

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞

吴起睿 张润锋

美联储加息终点及大类资产表现

——1982年以来美联储六次加息的经验探究与前瞻

阅读摘要

1982年至今，美联储历经六轮加息周期，通过回顾历史，或可循迹预判本轮美联储加息终点的逻辑线索。从经济增长看，美联储加息对增长的拖累具有明显滞后效应，目前美国经济仍具韧性，美联储有继续加息空间。从市场表现看，美债收益率走势预示加息周期将至少持续到2023年1季度，终点或在5.0%左右。从政策指引看，点阵图预示的4.6%或低估利率终值，实际利率未回正及泰勒规则均预示美联储加息周期尚未结束。从事件冲击看，执政党失去国会控制掣肘财政端配合力度，其他发达经济体加息幅度不及美联储，令美联储激进则有衰退顾虑、放缓则有调整空间；从加息节奏经验看，本轮加息速度及幅度均超前六次，目前处于逐步加速的“S”型曲线前半段，后续幅度有望减缓并开启曲线后半段。

综合预判美联储的加息终点可能在5.0%左右，在12月FOMC会议大概率加息50BP的背景下，预计2023年还有2-3次加息空间，加息终点或在2023年2季度前。但是，停止加息并不意味着紧缩周期的结束，美联储或将维持基准利率在高位至2023年末，最快在2023年12月转向降息。

参考前几轮加息终点前后大类资产表现，结合当前复杂环境，对于美股，加息主要通过对增长的冲击间接影响股市，故后续企业盈利承压拖累财报表现或影响美股偏弱运行；对于美债，加息周期内收益率大幅走升，周期结束后一年内升幅放缓，预计2023年美债收益率上行趋势趋缓，2年期美债利率大概率仍未见顶，10年期美债或较难超前期高点；对于大宗商品，加息周期和加息结束一年内走势整体偏弱，但非预期事件冲击对大宗商品价格会造成更大影响。短期油价存在下行压力但向下空间有限，金价仍有支撑但向上空间料也有限；对于外汇，加息周期内美元指数走势受支撑、非美货币波动剧烈，加息结束后一年内美元普遍走贬，非美货币波动收敛，预计2023年美元指数走势回落，但欧英日经济前景更不容乐观，预将对美元指数形成一定支撑；非美货币跌势趋缓，但需关注经济衰退风险对汇率走势的拖累，美元指数仍有一定支撑，不会对人民币走强形成明显掣肘。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

美联储加息终点及大类资产表现

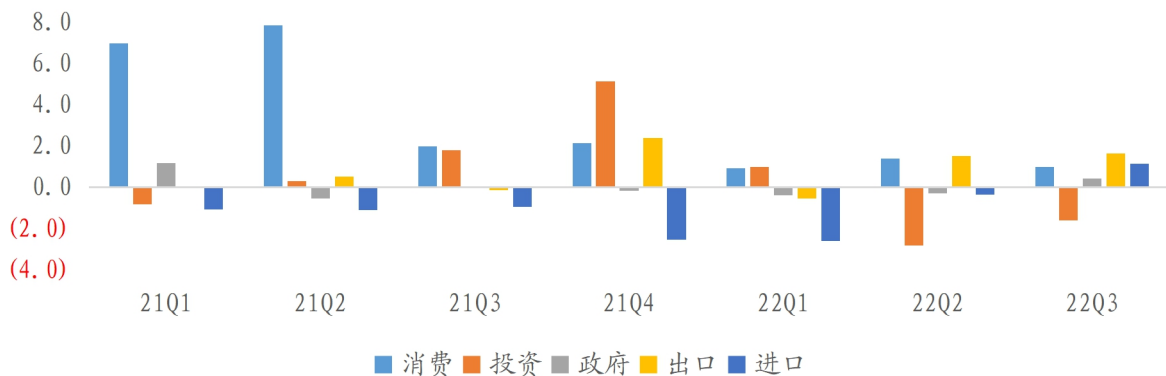
——1982 年以来美联储六次加息的经验探究与前瞻

一、当前美国经济韧性超预期但内生动能趋弱，美联储释放偏鸽信号

美国 3 季度 GDP 环比折年率 2.6% 大幅回升（1、2 季度分别为 -1.6%、-0.6%），主要动因为净出口大幅改善（对 GDP 拉动率 2.8 个百分点，较上月增 1.6 个百分点），其中商品净出口贡献 2.5 个百分点。商品出口受益于欧洲能源短缺增长提速（环比折年+17.2%），叠加商品进口因内需放缓而减弱（环比折年-8.7%）共同推动外贸向好。

但另一方面，消费及投资动能趋弱。私人消费贡献 1.0 个百分点的拉动，较上月下行 0.4 个百分点，其中商品呈负向拉动、服务呈正向拉动，但拉动率均边际下行；投资拖累 1.6 个百分点，主要动因为住宅投资受按揭利率飙升掣肘，拖累 1.4 个百分点（见图表 1）。

图表 1：美国 GDP 中各部门环比拉动率（%）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

综上，美国经济仍显韧性但衰退风险增大。一方面，受高利率和衰退忧虑挤压，消费及投资动能均趋弱；另一方面，因对俄能源制裁博弈等缓和能源供求压力，外贸部门的改善缺乏持续性。

美联储亦在 11 月 FOMC 会议纪要中预估其明年经济衰退概率约 50%。纪要指出，家庭部门资产负债表虽仍强劲，但额外储蓄的消耗增加了财务拮据的家庭数量，导致可选消费支出减少，按揭利率也抑制了住房活动；企业部门虽受供给瓶颈缓解提振，但货币收紧压制令资本支出增长不明显。美联储将国内私人支出增长乏力、全球经济前景恶化、超预期的货币紧缩方能遏制通胀列为三大突出下行风险，叠加货币政策的滞后影响¹，未来加息速度或放缓，但基准利率峰值可能略高于先前预测。美联储在历史上同样多次面临经济增长和控制通胀之间的艰难抉择。

二、美联储六次政策转向轨迹及对本轮加息终点的启示

1970 年代美联储货币政策处于激烈变动期，面对石油危机造成的经济冲击，货币政策目标不断在控通胀和保就业间“走走停停”。1975 年美联储实施货币增长量目标制（Money-Growth Targeting），但是数量型中介目标难以有效平衡货币供给与货币需求²，造成短期利率剧烈波动、通胀

¹ 会议认为，货币政策收紧将在短期内对金融状况（financial conditions）产生明显影响，但对于总支出、劳动力市场以及通胀的影响需要更长时间方能实现。

² 1975 年美联储宣布对三个主要货币总量（M1、M2、M3）的目标增长范围进行控制，但实际上只控制了基础货币投放，最终货币增长与其增长目标之间出现了较大误差；1979 年美联储将货币政策的中介目标集中在 M2 上，默认了短期利率的频繁波动，随后短期利率迅速上行超过 15%、通胀失控、经济低迷。

失控、经济低迷。1982 年美联储宣布转向重视利率目标制 (Interest Rate Targeting), 并首次公布其利率目标³, 美国经济逐渐走出石油危机后的恶性通胀, 利率目标制延续至今。基于此背景, 本文以 1982 年后六次加息周期为样本 (见图表 2), 对周期中经济增长、市场表现、政策指引、事件冲击、加息节奏进行梳理, 以期找到本次美联储加息终点的逻辑线索。

图表 2: 1982 年以来六轮加息周期概要

加息周期	概要
1983. 03-1984. 08	里根政府减税, 1982 年末起经济开始复苏并加速, 联储领先于曲线加息防止通胀回升
1987. 01-1989. 07	1986 年通胀触底后开始回升, 美联储提前加息控制通胀, 但中途“黑色星期一”导致紧急降息救市, 后通胀增高, 美联储恢复加息
1994. 02-1995. 02	20 世纪 90 年代初经济过热迹象明显, 美联储提前加息并实现软着陆
1999. 06-2000. 05	美联储紧急降息应对亚洲金融危机后, 互联网等新经济泡沫导致经济过热, 美联储收紧银根, 但随后科网泡沫破裂, 经济陷入收缩
2004. 06-2006. 06	低利率激发美国的房地产泡沫, 需求快速上升拉动通胀, 2004 年美联储收紧政策, 直至 2007 年次贷危机爆发
2015. 12-2018. 12	次贷危机长期 QE 政策后, 美联储开始货币政策正常化

数据来源: 工银亚洲东南亚研究中心整理

(一) 经济增长: 加息对增长的拖累具有明显滞后效应, 当前美联储仍有继续加息空间但已近尾声

从美联储政策转向时点的经济表现来看, 末次加息时 GDP 增速均已表现出明显的降速压力, 失业率整体处于下行周期, 通货膨胀表现分化。

加息对增长的拖累具有明显的滞后效应, 近六轮加息周期中有四轮周期前后出现过经济衰退, 除 1982 年经济衰退

³ 美联储认为面对频繁波动的货币需求, 如果依然保持货币供给不变, 会造成利率剧烈波动, 不利于经济增长。

发生在加息周期前外⁴，其余三轮经济衰退发生在加息周期后，分别是 1987 年后的储蓄和贷款危机、1999 年后的科网泡沫破裂、2004 年后的次贷危机⁵，从末次加息至发生经济衰退时点分别滞后 12、10、18 个月（平均 13 个月）。就业市场表现与经济衰退高度相关，美联储六轮加息周期中未发生经济衰退的周期内失业率整体下行，发生经济衰退的周期内从末次加息至失业率见底回升分别滞后 4、8、21 个月（平均 11 个月）。加息期间核心 PCE 同比增速变动较为分化：美联储前三轮加息周期分别对应石油危机造成的恶性通胀、里根政府弱美元贸易促进政策下的通胀走升，以及 20 世纪 90 年代初的经济过热，是对高通胀的应对，此时美联储通常在通胀得到切实遏制后方终止紧缩，末次加息出现在通胀见顶 2 至 5 个月后（平均 4 个月）。但美联储后三轮加息周期分别对应亚洲金融危机、恐袭冲击及房地产降温、次贷危机后对危机宽松政策的撤回，更多的是货币正常化过程，加息周期内存在核心 PCE 上行、下行及相对稳定的情形，此时时滞效应不明显。

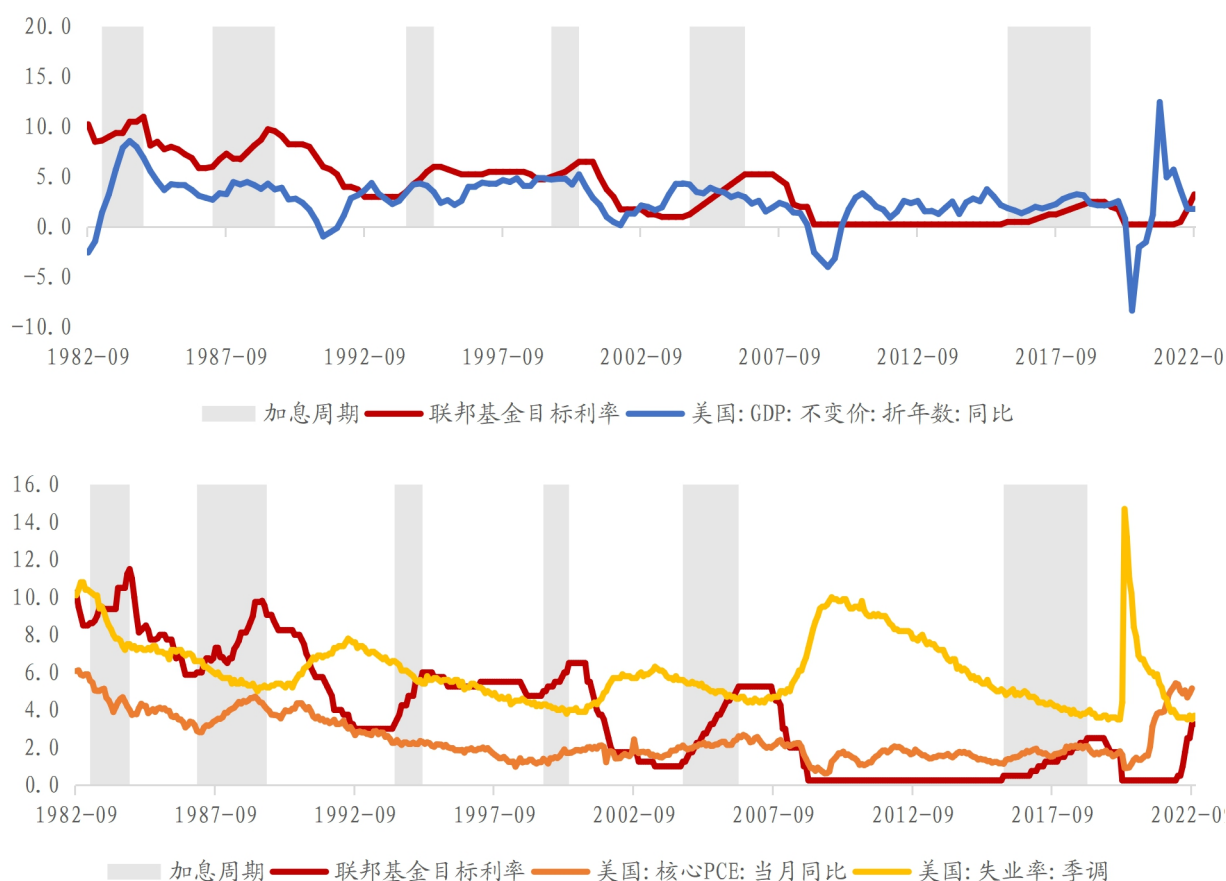
本轮加息周期美联储主要应对的是供应链紧张、能源价格高企、需求高涨，以及疫情冲击时期宽松政策的撤回，兼具前六轮加息周期的多个特征。美国 GDP 同比增速在 2021 年 2 季度见顶，且目前已连续三个季度下滑；失业率先于 7 月、

⁴ 由于石油危机冲击，美国经济在 1980-1982 年遭受了连续两轮衰退打击，但时任美联储主席沃尔克继续坚定加息控制通胀，其对低通胀的承诺逐渐赢得了市场信心，经济随后进入稳定增长轨道。

⁵ 其余三轮衰退周期分别为 1990.7-1991.3；2001.3-2001.11；2007.12-2009.6。

9月出现可能的“W型底”；尚难确定核心PCE已见顶。面对通胀压力，预计美联储仍有继续加息空间，但经济增速下行和失业率触底或预示美联储加息周期逐渐进入尾声（见图表3）。

图表 3：1982 年以来六轮加息周期内各项经济指标同步表现（%）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

（二）市场表现：典型指标预示美联储在 2022 年 2 季度前停止加息，终点或在 5.0%左右

1. 美国国债收益率出现升幅放缓迹象，或预示本轮美联储加息终点已逐渐临近。过去 40 年，美国 2 年期国债收益率与美联储联邦基金目标利率走势高度弥合，反映 2-4 年的短周期经济循环与美联储平抑经济波动的政策目标相一致

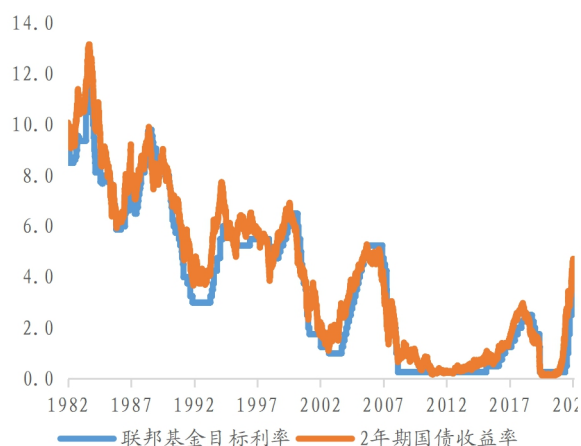
(见图表 4)。美国 10 年期国债收益率与联邦基金目标利率弥合度略差，长期限国债更多的反映了加息对经济增长预期的影响(见图表 5)。从加息时点看，2 年、10 年期国债收益率的高点，分别较联邦基金利率目标的高点平均提前 1.5、2.2 个月到来，长期限国债收益率更早触及峰值，对加息终点的预测更提前。从加息高度看，2 年期、10 年期国债收益率的高点，分别较联邦基金利率目标的高点平均高 0.74%、0.86%，短期限国债收益率对货币政策和市场流动性波动更为敏感，对加息高度的预测更准确。2000 年以后，国债收益率与联邦基金利率触及利率顶点的时间和高度差异明显收窄，货币政策与市场表现的配合更加有效。

2022 年 3 月美联储开启本轮加息周期至今，美债收益率连续上行，2 年期国债收益率 11 月最高触及 4.7%、10 年期国债收益率 10 月末最高触及 4.25%。虽近期有所回落，但判断见顶仍为时尚早(如 2006 年加息周期内美债收益率呈“双顶形态”)。预计 2 年期美债利率仍未见顶，反映短期流动性仍有进一步收紧压力;10 年期美债收益率大概率较难突破前期高点，虽然历史上国债收益率高点普遍高于联邦基金利率高点，但经济衰退忧虑可能拖累长期限国债收益率走升幅度(如 1989 年加息周期内 10 年期国债收益率高点，低于联邦基金利率高点)。目前美国经济衰退忧虑不断累积，预计 10 年期美债收益率较难超越前期高点。

总体来看，以国债收益率与基准利率关系预测本轮美联

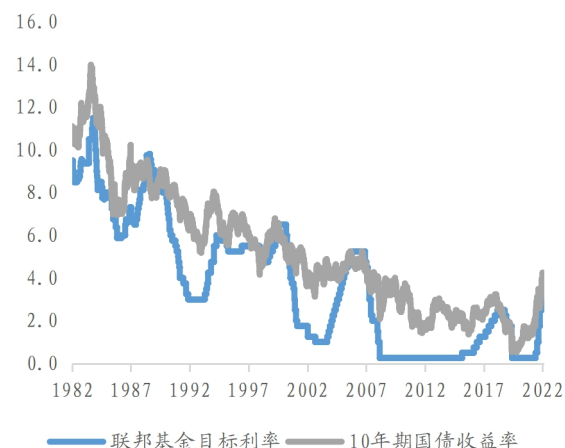
储加息终点或为时尚早，但近期收益率波动或反映终点已渐临近，预计本轮加息周期至少持续到 2023 年 1 季度。

图表 4：2 年期国债收益率与美联储联邦基金利率变化规律（截止 2022 年 11 月 28 日）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 5：10 年期国债收益率与美联储联邦基金利率变化规律（截止 2022 年 11 月 28 日）



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

2. 联邦基金利率期货暗示本轮美联储加息终点在 2023 年 7 月，高度为 5.00%。联邦基金利率期货⁶显示，美联储有望在 2022 年 12 月和 2023 年 2 月分别加息 50BP，2023 年 3 月加息 25BP，将最终的目标利率推升至 5.00-5.25%；并且维持该利率至 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，以美国 30 天期 500 万美元的联邦基金为标的资产的利率期货合约，其价格的变化可以反映市场对于联邦基金利率的预期。

图表 6：芝商所 30 天联邦基金利率期货价格走势（2023 年 7 月，截止 2022 年 11 月 28 日）



数据来源：CME、工银亚洲东南亚研究中心

（三）政策指引：美联储加息终点在 4.6% 以上，预计 2023 年底前较难启动降息

1. 9 月美联储点阵图显示 2023 年利率终点为 4.6%，但最终加息结果或高于该值。从最近一次 9 月 FOMC 会议公布的点阵图来看，19 名官员中，仅 1 位官员鸽派地认为 2023 年会降息至 3.75%-4.00%，其余大多数官员预计 2023 年美联储关键利率会升至 4.25%-5.00% 区间，预期中值约 4.6%。但是点阵图具有强时效性，其对 2023 年加息终点的预测效果或相对有限⁷。鲍威尔在 11 月议息会议上也言明“终端利率可能会高于 9 月美联储的预期”。

2. 实际利率至少需要维持 1-2 年高位才能有效控制通胀，预计美联储至 2023 年末才能降息。鲍威尔在 9 月议息会议中提到“全曲线⁸实际利率回正”是衡量货币政策是否合理的

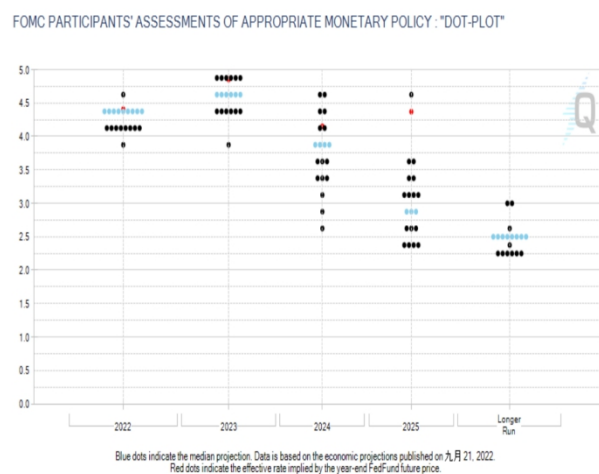
⁷ 例如美联储 2021 年 12 月点阵图预测，2022 年美联储或仅会加息至 1% 左右，与当前情况相差较大。

⁸ 全曲线包括政策利率、贷款利率、美债收益率三方面。

依据之一。沃尔克时期，美国核心 PCE 在 1980 年初升至 9% 以上，实际联邦基金利率当年 3 月触及 10.5% 后高位波动，直至 1982 年 11 月核心 PCE 才重回 6% 下方，实际政策利率至少需要维持 2-3 年的高位才能有效抑制通胀。

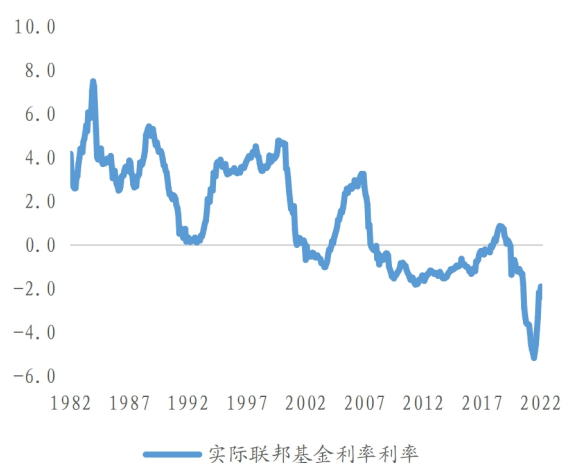
目前，美国实际联邦基金利率为 -2.1%；个人消费贷实际利率 1.5%、住房贷实际利率 -7.8%，企业实际贷款利率 -2.9%；长端美债收益率 6 月已全部回正，但短端美债实际收益率仍然为负。除个人消费贷和长端美债实际收益率已回正以外，其它实际利率仍处负值区间。虽然目前美国核心 PCE 处于 5% 附近，整体通胀压力不及“石油危机时期”，但参考沃尔克经验，实际利率至少需要回正、并且维持 1-2 年高位，才能有效控制通胀。

图表 7：9 月 FOMC 会议点阵图显示本轮加息终点将在 2023 年达到 4.6% 左右



数据来源：FED、工银亚洲东南亚研究中心

图表 8：美国实际联邦基金利率尚未回正（截止 2022 年 11 月 28 日）

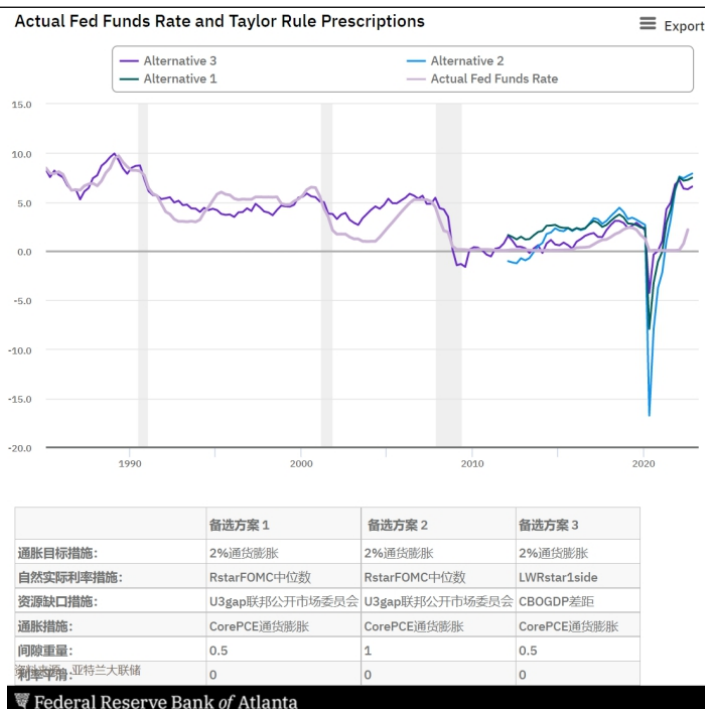


数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

3. 泰勒规则预示美联储加息周期尚未结束。20 世纪 80 年代至 21 世纪初，美国联邦基金利率的变化轨迹基本符合

泰勒法则⁹，但随着货币政策灵活性提升，2003年以后泰勒法则预测值长期高于美国联邦基金利率，目前将其作为政策利率变化时点的参考更具有实践性。2021年2季度泰勒规则计算的联邦基金利率升破0值，2022年2-3季度触顶回落，2022年4季度再次走升。美联储在本轮加息周期前期行动过慢，2022年3季度市场出现加息放缓预期，基本与泰勒规则计算的结果相符。随着4季度泰勒规则在1、2、3种备选方案计算下的目标政策利率分别升至7.3%、7.7%、6.3%，预计本轮加息周期尚未结束。

图表9：亚特兰大联储泰勒规则实用程序计算的联邦基金目标利率（截止2022年11月10日）



数据来源：FRA、工银亚洲东南亚研究中心

⁹ 泰勒规则是约翰·泰勒在1993年的一篇论文中引入的一个等式，其基于通货缺口和产出缺口计算联邦公开市场委员会(FOMC)的短期目标利率。同年，美联储主席格林斯潘放弃了执行了十多年的以货币主义为理论基础的货币政策操作体系，转而实行以联邦基金利率作为中介目标的新的货币政策体系，而泰勒规则为这样的货币政策体系转换提供了理论和实践上的依据。

（四）事件分析：执政党失去国会控制掣肘财政端配合力度，令美联储更加谨慎；其他发达经济体加息幅度不及美联储，为调整政策腾出空间

国内事件影响方面，历史上执政党在中期选举中失去国会一至两院后，“跛脚总统”推行政策将受国会掣肘，故难以得到财政端配合的美联储决策或尽力避免对经济伤害过大。回顾六轮加息周期前后，规模庞大、变革深刻的财政改革法案均在执政党控制两院期间¹⁰推出，而1986年、1994年、2006年、2018年执政党失去国会一至两院后鲜有较大财政变革。相应地，美联储除1987-1989年仍有较大幅度加息外，其余三次执政党失去国会控制权后加息节奏均趋缓：1994年民主党失去参众两院后，美联储仅加息1次、50BP；2006年共和党失去参众两院后，美联储终止加息；2018年共和党失去众议院后，美联储仅加息1次、25BP。

海外事件影响方面，其他发达经济体央行紧缩幅度不及美联储，为灵活调整政策腾出空间。特别地，美联储历次加息期间欧央行及英央行虽大体同步收紧（2015-2018年欧央行仍处宽松周期除外），但总体利率变动幅度不及美联储¹¹，而日央行在地产泡沫破裂后经济长期低迷利率下行，对美联储干扰更加有限。

¹⁰ 包括1981年里根政府《经济复苏法案》、1993年克林顿政府《削减赤字法案》、2001年小布什政府《经济增长与减税协调法案》、2018年特朗普政府《减税和就业法案》。

¹¹ 欧央行、英央行平均每轮的加息幅度分别低于美联储210BP、212BP。

图表 10：1982 年以来六轮加息周期中美国国内及国外政治经济事件、主要发达经济体加息幅度

	1983. 03- 1984. 09	1987. 01- 1989. 06	1994. 02- 1995. 07	1999. 06- 2001. 01	2004. 06- 2007. 09	2015. 12 - 2019. 08
国内政治经济事件	-	1986 年民主党夺回参议院控制权；1987 年“黑色星期一”	1994 年共和党夺回参议院、众议院控制权	2000 年互联网泡沫破裂；	2006 年民主党夺回参议院、众议院控制权；2007 年次贷危机爆发	2018 年民主党夺回众议院控制权
国外政治经济事件	1979-1981 年第二次石油危机	1985 年广场协议；1990 年第三次石油危机	-	1997 年亚洲金融危机	-	2018 年中美贸易战
同期欧央行加息 (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
美联储加息幅度 (BP)	300	393	300	175	425	225

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

本轮加息周期中，国内方面民主党已在中期选举失去对众议院控制权，削弱了拜登政府在经济衰退时扩大财政刺激的能力。目前美国国债总额已逼近上限 31.38 万亿美元，而共和党反对提高债务上限，除非民主党削减开支。财政托底能力下降后，美联储或谨慎考虑加息终点高度，以避免经济硬着陆；国外方面今年 3 月起欧央行、英央行、日央行分别累计加息 200BP、275BP、0BP，仍大幅低于美国的 375BP。目前日本央行坚持宽松、衰退压力剧增¹²或令英欧央行在 2023 年 1 季度先行结束加息，为美联储放缓加息腾出政策空间。

¹² 欧央行在 11 月 16 日的金融稳定评估报告中表达了对欧元区金融稳定风险上升的担忧，认为欧元区未来一年出现衰退的可能性为 80%，高于美国出现衰退的可能性（60%）；英国新财长于 11 月 17 日宣布规模达 550 亿英镑的增税及减支计划，经济衰退风险加大。

（五）历史规律：加息周期持续 11-36 个月；加息遵循“S”型或阶梯型步伐；在高位平均维持 12.3 个月但粘性逐步减弱

从整体长度与幅度看，过去六次加息周期持续时间在 11-36 个月、次数在 6-22 次、幅度在 175-425BP 不等。平均每月加息幅度在 6-25BP 之间、平均单次幅度在 17-43BP 之间。

从周期内加息节奏看，2000 年以前的加息周期总体遵循“缓-急-缓”的“S”型节奏，初次幅度通常为 25BP，中期幅度逐步扩大，后期除 1999-2000 年加息周期中末次幅度仍在扩大外，其余三次在加息終了前均经历 1-2 次幅度放缓；2000 年以后的加息周期总体遵循每次 25BP、持续时间更长的“小碎步”阶梯型加息步伐。

从周期后利率高位粘性看，从末次加息到降息，基准利率在高位维持 8 至 17 个月（平均 12.3 个月），且高位粘性效应逐步减弱，后三次利率维持高位时长仅为前三次的 69%。

图表 11：1982 年以来六轮加息周期中利率抬升规律

加息时期	1983. 03- 1984. 08	1987. 01- 1989. 05	1994. 02- 1995. 02	1999. 06- 2000. 05	2004. 06- 2006. 06	2015. 12- 2018. 12
加息持续时间 (月)	17	28	12	11	24	36
加息次数	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 持续时长(月)	13	13	17	8	15	8
--------------------	----	----	----	---	----	---

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

本轮自 2022 年 3 月加息至今已 8 个月，共加息 6 次、375BP，平均每月加息 47BP、平均单次加息 63BP，速度及幅度均超前六次；本轮加息周期节奏更接近前四轮，目前处于逐步加速的“S”型曲线前半段，12 月的加息幅度或减至 50BP，开启曲线后半段。

三、本轮加息周期美联储政策路径前瞻及对大类资产的可能影响

（一）美联储政策路径前瞻

综合考虑美联储历次政策转向的经验规律，预计美联储的加息终点可能在 5.0% 左右，在 12 月 FOMC 会议大概率加息 50BP 的背景下，预计 2023 年还有 2-3 次加息空间，加息终点或在 2023 年 2 季度前。但是，停止加息并不意味着紧缩周期的结束，美联储将维持基准利率在高位至 2023 年末，最快在 2023 年 12 月转向降息。

（二）全球大类资产表现展望

美股：加息周期结束后一年内美股的走势明显强于加息期间，但均总体呈现上涨态势，显示前 6 次加息周期中加息本身对美股的直接影响相对有限，对美股产生直接影响的是加息对增长冲击的间接效应，1999.6-2000.5 加息周期结束后一年内科网泡沫即破裂，美国三大股指大幅下挫，特别是纳斯达克指数跌幅近半。由于此前美股历经 10 余年的持续

上涨，估值明显高企背景下本轮加息周期内美股下跌，2022年3月1日-11月25日，纳斯达克、道琼斯、标普500分别变动-17.0%、3.2%、-6.5%。目前美国关键经济指标已经出现放缓信号，国际智库普遍预计美国2023年GDP增速放缓至0.5-1.5%区间，后续企业盈利承压拖累财报表现或影响美股偏弱运行。

美债：加息周期内美债收益率大幅走升，特别是2年期国债收益率上行幅度远大于10年期，一方面短债对加息敏感度更高，另一方面收益率曲线平坦化甚至倒挂也显示市场对加息造成的经济冲击忧虑。加息周期结束后一年内，美债收益率升幅放缓。随着美联储加息周期逐渐进入尾声，预计2023年美债收益率大幅上行趋势趋缓。结合前述分析的利率高点经验规律，2年期美债利率大概率仍未见顶，后续10年期美债利率超过前期高点的概率不大。

大宗商品：由于紧缩政策对需求的抑制，美联储加息周期和加息结束一年内包括原油和黄金在内的大宗商品走势整体偏弱，但非预期事件冲击对大宗商品价格会造成更大影响。例如，1999.6-2000.5科索沃战争、2004.6-2006.6伊拉克战争催化原油价格暴涨，2018年中美贸易摩擦升级也令黄金价格出现较大波动。当前，除了乌克兰危机仍是最大的地缘不确定性扰动外，全球经济低碳转型、OPEC+博弈能力提升、通胀中枢趋势上移等因素对大宗商品价格亦会有较为明显的影响。短期内，全球需求预期、乌克兰危机演绎、OPEC+

政策动向等是扰动油价波动的主因，油价有下行压力但价格中枢大幅向下动能有限。美联储政策预期、美元指数走势、乌克兰危机演绎是扰动金价的主因，但通胀水平整体仍处高位但趋势性回落背景下金价仍有支撑但大幅向上动能料也有限。

外汇：美联储加息周期内美元指数走势受支撑，但因1987年美国刻意令美元贬值改善双赤字境况¹³、1994年非美经济增长强于美国、2004年国际恐怖事件冲击等因素影响美指稳定性，美元走势涨跌互现；非美货币波动剧烈，人民币、欧元、英镑整体与美元走势相反，日元、韩元受经济表现及政策差异影响，总体呈现升值走势。美联储加息周期结束后一年内美元普遍走贬，非美货币波动收敛。随着美联储加息周期进入尾声，预计2023年美元指数走势回落，但欧英日经济前景更不容乐观，预将对美元指数形成一定支撑；非美货币跌势趋缓，但需关注经济衰退风险对汇率走势的拖累，美元指数仍有一定支撑，不会对人民币汇率走强形成明显掣肘。

¹³ 1985年美元升值到高峰，美国已经不能再从强势美元中获得更多利益，反而越来越受其负面影响，美国政府开始考虑降低美元汇率的问题。1985-1989年美国多次与同盟国进行磋商，签署了“广场协议”、“卢浮宫协议”要求降低美元汇率。欧、美、日等发达国家集体干预外汇市场后，美元汇率在1985-1990年逐步下降。

图表 12：近六轮加息周期内，大类资产涨跌变化

		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	纳斯达克	-2. 7%	28. 5%	-0. 4%	41. 0%	9. 1%	28. 7%
	道琼斯	8. 3%	38. 1%	1. 2%	-0. 7%	9. 3%	30. 4%
	标普 500	10. 5%	40. 4%	1. 6%	9. 8%	13. 3%	19. 2%
美债 (BP)	2 年期	328	123	259	115	256	157
	10 年期	257	64	145	51	44	54
大宗商品	COMEX 黄金	-15. 4%	-8. 3%	-1. 5%	1. 3%	55. 5%	20. 2%
	布伦特原油	-	1. 0%	16. 1%	77. 5%	74. 7%	8. 5%
外汇	美元	16. 2%	-6. 0%	-10. 0%	6. 4%	-4. 2%	-3. 7%
	人民币	-	-	-	-	-3. 4%	7. 3%
	欧元	-	-	-	-	4. 6%	7. 8%
	英镑	-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%
	韩元	7. 8%	-22. 5%	-2. 8%	-4. 8%	-18. 3%	-3. 2%

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 13：近六轮加息结束后一年时期，大类资产涨跌变化

		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	纳斯达克	27. 6%	0. 5%	45. 1%	-46. 7%	17. 3%	20. 6%
	道琼斯	17. 6%	18. 4%	42. 6%	0. 9%	19. 1%	10. 5%
	标普 500	22. 4%	11. 6%	36. 1%	-14. 5%	16. 9%	15. 8%
美债 (BP)	2 年期	72	99	74	63	-17	56
	10 年期	80	103	80	86	-8	64
大宗商品	COMEX 黄金	-3. 0%	-2. 9%	6. 5%	-3. 5%	3. 3%	23. 3%
	布伦特原油	-0. 2%	2. 1%	5. 5%	9. 7%	0. 5%	15. 3%
外汇	美元	-2. 5%	-13. 6%	-1. 6%	8. 5%	-3. 4%	-0. 5%
	人民币	-	-	-	-	-5. 1%	0. 5%
	欧元	-	-	-	-	5. 7%	-1. 2%
	英镑	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%
	韩元	9. 0%	7. 2%	-0. 9%	15. 5%	-2. 6%	4. 1%

数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**