

政策利率“以我为主”与资产表现展望

2022年2月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 90年后四次美联储加息周期：

自1990年以来，美联储明确使用联邦基金利率作为货币政策中介目标后，经历了4次加息周期，分别为1994-1995年间、1999-2000年间、2004-2006年间、2015-2018年间。

在4个完整的加息周期内，只有美国国债及黄金价格受影响较为明显，其他资产并未表现出较明显的一致趋势。

○ 三次美“加”中“降”时期：

美国加息国内降息（不变）有三段，分别为：1) 1999/06/30-2000/5/16期间，联邦利率从5.0%上升到6.5%，我国定存利率维持2.25%不变；2) 2004/11/10-2006/06/29期间，联邦利率从2.0%上升到5.25%，我国定存利率维持2.25%不变；2015/12/17-2018/12/20期间，联邦利率从0.5%上升到2.5%，我国定存利率维持1.5%不变。

从后两段的资产表现来看，国内资产表现与国内宏观形势+资产价格点位有较高关联。

○ 本轮“以我为主”下资产表现展望：

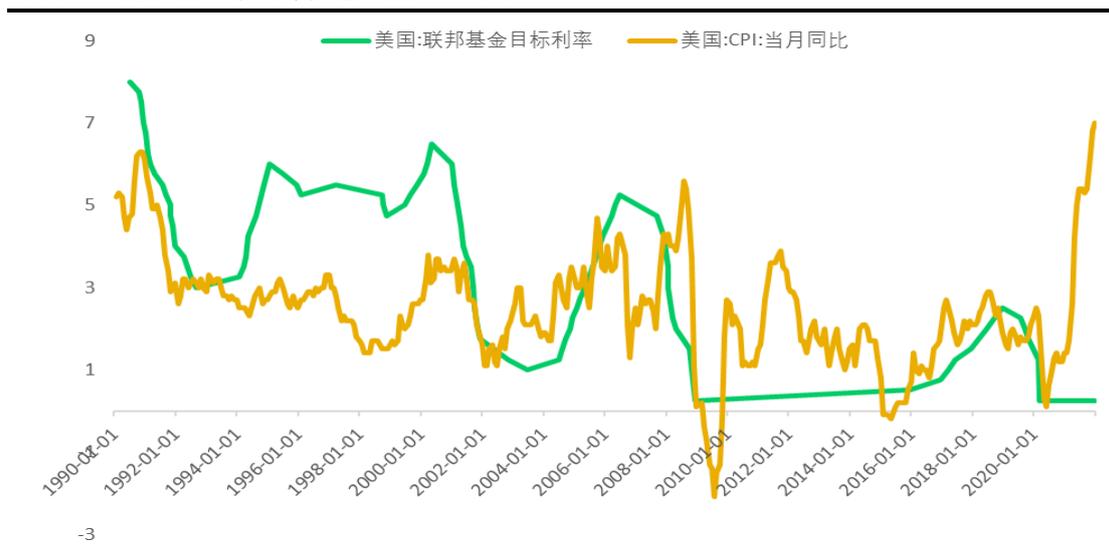
从目前宏观形势来看，宏观数据表现为：社融触底反弹+GDP探底（两年平均）+能源紧张+海外通胀，也就是处于“衰退+滞胀—>复苏”过渡阶段，按美林时钟逻辑，顺位资产表现应该为（商品+债券）向股票过渡；而目前资产价格的点位来看，债券（净价）、商品已处于历史较高位置，而Wind全A市盈率在历史偏低位置，所以，在前置宽松货币、积极财政政策下，如果一季度经济数据能触底反弹，那么权益应该能接过第一顺位。

一、90 年来美联储加息周期资产表现

自 1990 年以来，美联储明确使用联邦基金利率作为货币政策中介目标后，经历了 4 次加息周期，分别为 1994-1995 年间、1999-2000 年间、2004-2006 年间、2015-2018 年间。从目前 0.25% 的联邦基金目标利率来看，已经严重偏离美国 7.5% 的 CPI，所以美联储认为以更快速度加息将是合适之举。

大致统计了下 1990 年以来 4 次加息周期的平均时长，约为 21 个月，平均每次的累计加息幅度约 281BP。第一次（1994-1995）时长 12 个月，从 3.00%-6.00%，累计加息 300bp，第二次（1999-2000）时长 11 个月，从 4.75%-6.50%，累计加息 175bp，第三次（2004-2006）时长 24 个月，从 1%-5.25%，累计加息 425bp，第四次（2015-2018）时长 37 个月，从 0.25%-2.50%，累计加息 225bp。

图表 1：美联储政策利率严重偏离 CPI (%)



资料来源：Wind，百瑞信托

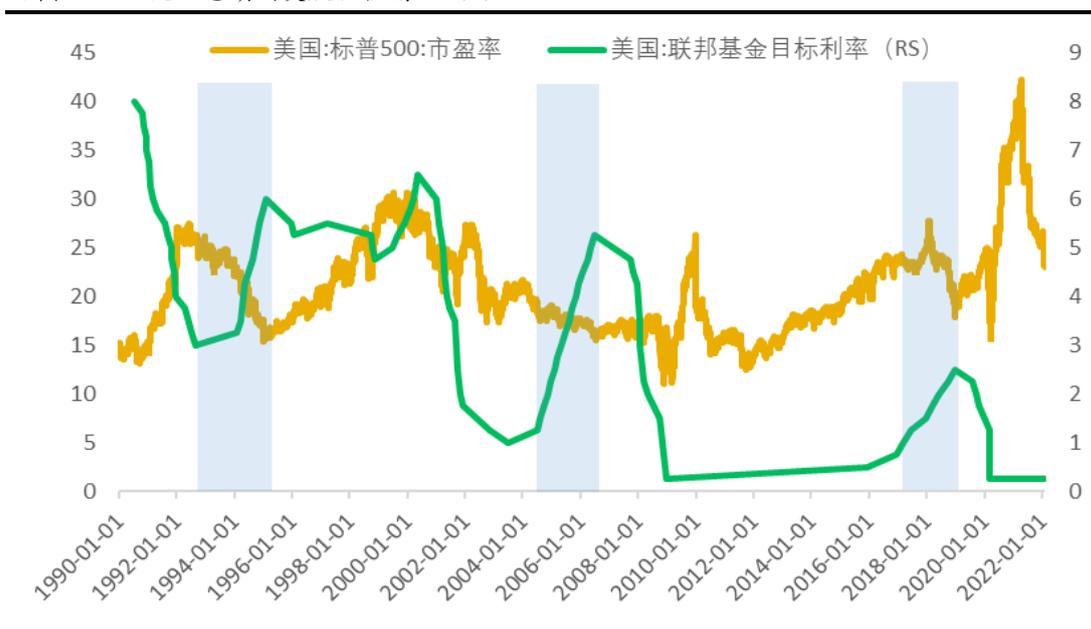
我们大致梳理了下 4 次美联储加息周期时，各类资产的表现情况，可以发现：在 4 个完整的加息周期内，只有美国国债及黄金价格受影响较为明显，其他资产并未表现出较明显的一致趋势。具体来看，权益方面，各国指数在加息周期内呈现涨跌互现的情况，只是对权益估值有较明显的下杀（见图 3）；而债券方面，美国国债有明显的利率上移，而其他国债却呈现涨跌互现的情况，主要是各国政策在 2000 年以后与美联储并非一致联动；商品方面，除了黄金下挫外，其他大宗资产价格并未出现一致的趋势性。

图表 2：四次加息期间资产表现（%、BP）

权益	标普500	Wind全A	恒生指数	德国DAX	日经225
1994-1995	1%	-	-28%	-4%	-16%
1999-2000	9%	55%	21%	40%	1%
2004-2006	13%	10%	33%	45%	38%
2015-2018	20%	-31%	17%	-7%	1%
国债	美国10Y	中国10Y	英国10Y	德国10Y	日本10Y
1994-1995	172	-	228	160	-15
1999-2000	90	-	50	140	-6
2004-2006	39	-121	-45	-30	-15
2015-2018	57	18	-67	-40	4
商品	原油	铜	铝	黄金	
1994-1995	23%	59%	63%	-3%	
1999-2000	69%	18%	11%	0%	
2004-2006	82%	163%	53%	55%	
2015-2018	25%	27%	31%	15%	

资料来源：Wind，百瑞信托

图表 3：四次加息期间美股估值情况（%）



资料来源：Wind，百瑞信托

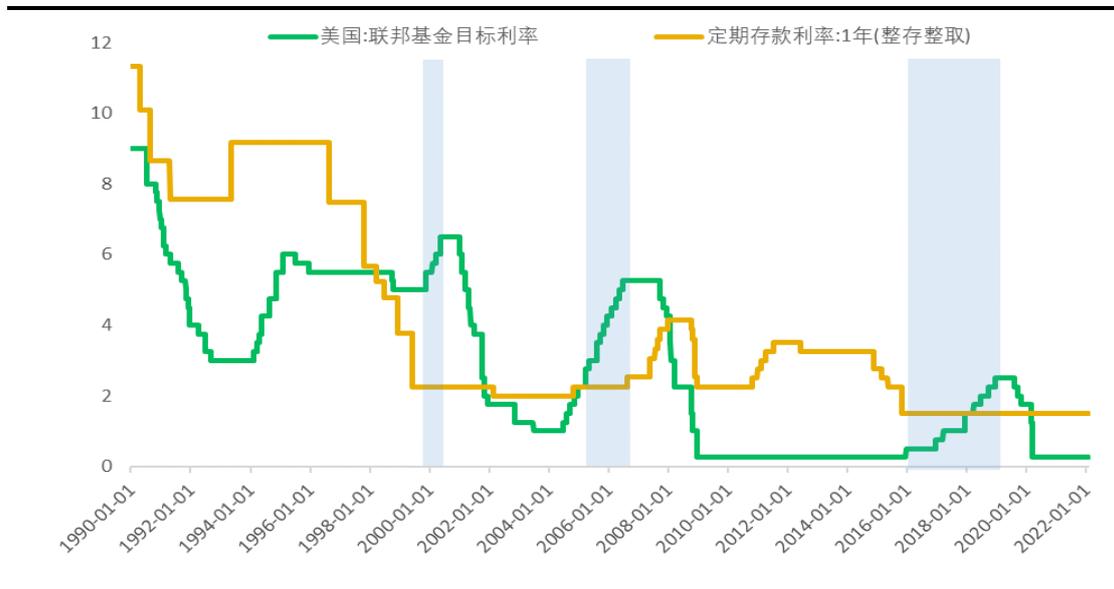
二、美国加息、国内降息时期资产表现

在美联储的 4 次加息周期里，国内政策“以我为主”并未追随的时间有三段，分别为：1) 1999/06/30-2000/5/16 期间，联邦利率从 5.0% 上升到 6.5%，我国定存利率维持 2.25% 不变；2) 2004/11/10-2006/06/29 期间，联邦利率从 2.0% 上升

到 5.25%，我国定存利率维持 2.25% 不变；2015/12/17-2018/12/20 期间，联邦利率从 0.5% 上升到 2.5%，我国定存利率维持 1.5% 不变。

不妨考察下，这三段政策利率非联动的时间内，国内资产价格的表现情况（见图 5）。由于我国资本市场成立较晚，所以第一段时间各类资产表现缺失；第二段时间中，权益、债券、商品均录得较好成绩，除了 1Y 国债外，因为 06 年上半年因货基赎回潮引发了一场流动性危机，导致 1Y 国债利率攀升；第三段时期，只有商品录得了较好成绩，而权益只有消费表现较好，债券全军覆没。

图表 4：美国加息、国内降息（不变）（%）



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 5：三次政策利率“以我为主”期间国内资产表现（%、BP）

权益%	沪深300	中证500	上证50	创业板指	300成长	300价值	300周期	300消费
1999/06/30-2000/05/16	-	-	-	-	-	-	-	-
2004/11/10-2006/06/29	30%	-	23%	-	-	-	-	106%
2015/12/17-2018/12/20	-18%	-45%	-3%	-55%	-14%	5%	-14%	55%
国债BP	国债10Y	国债5Y	国债1Y	AAA3	AA+3	AA3		
1999/06/30-2000/05/16	-	-	-	-	-	-		
2004/11/10-2006/06/29	-204.43	-125.38	335.50	-	-	-		
2015/12/17-2018/12/20	31.46	27.47	29.99	54.68	23.68	17.68		
商品%	南华商品	南华农产品	南华能化	南华工业	南华黑色			
1999/06/30-2000/05/16	-	-	-	-	-			
2004/11/10-2006/06/29	32%	-7%	62%	106%	-			
2015/12/17-2018/12/20	63%	6%	75%	86%	-			

资料来源：Wind，百瑞信托

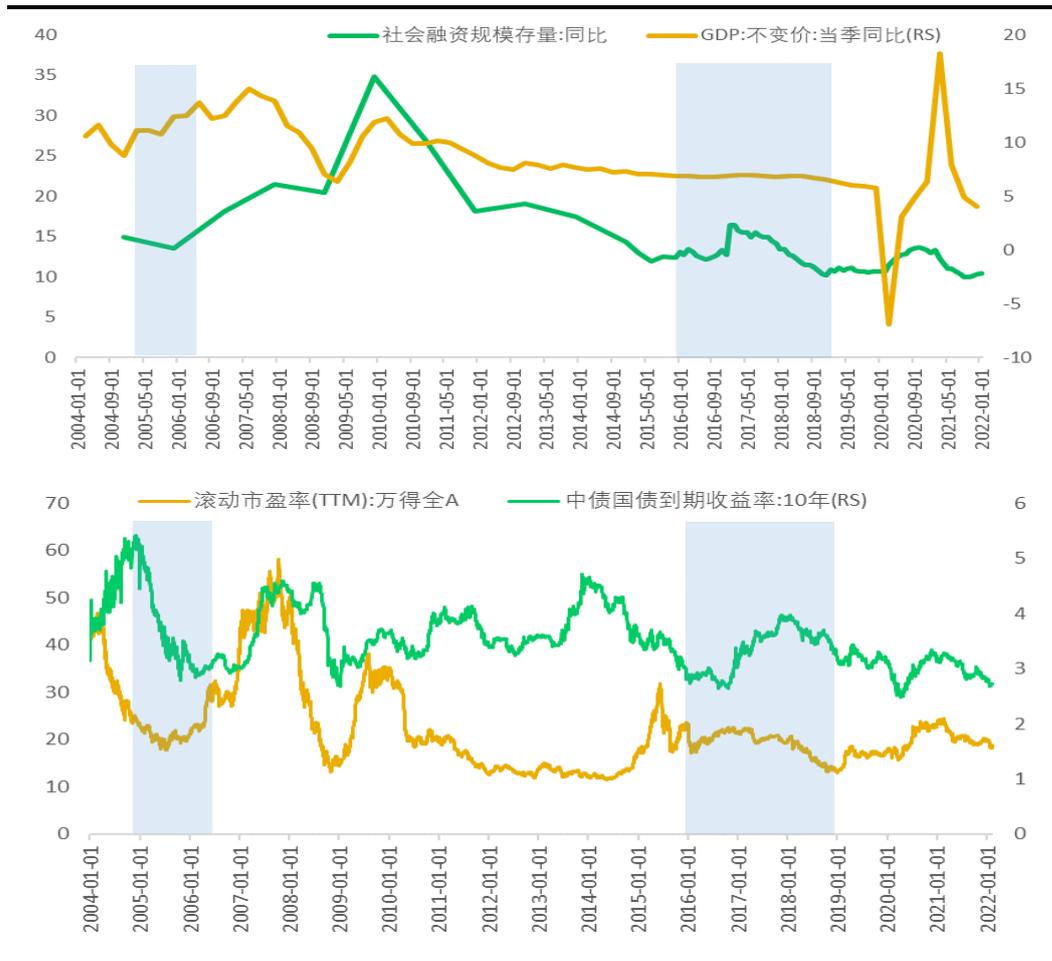
造成两段政策利率“以我为主”时期资产表现分化的主要原因，我们认为跟所

处的宏观形势及资产价格点位有较大的关系。

首先从宏观形势来看，2004/11/10-2006/06/29 期间，我国处于“社融触底反弹+GDP 震荡上行”阶段，经济处于复苏-扩张阶段，如果用美林时钟的内在逻辑来看，资产表现应该是：股票>商品>债券；而 2015/12/17-2018/12/20 期间，我国处于“社融见顶回落+GDP 横盘”阶段，而当时我国在 16 年进行了供给侧改革，经济处于轻微滞涨阶段，所以按美林时钟的内在逻辑，资产表现顺序为：商品>债券>股票。

其次从资产价格的点位来看，2004/11/10-2006/06/29 期间，债券收益率高达 5.18，而 Wind 全 A 市盈率处于历史较低水平，叠加当时“复苏-扩张”的宏观形势，形成了股债商三牛的格局；而 2015/12/17-2018/12/20 期间，债券收益率历经两年长牛后低至 2.96，尽管 Wind 全 A 估值也在历史低位，但当时宏观经济处于滞涨阶段，所以当时只有商品表现较好。

图表 6：两次“以我为主”的宏观形势



资料来源：Wind，百瑞信托

那么本轮政策利率“以我为主”下，国内资产表现又如何？

首先，我们根据以往美联储加息周期、加息幅度以及目前市场主流预期判断，2022 年美联储加息 4 次左右，联邦基金利率可能达到 1.0%左右；后续应当历经较长的周期，或到 2024 年，联邦基金利率可能上升到 2.1%到 2.5%（时长及高度参照的 2015-2018 年的加息周期）。

其次，根据上面的分析，2000 年后我国政策利率与联邦利率联动性有所松动，共发生过三次“美加中降”的情况，而且这三段时期，国内资产表现与国内宏观形势+资产价格点位有较高关联，所以，我们认为本轮政策利率“以我为主”下，国内资产还是应当关注目前的宏观经济及资产价格位置。

从目前宏观形势来看，宏观数据表现为：社融触底反弹+GDP 探底（两年平均）+能源紧张+海外通胀，也就是处于“衰退+滞涨—>复苏”过渡阶段，按美林时钟逻辑，顺位资产表现应该为（商品+债券）向股票过渡；而目前资产价格的点位来看，债券（净价）、商品已处于历史较高位置，而 Wind 全 A 市盈率在历史偏低位置，所以，在前置宽松货币、积极财政政策下，如果一季度经济数据能触底反弹，那么权益应该能接过第一顺位。