



李迅雷：本轮美联储收紧货币对全球资产价格的影响有何不同？





随着美联储退出 QE 和加息的态度越来越明确，市场上有大量研究聚焦在美联储历次收紧对资产价格的影响，以便鉴往知来。本文则从两个不寻常的现象说起，聚焦于分析本轮收紧面临的宏观背景有何不同，以及对经济和资产价格的影响有何不同，为投资者的大类资产配置提供参考。

主要结论：

本次收紧预期形成后至少有以下两个表现与以往明显不同：1) 美国利率开始抬升后，美股迅速下跌，而黄金偏强，而过去黄金对利率更敏感；2) 在美国加息而中国降息的背景下，人民币兑美元竟然升值，这在过去几乎

没有出现过。

本轮收紧时，美国面临的通胀压力远大于上一轮：本轮 QE 叠加了美国政府的“撒钱”的政策，不仅压低了利率，还通过政府大幅加杠杆完成了信用创造，由此带来的总需求扩张和通胀压力不会随 QE 退出而快速消退，而要等待“撒钱”后遗症的逐渐消减。大宗商品价格表现可能超预期。

本轮收紧主要基于通胀压力而非经济和就业复苏：由于美国制造业的空心化，补贴带来的巨大需求转化为强劲的进口和严重的通胀，而经济和就业的复苏并不理想。这意味着未来一旦通胀压力有所消退，紧缩措施也会快速退出。

美元吸引力有所下降，收紧后美元回流可能不如以往：美国国债持有者中，美联储占比不断提高而外国投资者占比下降，中国在 2018 年后降低美债在外储中的比例以及快速提高人民币在国际贸易中的应用，都反映了美元吸引力有所下降。这意味着本轮收紧带来的美元回流可能不如以往，美债在失去 QE 的买盘后利率可能快速上升，而美元指数上行空间可能低于预期。

美股对低利率依赖度高，短期调整压力大：过去十几年美股的科技巨头贡献了指数的绝大部分涨幅，而科技巨头在高利润率和低利率的环境下加杠杆大幅回购股票起到了重要的助推作用。长期低利率环境下，美股的估值处于高位，利率上升将给美股带来较大的调整压力。但未来通胀压力一旦缓解，美国在经济和就业压力下将重回低利率环境，或者美股估值调

整至合理水平后，美股中享有全球技术垄断的科技巨头将再受追捧。

对黄金短期情绪或有影响，中长期仍看好：通胀高企下美联储加息，美元实际利率可能并不会走高。中长期来看，美国债务货币化的闸门一旦开启很难停止，这将动摇美元在全球的地位，看好黄金中长期的表现。

对欧洲市场影响较大，对新兴市场影响弱于上一轮：过去十年，同样实施了 QE 和超低利率政策的欧洲增持美国国债较多，而其他经济体增持速度明显放缓。因此，在美联储收紧和美国利率上升过程中，资金从欧洲回流的力度可能较大，而对新兴市场的影响可能低于以往。近期每次美联储加息预期上升时，美元兑欧元的升值幅度都明显高于其他主要币种，这或许印证了上述判断。

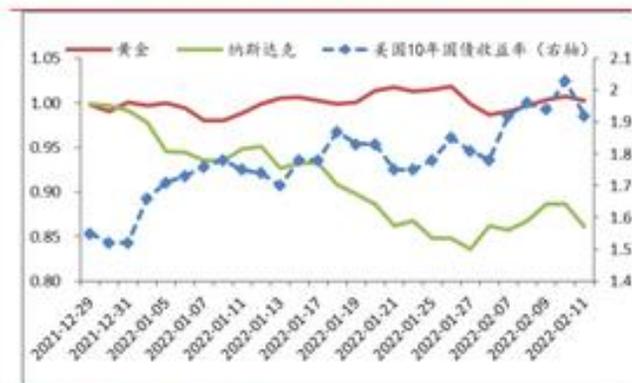
一、从两个不寻常的现象说起

从现象上看，本次收紧预期形成后至少有以下两个表现与过去明显不同。

现象一：利率开始抬升时，美股比黄金更敏感

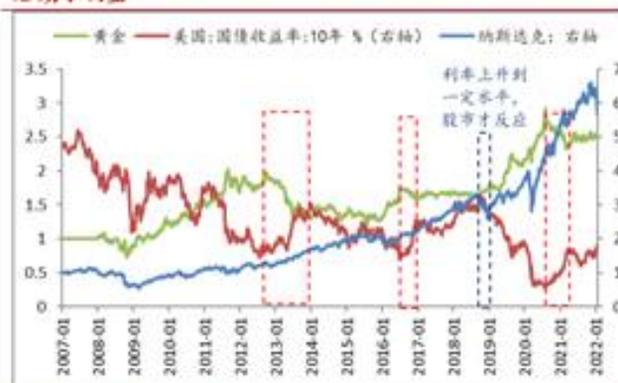
本次美联储收紧预期形成、美国利率开始抬升后，美国股市迅速下跌，而黄金却走势坚挺，这并不寻常。过去在收紧预期形成初期、利率刚开始上升时，黄金会更敏感。在利率上升至较高位置，甚至接近利率上升周期的尾声时，美股才调整幅度较大（见图表 2）。

图表 1: 本次利率上升, 美股迅速下跌而黄金价格坚挺



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 过去美债利率上升, 黄金下跌最敏感, 美股在加息后期才调整

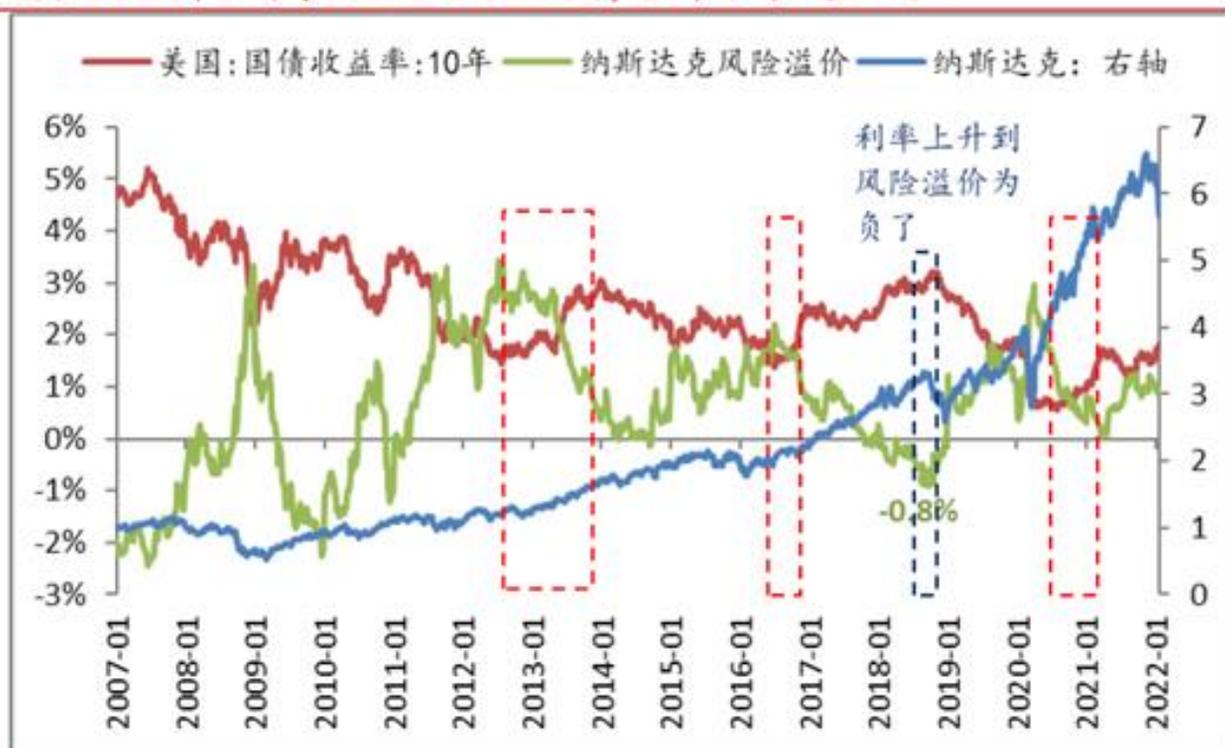


来源: wind, 中泰证券研究所

从逻辑上讲, 黄金比美股对利率敏感度更高是合理的。因为无风险利率代表着持有其他资产的机会成本, 利率上升几乎对所有资产的估值都有不利影响。但对于股票来说, 除了无风险利率(分母)的影响之外, 还受未来盈利或现金流(分子)的影响。而利率上升期通常都对应经济复苏期, 因此股票表现通常会较好, 而在利率上升到一定程度, 尤其是接近尾声时, 股票会同时受高利率和经济复苏放缓预期的不利影响。

从风险溢价的角度看, 当利率上升到一定程度, 股市的风险溢价才会降到足够低, 才会导致股市的相对配置价值降低。如果用纳斯达克指数 PE 的倒数代表股市的潜在收益率, 用十年期国债收益率代表无风险利率, 用两者之差代表股市的风险溢价, 风险溢价越高, 股市的配置价值越高。从过去的数据来看, 当利率上升导致纳斯达克指数的风险溢价接近 0 甚至为负值时, 纳斯达克指数出现大幅调整的概率才比较大, 其余的时候利率上升对股市的不利影响并不明显。

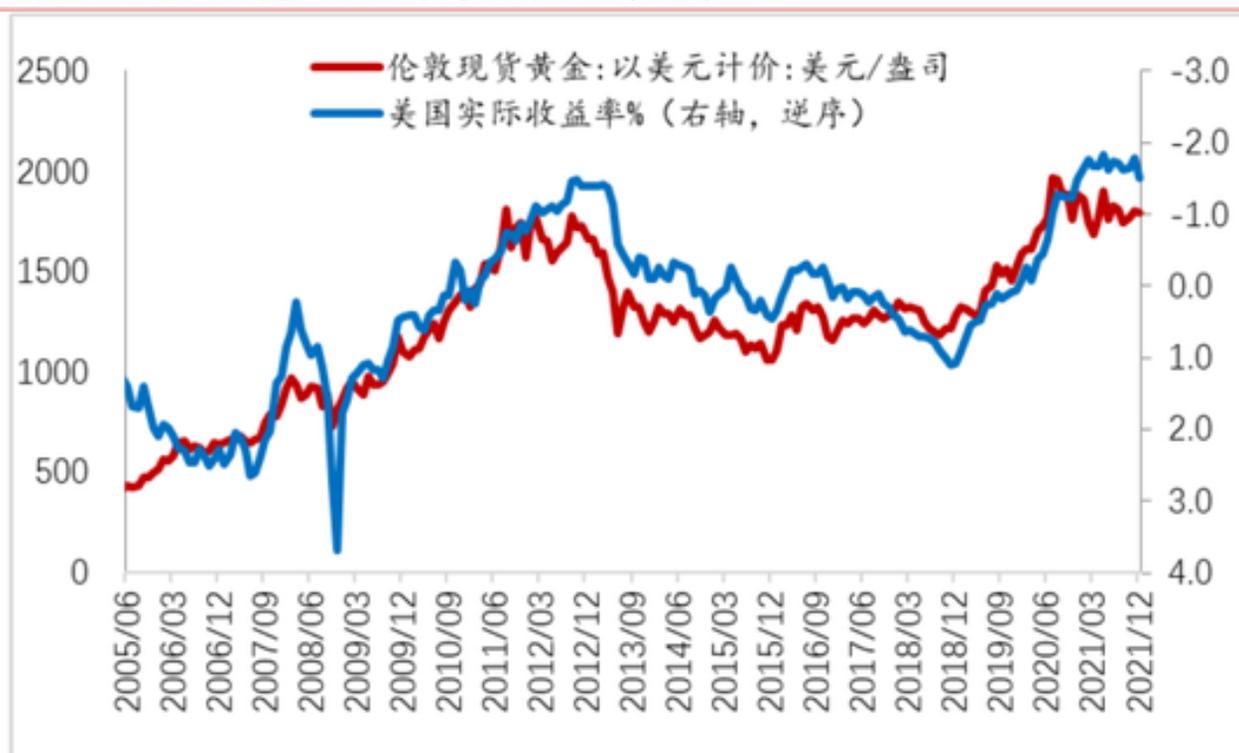
图表 3：利率上升导致风险溢价极低时，股市才有调整压力



来源：wind，中泰证券研究所

黄金价格由美元实际利率决定。从历史数据看，黄金的美元价格与美国的实际利率走势高度一致，即实际利率下行时，黄金价格上行。因此，在通胀预期较为稳定时，黄金价格对名义利率会很敏感。而本轮美债利率上升，黄金价格不敏感很可能是因为通胀预期较高。

图表 4：黄金的美元价格与美国实际利率走势一致

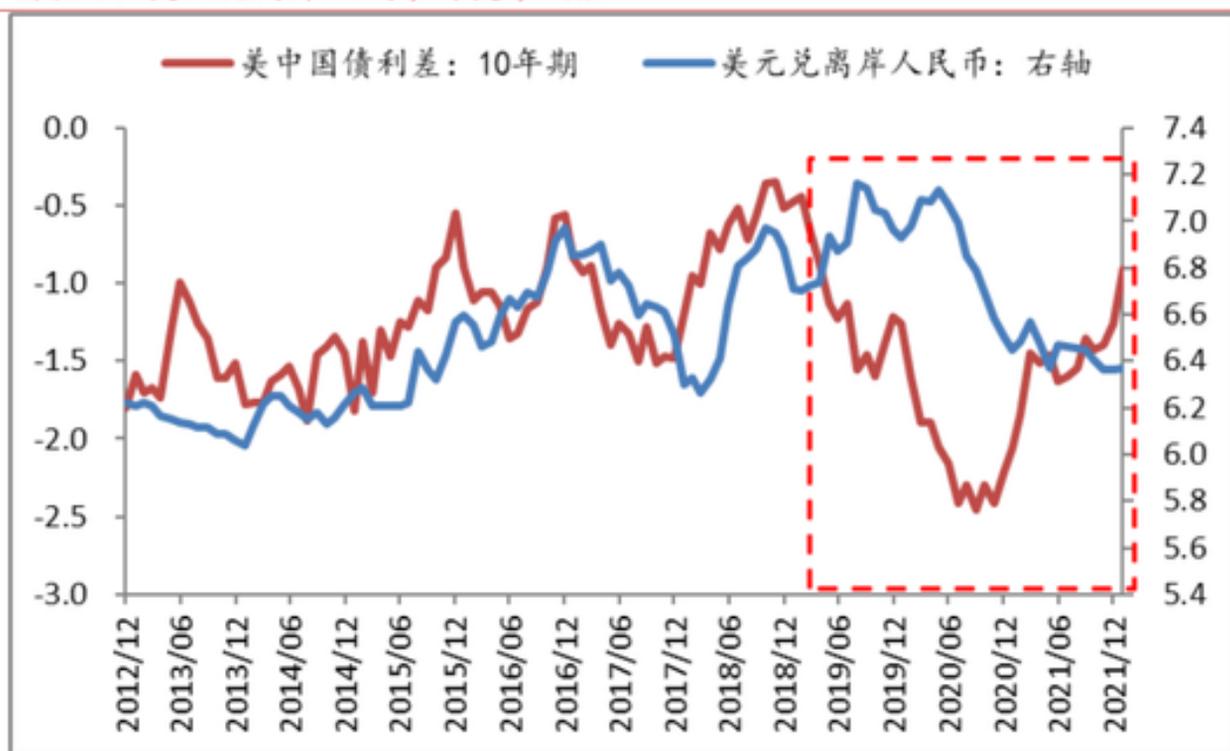


来源：wind，中泰证券研究所

现象二：美国加息中国降息的情况下，人民币兑美元竟然升值

在美国收紧和加息预期强烈而中国降息的情况下，人民币兑美元竟然升值，这是过去几乎没有出现过的。自中国实行管理的浮动汇率制度以来，尤其是在 2014 年扩大汇率日波幅以后，美元对离岸人民币的波动方向与中美利差高度一致（见图表 5）。因此，在美国加息、中国降息导致中美利差快速缩小的情况下，人民币兑美元升值是不寻常的。

图表 5：美元兑离岸人民币与美中利差



来源：wind，中泰证券研究所

事实上，观察美元兑离岸人民币与美中利差的关系可以发现，自 2018 年之后两者走势就开始背离了。其背后原因值得分析。

首先，中国加大对外投资力度使得外汇储备规模停止了快速上升，这可能降低人民币兑美元汇率对中美利差的敏感性。自 2014 年以来，在“一带一路”战略的实施下，中国对外直接投资快速增加，甚至超过外商在国

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_37402

