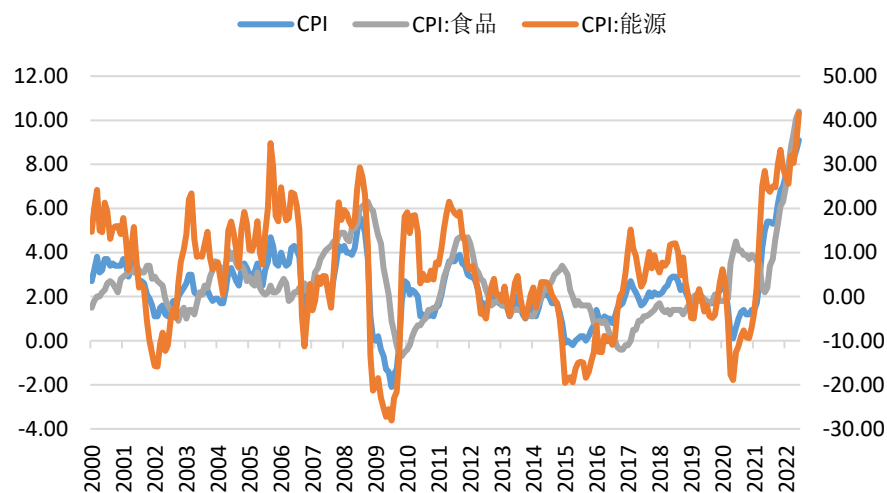
图 4：美债期限结构



数据来源：华闻期货投资咨询部、Wind

从债券收益率期限结构（见图 4）上也能看出，短端利率高企，3 个月的收益率高达 2.6%，6 个月、1 年期和 2 年期的收益率都超过了 3%，并且都高于 10 年债收益率，收益率倒挂严重，然而尽管如此，短端的实际利率依然为负，且随着政策利率进一步上升，短端利率仍然有进一步上升的空间（政策利率的天花板在 3.25-3.5%）。

图 5：通胀何时回落？



数据来源：华闻期货投资咨询部、Wind

那么前两次的经济衰退时通胀表现如何呢？如果按照美国官方对经济顶峰的定义，2001 年的 3 月和 2007 年的 12 月，CPI 同比的峰值分别出现在 2001 年的 6 月和 2008 年的 7 月（见图 5），所以有理由相信，通胀的回落会出现在衰

退过程中，而在衰退之前美联储就会开始降息，2001 年 1 月和 2007 年 9 月分别为当时衰退前开始降息的时点，所以美联储所谓通过加息抑制通胀似乎有点站不住脚，相反在交易员和分析师之间盛传的加息是为了触发衰退（顺便降通胀）反而显得有理有据。

三、衰退在哪里？

周四凌晨召开的美联储利率决议大概率会延续市场预期，加息 75 个基点，鲍威尔的讲话也将乏善可陈，而随着 75 个基点加息落地，市场可能会走出“买预期卖事实”的行情——美元可能继续回落。因为最“鹰”的阶段可能结束了，市场将开始预期 9 月会议是不是真的只是加 50 个基点，以及衰退究竟什么时候才回来。

事实上，通过已经公布的美股财报看，衰退尚未显现，美国上市公司的盈利还没有出现大幅缩减，那也就意味着至少还要等到四季度初才能看到三季度表现如何。不过一些边缘数据已经表明经济出现了裂痕：美国 12 个联储中有 7 个联储编制了调查数据，通常来说这些数据的公布对市场影响力很有限，不过近期这些数据出现了一些趋同性，其中费城、里士满、堪萨斯、达拉斯、纽约联储针对区域内的制造业景气调查数据都反映出制造业情绪明显下滑，并且今年以来都出现过超预期走弱的情况；芝加哥联储的全国活动指数表现比较稳定，旧金山联储的全要素生产率今年一季度出现大幅下滑（前两次数据大降出现在 2020 年上半年和 08 年金融危机中后期）。

从核心数据上来说，最灵敏且可靠的数据可能是失业率，多个月的失业率持续上升可能会是衰退前最好的征兆。在此之前，美联储大概率依然会多次重申紧盯通胀的重要性，也就意味着接下来的通胀数据仍然是加息的主要借口，尽管从前述中已然知晓，紧缩到衰退到通胀回落的演化路径。

免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华闻期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华闻期货有限公司认为可靠，但华闻期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华闻期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。阁下不能依靠此报告以取代行使独立判断，华闻期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。此报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。此报告所载的观点并不代表华闻期货有限公司的立场。

此报告的版权属华闻期货有限公司，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属华闻期货有限公司。未经华闻期货有限公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

华闻期货有限公司对此报告版权所有并保留一切权利。

华闻期货有限公司 总部

地址：上海市黄浦区北京东路 666 号上海科技京城东楼 31 层

邮编：200001

电话：021-5036 8918

传真：021-5036 8928
