

2022 年 03 月 13 日

证券分析师 陶川

执业证号: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

市场为何预期美联储加息、降息、再加息？

- 随着美联储 3 月加息的临近，市场已经为 2022 年美联储的快速加息做好了准备。然而，俄乌战争爆发后出现了一个奇怪的现象，即市场预期美联储在这轮加息周期中有一次小幅的降息（图 1）。正如图 1 所示，当前市场预期美联储到 2023 年底加息 8 次，然后小幅降息后再加息，而非战争爆发前所预期的相对缓慢的持续加息。
- 为什么会出现上述预期？美联储有什么理由用短暂的降息来中断一轮快速的加息周期？我们认为是俄乌战争使市场意识到，美联储未来很可能会以一次小的经济衰退为代价来遏制通胀。
- 从短期来看，俄乌战争后美国通胀的风险比经济放缓更迫在眉睫。如图 2 所示，2022 年以来美国通胀的飙升的幅度已经超过了 20 世纪 60 年代末，而俄乌战争的爆发很可能使其比肩 20 世纪 70 年代的大通胀；与之同时，由于疫情后名义利率一直保持低位，通胀的飙升导致美联储实际的政策利率在负区间进一步下行，其结果就是货币政策的宽松程度远远超过 20 世纪 60-70 年代（图 3）。可见如果美联储如果不快速加息，只会进一步助长通胀，尤其是经济还叠加了供给冲击。
- 从中期来看，2023 年美国经济的衰退风险是切实存在的。虽然以快速加息打击需求的方式来抑制通胀并非良策，但 2022 年的美联储别无选择，其直接结果就是美债的收益率曲线很可能在 2023 年出现倒挂。从近期美债市场的表现来看，10 年-2 年期的利差已不足 30bp，虽然有可能在年内出现倒挂，但我们对此并不担忧，因为其在 1998 年 6 月也曾出现倒挂，但并未预见经济衰退（图 4）。更值得关注的 10 年-3 个月曲线，其自 1970 年以来的倒挂均预见了经济的衰退，由于其当前仍高达 160bp，因此美联储至少要加息 150bp 以上才可能出现倒挂，这也意味着在加息 6 次之后，美国经济衰退的风险将显著加大。
- 美债收益率曲线出现倒挂后美联储还会加息吗？是的，由于供给端的问题在 2022 年不会明显缓解，即便加息抑制了需求，我们更新后的通胀模型预测到 2022 年底，美国的核心通胀仍将超过 4%，通胀在这一水平上仍将打压美国消费者信心，也是美联储无法接受的。因此，美联储将无视收益率曲线的倒挂继续加息，直至经济濒临衰退。从当前的来看，市场似乎相信 2023 年以后美联储可以通过小幅的加息来避免衰退，但如果之后通胀风险未消，美联储仍将重回加息。
- 上述情景的演绎对资产配置有什么启示呢？我们认为主要的确定性是黄金。从历史来看，当美联储为跟上通胀形势持续加息直至经济走向衰退时，黄金均有良好表现。比如在 20 世纪 70 年代，美联储两次被迫应对通胀而加息直至经济陷入衰退，黄金的涨幅分别高达 113% 和 244%，而在 2017 年前后美联储同时加息和缩表时，黄金也上涨了 15%。因此，尽管我们在今年就旗帜鲜明地看好黄金，在即将到来的这一轮美联储加息进程中，我们预期金价将继续上涨，在未来 12 个月内升至 2300 美元/盎司。
- 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期

1、《宏观月报 20220310：破 7 后再破 8？美国通胀还能超市场预期多久？》2022-03-10

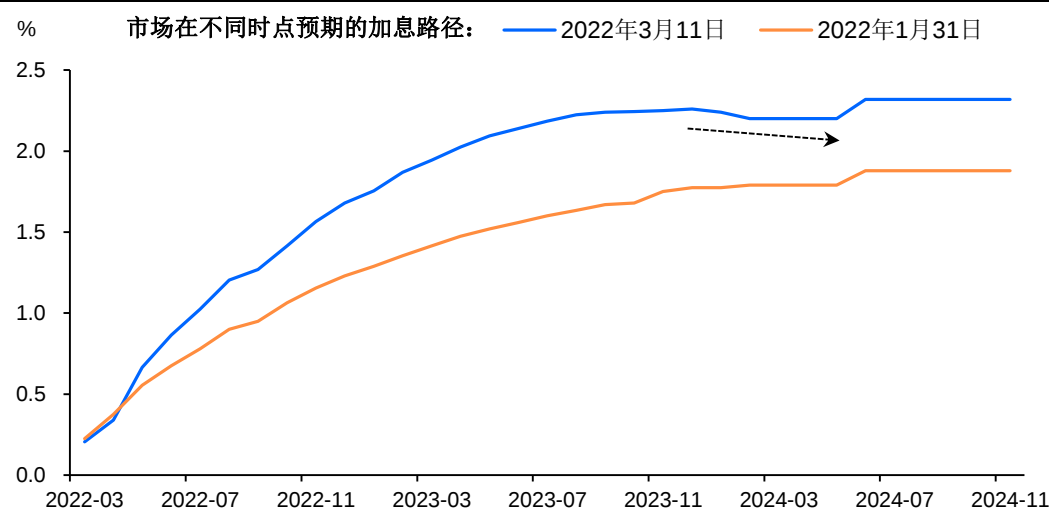
2、《宏观月报 20220309：重回 1973？原油禁运对通胀的影响有多大？》2022-03-09

3、《宏观月报 20220307：出口份额结构变化的隐忧：一个动态追踪框架》2022-03-07

4、《宏观周报 20220305：76 个“稳”字释放了怎样的政策新信号？》2022-03-05

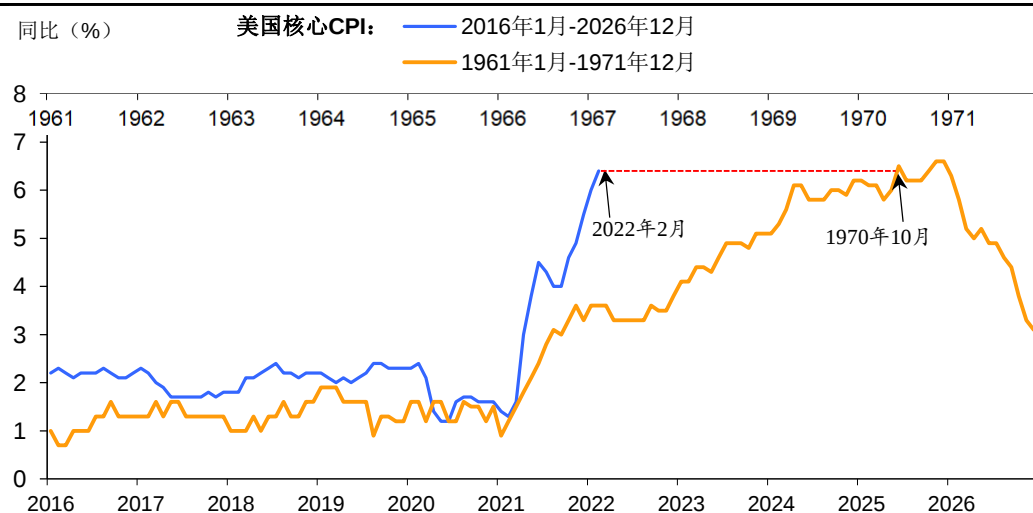
5、《宏观周报 20220302：是时候铜价创新高了》2022-03-02

图 1：俄乌战争爆发后，当前市场预期美联储将在加息 8 次后小幅降息



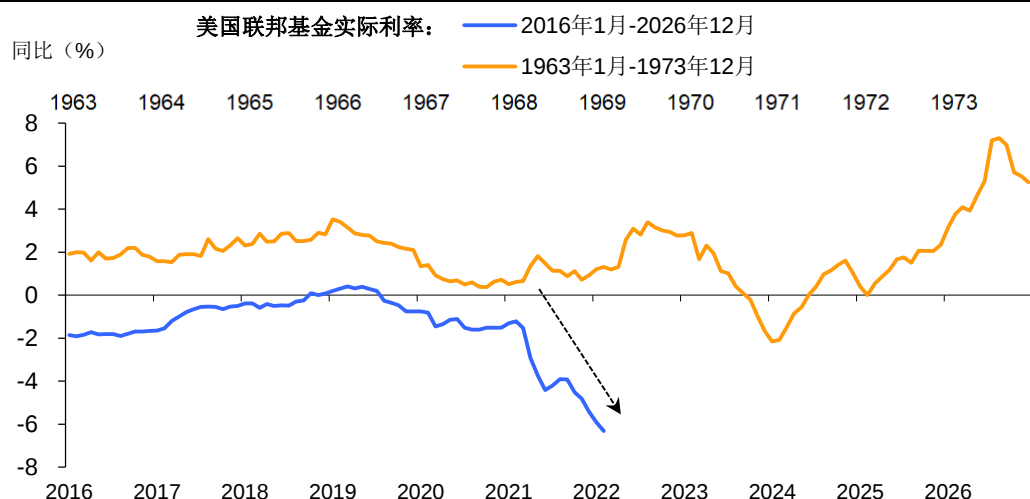
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：俄乌战争下，美国通胀风险已经大于 20 世纪 60 年代末和 70 年代初



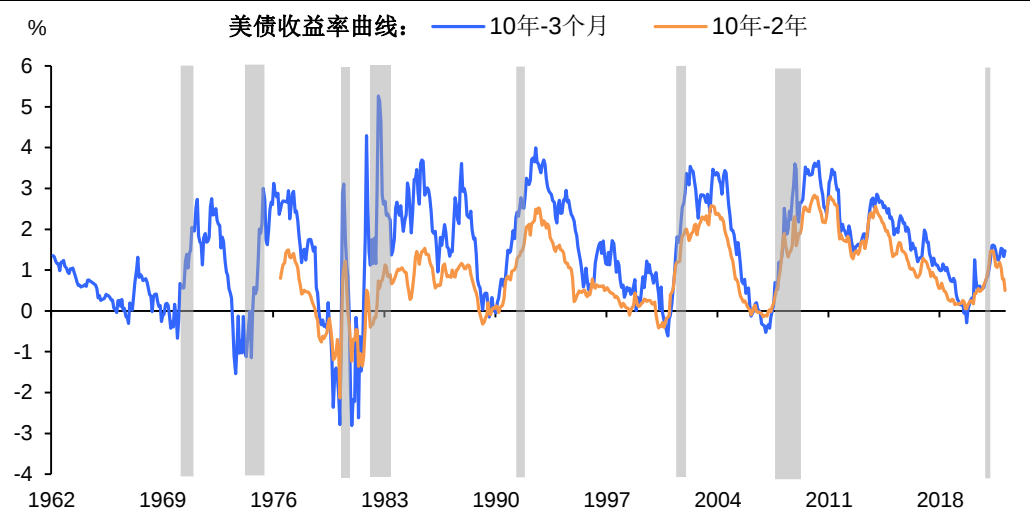
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：与 20 世纪 70 年代相比，当前美国实际利率的下行表明货币政策更为宽松



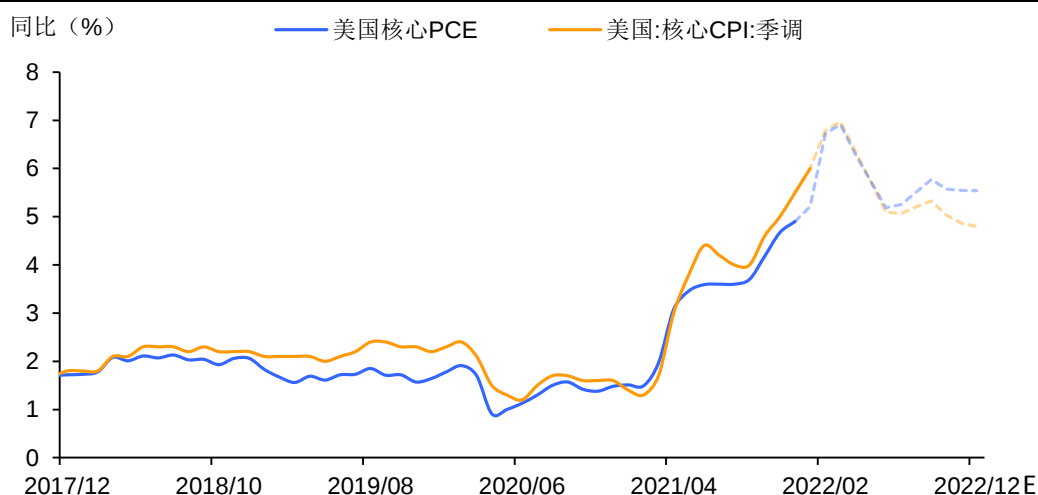
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：2023 年美债收益率曲线（10 年-3 个月）的倒挂将发出经济衰退的信号



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5: 我们的模型显示到 2022 年底, 美国核心通胀仍有可能保持在 4%以上



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

表 1: 历史上美联储因通胀飙升而被迫快速加息或美联储同时加息和缩表时, 黄金价格也是上涨的

美联储加息时期	加息幅度	加息开始时金价	加息暂停时金价	金价涨幅
1972 年 2 月-1973 年 9 月	748bp	48 美元/盎司	103 美元/盎司	113%
1977 年 1 月-1979 年 12 月	917bp	132 美元/盎司	455 美元/盎司	244%
2016 年 12 月-2018 年 4 月	115bp	1157 美元/盎司	1335 美元/盎司	15%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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_39401

