

宏观周报 20220407

加息下狠手，美联储 1994 的未解之谜

2022 年 04 月 07 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《从 EPS 到 ESG，为何海外养老金的最佳实践在北欧？》

2022-04-04

《二季度资产配置三条主线》

2022-04-03

《为何美联储更看重 10Y-3M 美债期限利差？》

2022-04-01

■ 加息和缩表不断提速，美联储官员近期频频援引 1994 年作为本轮紧缩周期的参考对象。2022 年 3 月美联储首次加息以来，市场对年内的加息预期已经超过 200bp，自 1990s 以来仅有 1994 年的加息达到类似的幅度（250bp）（图 1），而 1994 年的特殊之处在于激进加息下经济实现了少见的软着陆。

■ 除此之外，从主要资产的表现来看，2022 年和 1994 年确实存在不少相似之处（图 2），但美元指数的表现却大相径庭，2022 年第一季度美元指数已升值 3%，但 1994 年全年美元贬值超过 8%。而观察当年债市的表现，10 年期国债收益率在经历年初的大涨之后，5 月至 9 月基本保持震荡，而同期美联储加息 100bp。

■ 我们将上述的“经济软着陆”，“美元大贬值”和“加息债不跌”称为 1994 年的三大谜题。我们试着从这三大谜题，分析 2022 年和 1994 年的异同，寻找政策和资产变化的蛛丝马迹。

■ 谜题一：“经济软着陆”

■ 按住通胀的苗头，“前瞻式加息”是重要基础。经历了 20 世纪 80 年代沃尔克治理通胀的时期后，1994 年格林斯潘领导下的美联储十分重视通胀，采取的是“前瞻式加息”的框架，在产出缺口尚未转正，通胀压力出现苗头的情况下果断加息。这样的好处是经济在动能和空间上都有较好的缓冲垫（图 3）。

■ 货币政策足够灵活，该降息时果断降息。1994 年 2 月美联储首次加息，1995 年 2 月最后一次加息（50bp），之后三周美联储主席格林斯潘在国会听证时即暗示可能会对经济衰退做出提前反映。并于 1995 年 7 月和 1996 年 1 月分别进行了 2 次预防式降息（而不是等到衰退出现）。

■ 运气同样重要，外部环境稳定是美联储“精准调控”的重要保障。1994 年德国、日本走出衰退，全球共振复苏；主要国家达成多边贸易协定，WTO 即将成立；俄罗斯仍在亲英美的叶利钦治下；油价最大涨幅 47%，全年涨幅 25%，尚属可控。正如前美联储主席耶伦在书中所说：

虽然美联储的政策转换的巧妙性是毫无疑问的，但美联储也很幸运，1994 年至 1995 年间，没有任何重大冲击来破坏它试图实现的经济软着陆。

■ 形似而实不至，本轮美国要实现激进紧缩下的“经济软着陆”的难度很大。如图 4 所示，本轮美联储加息已经失去了“先手优势”，产出缺口转正意味着美联储加息是滞后的，在这种条件下紧缩带来的金融条件收紧将对经济动能产生明显的副作用（图 5），而这种迹象在美国 PMI 的数据上已有体现（图 6 和 7）

■ 除此之外，外部环境上中欧经济尚未企稳，疫情和地缘政治冲击不断，无疑将使得美联储调控经济和通胀的难度大大上升。展望未来，美联储可能不得不在比计划更早转向宽松，和用衰退治理通胀之间做出权衡。2024 年是大选之年，用经济衰退作为总统谢幕可能并非白宫期待的结局。

■ 谜题二：“美元大贬值”

■ 1994 年美联储激进加息下美元指数为何持续贬值？这可能是当年美国乃至全球核心资产表现中最大的谜题。

■ 无论从货币政策，利差还是资金流动等常见角度都无法解释 1994 年美元的弱势。1994 年 2 月美联储开启加息（直至 1995 年 2 月），同期德国和日本都处于降息周期中，在这样的背景下，美国和其他主要发达经

济（以德日英为代表）之间的长短端利差震荡走阔，与美元指数的相关性明显下降，甚至出现一定的负相关。跨境资金流动上，除年初外，1994年外国投资在持续增配美国资产（尤其是美债），美国投资者则在持续减持海外资产，由此导致的资金净流入同样不构成美元贬值的基础。

- 我们发现以上三个方面其实本质上都是从资本套利、资金流动的角度去判断汇率，即资金倾向于流向高息资产，推升相关货币的汇率。但是除此之外，美元作为全球最重要的储备货币，在全球经济和金融体系中扮演者重要的中介角色，它的特殊性在于美元汇率还是全球经济和贸易的温度计，即全球经济复苏和贸易扩张往往对应着美元贬值。
- 1994年以德国和日本代表的全球共振复苏是美元走弱的重要驱动力。20世纪80年代末至90年代初德、日的加息周期导致欧洲货币危机（例如1992年索罗斯突袭英镑）和日本资产泡沫的破裂，1993年德国和日本双双跌入负增长。不过，1994年全球经济和贸易触底明显反弹，一方面德日经济共振复苏托底全球经济；另一方面，1994年全球多边贸易协定达成重要协议，1995年1月世界贸易组织正式成立，全球化加速下全球贸易大幅扩张（图10）。
- 这一模式在历史上并不少见，即使美联储处于紧缩周期中，全球经济复苏和贸易扩张也会导致美元表现偏弱，例如2013年和2017年（图11）。
- 进入21世纪，随着中国纳入全球贸易体系，中国逐步取代德日成为全球经济的（非美）发动机，中国经济成为美元指数走势的前瞻性指标。如图12所示，虽然人民币并不在美元指数的货币篮子中，中国对美元的影响主要通过影响全球非美经济体增长的途径：中国经济复苏——拉动全球经济复苏（我们以德国和日本为代表）——美元指数走弱。
- 上述逻辑和渠道的传导存在两个重要的条件：一是中国经济的内生复苏企稳，二是中国经济复苏能够有效向全球传导。而这两点在2022年都面临一定的约束。
- 以史为鉴，无论从政策、利差还是从全球经济复苏的逻辑看，2022年美元指数不会走1994年的老路，第二季度仍将保持相对强势。从政策和利差来看美联储已经进入加速加息的周期，而受俄乌冲突的影响，欧央行仍保持谨慎，日本央行则继续坚持控制长端国债收益率的政策，政策分化下美国与欧日的名义和实际利差都在走阔。
- 中国经济不稳，俄乌冲突拉锯是全球复苏-美元转弱逻辑的核心赌点。2022年以来国内稳增长的发力仍不足以对冲地产的疲软，地产政策拐点向地产企稳的传导仍需时间，叠加新一轮疫情爆发的影响，中国经济在第二季度将二次触底。俄乌冲突拉锯和持续发酵带来的大宗商品冲击、金融市场动荡以及地缘政治紧张都将成为全球经济共振复苏的重要阻碍。
- 我们认为2022年第二季度美元指数将阶段性站上100。除了以上利多美元的因素外，第二季度美联储缩表的预期和落地会给美元指数火上浇油，第二季度美元指数将阶段性站上100，高点可能出现在5月。不过我们预计2022年第二季度末以及下半年，随着中国经济出现更多积极信号，以及俄乌冲突的负面影响边际减弱，美元指数将出现回落。

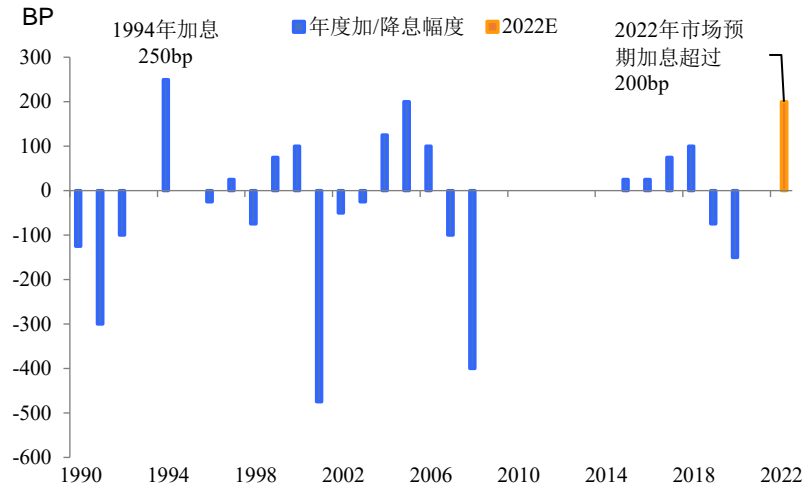
■ 谜团三：“加息债不跌”

- **起跑阶段市场预期不足，加息之后市场预期过度。**1994年格林斯潘治下的美联储在决策和市场沟通方面的透明度不足，远不及伯南克、耶伦等继任者。这导致的一个结果是在加息开始前，市场预期明显不足，而美联储连续加息之后市场预期出现“矫枉过正”，5月议息会议前市场已经预期年内加息超过170bp，而截至1994年9月，美联储实际加息175bp。这使得货币市场和债券市场在5月至9月之间停滞不前(图14)。
- **2022年市场抢跑明显，1994年重演的概率不小。**与1994年不同的是当前美联储的沟通透明度已经极大改善，而这导致市场预期的抢跑十分明显，美联储3月才加息25bp，市场已经定价年内加息接近250bp，过于激进的市场预期直接导致美债收益率出现了长短端倒挂。这明显是不可持续的(图15)。
- **缩表冲击后，美债收益率将阶段性见顶。**除了加息外，2022年美债上涨的燃料还有缩表，而4月初以来10年期美债的继续上涨，正是对激进缩表的定价——5月开启，每月可能缩表950亿美元。缩表落定之后，10年期美债收益率继续上涨的动力可能不足，将陷入1994年年中相仿的震荡行情。
- **风险提示：**全球疫情再次超市场预期大爆发，美国经济遭受重创，美联储被迫暂缓降息甚至重回宽松。俄乌冲突出现重大进展，欧美解除对于俄罗斯的制裁。俄乌冲突急剧升级，油价继续大涨，导致美债收益率和美元超市场预期上升。

图表目录

图 1:	1990 年以来美联储年度加息幅度: 2022 年 (市场预期) 可能仅次于 1994 年.....	5
图 2:	主要资产的表现: 2022Q1 VS 1994.....	5
图 3:	1994 年的美联储是在产出转正前的前瞻式加息.....	6
图 4:	美国实际 GDP 增速、产出缺口和经济周期.....	6
图 5:	产出缺口转正后金融条件往往和 PMI 呈现负相关	7
图 6:	美国 PMI 已经出放缓迹象	8
图 7:	美国内部供给瓶颈的约束在缓解.....	8
图 8:	1994 年政策利率分化: 美日德.....	8
图 9:	美元指数和 2 年期国债利差.....	8
图 10:	1994 年德日经济共振下美元指数贬值.....	9
图 11:	即使美联储紧缩, 全球共振复苏也会导致美元偏弱.....	10
图 12:	中国主要通过影响非美经济来影响美元.....	10
图 13:	中国制造业 PMI 和美元指数	10
图 14:	1994 年联储加息、市场预期和美债收益率.....	11
图 15:	2022 年联储加息、市场预期和美债收益率.....	11

图1: 1990年以来美联储年度加息幅度: 2022年(市场预期)可能仅次于1994年



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

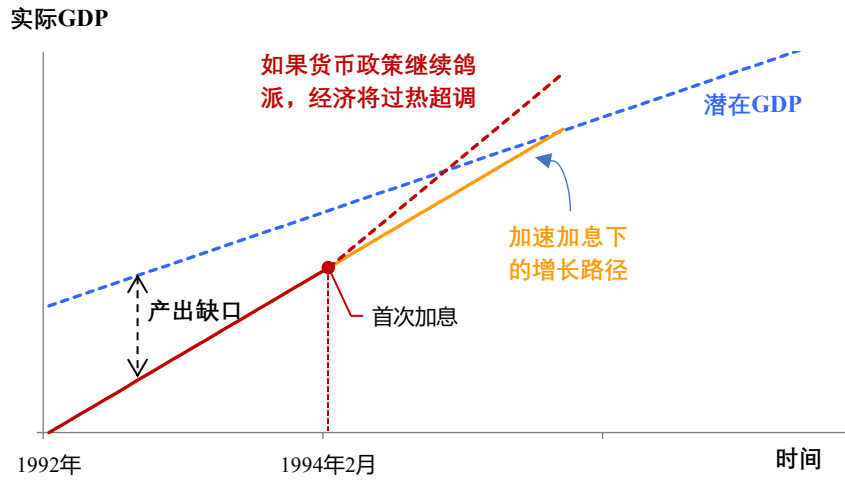
图2: 主要资产的表现: 2022Q1 VS 1994

	2022Q1	1994Q1	1994
标普500	-4.6%	-4.4%	-1.5%
纳斯达克	-8.8%	-4.3%	-3.2%
美债	-5.8%	-3.0%	-3.4%
美元	3.1%	-3.9%	-8.4%
布伦特原油	34.2%	0.4%	25.0%
伦铜	6.2%	7.0%	72.0%
黄金	4.9%	0.0%	-1.9%
10年期国债收益率(bp)	87.2	94.4	202.8
10年-2年利差 (bp)	-83.5	-3.6	-148.5
10年-3个月利差 (bp)	41.6	53.8	-70.5

注: “美债”使用的是彭博的美国国债指数。

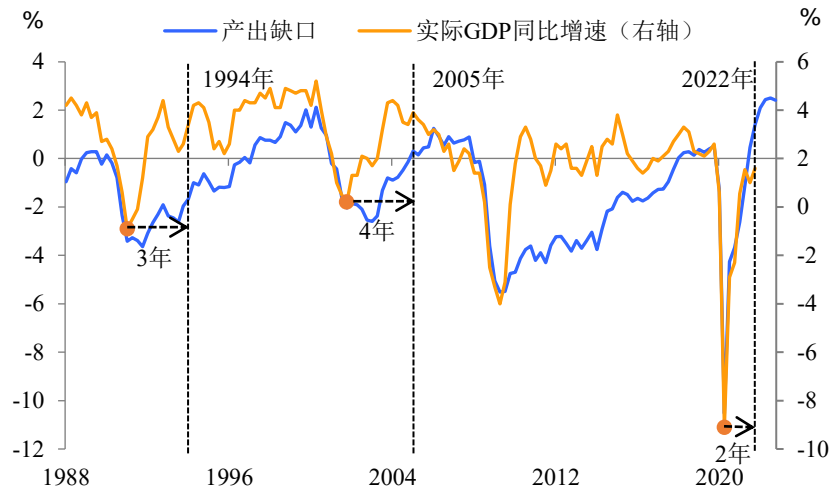
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 1994年的美联储是在产出转正前的前瞻式加息



数据来源：Janet Yellen（2014），东吴证券研究所

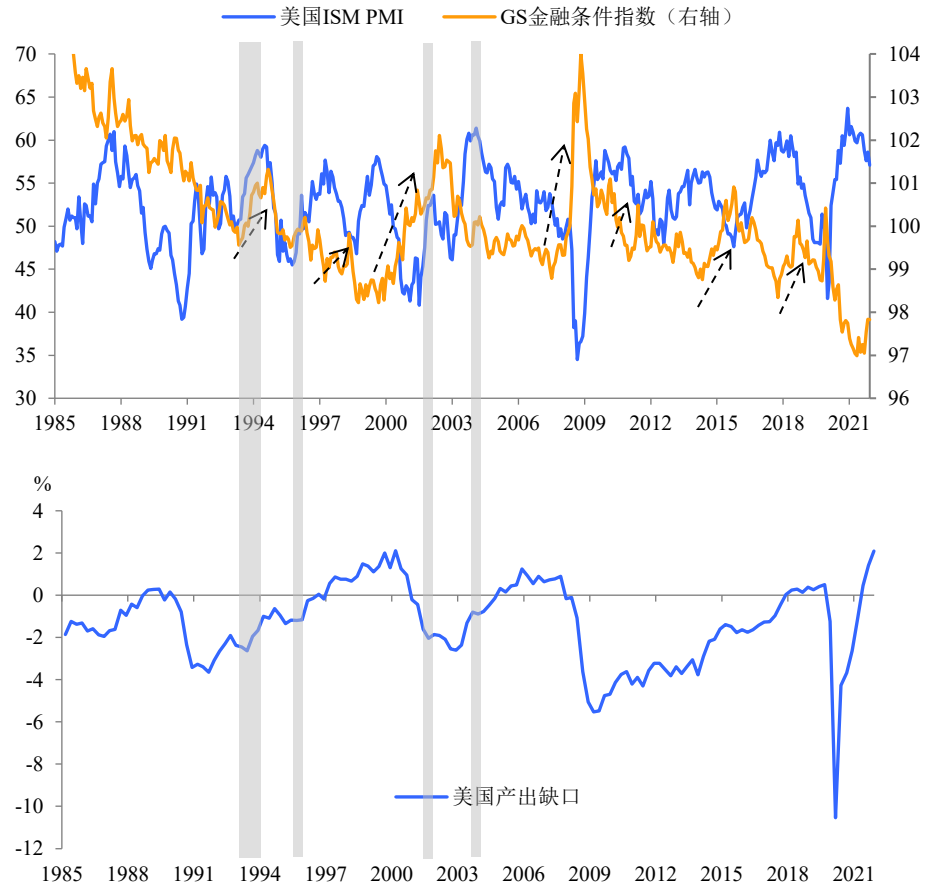
图4: 美国实际GDP增速、产出缺口和经济周期



注：上图中黄点表示美国经济周期的低点，分别是1991年，2001年和2020年。2021年增速为相对于2019年的两年复合平均增速。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

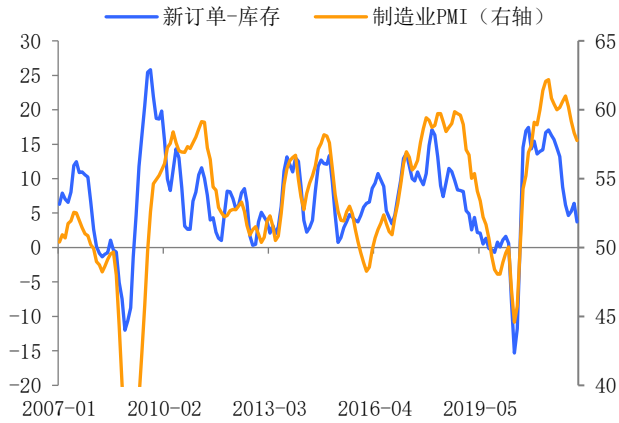
图5: 产出缺口转正后金融条件往往和 PMI 呈现负相关



注: 灰色阴影阶段为少有的金融条件收紧下 PMI 改善的阶段。

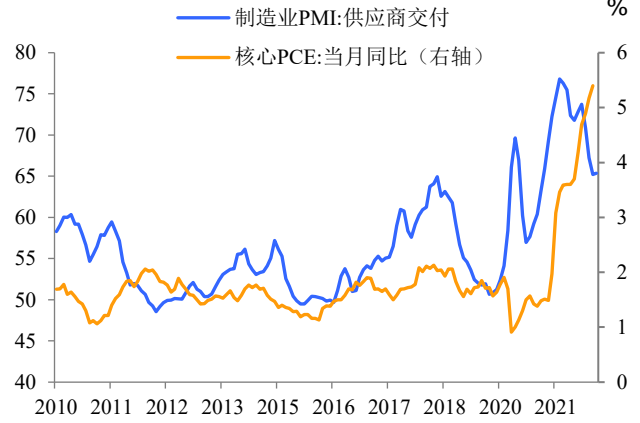
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美国 PMI 已经出放缓迹象



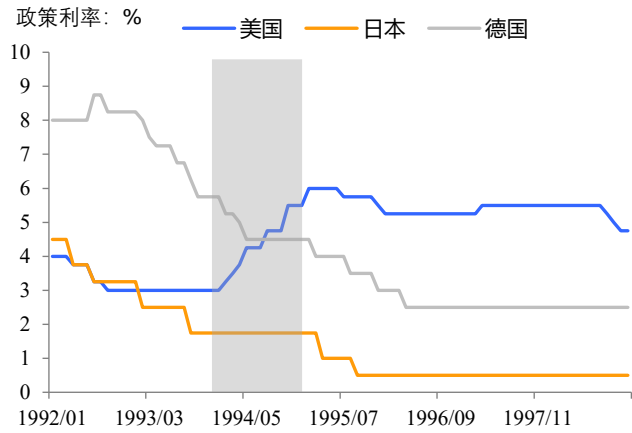
注: 灰色区域为 1994 年, 下同。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 美国内部供给瓶颈的约束在缓解



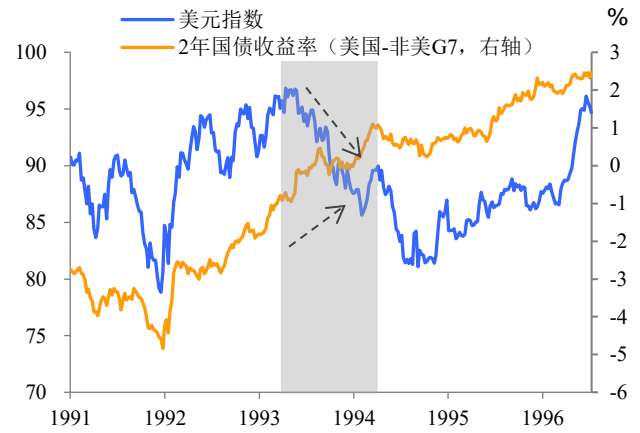
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 1994 年政策利率分化: 美日德



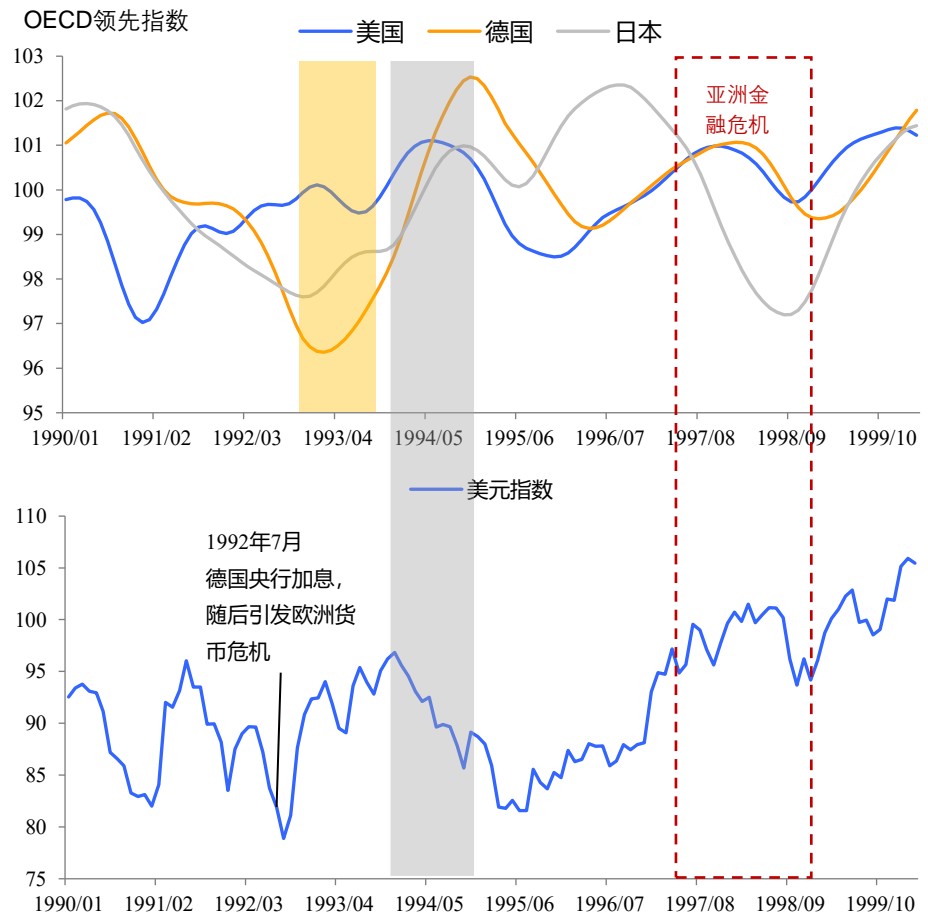
注: 灰色区域为 1994 年, 下同。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 美元指数和 2 年期国债利差



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

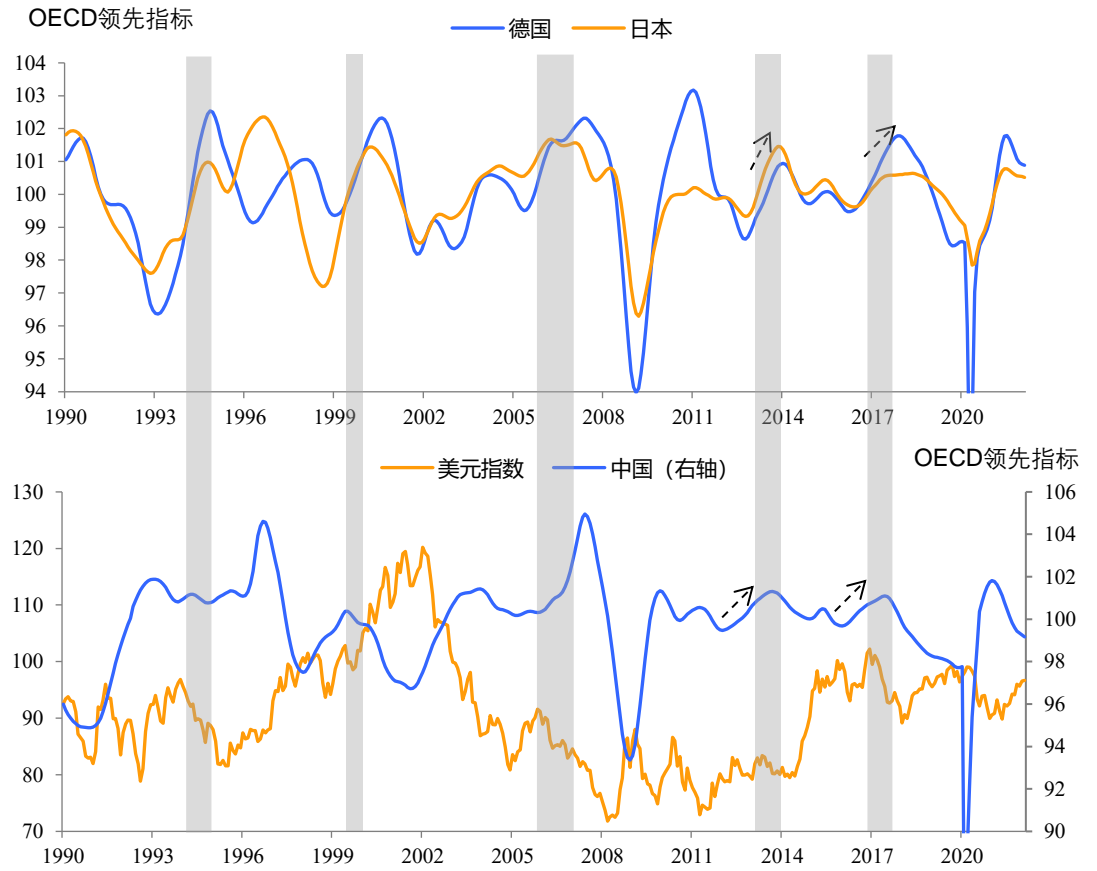
图10: 1994年德日经济共振下美元指数贬值



注：黄色阴影为德国经济的衰退期（1992年第三季度至1993年第三季度），灰色阴影为1994年。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

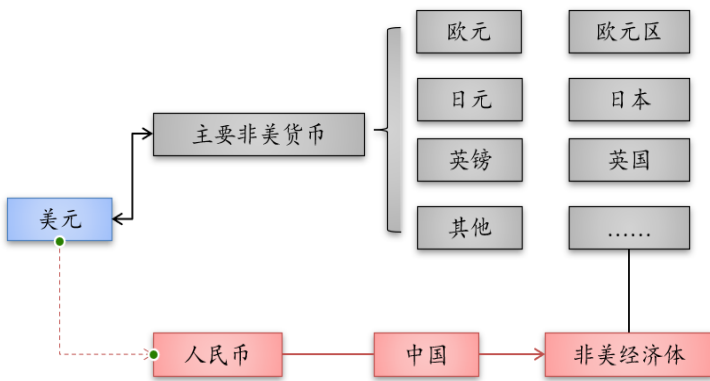
图11: 即使美联储紧缩, 全球共振复苏也会导致美元偏弱



注: 灰色区域为美联储进入紧缩周期且德日共振复苏的阶段

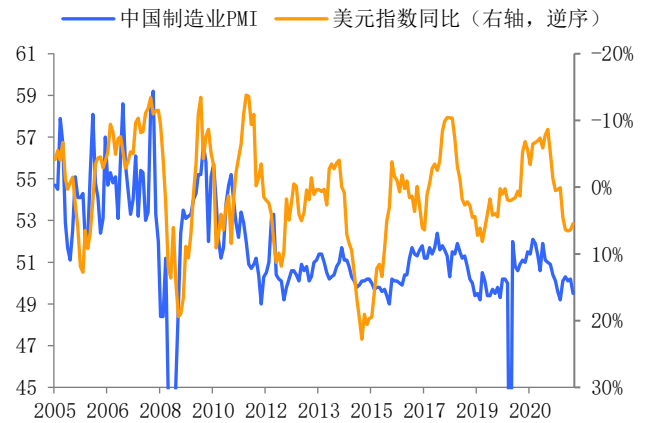
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 中国主要通过影响非美经济来影响美元



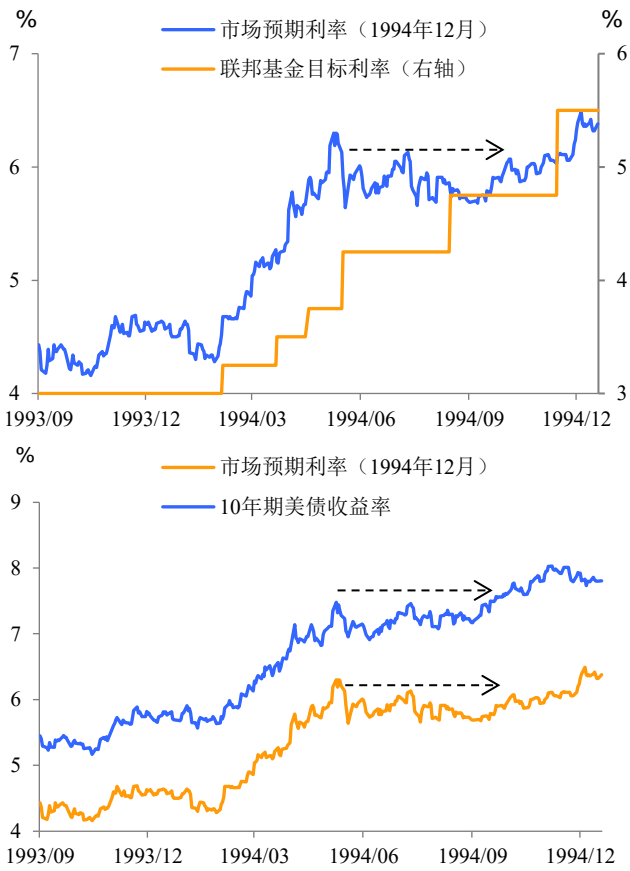
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图13: 中国制造业 PMI 和美元指数



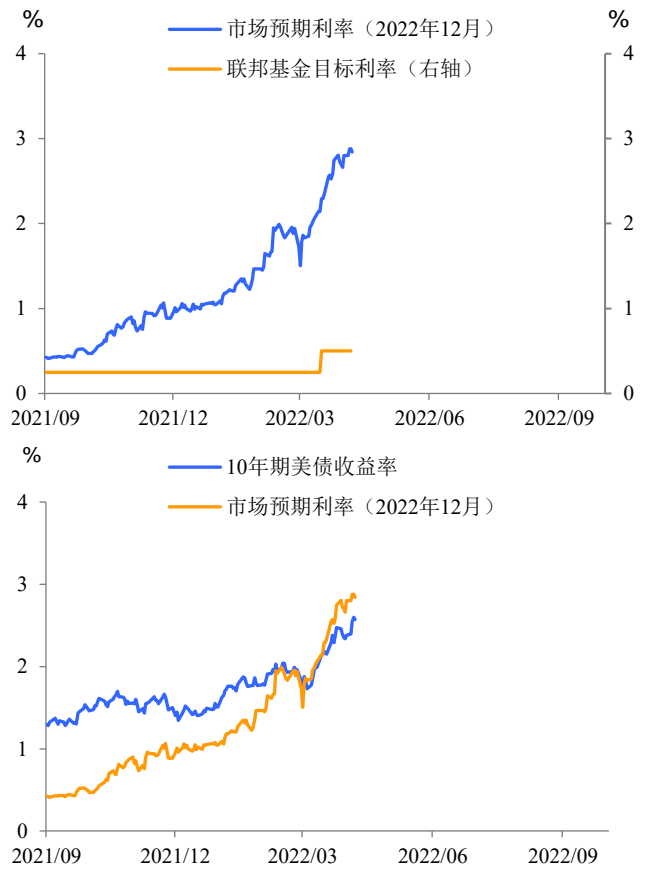
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图14: 1994年联储加息、市场预期和美债收益率



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图15: 2022年联储加息、市场预期和美债收益率



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

