

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：

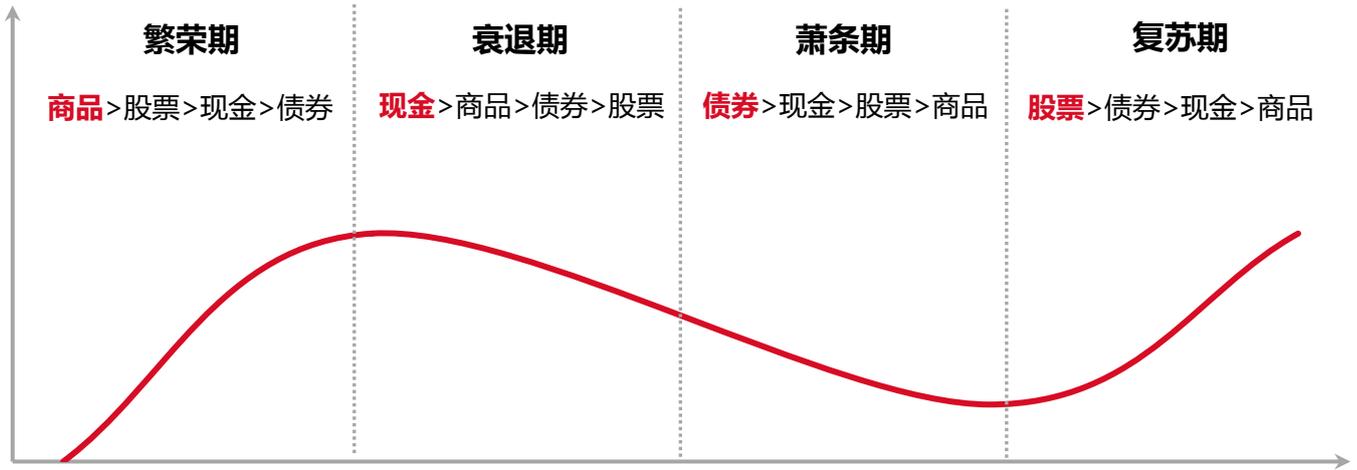
- 每一次存贷周期持续 4.5 年。
- 每一次资本性支出周期持续 9 年。
- 每一次完整的房地产周期会持续 18 年。
- 这些周期同步时表现出一个整齐的模式，即每个房地产周期中包含 4 个存贷周期和 2 个资本性支出周期。

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”

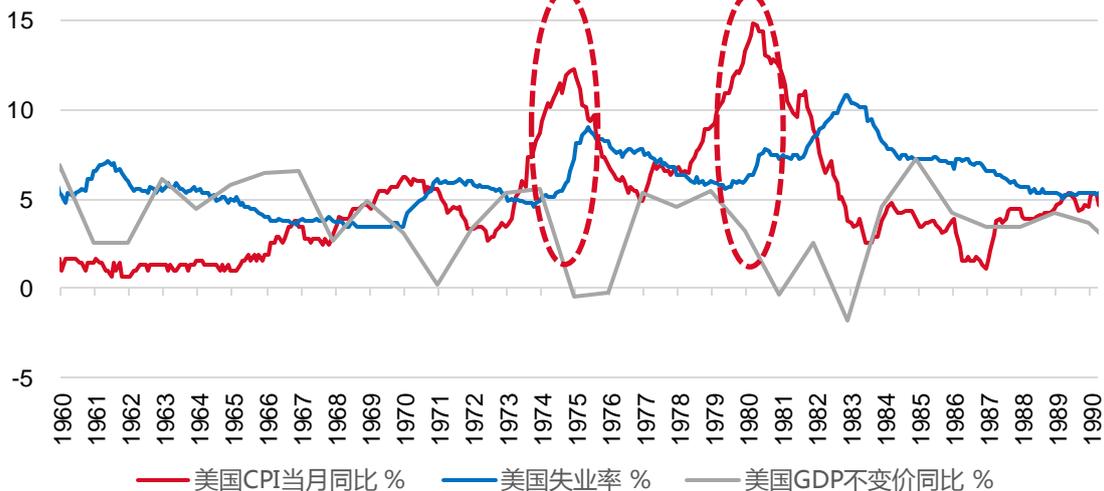
美国经济大衰退后，凯恩斯主义占据美国经济理论的主导地位。凯恩斯否定了“供给自行创造需求”的传统理论基础，他认为在通常情况下，有效需求总是不足的，根源在于边际消费倾向递减、资本边际效率递减以及流动偏好影响。市场机制无法解决由这些原因导致的有效需求不足问题，所以无法使经济自动达到充分就业时的均衡状态。也就是说由于有效需求总是不足，那么社会上总会存在“非自愿失业”。所以，凯恩斯主义理论的政策含义就是通过政府干预措施来扩大有效需求。他主张赤字财政，扩大政府的支出，用以增加国家投资以及国家消费。二战后至上世纪七十年代初，凯恩斯主义与美国经济的崛起有密不可分的关系；同时，在凯恩斯主义主导下，为了保持经济高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

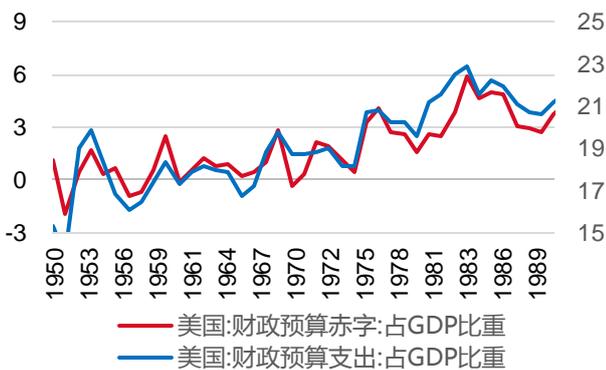
美国 CPI 同比在 1974 年 12 月一度升至 12.3% 的高位，此后有所回落，但随后又开始上升，在沃尔克上任之时，美国 CPI 同比接近 12%。失业率略滞后于 CPI，1975 年 5 月时达到 9.0% 的高位，回落之后再次上升。

图3 (美国上世纪70年代的滞胀)



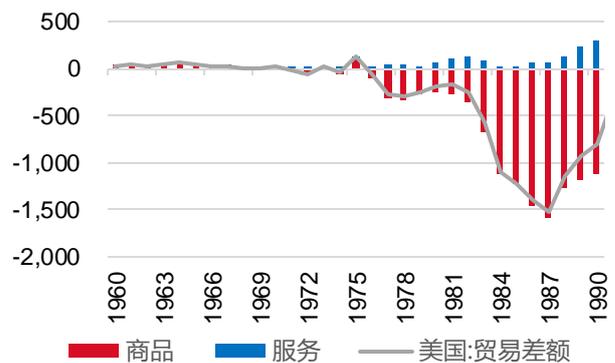
资料来源：美国劳工部，美国经济分析局，东海证券研究所

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控制已脱缰的通胀。在他上任的第八天时就将其联邦基金利率上调至11%，在两天之后又将贴现率提高到10.5%。在他试图继续上调利率之时，受到了美联储内部的反对，但沃尔克却始终坚持控制物价稳定的目标。由于前期联邦基金利率调整力度太小，调整时间也相对迟缓，造成严重的滞胀，美联储开始接受货币主义学派的理论。

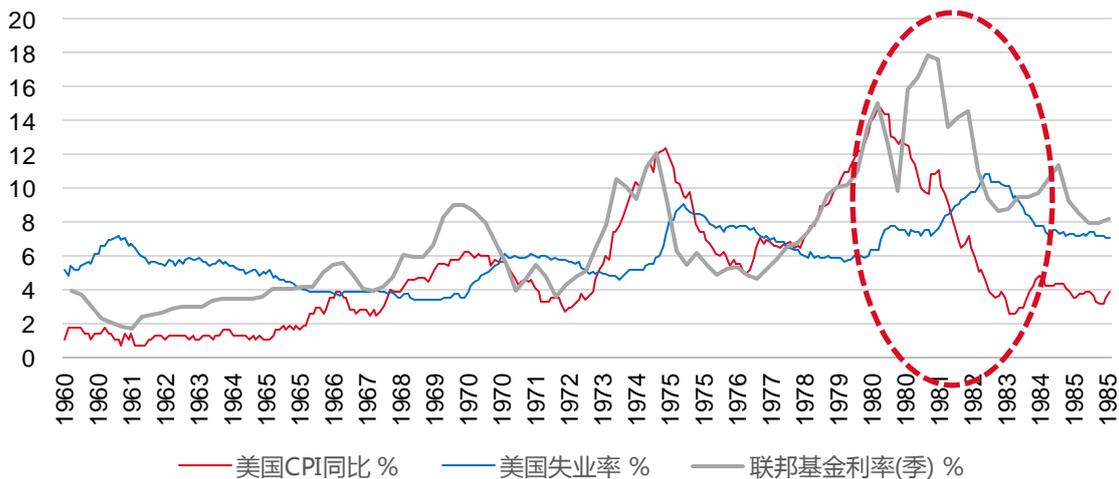
弗里德曼货币主义。米尔顿·弗里德曼在研究总结了1930年代大萧条时期教训的基础上，提出了不同于凯恩斯主义的看法。他认为，大萧条产生的原因，在于货币流动性大幅减少时，美联储没有采取大幅度增加货币供给的措施，导致美国的货币存量从1929年到1933年减少了将近三分之一，导致原本或是一次温和的衰退恶化成为了无法收拾的经济大萧条。弗里德曼认为通货膨胀产生的原因，只由货币超发引起，价格水平的短期变化各有原因，但只有货币增长总量超过了经济总量从而导致货币量发生改变以后，才会对通货膨胀产生影响。言下之意，只有控制货币量，才能解决通胀问题。

1979年10月6日，美联储宣布以控制货币供应量为目标，决定将操作目标改为非借入准备金，取代之前的联邦基金利率，对M1的增长进行严格的控制，将增加对银行准备

金的关注，减少对联邦基金利率短期波动的关注，不再考虑这种严格控制可能导致的利率急剧上升的后果，并且更为重视贴现率和银行准备金率。在货币紧缩的过程中，失业率开始逐步走高，1982年年末已达10%以上，经济开始衰退，1982年美国GDP不变价同比增速-1.8%，但这些都未影响沃尔克掌舵下美联储控制通胀的决心，联邦基金利率在先后经历了两轮大幅的上升之后，高点甚至超20%。通胀从1981年开始下降，在1982年年末时CPI同比已降至3.8%。沃尔克治理高通胀获得了成功，美国通胀在八十年代后续的时间里基本被控制在4%左右的水平。

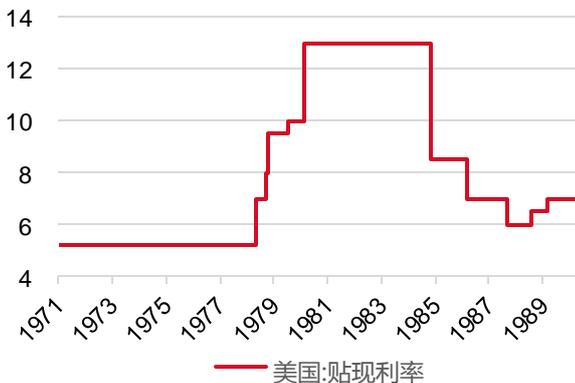
虽然使用货币供应量作为中介目标在控制通胀的过程中获得了成功，但是在实际操作过程中难度较大。由于金融创新导致货币需求的不稳定以及利率大幅波动导致的投机需求增加，货币供应量增长率非常不稳定，与经济增速的关系逐渐弱化。九十年代初，受伊拉克入侵科威特影响，石油价格跳涨，经济有衰退迹象，其中M2增速又低于名义消费增速。其原因在于金融脱媒和家庭资产负债结构调整，广义货币周转率增加，导致M2、M3增速下降，但消费和名义经济增速其实并没有明显下降。货币政策操作上，调整季节性借款在1989年12月22日以后不再使用。美联储虽然继续以借入准备金作为操作目标，实际上在FOMC两次会议间是以隐含的联邦基金预期利率为优先操作目标，货币政策中介目标继续变化，美联储进入了泰勒规则时代。

图6 (八十年代初期的美国通胀、失业率及联邦基金利率，%)



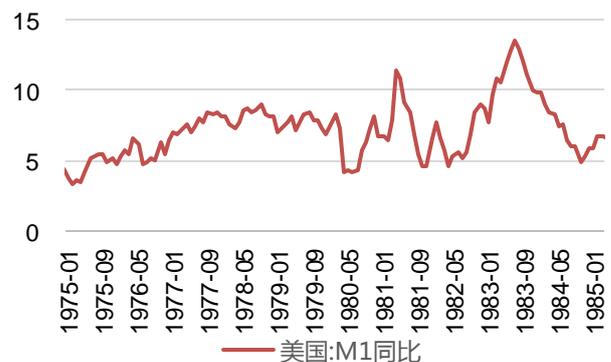
资料来源：美国劳工部，美联储，东海证券研究所

图7 (美国贴现利率，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图8 (美国M1同比，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

3. 泰勒规则后的美联储加息周期

3.1. 泰勒规则概述

二十世纪初期，美国经济学家欧文·费雪在《货币的购买力》一书中提到了有关商品交易的方程式，也被称为费雪方程。表达式为： $MV=PT$ 。M 为一定时期流通中的货币量，V 为一定时期货币流通速度，P 为商品和劳务价格的加权平均数，T 为商品和劳务的交易数量即总产出。变换公式后， $P=MV/T$ ，表明物价受货币量、货币流通速度以及总产出的影响，但其中 V 取决于支付制度因素，通常可看做常数，而 T 与经济产出有关，大致也是稳定的。故 P 的变化主要由于 M 的变化，也就是通胀与货币供给同比例变动，货币超发多了就产生通胀。

中长期来看，在假设货币流通速度基本保持不变的前提下，均衡的货币供应增量与经济增量、价格变动相关。在经济增速低于潜在增速或者通胀水平低于目标水平时，需要增加货币供应（降低利率），反之需要减少货币供应（提高利率）。1993 年斯坦福大学教授约翰泰勒提出“泰勒规则”，并成为货币政策的理论依据。经过泰勒的研究，可以依据通货膨胀缺口和产出缺口来调节利率，通货膨胀缺口指的是实际通胀与目标通胀之差，产出缺口指的是经济实际增长率与潜在增长率之差，泰勒规则的公式为：

$$i^* = r_{\text{neutral}} + \Pi_e + \beta_1 \times (Y_{\text{forecast}} - Y_{\text{trend}}) + \beta_2 \times (\Pi_e - \Pi_{\text{target}})$$

其中， i^* 为联邦基金利率， r_{neutral} 为长期均衡利率， Π_{target} 为目标通货膨胀率， Π_e 为由 GDP 平减指数计算得到的通货膨胀率， $(Y_{\text{forecast}} - Y_{\text{trend}})$ 为产出缺口，即实际 GDP 与潜在充分就业水平下的 GDP 估计值的百分率偏差， β_1 与 β_2 分别为产出缺口系数和通货膨胀缺口权重，分别反映联邦基金利率对产出缺口以及通胀缺口的反应程度。

简单的解释来说，泰勒规则表明，若通胀水平高于通胀目标，应上调利率，来缓解通胀压力；若产出缺口为负，也就是说产出要低于潜在产出水平，应下调利率来刺激经济，增加产出。央行可以通过调整联邦基金利率来影响预期的通货膨胀率，从而降低经济周期的振幅，维持经济的长期稳定。

根据历史实践经验，标准泰勒规则把通胀缺口以及产出缺口的系数都设为 0.5，目标通货膨胀率为 2%，均衡利率为 2%，故标准泰勒公式为：

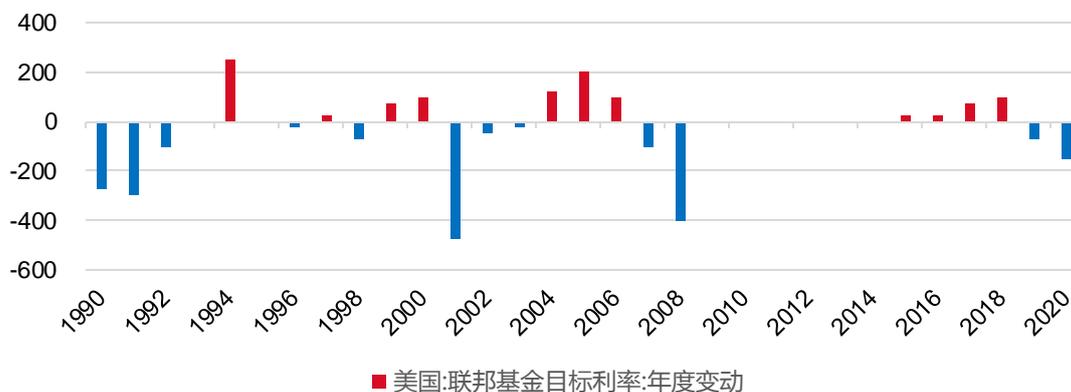
$$i^* = 2 + \Pi_e + 0.5 \times (Y_{\text{forecast}} - Y_{\text{trend}}) + 0.5 \times (\Pi_e - 2)$$

也就是说通胀每上升 1% 或产出缺口每增加 1%，联邦基金利率需上调 0.5%，即 50 个 BP。1999 年泰勒曾经把通胀缺口的系数调整为 1.5，经调整后泰勒规则计算得到的测算值波动有所加大，总体趋势保持一致。传统泰勒规则在 2008 年以前，可以较好的诠释联邦基金利率的变化。

3.2. 泰勒规则以来共经历 4 轮加息周期

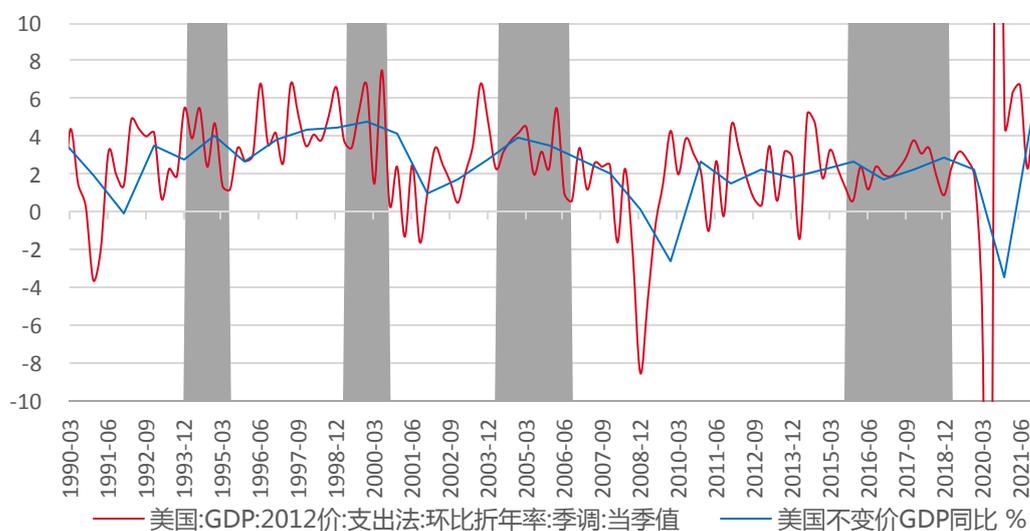
美联储自使用泰勒规则作为理论依据以来，共经历了 4 轮明显的加息周期，1994 年 2 月至 1995 年 2 月、1999 年 6 月至 2000 年 5 月、2004 年 6 月至 2006 年 6 月、2015 年 12 月至 2018 年 12 月。其中，单年加息幅度最大、加息节奏最快的年份出现在 1994 年。最后一次单次加息 50 个 BP 出现在 2000 年 5 月，此后单次加息幅度均控制在 25BP。

图 9 (1990 年以来美联储每年加息或降息幅度, BP)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 10 (1990 年以来 4 次加息周期)



资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

3.2.1. 1994 年加息

本轮加息周期为 1994 年 2 月-1995 年 2 月，一共加息 7 次，联邦基金利率由 3.0% 升至 6.0%。

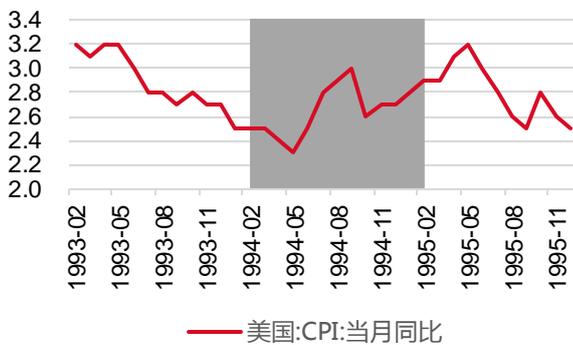
经济方面在经历过 90 年代初期短暂的衰退之后，在 1992 年逐步开始复苏，经济增速明显回升，至 1993 年四季度 GDP 环比折年率升至 5.5%，失业率也逐步降至 6% 以下。美联储于 1994 年 2 月开启本轮加息，连续 3 个月分别加息 25 个 BP，第 4 个月加息 50BP，

此后每隔三个月分别加息 50、75 和 50 个 BP，整个加息周期在一年内结束，短期内加息节奏较急较快。

本轮加息有效控制了通胀，且美国经济仍保持相对平稳。此轮加息周期中，首次加息时通胀尚处于下行过程中，体现出了一定的前瞻性，而整个加息的过程，有效遏制了通胀的抬升的势头，在 1995 年年底之前，CPI 只有在少数的几个月小幅突破了 3%，核心 CPI 基本维持在 3% 附近。从经济层面来看，首次加息同样出现在经济未显示过热之前，1994 年全年 GDP 不变价同比达到 4.0%，较加息前的 1993 年高出了 1.2 个百分点，在加息后的 1995、1996 年分别实现 2.7% 和 3.8% 的增速，可以说经济实现了软着陆。

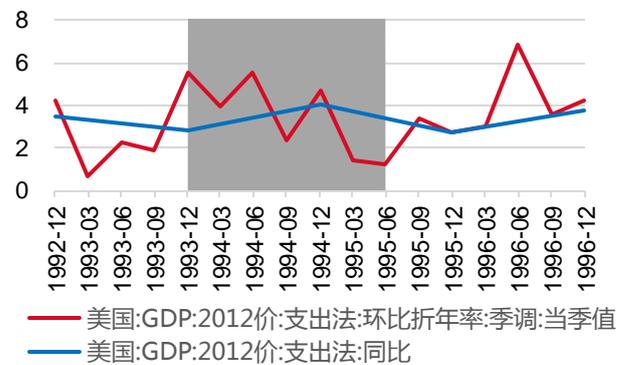
快速加息引发对新兴市场冲击。短期加息节奏较快，幅度较大，使 10 年期美债收益率在整个加息周期内的大多数时间里都趋于上行，自加息前的 6% 以下，最高升至 8% 以上，导致了全球资本回流美国，对部分新兴市场国家产生了比较大的冲击，其中就有 1994 年的墨西哥金融危机，短期国际资本的大幅流出导致了墨西哥比索大幅贬值，而外汇储备又相对比较缺乏，较难抵御外部冲击，从而引发货币危机演变成成为金融危机。

图 11 (1994-1995 年加息周期美国 CPI 同比, %)



资料来源: 美国劳工部, 东海证券研究所

图 12 (1994-1995 年加息周期美国经济增速, %)



资料来源: 美国经济分析局, 东海证券研究所

3.2.2.1999 年加息

本轮加息周期为 1999 年 6 月-2000 年 5 月，一共加息 6 次，联邦基金利率由 4.75% 升至 6.5%，前 5 次加息幅度均为 25 个 BP，第 6 次加息幅度为 50 个 BP。

金融危机后，经济快速恢复，显示出过热的迹象。1997 年发生了亚洲金融危机，引发了全球性的冲击，而为了缓解亚洲金融危机对美国造成的负面影响，1998 年时美联储实行了 3 次短暂的降息。此后，美国经济重回高速增长，1998 年三季度及四季度 GDP 环比折年率分别达到了 5.1% 和 6.6%，1998 年全年的 GDP 同比增速达到了 4.5%。在经济蓬勃发展的带动下，失业率也一路下行，1995 年 5 月加息前，失业率已降至 4.2% 的较低水平。另一方面，经济高速增长却并没有造成通胀走高，1998 年 CPI 同比始终在 2% 以下，即便在 1999 年加息前，CPI 同比也基本在 2% 左右，美元走强所造成的进口商品价格的下降，可能是主要原因之一。

防止过热，开始加息。1999 年 GDP 增速进一步攀升至 4.9%，而在年内 6 月，由于失业率显示劳动力市场接近充分就业，叠加经济出现了过热的迹象，美联储开始加息。本轮加息最终造成了互联网泡沫的破裂，一年多时间里，纳斯达克指数自高点跌去了 7 成，对美国经济也造成较大的影响，其中 2001 年第一、第三季度 GDP 环比折年率均出现了负增长，叠加“911”事件的冲击，2001 年美国全年 GDP 不变价同比增速降至 1.0%，较前

一年下降了 3.1 个百分点，明显超过了上一轮加息对经济造成的影响。经济迅速衰退，导致美联储中止了加息，并于 2001 年 1 月大幅降息了 100 个 BP，重新开启了降息周期。

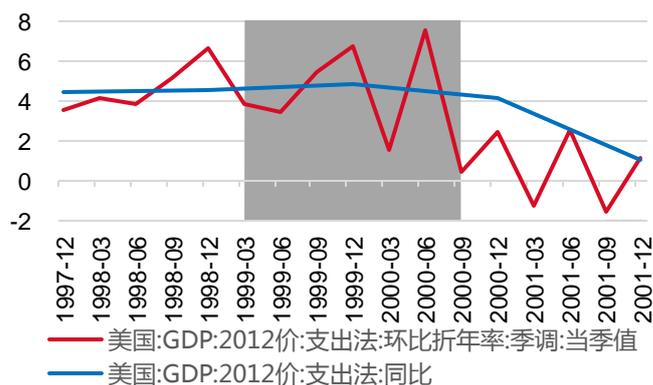
对部分新兴经济体仍然造成了冲击。加息周期中，美元指数先回落后上升，由 104 左右最终升至 112 左右，10 年期美债收益率总体升幅不如上个周期，由 5.9% 左右最高升至 6.8% 左右，对国际资本流动造成的影响也要弱于上个周期，但是由于部分新兴经济体还没有从 1997 年亚洲金融危机中得到恢复，一些国家仍然出现了金融危机，比如巴西汇率大幅贬值产生了金融危机，墨西哥经济增速再次下滑，2001 至 2002 年连续两年经济负增长。中国也受到了一定的影响，2001 年出口增速较前值大幅下滑 21 个百分点至 6.8%，一定程度上减缓了中国从亚洲金融危机中复苏的进程。

图 13 (1999-2000 年加息周期美国 CPI 同比, %)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 14 (1994-1995 年加息周期美国经济增速, %)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

3.2.3.2004 年加息

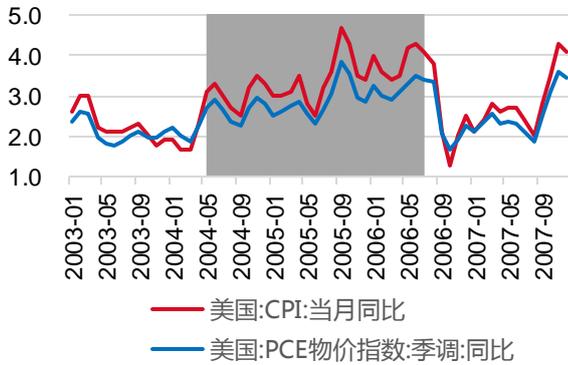
本轮加息周期为 2004 年 6 月-2006 年 6 月，其中 2004、2005、2006 年分别加息 5 次、8 次和 4 次，2 年时间里一共加息 17 次，每次加息幅度均为 25 个 BP，联邦基金利率由 1.0% 升至 5.25%。

长时间的低利率环境为次贷危机埋下伏笔。在 2001 年美联储开启上一轮降息周期后，1 年内联邦基金利率由 6.5% 降至 1.75%，2002 年 11 月以及 2003 年 6 月又分别降息 50 个 BP 和 25 个 BP，致使联邦基金利率降至 1% 的历史低位，并持续了 1 年的时间，长时间的低利率促进了经济的发展，同时也为之后的次贷危机埋下了伏笔。2003 年开始，美国经济稳步回升，2003 年三、四季度美国 GDP 环比折年率分别达到 6.8% 和 4.7%，全年 GDP 不变价同比增速为 2.8%，2004 年升至 3.9%。伴随着经济的增长，通胀也开始逐步抬头，2004 年 5 月，美国 CPI 同比已升至 3.1%，核心 CPI 也有上升的迹象。而此时的失业率水平在 5.6%，仍处于下降的过程中。

经济开始过热，通胀有所抬头，美联储于 2004 年 6 月开启本轮加息周期。本轮加息周期要长于之前两个周期，利率抬升的幅度也要大于之前两个周期。前期宽松的货币以及信贷政策导致大量资金流入房地产市场，美国房地产市场出现明显过热的迹象，2001-2005 年连续 5 年新建房屋销售套数维持增长，且 2003 及 2004 年的增速超过 10% 以上。但是随着持续的加息，2005 年下半年，美国房地产市场开始逐步降温，房价不断上涨的预期被打破，并转而开始下跌，但贷款利率却不断上升，最终房地产泡沫被戳破，引发了次贷危机。大量的次级贷款违约造成的信贷危机迅速传导到了银行其他的金融体系中去，成为了著名的次贷危机，并引发了全球性的金融海啸，拖累全球经济的增长。

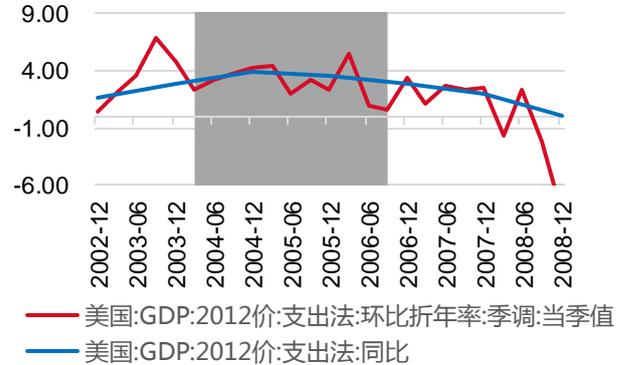
在加息周期中，不管是美元指数还是美债收益率，都没有表现出明显上升的趋势。美元指数在 80-93 之间震荡，10 年期美债收益率也同样呈现了震荡的走势，区间在 3.8-5.3% 之间。所以在加息周期内，并未形成明显的资本回流，对新兴市场的冲击相对有限。

图 15 (2004-2006 年加息周期美国 CPI 同比, %)



资料来源：美国劳工部，美国经济分析局，东海证券研究所

图 16 (2004-2006 年加息周期美国经济增速, %)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

3.2.4.2015 年加息

本轮加息周期为 2015 年 12 月-2018 年 12 月，历时 3 年，其中 2015 年、2016 年各加息 1 次，2017 年加息 3 次，2018 年加息 4 次，整个周期共加息 9 次，每次加息幅度均为 25 个 BP，联邦基金利率由 0.25% 升至 2.5%。

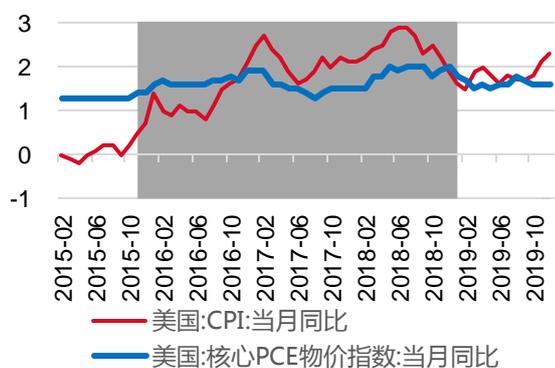
为了应对次贷危机，恢复美国经济，美联储实施了零利率和三次量化宽松政策。从 2007 年 9 月开始，美联储连续 10 次降息，将联邦基金利率降至 0-0.25%，切换成通过利率走廊的形式来调控联邦基金利率。因为联邦基金利率已降至零水平，已经没有空间再进行调整。为了进一步刺激需求，提振经济，美联储开启了非常规货币政策，先后实行了三轮 QE，使美联储资产负债表最大扩张至 4.5 万亿美元，美国经济逐步走上复苏的道路，成为西方第一个摆脱经济危机的国家。

从 2008 年以后的泰勒规则修正来看，由于金融危机引发了经济严重的衰退，相对于双重目标中的物价稳定，美联储更加注重就业目标，也就是经济增长。**1) 伯南克规则。** 时任美联储主席伯南克对泰勒规则进行了修正，更侧重于产出缺口，修正后的规则将产出缺口系数由 0.5 调整至 1。此外，将长期均衡利率由 2% 降 0%，目标通货膨胀率 2% 修改成为 2.5% 的通胀上限，针对原先代表通胀水平的 GDP 平减指数选用核心 PCE 价格指数进行了替代。**2) 伊文思规则。** 在 2012 年 12 月的 FOMC 会议上，美联储进一步对泰勒规则进行了修正。美联储认为在经济深度衰退之后的复苏阶段，相对长时间的维持超低利率才是最优决策。芝加哥联储主席 Charles Evans 根据此进一步修订了泰勒规则，所以被称为伊文思规则。伊文思规则最大的改变在于引入了经济指标的临界值来代替原先日程安排式的前瞻指引。简单来说，这是一个必要条件，非充分条件，也就是说即使达到临界值，也未必立即开始加息，但没有达到临界值，肯定不加息，具体临界值为失业率 6.5%，1-2 年内通胀预期 2.5%。此外，伊文思规则还选用了失业率来代替 GDP 作为增长指标，向市场传达了注重充分就业的信号，其中目标失业率设定为 5.5%，权重系数根据奥肯法则调整成了 2。再一方面，因为考虑到使用历史数据存在一定的滞后缺陷，而采用 1-2 年通胀预期数据，更加增加联邦基金利率的指导意义。**3) 耶伦规则。** 耶伦担任美联储主席期间，继续沿用了伊文思规则，但更加强调对劳动力市场的关注，从而将劳动参与率引入规则内，使用历史劳动参与率平均值 66.5% 作为均衡水平，进一步修正了泰勒规则。虽然重视就业，但耶伦也表示没有将就业凌驾于物价之上，仍然主张以双重目标为长期均衡目标、但允许

通胀与就业目标之间相机抉择、灵活分配双重目标权重的最优控制方法，以形成长期动态均衡。

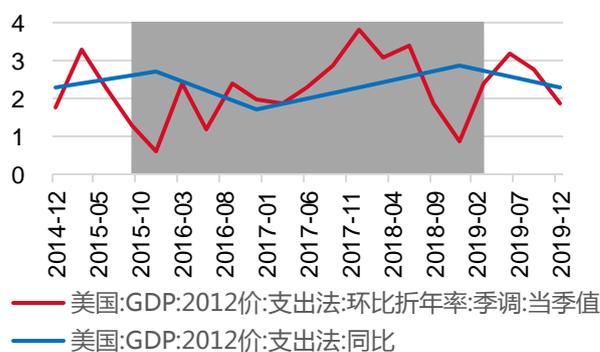
开启渐进式加息。2014年三、四季度，美国GDP环比折年率分别达到5.2%和4.7%，失业率也降至6%以下，虽然核心PCE仍低于2%的目标值，但就业数据已经逐渐支持美联储加息，此外耶伦注重的劳动参与率指标也较2015年9月低位62.4%有所回升，美联储在与市场充分沟通后于2015年12月开启本次加息周期。但从前期的加息节奏来看，明显偏慢，在首次加息之后的2016年仅在年底加息一次。虽然劳动力市场持续改善，失业率降至5%以下，但在全球经济的拖累下，美国经济难以独善其身，2016年GDP同比增速回落至1.7%。叠加全球需求走弱导致的商品价格下滑，使通胀距离目标仍有距离。在美国总统特朗普上任之后，推出的减税等法案开始发挥作用，美国经济2017年开始明显回升，就业数据仍然很强，通胀也趋于接近目标水平，支持美联储在2017和2018年渐进式加快了加息节奏。总的来看，本轮加息周期内美国经济表现还是相对平稳的，与耶伦主张以双重目标为长期均衡目标、但允许通胀与就业目标之间相机抉择、灵活分配双重目标权重的最优控制方法有分不开的关系。

图 17 (2015-2018 年加息周期美国核心 PCE 同比, %)



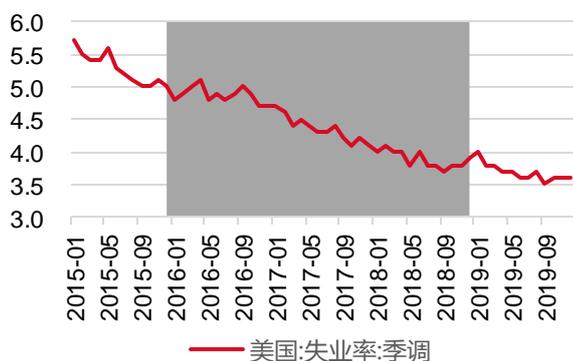
资料来源：美国劳工部，美国经济分析局，东海证券研究所

图 18 (2015-2018 年加息周期美国经济增速, %)



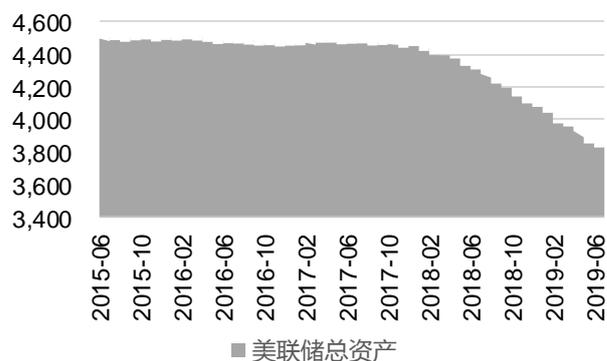
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 19 (2015-2018 年加息周期美国失业率, %)



资料来源：美国劳工部，美国经济分析局，东海证券研究所

图 20 (2015-2018 年加息周期美联储总资产, 十亿美元)



资料来源：美联储，东海证券研究所

4.美联储本次加息的背景

4.1.美联储货币政策框架的再一次调整

在过去的十几年中，由于泰勒规则的多次修正，其中隐含着美联储对于双重目标制权重发生了一定的变化，尤其是在 2008 年金融危机以后，在实际运用过程中，更加注重增长。

鲍威尔掌舵下的美联储货币政策框架调整。2020 年 8 月 27 日，美联储宣布对长期目标和货币政策战略声明进行更新。其中最重要变化就是寻求实现一段时间内平均 2% 的通胀率，也就是所谓的“平均通胀制”，通胀率持续低于 2% 时采取适当货币政策，容忍通胀率在一段时间内超过 2%，以实现平均通胀率 2% 的长期目标。另一方面，对就业的重视程度有所提高，将表述中两大目标，通胀和就业的先后顺序互换，就业在前；明确定义最大就业是一个基础广泛和包容的目标，无法直接衡量，并随着时间的推移而变化，进行货币政策调整的依据是最大就业“缺口 (shortfall)”而非“偏差 (deviation)”，隐含的寓意是单向的，可能会容忍就业超预期。再者，框架中提到可持续地实现最大就业和价格稳定取决于稳定的金融体系，明确了金融体系的稳定也是实际操作中重要的考量因素之一。从当时框架调整的变动来看，可能预示着低利率将持续更长一段时间，此前美联储官员预计至少到 2022 年年底不会加息，间接造成了此轮加息周期起点偏晚。

4.2.现代货币理论的影响

“现代货币理论”大抵诞生于 20 世纪 90 年代，其理论渊源最早可以追溯至一百多年前。基本观点与政策主张如下：首先，现代货币理论所强调的“现代货币”体系实际上是一种政府信用货币体系。其次，现代货币理论认为主权货币具有无限法偿，没有名义预算约束，只存在通胀的实际约束。再次，现代货币理论主张功能性财政，即应由财政代替央行承担实现充分就业和稳定通胀的职能。虽然美联储以及美国财政部在疫情后实行的政策并不能完全同 MMT 划等号，但“财政货币化”等政策可能已经深受 MMT 的影响，与推高通胀有一定的关系。

4.2.1.美联储史无前例的宽松政策

疫情前已开启预防性降息周期。在 2020 年新冠疫情冲击全球经济之前，美联储已经于 2019 年 8 月开启新一轮的降息周期，连续 3 个月各降息 25 个 BP，为了避免缩表与降息的货币政策方向冲突，于 2019 年 8 月提前结束缩表，并在 10 月开始购买短期债券，并非 QE，主要为了维护货币市场的平稳运行。

疫情对全球经济和金融市场造成了明显冲击。新冠疫情爆发以后，在全球金融市场引起了动荡，美股在一个月内出现了 4 次熔断，全球股市大幅下挫，包括黄金在内的避险资产均遭到抛售，出现了美元流动性紧张。此后疫情开始影响实体经济，各国均受到疫情压力而进入了紧急状态，经济陷入停滞，就业压力飙升。在此期间，美国采取了大规模的刺激政策。

美联储迅速反应，并启用史无前例的宽松政策。在金融市场刚开始出现反应时，美联储就大幅放宽货币政策、2020 年 3 月两次紧急降息，将利率降至 0%、以及无上限的 QE 政策、重启次贷危机时的货币工具、推出多种工具全方位向经济投放流动性。截至 2022

年4月，随着Taper的结束，整个资产负债表规模接近9万亿美元，是本轮QE启动前规模的2倍以上，意味着后期缩表回收流动性的时候压力也会较大。

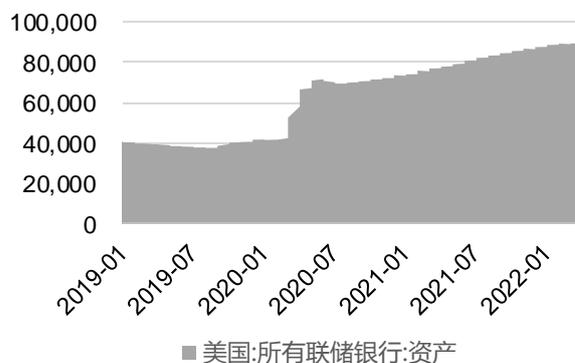
美联储大幅宽松助推了货币增速历史性高增长。2021年2月美国M2同比增速高达26.96%，远高于次贷危机后峰值10%左右的水平，流动性非常充裕，同时也推动了资产价格的上涨。

图 21 (2019 年至今美国联邦基金目标利率, %)



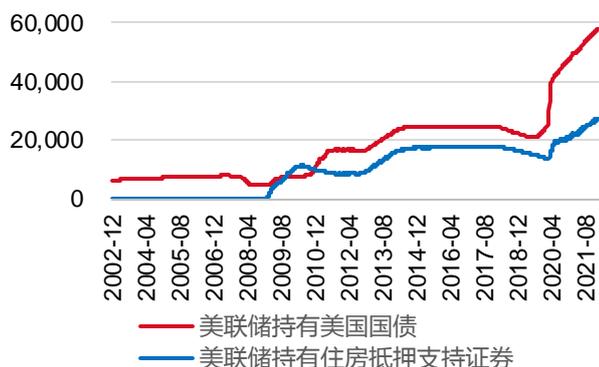
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 22 (2019 年至今美联储资产负债表规模, 亿美元)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 23 (美联储持有美国国债以及 MBS 规模, 亿美元)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 24 (美国 M2 当月同比, %)



资料来源：美联储，东海证券研究所

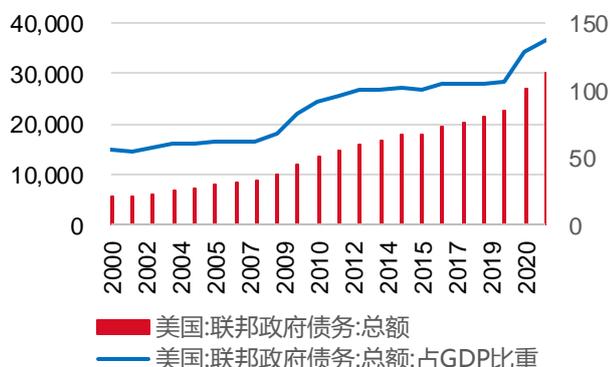
4.2.2. 疫情后多轮财政刺激

史无前例的财政刺激计划。2020年3月-2021年1月，美国先后通过了4轮主要的援助计划，均为缓解疫情所带来的影响，分别包括了2.3万亿美元 CARES 法案（2020年3月），4840亿美元的薪资保护计划（2020年4月），9000亿美元的经济纾困法案（2020年12月），1.9万亿美元的经济救助计划（2021年3月）。除了支持抗疫，提供贷款，为企业提供帮助，提供失业救济以外，还分多次直接向居民发放现金，促进消费回升。此外在2021年11月，美国总统拜登正式签署规模为1.2万亿美元的基建法案（实际新增支出为未来5年合计5500亿美元），虽然规模较最初提议的2.25万亿美元，缩水幅度较大，但仍能在一定程度上推动美国经济增长。总的来看，疫情后美国推出的多轮财政刺激计划规模已远大于2008年金融危机时奥巴马政府推出的8000亿美元刺激计划。

美国政府债务规模加速增长。结合此前特朗普上台后包括减税等刺激政策，又受疫情后大规模的财政刺激措施影响，2020财年美国财政预算赤字达到创纪录的3.1万亿美元，

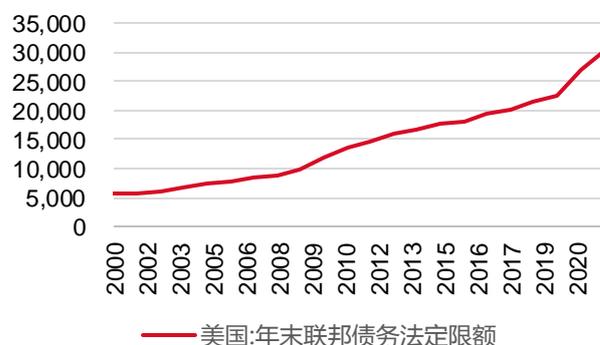
是 2019 年赤字的三倍以上,2021 年财年继续维持在 2.8 万亿美元的历史第二高水平。2021 年年末联邦政府债务总额突破了 30 万亿美元,占 GDP 比重跃升至 137.2%,而 2019 年疫情前仅为 106.8%。长远来看,其外溢性可能给全球经济及资本市场带来一定风险。

图 25 (美国联邦政府债务总额及占 GDP 比重)



资料来源：白宫预算管理局，东海证券研究所

图 26 (美国年末联邦债务法定限额, 十亿美元)



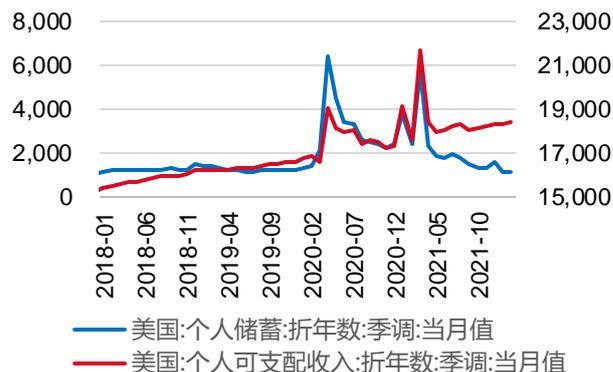
资料来源：白宫预算管理局，东海证券研究所

图 27 (美国政府财政赤字, 十亿美元)



资料来源：白宫预算管理局，东海证券研究所

图 28 (美国个人储蓄及人均可支配收入, 十亿美元)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

4.3.经济复苏进入下半场

新冠疫情给全球主要经济体都带来了不同程度的衰退,对美国经济的负面冲击也远远超过了 2008 年的金融危机。在天量财政以及货币政策的支持下,美国经济逐步从疫情中复苏,但在复苏过程中也随着疫情的反复出现了一定波动。此外,财政补贴对居民消费的拉动力边际走弱,高通胀下居民薪资虽然在增长,但实际薪资已开始回落,对消费也会造成一定的负面影响;供应链恢复下,补库存仍有望持续一段时间,但下半年回落可能性较大;拜登后续政策推动陷入泥潭,全球制造业景气度回落,企业资本开支意愿可能逐渐下降,投资或或将面临回落;房地产景气度高点已过,可能性也同样较大。总的来看,本轮美国经济的高点可能已过,疫情后的复苏进入了下半场。美联储在 3 月议息会议中下调了 2022 年的美国经济增速至 2.8%,从近十年来看,这仍然是一个相对较高的增速,距离衰退仍有一段距离。

2022 年一季季度美国实际 GDP 环比折年率为 -1.4%,低于市场预期,较去年四季度回落了 8.3 个百分点,去年三季度主要受到了德尔塔变异病毒的影响,而奥密克戎病毒的

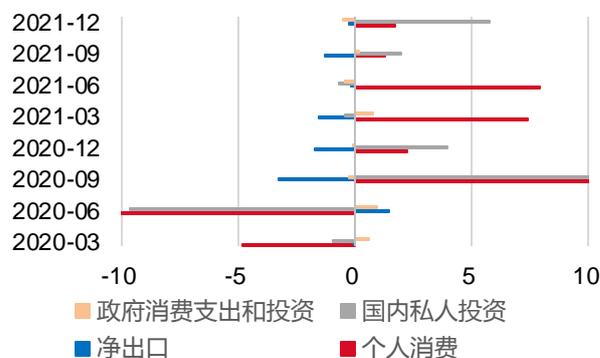
影响可能主要体现在了 2022 年一季度，二季度在低基数下将有所反弹，但三季度后可能会继续回落。

图 29 (美国 GDP 不变价环比折年率及同比, %)



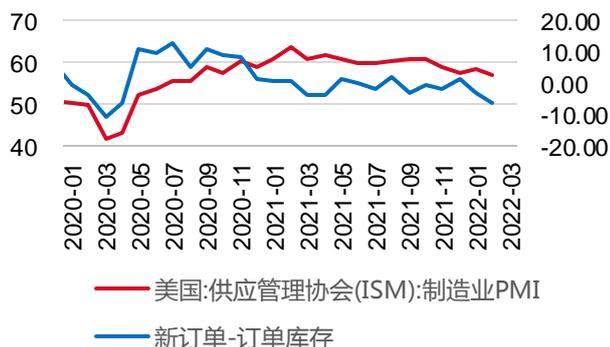
资料来源: 美国经济分析局, 东海证券研究所

图 30 (美国 GDP 分项对环比的拉动率, %)



资料来源: 美国经济分析局, 东海证券研究所

图 31 (美国 ISM 制造业 PMI 及新订单-库存差值)



资料来源: 美国供应商协会, 东海证券研究所

图 32 (美国已开工新建私人住宅同比, %)



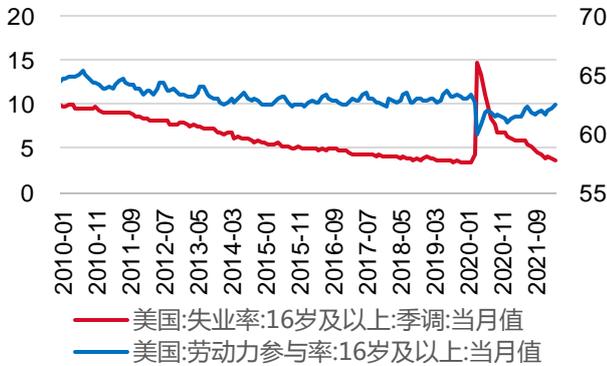
资料来源: 美国人口普查局, 东海证券研究所

4.4. 失业率已位于低位

劳动力市场强劲。美国失业率已从 2020 年 4 月高位 14.8% 逐步回落至 2022 年 3 月的 3.6%，目前已处于历史低位，距离疫情前 3.5% 的失业率水平仅一步之遥。但另一方面，由于疫情改变了部分人的生活习惯，在现金补贴结束后也没有立即回到就业市场，此外也有部分人因为提前退休离开了就业市场，这也是导致劳动参与率虽然有所回升，但仍然没有回到疫情前水平的重要原因。3 月劳动参与率为 62.4%，虽然较上月继续上升 0.2 个百分点，但距离疫情前 63% 以上的水平仍有些许距离。

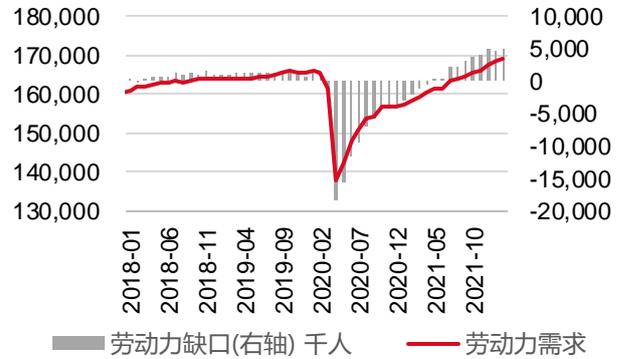
劳动力缺口助推薪资水平的上涨。2 月非农部门职位空缺数终值达到 1127 万个，职位空缺率仍维持在 7.0% 的高位，而 3 月的就业人数虽然已接近疫情前水平，但若考虑自然增长率，仍有比较大的缺口。虽然 3 月非农数据呈现出了服务业的就业人口正在回归的迹象，但短期劳动力缺口大幅收窄的可能性很低，就业市场整体仍会偏紧，从供需层面上支撑了薪资上涨。

图 33 (美国失业率与劳动参与率, %, %)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 34 (美国劳动力需求人数, 千人)



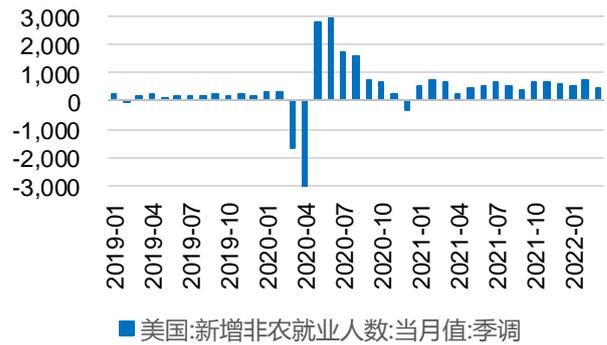
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 35 (美国就业人数, 千人)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 36 (美国新增非农就业人数, 千人)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

4.5. 通胀可能逐渐见顶

通胀持续创新高。美国通胀在 2020 年的表现相对还是较为平稳的，但进入 2021 年以后，通胀开始快速上升。根据美国劳工部的数据显示，2022 年 3 月美国 CPI 同比继续上升至 8.5%，续创 40 年以来新高，环比 1.2% 也为 2005 年以来最大涨幅。而美联储更为关注的 PCE 通胀 3 月同比为 6.6%，较前值上升 0.3 个百分点，继续刷新 40 年以来新高。

引起本轮通胀的原因：1. 疫情后供需错配的格局。大规模的财政刺激助推了美国的消费需求在疫情后恢复速度要明显快于供给，而供给端却不停地受到疫情反复的扰动，供应链紧张成为了全球性的问题。2. 大宗商品价格的上涨。一方面疫情后大放水导致流动性的过于宽松，大宗商品作为资产获得了市场的青睐；供需格局错配也从基本上推动了商品价格的上涨；2022 年初俄乌冲突又进一步加剧了上游能源价格的上涨，增加了不确定性。3. 薪资上涨。前文提到了劳动力缺口导致薪资的上涨，而通胀大幅走高又导致居民实际收入其实是下降的，容易进一步提升对薪资的要求，进而形成薪资-通胀螺旋上升。

往后看，3月CPI中也显示出了压力有缓解的迹象，但持续性仍有待观察。首先核心CPI季调环比0.3%，为2021年9月以来最低；再次，CPI中的重要分项二手车和卡车价格环比-3.8%，为1969年以来最大单月跌幅，也是连续第二月下跌，可能显示出耐用品消费开始逐步走弱。此外，进入4月以后通胀的基数抬升会比较明显，另一方面美联储紧缩预期的强化导致需求的回落以及疫情影响消退后供应链的逐步恢复，美国通胀可能已在筑顶阶段，但出现明显回落可能还要等到三季度以后。

图 37 (美国 CPI 及核心 CPI 同比, %)



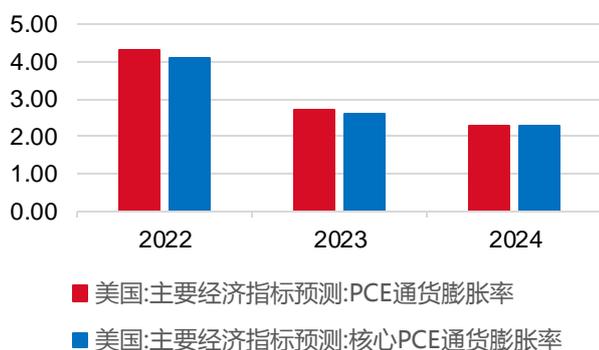
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 38 (美国 PCE 及核心 PCE 同比, %)



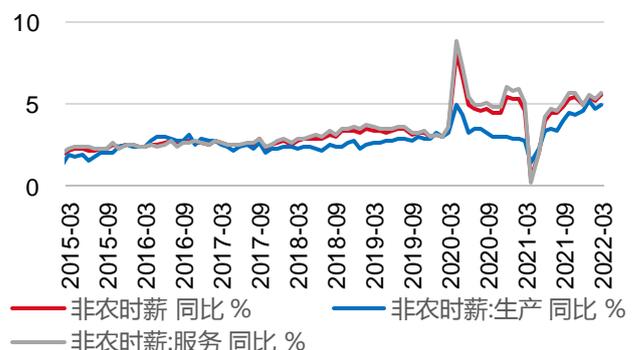
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 39 (美联储目标 PCE 通胀, %)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 40 (美国薪资同比, %)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

4.6. 货币政策收紧已滞后，全年可能前鹰后鸽

宽松的货币政策有利于短期经济的增长，但长期过于宽松的货币政策会导致经济高通胀、低增长，造成“滞涨”。美国战后凯恩斯主义盛行，致力于促进增长，增加就业，通过了《就业法案》，取得了较好的效果。但在六十年代、七十年代货币政策过于宽松，最后叠加石油危机等因素，造成了历史上极严重的滞涨。据我们测算，在此期间美国联邦基金利率远低于泰勒规则测算值，在需要降低利率时降得比测算值低，在需要加息时加得比测算值少。

在货币主义占主导期间，联邦基金利率总体与测算值保持一致。在八十年代，货币政策偏紧，联邦利率高于测算值；在1988年到2002年两者基本一致。在此期间，叠加全球化分工加速等因素影响，物价总体保持稳定略降，比较合适的货币政策可能是保持物价总体稳定的重要因素。

2002 年以来，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，联邦基金利率大部分时间都明显低于泰勒规则测算值，货币政策可能已经在较长时间内处于过度宽松状态。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，而不是通过调整通胀目标来推迟货币收紧时间。由于这次加息时间过迟，“相机抉择”带来的不利影响可能会比较大。

图 41 (美国联邦基金利率与泰勒规则测算的利率, %)



资料来源：美联储，美国经济分析局，美国国会预算办公室，东海证券研究所

本轮加息节奏滞后。对比前几次加息周期来看，美联储往往是在通胀势头上升之前，就提前做出应对。但在上世纪八十年代以后美国再也没有经历过如此高的通胀，货币政策框架也发生了较大的改变，此次应对高通胀相对措手不及；平均通胀目标制的改变也可能间接导致了前期对通胀的过于乐观；从泰勒规则的历次修正来看，美联储可能相对于通胀，更加注重于就业；俄乌局势的不确定性推高了上游能源价格，导致通胀压力进一步上升。总的来看，美联储本次加息的节奏明显滞后，通胀水平远高于前几次加息周期开启之时，这也导致了市场普遍认为后续加息的节奏可能会更快，不然无法应对高企的通胀。

美联储对通胀态度有了巨大的转变。目前美国的通胀水平已经远超长期目标，美联储也在 2021 年 12 月的会议声明中删除了之前一再提出的关于“通胀是暂时的”表述，2022 年 3 月启动加息，5 月加快加息节奏，并宣布于 6 月 1 日开启缩表。在 5 月议息会议后的新闻发布上，美联储主席鲍威尔表示，通货膨胀显然超出预期，通胀仍有可能进一步超预期。将通胀恢复至 2% 可能会带来一些痛苦，但不解决通胀的话痛苦将会更多。美联储目前的政策核心就是控制高通胀，在此情形下不排除重现沃尔克时刻的可能。

缩表于将 6 月 1 日开始。美联储在 5 月的议息会议声明中表示将于 6 月 1 日开启缩表。缩表路径与 3 月会议纪要披露的基本一致，三个月内由每月削减 475 亿美元（300 亿美元国债+175 亿美元 MBS）升至上限 950 亿美元（600 亿美元国债+350 亿美元 MBS），节奏约为上一轮缩表的两倍。

近两次会议加息节奏仍可能会非常快。5 月议息会议已加息 50 个 BP，在新闻发布会上，鲍威尔表示，当前距离中性利率水平还有很长的路要走，FOMC 估计中性利率在 2% 至 3% 之间，并没有积极地考虑单次加息 75 个基点的可能性。从他的发言来看，降低了往后几次会议加息 75 个 BP 的可能性。但根据泰勒规则及经过修正后的伯南克和伊文思规则测算，去年下半年美联储就应该开始加息，滞后的加息，意味着近期美联储仍将保持较快

的加息节奏。所以鲍威尔也表示，在接下来的几次会议上，各加息 50 个基点是可能的选项。

前鹰后鸽的加息周期。通胀在没有其他突发因素的影响下，可能已逐步进入筑顶阶段，叠加美联储快速加息，或将扭转通胀预期上升的趋势。从经济层面来看，美国此轮经济高点可能已过，一季度 GDP 负增长后，二季度可能会有回升，短期仍有韧性，但下半年回落或是大概率事件，在经济回落过程中加息可能会进一步加速经济的下滑，若下半年通胀有所缓和后，政策重点或又逐渐转为经济增长，9、11、12 三个月的加息节奏或有所放缓。

5. 结论与建议

美国上世纪七十年代大滞涨及之前阶段，主要是凯恩斯主义主导，货币政策过于宽松，叠加石油危机等因素影响，产生了严重的滞涨。之后，货币主义成为主导，货币政策总体适度，联邦基金利率总体与泰勒规则的测算值较为接近物价总体控制较好。进入二十一世纪后，美国政府促进经济增长的愿望增强，现代货币理论（MMT）的影响增加，货币政策总体偏宽松，财政刺激力度前所未有，目前加上去全球化和地区冲突导致的国际供应链重构、“碳约束”等因素，通胀和经济形势不容乐观。

从导致通胀的原因来看，这次的通胀与六十年代、七十年代有些类似，前期货币政策、财政政策均很宽松。如果受国际地缘危机等影响，商品价格受到比较大的冲击，通胀可能会维持在相对高位，回落速度可能会放缓，后期不排除继续上升的可能。同时，受快速加息影响，经济增速可能会低于预期，给货币政策带来两难选择。在美国更重视就业和经济增长的情况下，后期放缓货币紧缩速度的可能性偏大。

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。由于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。

中国国内价格控制较好，通胀压力较小，疫情后货币政策很早就已实现正常化，国内货币政策的工具箱较为丰富，虽受全球流动性收紧影响，但宽松仍有一定空间。看好中国产业链供应链的完整性，在美元加息背景下，中国要实现经济增长目标估计会加大财政支持力度，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。

6. 风险提示

- 1、国内需求及产业链供应风险。
- 2、地缘局势发展超预期。

分析师简介:

胡少华, 胡少华: 博士, 正高级研究员, 东海证券研究所宏观策略分析师, 2014年开始从事证券研究, 曾从事期货研究3年, 有多年企业和政府工作经验。

刘思佳, 东海证券研究所宏观策略分析师, 五年证券研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号东海证券大厦

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

北京东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089