



宏观专题

本轮加息预期见顶了么？

FedNote#7

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

#FedNote 系列

《美联储剧透了1月FOMC哪些鹰派信号——FedNote#1》

《市场对美联储的紧缩预期何时反转——FedNote#2》

《一次加息50bps的可能性与影响——FedNote#3》

《3月FOMC：经济下修难改加息路径——FedNote#4》

《为何全年加息预期升到了9次——FedNote#5》

《5月FOMC：如期加息，官宣缩表——FedNote#6》

投资要点：

- **核心观点。**本轮加息预期尚未见顶，当下更多是对货政紧缩预期交易的一次阶段性缓和，这一缓和来自近端非常清晰的货政路径信号与短期难以发酵的通胀风险。进入8月后，美联储货政紧缩的交易或卷土重来，尤其是通胀风险的再度发酵对“通胀-紧缩”逻辑的二次强化。美债利率大概率会因调整流动性与通胀风险溢价而结束2.7-3.0%震荡并重新回归上行，绝对水平有望突破3.20%的前高。
- **当前市场计入了多少加息预期？** FFF/OIS 与分析师一致预期目前均充分定价6、7月各50bps与11、12月各25bps的加息，更多分歧在9月的FOMC会议是否加息50bps（FFF/OIS预期52%、分析师一致预期25%）。相比之下，1年美债风险利率1.85%的水平显示出其对未来1年加息预期的计价明显偏低。
- **逼停美联储加息的关键要素是什么？** 与1990s大缓和时代以来最大的不同在于，本轮逼停美联储加息的关键不在于经济本身是否陷入衰退，而是在于通胀风险是否得到确定性的缓释。总结来说，Fed Put是百慕大式而非美式期权，其行权区间是稳定的物价水平。如果是过度加息让经济陷入衰退，那么及时反转货币紧缩政策的确可避免衰退。但如果是高通胀引发的经济衰退的话，那么宽松的货币政策只会助长高通胀，加速经济衰退。
- **后市海外交易的大致节奏：** ①目前至7月底以交易衰退预期为主，但其中分歧仍然较大，尤其是对即期过热的经济环境与难以看到明确解决方案的各类风险（疫情、俄乌等）的博弈大概率将加剧各类资产价格波动率；②8月开始至10月，高粘性的服务通胀将接棒高弹性的商品通胀，突破前期高基数效应带来的限制，逼停当前通胀的下行趋势，市场将开始新一轮的“通胀→紧缩”预期交易，对9月的加息预期逐步向50bps倾斜并最终确立，美债利率大概率会因调整流动性与通胀风险溢价而结束2.7-3.0%震荡并重新回归上行，绝对水平有望突破3.20%的前高；③11月开始，市场基本可以明确经济（衰退风险是否因宽松退出与周期使然而实质化）与通胀（工资-通胀螺旋、供应链瓶颈等核心风险点是否解除，通胀风险是否能充分确定缓释）的未来路径。相对理想的情况是，通胀在衰退风险实质化前加速回落（商品通胀的牛鞭效应与Q4低环比的季节效应），市场与美联储一唱一和，Fed Put呼之欲出，经济衰退风险因货政紧缩的停滞而解除。而更可能的剧情是，通胀难以在年内回到2%（PCE同比增速口径下），其背后的风险点亦迟迟未见让人信服的缓释，过度加息引发总需求收缩，进而通过经济衰退的方式让通胀加速回归至2%的政策目标区间。
- **风险提示：** ①俄乌战事升级，全球各类地缘政治摩擦加剧，市场再度进入避险交易模式；②美国通胀彻底失控，美联储被迫采取更为激进的紧缩货币政策，进而带来全球宏观流动性的大幅收紧，离岸美元市场面临枯竭；③新的变种毒株的出现或类似的疫情冲击，引发防疫政策升级，进而深化全球宏观经济的滞胀格局。

内容目录

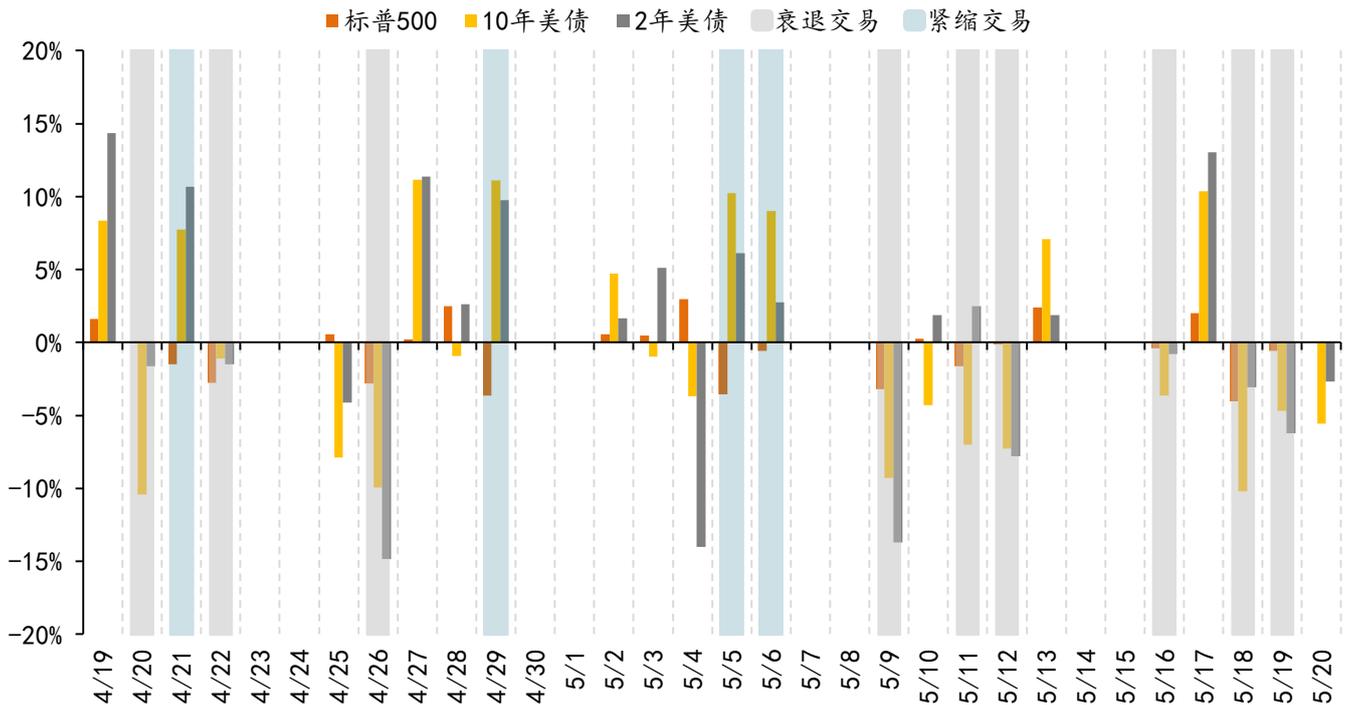
1. 当前市场计入了多少加息预期?	5
1.1. 短期衍生工具	5
1.2. 美债利率曲线	6
1.3. 分析师一致预期	7
2. 逼停美联储加息的关键要素是什么?	8
2.1. 市场为何开始烘托 Fed Put 的气氛?	8
2.2. Fed Put 的关键是什么?	9
3. 本轮加息预期见顶了么?	10
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 过去 1 个月美股美债单日表现	4
图 2: 联邦基金期货 FFF 隐含今年剩余加息次数 (25bps/次)	5
图 3: 隔夜指数互换 OIS 隐含今年剩余加息次数 (25bps/次)	5
图 4: 欧洲美元期货 EDF 隐含利率曲线结构	5
图 5: 联邦基金期货 FFF 隐含利率曲线结构	5
图 6: 欧洲美元期货 EDF 最新交易量与持仓量分布	6
图 7: 联邦基金期货 FFF 最新交易量与持仓量分布	6
图 8: 美债风险中性利率 R 远期曲线结构	6
图 9: 美债风险中性利率远期变化 ΔR 曲线结构	6
图 10: 彭博分析师对 22Q3-Q4 联邦基金利率上限预期分布	7
图 11: 彭博分析师对未来 6 个季度联邦基金利率上限预测走势	7
图 12: 美国 CPI 同比增速 vs 四大分项同比拉动率	8
图 13: 美国 CPI、弹性 vs 粘性分项同比增速	9
图 14: 美国 CPI 与截尾 CPI 同比增速	9
图 15: 美国 CPI 非季调环比季节性图 (2001-2021)	10
图 16: 美国核心服务 CPI 非季调环比季节性图 (2001-2021)	10
图 17: 不同环比情景下美国 CPI 同比增速的路径预测	10
图 18: 美国 CPI 非季调环比季节性图 (2001-2021)	11
图 19: 美国核心服务 CPI 非季调环比季节性图 (2001-2021)	11
图 20: 美国贝弗里奇曲线 (横轴失业率, 纵轴职位空缺率)	12
图 21: 美国劳动参与率	12

近期，市场交易风格出现了从货政紧缩逐步向经济衰退切换的信号。图 1 可见，过去 1 个月中，反映货政紧缩预期的组合（美股跌&10 年美债利率涨，蓝色阴影）出现的次数愈发偏少，而反映经济衰退预期的组合（美股&10 年美债利率同跌，灰色阴影）出现的次数则愈发频发。尤其是 5 月 11 日美国公布 4 月 CPI 数据后（同比 8.3%，预期 8.1%，前值 8.5%），虽然市场对货政紧缩的预期有所加剧（2 年美债利率仍然收涨），但 10 年美债利率的收跌暗示市场开始重新定价更远期增长风险（经济过热周期深化叠加货政紧缩过快加剧衰退担忧）和通胀风险（4 月 CPI 同比读数虽超预期但较前值回落，且 1.32% 的非季调环比短期很难被超越）。

图 1：过去 1 个月美股美债单日表现



资料来源：彭博，德邦研究所；标普 500 单位为价格每日变动百分比，美债单位为利率绝对变动幅度，标普 500 下跌与 10 年美债利率上涨对应货政紧缩交易，用蓝色阴影高亮，标普 500 与美债利率同跌对应经济衰退交易，后者用灰色阴影高亮显示

因此市场开始猜测，加息预期是否已经封顶？美联储货政预期冲击最紧缩的时候是否已经过去？要回答这一问题，关键在于捋顺如下几点：

①**市场当前预期**。目前各类市场观测工具都计入了多少加息预期？

②**联储货政的决策函数**。当前决定美联储调整货政路径（进一步加速紧缩、维持现状、还是停止紧缩并向宽松反转）的主导变量是什么？

③**预期差**。这些变量未来的演变方向是怎样的，美联储货政将如何相机调整？这部分变化是否已被市场充分锚定？

本报告将分析回答以上三个问题，并就未来市场走势进行判断。

1. 当前市场计入了多少加息预期?

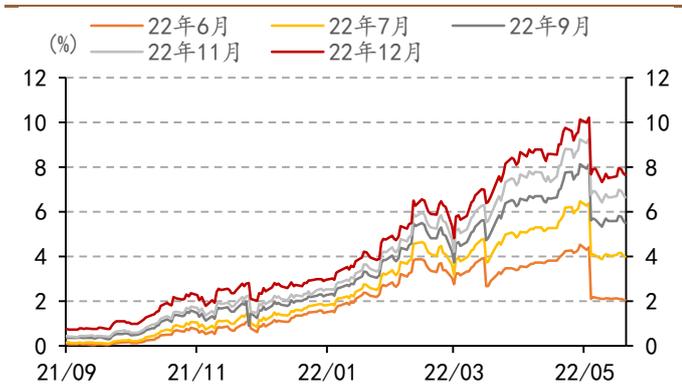
观察加息预期的工具可大致有三类：短期衍生工具、美债利率曲线与分析师一致预期，三者分别从衍生品、固定收益资产与分析师视角呈现当下的加息预期。

1.1. 短期衍生工具

最常见的用于观察美联储加息预期的短期衍生工具有三个，分别为：①联邦基金期货（*Fed Fund Future, FFF*）；②隔夜指数掉期（*Overnight Indexed Swap, OIS*）；③欧洲美元期货（*Eurodollar Future, EDF*）。

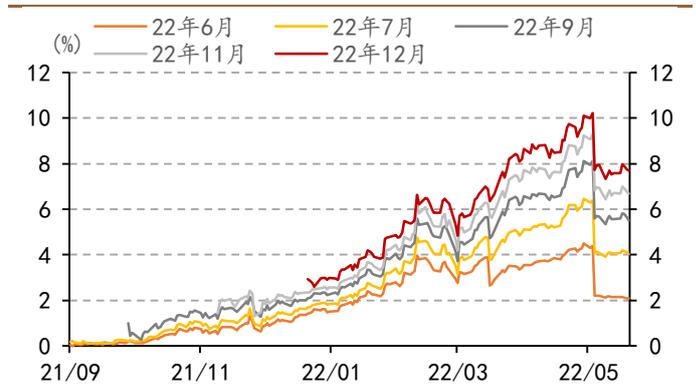
由于联邦基金期货 FFF 与隔夜指数掉期 OIS 均以有效联邦基金利率（*Fed Fund Effective Rate, FFER*）作为标的，因此基于 FFF 与 OIS 的模型所计算出的加息预期差异不大。图 1、2 可见，截止 5 月 20 日最新，两个模型均显示，6、7、9、11、12 月美联储的剩余加息次数分别为 2、4、5.5、6.7、7.7 次，即 FFF 与 OIS 已充分吸收 6、7 月各 50bps 的加息信号，并认为 9 月有约 50% 概率加息 50bps，11、12 月加息预期均锚定在 25bps。

图 2：联邦基金期货 FFF 隐含今年剩余加息次数（25bps/次）



资料来源：彭博，德邦研究所；因为模型计算的是剩余加息次数，故每次加息后对应数字会相应下调

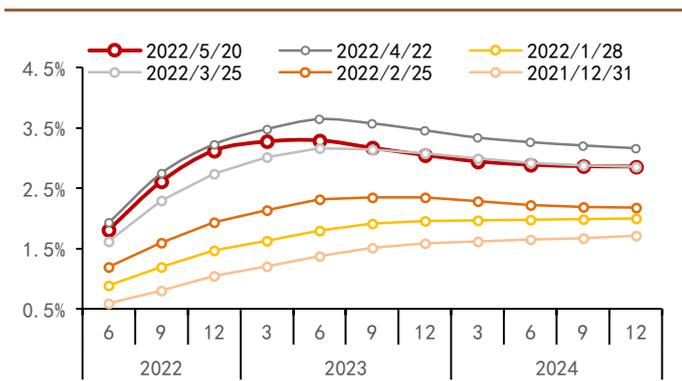
图 3：隔夜指数互换 OIS 隐含今年剩余加息次数（25bps/次）



资料来源：彭博，德邦研究所；因为模型计算的是剩余加息次数，故每次加息后对应数字会相应下调

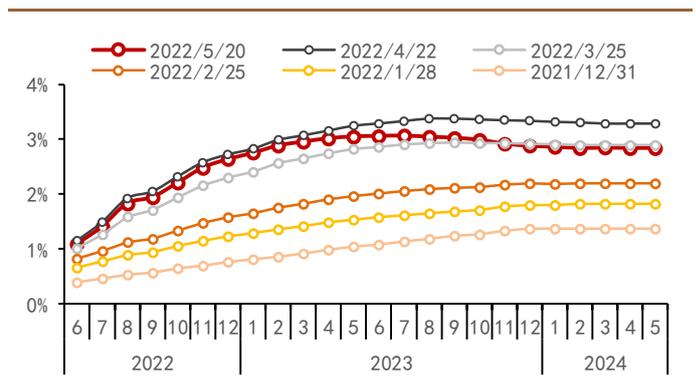
由于欧洲美元期货 EDF 的标的为 3 个月伦敦同业拆借利率 3M Libor，而美联储的 FOMC 会议间隔一般为 6 周，因此 EDF 反映的加息预期更多通过远期曲线观察，难以对每次 FOMC 进行直接映射。图 4 可见，5 月 20 日最新曲线反映，EDF 市场预期 3M Libor 在今年将加速提升，并于 23Q1 见顶、23Q2 回落。类似现象亦可在 FFF 曲线结构中发现（图 5）。作为图 2 的模型底稿，图 5 反映展示市场对远期 FFER 的交易预期，曲线显示 FFF 将在 2023 年 7 月触及 3.065% 的峰值，并于 8 月开始回落，于 10 月破 3% 跌至 2.99%。

图 4：欧洲美元期货 EDF 隐含利率曲线结构



资料来源：彭博，德邦研究所

图 5：联邦基金期货 FFF 隐含利率曲线结构



资料来源：彭博，德邦研究所

无论是时间序列（图2-3）还是曲线结构（图4-5）都反映了市场对当前两个加息信号的充分吸收：①曲线前端的陡峭反映了5月FOMC以来Powell反复强调的尽快加息至中性利率水平的信号；②曲线后端的趋平甚至回落反映了5月20日FOMC最鹰派票委Bullard接受采访时释放的降息信号——“如果前置更多加息控制住通胀与通胀预期，则可为2023与2024年预留降息空间”。

The more we can front-load and the more we can get inflation and inflation expectations under control, the better off we will be. In out years -- '23 and '24 - we could be lowering the policy rate because we got inflation under control.

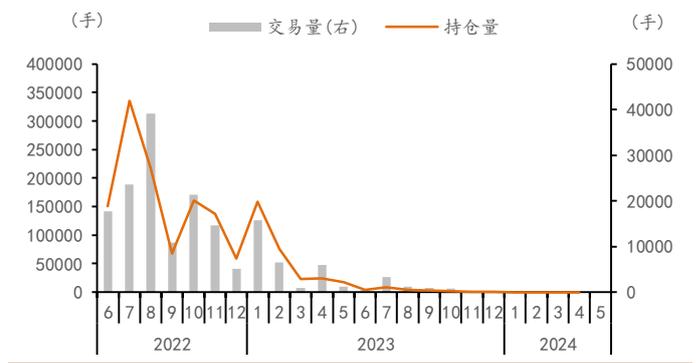
当然，作为衍生品，在参考其所隐含的加息预期时，同时需要留意其中包含的对冲需求（并非所有期货头寸都是投机性头寸）、适应性预期（当前预期并非未来真实路径，更多是为我们后续判断市场预期差作参考）与流动性三个因素。无论是FFF还是EDF，曲线远端的流动性往往更差。图6、7可见，EDF的交易量与持仓量在2024年后有明显下滑，FFF的交易量与持仓量的下滑则来的更早——在2023年2月便有明显下降。因此，EDF与FFF中所包含的远端降息预期或因其较低的流动性而存在更大的偏差。

图6：欧洲美元期货EDF最新交易量与持仓量分布



资料来源：彭博，德邦研究所

图7：联邦基金期货FFF最新交易量与持仓量分布

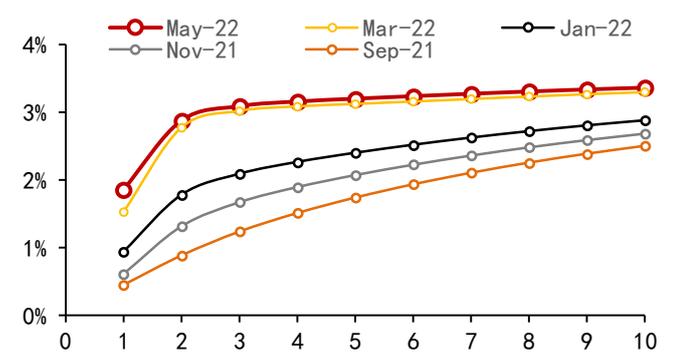


资料来源：彭博，德邦研究所

1.2. 美债利率曲线

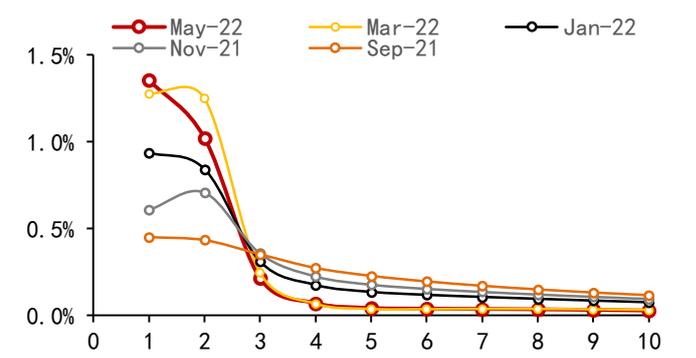
在美债笔记系列报告《美债手册101：2.9%后走向何方——美债笔记#3》中，我们将FRBNY提供的ACM模型展开做了深度分析。截止5月20日最新，模型显示美债未来第1、第2、第3年的风险中性利率分别为1.35%、1.02%、0.21%，以25bps/次为单位，分别对应未来第1、第2、第3年5.4、4.1、0.9次加息。此外R远期期限的远端趋平于3.20%水平，暗示美债利率内涵的中性利率水平。

图8：美债风险中性利率R远期曲线结构



资料来源：彭博，德邦研究所

图9：美债风险中性利率远期变化ΔR曲线结构



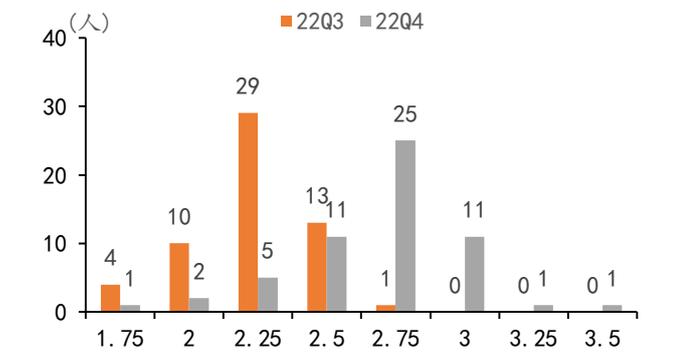
资料来源：彭博，德邦研究所

美债风险中性利率 R 远期曲线近端的愈发陡峭释放出的是与衍生工具相类似的信号，即美债交易员充分买入美联储“迅速提升利率至中性水平”的预期。事实上，如果将 FFF 曲线上的远期利率进行拟合，所得到的未来 2 年联邦基金利率均值为 2.68%，这与 2 年美债 2.58% 的水平较接近。但 1 年美债 1.85% 的风险中性利率与未来 1 年 FFF 远期利率拟合出的 2.38% 相比显得并不太充分。

1.3. 分析师一致预期

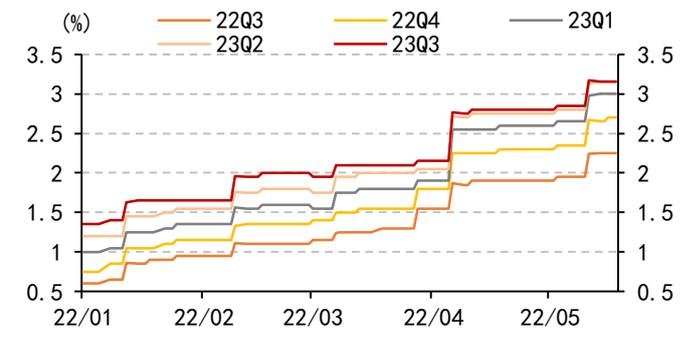
彭博会持续更新分析师对各类经济数据的预测值。图 10 显示 57 名分析师对 22Q3 与 22Q4 两个季度的加息路径预测。由于美联储已经充分剧透 6、7 月各 50bps 的加息，因此分析师对 22Q3 的分歧主要集中在 9 月的 FOMC 会议上——29 名分析师认为联邦基金利率上限会在 22Q3 提升至 2.25% 水平，14 名分析师认为会提升至 2.50% 及以上的水平。若基于 7 月 50bps 加息的贝叶斯条件，这对应 51% 的分析师认为 9 月将会加息 25bps，25% 的分析师认为会加息 50bps。与 FFF/OIS 模型相比，分析师更倾向于 9 月 25bps 的加息。对 22Q4 而言，分析一致预期中位数/众数均为 2.75%，在 9 月 25bps 的贝叶斯条件假设下，这对应 11、12 月各 25bps 的加息。

图 10：彭博分析师对 22Q3-Q4 联邦基金利率上限预期分布



资料来源：彭博，德邦研究所

图 11：彭博分析师对未来 6 个季度联邦基金利率上限预测走势



资料来源：彭博，德邦研究所

图 11 展示了彭博分析师对未来 6 个季度联邦基金利率上限的变化情况。与图 2-3 中 FFF/OIS 类似，分析师一致预期亦展现出随实际宏观环境与货政信号调整的适应性特征。同时，随着加息预期与进程的深化，23Q2 与 23Q3 的预期均向 3.15% 收敛，暗示分析师认为本轮加息预期将在 23Q2-23Q3 之间封顶 3.15%。

除去彭博调研的分析师一致预期外，FRBNY 还会对一级交易商 (Survey of Primary Dealer, SPD) 和主流投资机构 (Survey of Market Participants, SMP) 进行问卷调查，但由于这份问卷一般在 FOMC 会议后下发，纪要发布后公布，因此时效性欠佳。例如，最新的 SPD 和 SMP 仍是基于 3 月 FOMC 的调查结果，其更多的意义在于分析比较当时预期与问卷反馈至今的实际路径之间的预期差。

对比衍生品、美债曲线与分析师一致预期可发现：①随着时间推移，三者对加息路径的预期均呈现出前陡后平的走势，前陡反映对 6、7 月各 50bps 加息的充分预期，后平反映对 22Q4 及以后通胀风险缓释、增长风险显现、联储紧缩预期放缓的预期；②加息路径预计在 23Q2-23Q3 见顶，对应峰值是 3.05% (FFF)、3.15% (分析师一致预期)，而美债曲线的 3.20% 更多在表示美债交易员所预期的长期中性利率；③FFF/OIS 与分析师一致预期基本能将预期的颗粒度细化到每次 FOMC 会议上，二者目前均充分定价 6、7 月各 50bps 与 11、12 月各 25bps 的加息，更多分歧在 9 月的 FOMC 会议是否加息 50bps (FFF/OIS 预期 50%、分析师一致预期 25%)，而相比之下，1 年美债风险利率 1.85% 的水平显示出其对未来 1 年加息预期的计价明显偏低。

2. 逼停美联储加息的关键要素是什么？

第一部分所罗列的联邦基金预期路径在远端的走平甚至回落一定程度被视作美联储停止加息甚至是降息的信号，这一信号背后是市场近期愈发浓烈的衰退预期。但若仅仅是对未来经济的衰退预期的升温，恐难以逼迫美联储反转衰退。

2.1. 市场为何开始烘托 Fed Put 的气氛？

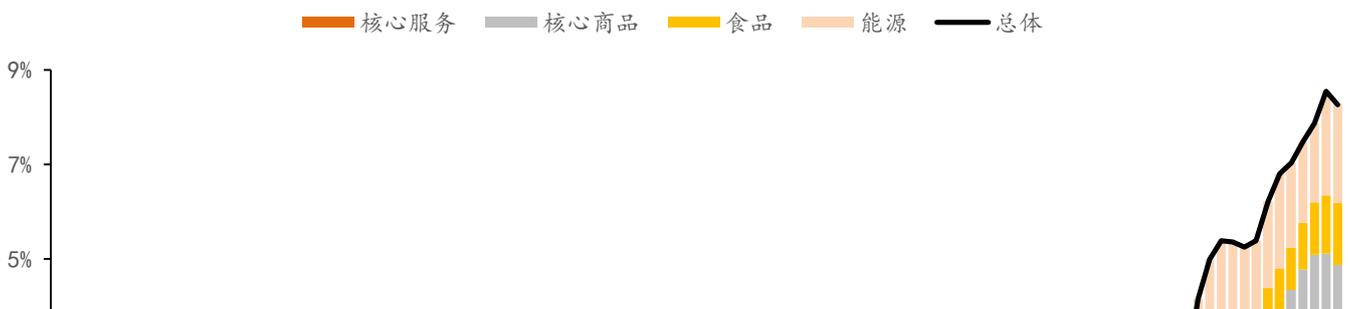
有种观点认为，美联储或在通胀风险完全解除前暂缓、停止加息，甚至通过预防式的降息操作来未雨绸缪经济陷入衰退，即所谓的 Fed Put。这类观点的主要支撑来自：

①历史经验：大缓和时代以来的样本均是佐证。1990s 的大缓和时代以来，每逢美国经济遭受重大的金融或经济危机（2001 年科网泡沫、2008 年次贷危机、2020 年新冠疫情），或是察觉到经济即将面临或有的衰退冲击之时（1994 年、1998 年的亚洲金融风暴+俄罗斯债务违约+LTCM 宣告破产、2019 年的 10s2s 利差倒挂），美联储都会毫不犹豫地反转货币政策，另一个较为有代表性的经验指标是美股进入技术性熊市（20%最大回撤），而目前标普 500 最大回撤已有 19%。

②充分条件：支撑加息的经济增长动能将消失，经济衰退迫使美联储停止加息。虽然当前美国经济仍然处于过热周期，但经济周期使然下的内生性增长动能放缓、财政刺激退潮、货政紧缩加速、叠加尚未缓释的俄乌冲突与疫情危机，都预示着新一轮确定性更大的衰退冲击正在酝酿之中。

③必要条件：通胀拐点始现，后续通胀将加速回落。4 月 CPI 同比增速虽超预期，但考虑到 3 月 CPI 在油价扰动下非季调环比增速一度触及 1.32% 的高位，基本可确定短期的通胀拐点（图 12）。“拐点效应”预示着通胀风险已被解除，使得加息不再具有很强的必要性。

图 12：美国 CPI 同比增速 vs 四大分项同比拉动率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42246

