



美联储加息必将十分谨慎： 2022 年经济展望（2）



11 月份，美国 CPI 和核心 CPI 同比涨幅分别为 6.8%和 4.9%，分别较年初提高了 5.4%和 3.5%，迫于通胀压力持续上升的局面，美联储不仅纠正了之前“暂时性通胀”的判断，并且开始加紧了加息的准备。2021 年 12 月美联储议息会后公布的点阵图显示，美联储内部已将 2022 年加息次数提高至 3 次。鉴于美联储在利率政策方面的转变以及可能引发市场预期变化的变化，此前美联储历次加息周期中的市场经验应有一定参考意义。

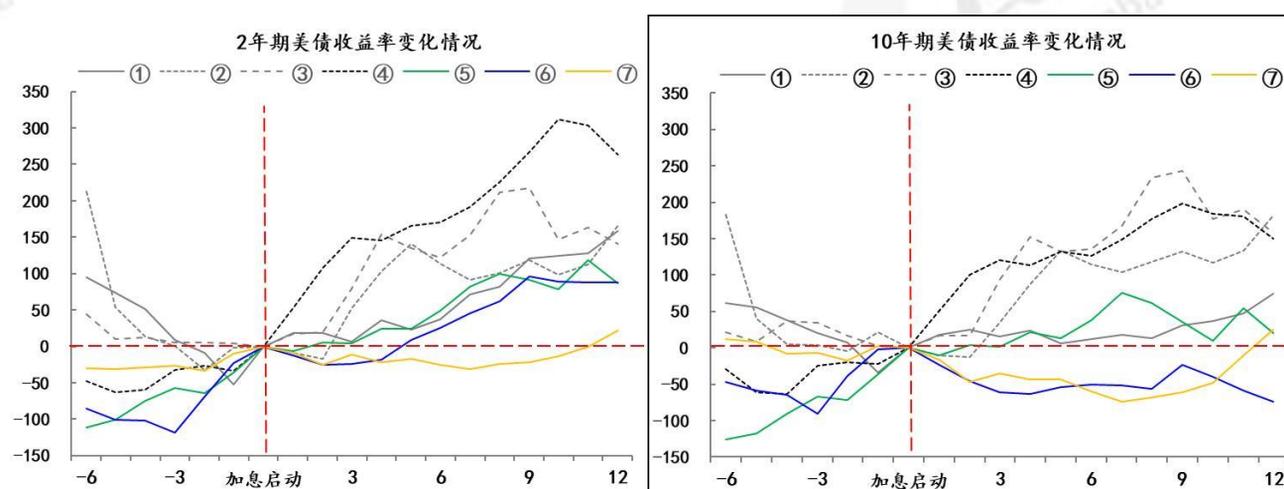
自 20 世纪 70 年代后期至今的 45 年间，美联储先后实施了 7 轮加息周期。其中，加息时长最短 11 个月，最长 48 个月，中位数是 24 个月；累计加息幅度最低 175BPs，最高 18 个百分点，中位数是 3 个百分点；加息节奏最慢为每月 6BPs，最快为每月 38BPs，中位数为每月 20BPs；加息周期结束时的政策利率水平呈现趋势性下降，最近一轮加息周期结束时，政策利率仅为 2.50%。

	加息操作期	加息周期时长	加息启动时的利率水平	加息结束时的利率水平	累计加息幅度	平均每月加息幅度	加息结束后衰退
①	1977/01--1980/12	48 个月	4.00%	22.00%	18.00%	0.38%	7 个月后
②	1983/03--1984/08	15 个月	8.50%	11.50%	3.00%	0.20%	-
③	1987/01--1989/05	29 个月	5.88%	9.81%	3.94%	0.14%	14 个月后
④	1994/02--1995/02	12 个月	3.00%	6.00%	3.00%	0.25%	-
⑤	1999/06--2000/05	11 个月	4.75%	6.50%	1.75%	0.16%	10 个月后
⑥	2004/06--2006/06	24 个月	1.00%	5.25%	4.25%	0.18%	18 个月后
⑦	2015/12--2018/12	37 个月	0.25%	2.50%	2.25%	0.06%	14 个月后

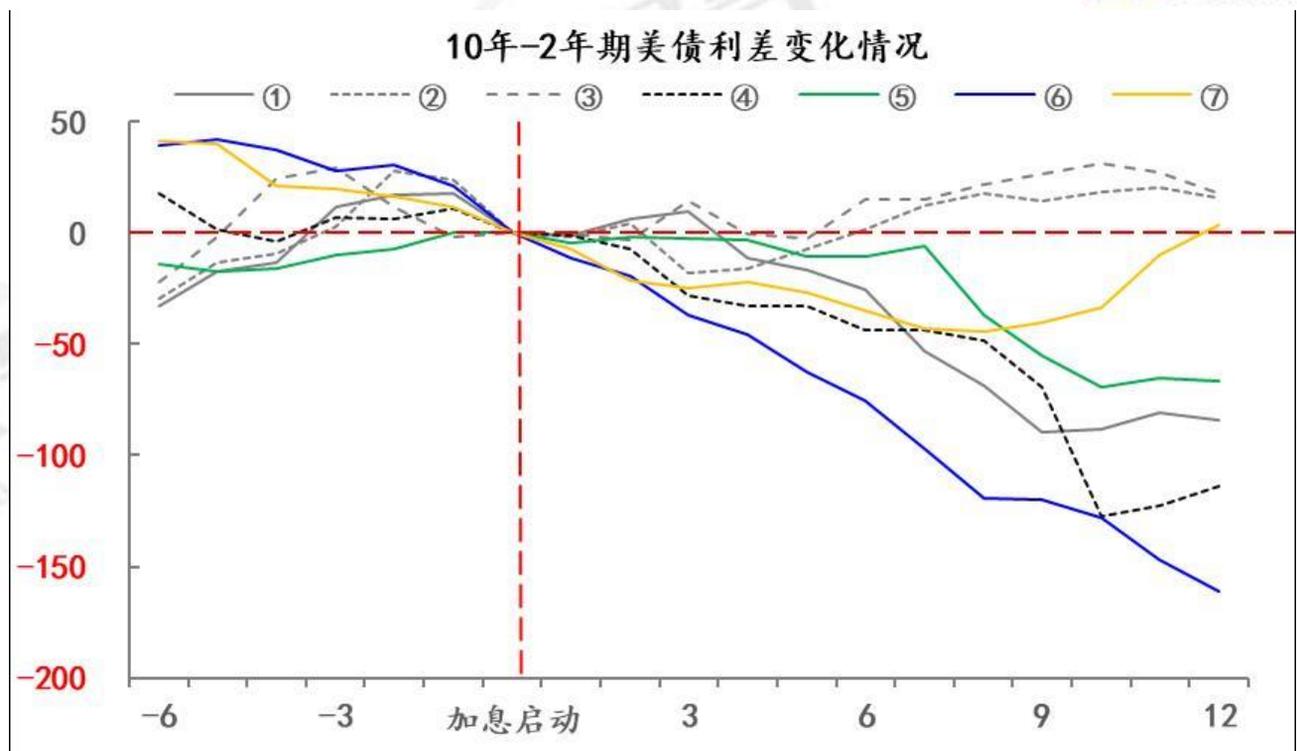
以美联储启动加息为基点，观察 1977 年以来美联储 7 轮加息前后美债市场的变化，在前五轮加息过程中，2 年期和 10 年期美债收益率在加息启动后基本都是上升的，但 20 世纪以来的两轮加息，加息启动后的 3 个月

内，2年期和10年期美债收益率则是回落的，而且在最近的2015年开始的这轮加息过程中，加息启动的11个月之后，2年期和10年期美债收益率才逐渐回升至加息启动时的水平之上。

不过从加息前美债收益率变化情况来看，在加息启动前的6个月，美债收益率大体有明显的上升，反映出市场预期对加息的提前反应。



就美债曲线形态变化而言，伴随美联储启动加息，美债收益率曲线均不同程度呈现出平坦化变化，并且平坦化的结果均体现为10年期美债与2年期美债收益率倒挂，其中平坦化速度最快的为2004年至2006年加息周期，相应倒挂程度也最严重。结合表1的数据，可见美债收益率曲线形态变化与美联储加息节奏的相关性不强，但美债收益率倒挂确实是美国经济衰退的先行观察指标。



鉴于美联储承担的就业最大化和物价稳定的双重使命，那么用“痛苦指数”基本就能够对美联储历次加息操作效果进行简单评价比较。“痛苦指数”是由美国经济学家奥肯在上个世纪70年代提出的，该指数由失业率和通胀率加总得来，指数越高，表示痛苦程度越高。

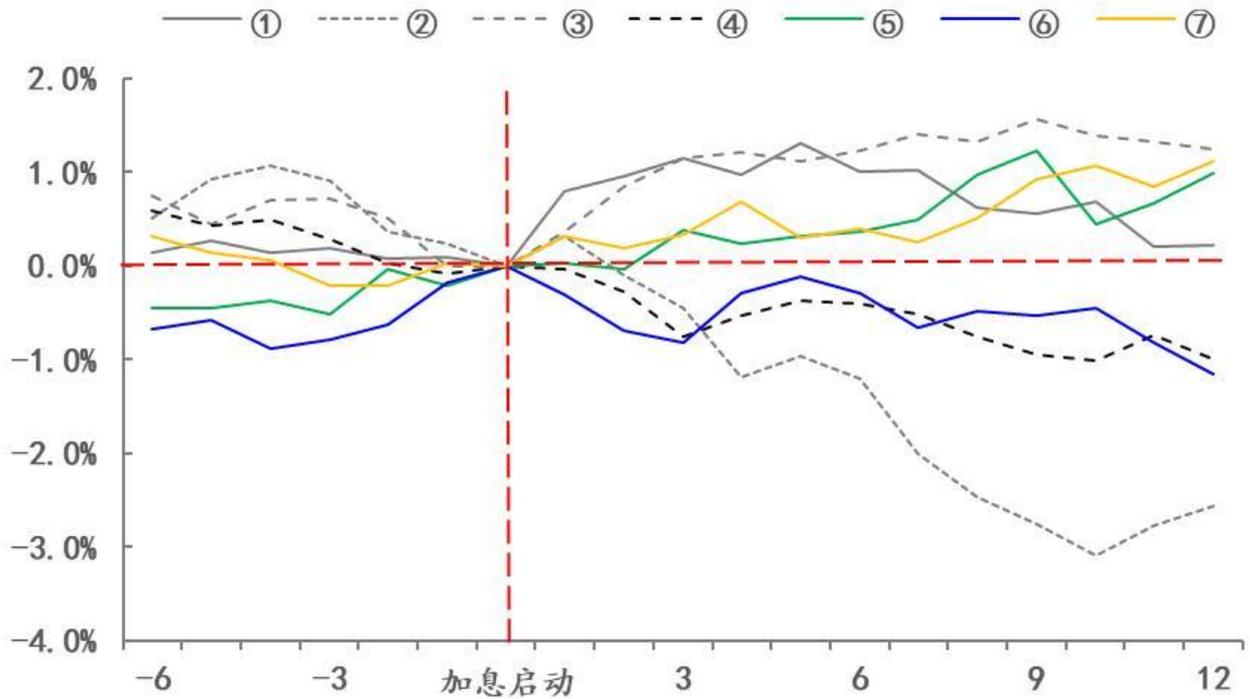


图 3 显示，在七次启动加息后的一年之内，美国经济痛苦指数只出现过三次回落，其中只有 1983 年至 1984 年的加息明显改善了美国经济的痛苦程度，另外四轮加息反而不同程度加重了痛苦程度。换言之，与遏制通胀的好处相比，加息给就业造成了更大麻烦。例如，在七轮加息周期结束后，美国经济先后有五次出现了经济衰退，从结束加息到进入衰退的时间间隔最短仅 7 个月，最长也只有 18 个月，中位数是 10 个月左右。

结合上述分析，美联储加息周期对美国经济的影响数据如下：结合考虑加息周期

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_35259

