

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

夏林峰 李盧霞

吳起睿 張潤鋒

美聯儲加息終點及大類資產表現

——1982年以來美聯儲六次加息的經驗探究與前瞻

閱讀摘要

1982年至今，美聯儲歷經六輪加息週期，通過回顧歷史，或可循跡預判本輪美聯儲加息終點的邏輯線索。從經濟增長看，美聯儲加息對增長的拖累具有明顯滯後效應，目前美國經濟仍具韌性，美聯儲有繼續加息空間。從市場表現看，美債收益率走勢預示加息週期將至少持續到2023年1季度，終點或在5.0%左右。從政策指引看，點陣圖預示的4.6%或低估利率終值，實際利率未回正及泰勒規則均預示美聯儲加息週期尚未結束。從事件衝擊看，執政黨失去國會控制掣肘財政端配合力度，其他發達經濟體加息幅度不及美聯儲，令美聯儲激進則有衰退顧慮、放緩則有調整空間；從加息節奏經驗看，本輪加息速度及幅度均超前六次、目前處於逐步加速的“S”型曲線前半段，後續幅度有望減緩並開啟曲線後半段。

綜合預判美聯儲的加息終點可能在5.0%左右，在12月FOMC會議大概率加息50BP的背景下，預計2023年還有2-3次加息空間，加息終點或在2023年2季度前。但是，停止加息並不意味著緊縮週期的結束，美聯儲或將維持基準利率在高位至2023年末，最快在2023年12月轉向降息。

參考前幾輪加息終點前後大類資產表現，結合當前複雜環境，對於美股，加息主要通過對增長的衝擊間接影響股市，故後續企業盈利承壓拖累財報表現或影響美股偏弱運行；對於美債，加息週期內收益率大幅走升，週期結束後一年內升幅放緩，預計2023年美債收益率上行趨勢趨緩，2年期美債利率大概率仍未見頂，10年期美債或較難超前期高點；對於大宗商品，加息週期和加息結束一年內走勢整體偏弱，但非預期事件衝擊對大宗商品價格會造成更大影響。短期油價存在下行壓力但向下空間有限，金價仍有支撐但向上空間料也有限；對於外匯，加息週期內美元指數走勢受支撐、非美貨幣波動劇烈，加息結束後一年內美元普遍走貶，非美貨幣波動收斂，預計2023年美元指數走勢回落，但歐英日經濟前景更不容樂觀，預將對美元指數形成一定支撐；非美貨幣跌勢趨緩，但需關注經濟衰退風險對匯率走勢的拖累，美元指數仍有一定支撐，不會對人民幣走強形成明顯掣肘。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複製、刊登、引用或向其他人分發。

美聯儲加息終點及大類資產表現

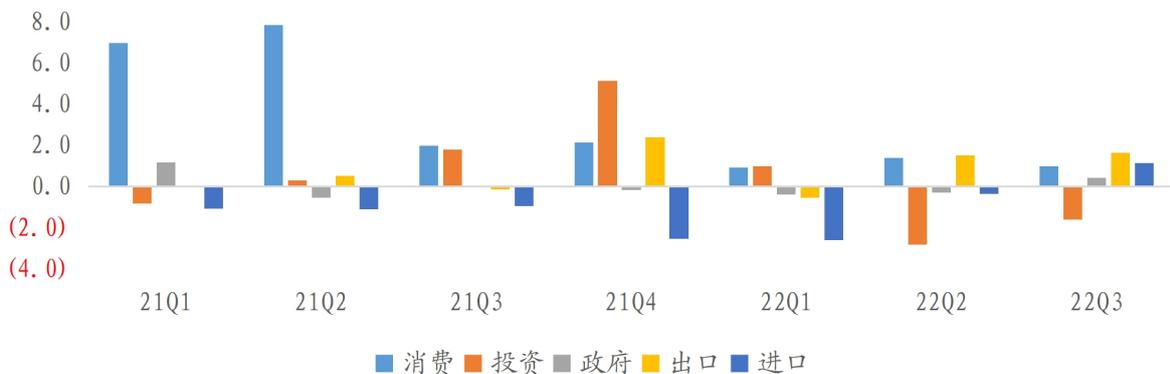
——1982 年以來美聯儲六次加息的經驗探究與前瞻

一、當前美國經濟韌性超預期但內生動能趨弱，美聯儲釋放偏鴿信號

美國三季度 GDP 環比折年率 2.6% 大幅回升（一、二季度分別為-1.6%、-0.6%），主要動因為淨出口大幅改善（對 GDP 拉動率 2.8 個百分點，較上月增 1.6 個百分點），其中商品淨出口貢獻 2.5 個百分點。商品出口受益於歐洲能源短缺增長提速（環比折年+17.2%），疊加商品進口因內需放緩而減弱（環比折年-8.7%）共同推動外貿向好。

但另一方面，消費及投資動能趨弱。私人消費貢獻 1.0 個百分點的拉動，較上月下行 0.4 個百分點，其中商品呈負向拉動、服務呈正向拉動，但拉動率均邊際下行；投資拖累 1.6 個百分點，主要動因為住宅投資受按揭利率飆升掣肘，拖累 1.4 個百分點（見圖表 1）。

圖表 1：美國 GDP 中各部門環比拉動率（%）



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

綜上，美國經濟仍顯韌性但衰退風險增大。一方面，受高利率和衰退憂慮擠壓，消費及投資動能均趨弱；另一方面，因對俄能源制裁博弈等緩和能源供求壓力，外貿部門的改善缺乏持續性。

美聯儲亦在 11 月 FOMC 會議紀要中預估其明年經濟衰退概率約 50%。紀要指出，家庭部門資產負債表雖仍強勁，但額外儲蓄的消耗增加了財務拮据的家庭數量，導致可選消費支出減少，按揭利率也抑制了住房活動；企業部門雖受供給瓶頸緩解提振，但貨幣收緊壓制令資本支出增長不明顯。美聯儲將國內私人支出增長乏力、全球經濟前景惡化、超預期的貨幣緊縮方能遏制通脹列為三大突出下行風險，疊加貨幣政策的滯後影響¹，未來加息速度或放緩，但基準利率峰值可能略高於先前預測。美聯儲在歷史上同樣多次面臨經濟增長和控制通脹之間的艱難抉擇。

二、美聯儲六次政策轉向軌跡及對本輪加息終點的啟示

1970 年代美聯儲貨幣政策處於激烈變動期，面對石油危機造成的經濟衝擊，貨幣政策目標不斷在控通脹和保就業間“走走停停”。1975 年美聯儲實施貨幣增長量目標制（Money-Growth Targeting），但是數量型中介目標難以有效平衡貨幣供給與貨幣需求²，造成短期利率劇烈波動、通脹

¹ 會議認為，貨幣政策收緊將在短期內對金融狀況（financial conditions）產生明顯影響，但對於總支出、勞動力市場以及通脹的影響需要更長時間方能實現。

² 1975 年美聯儲宣佈對三個主要貨幣總量（M1、M2、M3）的目標增長範圍進行控制，但實際上只控制了基礎貨幣投放，最終貨幣增長與其增長目標之間出現了較大誤差；1979 年美聯儲將貨幣政策的中介目標集中在 M2 上，默認了短期利率的頻繁波動，隨後短期利率迅速上行超過 15%、通脹失控、經濟低迷。

失控、經濟低迷。1982 年美聯儲宣佈轉向重視利率目標制（Interest Rate Targeting），並首次公佈其利率目標³，美國經濟逐漸走出石油危機後的惡性通脹，利率目標制延續至今。基於此背景，本文以 1982 年後六次加息週期為樣本（見圖表 2），對週期中經濟增長、市場表現、政策指引、事件衝擊、加息節奏進行梳理，以期找到本次美聯儲加息終點的邏輯線索。

圖表 2：1982 年以來六輪加息週期概要

加息週期	概要
1983. 03-1984. 08	里根政府減稅，1982 年末起經濟開始復蘇並加速，聯儲領先於曲線加息防止通脹回升
1987. 01-1989. 07	1986 年通脹觸底後開始回升，美聯儲提前加息控制通脹，但中途“黑色星期一”導致緊急降息救市，後通脹增高，美聯儲恢復加息
1994. 02-1995. 02	20 世紀 90 年代初經濟過熱跡象明顯，美聯儲提前加息並實現軟著陸
1999. 06-2000. 05	美聯儲緊急降息應對亞洲金融危機後，互聯網等新經濟泡沫導致經濟過熱，美聯儲收緊銀根，但隨後科網泡沫破裂，經濟陷入收縮
2004. 06-2006. 06	低利率激發美國的房地產泡沫，需求快速上升拉動通脹，2004 年美聯儲收緊政策，直至 2007 年次貸危機爆發
2015. 12-2018. 12	次貸危機長期 QE 政策後，美聯儲開始貨幣政策正常化

數據來源：工銀亞洲東南亞研究中心整理

（一）經濟增長：加息對增長的拖累具有明顯滯後效應，當前美聯儲仍有繼續加息空間但已近尾聲

從美聯儲政策轉向時點的經濟表現來看，末次加息時 GDP 增速均已表現出明顯的降速壓力，失業率整體處於下行週期，通貨膨脹表現分化。

加息對增長的拖累具有明顯的滯後效應，近六輪加息週期中有四輪週期前後出現過經濟衰退，除 1982 年經濟衰退

³ 美聯儲認為面對頻繁波動的貨幣需求，如果依然保持貨幣供給不變，會造成利率劇烈波動，不利於經濟增長。

發生在加息週期前外⁴，其餘三輪經濟衰退發生在加息週期後，分別是 1987 年後的儲蓄和貸款危機、1999 年後的科網泡沫破裂、2004 年後的次貸危機⁵，從末次加息至發生經濟衰退時點分別滯後 12、10、18 個月（平均 13 個月）。就業市場表現與經濟衰退高度相關，美聯儲六輪加息週期中未發生經濟衰退的週期內失業率整體下行，發生經濟衰退的週期內從末次加息至失業率見底回升分別滯後 4、8、21 個月（平均 11 個月）。加息期間核心 PCE 同比增速變動較為分化：美聯儲前三輪加息週期分別對應石油危機造成的惡性通脹、里根政府弱美元貿易促進政策下的通脹走升，以及 20 世紀 90 年代初的經濟過熱，是對高通脹的應對，此時美聯儲通常在通脹得到切實遏制後方終止緊縮，末次加息出現在通脹見頂 2 至 5 個月後（平均 4 個月）。但美聯儲後三輪加息週期分別對應亞洲金融危機、恐襲衝擊及房地產降溫、次貸危機後對危機寬鬆政策的撤回，更多的是貨幣正常化過程，加息週期內存在核心 PCE 上行、下行及相對穩定的情形，此時時滯效應不明顯。

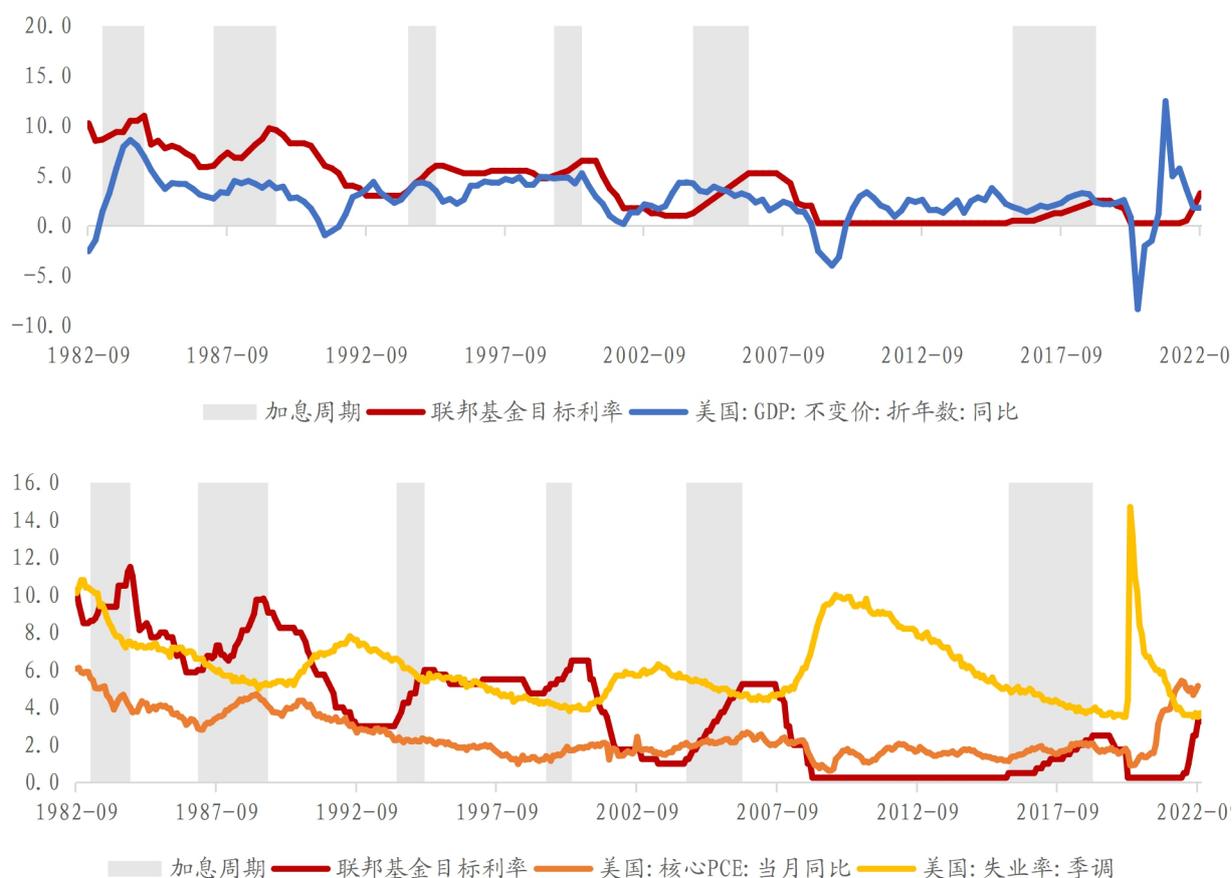
本輪加息週期美聯儲主要應對的是供應鏈緊張、能源價格高企、需求高漲，以及疫情衝擊時期寬鬆政策的撤回，兼具前六輪加息週期的多個特徵。美國 GDP 同比增速在 2021 年二季度見頂，且目前已連續三個季度下滑；失業率於 7 月、

⁴ 由於石油危機衝擊，美國經濟在 1980-1982 年遭受了連續兩輪衰退打擊，但時任美聯儲主席沃爾克繼續堅定加息控制通脹，其對低通脹的承諾逐漸贏得了市場信心，經濟隨後進入穩定增長軌道。

⁵ 其餘三輪衰退週期分別為 1990.7-1991.3；2001.3-2001.11；2007.12-2009.6。

9 月出現可能的“W 型底”；尚難確定核心 PCE 已見頂。面對通脹壓力，預計美聯儲仍有繼續加息空間，但經濟增速下行和失業率觸底或預示美聯儲加息週期逐漸進入尾聲（見圖表 3）。

圖表 3：1982 年以來六輪加息週期內各項經濟指標同步表現（%）



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）市場表現：典型指標預示美聯儲在 2022 年 2 季度前停止加息，終點或在 5.0% 左右

1. 美國國債收益率出現升幅放緩跡象，或預示本輪美聯儲加息終點已逐漸臨近。過去 40 年，美國 2 年期國債收益率與美聯儲聯邦基金目標利率走勢高度彌合，反映 2-4 年的短週期經濟循環與美聯儲平抑經濟波動的政策目標相一致

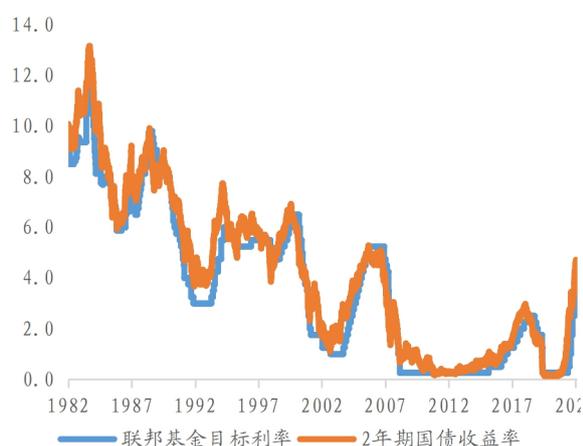
(見圖表 4)。美國 10 年期國債收益率與聯邦基金目標利率彌合度略差，長期限國債更多的反映了加息對經濟增長預期的影響(見圖表 5)。從加息時點看，2 年、10 年期國債收益率的高點，分別較聯邦基金利率目標的高點平均提前 1.5、2.2 個月到來，長期限國債收益率更早觸及峰值，對加息終點的預測更提前。從加息高度看，2 年期、10 年期國債收益率的高點，分別較聯邦基金利率目標的高點平均高 0.74%、0.86%，短期限國債收益率對貨幣政策和市場流動性波動更為敏感，對加息高度的預測更準確。2000 年以後，國債收益率與聯邦基金利率觸及利率頂點的時間和高度差異明顯收窄，貨幣政策與市場表現的配合更加有效。

2022 年 3 月美聯儲開啟本輪加息週期至今，美債收益率連續上行，2 年期國債收益率 11 月最高觸及 4.7%、10 年期國債收益率 10 月末最高觸及 4.25%。雖近期有所回落，但判斷見頂仍為時尚早(如 2006 年加息週期內美債收益率呈“雙頂形態”)。預計 2 年期美債利率仍未見頂，反映短期流動性仍有進一步收緊壓力；10 年期美債收益率大概率較難突破前期高點，雖然歷史上國債收益率高點普遍高於聯邦基金利率高點，但經濟衰退憂慮可能拖累長期限國債收益率走升幅度(如 1989 年加息週期內 10 年期國債收益率高點，低於聯邦基金利率高點)。目前美國經濟衰退憂慮不斷累積，預計 10 年期美債收益率較難超越前期高點。

總體來看，以國債收益率與基準利率關係預測本輪美聯

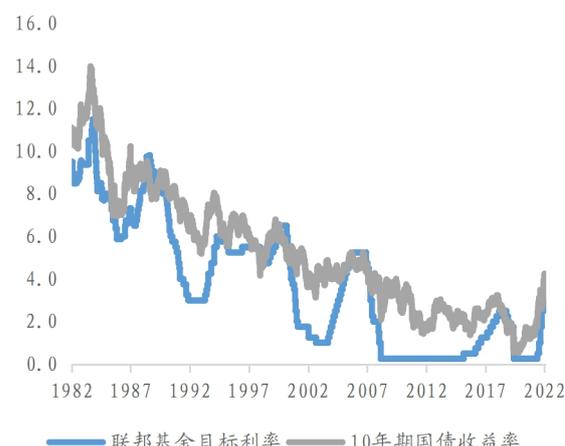
儲加息終點或為時尚早，但近期收益率波動或反映終點已漸臨近，預計本輪加息週期至少持續到 2023 年 1 季度。

圖表 4：2 年期國債收益率與美聯儲聯邦基金利率變化規律（截止 2022 年 11 月 28 日）



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 5：10 年期國債收益率與美聯儲聯邦基金利率變化規律（截止 2022 年 11 月 28 日）



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 聯邦基金利率期貨暗示本輪美聯儲加息終點在 2023 年 7 月，高度為 5.00%。聯邦基金利率期貨⁶顯示，美聯儲有望在 2022 年 12 月和 2023 年 2 月分別加息 50BP，2023 年 3 月加息 25BP，將最終的目標利率推升至 5.00-5.25%；並且維持該利率至 2023 年底，直至 2023 年 12 月才有可能小幅降息 25BP。

⁶ 指在芝加哥商品交易所（CME）交易，以美國 30 天期 500 萬美元的聯邦基金為標的資產的利率期貨合約，其價格的變化可以反映市場對於聯邦基金利率的預期。

圖表 6：芝商所 30 天聯邦基金利率期貨價格走勢（2023 年 7 月，截止 2022 年 11 月 28 日）



數據來源：CME、工銀亞洲東南亞研究中心

（三）政策指引：美聯儲加息終點在 4.6% 以上，預計 2023 年底前較難啟動降息

1. 9 月美聯儲點陣圖顯示 2023 年利率終點為 4.6%，但最終加息結果或高於該值。從最近一次 9 月 FOMC 會議公佈的點陣圖來看，19 名官員中，僅 1 位官員鴿派地認為 2023 年會降息至 3.75%-4.00%，其餘大多數官員預計 2023 年美聯儲關鍵利率會升至 4.25%-5.00% 區間，預期中值約 4.6%。但是點陣圖具有強時效性，其對 2023 年加息終點的預測效果或相對有限⁷。鮑威爾在 11 月議息會議上也言明“終端利率可能會高於 9 月美聯儲的預期”。

2. 實際利率至少需要維持 1-2 年高位才能有效控制通脹，預計美聯儲至 2023 年末才能降息。鮑威爾在 9 月議息會議中提到“全曲線⁸實際利率回正”是衡量貨幣政策是否合理的

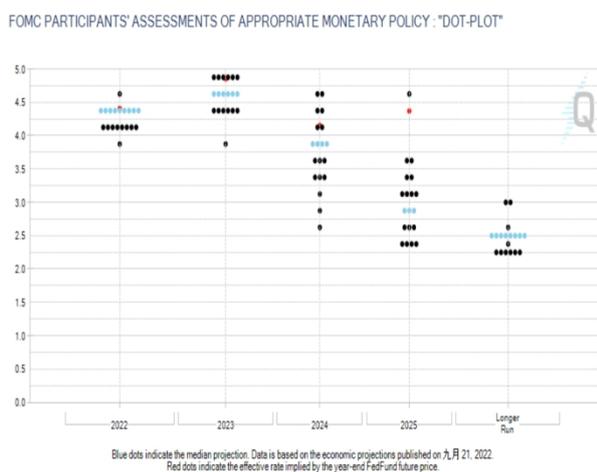
⁷ 例如美聯儲 2021 年 12 月點陣圖預測，2022 年美聯儲或僅會加息至 1% 左右，與當前情況相差較大。

⁸ 全曲線包括政策利率、貸款利率、美債收益率三方面。

依據之一。沃爾克時期，美國核心 PCE 在 1980 年初升至 9% 以上，實際聯邦基金利率當年 3 月觸及 10.5% 後高位波動，直至 1982 年 11 月核心 PCE 才重回 6% 下方，實際政策利率至少需要維持 2-3 年的高位才能有效抑制通脹。

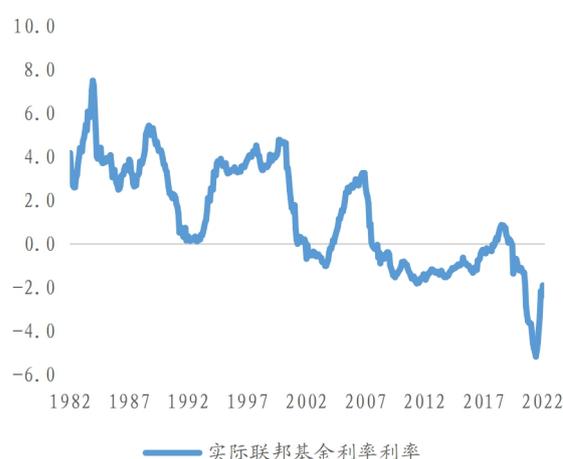
目前，美國實際聯邦基金利率為-2.1%；個人消費貸實際利率 1.5%、住房貸實際利率-7.8%，企業實際貸款利率-2.9%；長端美債收益率 6 月已全部回正，但短端美債實際收益率仍然為負。除個人消費貸和長端美債實際收益率已回正以外，其他實際利率仍處負值區間。雖然目前美國核心 PCE 處於 5% 附近，整體通脹壓力不及“石油危機時期”，但參考沃爾克經驗，實際利率至少需要回正、並且維持 1-2 年高位，才能有效控制通脹。

圖表 7：9 月 FOMC 會議點陣圖顯示本輪加息終點將在 2023 年達到 4.6% 左右



數據來源：FED、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 8：美國實際聯邦基金利率尚未回正（截止 2022 年 11 月 28 日）

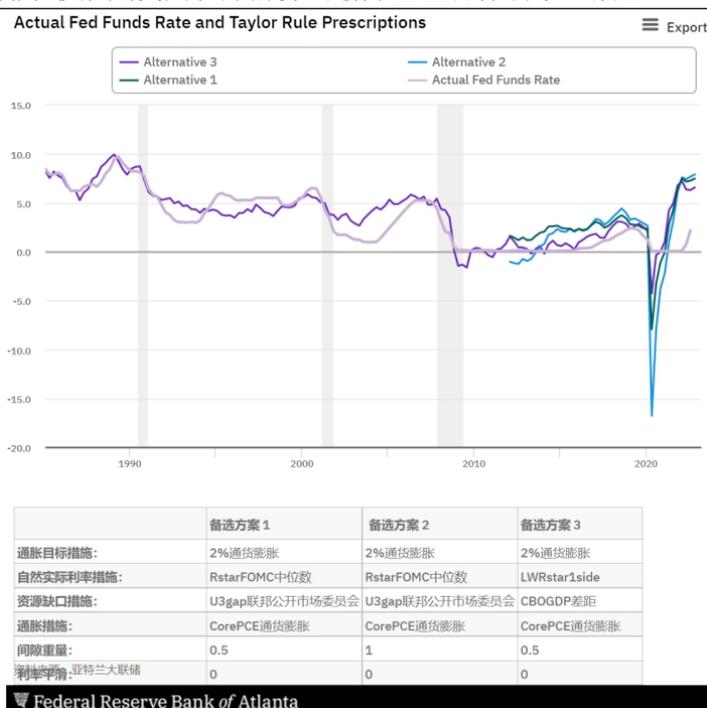


數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

3. 泰勒規則預示美聯儲加息週期尚未結束。20 世紀 80 年代至 21 世紀初，美國聯邦基金利率的變化軌跡基本符合

泰勒法則⁹，但隨著貨幣政策靈活性提升，2003 年以後泰勒法則預測值長期高於美國聯邦基金利率，目前將其作為政策利率變化時點的參考更具有實踐性。2021 年 2 季度泰勒規則計算的聯邦基金利率升破 0 值，2022 年 2-3 季度觸頂回落，2022 年 4 季度再次走升。美聯儲在本輪加息週期前期行動過慢，2022 年 3 季度市場出現加息放緩預期，基本與泰勒規則計算的結果相符。隨著 4 季度泰勒規則在 1、2、3 種備選方案計算下的目標政策利率分別升至 7.3%、7.7%、6.3%，預計本輪加息週期尚未結束。

圖表 9：亞特蘭大聯儲泰勒規則實用程序計算的聯邦基金目標利率（截止 2022 年 11 月 10 日）



數據來源：FRA、工銀亞洲東南亞研究中心

⁹ 泰勒規則是約翰·泰勒在 1993 年的一篇論文中引入的一個等式，其基於通貨缺口和產出缺口計算聯邦公開市場委員會 (FOMC) 的短期目標利率。同年，美聯儲主席格林斯潘放棄了執行了十多年的以貨幣主義為理論基礎的貨幣政策操作體系，轉而實行以聯邦基金利率作為仲介目標的新的貨幣政策體系，而泰勒規則為這樣的貨幣政策體系轉換提供了理論和實踐上的依據。

(四) 事件分析：執政黨失去國會控制掣肘財政端配合力度，令美聯儲更加謹慎；其他發達經濟體加息幅度不及美聯儲，為調整政策騰出空間

國內事件影響方面，歷史上執政黨在中期選舉中失去國會一至兩院後，“跛腳總統”推行政策將受國會掣肘，故難以得到財政端配合的美聯儲決策或盡力避免對經濟傷害過大。回顧六輪加息週期前後，規模龐大、變革深刻的財政改革法案均在執政黨控制兩院期間¹⁰推出，而 1986 年、1994 年、2006 年、2018 年執政黨失去國會一至兩院後鮮有較大財政變革。相應地，美聯儲除 1987-1989 年仍有較大幅度加息外，其餘三次執政黨失去國會控制權後加息節奏均趨緩：1994 年民主黨失去參眾兩院後，美聯儲僅加息 1 次、50BP；2006 年共和黨失去參眾兩院後，美聯儲終止加息；2018 年共和黨失去眾議院後，美聯儲僅加息 1 次、25BP。

海外事件影響方面，其他發達經濟體央行緊縮幅度不及美聯儲，為靈活調整政策騰出空間。特別地，美聯儲歷次加息期間歐央行及英央行雖大體同步收緊（2015-2018 年歐央行仍處寬鬆週期除外），但總體利率變動幅度不及美聯儲¹¹，而日央行在地產泡沫破裂後經濟長期低迷利率下行，對美聯儲干擾更加有限。

¹⁰ 包括 1981 年里根政府《經濟復蘇法案》、1993 年克林頓政府《削減赤字法案》、2001 年小布什政府《經濟增長與減稅協調法案》、2018 年特朗普政府《減稅和就業法案》。

¹¹ 歐央行、英央行平均每輪的加息幅度分別低於美聯儲 210BP、212BP。

圖表 10：1982 年以來六輪加息週期中美國國內及國外政治經濟事件、主要發達經濟體加息幅度

	1983. 03- 1984. 09	1987. 01- 1989. 06	1994. 02- 1995. 07	1999. 06- 2001. 01	2004. 06- 2007. 09	2015. 12 - 2019. 08
國內政治經濟事件	-	1986 年民主黨奪回參議院控制權；1987 年“黑色星期一”	1994 年共和黨奪回參議院、眾議院控制權	2000 年互聯網泡沫破裂；	2006 年民主黨奪回參議院、眾議院控制權；2007 年次貸危機爆發	2018 年民主黨奪回眾議院控制權
國外政治經濟事件	1979-1981 年第二次石油危機	1985 年廣場協議；1990 年第三次石油危機	-	1997 年亞洲金融危機	-	2018 年中美貿易戰
同期歐央行加息 (BP)	-	-	-	125	75	-5
同期英央行加息 (BP)	144	200	75	100	0	25
同期日央行加息 (BP)	-50	25	0	0	0	-20
美聯儲加息幅度 (BP)	300	393	300	175	425	225

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

本輪加息週期中，國內方面民主黨已在中期選舉失去對眾議院控制權，削弱了拜登政府在經濟衰退時擴大財政刺激的能力。目前美國國債總額已逼近上限 31.38 萬億美元，而共和黨反對提高債務上限，除非民主黨削減開支。財政托底能力下降後，美聯儲或謹慎考慮加息終點高度，以避免經濟硬著陸；國外方面今年 3 月起歐央行、英央行、日央行分別累計加息 200BP、275BP、0BP，仍大幅低於美國的 375BP。目前日本央行堅持寬鬆、衰退壓力劇增¹²或令英歐央行在 2023 年一季度先行結束加息，為美聯儲放緩加息騰出政策空間。

¹² 歐央行在 11 月 16 日的金融穩定評估報告中表達了對歐元區金融穩定風險上升的擔憂，認為歐元區未來一年出現衰退的可能性為 80%，高於美國出現衰退的可能性（60%）；英國新財長於 11 月 17 日宣佈規模達 550 億英鎊的增稅及減支計劃，經濟衰退風險加大。

（五）歷史規律：加息週期持續 11-36 個月；加息遵循“S”型或階梯型步伐；在高位平均維持 12.3 個月但粘性逐步減弱

從整體長度與幅度看，過去六次加息週期持續時間在 11-36 個月、次數在 6-22 次、幅度在 175-425BP 不等。平均每月加息幅度在 6-25BP 之間、平均單次幅度在 17-43BP 之間。

從週期內加息節奏看，2000 年以前的加息週期總體遵循“緩-急-緩”的“S”型節奏，初次幅度通常為 25BP，中期幅度逐步擴大，後期除 1999-2000 年加息週期中末次幅度仍在擴大外，其餘三次在加息終了前均經歷 1-2 次幅度放緩；2000 年以後的加息週期總體遵循每次 25BP、持續時間更長的“小碎步”階梯型加息步伐。

從週期後利率高位粘性看，從末次加息到降息，基準利率在高位維持 8 至 17 個月（平均 12.3 個月），且高位粘性效應逐步減弱，後三次利率維持高位時長僅為前三次的 69%。

圖表 11：1982 年以來六輪加息週期中利率抬升規律

加息時期	1983. 03- 1984. 08	1987. 01- 1989. 05	1994. 02- 1995. 02	1999. 06- 2000. 05	2004. 06- 2006. 06	2015. 12- 2018. 12
加息持續時間 (月)	17	28	12	11	24	36
加息次數	7	22	7	6	17	9
加息幅度 (BP)	251	394	300	175	425	225
平均每月加息 (BP)	14. 8	14. 1	25. 0	15. 9	17. 7	6. 3
平均每次加息 (BP)	35. 9	17. 9	42. 9	29. 2	25. 0	25. 0

末次加息至降息 持續時長（月）	13	13	17	8	15	8
--------------------	----	----	----	---	----	---

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

本輪自 2022 年 3 月加息至今已 8 個月，共加息 6 次、375BP，平均每月加息 47BP、平均單次加息 63BP，速度及幅度均超前六次；本輪加息週期節奏更接近前四輪，目前處於逐步加速的“S”型曲線前半段，12 月的加息幅度或減至 50BP，開啟曲線後半段。

三、本輪加息週期美聯儲政策路徑前瞻及對大類資產的可能影響

（一）美聯儲政策路徑前瞻

綜合考慮美聯儲歷次政策轉向的經驗規律，預計美聯儲的加息終點可能在 5.0% 左右，在 12 月 FOMC 會議大概率加息 50BP 的背景下，預計 2023 年還有 2-3 次加息空間，加息終點或在 2023 年 2 季度前。但是，停止加息並不意味著緊縮週期的結束，美聯儲將維持基準利率在高位至 2023 年末，最快在 2023 年 12 月轉向降息。

（二）全球大類資產表現展望

美股：加息週期結束後一年內美股的走勢明顯強於加息期間，但均總體呈現上漲態勢，顯示前 6 次加息週期中加息本身對美股的直接影響相對有限，對美股產生直接影響的是加息對增長衝擊的間接效應，1999.6-2000.5 加息週期結束後一年內科網泡沫即破裂，美國三大股指大幅下挫，特別是納斯達克指數跌幅近半。由於此前美股歷經 10 餘年的持續

上漲，估值明顯高企背景下本輪加息週期內美股下跌，2022年3月1日-11月25日，納斯達克、道瓊斯、標普500分別變動-17.0%、3.2%、-6.5%。目前美國關鍵經濟指標已經出現放緩信號，國際智庫普遍預計美國2023年GDP增速放緩至0.5-1.5%區間，後續企業盈利承壓拖累財報表現或影響美股偏弱運行。

美債：加息週期內美債收益率大幅走升，特別是2年期國債收益率上行幅度遠大於10年期，一方面短債對加息敏感度更高，另一方面收益率曲線平坦化甚至倒掛也顯示市場對加息造成的經濟衝擊憂慮。加息週期結束後一年內，美債收益率升幅放緩。隨著美聯儲加息週期逐漸進入尾聲，預計2023年美債收益率大幅上行趨勢趨緩。結合前述分析的利率高點經驗規律，2年期美債利率大概率仍未見頂，後續10年期美債利率超過前期高點的概率不大。

大宗商品：由於緊縮政策對需求的抑制，美聯儲加息週期和加息結束一年內包括原油和黃金在內的大宗商品走勢整體偏弱，但非預期事件衝擊對大宗商品價格會造成更大影響。例如，1999.6-2000.5科索沃戰爭、2004.6-2006.6伊拉克戰爭催化原油價格暴漲，2018年中美貿易摩擦升級也令黃金價格出現較大波動。當前，除了烏克蘭危機仍是最大的地緣不確定性擾動外，全球經濟低碳轉型、OPEC+博弈能力提升、通脹中樞趨勢上移等因素對大宗商品價格亦會有較為明顯的影響。短期內，全球需求預期、烏克蘭危機演繹、OPEC+

政策動向等是擾動油價波動的主因，油價有下行壓力但價格中樞大幅向下動能有限。美聯儲政策預期、美元指數走勢、烏克蘭危機演繹是擾動金價的主因，但通脹水準整體仍處高位但趨勢性回落背景下金價仍有支撐但大幅向上動能料也有限。

外匯：美聯儲加息週期內美元指數走勢受支撐，但因1987年美國刻意令美元貶值改善雙赤字境況¹³、1994年非美經濟增長強於美國、2004年國際恐怖事件衝擊等因素影響美指穩定性，美元走勢漲跌互現；非美貨幣波動劇烈，人民幣、歐元、英鎊整體與美元走勢相反，日元、韓元受經濟表現及政策差異影響，總體呈現升值走勢。美聯儲加息週期結束後一年內美元普遍走貶，非美貨幣波動收斂。隨著美聯儲加息週期進入尾聲，預計2023年美元指數走勢回落，但歐英日經濟前景更不容樂觀，預將對美元指數形成一定支撐；非美貨幣跌勢趨緩，但需關注經濟衰退風險對匯率走勢的拖累，美元指數仍有一定支撐，不會對人民幣匯率走強形成明顯掣肘。

¹³ 1985年美元升值到高峰，美國已經不能再從強勢美元中獲得更多利益，反而越來越受其負面影響，美國政府開始考慮降低美元匯率的問題。1985-1989年美國政府多次與同盟國進行磋商，簽署了“廣場協議”、“盧浮宮協議”要求降低美元匯率。歐、美、日等發達國家集體干預外匯市場後，美元匯率在1985-1990年逐步下降。

圖表 12：近六輪加息週期內，大類資產漲跌變化

		1983. 3-1 984. 8	1987. 1-1 989. 7	1994. 2-1 995. 2	1999. 6-2 000. 5	2004. 6-2 006. 6	2015. 12- 2018. 12
美股	納斯達克	-2. 7%	28. 5%	-0. 4%	41. 0%	9. 1%	28. 7%
	道瓊斯	8. 3%	38. 1%	1. 2%	-0. 7%	9. 3%	30. 4%
	標普 500	10. 5%	40. 4%	1. 6%	9. 8%	13. 3%	19. 2%
美債 (BP)	2 年期	328	123	259	115	256	157
	10 年期	257	64	145	51	44	54
大宗 商品	COMEX 黃金	-15. 4%	-8. 3%	-1. 5%	1. 3%	55. 5%	20. 2%
	布倫特原油	-	1. 0%	16. 1%	77. 5%	74. 7%	8. 5%
外匯	美元	16. 2%	-6. 0%	-10. 0%	6. 4%	-4. 2%	-3. 7%
	人民幣	-	-	-	-	-3. 4%	7. 3%
	歐元	-	-	-	-	4. 6%	7. 8%
	英鎊	-13. 1%	11. 6%	5. 6%	-7. 0%	0. 5%	-15. 4%
	日元	1. 2%	-13. 5%	-10. 6%	-10. 8%	3. 7%	-10. 7%
	韓元	7. 8%	-22. 5%	-2. 8%	-4. 8%	-18. 3%	-3. 2%

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

圖表 13：近六輪加息結束後一年時期，大類資產漲跌變化

		1984. 8-19 85. 8	1989. 7- 1990. 7	1995. 2- 1996. 2	2000. 5- 2001. 5	2006. 6-20 07. 6	2018. 12 -2019. 1 2
美股	納斯達克	27. 6%	0. 5%	45. 1%	-46. 7%	17. 3%	20. 6%
	道瓊斯	17. 6%	18. 4%	42. 6%	0. 9%	19. 1%	10. 5%
	標普 500	22. 4%	11. 6%	36. 1%	-14. 5%	16. 9%	15. 8%
美債 (BP)	2 年期	72	99	74	63	-17	56
	10 年期	80	103	80	86	-8	64
大宗 商品	COMEX 黃金	-3. 0%	-2. 9%	6. 5%	-3. 5%	3. 3%	23. 3%
	布倫特原油	-0. 2%	2. 1%	5. 5%	9. 7%	0. 5%	15. 3%
外匯	美元	-2. 5%	-13. 6%	-1. 6%	8. 5%	-3. 4%	-0. 5%
	人民幣	-	-	-	-	-5. 1%	0. 5%
	歐元	-	-	-	-	5. 7%	-1. 2%
	英鎊	6. 9%	18. 1%	-3. 2%	-8. 7%	7. 6%	4. 2%
	日元	-2. 7%	3. 5%	5. 8%	9. 2%	9. 7%	-4. 3%
	韓元	9. 0%	7. 2%	-0. 9%	15. 5%	-2. 6%	4. 1%

數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**