

宏观经济 * 研究框架

美联储政策周期与大类资产运行规律 (完整版)

宏观首席分析师：孙付
SAC NO: S1120520050004

2022年3月9日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

contents

- 1 本轮美联储政策退出及影响
- 2 降息周期与大类资产特征
- 3 加息周期与大类资产特征
- 4 加息末期与大类资产特征

1. 本轮美联储政策退出及影响：核心观点

基本面：

● 美国经济增速将逐步回落，增长驱动结构有变化：服务业将进一步修复，商品消费和住宅投资将有所回落。就业市场已获显著改善。

● 美国通胀回落遭遇四大阻力因素：

- 1) 后疫情时代，旅游航空等服务需求回升，带动油价及服务价格上行；
- 2) 美国已出现“通胀-工资”互相助推现象，治理较为困难；
- 3) 俄乌战争下，西方对俄罗斯制裁加剧原油、天然气等资源品供给紧张局面，相关价格显著上涨；
- 4) 大国政策分化下，部分刺激政策推升大宗商品需求，带动价格上行。

政策面：

● 货币政策：预计美联储3月加息25BP；本轮通胀压力远超联储预期，为了遏制不断高企的通胀，美联储加息和缩表的节奏、力度将会显著加快、加大。本轮加息更类似70年代。

资产展望：

● 美债：短期避险导致美债利率回落；后续通胀高企，加息逐步推进，美债利率有望重回上行趋势：2022年二季度，美国长端利率有望回升至2%以上；如果后续美联储政策利率升至2%，长端利率仍将继续有所上行。

● 美元：俄乌战争导致对美元的避险需求上升；为抗击超预期通胀，加息会提速，带动美元走强。

● 美股：“加息抗通胀”一方面带来实际需求增速持续回落，另一方面名义利率持续上升，容易引发“业绩+估值”双杀，股票市场下跌。

● 黄金：战争乌云下，黄金是核心避险商品；在通胀显著回落之前，高通胀使得美债实际利率持续维持低位，黄金配置价值较高。

● 风险提示：疫情出现反复、宏观经济出现超预期波动。

1. 本轮美联储政策退出及影响：美国经济增长

从经济增长结构看：

- 疫情冲击最重的是服务业及相关消费（娱乐、航空、餐饮住宿等），疫情后尚有修复空间。
- 产能投资和出口亦受较明显影响，前者已有所恢复，后者近期亦有所改善。
- 商品消费和住宅投资受疫情影响较小，且反而受益于财政补贴和低利率，保持较高增速。

疫情消退、财政补贴退出、货币政策收紧，未来展望：

- 服务业将进一步修复，商品消费和住宅投资将有所回落。IMF预测2022年美国经济增长约4%。

指标	各分项贡献率 (%)											
								2019/1				2019/3
	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12	2020/9	2020/6	2020/3	2	2019/9	2019/6	
实际GDP(年化环比：%)	7.0	2.3	6.7	6.3	4.5	33.8	-31.2	-5.1	1.9	2.8	3.2	2.4
国内需求	7.06	3.57	6.91	7.84	6.18	37.03	-32.77	-5.08	0.47	2.70	3.71	2.03
个人消费	2.1	1.4	7.9	7.4	2.3	25.5	-24.1	-4.8	1.1	2.1	2.4	0.4
耐用消费品	0.2	-2.5	1.0	3.5	0.1	5.5	0.0	-0.9	0.3	0.6	0.7	-0.1
非耐用消费品	0.1	0.3	2.0	2.2	-0.2	4.4	-1.9	0.9	0.0	0.4	0.7	0.3
服务	1.8	3.6	4.9	1.8	2.3	15.6	-22.2	-4.8	0.8	1.1	1.0	0.1
国内私人投资	5.38	2.05	-0.65	-0.37	4.01	11.71	-9.64	-0.92	-1.18	0.22	0.48	1.13
非住宅投资	0.43	0.22	1.21	1.65	1.57	2.72	-4.28	-1.14	-0.23	0.4	0.9	0.63
住宅投资	0.05	-0.38	-0.6	0.6	1.34	2.16	-1.36	0.73	0.04	0.14	0.15	0
库存变动	4.9	2.2	-1.26	-2.62	1.1	6.84	-4.01	-0.51	-0.99	-0.32	-0.57	0.49
政府支出	-0.45	0.17	-0.36	0.77	-0.09	-0.19	0.97	0.63	0.52	0.36	0.86	0.47
净出口	-0.07	-1.27	-0.19	-1.56	-1.66	-3.25	1.53	-0.05	1.43	0.07	-0.50	0.38
出口	2.35	-0.59	0.80	-0.30	2.07	4.64	-8.34	-1.95	0.17	-0.08	-0.26	0.36
进口	-2.42	-0.68	-0.99	-1.26	-3.73	-7.89	9.87	1.90	1.26	0.15	-0.24	0.02

1. 本轮美联储政策退出及影响：美国就业

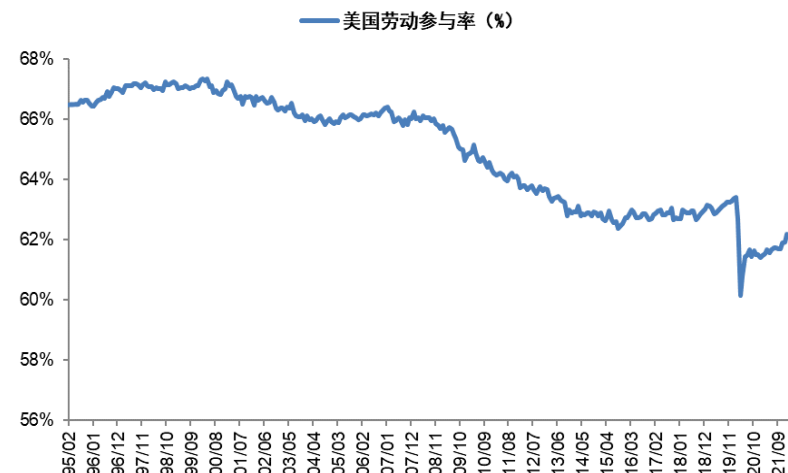
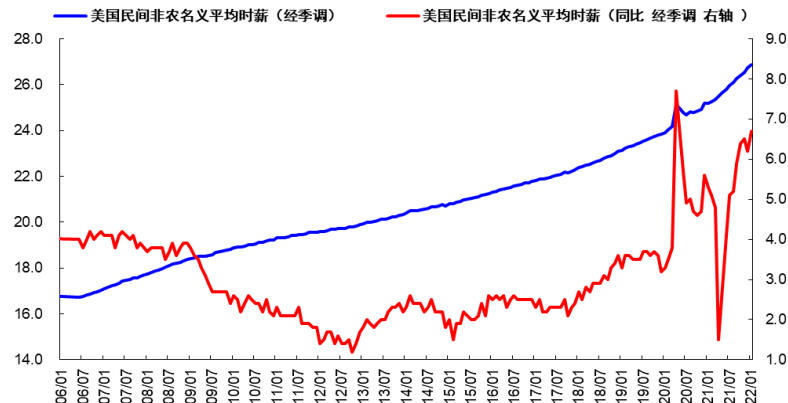
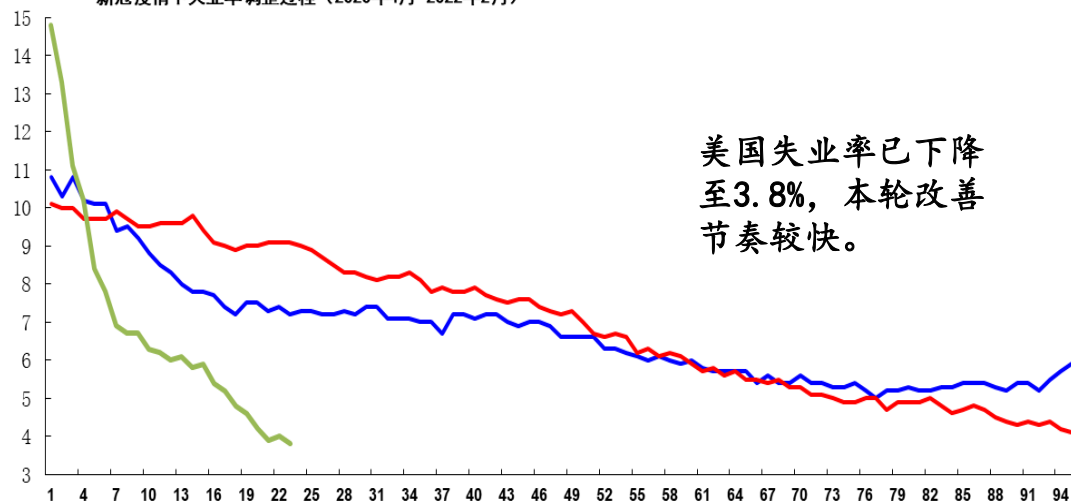
美国就业已显著改善，失业率降至3.8%(2022, 2)；就业规模较疫情前(2020, 2)少123万。

劳动参与率较疫情前仍有所偏低，原因：1) 长期因素：人口老龄化；2) 疫情致经济结构变化，就业职位相应改变；3) 短期因素：财政补贴后尚有储蓄，劳动参与意愿降低。

疫情消退、经济持续恢复，劳动参与率将会改善。

劳动力成本高企：1) 财政补贴抬升了收入中枢及预期；2) 较低劳动参与率下，劳动供需偏紧张；3) 通胀向工资传导。

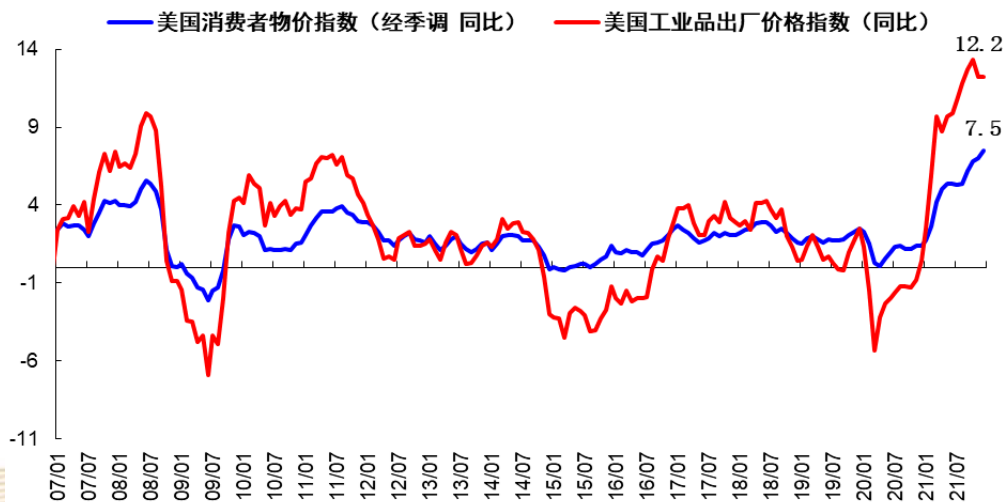
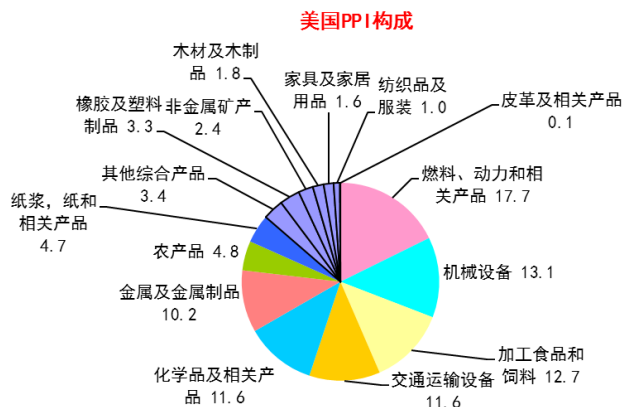
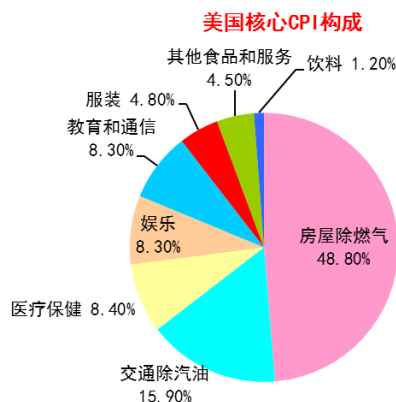
— 80年代失业率调整过程(1982年11月-1990年9月)
 — 大危机后失业率调整过程(2009年10月-2017年10月)
 — 新冠疫情下失业率调整过程(2020年4月-2022年2月)



资料来源：BLOOMBERG，华西证券研究所

1. 本轮美联储政策退出及影响：美国通胀

2022年1月美国CPI为7.5%（为1982年9月以来最高值），核心CPI为6%，核心PCE为5.2%；1月PPI为12.2%。



资料来源：WIND资讯 华西证券研究所

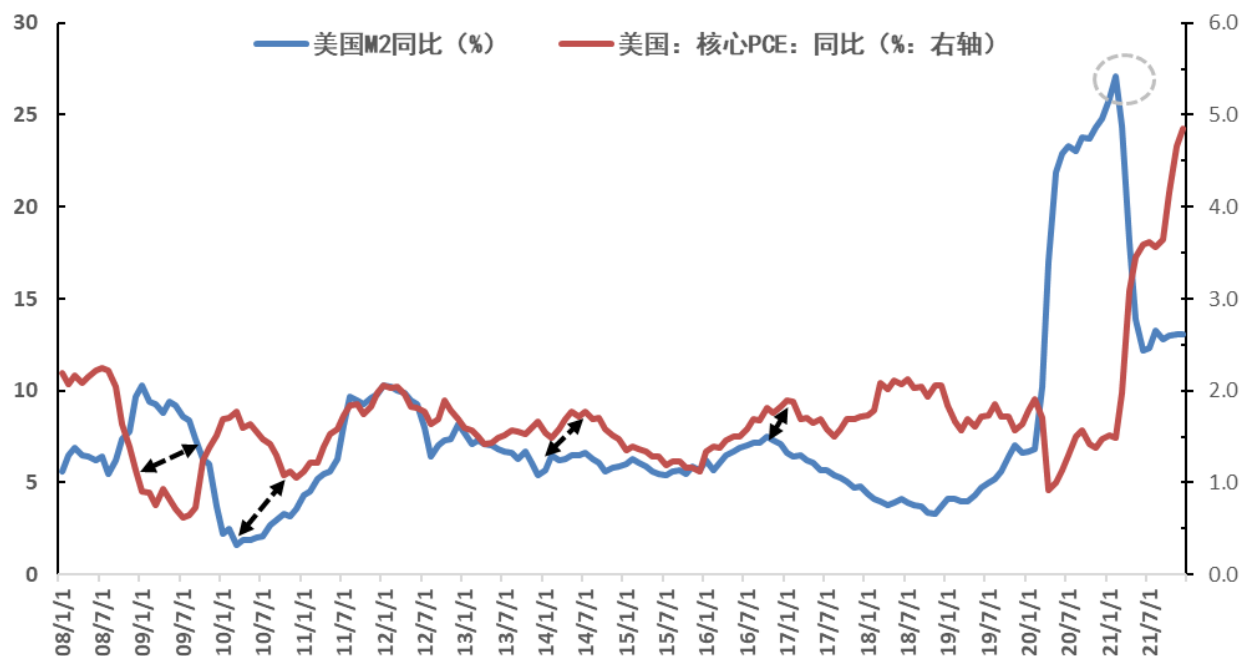
1. 本轮美联储政策退出及影响：美国通胀

2022年二季度后，美国通胀回落受到的限制：

- 1) 后疫情时代，旅游航空等服务需求回升，带动油价及服务价格上行；
- 2) 美国已出现“通胀-工资”互相助推现象，治理较为困难；
- 3) 俄乌战争下，西方对俄罗斯制裁加剧原油、天然气及其他资源品供给紧张局面，相关价格显著上涨；
- 4) 大国政策分化下，部分刺激政策推升大宗商品需求，带动价格上行。

通胀逻辑：财政刺激（赤字扩大及赤字货币化），推升货币增速（M2）回升，带来通胀上行；疫情带来的供应链冲击导致供给短缺。

从经验数据看，美国货币增速领先通胀（核心PCE）5-9个月；本轮美国货币增速上行自2020年3月开始，通胀上行自2021年3月开始，间隔12个月。

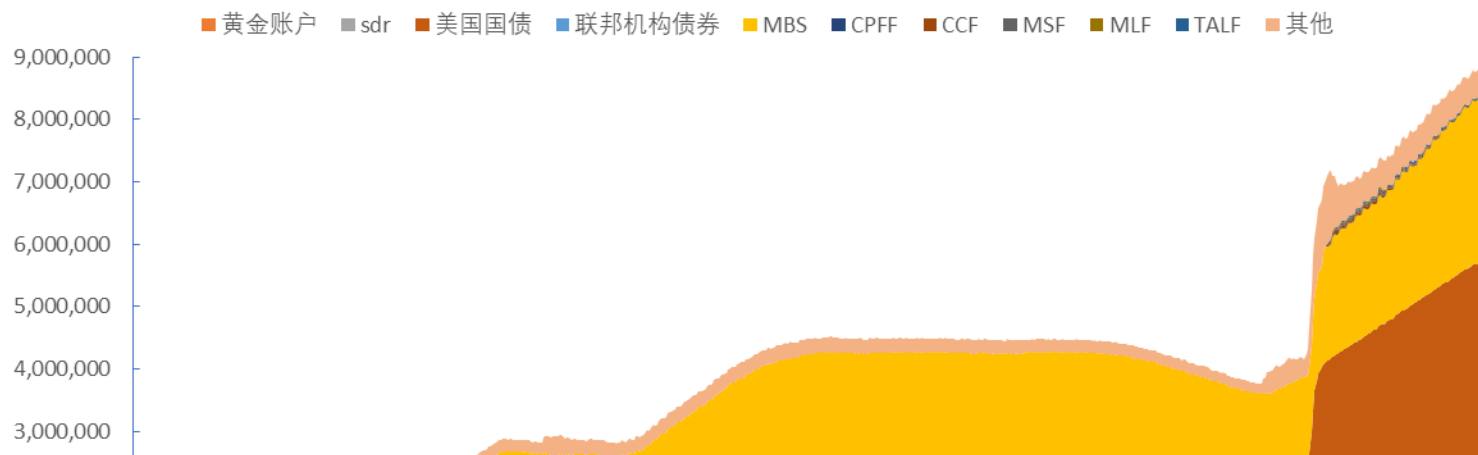


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

1. 本轮美联储政策退出及影响：臃肿的央行

为应对疫情下的经济衰退，美联储进行了史无前例的扩表，资产规模从疫情前近4万亿美元扩张至8.9万亿美元（2022, 3, 2）。但随着通胀显著上升、失业率改善，美联储宣布于2021年11月开始削减QE。

美联储资产主要内容及规模（百万美元）



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_39268

