

加息之年的標普 500 指數



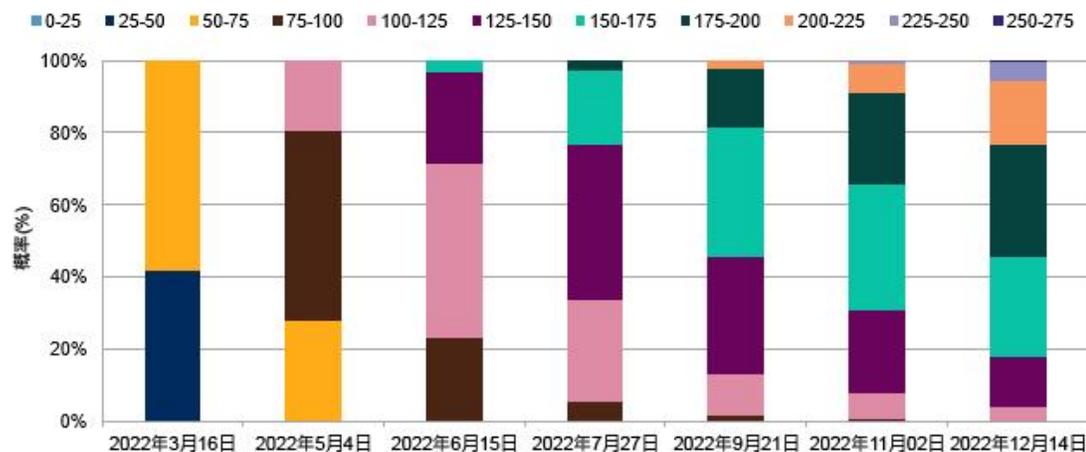
Benedek Vörös
指數投資策略總監

本文最初於 2022 年 2 月 28 日在 Indexology® 網誌上發佈。

美國隔夜利率是聯邦公開市場委員會 (FOMC) 改變通脹和就業走向的兩個主要槓桿之一，另一個是量化寬鬆。目前，市場預計美聯儲將在短期內調整這兩個槓桿：加息並開始縮減其龐大的債券投資組合。¹

市場對短期利率未來路徑的預期反映在芝加哥商品交易所交易的上市期貨及期權的價格中，且該交易所提供了便捷的工具，方便我們衡量各種未來利率水準的隱含可能性。最近幾周，利率期貨大幅波動，反映出利率升幅遠高於此前預期——截至 2 月中旬，預計在 2022 年最後一次 FOMC 會議時隔夜利率達到或超過 1.25% 的概率約為 80%。

表1：美聯儲目標隔夜利率的概率



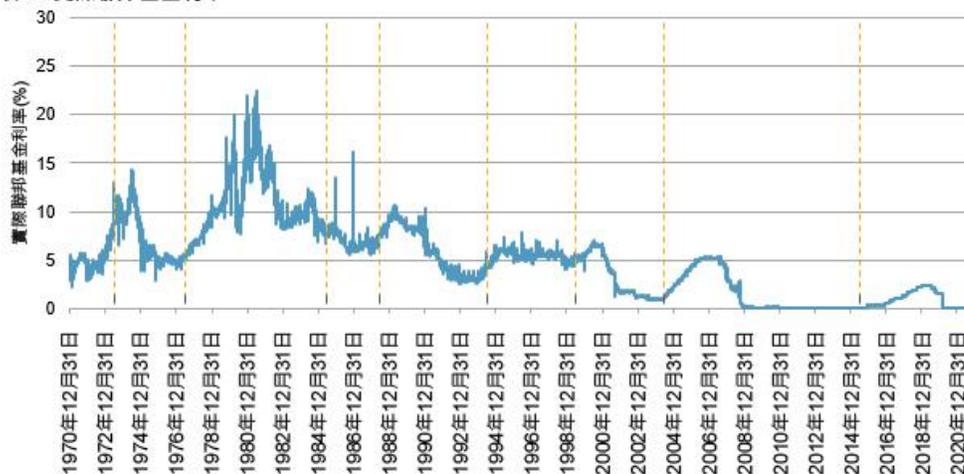
日期是FOMC利率制定預定的會議日期。

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，截至2022年2月14日的CME Group數據。圖表僅供說明用途。

理論上來說，在其他條件相同的情況下，更高的利率會使股票投資失去吸引力，因為會降低企業現金流的現值，而更高的利率會導致借貸成本增加，從而侵蝕企業收益。實際情況與理論一致，貨幣緊縮的前景已引發美國股市下跌，標普 500® 指數今年創下自 2009 年以來最差的 1 月份表現。但歷史提醒我們，加息未必表示牛市結束。

在我們深入探討之前，有必要做出一些限定：過去 50 年 FOMC 的貨幣政策框架發生了重大變化，在不久之前，目標隔夜利率還未像今天這樣成為美聯儲工具箱中的核心工具。事實上，直到 1979 年 10 月，美聯儲甚至未正式披露其目標隔夜利率，即使開始披露後，貨幣供應仍然是執行貨幣政策的主要工具。聯邦基金利率的首要地位在 1982 年才被確立，而目前的框架（包括在每次 FOMC 會議後發表聲明，並在幾周後發佈會議紀要）自 1994 年才開始實施。²從歷史上看，基準隔夜利率的日間波動性更大，如表 2 所示。

表2：實際聯邦基金利率



資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，美聯儲。截至2022年2月11日的數據。圖表僅供說明用途。

如表 2 所示，自 1971 年中布雷頓森林體系崩潰以來，美國有八個明顯的加息週期。作為參考，每個加息週期的第一年按時間順序排列如下：1973 年、1977 年、1985 年、1988 年、1994 年、1999 年、2004 年和 2015 年。

如表 3 所示，標普 500 指數在上述年份的平均表現相比沒有首次加息的年份落後。然而，平均回報率仍為正值，更有趣的是，在 1994 年採取目前的貨幣政策框架後，表現差異縮小了。再深入一點，標普 500 指數僅在加息周期開始的四分之一年份下跌，自 1994 年以來，每次基準指數都會走高。

表3：加息週期首年標普500指數年均總收益率

時間線	標普500指數年均總收益率(%)	
	首次加息年份	其他年份
自1971年以來	7.6	13.5
自1994年以來	8.7	13.0
時間線	每年虧損概率(%)	
	首次加息年份	其他年份
自1971年以來	25.0	18.6
自1994年以來	0.0	20.8

資料來源：標普道瓊斯指數有限責任公司，美聯儲。截至2022年2月11日的數據。過去表現並不保證未來業績。表格僅供說明用途。

遺憾的是，我們只有少數過往例子可以研究（正如他們所說，這次可能會有所不同）。但是，雖然從如此小的樣本中得出結論可能有些愚蠢，但這就是歷史的局限。更愚蠢的可能是忽視小樣本帶給我們的啟發；過去半個世紀的經驗並未證明加息周期的開始必然與美國大型股廣泛虧損相伴的這一普遍說法。儘管我們可能會有很大的不確定性，但無論發生什麼情況，今年我們的樣本量都將會擴大。

¹ 美聯儲，[Summary of Economic Projections – 2021 年 12 月 15 日](#)。

² 有關美聯儲貨幣政策發展歷程的概述，請參見：Pakko，M. R.，[The FOMC in 1993 and 1994：Monetary Policy in Transition](#)。

本博客中的文章僅為提供意見，並非建議。請閱讀我們的[免責聲明](#)。

如欲閱讀更多網誌文章，請於英文網站 www.indexologyblog.com 訂閱我們最新發布的文章。

一般免責聲明

版權©2022，標普道瓊斯指數有限公司（S&P Global 的分支機構）。版權所有。標普®及標普 500®是 Standard & Poor's Financial Services LLC（S&P Global 的分支機構）（「標普」）的註冊商標。Dow Jones®是 Dow Jones Trademark Holdings LLC（「道瓊斯」）的註冊商標。商標已授予標普道瓊斯指數有限公司。未經書面許可，不得轉發、複製及 / 或影印全部或部分有關內容。本檔不構成標普道瓊斯指數有限公司、道瓊斯、標普或其各自聯屬公司（統稱「標普道瓊斯指數」）在未獲所需牌照的司法管轄區內提供服務的要約。標普道瓊斯指數提供的所有數據均為通用信息，未必滿足任何人士、實體或人群的具體需要。標普道瓊斯會就向第三方提供指數授權收取報酬。指數的過往數據並非未來表現的保證。

投資者不能直接投資於指數。對指數所代表的資產類別的投資，可通過基於該指數的可投資金融工具進行。標普道瓊斯指數並無發起、認可、銷售、推廣或管理由第三方提供並旨在依據任何指數的表現提供投資回報的任何投資基金或其他投資工具。標普道瓊斯指數不保證基於指數的投資產品會準確跟蹤指數表現或提供正投資回報。標普道瓊斯指數有限公司並非投資顧問，標普道瓊斯指數不會對投資任何此類投資基金或其他投資工具的適當性作出任何陳述。投資者不應根據本檔所載聲明的任何內容，作出投資於任何此類投資基金或其他投資工具的決策。我們建議有意投資人士僅在仔細考慮投資此類基金的相關風險（詳情載於投資基金或其他投資產品或工具的發行人或其代表編制的發行備忘錄或類似檔）後，才投資於任何此類投資基金或其他投資工具。指數納入任何證券，並不表示標普道瓊斯指數建議買入、賣出或持有該證券，也不應視為投資建議。標普道瓊斯指數根據個別指數成分股（由其主要交易所釐訂）之收市價，計算旗下美國基準指數的收市價。

以上數據根據一般公眾可用信息及可靠來源，僅為提供數據而編制。以上數據所載的任何內容（包括指數資料、評級、信用相關分析和資料、研究、估值、模型、軟件或其他應用程序或由此得出的內容）或其任何部分（「內容」），未經標普道瓊斯指數的事先書面許可，不得以任何方式予以修改、反向工程、複製或分發，或儲存於數據庫或檢索系統中。有關內容不得用作任何非法或未經授權用途。標普道瓊斯指數及其第三方數據提供商及許可人（統稱「標普道瓊斯指數相關方」）概不保證有關內容的準確性、完整性、及時性或有效性。標普道瓊斯指數相關方概不對使用有關內容所導致的任何錯誤或疏忽負責。有關內容「按原狀」提供。標普道瓊斯指數相關方不會作出任何或所有明示或暗示的保證，包括但不限於任何適銷性、特定目的或用途的合適性、無錯誤或無瑕疵。標普道瓊斯指數相關方概不對任何一方使用有關內容導致的任何直接、間接、附帶、懲戒性、補償性、懲罰性、特殊或相應而生的損害賠償、成本、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或盈利損失及機會成本）承擔法律責任，即使在已獲悉可能發生該等損失情況下亦然。

標普道瓊斯指數把各分支機構與業務單位的若干活動相互隔離，以保持其各自活動的獨立性和客觀性。因此，標普道瓊斯指數的部分業務單位可能擁有其他業務單位缺乏的信息。標普道瓊斯指數已製訂政策及流程，確保在每次分析過程中獲取的非公開信息維持保密。

此外，標普道瓊斯指數向或就眾多機構（包括證券發行人、投資顧問、經紀商、投資銀行、其他金融機構及金融中介機構）提供廣泛服務，並向上述機構收取相應費用或其他經濟利益，包括標普道瓊斯指數推薦、評級、納入模型組合、評估或以其他方式處理其證券或服務的機構。