

宽松政策退出风险系列研究

第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险



2022 年 06 月 21 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

宽松政策退出风险系列研究

第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险

联合资信评估股份有限公司 主权部

主要观点

- 美国通胀率继续攀升至近 40 年新高，通胀居高不下已经成为美联储当下的“心头大患”，6 月美联储强势加息 75 个 BP，创 1994 年 11 月以来最大的单次加息幅度
- 如果美国无法从供应链恢复、石油和食品价格启稳等供给侧角度进行改善，强势加息会削弱经济活力，不排除有经济陷入衰退的风险
- 美联储强势加息会令风险资产进入波动调整期，前期积累泡沫会逐步释放，美股已处于泡沫破裂边缘，股市已表现出对可能产生的经济陷入衰退风险的担忧，美联储强势加息引发的风险资产调整已经在加密货币市场引发多米诺骨牌效应
- 美联储强势加息还会带动长期美债收益率走高，不仅收紧了企业的金融条件还会令企业融资环境恶化，尤其是中小企业、低评级企业的再融资成本增加，高收益债券信用违约风险或将上升
- 美联储强势加息会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和经济展均造成巨大阻碍，家庭按揭贷款发生违约的风险或将增大
- 综上所述，美联储强势加息抑制通胀是以牺牲短期经济安全为代价，目前已经出现股债齐跌、加密货币流动性紧缺、抵押贷款偿付能力下滑等危险信号，如果美联储未来继续强势加息，辅之多重风险叠加共振，不排除未来有爆发金融危机的可能

前文回顾

在后疫情时代全球主要国家央行货币政策逐步回归常态化的背景下，我们推出了《宽松货币政策退出风险系列研究》，通过把握美联储货币政策的转向节点、探究多国央行加息的开启逻辑以及剖析加息对全球经济的影响，来深度研究本轮货币政策周期调整所带来的风险与机遇。我们在[《宽松政策退出风险系列研究第四篇：本轮美联储加息下的国际资本流动新趋势》](#)中，探讨了本轮美联储加息下的国际资本流动所呈现出的一些新趋势，即

欧元、日元以及人民币等主要货币汇率有所走弱，国际资本转而流向“资源导向型”以及“雁阵模式升级型”国家，印证了近期的日元表现和国际资本流动态势。

美东时间 6 月 15 日，美联储会后宣布将联邦基金利率的目标区间上调 75 个 BP 至 1.50%~1.75%，这是美联储自 1994 年 11 月以来最大的单次加息幅度。在此背景下，我们推出《宽松政策退出风险系列研究第五篇：美联储大幅加息会给美国经济带来哪些潜在风险》，主要分析本次美联储强势加息给美国经济带来的四点潜在风险：一是美联储货币政策强势收紧势必会让渡经济增长动力，不排除有经济陷入衰退的风险；二是风险资产进入波动调整期，前期积累泡沫会逐步释放，存在股市泡沫破裂及加密货币崩盘的风险；三是强势加息会直接加剧美国企业的债务偿付压力，高收益债违约风险或进一步走高；四是强势加息会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，加剧家庭按揭贷款的违约风险。

正文内容

美国通胀率继续攀升至近 40 年新高，通胀居高不下已经成为美联储当下的“心头大患”，6 月美联储强势加息 75 个 BP，创 1994 年 11 月以来最大的单次加息幅度

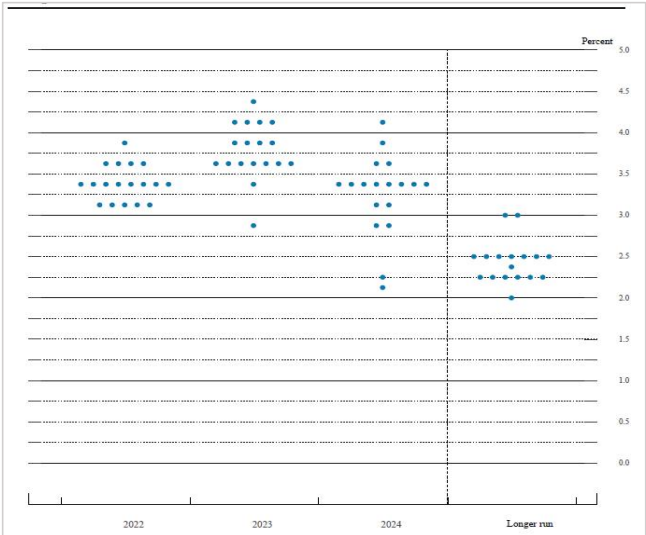
美东时间 6 月 15 日，美联储公开市场委员会（FOMC）宣布将联邦基金利率的目标区间上调 75 个 BP 至 1.50%~1.75%，创美联储自 1994 年 11 月以来最大的单次加息幅度。此外，FOMC 表示将继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，以确保按照 5 月议息会议的节奏开展“缩表”计划。

本次美联储决定强势加息 75 个 BP 主要取决于两方面原因：一是因为在美联储已经在 3 月和 5 月加息 2 次的情况下，美国 5 月 CPI 仍攀升至近 40 年以来新高（8.6%），通胀压力处于失控边缘，因此美联储 6 月 FOMC 会议大幅加速货币政策收紧幅度，有修正前期加息滞后的意图。二是因为美联储从长期经济发展角度，需要通过短期强势加息的“阵痛疗法”换回美国经济的可持续发展。美联储充分衡量经济发展和通货膨胀之间的取舍，认为通货膨胀压力已经对经济产生了挤出效应，如果不对通胀加以强势控制，高企的通胀压力会转嫁到消费端和生产端，最终拖累美国经济的可持续增长，因此强势加息势在必行。

本次美联储公布的 FOMC 声明重申了寻求实现充分就业和长期通胀达到 2% 的双重目标，并重点强调 FOMC 会坚决致力于将通货膨胀率恢复至 2% 的目标，表明通胀已经成为美联储当下的“心头大患”，美联储对通胀的态度趋于更加强势。根据点阵图预测，全部美联储官员（18 名）均预计 2022 年基准利率将超过 3.0%，其中 13 名美联储官员预计今年基准利率将超过 3.25%，5 名美联储官员预计今年基准利率将超过 3.5%，表明多数（超过 70%）美联储官员认为今年基准利率将达到 3.0%~3.5% 区间，意味着美联储下半年 4 次议息会议将继续累计加息 150~200 个 BP，平均单次加息幅度约为 50 个 BP。从长期来看，占

比超过 80%的美联储官员（共 15 人）预计 2023 年基准利率将上升至 3.5%~4.25%区间，意味着多数美联储官员预计明年还将继续加息 50~125 个 BP。此外，超过 75%的美联储官员预测 2024 年基准利率将回落至 3.5%以下，意味着 2024 年美联储将逐步退出紧缩的货币政策而转向宽松的货币政策。

图 1：6 月 FOMC 议息点阵图



数据来源：FED，联合资信整理

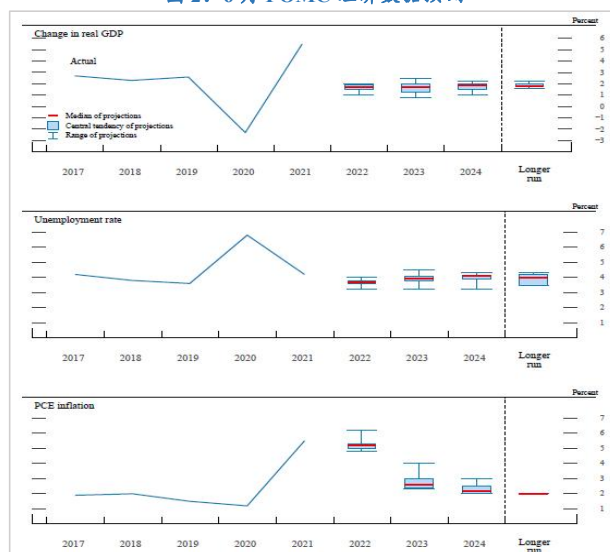
如果美国无法从供应链恢复、石油和食品价格启稳等供给侧角度进行改善，强势加息会削弱经济活力，不排除有经济陷入衰退的风险

美联储货币政策强势收紧势必会让渡经济增长动力，不排除有经济陷入衰退的风险。美联储在 6 月 FOMC 的数据预测中表明加息会对经济增速造成一定抑制，预计美国 GDP 增速中枢将在 2022 年回落至 1.7%左右，较 3 月议息会议的预期增速 2.8%下调 1.1 个百分点；2023 年和 2024 年的 GDP 预期增速分别从 2.2%和 2.0%下调至 1.7%和 1.9%。此外，美联储预计美国 2022 年和 2023 年失业率将从 3.5%分别升至 3.7%和 3.9%，2024 年失业率预期从 3.6%升至 4.1%。

外部因素加剧了美国的通胀压力，美联储需要采取更为强势的加息举措来抑制通胀走高。俄乌冲突对大宗商品价格以及全球供应链产生外溢效应，天然气、焦煤、布油等能源价格以及玉米、大豆等粮食价格大幅上涨，美国 3 月~5 月的 CPI 主要增幅均集中在食品和能源领域，加剧了美国的输入性通胀压力；中国因新冠疫情再度反复而采取严格的封控举措，对国际航班、物流运输以及工业生产均产生一定影响，加剧了全球供应链的中断风险，从供给侧增大了美国的物价成本。如果美国无法从供应链恢复、石油和食品价格启稳等供给侧角度改善，美联储强势加息会在短期内令美国经济陷入通胀压力犹存与经济活力受限的双重困境，双重因素叠加的阵痛或令美国经济陷入衰退风险。受俄乌战争持续胶着的影响，全球粮食、工业金属以及能源等大宗商品价格的上涨压力短期内难以缓解，再叠加美

国劳动力市场依旧短缺，导致美国结构性通胀问题依旧严峻。通胀压力会向家庭消费以及工业生产（如芯片制造以及汽车生产等中下游产业）传导，进而抑制了美国消费和投资对经济的拉动作用。2022 年 5 月，美国密歇根大学消费者信心指数下跌至 59.1%，创近十年来新低；美国服务业 PMI 下滑至 53.4，虽然依旧处于荣枯线以上，但已经是美联储 3 月加息以来的连续第三个月下滑；美国制造业 PMI 也相应下降至 57.0，较 4 月下滑了 2.2；各分区制造业预期出现暴跌，里士满联储制造业指数从 14 跌至-9，费城从 17.6 跌至 2.6，纽约从 24.6 跌至-11.6，表明美国的消费和生产活力进一步收窄。

图 2：6 月 FOMC 经济数据预测



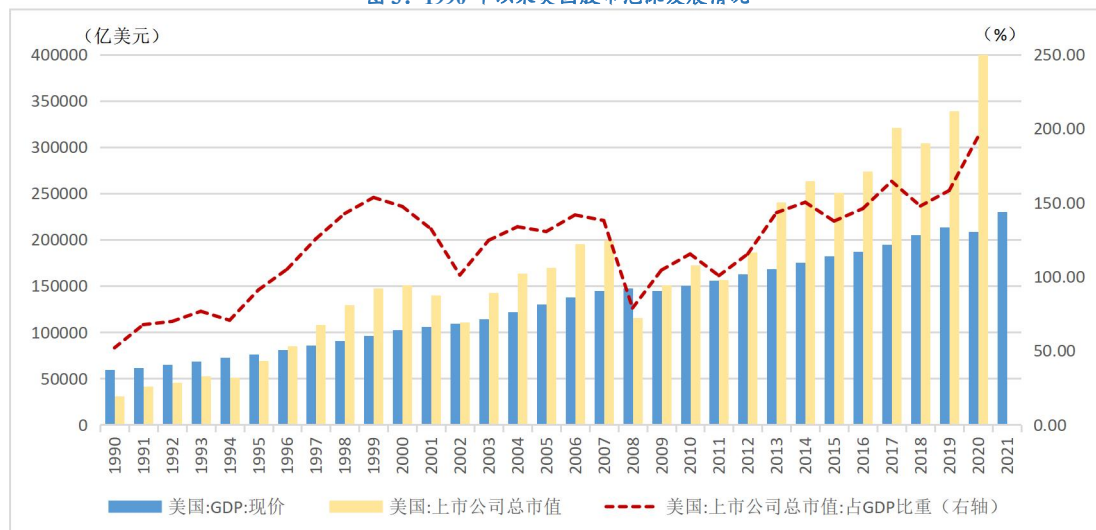
数据来源：FED，联合资信整理

美联储强势加息会令风险资产进入波动调整期，前期积累泡沫会逐步释放，美股已处于泡沫破裂边缘，股市已表现出对可能产生的经济陷入衰退风险的担忧，美联储强势加息引发的风险资产调整已经在加密货币市场引发多米诺骨牌效应

美联储强势加息会令美国经济增长前景承压，相应带动风险资产进入波动调整期，逐步刺破前期积累的泡沫。一方面，本次美联储强势加息会令美国经济陷入通胀与加息并存的阵痛期，未来美国企业经济发展活力受到较大限制，打击了投资者对美国股市前景的信心，投资者观望情绪和避险情绪走高。另一方面，美国股市前期积累的泡沫面临“硬着陆”风险。美国股市前期积累的大量泡沫主要源于 2008 年美国金融危机后开启大规模的救市举措，美联储将联邦基金利率由 2006 年 6 月的 5.25% 连续 10 次下调至 2008 年 12 月的 0.25%，降幅达到 500BP，并长期维持在零利率水平。长期低利率会导致美联储货币政策空间收缩以及催化资本和资产泡沫，经过将近 10 年的信用扩张后，美联储于 2015 年重启利率正常化进程，但本轮货币正常化力度较小且持续时间较短，仅持续不到三年时间，将联邦基金利率由 0.25% 逐步上调至 2.50%（2018 年 12 月），政策调整空间有限。

特朗普政府上台后更重视对资本市场的政策支持，并出台多项经济刺激和财政扩张政策，不仅多次要求美联储降息，还通过了自里根时期以来美国历史上最大规模的减税法案，减税最大的作用体现在带动企业进行股票回购，以 2018 年第一季度为例，美国企业回购股票规模达到创纪录的 1,780 亿美元，超过了 2007 年全年创下的 1,720 亿美元的记录。股票回购可以推高股票价格并催生股市泡沫，进一步加剧资本市场泡沫升级。因此，近 10 年道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数以及标普 500 指数分别上涨超 350%、670% 以及 400%，创造了美股飞速增长的黄金十年。根据巴菲特衡量估值的最佳指标来看，当股市市值占 GDP 比重在 50%~60% 时，表示股市具有极大的投资价值，当股市市值占 GDP 比重在 100%~120% 时，表示股市达到泡沫阶段。截至 2020 年底，美股总市值与名义 GDP 总量的比值高达 194.3%，较 2000 年互联网泡沫时期的 115.1% 和美国次贷危机前期的 127.5% 分别高出 79.2 和 66.8 个百分点，说明本阶段美股处于泡沫破裂边缘，存在股市大幅向下调整的可能。

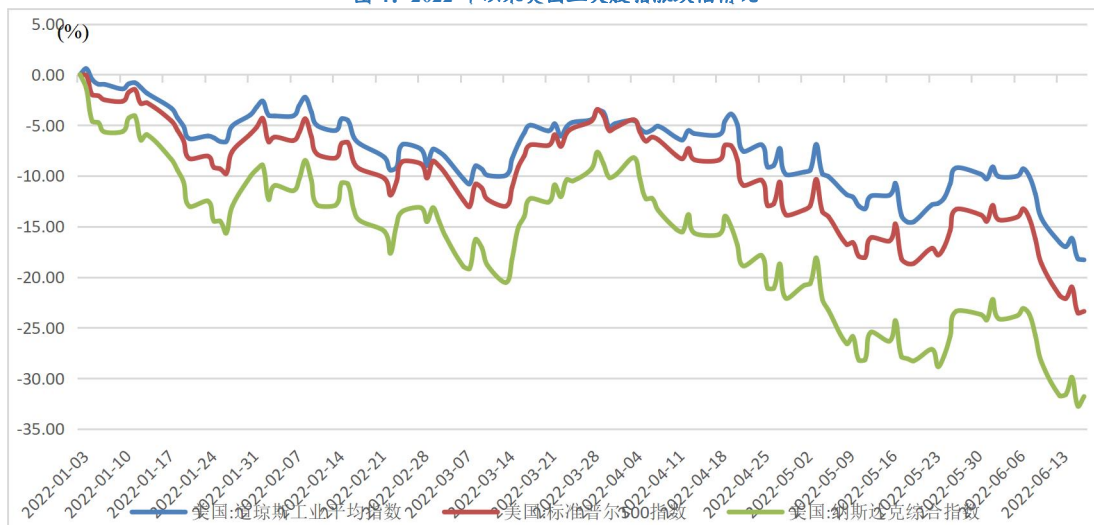
图 3：1990 年以来美国股市泡沫发展情况



数据来源：Wind，联合资信整理

自 2022 年以来，股市已表现出对可能产生的经济陷入衰退风险的担忧。截至 6 月 16 日，道琼斯工业平均指数、纳斯达克综合指数以及标普 500 指数已经分别下跌 17.6%、32.0% 和 23.1%，其中纳斯达克综合指数和标普 500 指数均已进入到熊市范围（即从高点下跌超过 20%），尤其是科技板块遭遇重创，奈飞（NETFLIX）、脸书（FACEBOOK）以及亚马逊（AMAZON）等年初至今已经分别下跌 70.9%、51.3% 以及 36.3%；再加上美联储强势加息或刺破美国股市积累多年的泡沫，美股未来有继续波动下探的风险。

图 4：2022 年以来美国三大股指涨跌幅情况



数据来源：Wind，联合资信整理

此外，美联储强势加息引发的风险资产调整已经在加密货币市场引发多米诺骨牌效应。截至 6 月 19 日，全球虚拟货币总市值跌破万亿美元大关，距离高点已经跌去七成；且当天比特币和以太币再度双双走疲，盘中比特币再度跌穿 1.8 万美元关口，创 2020 年 11 月以来的最低水平。比特币跌破 1.8 万美元/枚关口后，持有大量高杠杆头寸的投资机构或被迫止损清算，这将导致大型加密货币贷款机构和交易商的流动性危机进一步加剧，加密市场中最大的贷款机构之一 Celsius Network 冻结提款后面临破产风险，使其客户面临潜在损失；另一个平台 Babel Finance 近日也在官网上发布通知称，由于“异常的流动性压力”，将暂停产品的赎回和提款，可能会引爆币圈的“雷曼危机”。

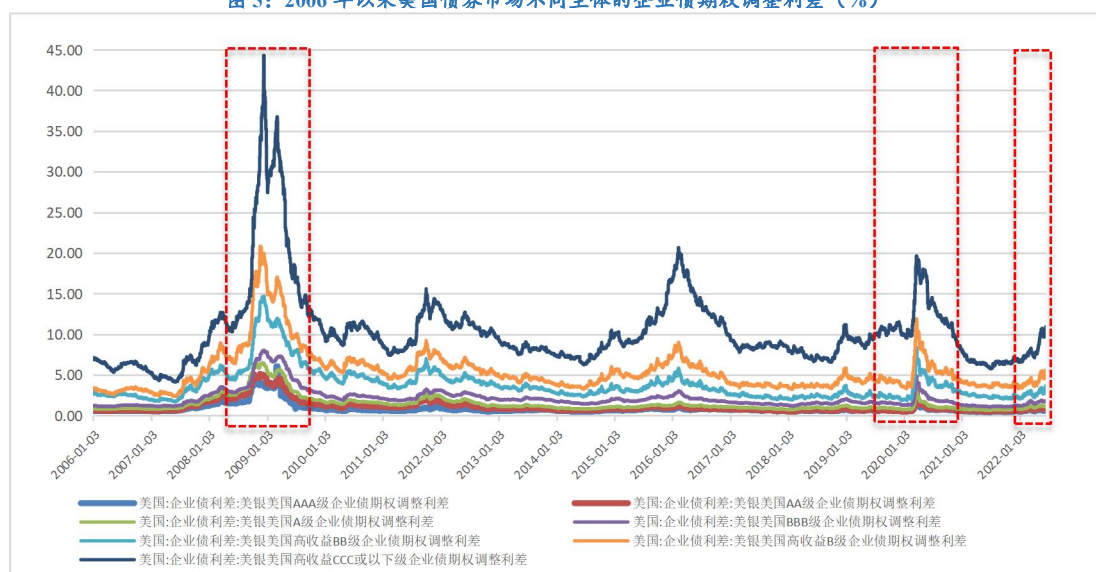
美联储强势加息还会带动长期美债收益率走高，不仅收紧了企业的金融条件还会令企业融资环境恶化，尤其是中小企业、低评级企业的再融资成本增加，高收益债券信用违约风险或将上升

美联储加息前夕美债遭遇数十年来最剧烈抛售，截至 6 月 16 日，10 年期美债收益率日上涨至 3.49%，为 2011 年 4 月以来的高点；2 年期美债收益率一度升至 3.45%，为 2007 年以来的最高水平，短短 3 天累计上涨超过 60 个 BP，为 1987 年以来最大涨幅。值得注意的是，长期美债收益率是美国债券市场的定价基础，其波动直接影响各级别信用等级发行主体的借贷成本。在美国债券市场中，各级别发行主体的债券收益率均是在美债收益率的基础上进行上调。以 1997 年以来各信用等级企业债数据为分析样本，其中投资级级别（BBB 级及以上）发行主体的债券收益率与 10 年期美债收益率高度相关（相关系数均超过 0.8）。本轮美联储收紧货币政策会带动长期美债收益率走高，截止 2022 年 6 月 15 日，10 年期美债收益率较年初上涨 170 个 BP，相应带动 AAA、AA、A 以及 BBB 级企业债收

益率上涨 195 个 BP、218 个 BP、233 个 BP 以及 252 个 BP，美国投资级企业债融资成本明显走高；美国 BB、B、CCC 及以下投机级企业债收益率则大幅走扩 331 个 BP、383 个 BP 以及 590 个 BP，美国投机级企业债的融资成本也显著走高。

伴随着企业债的融资成本走高，高收益企业债的债务违约风险也随之升高。2008 年美国金融危机爆发后，美国 BB、B、CCC 级以下企业债的期权调整利差分别走高至 14.6%、19.7%和 44.3%，创历史新高，表明美国高收益企业债的违约风险大幅走高。在 2020 年新冠疫情暴发后，美国 BB、B、CCC 级以下企业债的期权调整利差分别走高至 8.4%、11.9%和 19.6%，较年初分别走高 6.4、8.4 和 9.6 个百分点，债务违约风险明显走高。2022 年以来随着美联储开启加息节奏，截至 6 月 16 日，美国 BB、B、CCC 级以下企业债的期权调整利差分别走高至 3.7%、5.6%、10.9%，较年初分别增长 1.6、2.1 和 4.2 个百分点，高收益企业债的债务违约风险呈现上升趋势。如果未来美联储加息节奏更加鹰派，将继续带动各期限利率水平提高，企业的金融条件收紧以及融资环境也相应恶化，尤其是中小企业、低评级企业的再融资成本增加，出现高收益债券信用违约风险增大的风险。

图 5：2006 年以来美国债券市场不同主体的企业债期权调整利差（%）



数据来源：Wind，联合资信整理

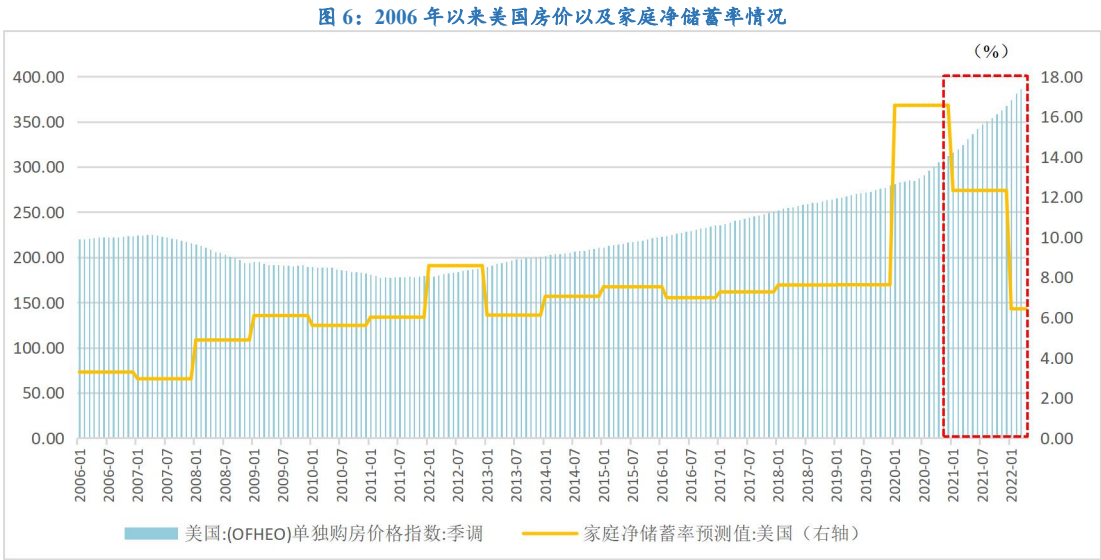
美联储强势加息会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和经济发展均造成巨大阻碍，家庭按揭贷款发生违约的风险或将增大

以史为鉴，2008 年美国金融危机便是由美联储加息导致次级房屋抵押贷款违约而引发。传导链条共有三步：第一步，美联储收紧货币政策。2003~2006 年美联储连续 17 次上调联邦基金利率至 5.25%，累计上浮 425bp。连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因。此外，利率快速上扬导致信用紧缩，不仅抑制了居民消费还使居民住房抵押偿付实力承压。第二步，房地产价格大幅下跌。随着居民还款能力受挫，美国房屋空

置率不断走高，次级房屋抵押债务违约日益明显。银行收回大量抵押房产后投入市场，使得房屋价格随之下跌，2007 年 12 月年美国房屋价格指数同比增幅由正转负，并且负增长持续至 2012 年 6 月，严重拖累了房地美、房利美等地产企业。第三步，金融衍生品将信用风险在金融机构以及实体企业间传导。2008 年美国抵押贷款组合市场总额高达 6.1 万亿美元，其中次级抵押贷款占比高达 9%，达到历史最高值。而房屋抵押贷款仅仅是底层资产，上层可以嵌套和撬动多重金融衍生品，以房屋抵押为底层资产池的金融衍生品（MBS、CDS、CDO）通过杠杆效应将违约风险在金融机构间扩散，导致购买相关金融衍生品的银行、保险等金融机构风险扩大以及风险偿付能力下降，而金融机构的资产负债表恶化最终拖累实体企业融资。因此，次债危机逐步传导至金融危机，再由金融领域传导至各行业实体领域并发展成经济危机。

本次与 2008 年的相似之处在于房地产市场均存在较大泡沫，且美联储开启强势加息节奏。疫情暴发后，美联储为抵御疫情冲击而释放空前流动性，推高了美国房地产泡沫，2022 年 3 月美国 OFHEO 单独购房价格指数上涨至 386.5，较 2020 年 3 月增长近 36%。本次美联储为遏制近 40 年以来的最高通胀而强势加息，相应推高了美国的住房抵押贷款利率，根据房地美公布的数据显示，30 年期抵押贷款利率平均水平从今年 1 月初的 3.25% 进一步跃升至当下的 6.13%，半年涨幅近 300 个 BP，创自 2008 年美国房地产大崩盘以来的最高利率水平。飙升的利率水平会打击购房者信心以及削弱购房者的购买力，对房地产销售和经济发展均造成巨大阻碍，4 月美国新屋销售连续四个月下降至 5.3 万套/月，环比大跌 22.1%，创 2021 年 10 月以来的最低值。

本次与 2008 年的不同之处在于当前美国家庭的偿付能力较强。美国家庭净储蓄率自 4.8%（2008 年）后不断走高至 12.5%（2021 年），充足的家庭储蓄对利息升高的抵御能力较强。但值得注意的是，房价居高不下和利息走高使得美国购房者的还贷压力也大幅增长，美国家庭净储蓄率自 2022 年以来大幅下滑，2022 年 4 月下跌至 6.4%，较 2021 年末大幅下滑 5.9 个百分点，虽然仍然高于 2008 年美国金融危机前夕的 2.9%，但家庭储蓄对利息升高的抵御能力显著下降。比如，一个购房者现在申请 35 万美元的抵押贷款，未来 30 年每月需要支付的房贷将从 1,523 美元上涨到 2,128 美元，短短半年内大幅飙升 40%。如果后续房贷利率随着美联储加息进一步走高，美国家庭按揭贷款违约的风险或将增大。



综上所述，美联储强势加息抑制通胀是以牺牲短期经济安全为代价，如果影响通胀的供给侧没有得到有效改善和疏通，那美联储强势加息会对经济基本面、风险资产调整以及债务杠杆压力产生负面冲击，存在风险资产爆跌和债务违约叠加的可能。目前已经出现股债齐跌、加密货币流动性紧缺、抵押贷款偿付能力下滑等危险信号，如果美联储未来继续强势加息，辅之多重风险叠加共振，不排除未来有爆发金融危机的可能。