



Research and
Development Center

美联储史诗级加息：源起、演进和影响

2022年5月6日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

美联储史诗级加息：源起、演进和影响

2022年5月6日

今年以来，市场对于美联储加息几度犹疑，我们最早研判认为，这可能是一轮史诗级的加息周期。这一观点提出以来，很多朋友找到我们问询，一起讨论，一起激荡思想。思想越辩越明，经众人切磋后仍然挺立的观点，更能经得起市场的检验。站在当前的时点上，美联储继续走在史诗级加息的路上，对资产配置影响巨大，投资者不可不察。

- **美联储继续走在史诗级加息的路上。**5月议息会议美联储如期加息50bp，引导市场消除下次会议加息75bp的忧虑，加息预期一度明显降温。5月5日晚间增量信息释出，工资通胀螺旋和OPEC不增产引爆通胀预期，再度逆转了市场乐观情绪，美债利率一度破3.1%，美股大幅收跌。美国通胀正居于四十年来的最高方位，背后是需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺三大成因，并非短期内能解决。上一次面临这样高的通胀时，美联储主席沃尔克选择了铁腕治理，并以此最终彪炳史册。
- **美国经济衰退会影响加息节奏吗？**首先，一季度美国GDP环比折年率转负并非真正意义上的衰退，个人消费和私人投资等主要增长动能依旧强劲。此前市场热切关注的美债利率倒挂则主要受加息预期影响，10Y-2Y、10Y-3M利差走势分化，对经济衰退的指导意义有限。其次，即便美国经济发生衰退，美联储政策态度也不会发生改变，沃尔克时期就是最好的例证。通胀是当前美国经济的最主要矛盾，针对供给约束和工资通胀等核心问题，通过实施紧缩政策平抑需求、促进供需缺口弥合，是美联储当前可以选择的最优路径。
- **对中国货币政策的影响：**1) 中美利差倒挂，压缩央行再降息空间。历史上的美联储加息期，中国央行从未降低政策利率，日前中美利差发生倒挂，央行若再降息，或造成更多资本外流、加速汇率贬值预期形成。2) 汇率贬值对央行再降息形成硬约束。过去两周人民币出现了快速贬值迹象，究其原因，是包括中美利差、资本流动、出口支撑、疫情防控领先在内的一系列因素同时扭转。在汇率贬值压力下，央行再降政策利率的空间已经很小。3) 准备金率、拨备覆盖率、存款利率上限三降，LPR有望下调。下一阶段，货币政策将以宽信用为主要发力点。
- **对资产配置的影响：A股将延续价值跑赢成长的风格。**回顾美联储加息期内大类资产表现，美元走势分化、强弱参半；加息难挡原油价格走强，俄乌冲突和全球供给约束之下，年内油价仍有上涨空间；黄金在加息早期上涨概率较高，加息过程中往往震荡调整；加息周期内，美股可能维持正收益，但美债无一例外走熊。对于国内市场而言，我们此前多次重申，在外有美联储持续加息、内有宽信用逐渐落地的背景下，A股将呈现价值跑赢成长的明显特征。时至今日，观点不变。中债表现受国内基本面的影响更

大，上半年预计位于 2.8-3.0% 区间，下半年稳增长政策生效，宽信用加强向实体经济传导，债市收益率易升难降。

- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

一、美联储继续走在史诗级加息的路上.....	5
1.1 通胀预期再度升温，5月议息会议释放的乐观情绪被逆转.....	5
1.2 美国高通胀不是一个短期现象.....	6
1.3 历史上的史诗级加息——沃尔克加息.....	10
二、美国经济衰退会影响加息节奏吗？.....	13
2.1 美国Q1环比折年率转负并非真正意义上的衰退.....	13
2.2 本轮美债收益率倒挂对衰退的指导意义有限.....	14
2.3 高通胀时期，经济衰退也未必会影响美联储政策态度.....	17
三、美联储史诗级加息对中国货币政策的影响.....	19
3.1 中美利差倒挂，压缩央行再降息空间.....	19
3.2 汇率贬值对央行再降息形成硬约束.....	20
3.3 LPR有望下调，宽信用为货币政策主要发力点.....	24
四、资产配置：A股将延续价值跑赢成长的风格.....	25
4.1 加息周期大类资产表现：回顾与展望.....	25
4.2 A股价值板块胜率更高，债市受国内基本面影响更大.....	26
风险因素.....	27

图目录

图 1: 5月5日联邦利率期货反映的6月加息预期一度降至50bp，概率约85%.....	5
图 2: 2022Q1美国非农劳动生产力环比大幅下降7.5%.....	6
图 3: 失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲.....	6
图 4: 美国CPI、PCE处于四十年来最高方位.....	7
图 5: 美联储资产负债表规模从4.1万亿飙升到9万亿.....	7
图 6: 美国人均消费支出尤其是商品消费远超疫情前水平.....	8
图 7: 美国产能利用率的长期下降趋势.....	8
图 8: 美国零售商与制造商库存比严重分化.....	9
图 9: 美国劳动力参与率仍待恢复，职业空缺率历史新高.....	9
图 10: 美国非农企业员工平均时薪持续上涨.....	10
图 11: 70年代美国货币超发、通胀升温、美联储缓慢加息.....	11
图 12: 70年代美国财政支出占比上升、财政赤字扩大.....	11
图 13: 美国能源消费结构下，高油价对通胀抬升的贡献十分显著.....	12
图 14: 史诗级加息节奏下，失业率高涨、产出缺口转负.....	12
图 15: 美国经济持续向潜在增速修复.....	13
图 16: 2022Q1环比折年率转负并非真正意义上的衰退.....	14
图 17: 净出口往往是美国GDP拖累项，但2022Q1环比拖累尤为显著.....	14
图 18: 历史上加息-倒挂-衰退的先后出现.....	15
图 19: 美债10Y-2Y、10Y-3M利差倒挂大多准确预测了经济衰退.....	15
图 20: 2021Q4开始两项利差走势出现分化.....	16
图 21: 3个月美债收益率基本围绕政策利率上下波动.....	17
图 22: 2022年以来市场加息预期在不断强化.....	17
图 23: 2000年，加息在刺破互联网泡沫后停止.....	18
图 24: 2006年，加息打压房价泡沫后迅速停止.....	18
图 25: 沃尔克时期，两次衰退都没有减缓美联储紧缩步伐.....	19
图 26: 美联储加息期，中国央行从未降低政策利率.....	20
图 27: 中美利差发生倒挂.....	20
图 28: 过去两周人民币汇率出现了快速贬值现象.....	21
图 29: 2021年央行两次上调外汇存准率.....	21
图 30: 金融项目银行代客收付款由顺差转为逆差.....	22
图 31: 2022年出口增速可能前高后低.....	23
图 32: 中间价贡献所反映的操作思路.....	24
图 33: 历史上央行降准后，LPR降与不降的情形都存在.....	24
图 34: 根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期.....	25
图 35: 美联储加息周期大类资产表现回顾.....	26
图 36: 十年期美债收益率拆分.....	26
图 37: 信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股.....	27
图 38: 美联储加息期内，中债受国内基本面影响更大.....	27

一、美联储继续走在史诗级加息的路上

1.1 通胀预期再度升温，5月议息会议释放的乐观情绪被逆转

5月议息会议美联储如期加息50bp，引导市场消除下次会议加息75bp的忧虑。会议开始前，市场对于本次加息已有充分预期，鲍威尔坚定表态要对通胀采取强硬行动，必要时不惜一次加息50个基点。上周，联邦利率期货显示的5月会议加息50bp概率就已突破90%。在美联储高官多次鹰派讲话的引导下，市场加息预期不断升温，一度预期6月议息会议将一次加息75bp。鲍威尔在新闻发布会上消除了市场的疑虑，表明FOMC未考虑加息75bp的选项 (75bp increase is not something the committee is actively considering)，但接下来的会议很可能多次加息50bp (50bp increases should be on the table at the next couple of meetings)。

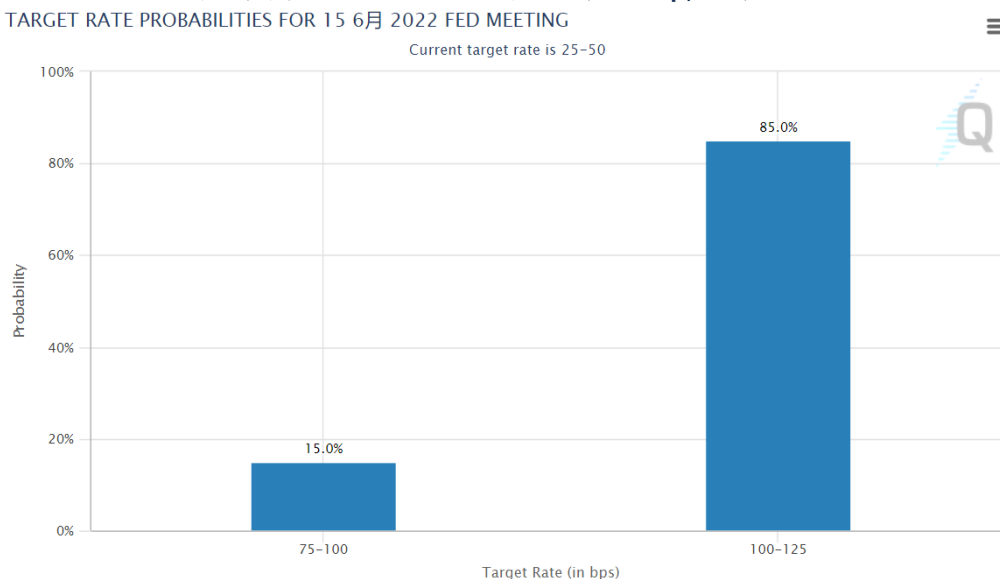
市场加息预期一度明显降温。议息会议后，联邦利率期货所反映的交易情绪发生明显变化，对6月加息预期一度降至50bp，概率约85%。

工资通胀螺旋和OPEC不增产引爆通胀预期，再度逆转了市场的乐观情绪。5月5日晚美国劳工统计局(BLS)发布最新数据，一是2022Q1美国非农部门劳动生产力环比折年率大幅下降7.5%，创下1947Q3以来的最大降幅。其中劳动产出环比下降2.4%，工作时长环比增长5.5%。二是截至4月30日，美国当周初次申请失业金人数20万人，超市场预期的18.4万人，创下3月12日当周以来新高。数据所反映的劳动力短缺问题在加剧，我们关于美国工资-通胀螺旋的判断正进一步坐实。此外，5月5日OPEC+维持43.2万桶日增产计划，油价上涨再添砝码。上述数据新闻发布后，市场情绪迅速扭转，十年期美债收益率一度升破3.1%，道指收跌3.12%、纳指收跌4.99%。

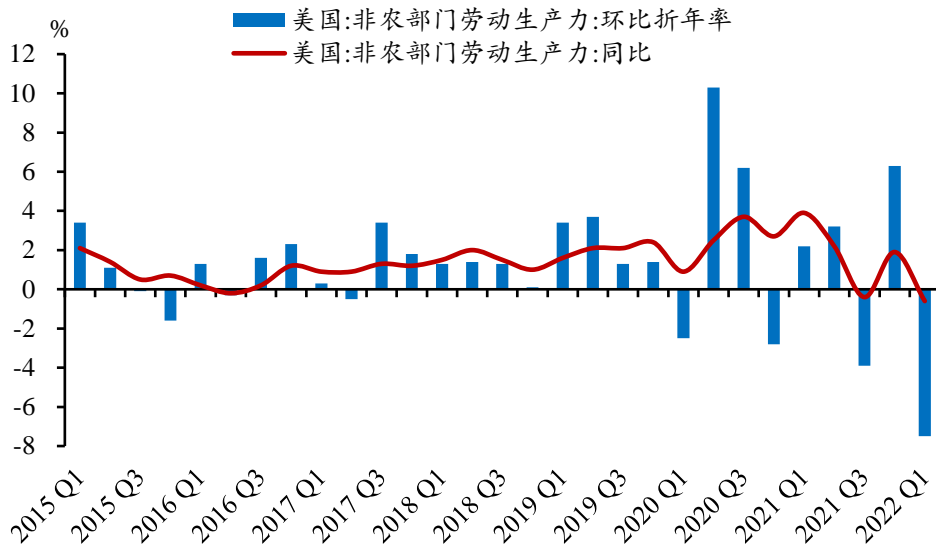
在鲍威尔看来，紧缩政策有助于解决工资通胀问题，美国经济有望实现软着陆。鲍威尔在新闻发布会上的表态十分乐观，表示当前经济很强 (strong economy)，没有任何迹象表明美国经济接近衰退 (Nothing suggests it's close to or vulnerable to a recession)，并且有很好的机会在实现价格稳定的前提下避免经济衰退 (we have a good chance to restore price stability without a recession)。鲍威尔还表示，失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲，至于劳动力短缺和工资通胀问题，随着财政和货币政策支持力度减弱，能够平抑劳动力需求，使得职位空缺率下降。同时劳动参与率在上升，很多人回归了就业岗位，供需终将恢复平衡。

紧缩的另一环是缩表，将于6月1日正式开启。5月议息会议上美联储公布了详细的缩表计划，6月起将通过减少到期本金再投资的方式逐步缩减美联储的债券持有量，每月最多缩减300亿美元国债和175亿美元MBS，3个月后规模翻倍至600亿和350亿美元。

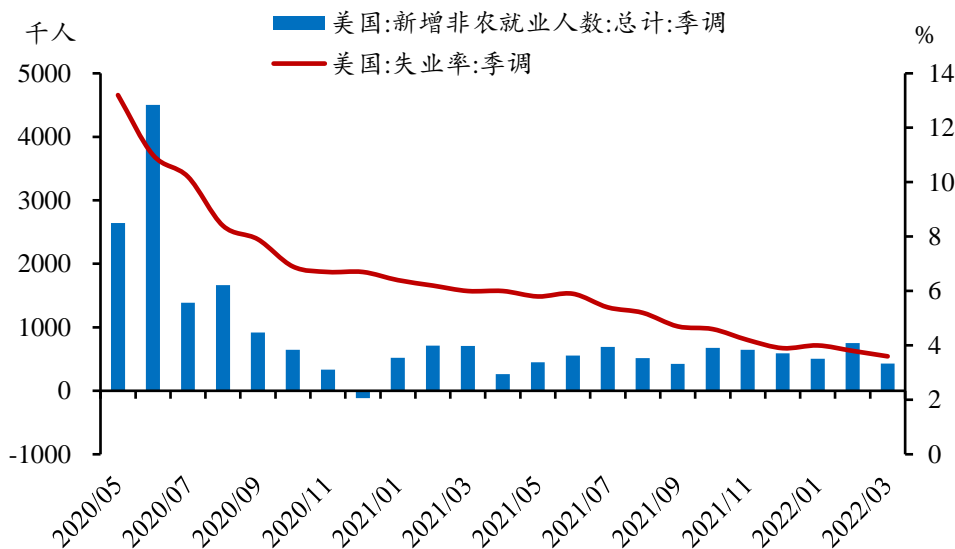
图 1：5月5日联邦利率期货反映的6月加息预期一度降至50bp，概率约85%



资料来源: CME, 信达证券研发中心

图 2：2022Q1 美国非农劳动生产力环比大幅下降 7.5%


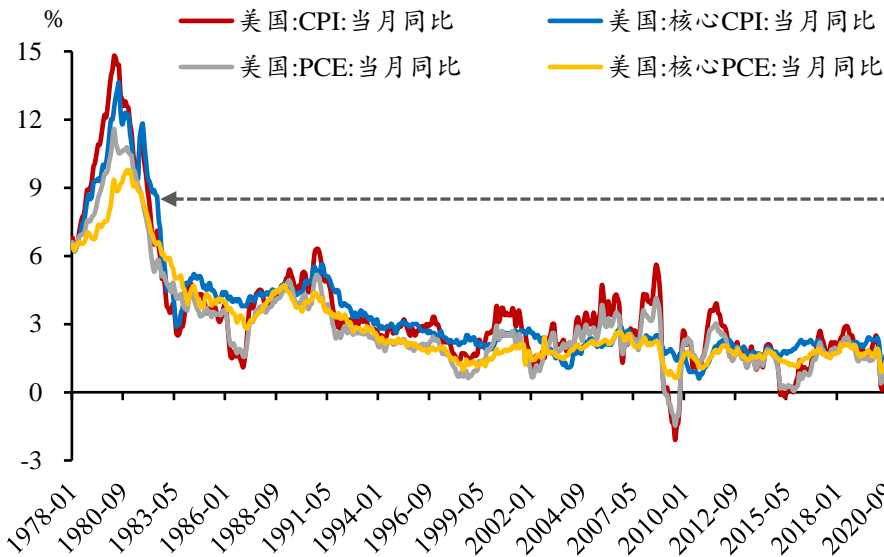
资料来源: 美国劳工统计局 (BLS) 官网, 信达证券研发中心

图 3：失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 美国高通胀不是一个短期现象

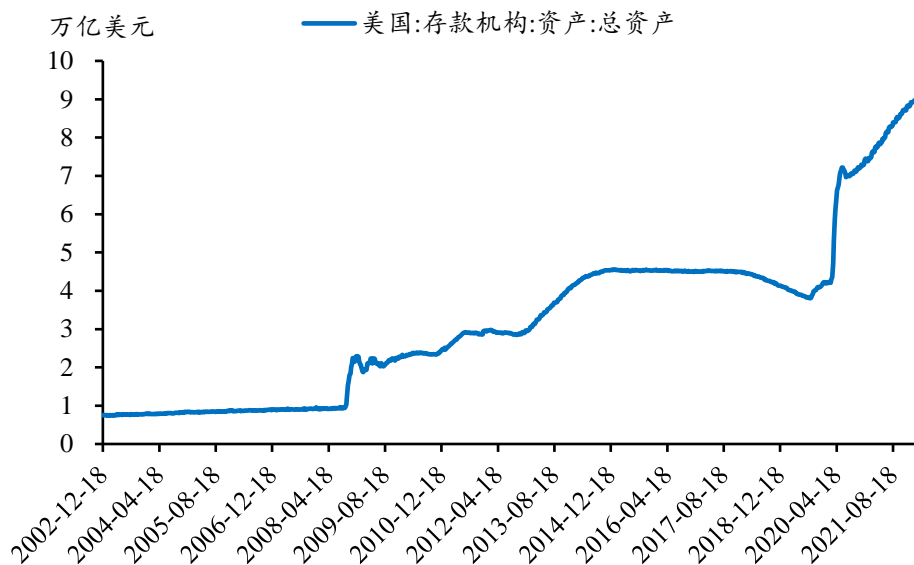
美国通胀正处于过去四十年来的最高方位。从 CPI 看, 美国 3 月份 CPI 同比录得 8.5%, 上一次美国 CPI 达到这么高的位置还要回溯到 1981 年。从核心 CPI 看, 美国 3 月核心 CPI 同比 6.5%, 同样创下四十年来的新高。即便看美联储重点关注的 PCE 和核心 PCE 数据, 结论也并无差别, 美国 3 月份 PCE 同比为 6.6%, 也创下四十年来的新高, 核心 PCE 同比为 5.2%, 仅次于 2 月份的 5.3%。四十年前, 面对石油危机之后美国经济出现的高通胀现象, 美联储主席沃尔克选择了铁腕治理, 并以此最终彪炳史册。

图 4：美国 CPI、PCE 处于四十年来最高方位


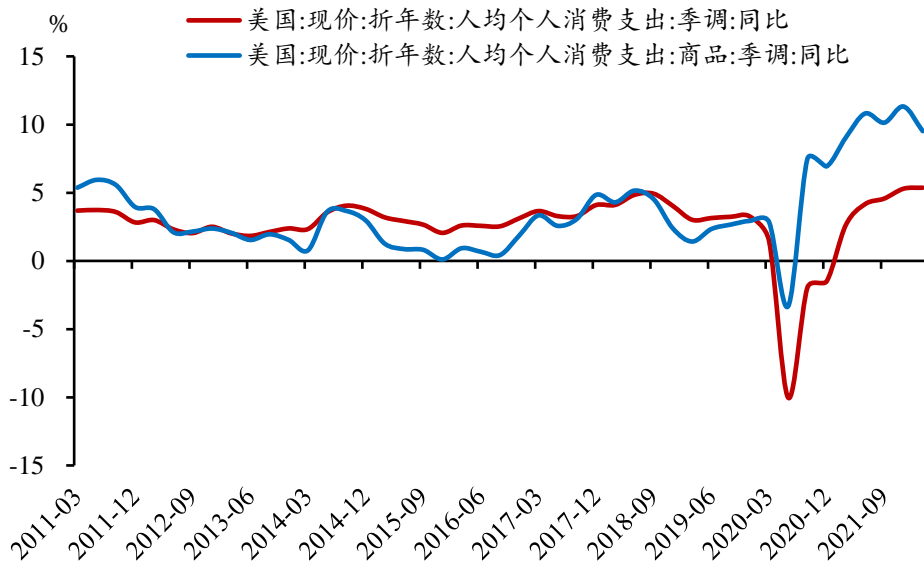
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美国这一轮通胀高企，我们总结有三大成因，分别是需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺。

首先是疫情后美国货币财政双刺激造成了需求高涨。弗里德曼说过，一切通胀都是货币现象。疫情爆发后，美联储开启史诗级的大放水，美联储资产负债表的规模从 4.1 万亿飙升到 9 万亿，在两年时间里翻了一倍还多。这当然会带来通胀的压力。问题还不仅于此，美国还推出了大规模的财政补贴，直接增强了美国人的消费需求。截至 2022 年 3 月末，美国人均消费支出增速达到 5.3%，其中商品消费的增速更是达到 9.5%，远远超过疫情前 3% 的增速。经济环境尤其是供应链无法匹配消费者如此大程度的消费需求。

图 5：美联储资产负债表规模从 4.1 万亿飙升到 9 万亿


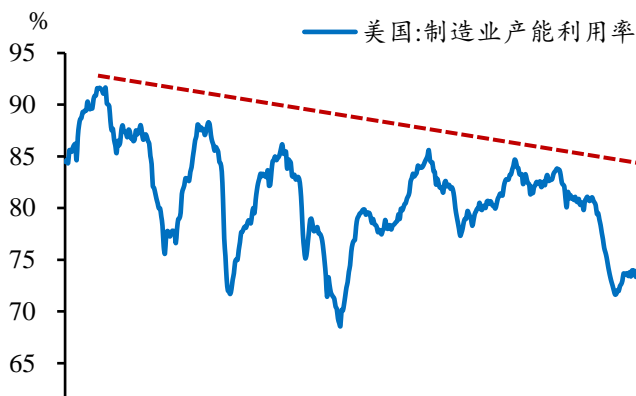
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：美国人均消费支出尤其是商品消费远超疫情前水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 为剔除基数影响, 2021 年为两年平均增速、2022 年为三年平均增速

其次是疫情下美国迟迟得不到解决的供应链短缺，突出表现是运输阻滞。客观来说，美国产能利用率在后疫情时代经历了一个明显的修复过程，2021年初的时候已经回到并超过了疫情的水平。但问题在于，在需求创下历史新高的同时，产能利用率却迟迟回不到之前的高点，一直到今年3月份制造业产能利用率才超越上轮高点。比产能修复问题更严重的是运输阻滞问题。我们看美国零售商的库存销售比，目前只有1.1，处于1992年有数据以来的最低位，比疫情前的1.4低了20%多，而制造商库销比高达1.45，处于历史高位区间，反映产成品从制造商运输到零售商存在阻滞。

图 7：美国产能利用率的长期下降趋势


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_41152

