

美国会再迎来“沃尔克时刻”么？—美联储本轮加息路径及影响推演

报告日期: 2022-04-12

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“鹰”声嘹亮—美联储1月议息会议点评》2022-01-27
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美联储会加快行动么？—美国1月CPI数据点评》2022-02-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_加息的必要条件已经达成—美国2月非农数据点评》2022-03-05
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国3月FOMC会议点评》2022-03-17
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_持续改善的就业,更快加息的联储—美国3月非农数据点评》2022-04-02

主要观点:

2022年3月FOMC会议上,美联储正式宣布加息,其后续加息路径影响引发极大关注。本文对美联储过去40年加息周期进行研究,以史为鉴,从美联储货币政策演变、加息周期共同特点、加息周期面临的宏观环境三方面出发,结合美联储最新货币政策框架、当前美国经济基本面,推演美联储可能的加息路径及对美国经济、资本市场的影响。

● 以史为鉴,美联储过去6轮加息周期回顾

1) 货币政策方面,美联储过去40年的货币政策框架一直在更新演变,其中既有沿用亦有改变。沃尔克时期货币政策重心放在了控制通胀上,政策目标主要是控制货币供应量。格林斯潘时期,美联储开始逐渐放弃货币数量目标,转向以利率作为货币政策的主要操作目标,“泰勒规则”成为美联储货币政策的重要理论依据。伯南克时期主张维持通胀水平一定的基础上,积极灵活地应对美国经济政策的变化,并开始实施QE。耶伦时期关注点主要放在劳动力市场上,更加关注就业问题,并首次进行了缩表。

2) 加息周期特征方面,主要有以下共同点:一是总体加息节奏较为平稳,加息节奏大多前快后慢。在加息周期的首年,美联储加息次数均超过3次,节奏与力度都比较强,后期则缓慢减弱,整体节奏相对平稳,以平滑对经济的影响;二是加息过程中美国通胀基本保持上行态势,在通胀数据出现转折后,美联储的紧缩周期随之结束;三是加息过程中失业率保持下降趋势,当失业率下降幅度缩窄或上升时,其加息过程也随之结束;四是在加息过程中美国经济产出缺口大多呈现回升走势,且多数情况下都大于0;五是在加息过程结束后1-2年,美国经济大概率出现衰退情形。

3) 加息的宏观背景方面,过去六轮加息宏观背景各有异同。1982年加息时,美国面临的是高通胀阴影威胁下的经济复苏,防止通胀是此时的主要关切;1988年加息时,美国正在从1987年的股灾影响中恢复,为挽救金融市场而投放的流动性,带来了通胀上升的压力;1994年加息时,冷战结束,美国迎来了较为缓和的经济发展环境,同时军事方面的财政负担也逐步减轻,美国经济逐步复苏;1999年加息时,美国正处于信息技术产业高速发展时期,经济出现过热情形,股市亦累积了巨大的泡沫;2004年加息时,在小布什旨在帮助贫困家庭购房的“美国梦的蓝图”的计划刺激下,叠加当时低到谷底的利率水平,美国房地产市场开始快速发展,从而带动经济快速繁荣;2015年加息时,美国经济基本面相对较弱,但就业市场已经接近充分就业状态,薪资也出现了一定的上涨压力,房地产市场也在稳步恢复,通胀虽然较弱,不过也出现一定的上涨迹象。

● 美联储本轮加息背景与路径推演

1) 美联储货币政策框架方面,将沿用多年的货币政策最终目标由物价、产出同等重要的“双目标制”,转向就业优先的灵活“平均通胀目标制”。就业方面,在政策目标中将就业放在通胀之前,不仅关注总量指标,更关注就业的结构性问题;通胀方面,寻求在一段时间内实现平均2%的通胀率(PCE)。

2) 美国经济基本面方面,当前美国经济在需求的拉动下,复苏势头良好,制造业、零售销售、房地产等都有较大程度的恢复,疫情得到控制后,服务消费方面也在缓慢恢复。2021年GDP同比增长5.7%,整体增长处于较好水平同时产出缺口持续回升,到2021年底已经接近弥合。通

胀方面，2月份CPI同比上升7.9%，创40年以来新高。由于俄乌冲突的影响，美国对俄制裁产生的能源与食品价格上涨效应还未完全体现，美国通胀最高点可能还未到来。核心服务通胀的高企可能导致美国通胀水平较为坚挺，难以快速回落。就业方面，当前美国就业市场非常强劲，2022年3月美国新增非农就业人口43.1万，且各种族、民族和人口群体就业均有增长，“工资—通胀螺旋”持续演绎。3)美联储本轮加息幅度上，当前美国面临的宏观经济背景，与过去六轮加息周期时相比，共同点较少。但若参考过去，目前加息面临的宏观环境兼具1983年与2015年两轮紧缩相关特征，预计此轮加息幅度或稍弱于1983年，但强于2015年加息周期，我们预计整轮加息幅度介于250bp与300bp之间；加息节奏上，预计前快后慢，2022年的加息次数与幅度将会较为激进，预计在4-5次之间，其中5-6月份会连续加息，5月份可能为50bp的加息幅度，并加快缩表进度。

● 美国会再迎来“沃尔克时刻”吗？

1) 当前美国经济基本面强劲，加息不会引发美国经济短期衰退。一是从历史上最近六轮加息的情况来看，衰退大多发生在加息结束后的1-2年之间，平均在加息结束后14个月发生；二是当前美国经济表现强劲，产出缺口已经接近弥合，并有继续上升趋势。虽然美国相关刺激政策已经逐步退出，加息已经开始，但短期加息幅度有限，美国居民的需求仍将保持一定韧性。中长期来看，伴随着美联储2022年的持续较快加息，以及通胀较缓回落，美国居民需求以及实际消费能力会逐步受到影响，在基数效应的影响下，美国经济可能在2023年中迎来一定程度的回落。

2) 10年期与2年期美债利率曲线倒挂并不一定指向经济衰退，应同时考虑10年期国债与3个月国债利差，过去两项指标同时出现倒挂时，美国经济平均在倒挂后14.25个月发生衰退。当前倒挂我们认为一是因为当前美国短期通胀高企，2年期国债收益率会含有较多的通胀因素，更能反映流动性与货币政策变化的10年期国债与3个月国债利差却仍然有200bp，两者出现较大背离；二是对经济的衰退判断应更加关注美国经济基本面，当前美国经济基本面仍然较强，短期韧性较足。债券利差计入了较多的债券投资者对于未来经济政策与形势的判断，其因果关系值得商榷。3) 美联储加息期间各类资产表现：对海外资产而言，美国加息期间各类资产表现较为分化。美股有一定的调整压力、美债表现不一、原油价格一般会在美联储首次加息后，继续上行一段时间、黄金价格仍较为坚挺、美元指数则在首次加息后出现了短期回落趋势。展望后续，我们认为：

美股：5-6月美联储将会较为激进地加息，美股调整压力还未结束，待美国通胀见顶，美联储加息幅度放缓后，美股走势将会保持平稳；

美债：美债方面，伴随着美联储偏快加息带动实际利率上行，考虑俄乌冲突带来的通胀压力，短期内10年期美债仍有上行压力，或将保持高位，待通胀见顶，美债下行空间将会打开；

原油：原油方面，由于受到地缘政治因素与供需影响，短期价格仍将保持高位震荡，后续供给逐步增加，以及全球需求在紧缩周期下逐步放缓，原油价格会出现回落；

黄金：黄金方面，短期内由于地缘政治因素以及全球通胀高企，黄金价格有望保持高位，但后续伴随着通胀回落以及避险需求的下降，黄金价格会有一定回落；

美元：美元方面，短期美元有一定的上行压力，因俄乌冲突原因，欧洲经济复苏进程预计受到较大影响，其经济增长相对美国较弱，从而推动美元指数上行。

对 A 股而言，美联储加息期间，A 股表现不一，加息开始前有一定的调整压力，但具体表现仍取决于国内情况。当前来看，美联储持续加息对 A 股有一定的压力，但我们认为在前期的持续调整下，美联储紧缩带来的风险因素已经在逐步消化。中长期来看，随着我国稳增长相关政策逐步落地起效，我国经济将持续稳中向好，美联储紧缩带来的压力将会逐渐消失，A 股表现也将取决于我国经济基本面。

● 风险提示

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

正文目录

1 美联储历次加息周期复盘	6
1.1 美联储货币政策演变	6
1.2 美联储加息周期中的共同特点	6
1.3 美联储历次加息周期的宏观背景	10
2 美联储本轮加息背景与路径推演	14
2.1 美联储更新货币政策框架	14
2.2 美国当前经济复苏势头良好	14
2.3 美联储本轮加息路径推演	17
3 美国会再迎来“沃尔克时刻”吗?	18
3.1 美联储此轮加息不会导致美国经济短期衰退	18
3.2 美联储加息期间各类资产表现如何	20
风险提示:	22

图表目录

图表 1 1980 年以来美国共经历 6 轮加息周期	7
图表 2 美联储历次加息幅度并不相同	7
图表 3 美联储首年加息次数较多	8
图表 4 美国通胀在加息周期中大多保持上升态势	8
图表 5 美国失业率在加息周期中大多保持下降态势	9
图表 6 美国加息过程中产出缺口大多回升	9
图表 7 美国经济在加息周期结束后大多经历较严重下降	10
图表 8 高通胀逐步平息下的加息周期	11
图表 9 加息期间美国经济不断恢复	11
图表 10 1987 年美国股市“黑色星期一”	11
图表 11 紧急降息后美国通胀抬升	11
图表 12 加息周期中美国经济增长迅猛	12
图表 13 加息前 CPI 上行幅度较小	12
图表 14 互联网泡沫期间美股大幅上涨	13
图表 15 美国通胀超预期上涨	13
图表 16 美国房地产市场快速发展	13
图表 17 房地产繁荣带动通胀上行，失业率下行	13
图表 18 加息前经济恢复较弱	14
图表 19 加息前美国通胀较弱	14
图表 20 疫情发生后美联储资产负债表翻倍	15
图表 21 美国经济迅速复苏	15
图表 22 耐用品与零售销售较疫情前增长较快	16
图表 23 疫情后美国房地产较为繁荣	16
图表 24 美国制造业与服务业 PMI 较为景气	16
图表 25 美国消费支出逐步回升	16
图表 26 美国通胀快速上行	16
图表 27 美国劳动力市场强劲	16
图表 28 美联储 3 月预测 2022 年联邦基金利率达到 1.9%	18
图表 29 美国经济衰退大多发生在加息结束 1 年后	19
图表 30 美国私人储蓄仍超疫情前	19
图表 31 美国职位短缺现象较为严重	19
图表 32 美国工资上涨幅度较大	19
图表 33 10Y-2Y 与 10Y-3M 同时倒挂对经济衰退预测更准确	20
图表 34 2004 年美联储加息之前 A 股主要指数下降较多	21
图表 35 2004 年美联储加息周期期间 A 股先降后升	21
图表 36 2015 年美联储加息周期 A 股普跌	21
图表 37 2015 年美联储加息周期 A 股先升后降	21

1 美联储历次加息周期复盘

1.1 美联储货币政策演变

自 1978 年，美国国会授权美联储实现稳定的物价、高就业率和温和的长期利率的核心目标以来，美联储重点关注的是价格稳定和高就业，当前将物价稳定解释为 2% 左右的通货膨胀，把高就业率解释为接近自然失业率的失业率，大约为 4%。围绕着这些核心目标，美联储根据面临的经济环境，对货币政策操作思路进行不断调整，呈现出一定的“相机抉择”的特征。

1979 年，沃尔克成为美联储主席以后，由于滞胀严重，美联储的政策主张转向货币主义学派，放弃了原先的联邦基金利率稳定的政策目标，宣布将货币供应量（M1）作为货币政策的重要目标。但是由于金融活动的复杂化，以及经济全球化带来的资本流动，该项指标越来越难以达成。在 1987 年后，又改由 M2 来作为主要的货币政策指标。同时，由于通胀问题越发严重，美联储的货币政策重心放在了控制通胀上，并开始快速上调联邦基金目标利率。此时的货币政策目标主要是控制货币供应量，并直至沃尔克卸任。

1980 年代中期，金融脱媒现象加剧，货币供应量与经济增长之间的关系越来越小，美联储开始逐渐放弃货币数量目标。格林斯潘就任后，更是坚定地转向以利率作为货币政策的主要操作目标，放弃了以任何货币总量作为货币政策实施的目标。其核心的政策工具是联邦基金利率（Federal Funds Rate），即美国同业拆借市场的利率（主要是隔夜拆借利率），该利率的变动能够敏感地反映银行之间资金的变动情况，联邦公开市场委员会（FOMC）通过改变该项利率，在预期理论和流动性偏好理论的假设下，引导中长期利率的走势，从而影响经济走势。后续，格林斯潘在听证会时表示将采取“中性”利率政策，让利率引导经济增速维持在潜在产出增速水平，这意味着“泰勒规则”成为美联储货币政策的重要理论依据，沿用至今。

伯南克就任美联储主席后，主张维持通胀水平一定的基础上，积极灵活的应对美国经济政策的变化。通过促进与市场之间的政策沟通，提高货币政策的透明度。实施前瞻性指引等操作（日历指引、状态指引、利率预测、官员讲话等），来引导市场预期。在金融危机爆发后，更是采取了包括 QE 在内的非常规货币政策，并沿用至今。

耶伦担任美联储主席之后，其关注点主要放在劳动力市场上，更加关注就业问题。同时，由于前期采取的非常规货币政策存在一定的风险，开始逐步探索退出量化宽松政策，缩减自身资产负债表，基本行动路径亦沿用至今。

1.2 美联储加息周期中的共同特点

对美联储过去 6 轮加息周期时出现的一些特征进行分析，可以发现以下共同特点。一是总体加息节奏较为平稳，加息节奏大多前快后慢。在加息周期的首年，美联储加息次数均超过 3 次，节奏与力度都比较强，后期则缓慢减弱，整体节奏相对平稳，以平滑对经济的影响；二是加息过程中美国通胀基本保持上行态势，在通胀数据出现转折后，美联储的紧缩周期随之结束；三是加息过程中失业率保持下降趋势，当失业率下降幅度缩窄或上升时，其加息过程也随之结束；四是加息过程中美国经济产出缺口大多呈现回升走势，且多数情况下都大于 0；五是在加息过程结束后 1-2 年，美国经济大概率出现衰退情形。

1) 加息过程总体较为平稳，节奏大多前快后慢

过去 6 轮加息过程中，加息的周期与次数并不完全相同，更多由当时美国所面临的

经济环境决定，加息幅度最大的一次为 2004 年，共加息 17 次，累计 425bp；最小的一次是 1999 年，仅加息 6 次，累计 175bp。加息节奏上来看，美联储加息幅度基本保持平稳，极少出现一次性较高提高联邦基准利率的情况。其原因可能是给市场一定的缓冲时间，尽可能平滑紧缩政策的影响。此外，还可以观察经济发展情况，以决定下一步的政策方向，保持货币政策的灵活性。此外，我们还可以看到，在紧缩周期的开始阶段，其加息次数相对较多，加息次数都在 3 次以上，1983 年与 1994 年当年度加息 6 次，2005 年加息 8 次，1988 年当年更是加息 11 次之多，幅度超过 200bp，加息的节奏与幅度都较快。2015 年加息时，美联储在加息第一、二年分别仅加息 1 次，到 2017 年、2018 年才开始加速进行，分别加息 3 次、4 次。总体来看，大部分情况下美联储启动加息时，节奏与力度都比较强，当年度加息次数基本都超过 3 次，到加息周期的后期，加息次数与幅度都相对较少。2015 年开始加息幅度较慢，后期则出现了加速的现象。因此，在具体判断美联储加息的节奏时，在对整体的宏观金融环境进行比较分析之外，也需要对当前美联储面临的各项经济约束条件、货币政策框架进行具体分析。

图表 1 1980 年以来美国共经历 6 轮加息周期



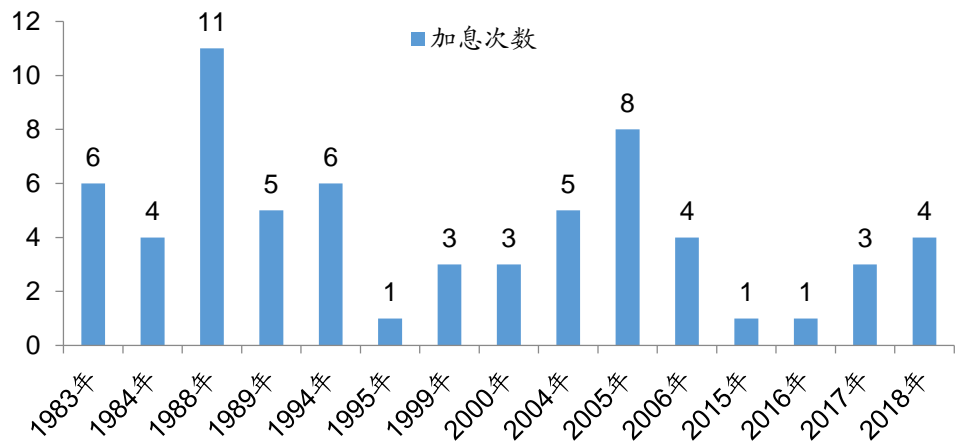
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 美联储历次加息幅度并不相同

加息时间段	加息持续时间 (月)	累计加息次数	联邦基准利率变动区间	累计加息幅度 (bp)
1983.03-1984.08	18	10	8.5%-11.5%	300
1988.03-1989.05	17	16	6.5%-9.8125%	331.25
1994.02-1995.02	13	7	3.0%-6.0%	300
1999.06-2000.05	12	6	4.75%-6.5%	175
2004.06-2006.06	25	17	1.0%-5.25%	425
2015.12-2018.12	37	9	0.25-2.5%	225
均值	20	11	—	293

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 美联储首年加息次数较多



资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 加息过程中美国通胀大多保持上行态势

在过去 6 轮的加息过程之中，首次加息大多发生在美国通胀出现上行趋势之时，其中 PPI 在加息过程之中上行态势最为明显。事实上，除 1983 年加息周期中通胀出现先升后降情形外，在 1988 年之后的历次加息周期之中，通胀都保持较为坚挺的上升姿态，其中 PPI 上行幅度较大，而 CPI 与 PCE 则相对涨幅较小。此外，美联储加息大多开始于通胀发生初期，伴随着通胀的逐步走高，加息幅度也同步跟进，加息幅度往往高度绑定当年通胀水平。如 1988 年 CPI 升至 6% 左右高位时，美联储当年共加息 11 次，2005 年 CPI 达到 6% 水平时，也引起美联储当年 8 次加息。可见当通胀形势发生变化时，美联储紧缩政策也随之发生改变，两者之间高度相关。

图表 4 美国通胀在加息周期中大多保持上升态势



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_40303



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>