

美债复盘与展望：降息预期摆动，通胀风险难消

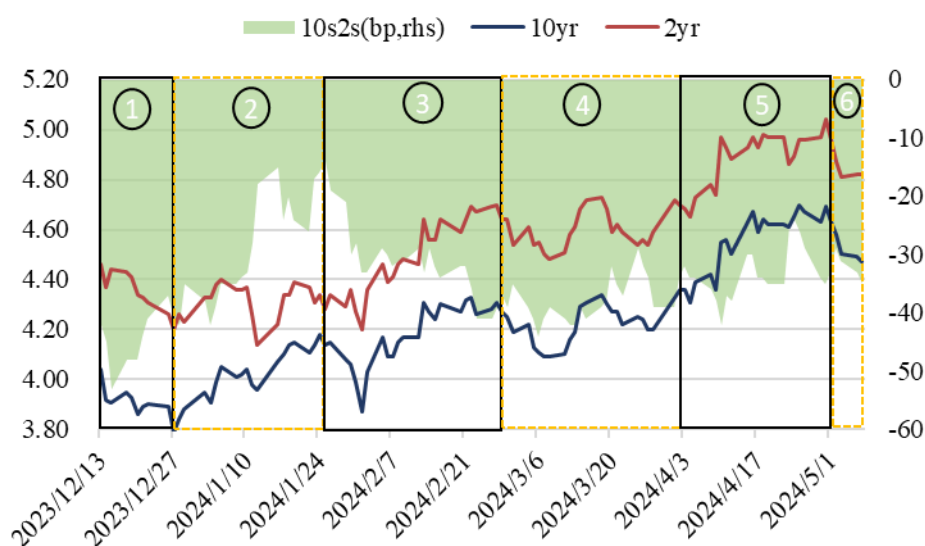
摘要：24 年上半年以来，由于通胀数据持续超出市场预期，美债整体处于震荡上行状态，货币市场所隐含的降息预期迅速修正。从美国经济的表现上来看，当前的劳动力市场数据、PMI 数据还不足以说明美国陷入滞胀状态，不过后续来看通胀风险仍然为年内较大风险且面临反弹可能。尽管缺乏联储“点头”推动美债熊陡，期限溢价难以自发大幅上行，但在通胀风险消失前，预计美债更多处于震荡上行状态，而美股与美债价格之间预计表现持续的负相关性。

一、上半年利率走势复盘

1.1 美债利率走势复盘

复盘上半年美债走势，从利率与利差角度来看，我们可以将其大致分为以下几个阶段（截至 24 年 5 月），具体见下图：

图 1：美债利率年内走势情况



数据来源:永安期货研究中心, Wind

24 年上半年美债走势如上图所示。为了连续性，第一阶段从去年开始（23 年 12 月中旬-23 年 12 月底）。由于 12 月货币政策会议上，联储成员暗示转向，且点阵图指引超出市场预期，市场开始定价降息周期开启。本阶段内 2 年期、10 年期美债利率均快速下行，利差收窄，美债曲线呈牛陡走势。

第二阶段为 24 年 1 月，由于期限溢价、通胀预期均下行至周期低位（或者说“超买”），长端美债开始反转。但由于降息预期依然较为乐观，短端美债整体上波动不大，美债曲线呈现扭转式陡峭特征（twist steepen）。

第三阶段为 24 年 1 月底-2 月。1 月底为 24 年内 10 年期美债利率首度下行至 4% 以下，彼时正值美股财报季，由于纽约社区银行在财报指引中宣布部分地

产贷款资产减值，此外 JPM 宣布其接管的第一共和银行的经营出现了较大困难，美债避险情绪小幅升温。但由于鲍威尔在 2 月初的记者会上宣布“3 月降息并非合意选项”后，美债开始重新定价联储降息时间以及可能性，其中由于短端利率与降息次数相关性更强，重新定价过程中短端利率上行幅度更大，美债曲线呈现熊平走势。

第四阶段为 24 年 2 月底-24 年 3 月，美债利率先下后上，利率曲线上整体变动不大。2 月底-3 月中旬，尽管鲍威尔在 FOMC 上发言宣布“3 月降息并非合意选项”，但该期间内美联储官员均认为美国 1、2 月的通胀数据更多受到了季节性影响，整体去通胀进程依然顺利，因此市场对通胀进展依然偏向乐观，美债利率在该阶段内有所下行。而随着后续通胀数据的公布，市场开始重新估计年内通胀前景，美债利率迅速上行。后续的 3 月的 FOMC 会议上，由于鲍威尔依然坚持 24 年 3 次降息，整体表现鸽派，美债利率有所平稳。

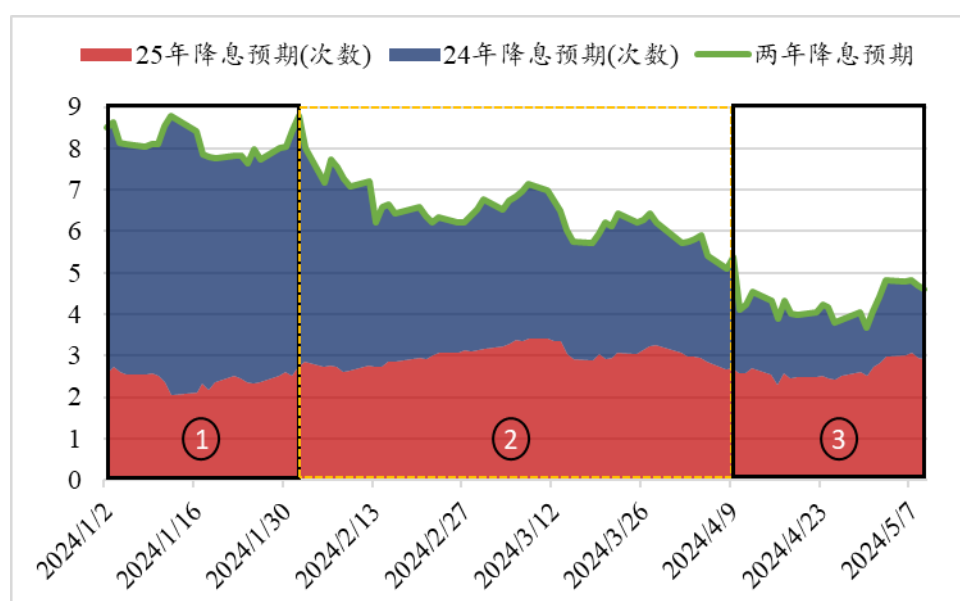
第五阶段为 24 年 4 月-24 年 5 月初，美债利率迅速上行。4 月公布的美国 CPI 数据同比 3.5%，核心 CPI 同比 3.8%，均超出市场预期，证伪“此前通胀数据主要受季节性因素影响”与“非住房核心服务通胀预计随着劳动力市场的逐步均衡而继续下行”。随着通胀数据的发酵，联储态度小幅转向，10 年期美债利率最高上行至 4.7% 左右，期限溢价上行至 0%，但美债利差整体变化幅度不大。

第六阶段为 5.2 日美联储会议后，在本次货币政策会议上，鲍威尔不断强调“对降息采取谨慎态度，但加息并不是基准情形”，平缓了市场对加息这一尾部风险的定价，且非农就业数据低于预期为美债带来了喘息窗口，长、短端美债利率均小幅下行。

1.2 STIRs 市场走势复盘

相较于中长期美债，市场对联储降息预期的直接博弈来的更为猛烈，货币市场工具期货的价格波动也更为明显。下图为货币市场隐含的降息预期情况。

图 2：货币市场工具隐含降息预期情况



数据来源：永安期货研究中心，Bloomberg

由于排除了供需、资金再平衡等影响，货币市场工具的降息预期博弈过程

相较于美债而言更加清晰，大体上可以分为 3 个阶段。其中第一阶段为 23 年 12 月-24 年 1 月，由于联储在 23 年底 FOMC 会议上的超预期鸽派，市场开始陷入定价快速降息周期的狂热状态，认为 2 年内将出现最高 9 次降息，且大部分降息将于 24 年完成。

第二阶段则为 24 年 2 月-24 年 4 月初，随着鲍威尔在 1 月会议上暗示“3 月降息并非合意选项”、劳动力市场展现的极强韧性，使得整体的降息次数边际下行，但彼时的交易主线依然为降息周期即将开启，预期降息次数小幅下行，该阶段内市场认为 24 年推迟的降息次数将会在 25 年有所体现。

第三阶段则为 24 年 4 月 CPI 公布后，由于连续数月 CPI 超出市场预期，年内通胀预期不断上调，市场开始重新定价全年降息次数预期，且开始通过期权押注联储下一步的行动是加息而非降息。在此基础上，24 年、25 年的降息预期次数均出现了明显的下行。尽管 5 月议息会议上鲍威尔的发言消除了“加息尾部风险”的可能性，但是市场认为基于当前通胀压力，6 月 FOMC 会议上的点阵图将出现上修。

二、美国经济表现回顾

2.1 美国一季度经济表现回顾

尽管“软着陆”、“过热”、“滞胀”等宏观故事频繁切换，美国经济依然处于具有韧性的状态。下图为美国经济意外指数的走势情况。

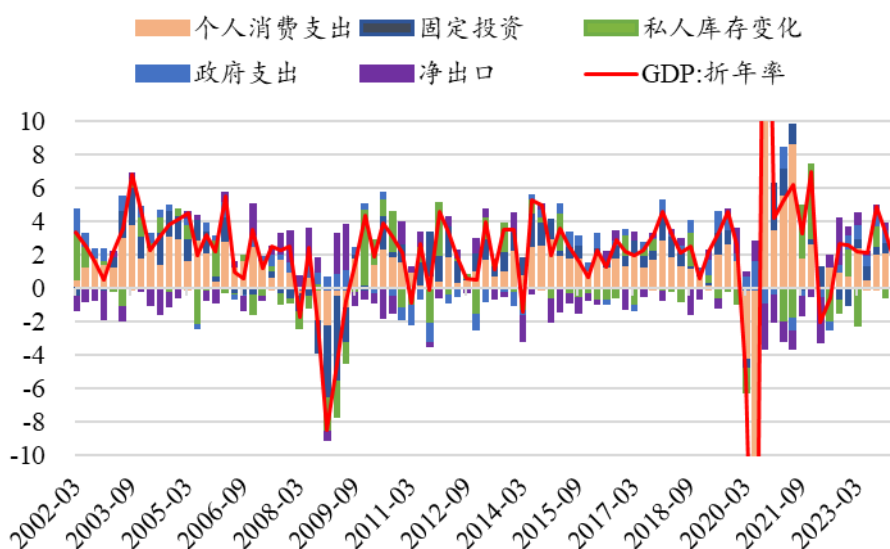
图 3：美国经济意外指数



数据来源：永安期货研究中心，Bloomberg

在 4 月中下旬阶段内，公布的“hard data”包括 GDP、NFP、零售消费等，其中一季度 GDP 数据为 1.6%，预期 2.5%。从分项上来看，与核心需求更相关的国内最终销售仍位于 3.1% 的高位，且一季度利率的小幅放松导致住房投资有所加速。对美国一季度 GDP 形成拖累的主要分项来源于进口的增加以及政府支出减少。

图 4：美国一季度 GDP 增速情况



数据来源：永安期货研究中心，Wind

不过美国的就业市场则出现了边际减缓的迹象，职位空缺数据边际下行、失业数据上升使得美联储所关心的 V/U 比例有所下降，且平均时薪增速同比有所减速。而在非农就业数据上，4 月新增非农就业为 175K，其中新增政府就业为仅 8K，较去年平均水平大幅减少；新增私营就业为 167K，尽管同样有所降温，但整体上来说依然具有韧性。

因此，尽管从 4 月以来，GDP、ISM PMI、非农就业等数据均低于预期促进了市场中“滞胀”叙事的流行。但从经济意外指数下行的背后原因上来看，“预期太高”以及“数据边际减慢”是更主要的因素，并不构成当前宏观区间的转变。

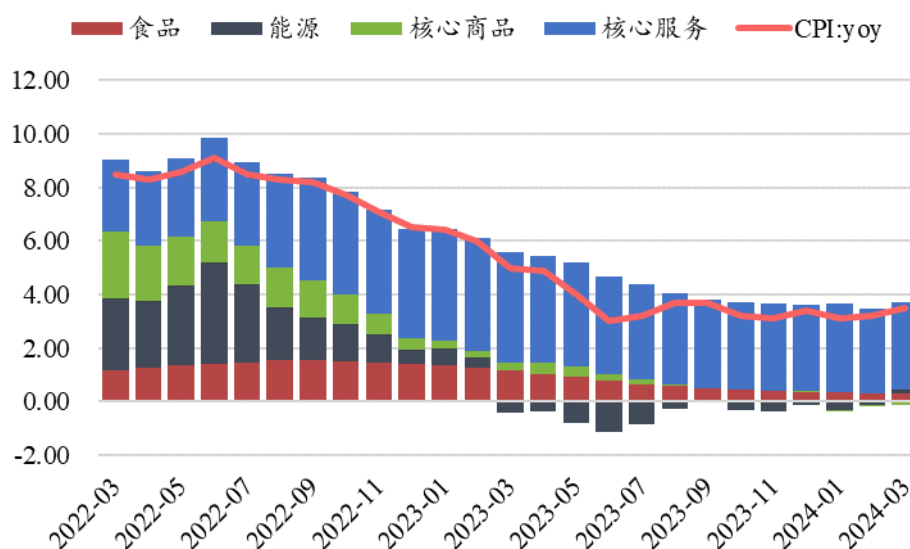
2.2 美国通胀压力情况

在美国经济处于尚有韧性的状态下，通胀进展则表现出了令市场不喜的一面。过去 3 个月的通胀数据均超出市场预期，通胀意外指数不断上行。原油价格反弹、住房通胀降幅减慢、叠加非住房核心服务通胀位于高位，使得去通胀进程有所停滞。

而展望上来看，联储所寄希望的货币政策“漫长”的滞后效应在下半年也可能不会有那么好的进展。一方面，由于 23 年末去通胀进程较为顺利，基数效应影响将使得年底通胀有一定压力；另一方面，正如 Kashkari 所言，当前货币政策可能是紧的，但还不够紧——从美国住房市场来看，标普数据显示美国住房市场价格已于去年秋季开始连续上行、CoreLogic 的成屋租金指数也从今年初开始有所反弹，租金价格的压力预计将会重新逐步传导至住房分项。

而货币政策可能不够紧的另一个佐证，则是联储曾经使用的金融环境指数，由于信用利差缩小、流动性充裕、债券利率波动性下行等因素，导致金融环境指数从 24 年开始不断趋向宽松，芝加哥联储所公布的全国金融环境指数低于 22、23 年绝大部分时期。总的来看，货币政策传导的阻塞、美国财政政策的实质宽松、居民储蓄行为的改变，均导致去通胀进程的“最后一公里”比想象的更加困难。

图 5：美国通胀压力



数据来源：永安期货研究中心，Wind

图 6：美国住房价格同比



数据来源：永安期货研究中心，Wind

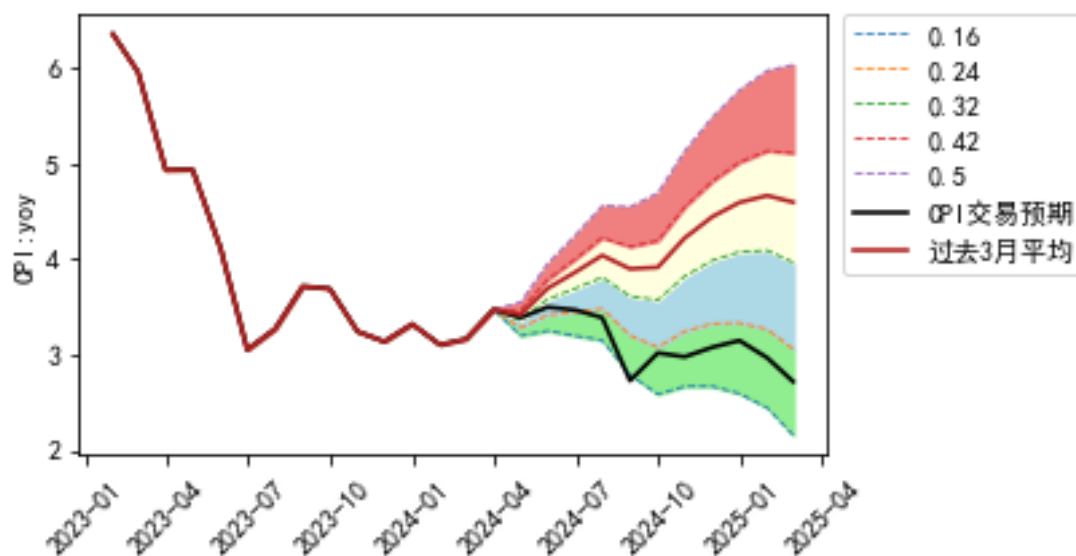
三、美债走势展望与其他预期

3.1 美债走势展望

在5月的FOMC会议上，无论记者的问题是“现在的货币政策是否足够紧”、“下一步行动是否会考虑加息”，鲍威尔均表现出了不会考虑进一步紧缩的态度，打消了市场暂时的加息恐惧。当前不会加息的回应表明联储短期内还没有决心让23年第三季度的“期限溢价恐慌”重演，从而造成金融市场动荡。但通胀风险依然无法忽视，使得鲍威尔也说出了“对降息感到谨慎”。

因此，在联储 5 月选择“和稀泥”式的回应上，后续通胀数据对联储决策、各类资产的影响将有所提升，下图为美国通胀区间的预期情况（交易数据截至 5 月 10 日）。

图 7：CPI 区间分类



数据来源：永安期货研究中心，Bloomberg，Wind

图 7 中深红色线条为过去 3 月环比的均值外推，而黑色线条则为互换所隐含的通胀水平，其他为每月 CPI 环比均值处于该数值。从黑色线条所隐含的信息来看，市场与联储一样依然相信未来去通胀进程会继续持续，这也与 25 年 3 次稳定的降息预期相对应。

而在后续的美债走势展望上，图 7 所代表的信息同样重要，其中按照环比大致分为 4 个区间，其中红、绿色区间预计将形成明显的宏观叙事，推动美债会走出流畅趋势。

绿色区间所代表的含义为通胀持续向 2% 靠近，联储届时会获得更大的信心以确认降息周期开启，SOFR 远期合约目前定价的 4% 左右的长期利率中枢也将出现逐步下行，带动美债利率趋势下行。而红色区间则代表联储、市场对通胀均出现了明显的误判，去通胀进程不仅停滞，甚至可能由于住房价格、核心服务的再度上行导致了“二次通胀”的发生，迫使联储需要再次收紧货币政策以达成通胀目标，导致美债利率趋势上行。

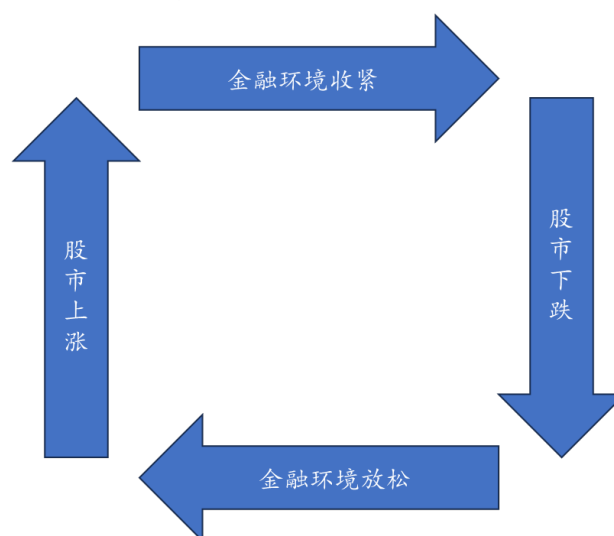
而蓝、黄色区间内美债预计更多接近摆动状态。其中蓝色区间的含义为联储可能依据 24 年经济表现降息 1-2 次，然后再度观察后续通胀压力情况，以确保不会由降息带来通胀的重新反弹。而黄色区间内，联储所做的选择或为不降息，利率长时间维持高位以确保不会引发通胀失控。在上述两个区间内，5 月联储“和稀泥”式的态度明显改变前，缺乏联储“点头”推动美债熊陡，期限溢价难以自发大幅上行，降息预期更多会将随着经济数据的公布来回摆动，导致美债更多接近于区间震荡状态。

目前来看，我们认为后续通胀风险难言解除，更多认为通胀将处于黄色或蓝色区间内。且即使位于黄色区间，随时间的逐步推移，对 25 年降息预期的重新定价也将对美债造成不利影响，使美债倾向于震荡上行。

3.2 对其他资产的可能影响与启示

首先是美股。美股指数的上涨的来源一般为：一、指数成分股所代表的盈利的扩张；二、指数估值倍数的扩张。从近期公布财报业绩的表现来看，根据 JPM 统计，截至 5 月 5 日，24 年一季度美股财报公布后超预期的股票平均涨幅为 0%，而低于预期的股票平均跌幅为 2.9%，目前市场对财报的反应较弱。从估值倍数上看，自 4 月美国 CPI 公布以来，由于通胀风险的冲击叠加地缘政治风险等因素，美股 4 月中旬出现了一次急跌，且美股与美债之间表现出了明显的负相关性。在通胀风险消除前，预计这种负相关性将持续存在，具体关系见下图：

图 8：美股、金融环境指数“循环”



数据来源：永安期货研究中心

其次，对商品而言，则相对复杂。以图 7 中的红色区间为例，“二次通胀”故事的盛行将对能源、农产品价格形成明显的助力，两者之间或许互为因果。而黄色区间中，通胀压力难以解决、联储“和稀泥”式的表态也会对联储信誉打上一个大大的问号，叠加欧元区、英国等多地央行的逐步降息预期，贵金属预计表现较佳。

而后续的区间，对其他商品而言，经济数据同样值得参考，从一季度的情况来看，欧元区经济的恢复预期、亚洲新兴国家出口的上行均显示制造业等商品经济有所恢复，商品指数有所抬升。其中对工业金属最优的区间或许为蓝色区间，联储在经济还不错的时候选择逐步降息，外围央行启动降息周期的顾虑也预计放松，带动工业金属价格中枢抬升。而绿色区间则更多需要排除美国经济下行以及衰退的风险。