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。

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。

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%）。

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。

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%）。

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。

操作思路与解读：

今天的行情，整体就表现的挺不错了哈，我还是那句话，利空出尽就变利好，现在大家对于礼拜四
加息的事情，已经逐渐适应了。今天盘面来看，意思就是利空出尽变利好。就这么说吧，28号加息75个基点，符合市场预期，除非加100个基点。75点正常，50点利多

不管怎么样，利空出尽，利多，今天市场表现的非常非常明显，稳健的做多就等礼拜四五。明天我估计冲高可能要走个回落，毕竟要给加息一个面子嘛！但是从盘面这样来看的话，回的空间就有限了

今天黑色被铁矿石的上涨带动起来了，铁矿石今天已经突了均线了，今晚再往上突的话，我估计就是摸年线760附近，要震荡一下了。摸年线震荡，那么回落空间有限，今天结算价差的也比较远，今天冲高到760附近走回落，出个十字星也行，一旦礼拜四加息往下落一下，就准备往上。这波黑色系要起一波，很正常。

黑色系今天的走势都看涨，但要注意明天礼拜三冲高，多单该离离场，弄不好，明

天冲高之后会走个回落，毕竟礼拜四啊，还有个加息，总的给个面子！但整体而言，礼拜四加息完，有回落，再去做多比较合适，仍然是逢低做多。明天冲高洗洗空单，再借着加息，回落再洗洗多单，利用加息往下探一下，然后开启上涨就行了，注意白盘埋伏的焦煤多单，预计夜盘会给大的空间。

上周初，我们就讲过，空单我们就不再玩了，都是以回落做多为主，经历洗盘阶段后，我觉得行情也快差不多了。有空单的借着这次，该走的要走了，再不走，可能就来不及了哈！（所有操作均为个人推演日记，仅供参考！盘中行情实时变动，本人会根据盘中行情实时调整策略，如有疑问或者拿捏不准的单子评论区欢迎交流）