

## 宏观点评 20230503

# 加够了还是加多了？美联储暂停加息那些事

2023年05月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《4月政治局会议：一个核心和三条主线》

2023-04-28

《利润复苏的“胜负手”可能在出口》

2023-04-27

- **Hike in May and stay away.**—美联储很可能在5月加息后就收手，问题是本轮加息迄今究竟是加够了还是加多了？鉴于银行业危机以来美联储一直面临着信贷紧缩和通胀压力的再平衡，我们预计本次会议将释放如下信号：
  - 一是美联储倾向于认为加够了，理由是信贷紧缩可以替代加息来抑制需求和通胀。因此，本次会议将不再保留“一些额外的政策收紧可能是适当的”利率前瞻指引。
  - 二是后续加息的可能性并非为零。虽然利率已经处于足够限制性的水平，但由于通胀高企和就业稳健，美联储并没有绝对信心排除有进一步提高政策利率的可能性，这也意味着年内降息不大可能出现（图1）。
  - 三是信贷紧缩对宏观经济影响仍待观察。虽然银行业危机的风险已经缓释，但由于危机后银行贷款标准和条款进一步收紧，美联储仍需要花一些时间来评估信贷收紧对国内经济的滞后影响（图2-3）。
- 由此可见，与历史上美联储的暂停加息相比，这一次美联储在态度上是“有保留”的。既然加息已经告一段落，市场后续关注的焦点无疑是从“暂停加息”到离“降息”还有多远？对此，我们考察了1980年以来的八次美联储从暂停加息到开始降息的情景（图4）。
- 如图5所示，根据前期加息对经济产生紧缩效应的不同，降息的原因主要被归纳为两种类型：预防式降息和危机式降息。且两种不同的原因下从暂停到降息的距离也存在差异。
  - 一种是加够了后的预防式降息，由于紧缩效应有限，经济并未衰退，降息幅度也有限。预防式降息的目的是及时对冲经济下行风险，暂停加息后距离降息时间短，且降息幅度小。1995年及1997年不仅暂停加息后5个月便开始降息，且降息幅度仅为0.75%。
  - 1995年一直作为美联储“未雨绸缪”的预防式降息模板，暂停加息后5个月降息。虽然墨西哥金融危机导致美国经济有走弱迹象，但仍保持在健康增长区间，增加了联储的政策空间。联储抓住机会，在经济尚未萌芽明显放缓之际，预防式降息，最后成功实现软着陆。
  - 另一种是加多了后的危机式降息，前期紧缩效应加剧经济失衡，如图6所示，美联储在衰退前进行紧急大幅降息。危机式降息背后的主要原因是经济结构失衡，随后3-4个月伴随着衰退的来临。在此种情形下从暂停加息到降息的距离时间长，且降息幅度大。
- 2007年的大危机为典型代表，15个月后才开始降息。前期货币紧缩过度下，房地产市场供需持续失衡。泡沫刺破后，引发大衰退。随后大幅降息至0利率水平。
- 综合来看，美联储一般会在“加够了”的情景“主动布局”，在“加多了”的情景下“被动补锅”，因此前者在暂停时间和随后的降息幅度上均要少于后者。具体来看，暂停加息后平均半年开始降息（图7）。从前期加息程度上观察，如果是加够了，平均5个月开始降息。但如果是加多了导致的降息，从暂停到降息的距离平均为8个月。
- 对照当前美国整体情况，与第一种情形更为相似。虽然市场押注第二季度开始衰退的“共识”在升温，但基准情形下未来3个月衰退应该不会发生。一是劳动力市场稳健，消费复苏动能仍在延续；二是长端利率破4%回落带动抵押贷款利率下降，房地产市场企稳；三是银行业危机传染性不足，本次是流动性问题，尚未触发信用风险。综合上述三种原因，年内衰退风险有限。但值得注意的是，当下通胀压力迟迟未解，本次暂停时间将长于历史平均。因此将支撑美联储在本次加息后维持利率“更长，更久”。衰退与降息或在2024年同步出现。

**风险提示：**金融体系流动性风险超预期；恐慌情绪蔓延超预期；美国通胀超预期或俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动。

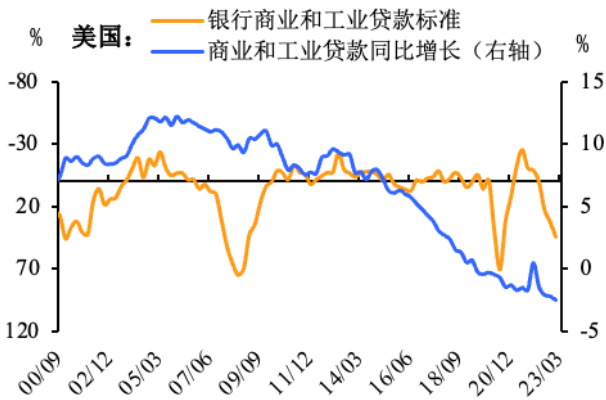
图1: 历次美联储“暂停加息”时的表述和事后结果

日期	前瞻指引表述	表述类型	暂停加息时利率水平
1994/08	“美联储将继续监测经济和金融发展，以衡量政策的适当立场。 <u>但是，这些措施至少在一段时间内是足够的。</u> ”	误判	4.75%
1995/02	“现在已经采取了足够的紧缩措施。”	坚决	6.0%
1997/03	“ <u>目前的环境要求仔细监测新的事态发展</u> ，委员会迅速采取行动，以应对价格通胀上升和更高的通胀预期风险。”	有保留	5.5%
2000/05	“根据现在已有的价格稳定和可持续经济增长的长期目标， <u>委员会认为风险主要集中在可预见的未来产生更大通胀压力的条件上。</u> ”	有保留	6.5%
2006/06	“为应对风险而可能需要的任何额外紧缩措施的程度和时间 <u>将取决于通货膨胀和经济增长前景的演变。</u> ”	有保留	5.25%
2018/12	“委员会判断， <u>在联邦基金利率的目标范围内进一步逐步提高</u> ，很可能符合FOMC的政策目标。”	误判	2.5%

备注：1994年8月和2018年12月事后来看都判断错了

数据来源：美联储，东吴证券研究所

图2: 银行贷款标准的收紧影响信贷增长



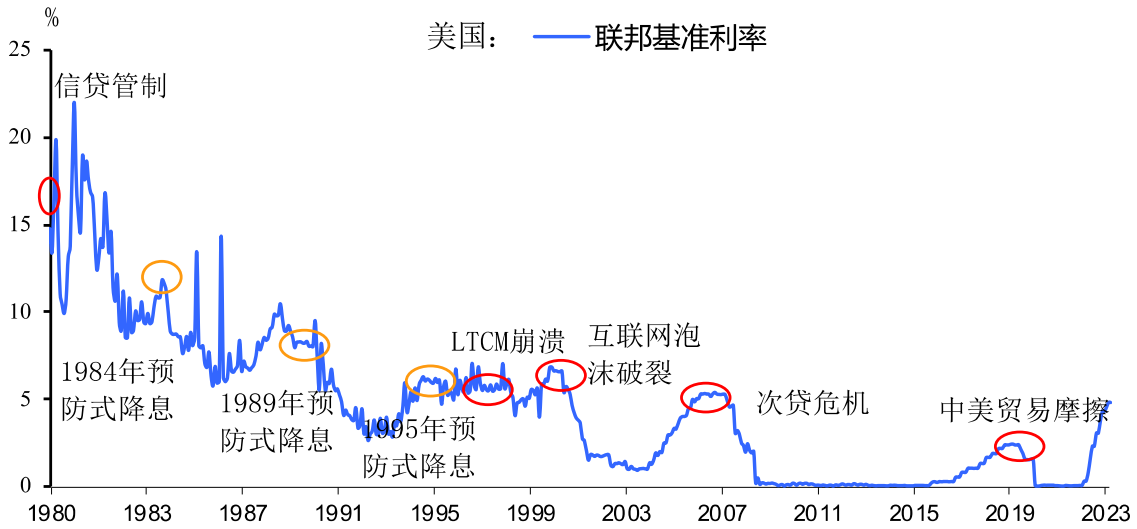
数据来源：Fred，东吴证券研究所

图3: 美国信贷紧缩将削弱美国劳动力市场



数据来源：Fred，东吴证券研究所

图4: 美联储降息触发因素



注: 黄色标注为预防式降息, 红色标注为危机式降息。

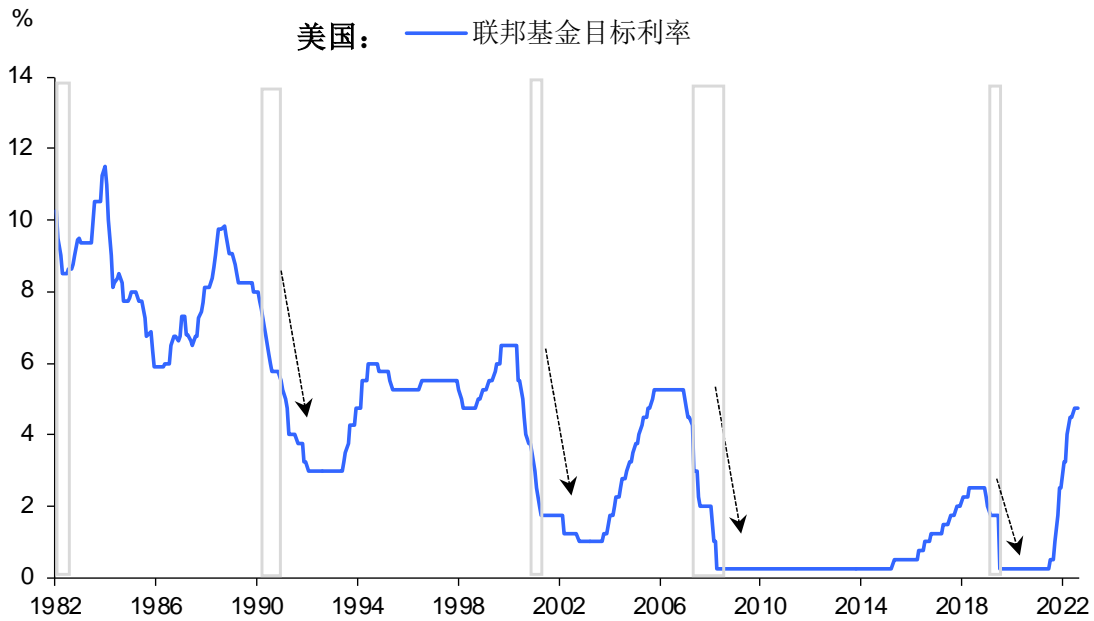
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图5: 美联储降息触发因素

			经济状况						就业情况				通胀表现		
最后一次加息	开始降息	暂停持续时长(月)	最后一次加息GDP	开始降息GDP	GDP收缩	最后一次加息制造业PMI	开始降息制造业PMI	制造业PMI收缩	最后一次加息新增非农就业(万人)	开始降息新增非农就业(万人)	最后一次加息失业率	开始降息失业率	最后一次加息CPI同比	开始降息CPI同比	CPI变化
1980/03	1980/04	1	2.4%	2.4%	0.0%	43.6	37.4	-6.2	11.1	-14.5	6.3%	6.9%	14.8%	14.7%	-0.1%
1984/04	1984/10	3	6.9%	5.6%	-1.3%	53.0	50.8	-2.2	24.3	28.5	7.5%	7.4%	4.3%	4.3%	0.0%
1989/02	1989/06	4	4.3%	3.9%	-0.4%	54.1	47.3	-6.8	26.6	11.4	5.2%	5.3%	4.8%	5.2%	0.4%
1995/02	1995/07	5	3.5%	2.7%	-0.8%	55.1	50.7	-4.4	19.6	9.4	5.4%	5.7%	2.9%	2.8%	-0.1%
1997/03	1998/09	6	4.3%	4.9%	0.6%	53.8	48.7	-5.1	31.5	20.8	5.2%	4.6%	2.8%	1.5%	-1.3%
2000/05	2001/01	8	5.2%	2.2%	-3.0%	53.2	42.3	-10.9	21.7	-1.1	4.0%	4.2%	3.2%	3.7%	0.5%
2006/06	2007/09	15	2.3%	2.2%	-0.2%	52.0	51.0	-1.0	8.1	8	4.6%	4.7%	4.3%	2.1%	-2.2%
2018/12	2019/08	8	2.2%	2.3%	0.1%	54.3	49.1	-5.2	18.3	23.2	3.9%	3.7%	1.9%	1.7%	-0.2%

数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图6：经济软着陆或衰退较浅



数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图7：历次降息前平台期时长

最后一次加息	开始降息	暂停持续时长 (月)
<b>预防式降息</b>		
1984/04	1984/10	3
1989/02	1989/06	4
1995/02	1995/07	5
1997/03	1998/09	6
平均		5
<b>危机式降息</b>		
1980/03	1980/04	1
2000/05	2001/01	8
2006/06	2007/09	15
2018/12	2019/08	8
平均		8
整体平均		6

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>

