

宏观点评

美联储加息：历史对比、未来推演、市场影响

事件：北京时间3月17日凌晨2点，美联储公布3月FOMC会议决议。

核心结论：

一、美联储3月议息会议的主要内容

1. 加息与缩表：本次会议如期加息 25bp，会议声明中暗示将进行持续加息，并且将很快开始缩表，同时指出俄乌冲突将对经济活动产生影响，并加剧通胀压力。鲍威尔重申经济前景高度不确定，政策取决于数据表现，并表示最快5月公布缩表计划。

2. 点阵图与经济预测：最新点阵图显示 2022 年将加息 7 次，2023 年将再加息 3-4 次，2024 年将停止加息。最新经济预测中，美联储大幅下调了 2022 年 GDP 预测，对失业率预测保持不变，并大幅上调了 PCE 和核心 PCE 通胀预测。

3. 资产价格与加息预期变化：本次会议并未超预期鹰派，会议过后，美股和黄金先跌后涨，美债收益率和美元指数先涨后跌，利率期货隐含的加息次数变化不大。

二、1970 年以来的 8 轮加息周期对比

1. 历次加息持续时间和幅度对比：1970 年以来的 8 轮加息周期中，加息幅度在 175bp 至 1530bp 不等，加息持续时间在 11 个月至 51 个月不等，表现差异较大。

2. 历次加息的宏观环境对比：过去 8 轮加息周期开始前，美国制造业 PMI 大多上行，CPI 表现不固定；加息开始后，PMI 和 CPI 大多同步上行。本轮加息开始前，美国 PMI 持续回落、CPI 大幅抬升；加息开始后，预计 PMI 将延续下行、CPI 不久后开始回落，因此本轮加息的宏观环境与过去 8 轮加息周期存在明显不同。当前经济状况更接近 1974 年 3 月与 1979 年 6 月，当时美联储为应对石油危机引发的通胀已实施大幅加息，经济都发生严重衰退，我们判断本轮不会出现类似情况。

3. 历次加息的市场预期对比：我们以首次加息前 1Y 美债收益率上升幅度来衡量市场对加息的预期程度，结果显示，本轮加息前 1Y 美债收益率累计上升 1.3%，比过去 8 轮加息周期都更高，这意味着目前美债已经完全 price-in 了 5 次加息。此外，早期的加息周期开始前，1Y 美债收益率升幅均明显低于随后一年的实际加息幅度，但最近几轮二者差异有所减小，反映出市场对美联储货币政策的预见性有所提高。

4. 历次加息的资产表现规律：美股在首次加息后 1-3 个月大多下跌，但 3 个月后又大多重新上涨；早期的加息周期开始后，美债收益率大多上行，但最近两轮加息开始后，由于市场预期较为充分，美债收益率均表现为下行；美元指数在首次加息后 4-6 个月内普遍下跌，6 个月后又大多重新开始上涨；黄金价格在首次加息后短期内大多表现为上涨，但持续时间不稳定；中长期大多重新开始下跌。

三、本轮美联储加息推演及对 A 股的影响

1. 本轮美联储加息幅度及持续时间推演：我们认为美联储本轮加息会在控制通胀的同时尽可能避免经济衰退，可从期限利差和 PMI 表现两个角度判断时间和幅度：（1）本轮加息开始前，美债期限利差水平与 1999 年加息前非常接近，1999 年美联储共加息 175bp、持续 11 个月，可作为参照；（2）历史上当美国制造业 PMI 跌破 55% 时，美联储往往停止加息，按当前 PMI 水平和走势线性外推，跌破 55% 大致还需要 14 个月左右。综合看，若美联储像 1999 年一样连续快速加息，则美国经济可能在 2023 年中期出现衰退迹象，届时加息可能停止；若美联储采取更加温和的加息节奏，则对经济影响较小，停止加息的时间也将延后，我们认为后一种情况的可能性更高。维持此前判断：美联储更有可能采取“缓加息+快缩表”的政策组合，预计 2022 年加息 4 次（可能有一次 50bp），Q2 通胀拐点出现后，加息预期将迎来降温。

2. 美联储加息对 A 股的影响：近年来，A 股与美股的走势越发趋同，并且风格切换也高度同步，因此美联储加息对美股走势和风格的影响，也会对 A 股产生传导效果。美股走势方面，当前美股估值仍明显高于历次危机后的底部水平，仍需进一步消化；再结合历史上美股与加息的表现规律以及对美国通胀拐点和加息预期的判断，我们认为美股的调整可能持续到年中，但下半年有望实现反弹。美股风格切换方面，历史上的加息周期中，纳指稳定跑输标普 500 半年左右，本轮纳指从去年 12 月开始持续跑输标普 500，大概率也会延续到年中，下半年纳指有望重新跑赢标普 500。鉴于此，美联储加息将在上半年继续对 A 股造成冲击，对成长股的冲击效果预计将更大；但下半年开始，情况大概率出现反转。

风险提示：美联储货币政策超预期调整，地缘冲突超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《美联储 3 月会议前瞻与中长期展望——兼评 2 月非农》2022-03-6

2、《美国通胀、油价、美债、美股的 4 点判断》2022-2-11

3、《2021 年美国强劲收官，2022 年怎么看？》

2022-1-28

4、《美联储明示 3 月加息，还能更鹰吗？——1 月 FOMC 会议点评》2022-1-27

5、《以史为鉴，本轮美联储缩表的节奏推演与影响》

2022-1-7

内容目录

一、美联储 3 月议息会议的主要内容	4
1.如期加息 25bp，并暗示很快开始缩表	4
2.点阵图加息次数大幅增加，经济和通胀预测更悲观	5
3.会议前后资产价格与加息预期变化	6
二、1970 年以来的 8 轮加息周期对比	7
1.历轮加息周期的时间和幅度对比	7
2.历轮加息周期的宏观环境对比	8
3.历轮加息周期的市场预期对比	10
4.历轮加息周期的大类资产表现规律	11
三、本轮美联储加息推演及对 A 股的影响	12
1.本轮美联储加息幅度及持续时间推演	12
2.美联储加息对 A 股的影响分析	14
风险提示	15

图表目录

图表 1: 近 3 次 FOMC 声明对比 (红色表示表述变化)	4
图表 2: 2021 年 12 月 FOMC 会议利率点阵图	5
图表 3: 2022 年 3 月 FOMC 会议利率点阵图	5
图表 4: 美联储 3 月经济预测与 12 月预测对比 (单位%, 红色表示上调, 绿色表示下调)	5
图表 5: FOMC 决议前后标普 500 指数与 10Y 美债收益率走势	6
图表 6: FOMC 决议前后美元指数与现货黄金走势	6
图表 7: 本次 FOMC 决议过后, 市场加息预期变化不大	6
图表 8: 1970 年以来美联储 8 轮加息周期的时间和幅度对比	7
图表 9: 1973 年和 1979 年两次石油危机迫使美联储大幅加息	7
图表 10: 美联储历轮加息周期的经济、通胀、就业状况对比	8
图表 11: 本轮加息周期的宏观环境与过去 8 轮相比有明显不同	8
图表 12: 当前美国制造业 PMI 和 CPI 同比表现与 1974 年 3 月较为相似	9
图表 13: 当前美国制造业 PMI 和 CPI 同比表现与 1979 年 6 月较为相似	9
图表 14: 美联储 1974 和 1979 年的大幅加息曾引发经济陷入严重衰退	10
图表 15: 本轮市场对美联储加息的预期程度是史上最高	10
图表 16: 1972-1986 年四轮加息周期中, 标普 500 指数表现	11
图表 17: 1994-2015 年四轮加息周期中, 标普 500 指数表现	11
图表 18: 1972-1986 年四轮加息周期中, 10Y 美债收益率表现	11
图表 19: 1994-2015 年四轮加息周期中, 10Y 美债收益率表现	11
图表 20: 1972-1986 年四轮加息周期中, 美元指数表现	12
图表 21: 1994-2015 年四轮加息周期中, 美元指数表现	12
图表 22: 1972-1986 年四轮加息周期中, 现货黄金价格表现	12
图表 23: 1994-2015 年四轮加息周期中, 现货黄金价格表现	12
图表 24: 当前美债期限利差水平与 1999 年加息前十分接近 (单位%)	13
图表 25: 当美国制造业 PMI 跌破 55% 时, 美联储往往会停止加息甚至降息	13
图表 26: 近年来 A 股与美股的走势越发趋同	14
图表 27: 近年来 A 股与美股的风格切换越发趋同	14

图表 28: 当前美股估值仍需要进一步消化.....	14
图表 29: 美联储启动加息前后, 纳斯达克指数通常跑输标普 500 半年左右.....	15

一、美联储3月议息会议的主要内容

1.如期加息 25bp，并暗示很快开始缩表

美联储3月FOMC会议将联邦基金目标利率上调25bp至0.25-0.5%，符合市场预期。
会议声明有5处重要变化：

- 1) 预计持续加息是合适的，暗示下一次会议可能也会加息；
- 2) 预计将在接下来的某次会议上开始缩表，暗示缩表已经不远；
- 3) 对俄乌冲突表示担忧，认为将加剧通胀压力和经济不确定性；
- 4) 首次提出“更广泛的物价压力”，表明对通胀的担忧加剧；
- 5) 删除了“金融状况保持宽松”的相关表述。

鲍威尔在发布会上表示，奥密克戎疫情造成的经济放缓温和而短暂，俄乌冲突对经济的影响十分复杂，环境高度不确定，美联储将部署各种工具进行应对；继续预计经济稳步增长，衰退的风险不大；能源价格上涨加大了通胀压力，通胀需要更长的时间才能回到目标水平，将密切关注通胀报告，如果通胀数据显示需要更快加息，将会这样做；本次会议就缩表问题取得了良好的进展，最快5月宣布缩表计划，缩表的方案与上一次相似，但速度将比上一次更快。

图表1：近3次FOMC声明对比（红色表示表述变化）

	2021年12月FOMC声明	2022年1月FOMC声明	2022年3月FOMC声明
利率	维持0-0.25%不变。 鉴于通胀已经高于2%一段时间，将维持这一利率区间直至实现最大就业。	维持0-0.25%不变。 由于通胀远高于2%的目标并且劳动力市场强劲，预计将很快加息。	加息25bp至0.25-0.5%，并预计持续加息是合适的。Bullard投反对票，主张加息50bp。
购债	将每月国债缩减规模由100亿提高至200亿，MBS由50亿提高至100亿。从1月开始，购债规模将减少为400亿国债、200亿MBS。 预计每个月缩减同样规模是合适的，但若经济状况发生变化，将调整缩债步伐。	将继续减少购债规模，在3月初结束购债。	预计将在接下来的某次会议上开始减持国债与MBS。
经济	随着疫苗推进和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续加强。近几个月，受疫情影响最严重的部门有所改善， 但继续受到疫情影响。就业增长稳健，失业率大幅下降。 经济路径继续取决于疫情状况，疫苗接种推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业，同时降低通胀。经济前景面临的风险仍然存在， 包括新变种病毒的影响。	经济活动和就业指标继续加强。近几个月，受疫情影响最严重的部门有所改善， 但受到近期疫情大幅反弹的影响。 就业增长稳健，失业率大幅下降。经济路径继续取决于疫情状况，疫苗推进和供应瓶颈缓解预计将继续促进经济和就业，同时降低通胀。经济前景面临的风险仍然存在，包括新变种病毒。	经济活动和就业指标继续加强。 （删掉了疫情相关表述） 近几个月就业增长强劲，失业率大幅下降。 俄乌冲突正在造成巨大的人力和经济困难，对美国的影响高度不确定，短期内将加剧通胀压力并对经济活动造成压力。
通胀	与疫情和重新开放相关的供需失衡 继续 导致通胀上升。 （删掉了“暂时性因素”相关措辞，删掉了“允许通胀在一段时间适度高于2%”）	与疫情和重新开放相关的供需失衡 继续 导致通胀上升。	通胀继续上升，反映了疫情导致的供需失衡、能源价格上涨和 更广泛的物价压力 。随着政策立场适当加强，预计通胀将回到2%的目标。
金融状况	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。	未有相关表述

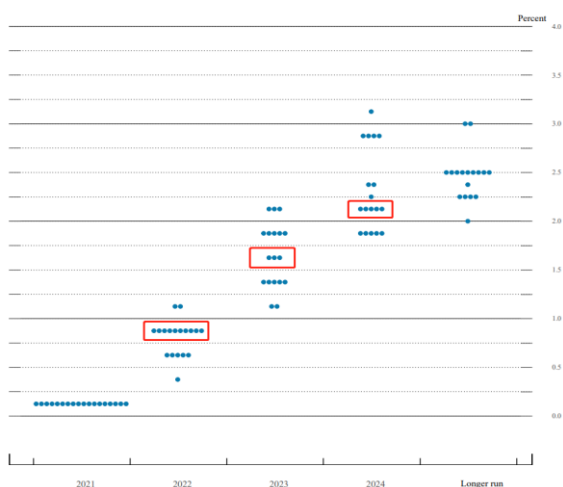
资料来源：FED，国盛证券研究所

2.点阵图加息次数大幅增加，经济和通胀预测更悲观

点阵图变化：本次会议公布的利率点阵图显示，美联储官员们预计2022年将加息7次（每次25bp），2023年再度加息3-4次，2024年停止加息；相比之下，去年12月的点阵图显示官员们预计2022年加息3次、2023年加息3次、2024年加息2次。整体看，本次点阵图反映出官员们认为应更快加息，并且也将更早结束加息。

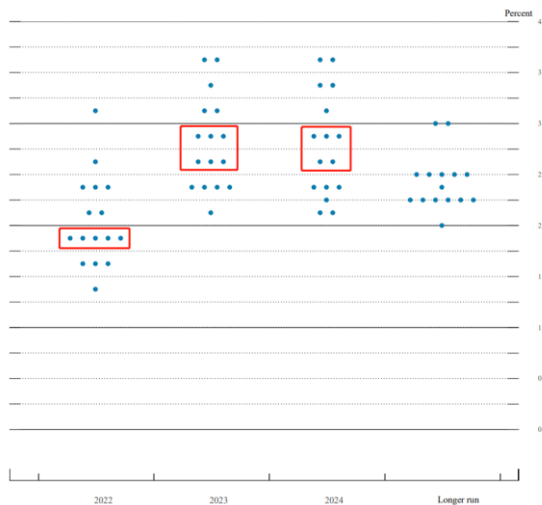
经济预测变化：本次经济预测与去年12月相比，将2022年底的GDP增速预测由4.0%大幅下调至2.8%，未来两年保持不变；近两年的失业率预测保持不变，2024年由3.5%小幅上调至3.6%；将2022年底的PCE通胀由2.6%大幅上调至4.3%，核心PCE通胀由2.7%大幅上调至4.1%，未来两年也有小幅上调。

图表2：2021年12月FOMC会议利率点阵图



资料来源：FED，国盛证券研究所

图表3：2022年3月FOMC会议利率点阵图



资料来源：FED，国盛证券研究所

图表4：美联储3月经济预测与12月预测对比（单位%，红色表示上调，绿色表示下调）

		2021年12月预测	2022年3月预测
GDP 增速	2022	4.0	2.8
	2023	2.2	2.2
	2024	2.0	2.0
失业率	2022	3.5	3.5
	2023	3.5	3.5
	2024	3.5	3.6
PCE 通胀	2022	2.6	4.3
	2023	2.3	2.7
	2024	2.1	2.3
核心 PCE 通胀	2022	2.7	4.1
	2023	2.3	2.6
	2024	2.1	2.3

资料来源：FED，国盛证券研究所

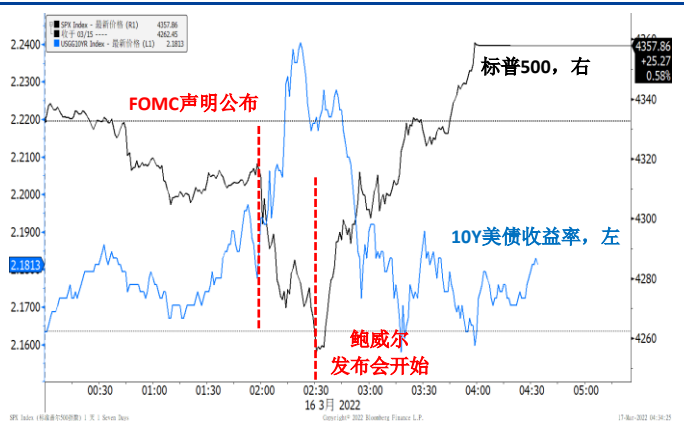
注：美联储的预测是对应年份的Q4数值

3.会议前后资产价格与加息预期变化

整体看，本次 FOMC 会议偏鹰派，但鹰派程度并未超出市场预期。鲍威尔继续强调经济前景的不确定性，但也表示若通胀加剧将采取更多行动，这意味着美联储没有预定好的加息路径，同时也保留了一次加息 50bp 的选项，具体如何操作取决于数据表现，这与之前的态度并无不同。

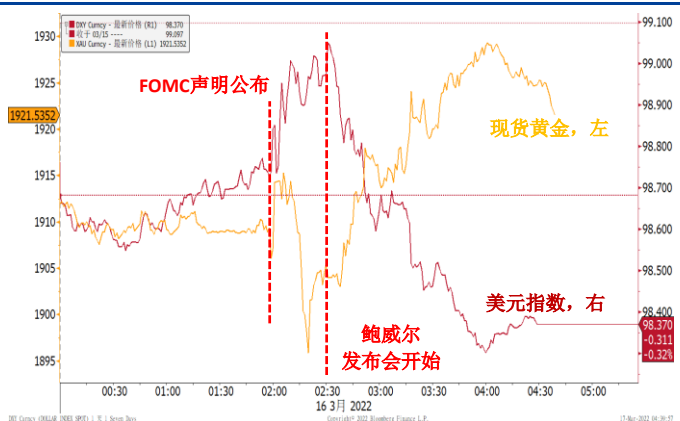
本次会议声明公布后，标普 500 指数与现货黄金快速下跌，10Y 美债收益率与美元指数快速上行；鲍威尔发布会开始后，资产价格走势开始反转，截至收盘，标普 500 指数与现货黄金均比会议前的点位更高，10Y 美债收益率相比会议前变化不大，美元指数比会议前有所下跌。利率期货隐含的加息次数在会议前后变化不大，也反映出本次会议并未超预期鹰派。

图表 5: FOMC 决议前后标普 500 指数与 10Y 美债收益率走势



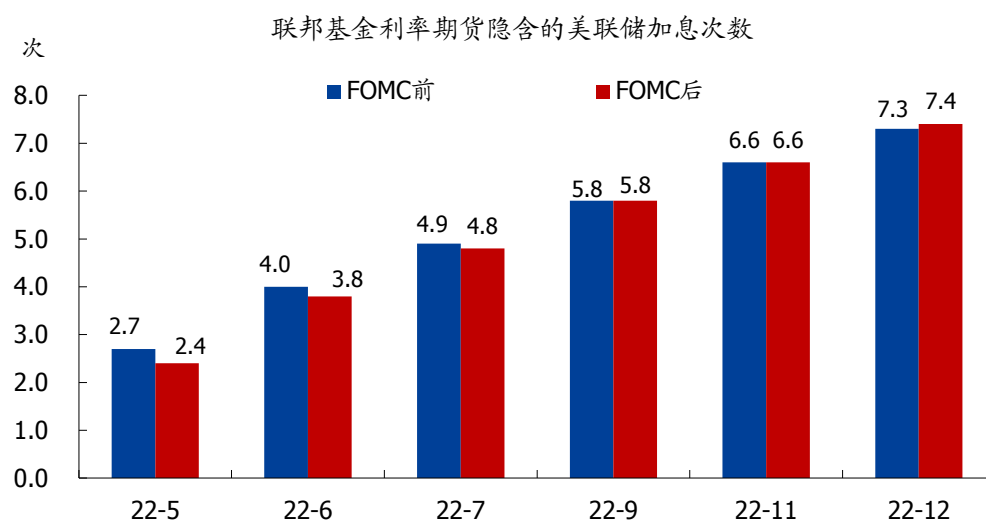
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 6: FOMC 决议前后美元指数与现货黄金走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 7: 本次 FOMC 决议过后，市场加息预期变化不大



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

二、1970年以来的来8轮加息周期对比

1. 历轮加息周期的时间和幅度对比

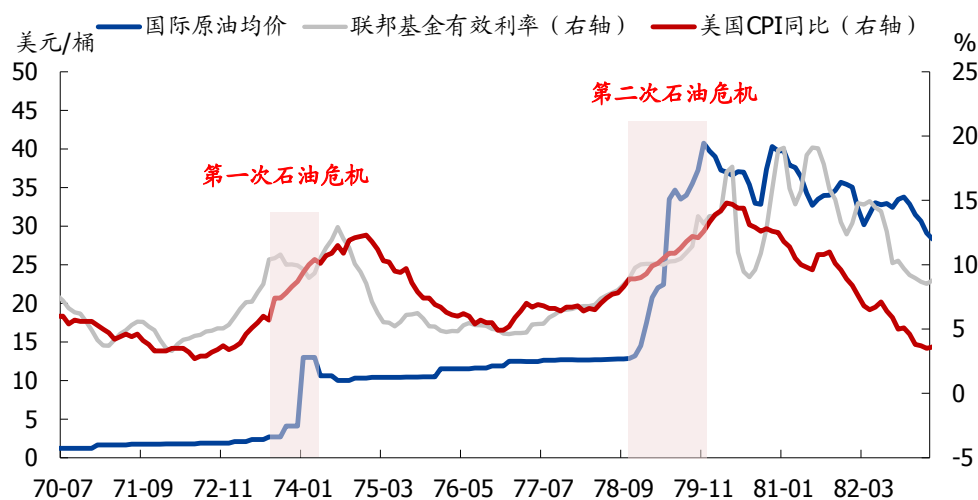
若忽略短期的利率调整，只考虑持续较长时间的大周期，则1970年来美联储共经历了8轮完整的加息周期，详见图表8。从加息幅度来看，1972年和1977年的两轮加息周期伴随两次石油危机引发的大滞胀，加息幅度均明显更大；其他6轮的加息幅度在175bp-425bp不等。从加息持续时间来看，1977年的加息处在两次石油危机的中间节点，利率从最低点到最高点共经历51个月；其他7轮的持续时间在11-37个月不等。整体来看，过去8轮加息周期的持续时间和幅度差异均较大，不存在稳定规律。

图表8：1970年以来美联储8轮加息周期的时间和幅度对比

开始时间	加息前利率	结束时间	加息后利率	持续月数	共加息BP
1972-03	3.5%	1974-07	13.0%	29	950
1977-05	4.7%	1981-06	20.0%	51	1530
1983-05	8.5%	1984-09	11.5%	16	300
1986-12	5.9%	1989-05	9.8%	30	387
1994-02	3.0%	1995-02	6.0%	13	300
1999-06	4.8%	2000-05	6.5%	11	175
2004-06	1.0%	2006-06	5.3%	24	425
2015-12	0.3%	2018-12	2.5%	37	225

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：1973年和1979年两次石油危机迫使美联储大幅加息



资料来源：Wind，国盛证券研究所

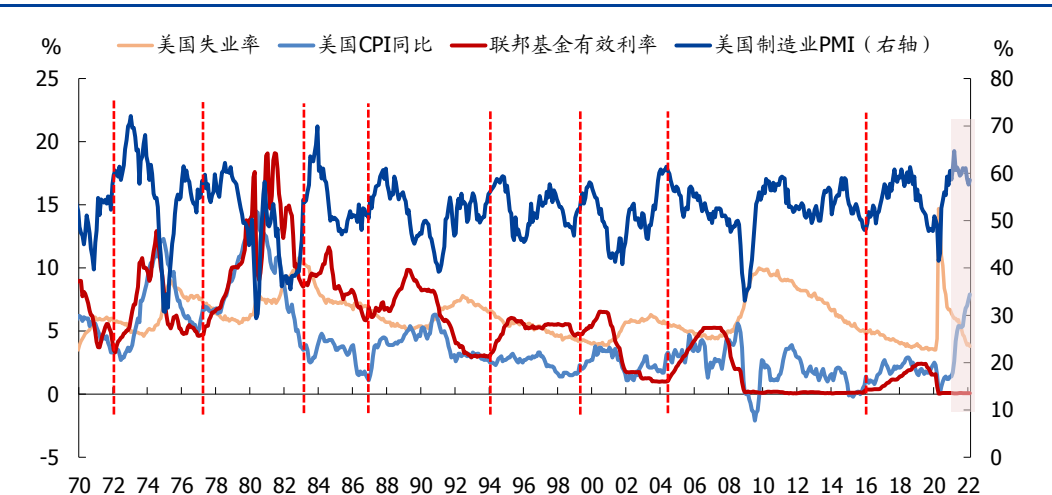
2. 历轮加息周期的宏观环境对比

我们从经济、通胀、就业三个方面对过去 8 轮加息周期进行对比，详见图表 10 和 11，并发现存在如下规律：

- **经济**：绝大多数的加息周期中，加息开始的前一年和后一年，美国制造业 PMI 大多表现为持续上行；
- **通胀**：历轮加息周期开始的前一年，美国 CPI 同比表现无一致规律，但加息开始的后一年，基本都表现为上行；
- **就业**：历轮加息周期开始的前一年和后一年，美国失业率无一例外均持续下行。

具体到本轮加息周期来看，美国制造业 PMI 自 2020 年 3 月以来震荡下行，截至 2 月仍处在 58.6% 的高位，高于过去 8 轮周期中的 6 轮，预计后续大概率延续回落；美国 CPI 同比自 2020 年下半年以来持续大幅回升，截至 2 月达 7.9%，比过去 8 轮加息开始前更高，但根据我们前期报告分析，伴随油价回落和基数提高，美国通胀大概率在 Q2 出现拐点，随后持续回落；美国失业率自 2020 年 5 月以来持续回落，截至 2 月已降至 3.8%，比过去 8 轮加息前都要更低，预计后续仍将继续小幅下行。概括而言，本轮加息开始前美国经济连续放缓、通胀大幅抬升，加息开始后预计经济将延续放缓、通胀不久后开始回落，这与过去 8 轮加息周期的情况存在显著差异。

图表 10: 美联储历轮加息周期的经济、通胀、就业状况对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11: 本轮加息周期的宏观环境与过去 8 轮相比有明显不同

美国制造业 PMI	美国失业率	美国 CPI 同比
-----------	-------	-----------

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_39526

