

美联储加息对美债、美元指数与黄金影响分析

2022年4月18日 星期一

兴证期货·研发中心

内容提要

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

联系人

林玲

电话: 0591-38117682

邮箱:

linling@xzfutures.com

回顾近 50 年美债、美元指数与黄金价格历史走势发现, 美联储加息对以上 3 类资产均产生一定影响。美债收益率在加息周期内呈现上升趋势, 并且短期美债的收益率变动更为显著。美联储加息导致美元强势, 推升美元指数, 但是美元指数的上升在美国公信力较强、国际环境不稳定的情况下更为强劲。黄金价格与美元强势存在负向关系, 加息将对金价产生一定抑制, 若出现全球性的经济冲击或衰退预期时, 黄金的避险功能将显著高于美元。当下黄金价格在俄乌战争长期化、全球通胀高水平等因素影响下, 总体维持高位, 虽然近期美联储货币政策偏鹰派, 但全年可能呈现前紧后松趋势, 对黄金压制有限, 预计年内金价维持高位格局不变。

报告目录

1. 美联储加息回顾与加息因素分析	3
2. 加息对美债、美元指数走势的影响分析	5
3. 加息对黄金走势的影响分析	7

图表目录

图表 1: 历次加息收益率变动情况	4
图表 2: 加息周期与 GDP 增长关系	4
图表 3: 加息周期与通胀、就业水平间的关系	4
图表 4: 当前 GDP 增长情况	5
图表 5: 当前铜渣那个、就业水平情况	5
图表 6: 联邦基金利率与美债收益率的变动关系	6
图表 7: 联邦基金利率与美元指数的变动关系	6
图表 8: 当前美债收益率变化	7
图表 9: 当前美元指数变动情况	7
图表 10: 联邦基金利率与黄金价格变动关系	10
图表 11: 实际利率与金价关系	10
图表 12: 美元指数与金价关系	10

1. 美联储加息回顾与加息影响因素分析

从 20 世纪 70 年代以来，美联储总共进行了 6 轮明显加息，分别为 1983 年至 1984 年、1988 年至 1989 年、1994 年至 1995 年，1999 年至 2000 年、2004 年至 2006 年和 2015 年至 2018 年。历次加息的持续时间保持在 1-3 年，加息次数平均超过 10 次，加息幅度保持在 1%-4%。虽然前 6 轮加息的经济环境大不相同，但是加息最终目的基本上一致，除 2015 年至 2018 年通过加息进行货币政策正常化外，其余加息轮次基本是为了抑制通胀水平，防止经济过热。

美国货币目标为稳定物价与充分就业，美联储在进行加息操作时综合考虑当前的经济发展情况、就业情况、通胀水平等多个经济指标。美联储加息首要考虑因素是国内基本面情况。

从经济增长方面看，美联储历次加息时，美国实际 GDP 与潜在 GDP 发展较为接近、GDP 增速同比较高水平上倾向进行持续时间较短、加息幅度较大的货币政策操作，可能出于两方面考虑：当实际 GDP 与潜在 GDP 较为接近时，可能代表着当前经济已经出现复苏或是出现经济增长企稳，国内宏观与微观环境能够承受加息带来的资金成本上升；当 GDP 同比增速进入上升通道或是已经维持高位一段时间时，可能预示着当前经济过热，存在通胀风险，此时为了稳定物价，美联储也会选择在这段时间进行加息。

考虑通胀水平后，通胀的发展水平与当前经济的实际情况在一定程度上决定此次加息的节奏与程度。从历次加息来看，通胀水平与美联储加息存在较强的关联性。若在经济环境、经济动力较强的阶段出现 CPI 指数高涨，美联储将实施幅度较大、持续时间较短的加息操作；反之，加息时间与加息力度可能有所降低；若出现异常的高通胀水平，或是货币政策正常化进程，在加息的同时还将伴随缩表。

在加息的过程中，就业水平也是重要的考虑因素。联邦基金利率与失业率间存在比较明显的反向关系，并且在开始加息时，失业率水平均保持在相对较低水平，为后期加息导致的失业率上涨保留一定上升空间。当通胀率下降后，美联储会通过降息的方式促进消费与投资扩张，从而推动就业市场的改善。

当前美国的实际 GDP 与潜在 GDP 之间仍然存在一定差距，表明美国宏观经济尚不能完全承受资金成本的上升，但能源价格上涨导致通胀水平超预期走高，迫使美联储进行节奏较快、幅度较大的加息操作。而劳动力紧张带来就业市场的强劲复苏，在失业率可能保持相对低位的运行情况给美联储提供了较为合适的加息时点，近期美联储的加息力度是相对偏强的。3 月 CPI 数据虽然达到 8.5% 新高，但主要受能源与是食品端拉动，核心 CPI 上涨趋缓。当前美国宣布未来

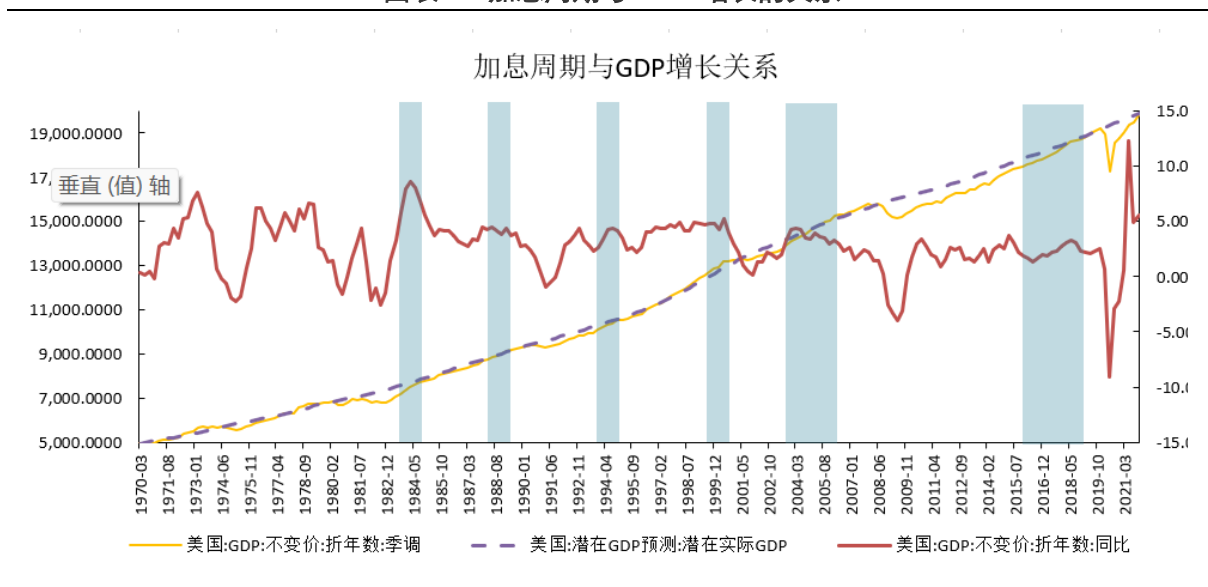
6 个月每日释放 100 万桶原油，油价回落，在次此情形下，二季度 CPI 存在见顶可能，近两个月可能成为美联储加息最强势时段，全年呈现前紧后松的加息节奏。

图表 1: 历次加息收益率变化情况

加息周期	开始时间	结束时间	基金利率：开始	基金利率：结束	持续时间（月）	加息次数
1	1983.03	1984.08	8.50%	11.50%	17	10
2	1988.03	1989.05	6.50%	9.81%	14	16
3	1994.02	1995.02	3%	6%	12	7
4	1999.06	2000.05	4.75%	6.50%	11	6
5	2004.06	2006.06	1%	5.25%	24	17
6	2015.12	2018.12	0.5%	2.50%	36	9

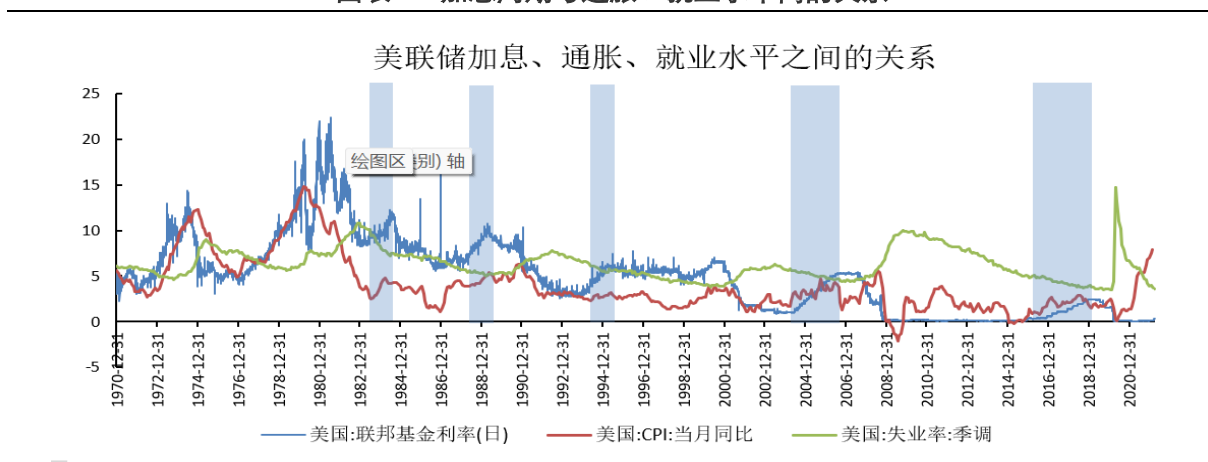
数据来源：Wind, 兴证期货研发部

图表 2: 加息周期与 GDP 增长的关系



数据来源：Wind, 兴证期货研发部

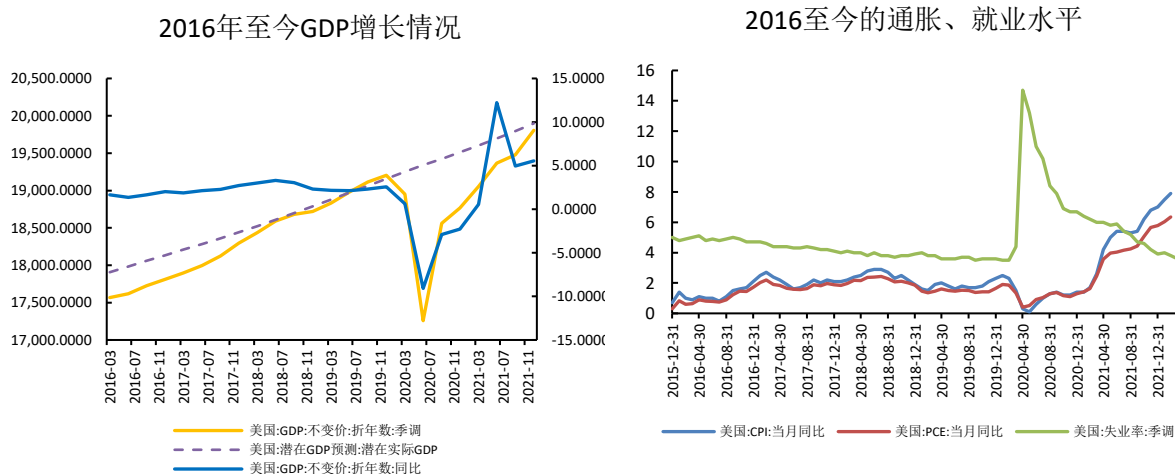
图表 3: 加息周期与通胀、就业水平间的关系



数据来源：Wind, 兴证期货研发部

图表 4: 当前 GDP 增长情况

图表 5: 当前通胀、就业水平情况



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 加息对美债、美元指数走势的影响分析

(1) 美联储加息对美债收益率影响

自 20 世纪 70 年代以来, 美债收益率整体只经历了 1976 年 12 月至 1981 年 9 月的一轮明显上涨, 短期、中长期国债均于 1981 年达到 16% 左右历史高位。但不同期限的美国国债对美联储加息的反应不同, 相比十年期等中长期国债收益率的平缓波动, 一年期、两年期的短期国债收益率对联邦基金利率的变化更为敏感, 每轮加息均会对短期美债收益率产生比较明显的变动, 美债收益率的上升是对资金成本提高的必然反应。但是在加息周期开始前, 市场上不断增强的加息预期对美债收益率已经有所推升, 加息正式开始后, 美债收益率在整个加息周期内通常保持震荡上行的运行趋势。

(2) 美联储加息对美元指数走势影响

美元指数方面, 自 20 世纪 70 年代以来, 美元指数一共经历了 1980 年 7 月至 1985 年 2 月、1995 年 4 月至 2002 年 2 月、2014 年 5 月至今 3 轮明显上行, 并于 1985 年 3 月达到历史高位 162.4, 涨幅分别达到 83.28%、49.25% 与 23.59%, 波动幅度逐渐下降。从过去 50 年的美元指数变动趋势中可以发现, 美联储加息均会导致美元强势, 并开启一轮上升周期, 但并不是每次加息都能带来美元指数的大幅上涨, 如 1988 年至 1995 年美元指数的 2 轮涨幅明显低于其余 3 轮。

美元是国际市场公认的避险资产之一, 美元指数的强势一方面来源于加息形成的美元回流, 另一方面则与美国的国际影响力、国际公信力息息相关。比较两种上涨幅度差异发现, 在美国国际影响力较强时, 加息虽然会导致美元强势, 但国际环境不稳定性的上升会为美元指数提供更多的上升动力。1988 年至 1992 年间, 美国经济强劲、国际影响力较大, 国际环境未出现

对美国经济较大的扰动因素，美联储加息短暂地增强美元，加息周期结束后美元指数随之下落；而 1980 年 7 月至 1985 年 2 月、1995 年 4 月至 2002 年 2 月、2014 年 5 月至今这三个时间段内，国际形势基本上出现明显动荡，在此期间，石油危机的延续、处于高位的联邦基金利率、亚洲金融危机爆发、全球经济衰弱预期这些对全球金融市场存在影响、利好美元强势的因素叠加加息本身带来的美元回流，共同拉升美元指数，形成较大的涨幅。

（3）美债收益率、美元指数未来走势

当前美联储加息动向是影响美债收益率与美元指数波动的主要因素。美债收益率方面，2 年期等短期美债收益率快速上行早于加息实际落地，表明市场预期对加息有所准备。截至 4 月 8 日，整体美债收益率均处于高位，2 年期美债收益率为 2.53%，表明市场对 5、6 月加息 75 个基点可能已经充分消化，但是美联储的偏鹰态度仍引起加息落地前的小幅波动。由于全年加息可能呈现前紧后松节奏，二季度可能是收益率上行幅度最大的阶段。结合以往美债收益率变动情况，在加息结束前收益率均呈现上涨走势，未来美债收益率仍将延续上行趋势，但涨幅将有所和缓。

当前美元指数在加息宣布前均出现大幅上升，但缺乏后续上涨动力。但与历史数值相比，目前美元指数仍然处于相对较低水平，俄乌冲突导致的国际环境不稳定与美国经济的恢复情况将制约美元指数后续上涨情况。并且 10 年期与 2 年期美债利差迅速收窄，这也容易引发市场对美国经济衰退担忧，压制美元指数上行，但是加息将对美元指数存在阶段性地拉动，未来美元指数最高可能触及 103 点位置。

图表 6：联邦基金利率与美债收益率变动关系



图表 7：联邦基金利率与美元指数变动关系

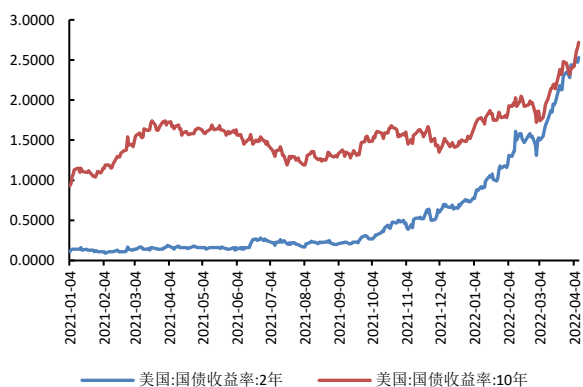


数据来源：Wind，兴证期货研发部

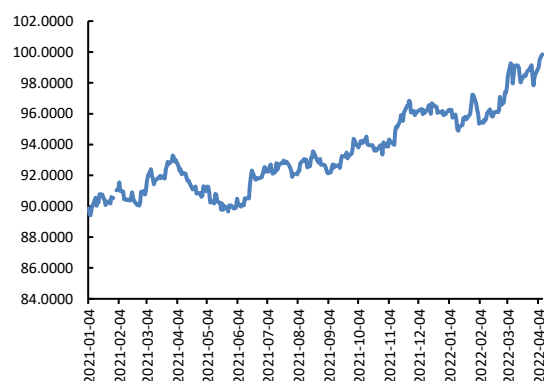
图表 8: 当前美债收益率变化

图表 9: 当前美元指数变化

2021年之间美债收益率变化



2021年至今美元指数变化



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. 加息对黄金走势的影响分析

(1) 黄金历史走势回顾

自布雷顿森林体系解体后,黄金价格开始市场化波动。1970年至今,黄金价格共经历5个阶段,总体呈现上涨趋势。其中出现三轮明显上涨趋势,金价最高达到 2067.15 美元/盎司,分别为 1976 年 8 月至 1980 年 1 月、2000 年 11 月至 2011 年 9 月、2018 年 8 月至今 3 个区间,涨幅分别达到 686.31%、640.38%与 64.47%。

第一阶段为 1973 年至 1980 年的第一轮上涨。这一阶段,黄金价值回归、石油危机、地缘政治集中爆发、美国自身的通胀问题等因素导致抗通胀与避险需求上升,带动金价快上涨。美元与黄金脱钩,黄金实际价值的抑制因素解除,金价快速回归市场区间;中东战争、伊朗伊斯兰革命、苏联入侵阿富汗等围绕主要产油地区的地缘冲突导致石油危机爆发,避险需求进一步推升金价;在此阶段,美国股市出现明显下跌,石油危机也导致美国通胀率出现明显上行,并于 1979 年达到 15%的高位,失业率高达 9%左右,货币政策失灵,美国经济呈现滞胀状态。

第二阶段为 1980 年至 2000 年的下跌。这一阶段,美联储加息、美国经济强劲、抗通胀与避险需求下降导致黄金进入 20 年的下跌行情中。里根上台后,实施紧缩的货币政策,并且将基准利率提高至 11.5%,通胀率降至 4%,经济恢复强劲,并且美联储在这一阶段陆续进行了 3 轮加息周期,美国利率的走高利空金价;而发生于 OPEC 与非 OPEC、OPEC 内部的石油价格战

导致原油供过于求，油价暴跌；90年代苏联解体，抛售黄金解决食品供给，冷战结束导致避险需求走弱，此时互联网技术兴起，美国经济增长稳定强劲，美元强势。

第三阶段为2000年至2011年的上涨。这一阶段，中东地缘冲突、美国国内泡沫破裂、全球性金融危机与主权国家的信用受损所导致的避险、抗通胀需求共同促成20年代以来最大的黄金牛市。2000年互联网泡沫破裂，美国纳斯达克指数整整下跌两年，911事件使股市与美国经济雪上加霜，美联储转向大幅降息与宽松的货币政策，黄金开启上涨周期，伊拉克战争导致新一轮中东地缘冲突，避险需求上升；2007年贝尔斯登倒闭，次贷危机上升为金融危机，雷曼兄弟破产标志金融危机全面爆发，美国股债全线暴跌，并蔓延至其他主要金融市场，欧债危机、美国首次被下调评级等后续影响推升金价，美联储等其他主要经济体央行大幅降息并采取量化宽松政策救市，虽然在货币政策的刺激下，金融危机带来的负面影响有所消退，但超宽松的货币供应在一定程度上导致美元贬值，具有货币、保值、抗通胀属性的黄金自然受到资本青睐。

第四阶段为2011年至2018年的下跌行情。这一阶段美联储加息并缩进货币供应、美股回升等原因是金价快速下跌的主要原因。2012年美国逐渐退出量化宽松，并开始加息，同时在宽松的货币政策下，美国股市逐步回升，投资者对黄金的风险偏好下降，黄金ETF持续减仓。而黄金市场对加拿大丰业银行等的集体诉讼在一定程度上也打压了对黄金的投资情绪，金价持续下跌。但是2018年英国意外脱欧、中美贸易摩擦以及特朗普的逆全球化使得黄金价格有所回调，但不改跌势。

第五阶段为2019年至今的上升趋势。这一阶段，全球经济衰退预期、新冠疫情冲击、原油价格高涨与美联储加息是该阶段金价的主导逻辑。美国劳动力紧张导致其增长发力、为刺激经济增长美联储进行3次降息并提前停止缩表，在全球经济增长乏力情形下各国央行再次实施宽松的货币政策，投资者黄金购买力上升。2020年新冠疫情叠加经济下行压力，美联储推出无限QE，全球流动性泛滥，虽然因3月的流动性恐慌出现一轮大幅回落，但整体强劲上涨态势没有改变。2021年美联储提出货币政策正常化，表示逐步退出QE，此时黄金走势受美联储行为影响有所下降，但逐渐上升的通胀水平对金价存在一定支撑，在鲍威尔连任后美联储态度转鹰，货币政策收缩预期导致金价高位回落。2022年，俄乌冲突导致原油等大宗商品供应受限、市场避险情绪推升金价达到历史高位，一季度以来美国通胀高企，通胀需求也对金价存在一定支撑，但3月美联储宣布快节奏的加息缩表计划，鹰派发言打压金价，但目前黄金价格仍处于高位震荡趋势。

（2）黄金价格变动影响因素分析

黄金与美元均为国际市场公认的避险资产，二者存在较为明显的负向关系，美联储加息后美元强势对黄金价格自然存在一定抑制作用。首先，黄金虽然具有货币属性，但并不产生利息收益，当利率较低时，投资黄金的收益一般高于资金成本，投资者可以获得较多的投资收益，对黄金的需求将推动金价上升，但是当利率上升时，黄金的持有成本显著上升，投资收益下降，对黄金的需求也随之减少。并且，从历次美联储加息后的经济情况来看，加息后美元走强，全球资金回流美国，推高美国股市。当股价上升时，投资者的投资偏好发生变化，将更倾向投资于收益率较高的股票市场而非黄金市场，黄金需求下降，这一行为可能导致市场抛售黄金 ETF，进而对金价存在一定抑制作用。负利率时期黄金的保值功能也推动金价上行。当加息幅度大于通胀涨幅，即加息后的实际利率出现明显升高时，才会对金价呈现抑制作用。从 2003 年的黄金走势来看，当实际利率为负值时，金价相应呈现明显上涨趋势，在实际收益减少的情形下，黄金成为市场青睐的投资资产。

美联储加息对黄金的价值与投资偏好存在一定影响，但是市场的避险情绪同样对黄金存在重要影响。当面临如次贷危机、新冠疫情等的全球性冲击时，黄金对投资者的吸引力将远高于美元，市场的避险情绪将大幅推升黄金价格。如 2008 年的次贷危机与当前的新冠疫情，次贷危机后接续发生如欧债危机、美国主权信用下调等影响全球金融市场的重大事件，美元指数走弱，美元的避险功能丧失；后次贷危机时代，全球经济缺乏增长动力，特朗普推行的逆全球化使得美国的国际公信力有所下降；新冠疫情时期，美联储无限量 QE 导致美元流动性泛滥，美元存在编制风险，在这种情况下，黄金的避险功能将显著高于美元，开启黄金上涨周期可能性较大。

同时，原油价格变动对黄金也存在重要影响，而导致石油价格大幅波动的地缘冲突也将推动金价上升。石油作为大宗商品，它对工业的不可替代性对世界各国都具有重要战略意义，一旦石油价格暴涨，将带来全球性的通胀威胁。石油与美元的紧密联系也侧面体现了原油价格对金价的重要影响。在原油供给不变的情况下，需求上升推升原油价格，而石油以美元计价，不断上升的价格意味着世界对美元的需求也随之扩大，即美元供应量被动扩大，导致美元存在流动性泛滥情况，美元贬值，通胀上升。为控制能源价格带来的通胀威胁，美联储也将通过加息的方式回收美元，同时得以维持美元强势不变。在美元供应量被动扩张的情况下，出于抗通胀需求考虑，黄金需求上升，金价随之走高；若发生了较严重的地缘冲突，波及原油价格，则在抗通胀、避险情绪的双重推动下，金价将迎来及大幅度的上升。

(3) 未来黄金价格走势

未来黄金价格主要将受地缘冲突与美联储加息双重影响。地缘冲突方面，乌克兰推翻先前谈判成果，虽然金价对俄乌冲突扰动逐渐钝化，但俄乌局势存在向长期化转变可能，避险情绪仍将持续支撑金价；近期美国抛储原油短期缓解原油不足油价有所回调，但俄乌战争长期化为原油、粮食等提供有力支撑，预计年内通胀水平仍将维持高位，黄金的抗通胀需求也对金价有所支撑。美联储加息方面，当前实际利率仍处于负值，金价与利率负相关逻辑仍然成立，金价存在上行支撑；从通胀治理角度看，除输入性通胀外，核心 CPI 增速放缓，未来通胀存在见顶可能，美联储态度存在由鹰转鸽可能，加息节奏前紧后松，未来加息对金价的压制可能有所下降。并且，当前全球经济面临衰退风险，经济环境不确定性较强，避险需求未来也将支撑金价上行。因此我们认为年内，黄金价格仍存在较大的支撑，总体维持高位格局不变。

图表 10：联邦基金利率与黄金价格变动关系



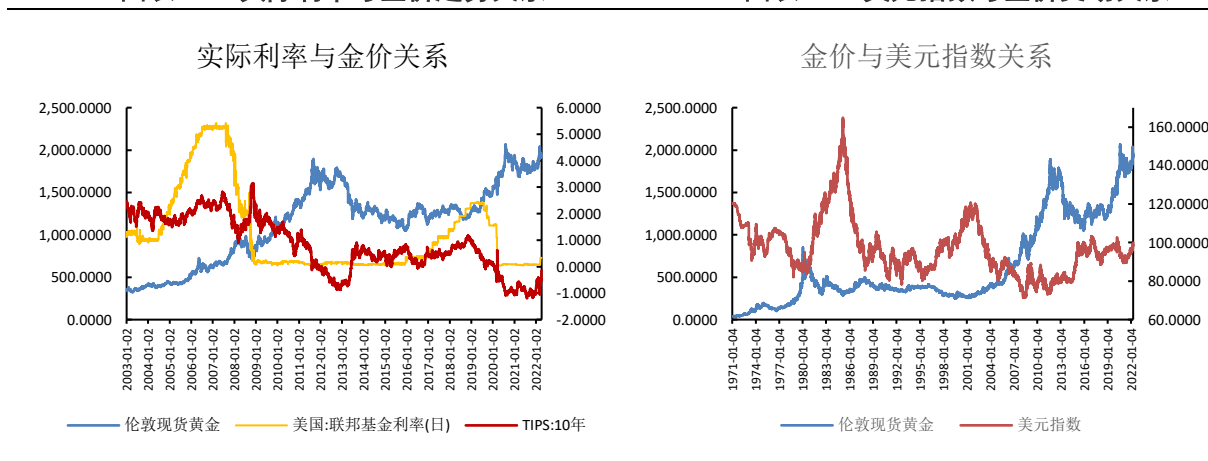
数据来源：Wind, 兴证期货研发部

图表 11：实际利率与金价走势关系



数据来源：Wind, 兴证期货研发部

图表 12：美元指数与金价变动关系



分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。