

美国经济能承受多少加息

证券研究报告

2022 年 04 月 18 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：二季度的主要交易逻辑》2022-04-14
- 2 《宏观报告：风险定价-中美利差倒挂是果不是因-4 月第 3 周资产配置报告》2022-04-13
- 3 《宏观报告：宏观-出口是今年的胜负手》2022-04-12

目前，亚特兰大联储 GDP Now 预测 2022 年 Q1 季调环比折年率 1.1%。根据 FRB-US 模型，当前市场预期的加息路径（共 275bp）恐令美国经济在 2023 年 Q2 陷入衰退。如果更为激进地加息，衰退持续时间延长。如果中性或温和加息，GDP 最大下降幅度 0.6%，则可能避免衰退，但是油气价格高企又会增加额外的衰退风险。

另一方面，美国长短端利差倒挂也能指示联储的货币政策节奏。按照历史规律，10Y*3M 倒挂后，联储均不再加息，这意味着联储需要在 3 个月与 10 年期倒挂前，也即今年 Q4 停止加息，更为稳妥的选择是在倒挂后即刻开始降息，以避免经济衰退。这也意味着当前过于激进的加息预期未来可能面临回调。

风险提示：美国通胀超预期；美国财政刺激超预期；美国货币政策紧缩超预期

目前期货市场显示，至明年 2 月初美联储将有将近十次 25 个基点的加息。自 1994 年以来，美联储从来没有在一年之内采取过这么大幅度的紧缩措施：单年升息 250 个基点。上一次更为激进的加息还是 80 年代初沃尔克执掌美联储时。美联储激进的紧缩行动会将美国经济推入衰退吗？

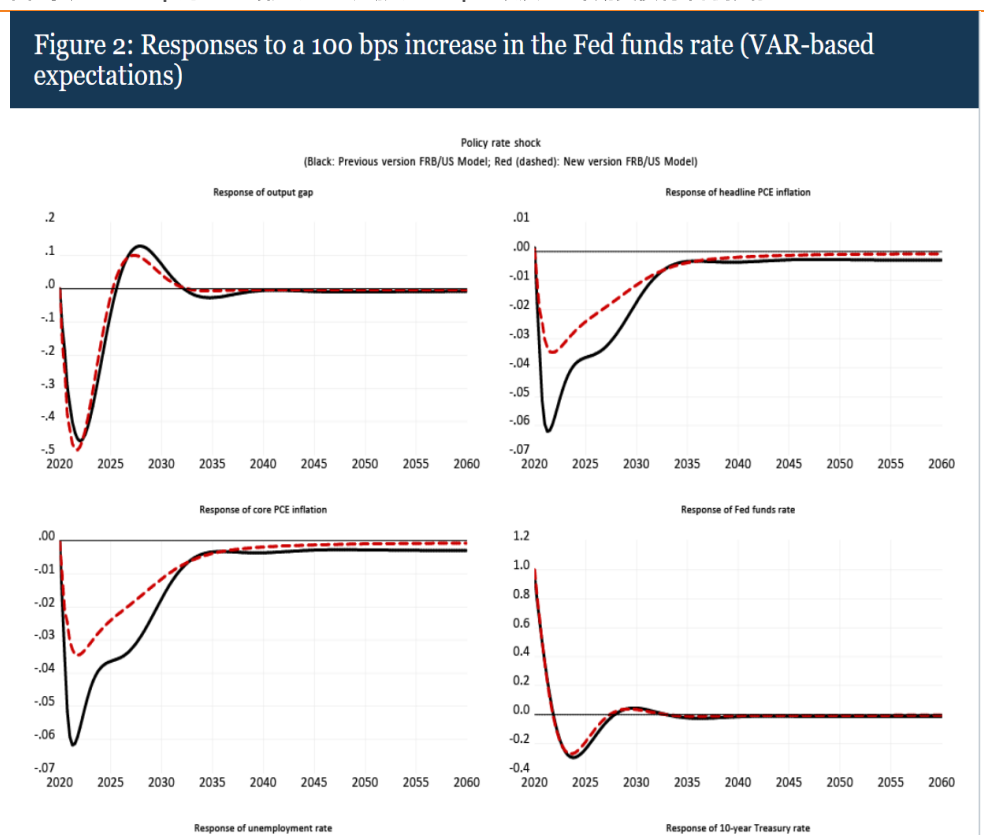
加息对经济的抑制作用主要通过四个方面：

- 1) 对企业而言，加息抬高了企业的债务成本，从而降低企业利润，进而影响到企业的资本开支；
- 2) 对居民而言，加息抬高了居民的利息成本，特别是以汽车为主的耐用品信用消费和房地产还贷成本；
- 3) 对政府部门而言，加息抬高了政府部门的债务成本，政府受困于债务上限，财政开支力度减弱；
- 4) 对金融市场而言，加息使金融市场流动性收紧，股票下跌，信用利差扩大，财富效应下居民的消费减弱，企业融资难度增加。

一、量化测算加息的经济冲击

根据 2018 年发布的 FRB/US 模型估计结果，100bp 的一次性加息将令 GDP 增速降低 0.48%，失业率上升 0.2%，最大影响发生在加息后 1~2 年。美债 10 年期收益率上升 30bp，但影响主要在加息后三个季度。

图 1：加息 100bp 对 GDP 增速、PCE 通胀、core pce 以及 10 年期美债利率的影响

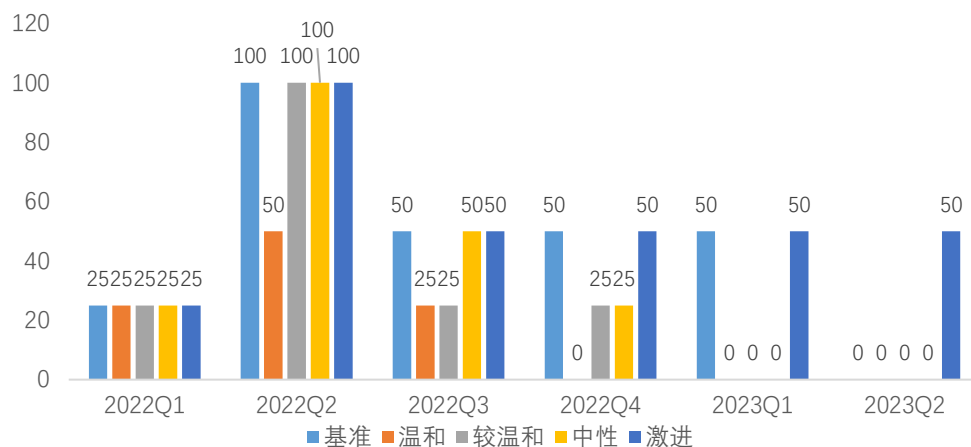


资料来源：FRB，天风证券研究所

FRB/US 模型是美联储的主力预测模型，自 1996 年以来一直被美联储使用。我们使用 FRB/US 模型，对美联储的后续政策路径进行定量，并作两个基本设定：（1）经济中的参与者遵循非完美的理性预期；（2）名义基金利率是自变量。假设加息路径如下：路径 1 作为参照组，模拟当下市场的加息预期，从 2022 年第 1 季度开始，按照

25+100+50+50+50 的节奏加息，累计加息 275bp；路径 2、3、4、5 分别假设联储温和、较温和，中性和激进加息，分别加息 100bp、175bp、200bp 和 325bp，具体路径如下图所示。

图 2：五种路径下的联储加息节奏（单位：bp）

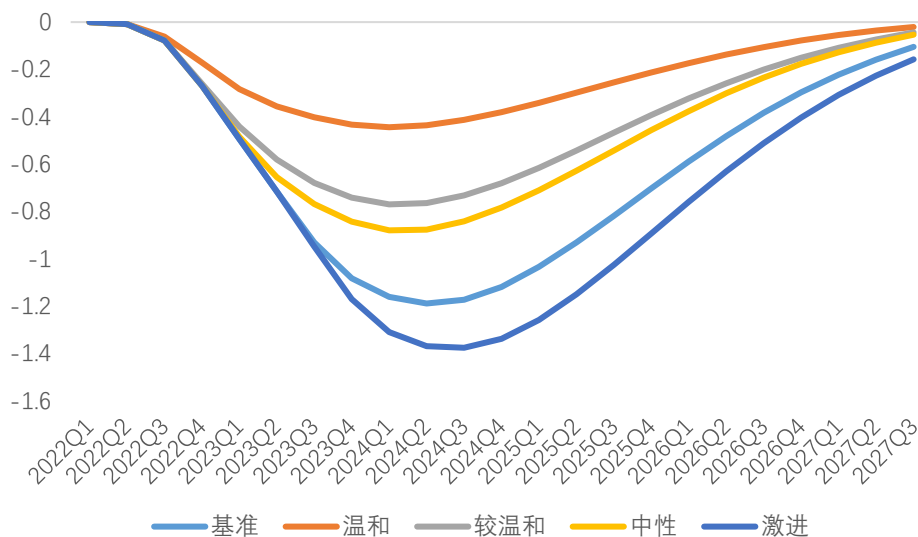


资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

下面三张图分别是模型模拟的两种加息方式对产出缺口（XGDP2）和失业率(LUR)和实际 GDP 同比的冲击路径图。这里的产出缺口定义为：

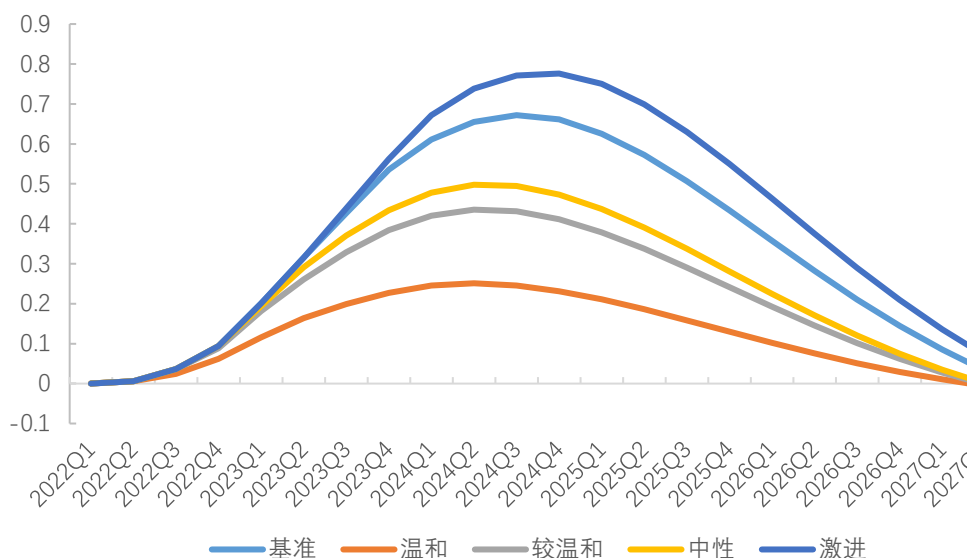
$$\text{产出缺口} = 100 * \ln(\text{实际 GDP} / \text{潜在 GDP})$$

图 3：五种路径下对产出缺口的冲击路径（单位：%）



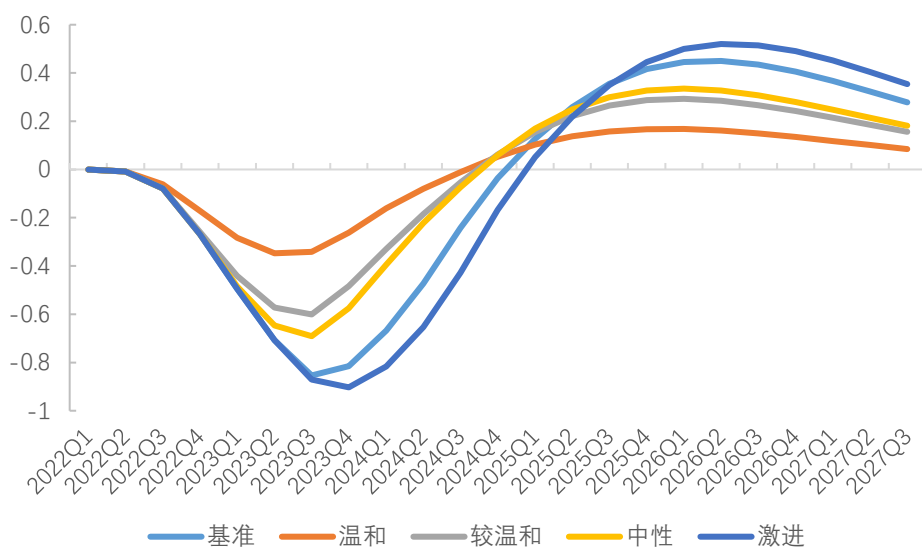
资料来源：FRB，天风证券研究所

图 4：五种路径下对失业率的冲击对比（单位：%）



资料来源：FRB，天风证券研究所

图 5：五种路径下对实际 GDP 同比增速的冲击对比（单位：%）



资料来源：FRB，天风证券研究所

以基准加息假设（路径 1）为例，模拟产出缺口和失业率受到的最大冲击分别是-1.19%和 0.67%。如果按照 2018 年 FRB/US 的模型结果线性外推，累计 275bp 的加息等比例分别对应-1.34%和 0.60%的衰减（乘以 2.75 倍）。这样来看，加息的冲击并不会随着累计加息量倍增而出现非线性增长。相比基准加息假设，激进加息假设（路径 5）在早期的加息幅度更大，因而对失业率和经济增长的冲击更大，最大冲击时刻大致早出现 1 个季度。

表 1：5 种加息方式与联储一次性加息 100bp 冲击效果总结

加息方式	路径 1	路径 2	路径 3	路径 4	路径 5	FRB/US model w/ VAR
累计加息/bp	275	100	175	200	325	100
产出缺口最大冲击/%	-1.2	-0.4	-0.8	-0.9	-1.4	-0.5
产出缺口最大冲击滞后*时间/季度	6	6	5	5	5	4~10
失业率最大冲击/%	0.7	0.3	0.4	0.5	0.8	0.2
失业率最大冲击滞后时间/季度	7	7	6	6	6	4~10
实际 GDP 同比增速最大冲击/%	-0.9	-0.3	-0.6	-0.7	-0.9	-
实际 GDP 同比增速最大冲击滞后时间/季度	2	3	3	3	2	-

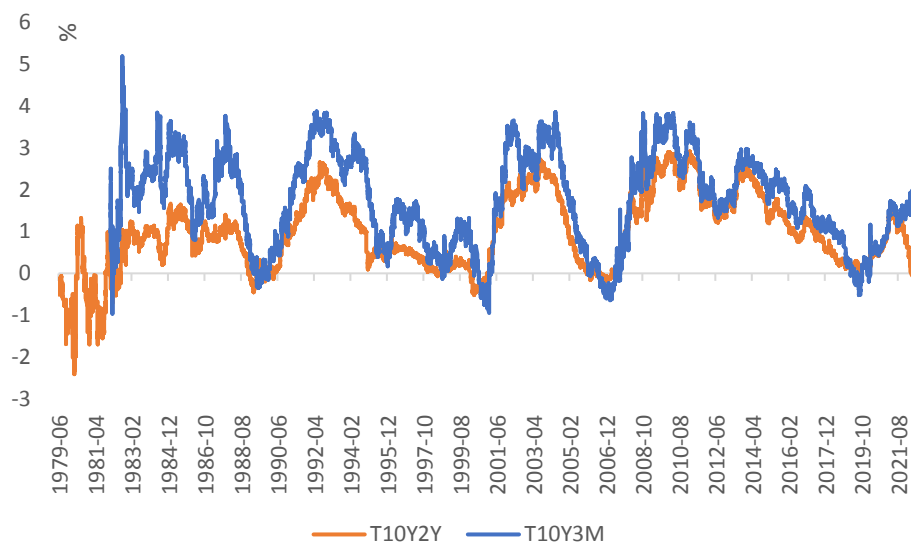
*滞后加息结束时间

资料来源：FRB，天风证券研究所

二、停止加息的时间——3M-10Y 出现倒挂后

另一方面，我们非常关注美国国债长短端利差。这一利差需要保持正数，美联储才可能继续执行其利率政策。目前，10 年期与 2 年期收益率已出现短暂倒挂，但 3 个月与 10 年期曲线仍有 198bp，核心原因是 2 年期利率已冲高至 2.5%，其包含的通胀预期与 10 年期的通胀预期发生倒挂，同时其充分计入了联储在未来 1~2 年内的加息预期，因此与基准利率的差距远高于正常水平。由于 3 个月与 10 年期倒挂距离经济衰退时间更近，且当下利差更符合联储刚加息时的状态，我们选用 10 年期与 3 个月的美债利差作为研究对象。

图 6：10Y-2Y 与 10Y-3M 利差背离



资料来源：FRED，天风证券研究所

表 2：美国 10 年与 3 个月国债利差 1985 年以来五次倒挂时间段、原因、经济状况

倒挂时间	历时/月	经济衰退期	倒挂出现到经济衰退的间隔/月	10 年期国债利率区间(倒挂期间)/%	加息周期(倒挂期间加息次数)	实际 GDP 季度环比年化增速区间(倒挂期间)/%	S&P500 涨跌幅(倒挂期间)/%
1989.5-1989.12	7	1990.7-1991.3	14	8.60~7.53	1988.3-1989.5(0)	3.01~0.79	10.26
1998.9-1998.10	1	-	-	4.44~4.64	-	6.6	10.5
2000.7-2001.1	6	2001.3-2001.11	8	6.04~5.19	1999.6-2000.5(0)	0.40~(-1.29)	-7.05
2006.7-2007.7	12	2007.12-2009.6	17	4.99~4.82	2004.6-2006.6(0)	0.60~2.43	13.99
2019.3/2019.5-2019.10	9	2020.1-2020.4	8	2.14~1.13	2015.10-2018.12(0)	3.21~(-5.11)	7.35

资料来源：Fred，Wind，天风证券研究所

从历史上看，1985 年以来发生的 5 次 10 年期与 3 个月倒挂之后经济衰退的概率是 60%，**倒挂后，联储均不再加息**。其中 1998 年的倒挂是因为亚洲金融危机引发的全球避险情绪压低了长端利率，且联储在倒挂后仅 18 天即开启降息，因此没有出实现质性的经济衰退；2019 年的倒挂则是因为联储连续加息导致经济放缓，长端利率踟蹰不前，但联储迅速在倒挂 4 个月后降息 3 次，同样避免了经济衰退（2020 年衰退因疫情直接冲击），两次倒挂持续时间均在 5 个月内。其余三次倒挂（1988、2000、2006），除 1988 年周期外，降息时间略为滞后（1/6/14 月），倒挂持续时间 6~12 个月不等，经济也陷入衰退。可以看到，**发生 10Y*3M 倒挂后，联储快速降息，迅速脱离倒挂状态是避免衰退的有效方法**。

考虑到联储的激进加息计划，我们预计到年底，3 个月美债收益率将位于 2.33%~2.58% 之间。FRB-US 模型冲击显示加息后 3 个季度长端美债利率上行 32bp，约为~2.5%。10 年期美债和 3 个月美债收益率将发生倒挂，按照历史规律，10Y*3M 倒挂后，联储均不再加息，这意味着联储需要在 3 个月与 10 年期倒挂前，也即今年 Q4 停止加息，更为稳妥的选择是在倒挂后即刻开始降息，以避免经济衰退。**这也意味着当前过于激进的加息预期未来可能面临回调**。

三、经济能承受的最大加息幅度

对联储而言，在控制通胀的同时，避免经济陷入衰退是一项艰巨的任务。

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_40556

