

美联储加息影响研究系列之：本轮加息的背景及历史比较

美联储加息影响系列专题报告

分析日期 2022年05月05日

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：021-20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

◎投资要点：

◆**泰勒规则对利率的指引**。1993年，约翰泰勒提出“泰勒规则”，依据通货膨胀缺口和产出缺口来确定联邦基金利率目标值，并成为美联储货币政策操作的重要依据。从上世纪九十年代到2002年，联邦基金利率与泰勒规则测算值一致性很好，通胀水平长期处于相对稳定略下行的趋势中。但进入二十一世纪后，美国联邦基金利率多数时间低于泰勒规则测算值，特别是2020年以来更加突出，这与六十年代、七十年代的情况有些类似，在货币政策制定过程中就业、经济增长受到了更多的重视，货币政策可能已经过度宽松。

◆**滞涨和沃尔克上任后的治理**。二战后美国奉行凯恩斯主义带来了经济的长期繁荣，以扩张性的财政政策和货币政策作为刺激经济的主要手段。但七十年代后美国生产效率此时仍未出现明显的进步，新旧经济正处于交替之时，扩张性的财政政策反而进一步推升了通胀，叠加两次中东石油危机的影响，导致了严重的滞涨现象。沃尔克上任后奉行货币主义，严格紧缩货币，即使在失业率走高的情况下依然坚持，并获得了成功，其代价是经济增速在中短期的下行。

◆**美联储面临“两难”选择**。进入二十一世纪，促进经济增长，增加就业，更受美国重视，现代货币理论的影响增加，联邦基金利率多数时间都明显高于泰勒规则测算值，货币政策可能已经在较长时间内过度宽松。2021年以来，货币超发带动总需求反弹；疫情的反复扰动及上游产业链的投入不足，导致供给恢复节奏较慢，大宗商品价格快速上涨，而欧美供应链瓶颈进一步加深通胀压力。美联储正面临上世纪七十年代“滞涨”时代以来最难的选择。在加息已经落后通胀以及经济的情况下，美联储不得不在经济已见顶回落的过程中加息，可能会导致美联储在平衡经济增长和通胀之间的难度加大，若供应链和商品价格受到突发事件影响出现较大幅度上涨，通胀和经济增速可能又会出现反复。

◆**货币政策收紧已滞后，全年可能前鹰后鸽**。从我们计算的泰勒规则测算值来看，美联储加息时间应当更早，加息幅度应当更大。5月会议上，美联储加息行动已不得不加快，虽然鲍威尔表示不考虑单次加息75个BP，但近两月继续加息50个BP的可能性很大。而美联储货币紧缩的滞后，意味短期可能偏鹰。但美国快速加息后可能会影响经济增速，最终美联储或许会在较快的加息节奏后，同样以较快的速度结束本轮加息周期，相机抉择政策估计会使美联储在通胀压力减轻后仍然会实行比泰勒规则更宽松的货币政策。

◆**建议关注通胀相关产品**。在高通胀和逆全球化背景下，此轮加息可能会相对有利于资源禀赋较好国家，对资源短缺国家压力可能会更大。美国拥有大量的油气资源、是农产品主要出口国，受通胀影响相对小于资源短缺国家。而欧洲、日本等资源短缺国家受到的影响会更大。建议关注通胀相关投资机会，如资源品、消费品等。

◆**建议关注国内稳增长、稳价格的投资机会**。我国价格控制较好，通胀压力较小，疫情后货币政策早已实现正常化，货币政策工具箱较为丰富。在美元加息和疫情影响等背景下，中国要实现经济增长目标估计会加大财政等支持力度。建议关注基建、国内消费以及具有价格优势、产业链比较优势的投资机会。

相关研究报告

正文目录

1. 美联储货币政策与经济周期	4
1.1. 美联储的货币政策演变	4
1.2. 通胀、加息与资产配置选择	5
2. 从 20 世纪 70 年代的滞胀到沃尔克时期的通胀治理	7
2.1. 上世纪七十年代的“滞胀”	7
2.2. 沃尔克上任后的通胀治理	8
3. 泰勒规则后的美联储加息周期	10
3.1. 泰勒规则概述	10
3.2. 泰勒规则以来共经历 4 轮加息周期	11
3.2.1. 1994 年加息	11
3.2.2. 1999 年加息	12
3.2.3. 2004 年加息	13
3.2.4. 2015 年加息	14
4. 美联储本次加息的背景	16
4.1. 美联储货币政策框架的再一次调整	16
4.2. 现代货币理论的影响	16
4.2.1. 美联储史无前例的宽松政策	16
4.2.2. 疫情后多轮财政刺激	17
4.3. 经济复苏进入下半场	18
4.4. 失业率已位于低位	19
4.5. 通胀可能逐渐见顶	20
4.6. 货币政策收紧已滞后，全年可能前鹰后鸽	21
5. 结论与建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1 (美国短期利率和通胀情况，当前及市场预测)	6
图 2 (经济周期及相应最佳资产配置)	7
图 3 (美国上世纪 70 年代的滞胀)	8
图 4 (美国财政预算赤字及支出占 GDP 比重，%，%)	8
图 5 (美国贸易差额，亿美元)	8
图 6 (八十年代初期的美国通胀、失业率及联邦基金利率，%)	9
图 7 (美国贴现利率，%)	9
图 8 (美国 M1 同比，%)	9
图 9 (1990 年以来美联储每年加息或降息幅度，BP)	11
图 10 (1990 年以来 4 次加息周期)	11
图 11 (1994-1995 年加息周期美国 CPI 同比，%)	12
图 12 (1994-1995 年加息周期美国经济增速，%)	12
图 13 (1999-2000 年加息周期美国 CPI 同比，%)	13
图 14 (1994-1995 年加息周期美国经济增速，%)	13
图 15 (2004-2006 年加息周期美国 CPI 同比，%)	14
图 16 (2004-2006 年加息周期美国经济增速，%)	14
图 17 (2015-2018 年加息周期美国核心 PCE 同比，%)	15
图 18 (2015-2018 年加息周期美国经济增速，%)	15
图 19 (2015-2018 年加息周期美国失业率，%)	15

图 20	(2015-2018 年加息周期美联储总资产, 十亿美元)	15
图 21	(2019 年至今美国联邦基金目标利率, %)	17
图 22	(2019 年至今美联储资产负债表规模, 亿美元)	17
图 23	(美联储持有美国国债以及 MBS 规模, 亿美元)	17
图 24	(美国 M2 当月同比, %)	17
图 25	(美国联邦政府债务总额及占 GDP 比重)	18
图 26	(美国年末联邦债务法定限额, 十亿美元)	18
图 27	(美国政府财政赤字, 十亿美元)	18
图 28	(美国个人储蓄及人均可支配收入, 十亿美元)	18
图 29	(美国 GDP 不变价环比折年率及同比, %)	19
图 30	(美国 GDP 分项对环比的拉动率, %)	19
图 31	(美国 ISM 制造业 PMI 及新订单-库存差值)	19
图 32	(美国已开工新建私人住宅同比, %)	19
图 33	(美国失业率与劳动参与率, %, %)	20
图 34	(美国劳动力需求人数, 千人)	20
图 35	(美国就业人数, 千人)	20
图 36	(美国新增非农就业人数, 千人)	20
图 37	(美国 CPI 及核心 CPI 同比, %)	21
图 38	(美国 PCE 及核心 PCE 同比, %)	21
图 39	(美联储目标 PCE 通胀, %)	21
图 40	(美国薪资同比, %)	21
图 41	(美国联邦基金利率与泰勒规则测算的利率, %)	22

1. 美联储货币政策与经济周期

1.1. 美联储的货币政策演变

货币政策对于经济的健康运行至关重要，过度扩张的货币政策会导致通货膨胀，而紧缩的货币政策也会导致产出减少，经济萧条。美国《联邦储备法》明确美联储货币政策目标为“最大化就业、稳定的物价和合适的长期利率”。尽管法案列出了 3 个明确的货币政策目标，通常把美联储货币政策目标称为充分就业和稳定价格的“双重目标”（Dual mandate）。美联储控制货币政策的三种工具分别为公开市场操作、贴现率和存款准备金率。其中，联邦基金利率的目标区间是调整货币政策立场的主要手段，法定存款准备金率已经基本不使用。联邦基金利率是存款机构隔夜将美联储的余额借给其他存款机构的利率，其变化会影响其他短期利率、外汇汇率、长期利率、货币和信贷的数量，并最终影响一系列经济变量，包括就业、产出以及商品和服务的价格。

其中：公开市场购买导致联邦基金利率下跌，而公开市场出售导致联邦基金利率上升。大部分贴现利率的变动不会影响联邦基金利率。如果降低法定准备金率，会导致联邦基金利率的下跌。

美联储成立于 1913 年 12 月 23 日，当时伍德罗·威尔逊总统将《联邦储备法》签署为法律。美联储由位于华盛顿特区的中央独立政府机构、理事会和位于全国主要城市的 12 个区域联邦储备银行组成。如今，美联储制定国家的货币政策，监督和监管银行机构，维护金融体系的稳定，并为存款机构、美国政府和外国官方机构提供金融服务。美联储的货币政策经历了以下的演变过程：

- 早期以贴现率作为首要的政策工具。最早的《联邦储备法》没有规定美联储可以变动法定准备金率。指导原则是：只要贷款用于生产性用途，向银行体系提供用于发放这些贷款的准备金，就不会引发通货膨胀。
- 20 世纪的 20 年代初期，发现了公开市场操作。在 20 年代初的经济萧条后，贴现贷款的规模萎缩，而随着银行体系准备金的增加，银行贷款和存款出现了多倍的增加。
- 20 世纪 30 年代的法定准备金率作为政策工具。在 1935 年的《银行法》中，允许美联储可以不经总统同意就变动法定准备金率。
- 20 世纪 40 年代至 50 年代初，战争经费筹措和锁定利率，通过公开市场操作盯住低利率政策。
- 20 世纪 70 年代，货币总量指标。1970 年，阿瑟·伯恩斯当选美联储主席后，美联储宣称使用货币总量作为中介指标。
- 1979 年 10 月至 1982 年 10 月，保罗·沃尔克时期，美联储不再强调以联邦基金利率作为操作手段，并将指标区间扩大。
- 1982 年 10 月至 20 世纪 90 年代初期，不再强调货币总量。
- 20 世纪 90 年代初期之后，再次以联邦基金利率为指标。1994 年开始，泰勒规则成为美联储货币政策制定的理论依据。

以通货膨胀为货币政策指标依据，其具有易于被公众所理解、政策透明的优点；但是也存在信号迟滞、过于僵化、增加产出波动等缺点。美联储在历史上经历过多次加息周期，

每次加息的背景以及对于资产的影响也不尽相同。通过复盘历次加息的背景，与当前的经济形势对比，更有利于理解资产价格与基本面走势。

2020 年以来的新冠疫情对全球经济都造成了较大的冲击，美联储在疫情之后实行了长时间的宽松政策，促进了美国经济的恢复。但疫情长时间的反复，不断打破全球供应链恢复的进程，叠加巨额的财政补贴，带动了居民的消费需求增长，加剧了供需的错配，进而导致了通胀的大幅上升，进入 2022 年以后俄乌局势又再次推升了能源等产品的价格，进一步加剧了通胀的压力，控制通胀已成为当前美联储必须解决的问题。

2021 年 11 月的议息会议上，美联储宣布 Taper 正式开始，11 月和 12 月购债规模分别缩减至 700 亿美元国债+350 亿美元 MBS 和 600 亿美元国债+350 亿美元 MBS。在 12 月的议息会议上，宣布 Taper 从 2022 年 1 月开始加速，每月购债金额减少的幅度升至 200 亿美元国债+100 亿美元 MBS，进而在 3 月结束 Taper。

2022 年 3 月 16 日，美联储宣布将联邦基金目标利率上调 25 个 BP 至 0.25%-0.5% 区间，吹响了本轮加息开启的号角。5 月 4 日，美联储进一步将联邦基金目标利率上调至 0.75-1.0 区间%，本次加息为 2000 年 5 月以来首次单次加息 50 个 BP，在加快加息节奏的同时开启缩表。

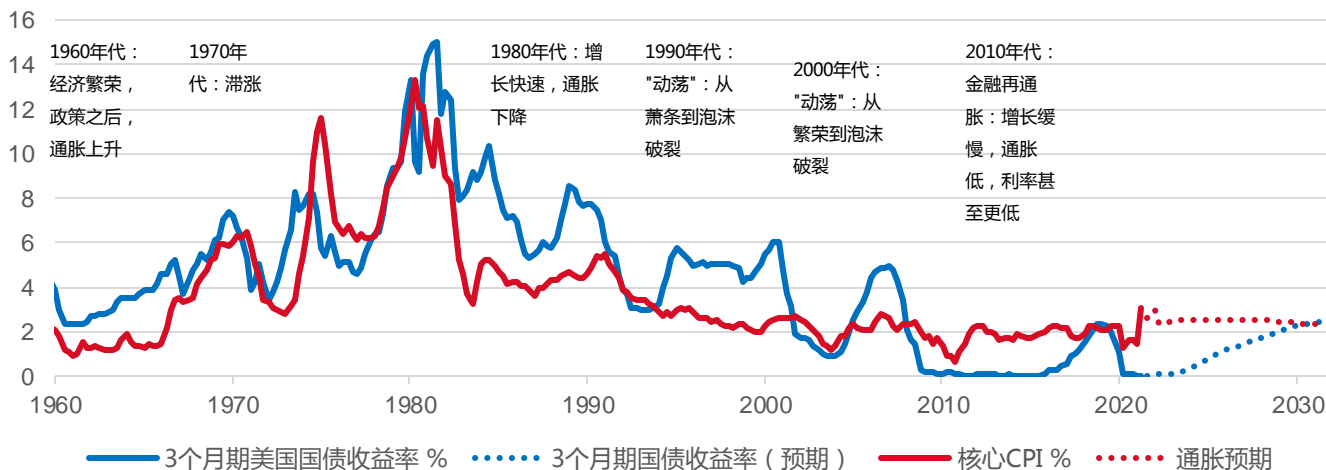
1.2. 通胀、加息与资产配置选择

货币主义学派，著名经济学家米尔顿·弗里德曼的一个著名论断：“无论何时何地，通货膨胀都是货币现象。”从 1983 年以来，全球总体上处于低通胀周期，其背后的原因，一是在贸易全球化背景下，经济在全球范围内专业化分工，为低通胀做出了贡献；二是美联储货币政策总体处于相对合理的水平，大部分时间没有过度宽松。

进入 2021 年以来，由于货币超发，带动总需求反弹；与此同时，新冠疫情的反复扰动以及上游产业链的投入不足，导致供给恢复节奏较慢，大宗商品价格快速上涨。而欧美的供应链瓶颈进一步加深了通胀的压力。此外，过剩的流动性也继续推高了资产价格，并将这些流动性留在金融系统内，持续造成影响。

美联储正在面临上世纪七十年代“滞涨”时代以来最难的选择。通胀预期的自我强化导致通胀率不断走高，而在加息已经落后于通胀以及经济的情况下，也就是经济已见顶回落的过程中加息，可能会导致美联储在平衡经济增长和通胀之间的难度加大，最终美联储或许会在较快的加息节奏中，同样以较快的速度结束本轮加息周期。

图 1 (美国短期利率和通胀情况, 当前及市场预测)



资料来源：桥水 2022 年全球展望，CBO，东海证券研究所

经济学家熊彼特以他的“创新理论”为基础，用创新解释社会的发展，把创新作为社会前进的动力，并对各种周期理论进行了综合分析后提出，目前通常的周期为：

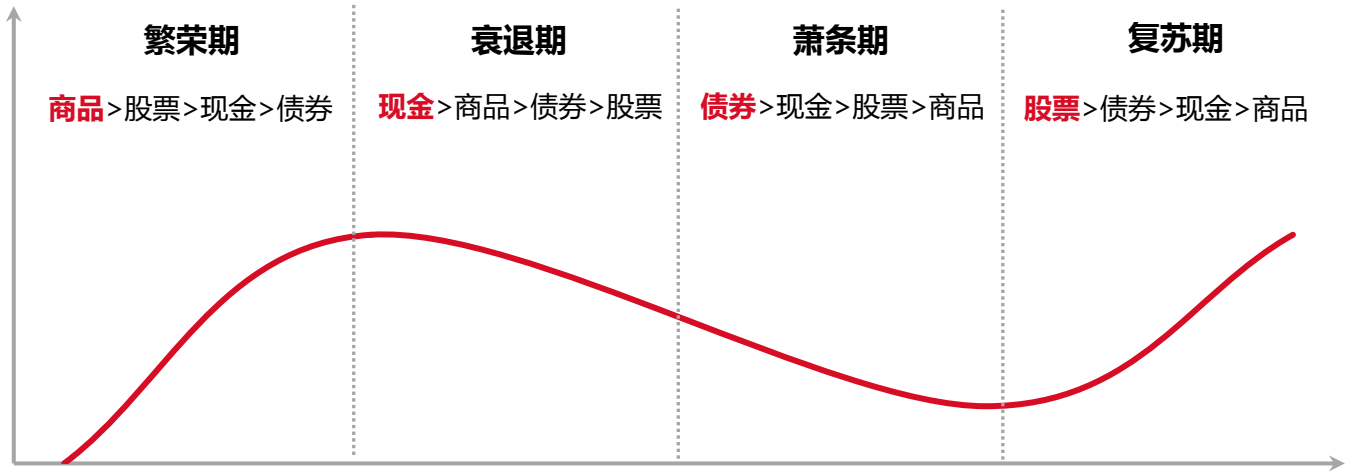
- 每一次存贷周期持续 4.5 年。
- 每一次资本性支出周期持续 9 年。
- 每一次完整的房地产周期会持续 18 年。
- 这些周期同步时表现出一个整齐的模式，即每个房地产周期中包含 4 个存贷周期和 2 个资本性支出周期。

通常将每个经济周期分为四个阶段：繁荣、衰退、萧条、复苏，分别对应的最佳资产配置为商品、现金、债券以及股票。

另外，从康波周期来看，经济存在 50-60 年的周期性波动，上世纪 60 年代、70 年代的经济情况对目前有一定的参考意义。

从当前所处的经济周期来看，美联储此次加息所面对的现状与以往 30-40 年有所不同。2020 年新冠疫情后美联储货币大放水，美国财政补贴带动居民消费增长。财政补贴导致居民储蓄明显增加，就业意愿下降导致劳动力缺口较大，薪资增长较快形成了自我强化的预期，劳动力市场强劲，失业率大幅下降。目前，通货膨胀率仍然居高不下，反映了与疫情相关的供需失衡，能源价格上涨以及传导导致了更为广泛的价格压力。

图2 (经济周期及相应最佳资产配置)



资料来源：东海证券研究所

2. 从 20 世纪 70 年代的滞胀到沃尔克时期的通胀治理

2.1. 上世纪七十年代的“滞胀”

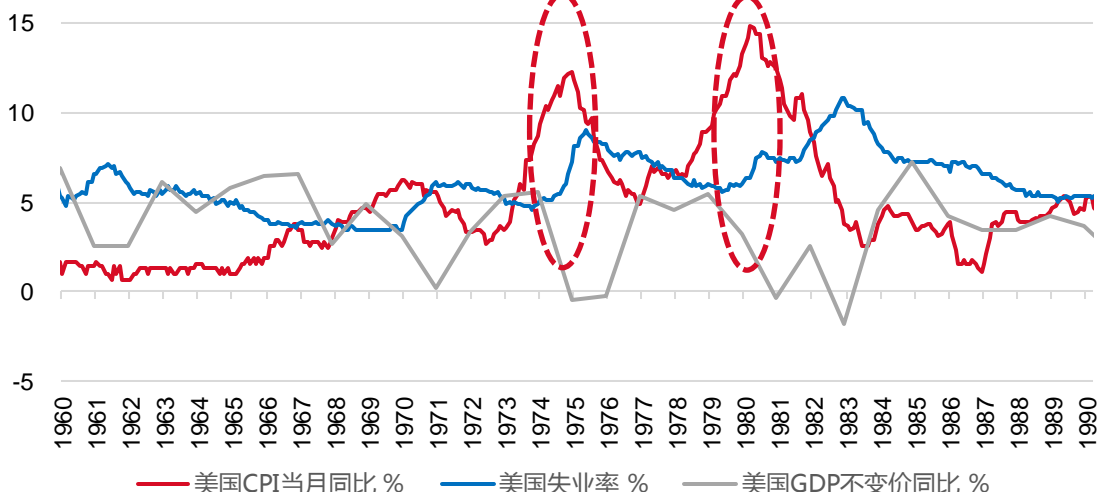
美国经济大衰退后，凯恩斯主义占据美国经济理论的主导地位。凯恩斯否定了“供给自行创造需求”的传统理论基础，他认为在通常情况下，有效需求总是不足的，根源在于边际消费倾向递减、资本边际效率递减以及流动偏好影响。市场机制无法解决由这些原因导致的有效需求不足问题，所以无法使经济自动达到充分就业时的均衡状态。也就是说由于有效需求总是不足，那么社会上总会存在“非自愿失业”。所以，凯恩斯主义理论的政策含义就是通过政府干预措施来扩大有效需求。他主张赤字财政，扩大政府的支出，用以增加国家投资以及国家消费。二战后至上世纪七十年代初，凯恩斯主义与美国经济的崛起有密不可分的关系；同时，在凯恩斯主义主导下，为了保持经济高速增长，六十年代、七十年代过度宽松的货币政策也造成了通胀的失控和滞胀的形成。

滞胀下的七十年代。二战后美国奉行凯恩斯主义带来了经济的长期繁荣，以扩张性的财政政策和货币政策作为刺激经济的主要手段。美国财政预算赤字占 GDP 比重由 1950 年的 1.1% 升至 1976 年的 4.1%，财政预算支出占 GDP 比重同期由 15.3% 升至 20.8%。期间，货币政策总体宽松过度，经测算联邦基金利率经常远高于泰勒规则的理论值，M2 增速高点 13.81%。在布雷顿森林体系解体后的七十年代里，美国生产效率此时仍未出现明显的进步，新旧经济正处于交替之时，实体经济没有出现新的增长点，扩张性的财政政策反而进一步推升了通胀，菲利普斯曲线失灵，叠加两次中东石油危机的影响，期间又出现了粮食的短缺现象，综合导致了高通胀和高失业率“双高”的滞胀现象的出现，凯恩斯主义失灵。

进入七十年代的滞胀阶段后，美国经济增速中枢出现了明显的下滑。1950-1969 年期间美国 GDP 不变价同比增速均值为 4.39%，而在 1970-1980 年期间平均增速降至了 2.92%，经济政策多变以及抗通胀的失败，导致期间平均每 3 年左右就有一次衰退。

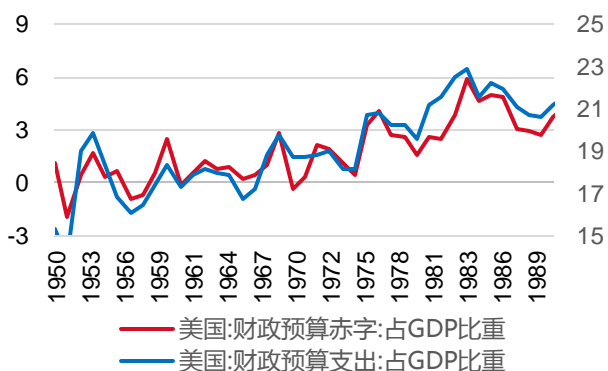
美国 CPI 同比在 1974 年 12 月一度升至 12.3% 的高位，此后有所回落，但随后又开始上升，在沃尔克上任之时，美国 CPI 同比接近 12%。失业率略滞后于 CPI，1975 年 5 月时达到 9.0% 的高位，回落之后再次上升。

图3 (美国上世纪70年代的滞胀)



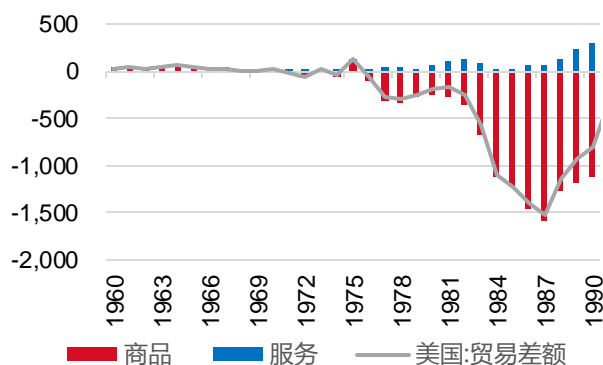
资料来源：美国劳工部，美国经济分析局，东海证券研究所

图4 (美国财政预算赤字及支出占GDP比重, %, %)



资料来源：白宫行政管理和预算局，东海证券研究所

图5 (美国贸易差额, 亿美元)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

2.2. 沃尔克上任后的通胀治理

货币紧缩治理通胀。沃尔克于1979年8月就任美联储主席，上任之后最重要的任务就是抑制长期偏高的通胀。在他上任的第二天，联储就将利率上调至14%。在沃尔克上任

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_41157



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn