

证券研究报告 · 宏观深度

美联储加息轮回考

宏观经济

美联储近日不断放出紧缩信号，先是发布4月会议纪要，表示6月或将加息。随后，纽约联储发布公告称将要进行缩表。美元随之反弹上涨，金油等大宗商品承压下跌。一夜之间，美联储6月、7月加息成为焦点，加息概率急剧攀升，美联储官员近期也频频放出鹰派讲话。自从美联储去年12月第一次加息以来，美联储的鸽鹰态度交错，之前的市场对美国加息预测一度跌入了谷底，这次美联储接连放出两剂猛药，但却没有实质性的动作，也仅是意在提高市场预期。美联储紧缩之路如何走，只能拭目以待。纵观美国近几次的紧缩周期，或许能得到关于美联储本轮紧缩周期的启发。

美联储自1983年以来，共进行了五轮明显加息紧缩周期，分别开始于1983年3月、1988年3月、1994年2月、1999年6月和2004年6月，在1997年曾出现过一次昙花一现的加息动作。从加息周期来看，除1997年加息因为亚洲经济危机爆发而终止，其余加息周期平均为18个月，2004年的加息周期则长达2年半。因此，本轮加息周期必将是个漫长的过程。

相比美国历史上的几次紧缩周期，本轮加息周期的起点最低，过快地从利率地板起飞将会十分危险。欧洲央行曾在2011年两次提高了它的主要利率，但是，很快就被迫做出了下调，最终实行了负利率政策。无独有偶，在瑞典央行被迫实行负利率之前，该国的利率也曾被从0.25%提高到了2%。日本、加拿大和以色列央行都有过同样的反转经历。由此可见，本轮加息幅度和频率必定是平缓的。

历史上的几轮紧缩周期的效果也不尽相同，其主要原因也在于全球经济周期是否同步。1999年美国全面繁荣，但欧日发达经济正缓慢走出亚洲经济危机的阴影，复苏动能偏弱，大量资本流入美国。相反，2004年全球经济增长周期与美国高度同步，美联储的货币紧缩反而意味着全球经济周期增长动能强劲，投资者风险偏好大幅上升，资本持续流入高风险的新兴市场风险资产。目前，美国经济复苏进程远超其他国家，欧日央行还在施行负利率促进经济增长，美元的加息将进一步扩大利差，或使其他国家资本大量流出，给脆弱的世界经济雪上加霜。

从目前情况来看，美联储本轮紧缩周期存在利率起点低、经济复苏进程超前等特点，同时，美联储主席耶伦不断放出鸽派言论，对美国经济前景持谨慎态度，加息时间表不断延后，因此我们认为本轮的加息将会是一个漫长而缓慢的过程。

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

执业证书编号：S1440510120015

研究助理徐鹏

xupeng@csc.com.cn

010-85130749

发布日期：2016年5月27日



目录

一、历史上的加息紧缩周期	1
1.1 经济复苏初期的第一轮加息	1
1.1.1 美元持续走强	1
1.1.2 美股震荡上升	2
1.2 通胀抬头后的第二轮加息	2
1.2.1 美元震荡走强	2
1.2.2 美股震荡走强	3
1.3 通胀恐慌下的第三轮加息	3
1.3.1 美元震荡下降	3
1.3.2 美股大幅震荡	4
1.4 昙花一现的加息	4
1.5 互联网泡沫下的第四轮加息	5
1.5.1 美元反弹走强	5
1.5.2 美股泡沫破灭	5
1.6 房市泡沫下的第五轮加息	6
1.6.1 美元持续疲软	6
1.6.2 美股 U 型趋势	6
二、历史的相同与不同	7
2.1 首次加息的共同因素	7
2.2 加息周期的不同	8
2.2.1 加息步伐差异	9
2.2.1 加息起点不同	9
三、美联储加息的未来之路	11
3.1 紧缩周期长而缓慢	11
3.1.1 利率地板起飞风险大	11
3.1.1 美联储难避政治影响	11
3.2 美联储或慎用缩表方法实行紧缩政策	12
3.2.1 纽约联储率先“亮剑”	12
3.2.2 历史缩表重现	13
3.3 复苏超前或支持美元走强，但困难重重	13
3.4 美股短期震荡下跌，长期企稳	14



图表目录

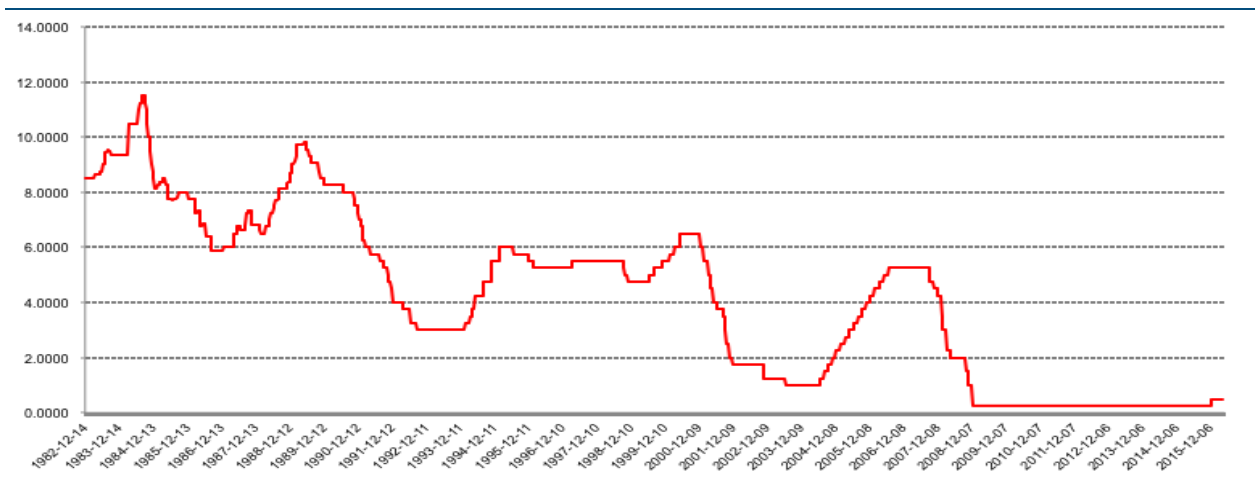
图 1: 美国联邦基金目标利率	1
图 2: 1983 年加息后美元指数的变化	2
图 3: 1983 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数.....	2
图 4: 1988 年加息后美元指数的变化	3
图 5: 1988 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数.....	3
图 6: 1994 年加息后美元指数的变化	4
图 7: 1994 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数.....	4
图 8: 1999 年加息后美元指数的变化	6
图 9: 1999 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数.....	6
图 10: 2004 年加息后美元指数	7
图 11: 2004 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数.....	7
图 12: 美债长短期利差持续下降	8
图 13: 美国长债走势先于加息政策	8
图 14: 美国紧缩周期联邦基准利率（起始年）	9
图 15: 美国 CPI（1978-2016）	9
图 16: 日本央行政策目标利率反转	10
图 17: 欧洲央行隔夜存款利率反转	10
表 1: 美联储紧缩周期时长及加息幅度	11



一、历史上的加息紧缩周期

美联储自 1982 年以来，共进行了五轮明显加息紧缩周期，分别开始于 1983 年 3 月、1988 年 3 月、1994 年 2 月、1999 年 6 月、2004 年 6 月，在 1997 年曾出现过一次昙花一现的加息动作。除了因为 1997 年的加息因为亚洲经济危机的爆发而终止，其他几次的加息周期平均为 18 个月，2004 年的加息周期更是长达 2 年半之久。历史车轮周而复始，加息轮回中的美联储每次都面临着很多相同，但又各具特点的情况。纵观美联储加息历史，或许能到的本轮美联储紧缩周期的启示。

图 1：美国联邦基金目标利率



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

1.1 经济复苏初期的第一轮加息

1981 年美国的通货膨胀率已达 13.5%，距离超级通胀只有一步之遥。当时美联储在经济复苏初期就启动加息的最主要原因一是高通胀，二是当时美国经济政策转向刺激供给、鼓励储蓄的里根主义，供给学派占据主流。此轮加息之后，美国核心通胀率快速下降，通胀率从 1981 年的超过 13% 降至 1983 年的低于 4%；失业率从 10% 以上的高位降至 1984 年的 7.2%。

1.1.1 美元持续走强

布雷顿森林体系瓦解后，伴随美国经济危机和西欧国家大量抛售美元，美元快速贬值。世界经济进入“滞胀”阶段。为摆脱滞胀，美联储在 1980 年年底将联邦基金利率升至 20%。由此开启了美元 20 世纪 80 年代后第一次大幅的上涨，美国经济恢复增长。里根总统上台后，推行稳定货币供应量，减轻税负，缩减开支，减少政府干预等

四项经济恢复措施。美国经济在 1982 年开始结束衰退并开始快速增长, GDP 增速在 1984 年年底创下 7.30% 的高位, 支撑美元上涨持续走强。

1.1.2 美股震荡上升

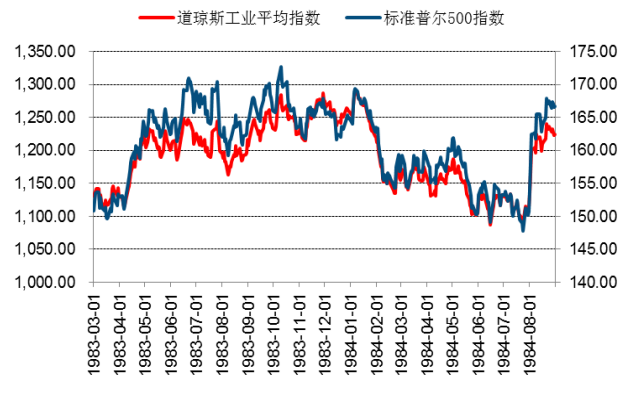
1983 年加息后美股呈现震荡性上升, 1983 年美国处于高速增长时代, 加息虽然抑制了极高的通货膨胀率, 但并未抑制经济高速增长的势头。一般而言, 加息收紧了市场流动性, 对股市是利空, 但加息不会使故事大幅下跌。相反, 加息代表着经济现状良好, 加息后不断改善的公司基本面及不断改善的经济状况, 使股票继续上升。美股在 1983 年 7 月出现断期下跌, 随后又震荡上升。

图 2: 1983 年加息后美元指数的变化



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3: 1983 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

1.2 通胀抬头后的第二轮加息

1987 年股市崩盘导致美联储紧急采取政策, 降息救市。到 1988 年 Q1, 宽松货币政策开始取得效果, 经济增长企稳, 通胀风险抬头, 核心通胀率一度升至 4.7%。为控制通胀, 及对冲此前注入的大量流动性, 美联储重启加息, 利率在 1989 最终升至 9.75%。此轮紧缩使经济增长放缓, 随后的油价上涨和 1990 年 8 月份开始的第一次海湾战争相关不确定性严重影响了经济活动, 使货币政策转向宽松。

1.2.1 美元震荡走强

1988 年前后, 美联储分别实施了两轮加息周期。这次加息是股灾之后的首次加息, 由于救市及时、股市下跌对经济影响不大, 通胀继续上扬。受加息政策影响, 美国与其他国家的息差不断扩大与收窄, 同时经济也在波动中稳定增长, 美元指数受经济与利率政策影响不断震荡调整。但从图中来看, 加息之后美元长期走势仍是在震荡中不断走强。



1.2.2 美股震荡走强

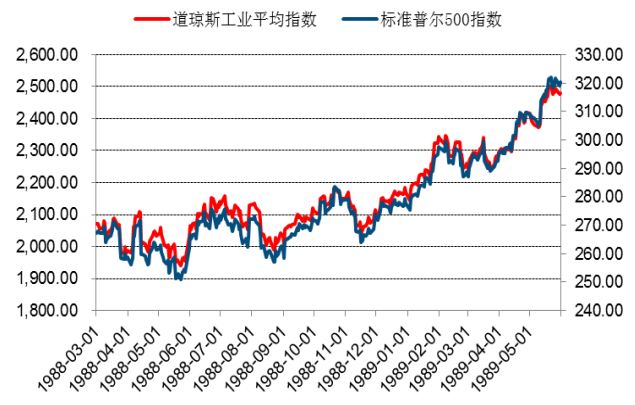
1988年至1989年期间，美股一直在震荡中走强。加息并没有导致股票大幅下跌。由于经历了1987年股灾，股灾严重打击了投资者的信心，原本大量股票价值被低估，加上美联储及时救市，股票上涨在情理之中，加息是经济回暖的表现，在某种意义上增加了投资者的信心。

图 4：1988 年加息后美元指数变化的变化



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 5：1988 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯工业平均指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

1.3 通胀恐慌下的第三轮加息

美国经历过 1990—1991 年经济衰退之后，经济增速回升，但失业率持高不下，市场的低通胀表现迫使美联储连续降息至 3%。至到 1994 年，美国经济复苏增快，十年期债券收益率从 5% 升至 8%，为了控制过快的通货膨胀，美联储从 1994 年 2 月开始加息周期，在这个紧缩周期内利率爬升 300 个基点至 6%。

1.3.1 美元震荡下降

随着美联储 2 月开始加息，美元指数却在 6 个月内暴跌 10%，直至年底美元指数企稳时，跌幅已达 17%。除了当时德国和日本的宽松货币政策的影响，美元被抛售的主要原因在于格林斯潘的紧缩政策致无法提升长端利率，使债券市场受到冲击、美元需求急剧降低。更加平坦的美国债券收益率曲线鼓励投资者寻求更高的海外回报，因此大笔资金流入亚洲新兴市场，例如加息初期拉美新兴市场国家资本总流入从 1158 亿美元回落到 643 亿美元，但这次资本流入下降很快在 1996 年恢复，并没有出现持续的资本外流。这种情况直到 1997 年爆发亚洲金融危机才戛然而止。尽管 1994 年美联储七次加息，也没能挽回美元与世界主要货币 5%—15% 的跌幅损失。到 1995 年为止，除了兑英镑、日元和澳元以外，美元兑所有主要货币都有不同程度的损失。这次加息后美元长期走势为震荡下降，与之前两次加息的结果大相径庭。



1.3.2 美股大幅震荡

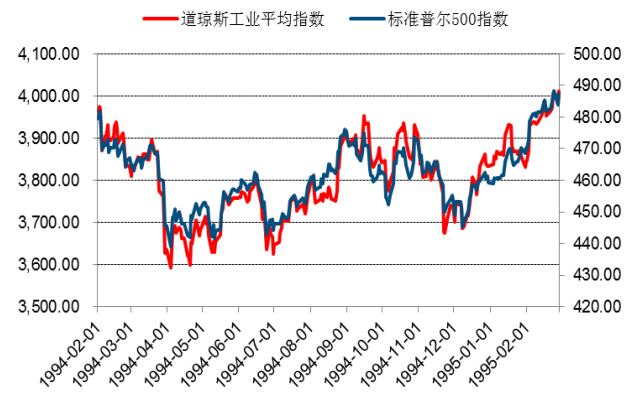
此次加息后美股呈现较大幅度震荡现象，1994年2月之前，美国实行了较长时间量化宽松政策，此次加息对投资者的信心造成了冲击，因为此前美国从1989年开始实行量化宽松政策，已经持续了近5年，投资者没有意料美联储会在1994年加息。股票呈现了大幅震荡，大部分投资者抱着观望及忐忑的态度对待股票市场，这是美股震荡的主要原因。另一方面，加息增加了债务成本，投资者不得不放弃需要大量资金的项目，银行放款也更加谨慎。再加上高科技产业及对冲基金对股市的影响。造成了股市在1994年动荡。动荡过后，美股呈现长期上涨势头，美国经济增长势头强劲。

图 6：1994 年加息后美元指数变化的变化



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 7：1994 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

1.4 昙花一现的加息

1997年3月的首次加息是美联储防范性紧缩政策的一个好例子。消费者和企业消费数据强劲，劳动力市场紧缺，促使美联储在出现任何明显的通胀加速迹象前艰难推出防范性紧缩政策。而当前经济环境下，需求数据令人失望，劳动力市场疲软的争议颇多，美联储有可能通过加息来防范通胀，但是作出这个决策将更艰难。

然而美联储于1997年3月也进行了一次加息，但这之后美联储并未有第二次加息，而是将利率维持了一年半的时间后开始降息。那么，为什么美联储1997年的加息会昙花一现，其对于今天的美联储有何借鉴？也许这里会联想到1997年的亚洲金融危机。然而，鉴于美联储一向在货币政策制定上具有“内视性”，我们并不认为美国以外的区域性金融危机可以左右其货币政策；而从美联储的双重使命来看，我们认为致使其1997年未能连续加息的决定性因素，在于美元升值的反通胀效应。在美联储1997年3月加息后，尽管美国经济复苏良好，但OECD的领先指标显示全球经济的复苏开始反转，并很快跌破长期趋势；美元因而出现持续大幅升值并带动通胀快速下行。



鉴于美元升值产生了类似于加息的紧缩效果,美联储显然没有必要进一步加息。

1.5 互联网泡沫下的第四轮加息

1997年,美联储将利率下调75个基点以应对亚洲金融危机,直至1999年互联网热潮令IT投资增长,GDP强劲增长,失业率降至4%,经济出现过热倾向,美联储开始了1999年至2000年的紧缩周期内,将利率从4.75%经过6次上调175个基点至6.5%。

2000年互联网泡沫和纳斯达克泡沫破灭之后,美国经济再次陷入衰退,连续加息伤害了经济和股市的繁荣,911事件的余波更令态势雪上加霜,美联储停止了加息的进程,并于次年年初开始了连续大幅降息的进程。

1.5.1 美元反弹走强

本次加息周期对美元起到了积极作用,其主要原因主要有三点:一是相对与1990年的3%和2004年的1%的起始利率,本次加息周期起点较高约为5%,加息所带来的经济波动较小。二是由于欧洲央行成立后两年的不稳定期间,使得克林顿政府“强势美元”政策顺利推进。三是美元和欧元的利差稳定和巩固了美元的需求。格林斯潘的低通胀、高增长的新经济模式使美股成为世界金融的焦点,美国IT科技类股票更是成为了世界资本的吸铁石。从图中可以看出,加息后,美元短期内有小幅上扬趋势,在1999年年底触底后反弹,随后一直走强。

1.5.2 美股泡沫破灭

1998年7月至10月期间,美国股市暴跌33%,决策者在恐慌之中推出了没有必要的量化宽松政策,此后宽松的投资环境推动了暴力短期的股市增长(泡沫),1999年美联储加息后美国股市震荡,并在2000年泡沫破裂。美联储加息是促进泡沫破裂的原因之一。美联储本意是使过热的经济软着陆,然而较大的互联网泡沫使加息没有产生预期的效果。

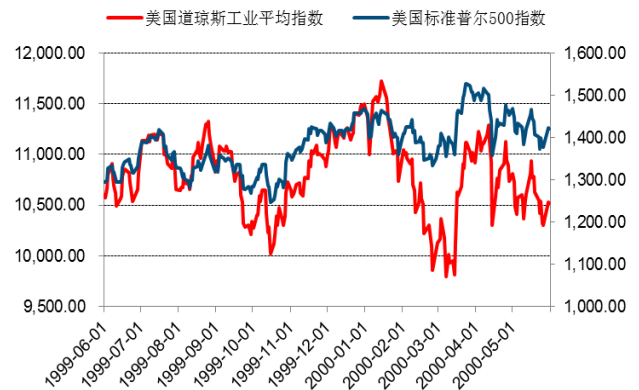


图 8：1999 年加息后美元指数的变化



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 9：1999 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

1.6 房市泡沫下的第五轮加息

股市泡沫后美联储利率的大幅下降刺激了美国的房地产泡沫，2003 年下半年经济强劲复苏，需求快速上升拉动通胀和核心通胀抬头，2004 年 6 月美联储开始收紧政策，利率从 1% 连续 17 次提高 425 个基点至 5.25%，这也是目前美国最长的一次紧缩周期。

1.6.1 美元持续疲软

但是 2004 年加息 125 个基点并没有改变美元在时间货币市场上的疲软状况，由于 2 年的经济熊市，美元市场饱受财政赤字之苦。随着全球经济的复苏，新兴市场经济增长周期与美国高度同步，经济基本面健康，在这种情况下，美联储的货币紧缩反而意味着全球经济周期增长动能强劲，投资者风险偏好大幅上升，资本持续流入高风险的新兴市场风险资产，并没有出现 1999 年加息周期中美元一路高涨的现象。在美联储连续加息之后，美国房地产泡沫被刺破，成为 2008 年金融危机的导火索，美联储推出史无前例的宽松政策。

1.6.2 美股 U 型趋势

美国经历了近 2 年的股票熊市后，经济复苏，高科技产业，及传统产业的恢复，及全球经济的复苏，增加了投资者对投资市场的信心，虽然美股 2004 年度加息后表现了明显的下行趋势，但美联储加息并没有打击股票市场，反而成为投资者认为经济势头良好的现象，随着加息预期的消化，股指又会震荡上升，呈现长期 U 型趋势。

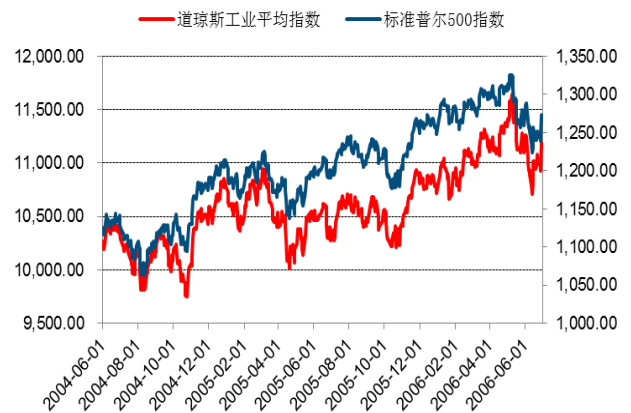


图 10：2004 年加息后美元指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 11：2004 年加息后的标准普尔 500 指数与道琼斯指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

二、历史的相同与不同

2.1 首次加息的共同因素

这五个周期首次加息的影响因素有一些共同点。首先，防范通胀是美联储开启加息周期的普遍意图，毕竟通胀是货币政策的核心目标变量之一。美国在 1980 年经历过两位数的通货膨胀，时任美联储主席沃克曾使用极端的加息政策控制了这次通胀，但同时造成了预料之中的经济衰退和高失业率，直接葬送了卡特的总统连任之路。因此，以后的历任美国总统和美联储主席对通胀十分敏感，在通胀抬头之时便及时控制。

其次，美联储加息倾向于微调，尤其是在利率长期维持不变后。“格林斯潘之谜”一直影响着美国资本市场，在其任期之内的加息周期，基准利率的提高只提升了短期利率，长短利率几乎没有反应，扭曲了收益率曲线，这种收益率曲线的平坦化或引起金融市场的长期动荡。从数据上来看，美国长短期债券利差在美联储加息预期和实质的作用下持续下降，所以美联储除了在本轮加息周期的后续加息时间选择和加息幅度上都将会十分谨慎之外，美联储还提出了“缩表”政策，意在通过缩表来提升长端利率，实现收益率曲线的平行上移。



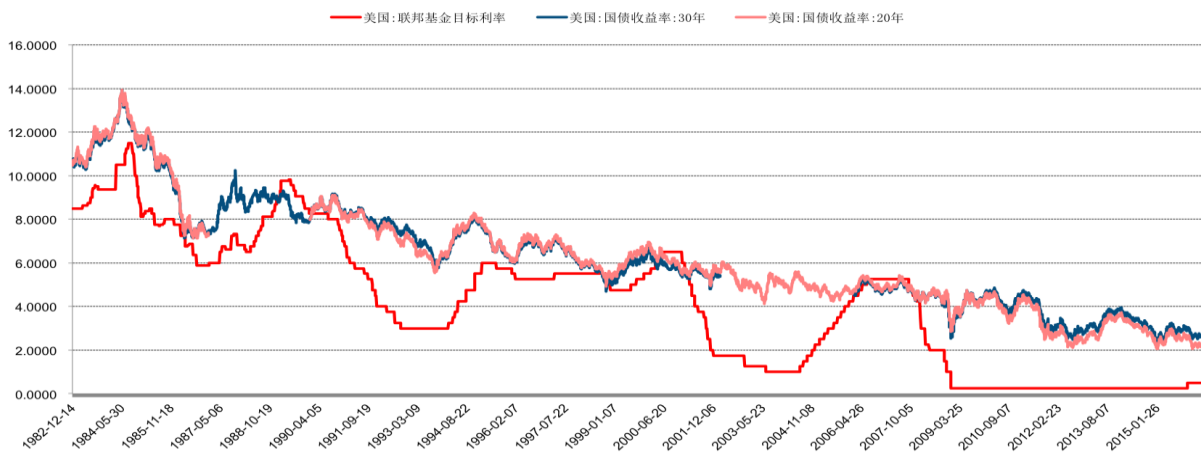
图 12: 美债长短期利差持续下降



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

第三是加息周期开启后, 往往表现为连续加息, 希望向民众明确传达紧缩信息。在过去 30 年的 5 轮加息周期中, 平均每轮上调利率次数为 9 次。加息次数和幅度最小的是 1999-2000 年, 加息 6 次, 基准利率上调 175bp; 加息次数和幅度最大的是 2004-2006 年, 加息 17 次, 基准利率上调 425bp。长债利率在加息预期开始升温 and 加息初期调整幅度最大, 对紧缩政策敏感度更高; 但在加息后期, 利率上行到高位后, 市场关注焦点将过度到加息周期结束预期、增长下行和通胀溢价下降等基本面因素, 将带动长期国债领先回落, 政策利率的下调确认相对滞后。从历史上 5 轮加息周期对债市影响看, 加息的冲击影响在弱化。长债利率的上行对于基准利率提高的敏感性有所下降, 基本面中长期走势的定价影响正在增大。

图 13: 美国长债走势先于加息政策



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2.2 加息周期的不同

市场和投资者所担心的不仅仅是美联储何时开始加息周期, 同样重要的还有紧缩周期的长度、加息幅度和

频率，即美联储需要将政策收紧到何种程度以及这种收紧会持续多长的时间，近 5 次的紧缩周期在周期市场和加息幅度都有所差异，紧缩政策的效果也不尽相同。

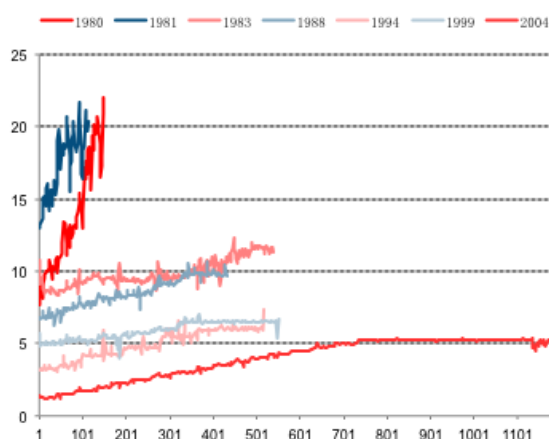
2.2.1 加息步伐差异

自 1983 年以来，美国总共有 5 个明显收紧周期，它们的平均持续时间为 15 个月。与 1980 和 1981 年的加息周期相比，具有幅度小、频率慢的特点，其主要是因为近十年的美国通货膨胀增长比较温和。

同时，美联储为现政府服务的倾向性日益明显。1980 年和 1981 年的最快的加息全都放生在美国总统卡特的任期内，急剧的加息致使美国的经济衰退、失业率增加，这直接导致卡特总统在 1980 年连任竞选中失败。自 1981 年之后，美联储的 5 个加息周期都十分平缓，其中有四次处于选举周期，这些加息都在选举日以前停止，选举日过后也没再重启。由此可见，美国大选对美联储的加息步伐有着显著的影响。

本轮加息周期又正值美国大选年，耶伦作为奥巴马任命的美联储主席，此次紧缩周期在竞选期间必将有三方面的政治考虑：首先是控制通货膨胀在一定的水平，急剧的通货膨胀的风险和预期将会导致生活成本的升高，目前美国 CPI 不足 2%，并且世界经济疲软，美联储控制通货膨胀的压力并不大；其次是保证失业率维持在一个稳定的水平，至少不能出现明显的升高，失业率升高会引起民众对民主党反感和抱怨；第三是维持金融市场稳定，避免出现大的经济动荡，以防出现共和党候选人特朗普所宣称的“美国经济有巨大的泡沫风险”的迹象。

图 14：美国紧缩周期联邦基准利率（起始年）



数据来源：Federal Reserve，中信建投证券研究发展部

图 15：美国 CPI（1978-2016）



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

2.2.1 加息起点不同

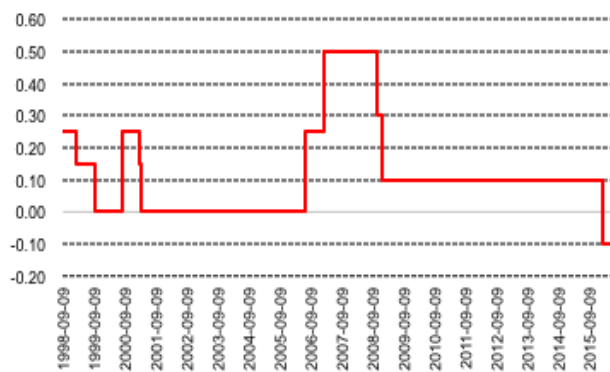


央行往往会在经济快速增长和通胀压力开始显现的时候推高利率，但是加息影响往往与起点利率有关。从美联储近几次的加息周期看，首次加息都为 25 个基点，但是加息起点越低，加息所产生的经济波动越大，如果加息步伐太快，经济体可能会陷入衰退。

例如 1994 年的紧缩周期，为了帮助仍处于从上世纪 80 年代末期的存贷危机中复苏的金融机构，美联储曾经把利率维持在低位很长一段时间，因此 1994 年的加息起点是 3%，也是除 2004 年 1% 以外最低起点。当它最终开始加息时，收缩的步伐似乎曾让许多投资者措手不及，尤其是对于投资抵押担保债券的投资者，结果造成对冲基金公司——阿斯肯资本 (Askin Capital) 的破产。

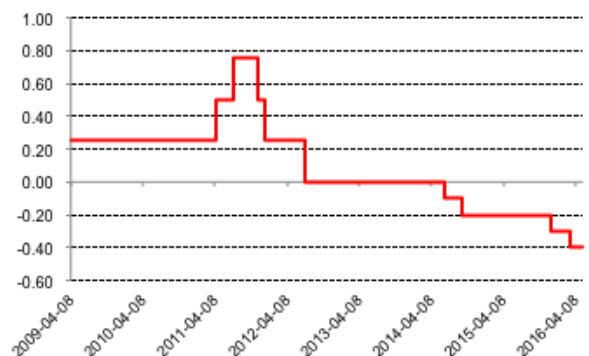
历史上也不乏其他国家的例子，日本是第一个将利率降至 0（触及“零利率下限”）的国家，而且是第一个遭遇通缩压力和人口老龄化问题的国家。2000 年 8 月，日本央行在物价仍在下跌的情况下将利率升高，仅两个月后，本国经济衰退开始。2006 年的第二次加息的尝试也不得不在两年后被反转。无独有偶，欧洲央行曾在 2011 年两次提高了它的主要利率，但是，很快就被迫做出了下调，而且自那以后加大了降息的力度，直至被迫实行了负利率政策。

图 16：日本央行政策目标利率反转



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图 17：欧洲央行隔夜存款利率反转



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

美联储本轮紧缩周期的起点是历史最低点为 0.25%，加息步伐过快必定会造成经济的剧烈波动，甚至经济倒退。美联储主席耶伦也曾在去年 3 月表示，“从日本过去 20 年和瑞典近期的经验表明，在均衡实际利率处于低位的时候开始紧缩周期或将面临巨大的经济成本，这将延缓中央银行实现价格稳定的目标。”



表 1：美联储紧缩周期时长及加息幅度

起始基金目标利率 (%)	首次加息		紧缩周期		加息次数	最终基金目标利率 (%)
	日期	幅度 (bps)	时长 (月)	幅度 (bps)		
8.50	1983/03/31	12.5	18	300	10	11.50
6.50	1988/03/30	25	15	330	16	9.80
3.00	1994/02/04	25	17	300	7	6.00
5.25	1997/03/25	25	6	25	1	5.50
4.75	1999/06/30	25	18	175	6	6.50
1.00	2004/06/30	25	27	425	17	5.25

数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

三、美联储加息的未来之路

美国自去年 12 月第一次加息以来，不断放出紧缩信号，大家普遍认为美国已经进入新一轮的紧缩周期，但第二次加息时间表却迟迟不能出台，纵观美国自 1983 年以来的 5 次明显紧缩周期，可以看出美国加息时间表除了受到国内经济复苏速度、加息起点、全球经济复苏同步度等经济环境影响外，还收到美国大选的政治影响。但无限期的拖延加息时间，美联储将会失去市场信誉，并增加公众对其失去经济掌控的担忧。因此，我们认为本轮紧缩周期将会漫长而缓慢，特别是在美国大选日之前的加息将会十分谨慎。

3.1 紧缩周期长而缓慢

3.1.1 利率地板起飞风险大

美国目前的经济形势主要有经济复苏步伐超前、加息起点低等特点。由于本轮加息起点为历史最低点接近于 0，美联储有足够的余地通过加息来应对通胀飙升，却无法再次压低利率的方式来应对经济衰退的威胁，而加息紧缩的幅度太大或者频率过高都会带来很高的经济衰退的风险；另一方面，自 2010 年以来，尽管有美联储长期的自零利率和 3.8 万亿美元资产购买的双重刺激，美国 GDP 年化增长率却一直维持在 2% 左右。强势美元和新兴市场的疲软会把压力堆积在美国经济身上。同时，美联储的收缩与其他地区，尤其是欧元区、日本和中国的宽松货币政策之间的背离，意味着美元或将进一步走强。因此，从经济环境的角度分析，为了防止紧缩政策给国内经济带来的冲击，美联储将会走上缓慢的加息之路。

3.1.1 美联储难避政治影响

2016 年美国大选也已进入白热化阶段，游走在美国政治边缘的美联储政策选择上也必将受到美国大选的影响。反观历史，1980 年大选年的紧缩周期造成美国经济衰退，失业率升高，直接导致卡特总统的连任失利，此后的 5



次紧缩周期中有 4 次在大选期间，但都止于大选之日前。本次加息周期始于去年 12 月，本轮加息终止于大选之日前的可能性较低，这也将是自 1980 年紧缩周期之后，再一次跨大选日的紧缩周期，因此美联储对于本次加息，特别是大选之日前的加息将十分谨慎。在全球经济疲软、美国通胀压力不大的经济环境下，为了稳定大选期间的失业率和减少经济波动，美联储也必须选择缓慢加息之路。

3.2 美联储或慎用缩表方法实行紧缩政策

本轮紧缩周期的一个亮点就是美联储的“缩表”政策。缩表是美联储通过抛售美国国债及其他债券来收缩资产负债表进而实现紧缩政策的一种手段。美联储在实行了长时间的量化宽松政策后，加息会对利率敏感型的资产（如垃圾债）造成剧烈冲击。退出量化宽松政策以来，垃圾债价格明显下跌。加息不仅容易造成企业违约风险上升，还会造成创业型企业融资困难，不利于美国经济复苏。从 2016 年数据来看，美国第一季度 GDP 增长率仅为 0.5%，创 2014 年以来最低，美国经济复苏仍然面临着严峻挑战。加息有诸多负面影响：首先，加息导致美元走强，美元走强不利于美国产品的出口，并对美国能源产业造成冲击。其次，美国加息一直都受到“格林斯潘之谜”的影响，加息会导致收益曲线平坦化，对于金融市场长期配置非常不利，并且造成金融市场动荡，而缩表会提升长端债券利率，使收益曲线平行上移。

相比而言，缩表有其很多加息所不具有的优点：首先，缩表有助于重塑美元信誉，QE 期间，美联储通过购买 MBS 发行美元，造成了美元流动性泛滥，并损害美元信誉，美元正受到其他货币的挑战。其次，缩表可以向全球提供美元优质资产，在仍在实行负利率政策的日本，由于缺乏优质海外规避资产，使得日元不降反升。缩表有助于缓和美国及其盟国之间的关系。再次，缩表有助于使宽松政策带来的大量低成本资金流入实体产业，避免资金在股市和房地产上泛滥，进而防止房地产及股市泡沫。

虽然“缩表”有很多优势，然而缩表也有诸多负面影响，最主要的两点：一是美联储出售 MBS 势必会使的房贷利率上升，导致房价下跌，而房地产产业是美国经济复苏重要动力。另一方面，缩表市场沟通效率较低，并且缩表过程较为漫长，相比于加息，缩表产生的影响难以预测。

3.2.1 纽约联储率先“亮剑”

美联储近日发布 4 月份会议纪要和纽约联储发布公告，主要向公众传达两个紧缩信号，一是 6 月份将会加息，二是美联储将在 5 月 25 日与 6 月 1 日尝试缩表。美元随之反弹上涨 0.69%，金油等大宗商品承压，黄金、银、原油分别暴跌 1.62、2.03、1.44 个百分点，道琼斯工业指数下跌 0.02%。4 月会议纪要公布后，市场对加



息的预期显著上升。6月加息的可能性由纪要公布之前的19%迅速提高至34%。但我们认为：缩表仅是美联储亮的一把宝剑，但此剑无锋。

本次纽约联储的公告中采用的是小规模国债及按揭支持证券（MBS）公开出售。这次卖出资产是根据1月的美联储会议决定进行的。其主要目的就是测试，观察市场的反应。计划在5月24日出售到期期限在2-3年、面值总额不超过2.5亿美元的美国国债；并计划在5月25日和6月1日出售面值总额不超过1.5亿美元的抵押贷款支持证券（MBS）。相对于美联储4万多亿美元的庞大资产来说，这就是九牛一毛的一毛。

事实上，在退出QE前2012年2月-4月间，美联储资产负债表也曾出现过缩减的状况，其缩表规模超过500亿美元，远大于当前的操作规模。而且此次操作是纽约联储主导，不是美联储统一行动。并且，近十年以来的极度宽松致使美联储的资产负债表一度扩张，已经极不正常，适应了宽松政策下的美国经济根本承受不了过速的紧缩。因此，这个小心翼翼的尝试仅仅是美联储亮剑而已。

3.2.2 历史缩表重现

除了近十年美国的史无前例的宽松造巨额美联储资产负债表之外，1929年美国大萧条之后，美联储也曾以买入资产的方式急剧扩大其资产负债表，从而消化了罗斯福的财政赤字。

美联储在1929年经济大萧条之后的持续了近20年的货币宽松政策，致使其资产规模与GDP之比一度突破20%，直到1950年，才逐渐下降，最终稳定在7%左右，直至2008年次贷危机爆发。在此20年期间，美国经济飞速发展，美联储是在经济据的巨大增长之后才逐步缩表的。

看似相同的背景，但面对的经济情况却相差甚远。1933年美国财政刺激第一年，美国经济增长就达到了6%左右，随后的几个年增长率突破8%。而当前的美国，在三轮QE和接近于0的利率这个史无前例的货币宽松环境下，也只能维持美国经济2%左右的弱增长。由此可见，美联储的缩表动作仅仅是传达紧缩信号和控制通胀的决心，并不会在经济刚刚复苏时，大规模的使用缩表手段来进行紧缩。并且从历史上看，这个大资产负债表阶段将会持续10几年或者更长。在本轮紧缩周期，加息仍然会是主要的紧缩手段，缩表仅仅是个辅助，甚至更多的是为了提高市场对紧缩的预期。

3.3 复苏超前或支持美元走强，但困难重重

对比这五次加息，我们发现，除了1994与2004年加息后美元指数长期走低，其他三次加息均会使美元



长期走强。其中不可忽视的原因之一就是全球经济周期是否同步。当美国经济复苏速度超过全球经济复苏速度是，美联储加息将引起国外大量资本流入，导致美元走强。但美国经济复苏若与世界经济复苏同步，则会削减海外资本流入的趋势。例如，1999 年美国全面美国经济全面繁荣，但欧日发达经济正缓慢走出亚洲经济危机的阴影，复苏动能偏弱，大量资本流入美国。相反，2004 年全球经济增长周期与美国高度同步，美联储的货币紧缩反而意味着全球经济周期增长动能强劲，投资者风险偏好大幅上升，资本持续流入高风险的新兴市场风险资产。

在本轮全球经济周期中，美国经济的企稳复苏更为稳健；而欧洲、日本等受制于人口结构的老龄化与本轮去杠杆的不彻底，经济复苏较弱；新兴经济体多处于生产国或资源国角色，在欧美日等消费国整体复苏强度有限的背景下，总体难见明显反弹。在此背景下，美国经济复苏将会在一定程度上引领全世界经济复苏，大量资产的回流将会逐渐推动美元走强。

但是美元想要强势反转，进入强势美元的周期还面临很多困难：首先，虽然 4 月会议纪要虽然表明了 6 月将要加息的概率很大，但是一直出尔反尔的美联储渐渐失去了信誉，损耗了美元作为国际基本货币的信誉，仅仅靠提高市场对加息的预期，很难支持美元长期走强。其次，美国经济增速放缓，在史无前例的大宽松政策下，美国实际 GDP 增速也只能维持在 2% 左右，全线不及预期，更始美联储的加息时间表扑朔迷离。另外，非美元货币走强也是近期美元走弱的原因之一，特别是日元表现出两次宽松预期落空后的非理性上涨。

3.4 美股短期震荡下跌，长期企稳

美联储加息后，将直接通过债券市场与货币市场影响美元走势。但是，其对于美股市场的作用则是通过相对间接的渠道。加息主要通过三种方式影响股票市场。第一，影响上式公司的融资约束；第二，影响投资者对股市的预期；第三，股票理论价格决定了利率变动与股票价格的反方向变动关系。

对于第一点，短期利率上升后，将导致投资成本变高与资金公司减少，从而企业将面临较紧的融资约束。这会对现金流轮转与公司规模扩张造成不利的影 响，导致企业估值的下降，进而影响公司股票的表现。关于第二点，股票价格与人们的预期方向一致。利率上升，投资者预期股票价格会下降，从而抛出股票，导致股票价格真正出现下降的趋势；若利率下降，投资者预期股票价格会上升，从而买入股票，导致股票价格真正出现了上升的趋势。关于第三点，根据股票的理论价格公式，股票的价格是股票可以带来的未来所有预期收益的现值之和，则股票价格与市场利率呈反比例关系。



对比标准普尔 500，道琼斯以及纳斯达克三种指数在加息后的变化趋势，我们发现，标准普尔指数与道琼斯指数在历次加息后均会有小幅下行，然后震荡上升的趋势，而纳斯达克指数则波动趋势则更加复杂。其中，对于标准普尔指数，在 1988, 1994 以及 2004 年度加息后表现了明显的下行趋势，随后随着加息预期的消化，股指又会震荡上升，呈现长期 U 型趋势。对于道琼斯指数，在 1988, 1994, 1999 以及 2004 年加息后表现了明显下行趋势，并且在此期间，道琼斯与标准普尔指数的运动趋势保持了较好了一致性。

美国已逐渐从次贷危机的阴霾中走出来。自 2014 年美国宣布退出量化宽松后，其股票市场的也是逐渐走好。标准普尔指数与道琼斯指数均在 10 月份表现出短暂下跌趋势，随后便迅速反弹，持续走强。而纳斯达克指数则迅速上升，随后震荡波动。因此，若未来美国经济保持平稳增长，就业与核心通胀趋于稳定，且无其他外生因素影响影响股市，美联储加息的效应将会与 1988, 1994 以及 2004 年类似，即会导致美股指数短期内震荡下跌，当加息预期完全消化后，股指将会逐渐回稳。



分析师介绍

黄文涛：经济学博士，纽约州立大学访问学者，宏观债券研究团队首席分析师，4年证券行业研究经验，致力于在宏观经济运行周期的框架内，发现资产价格变化的驱动力量。2010年“新财富”最佳分析师评选宏观组第六名。2011年金牛分析师评选固定收益组第五名、“新财富”与“水晶球”第六名。2012年“新财富”固定收益组第三名、“水晶球”第四名、金牛奖第五名。2015年“新财富”固定收益组第四名。

报告贡献人

徐鹏 010-85156323 xupeng@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622