

“周期的力量”系列（二）

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
chendafei@gjzq.com.cn

证伪“不衰退”：美国经济，这次不一样？

关于美国经济前景，一个似是而非的逻辑是：紧张的劳动力市场有助于美国经济“不衰退”。这是倒果为因，也不符合历史经验。因为，美国1960年以来的9次衰退都出现在劳动力市场紧张状态之后。

美联储加息背景下，美国经济硬着陆的概率与软着陆的条件。

美联储加息是美国经济衰退的一个重要触发因素。1958至2021年，美联储执导了12次加息周期，其后美国经济共出现了9次“硬着陆”（即衰退）和3次“软着陆”（或不衰退）。但是，不宜脱离加息周期的细节、经济状态和外生冲击，机械地得到加息周期下美国经济衰退的概率。关键问题是：这次会不一样吗？

历史上，美国经济3次软着陆的共性是：美联储“逆风而行”，即在通胀压力兑现之前就加息，这样才能尽早遏制通胀，进而压缩加息周期的长度和降低加息的幅度，助力经济软着陆。同样重要的是，美联储能否在经济放缓后果断降息。基本面参数对“着陆”方式也有显著影响。以高GDP增速、高职位空缺率、高期限利差、偏高的失业率、低居民杠杆率的变化率、低通胀为初始条件的货币紧缩周期更有可能实现软着陆。其中，最为关键的是通胀及其一阶导数。

这一次，认为美国经济会实现软着陆的一条核心逻辑是劳动力市场“非常紧张”。因此，失业率难以大幅上行，可支撑着服务业消费。历史经验并不支持这一逻辑。衰退在多数场景下都出现在劳动力市场偏紧状态之后。当前，美国“去通胀”进程已有所放缓，通胀的进一步下行要求总需求更显著的收缩。因为，“牺牲率”与“去通胀”呈非线性关系。

3次软着陆案例的比较：这一次，美国或不具备软着陆的条件！

在美联储加息背景下，1960年至今美国共出现3次软着陆：1965-67年、1983-84年和1993-94年。比较而言，具备以下条件时，软着陆的概率更高：第一，美联储逆风而言，即在通胀水平较低，且上行动能偏弱时就提前加息。3次软着陆对应的加息周期的起点CPI通胀分别为1.7%、2.36%和2.52%，核心CPI通胀分别为1.23%、3.21%和2.79%。首次加息前通胀的斜率平均为2.8%，说明通胀上行的动能偏弱。并且，在通胀转向和经济放缓后快速降息。

第二，实际GDP增速较高，为紧缩政策提供了足够的“安全边际”。在3次软着陆情景中，加息前一季度的实际GDP环比（折年率）增速分别为9.2%、9.4%和5.5%，均值8%。比较而言，4次浅衰退案例的均值为3.0%，5次深衰退案例的均值为1.8%。软着陆情景下，反映经济前景的谘商会经济领先指标（LEI）也显著高于硬着陆——从软着陆到深衰退的均值分别为5.1%、2.2%和1.9%。

这一次，美国经济或不具备软着陆的条件：第一，美联储实质上放弃了“逆风而行”规则，加息周期明显落后于通胀——在加息周期启动时，CPI、核心CPI和CPI斜率均超过5次深衰退均值；第二，加息周期长度超过了3次软着陆对应的加息周期的均值和12次加息周期的中位数，虽然经济增速明显放缓，但通胀水平仍高，不确定性仍在，何时启动降息周期还是未知数；第三，加息幅度40年之最，大于12次加息周期的均值；

美联储货币政策紧缩程度为40年来新高，美国经济较难逃逸衰退。

美联储计划加息至“限制性水平”，以实现2%通胀目标。客观评估货币政策紧缩程度的一种方式参照自然（或中性）利率。美联储估计的实际中性利率区间为0.5-1%。美国实际利率的现状是：短期实际利率依然为负，年内趋于上行；5年以上的中长端实际利率中枢为1.5%。货币政策已进入紧缩区间，紧缩程度趋于上行（主要是短端）。

联邦基金利率低估了货币紧缩程度。选取12个反映公共部门和私人部门融资成本的指标，合成得到“代理利率”，可综合刻画实体部门融资成本。2022年11月，代理利率的阶段高点（6.4%）比当月的FFR高出2.6个百分点。

国债利差倒挂表明货币政策相对于经济基本面而言紧缩过度。利差倒挂幅度越大，表明货币紧缩程度越高，也预示着未来经济压力越大。在本轮美联储加息周期中，美国国债10y-1y和10y-2y倒挂的峰值都超过了120bp。历史上，当利差超过100bp，美国经济没有一次能够逃逸衰退。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速的放缓不达预期；

内容目录

一、美联储加息背景下，美国经济硬着陆的概率与软着陆的条件.....	4
(一) 硬着陆的概率：12次加息周期 → 9次硬着陆 + 3次软着陆？.....	4
(二) 软着陆的条件：央行遵循“逆风而行”规则是“软着陆”的重要条件.....	5
(三) 这次不一样？就业韧性不是软着陆的充分条件，或恰好相反.....	7
二、美国经济是否具备软着陆的条件？3次软着陆案例的比较研究.....	9
(一) 案例一：“赤字通胀”与1965-67年加息周期.....	10
(二) 案例二：通胀的“二次反弹”风险与1983-84年加息周期.....	11
(三) 案例三：通胀恐慌与1994-95年加息周期.....	12
三、美联储货币政策有多“紧”？美国能否逃逸衰退？.....	16
(一) 中性利率：短期依然偏松，中长期“有些紧缩”，尚未达到“充分紧缩”水平.....	16
(二) 代理利率：FFR低估了紧缩程度，实体经济综合融资成本上行幅度更高.....	17
(三) 期限利差：倒挂超过100bp，12个月内衰退概率超过50%.....	18
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 货币政策紧缩效应的传导.....	4
图表 2： 这次不一样？1958年来美联储的12次加息周期和美国经济的9次硬着陆、3次软着陆.....	5
图表 3： 加息的细节：1958年来美联储的12次加息周期和美国经济的9次硬着陆、3次软着陆.....	5
图表 4： 软着陆和硬着陆的条件：这次有什么不一样？.....	6
图表 5： 联邦基金利率与“通胀痛苦指数”出现倒挂.....	7
图表 6： 美联储降息周期已经“落后于曲线”.....	7
图表 7： 美国失业缺口为负值.....	8
图表 8： 美国劳动力缺口仍处高位.....	8
图表 9： 经验显示，劳动力市场越紧张，经济越有可能硬着陆.....	9
图表 10： 不同的通胀率和失业率条件下经济衰退的概率.....	9
图表 11： 1965-67年加息周期中的政策利率.....	10
图表 12： 1965-67年加息周期中的通胀压力.....	10
图表 13： 1965-67年加息周期中的GDP和GDI.....	11
图表 14： 1965-67年加息周期中NBER6指标走势.....	11
图表 15： 1983-84年加息周期中的政策利率.....	12
图表 16： 1983-84年加息周期中的通胀压力.....	12
图表 17： 1983-84年加息周期中的GDP和GDI.....	12

图表 18: 1983-84 年加息周期中 NBER6 指标走势.....	12
图表 19: 1994-95 年加息周期中的政策利率.....	13
图表 20: 1994-95 年加息周期中的通胀压力.....	13
图表 21: 1994-95 年加息周期中的 GDP 和 GDI.....	14
图表 22: 1994-95 年加息周期中 NBER6 指标走势.....	14
图表 23: 13 次加息周期的比较: 加息周期的长度和加息幅度.....	14
图表 24: 美联储 12 次加息周期与 3 种不同的“着陆”方式.....	15
图表 25: 短端实际利率仍然为负, 3 月加息后或转正, 5 月加息后或进入“紧缩区间”.....	17
图表 26: 中长端实际利率已经进入“紧缩区间”.....	17
图表 27: 期限利差显示, 美联储货币政策紧缩程度为 40 年来新高.....	19
图表 28: 1960 年以来, 当期限利差倒挂超过 100bp 时, 美国没有一次逃逸衰退.....	19
图表 29: 有效联邦基金利率低估了货币政策的紧缩程度 (约 2-3%).....	18

美联储加息的影响正在从资本市场的金融压力扩展到商业银行的信用供给,从房地产等利率敏感性行业扩散到非利率敏感性行业。基于对过去 60 多年美联储 12 次加息周期的分析,我们认为,美国经济或不具备“软着陆”(或不衰退)的条件,只是时点后置而言。

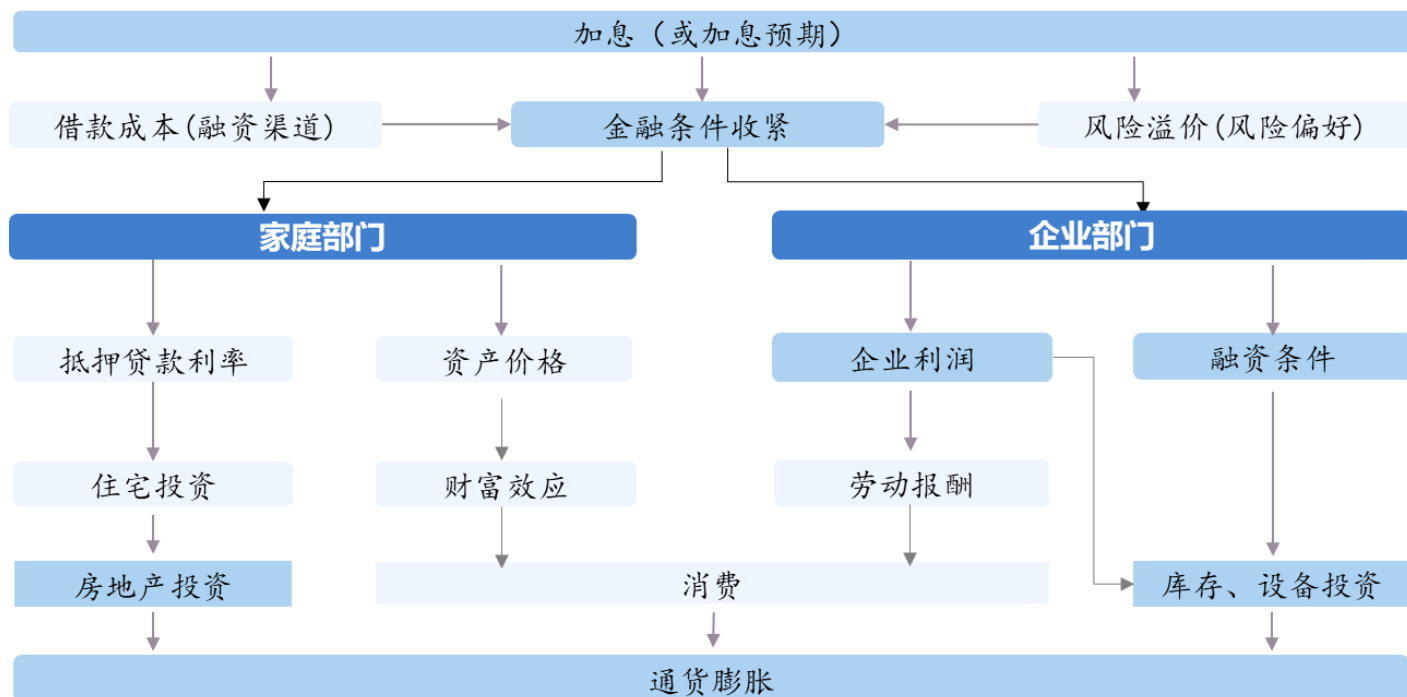
一、美联储加息背景下,美国经济硬着陆的概率与软着陆的条件

关于“硬着陆”或“软着陆”讨论,大多是在美联储加息的背景下来展开的。在传统的“菲利普斯曲线”框架下,美联储加息在压制通胀的同时,也会提高失业率,致使经济“硬着陆”。当前之所以存在分歧,部分原因是,上世纪 90 年代以来,“菲利普斯曲线”趋于平坦化了,即“消失了”。此外,还与美国劳动力市场“非常紧张”的状态有关。这些“不一样”的特征事实,足以解释“这次不一样”吗?

(一) 硬着陆的概率: 12 次加息周期 → 9 次硬着陆 + 3 次软着陆?

美联储加息与美国经济衰退存在一定的领先-滞后关系,如 1973-75 年、1981-82 年、2001 年、2008-2009 年衰退前都经历了加息周期。这一时间上的先后关系常被诠释为逻辑上的因果关系:美联储加息会抬升风险溢价和实体经济融资成本,收紧融资条件,压制住宅等利率敏感性部门的投资和风险资产的估值,通过财富效应或企业劳动力需求间接作用于消费。过度紧缩会扭转经济-金融的正反馈循环,使实体经济从加杠杆到去杠杆,进而导致经济衰退。所以,美联储经常被指责为衰退的“罪魁祸首”。

图表1: 货币政策紧缩效应的传导

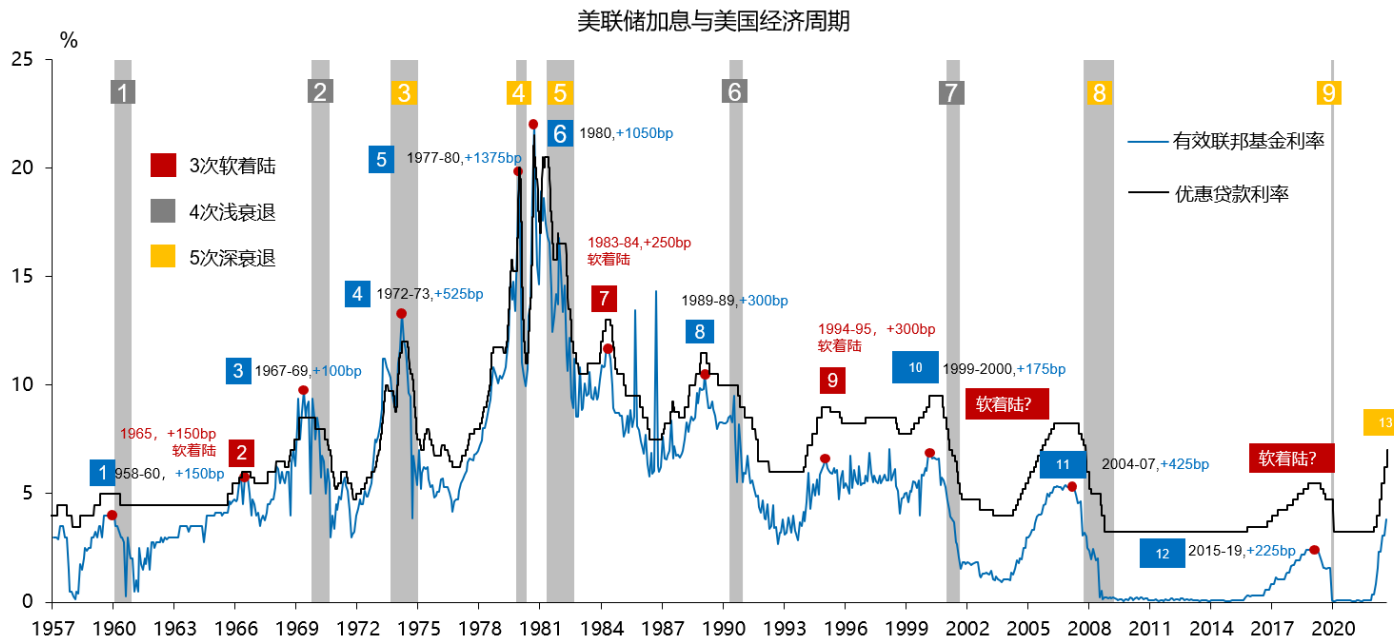


来源: 国金证券研究所

在我们考察的样本期内(1958 至 2021 年),美联储共执导了 12 次加息周期。同期,美国经济共出现了 9 次硬着陆和 3 次软着陆(1965 年、1983-84 年和 1993-95 年)。为了考察衰退的深浅问题,可进一步将 9 次硬着陆分为 4 次浅衰退(1960-61、1970、1990-91 和 2001)和 5 次深衰退(1973-75、1980、1981-82、2008-09 和 2020)¹。仅从统计层面而言,硬着陆和软着陆的概率分别为 75%和 25%。

¹ 1980 年和 2020 年衰退期都比较短,主要根据“深度”来定义。若非深度够“深”,NBER 也不会将其定义为衰退。

图表2: 这次不一样? 1958 年来美联储的 12 次加息周期和美国经济的 9 次硬着陆、3 次软着陆



来源: Wind、国金证券研究所

这显然低估了软着陆的概率。不宜脱离加息的细节、经济的状态或其它外生冲击而将衰退都归因于货币紧缩。假如 2020 年没有新冠疫情冲击, 2015-2019 年加息周期可能对应着一次软着陆。仅考虑这一案例, 衰退和软着陆的次数就分别修正为 8 和 4, 概率为 67%和 33%。如果再考虑 2001 年案例(一次浅衰退)——叠加了“911”事件冲击, 次数将被修正为 7 和 5, 概率为 58%和 42%。那么, 在尚未结束的第 13 次加息周期中, 美国能否逃逸衰退? 如果不能, 是深衰退还是浅衰退?

(二) 软着陆的条件: 央行遵循“逆风而行”规则是“软着陆”的重要条件

问题的关键不在于是否加息, 而在于加息的细节和基本面条件。这在一定程度上又取决于中央银行的行为。美国历史上 3 次软着陆的共性是: 美联储遵循“逆风而行”(lean against the wind) 规则, 即在通胀压力兑现之前就加息, 这样才能尽早遏制通胀, 进而压缩加息周期的长度和降低加息的幅度, 助力经济软着陆。同样重要的是, 美联储能否在经济放缓后果断降息, 这表现为利率维持在高位的时间均比较短。

图表3: 加息的细节: 1958 年来美联储的 12 次加息周期和美国经济的 9 次硬着陆、3 次软着陆

序号	加息周期	周期长度(月)	起点利率(%)	终点利率(%)	加息幅度(bps)	衰退的起点	衰退的终点	加息起点到衰退(月)	降息起点到衰退(月)	衰退周期长度(月)	实际GDP降幅(%)	GDP负增长(季)
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	1960.05 (Q3)	1961.02 (Q1)	24	3	10	-1.34	2/3
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	-	-	-	-	-	-	软着陆
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	1970.01 (Q1)	1970.11 (Q4)	29	2	11	-0.66	3/5
4	1972.04-1973.10	19	4.75	10.00	525	1973.12 (74Q1)	1975.03 (Q1)	22	-2	16	-3.14	4/5
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	1980.02 (Q2)	1980.07 (Q3)	34	2	6	-2.18	2/2
6	1980.08-1980.12	5	11.00	21.50	1050	1981.08 (Q4)	1982.11 (Q4)	12	-8	16	-2.63	3/5
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	-	-	-	-	-	-	软着陆
8	1988.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	1990.08 (Q4)	1991.03 (Q1)	19	-14	8	-1.37	2/2
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	-	-	-	-	-	-	软着陆
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	2001.04 (Q2)	2001.11 (Q4)	27	-4	8	-0.33	2/3
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	2008.01 (Q1)	2009.06 (Q2)	43	-4	18	-4.06	5/6
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	2020.03 (Q1)	2020.04 (Q2)	51	-8	2	-9.56	2/2
13	2022.03-	20	3.25	8.50	525	-	-	-	-	-	-	-
	均值(前12次)	22.7	6.3	10.6	435.4			23.0	-3.7	11	-1.96	68.8%
	中位数(前12次)	18.0	5.8	9.3	300.0			27.0	-4.0	10	-1.78	
	软着陆	15.0	7.0	9.3	233.3							
	浅衰退	21.0	6.3	8.6	231.3			24.8	-3.3			
	深衰退	24.8	6.5	14.9	843.8			27.8	-3.0			

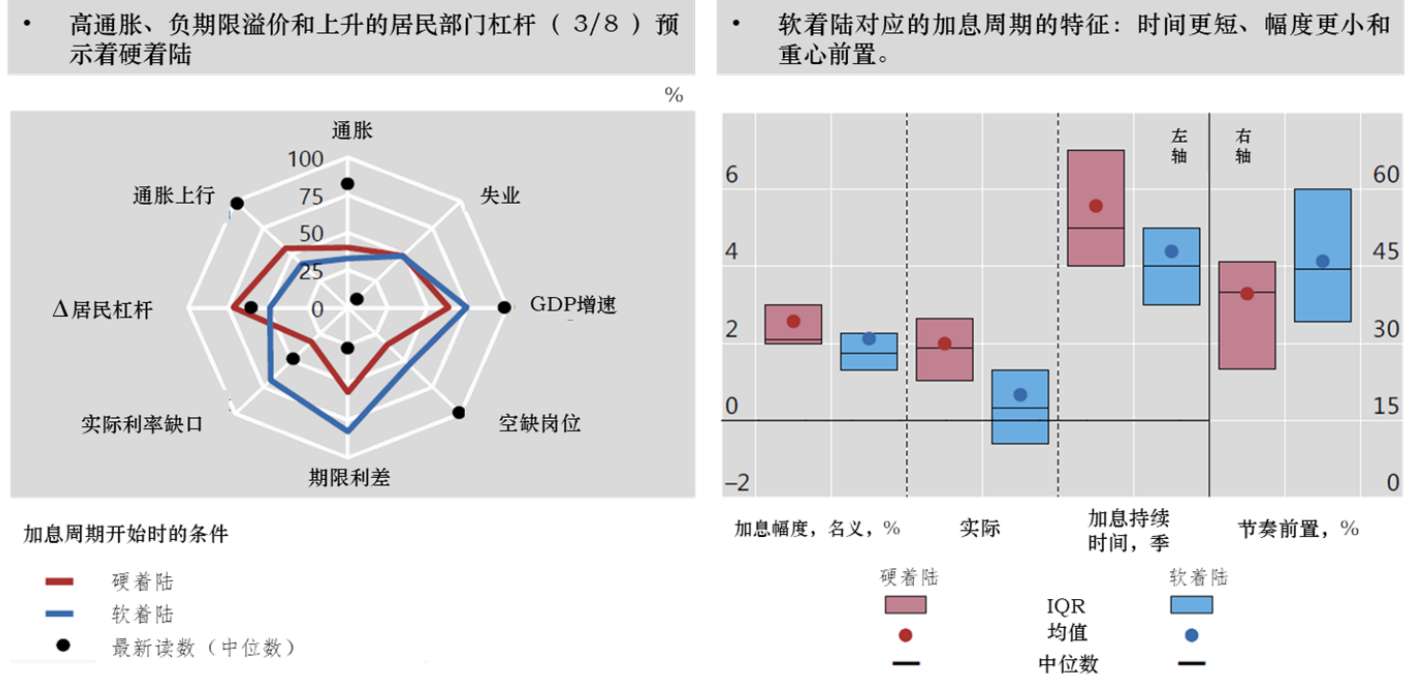
来源: Wind、NBER、国金证券研究所

说明: 加息周期的划分, 参考“优惠贷款利率”(Bank Prime Loan Rate)。

跨国比较研究的结论与美国经验基本一致。国际货币基金组织 (BIS) 基于对 19 个发达经济体和 6 个新兴经济体的 70 次加息周期的比较研究发现：

1. 加息周期的特征。在其他条件相同的情况下，加息幅度越小、实际利率越低（负实际利率缺口）、持续时间越短和节奏前置（front-loaded）——前两个季度累计加息的幅度占比超过 50%——都有助于经济软着陆。
2. 开始加息前的经济状态。比较而言，以高 GDP 增速、高职位空缺率、高期限利差（而非倒挂）、偏高的失业率、低居民杠杆率的变化率、低通胀和低通胀斜率（通胀的一阶导为负）为初始条件的货币紧缩周期更有可能实现软着陆。

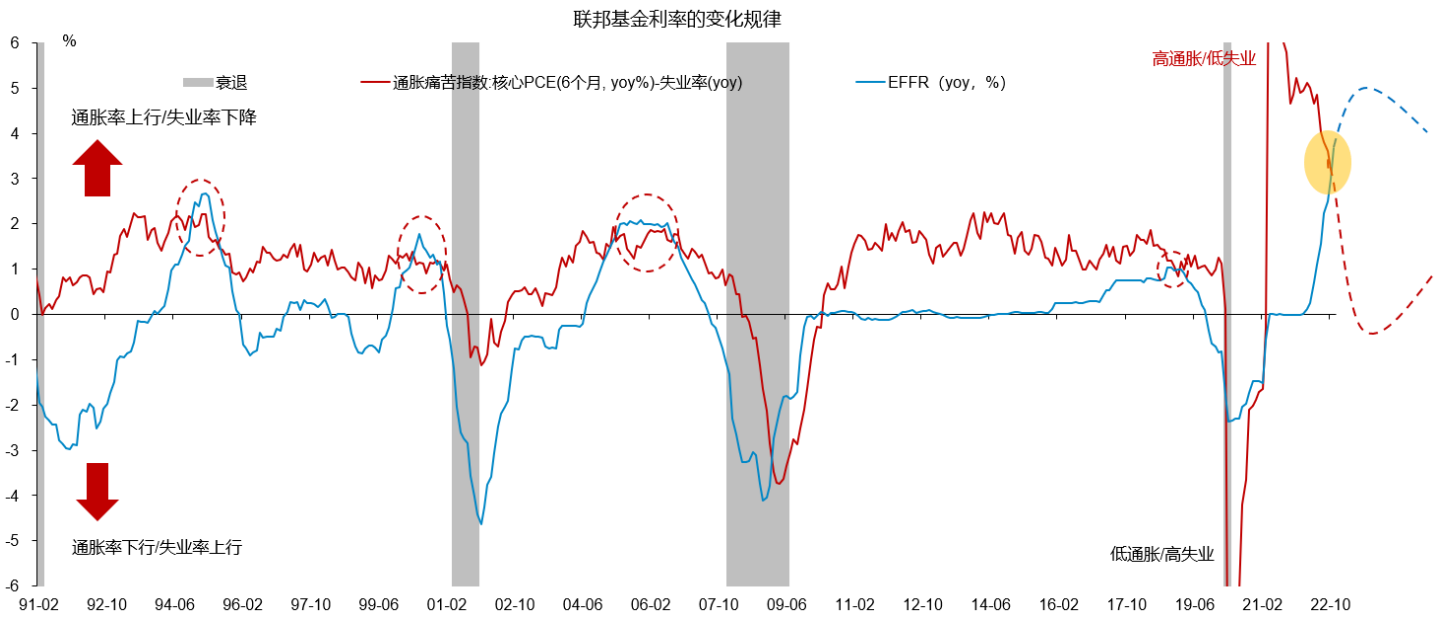
图表4：软着陆和硬着陆的条件：这次有什么不一样？



来源：Boissay, De Fiore and Enisse Kharroubi, 2022. Hard or soft landing? BIS Bulletin, No.59. 国金证券研究所、国金证券研究所

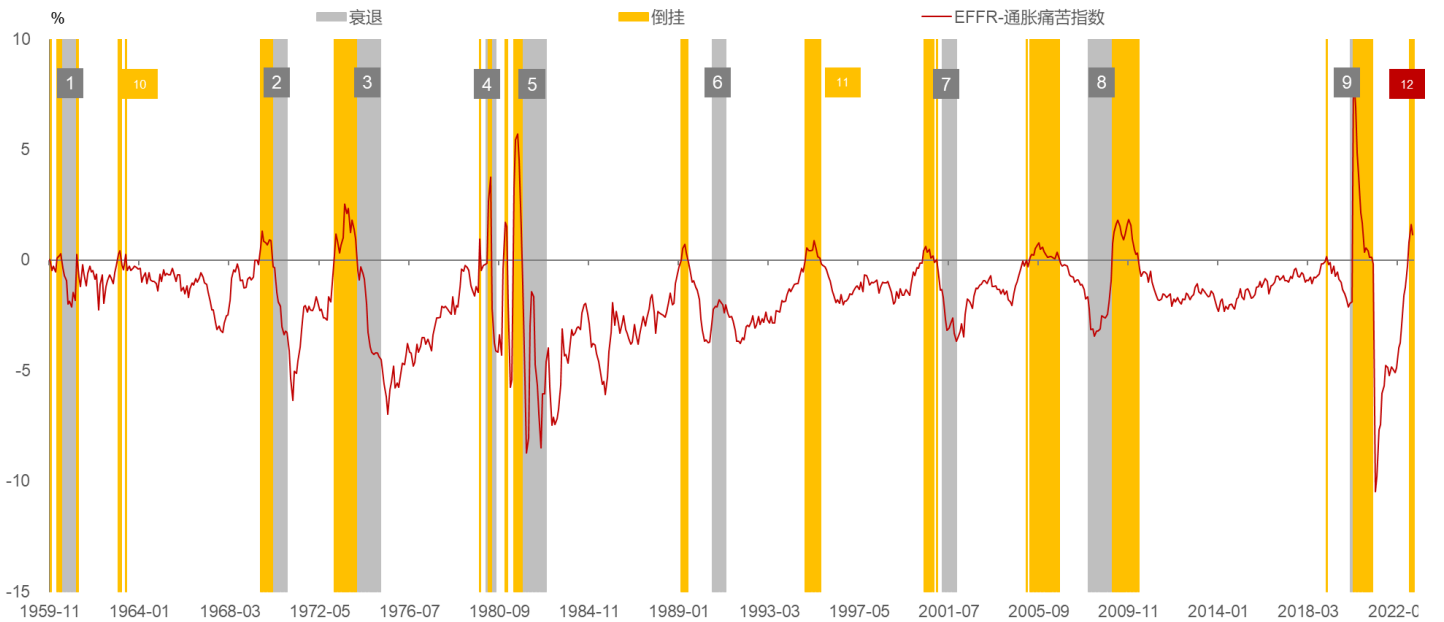
这一次，美联储加息周期明显落后于通胀，降息周期则明显落后于经济基本面。通胀压力指数 (inflation misery Index, IMI) 等于通胀减失业率。经验上，FFR 与 IMI 保持着较好的正相关关系，但存在一定的错位。本次加息周期明显滞后于 IMI 曲线。2022 年 Q2 以来，随着通胀上行斜率的平坦化，IMI 持续下降，去年 11 月与 FFR 开始出现倒挂，表明美联储降息周期再次“落后于曲线”。过去 60 年间共出现过 11 次倒挂（不包含本次），对应着 9 次衰退和 2 次软着陆。这次会不一样吗？

图表5: 联邦基金利率与“通胀痛苦指数”出现倒挂



来源: 美联储, Wind, 国金证券研究所

图表6: 美联储降息周期已经“落后于曲线”



来源: Wind、国金证券研究所

说明: 通胀痛苦指数=核心 PCE6 个月环比增速-失业率。

(三) 这次不一样? 就业韧性不是软着陆的充分条件, 或恰好相反

软着陆与硬着陆的一个重要区分标准是失业率是否上行。当前, “软着陆派”的一条核心逻辑是, 在劳动力市场“非常紧张”的状态下, 美国失业率的上行将非常有限, 服务业工

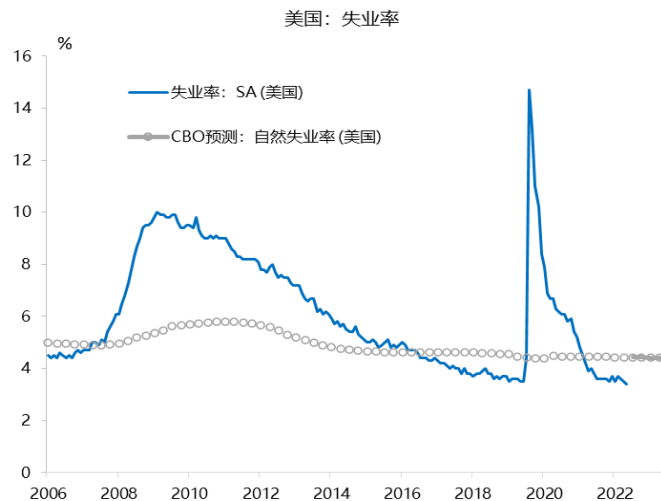
资增速更具粘性，进而支撑着服务业消费。这是国民经济的基本盘（占比 44%¹）。这实际上是一个误区。因为经验显示，劳动力市场越紧张，经济越有可能衰退。

美国劳动力市场有多“紧张”？理论界一般采用“失业缺口”（实际失业率-自然失业率）度量劳动力市场紧张程度：缺口大于零表示松弛（slack），小于零时表示紧张，绝对值大小表示程度。美联储和美国国会预算办公室（CBO）都认为当前美国的自然失业率为 4.0%。2023 年 1 月失业率为 3.4%，失业缺口为 -0.6%，紧张程度略高于 2020 年 2 月（-0.5%）。

这显然低估了当前美国劳动力市场的紧张状况。自然失业率无法直接观测，其估计一直都是理论难题。如果自然失业率被低估了，相同的失业率对应的失业缺口会更大，工资上涨动能也会更强。那么，关键问题是：新冠大流行会如何影响自然失业率？IMF 前首席经济学家、布兰查德（Blanchard）的研究认为，由于疫后劳动力市场匹配效率下降，自然失业率相比疫情之前提高了 1.3 个百分点²。所以，实际失业缺口可能达到 -1.9%。

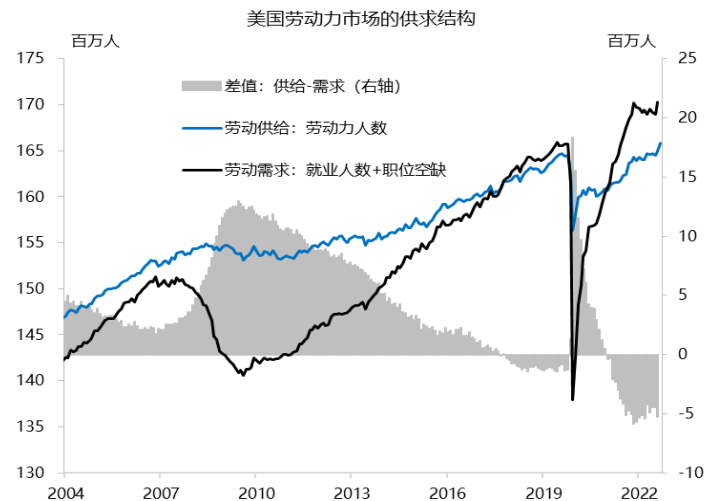
从空缺岗位数、每位失业者对应的空缺岗位数量、供求缺口等维度进行比较，当前美国劳动力市场的紧张程度也处于历史高分位水平。例如，劳动缺口为 530 万，空缺岗位数约为 1,100 万（2023 年 12 月），每位失业者对应的空缺岗位数量为 1.9。

图表7：美国失业缺口为负值



来源：CBO、Wind、国金证券研究所

图表8：美国劳动力缺口仍处高位



来源：BLS、Wind、国金证券研究所

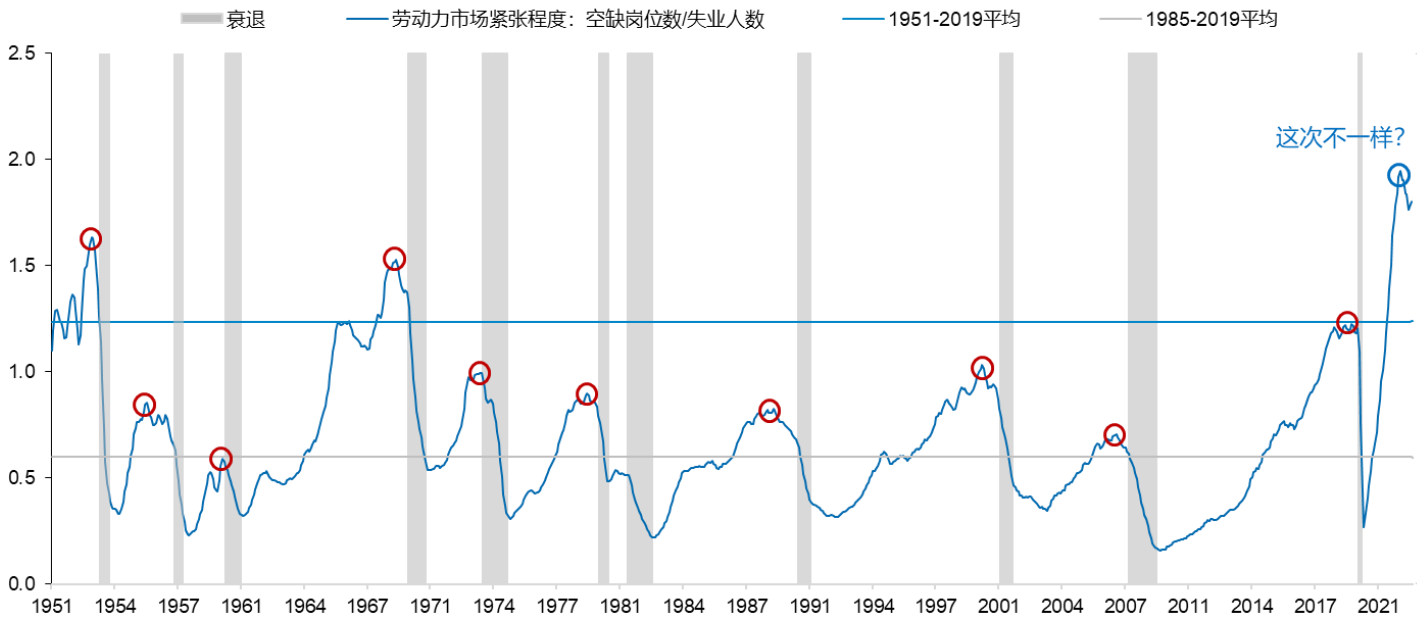
但是，就业韧性并非软着陆的论据，而是相反。二战结束以来的衰退基本都出现在劳动力市场偏紧时期之后。基于 Probit 模型预测的结果显示，失业率越低，美国经济未来 1 年或 2 年内经济衰退的概率就越高（2 年预测效果更好³）。所以，紧张的劳动力市场不仅不是软着陆的充分条件，反而是衰退的领先指标。背后的逻辑是：劳动力市场越紧张，工资和通胀压力越大，货币政策就越有可能收紧。

¹ 2022 年底的数据。

² Blanchard et al., 2022. Why I Worry About Inflation, Interest Rates, And Unemployment, PIIE.

³ 参考“央行笔记”系列（二）：《货币政策“矫枉过正”的风险有多大？》。

图表9: 经验显示, 劳动力市场越紧张, 经济越有可能硬着陆



来源: Richter et al., 2023. Job vacancy, unemployment relationship clouds 'soft landing' prospects, Federal Reserve Bank of Dallas. 国金证券研究所

说明: 时间截止到 2022 年底;

图表10: 不同的通胀率和失业率条件下经济衰退的概率

	季平均通胀率 (大于)	季平均失业率	未来1年内经济衰退的可能性	未来2年内经济衰退的可能性	样本量	最近一次超过阈值的时间
通胀	3%		27%	48%	95	Q2 2021
	4%		37%	59%	51	Q2 2021
	5%		45%	62%	29	Q3 2021
失业		6%	25%	47%	142	Q2 2021
		5%	31%	57%	83	Q4 2021
		4%	42%	69%	26	Q1 2022
		3%	6%	43%	75%	53
通胀+失业	3%	5%	54%	85%	26	Q4 2021
	3%	4%	54%	85%	13	Q1 2022
	4%	6%	59%	89%	27	Q2 2021
	4%	5%	73%	100%	11	Q4 2021
	4%	4%	57%	100%	7	Q1 2022
	5%	6%	83%	100%	12	Q3 2021
	5%	5%	100%	100%	5	Q4 2021
	5%	4%	100%	100%	3	Q1 2022

来源: Alex Domash, Lawrence H. Summers, 2022. Overheating conditions indicate high probability of a US recession, CEPR、国金证券研究所

二、美国经济是否具备软着陆的条件? 3次软着陆案例的比较研究

2023年1季度, 美国基本面数据全面超预期, 这是走向硬着陆过程中的一次扰动, 难以改变向下的方向。通过对历史上的3次软着陆的比较研究发现, 本次加息周期下, 美国经

济或不具备软着陆的条件。

(一) 案例一：“赤字通胀”与1965-67年加息周期

1. 加息的背景。20世纪60年代，越南战争和民权运动致使美国社会分裂情绪高涨。美国政府内部达成的共识是：必须保持经济较快增长和充分就业，以缓和阶级矛盾。将经济增速提高到4%以上或失业率降到4%左右，已经成为政治任务¹。在“伟大社会”(The Great Society)的旗帜下，约翰逊政府实施了扩张的财政政策。在经济学领域，凯恩斯学派如日中天，其需求侧管理的政策主张正好满足了政治上的需要，但也埋下了通胀的种子。

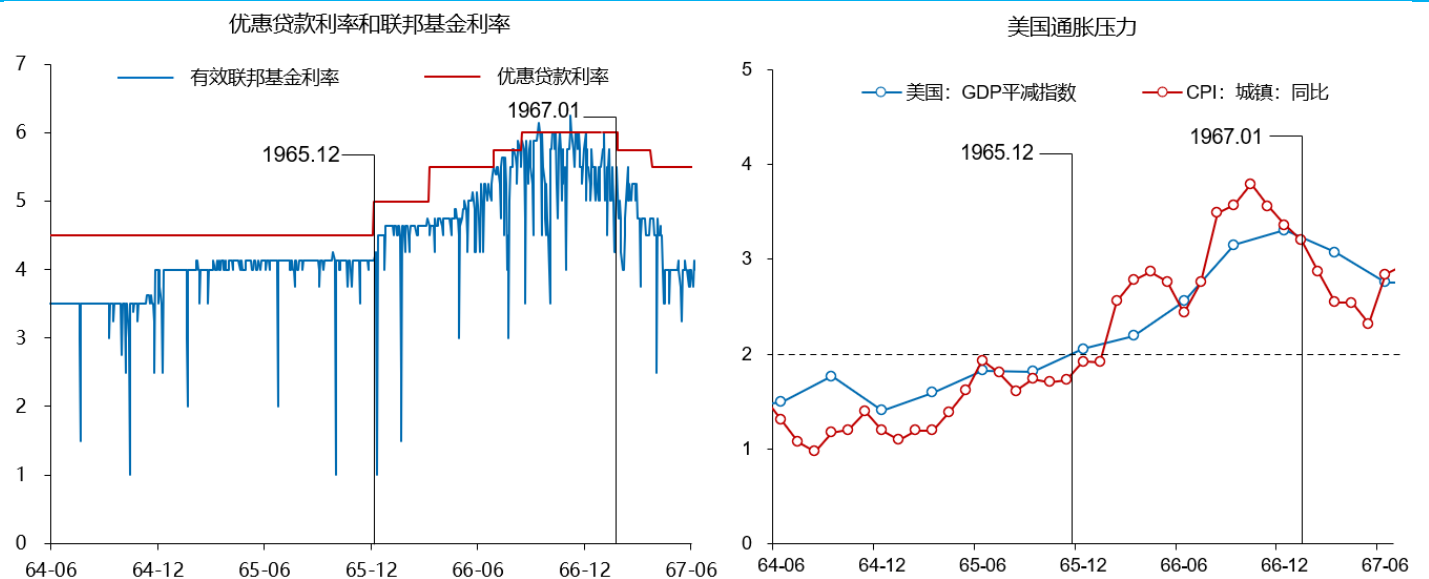
2. 加息的细节。1965年12月，美国失业率已降至4%，表明经济已不再处于过剩状态。时任美联储主席马丁越来越担心财政赤字和银行信贷的扩张会产生通胀。12月，美联储将优惠贷款利率从4.5%提高到5%。当月，CPI同比仅为1.92%²，虽然相对于年初已经上行0.8个百分点，但仍处于低位。所以，可视本次加息周期是“逆风而行”的。

1965年12月到1966年8月，美联储共加息4次(50bp、50bp、25bp和25bp)，累计加息150bp(优惠贷款利率从3.5%上升至5%)，周期长度14个月³。1966年10月，通胀见顶回落(3.8%)。1967年1月，在经济放缓和通胀连续3个月回落后(CPI同比3.2%)，美联储开始降息——5%的终点利率仅维持了5个月。

3. 经济软着陆。在加息周期早期，美国经济还处于加速扩张阶段，后期明显放缓。1965年4季度实际GDI环比增速高达9.5%(折年率)，前值9.1%，1966年1季度升至10.1%。但1966年2季度骤降至1.3%，而后连续3个季度维持在3%上下。在整个加息周期内，在NBER关注的6个指标中，仅批发与零售出现了回撤，其它5个指标均延续上行趋势。从暂停加息到降息期间，批发与零售开始修复，工业生产有所回落。

图表11：1965-67年加息周期中的政策利率

图表12：1965-67年加息周期中的通胀压力



来源：Wind、国金证券研究所

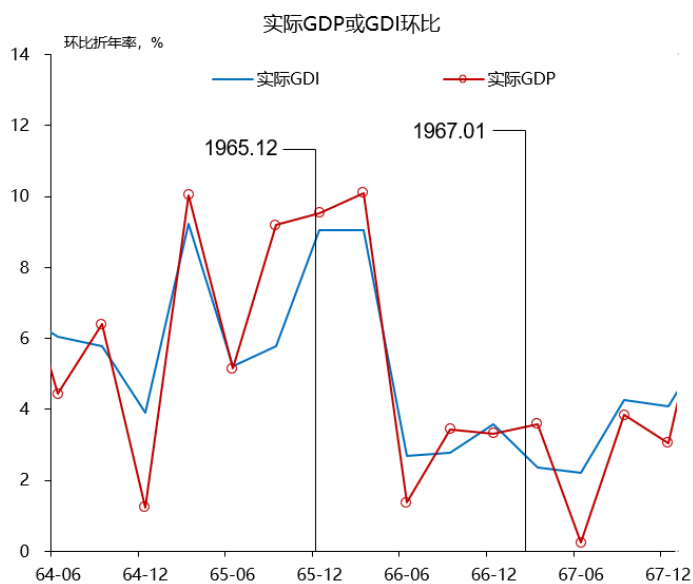
说明：优惠贷款利率的下降略滞后于联邦基金利率（下同），为了保持一致，本文均以联邦基金利率为参照划分加息和降息周期

¹ 参考黑泽尔，《美联储货币政策史》，p.104.

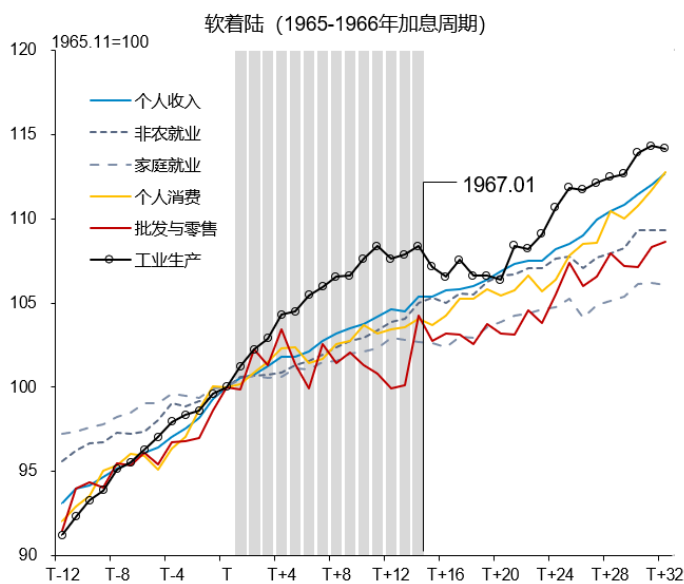
² 前值1.7%。

³ 从首次加息的时间点至首次降息的时间点。

图表13: 1965-67年加息周期中的GDP和GDI



图表14: 1965-67年加息周期中NBER6指标走势



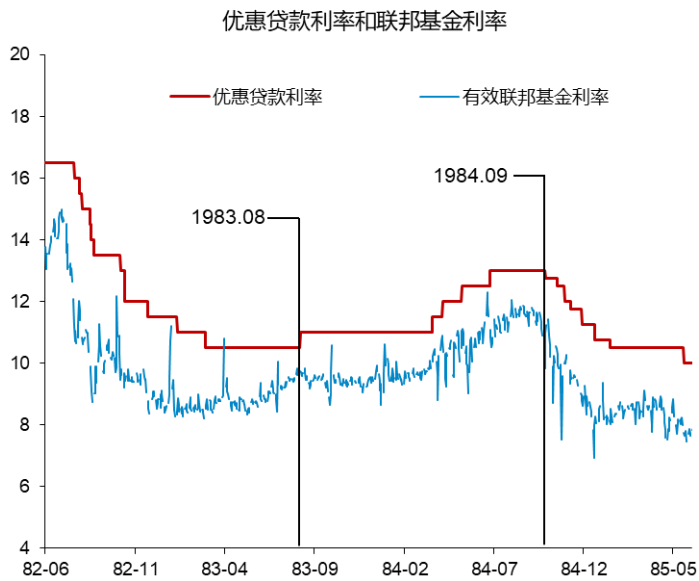
来源: Wind、国金证券研究所

说明: 阴影部分表示加息周期(下同)

(二) 案例二: 通胀的“二次反弹”风险与1983-84年加息周期

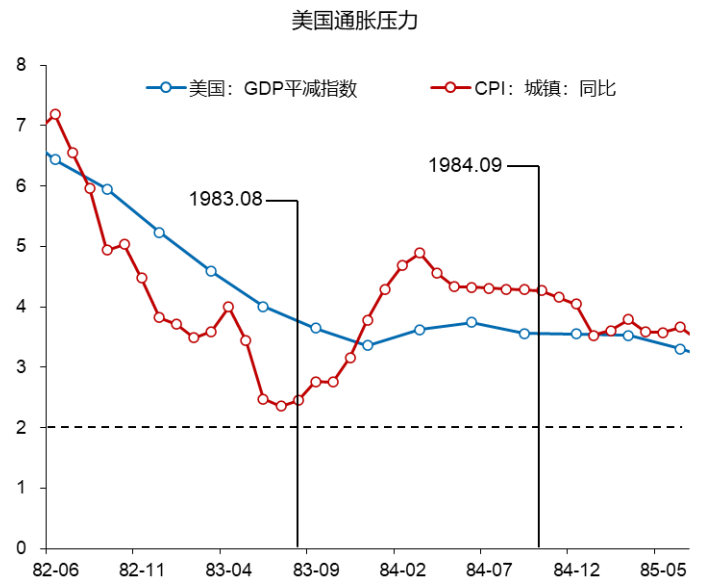
1. 加息的背景。“沃尔克冲击”使美国在1981-82年经历了一次深衰退，实际GDP累计回撤2.6%，时长16个月。这是压制通胀的必要代价。截止到1982年12月，CPI已经下降至3.8%（1980年4月为14.6%），但失业率却升到了10.8%高位。1982年初开始，美联储稳步下调利率。1983年1季度，随着经济进入复苏阶段，国债收益率触底反弹，沃尔克决定提前加息，遏止通胀的反弹。此时的美联储已经采用了通胀预期/产出缺口规则：当债券收益率——通胀预期的代理变量——上行时（或产出缺口转正时），FOMC就会提高利率。
2. 加息的细节。本次加息周期始于1983年8月，终于1984年9月，长14个月，共加息5次，累计加息250bp。在8月首次加息时，CPI同比已降至2.4%，且没有反弹的迹象。事后看，沃尔克的预判是正确的。1984年3月，CPI已反弹至4.9%。8月，在CPI同比连续5个月回落后（4.3%），沃尔克又果断降息。并且，降息的斜率更陡，节奏更快，幅度更大。截止到1984年底，优惠贷款利率已经下降到10.5%，累计降息250bp，与加息幅度相等。
3. 经济软着陆。在加息周期的后半段，经济速度明显放缓。GDP环比（折年率）从1983年2季度的9.4%下降到1984年4季度的3.3%。GDI下行期略滞后，在1984年1季度达到11.4%峰值后快速回落，至1985年2季度下降到2.9%。在NBER底层的6个指标中，批发与零售在加息尾声开始回落，工业生产在降息阶段出现停滞，其它4个指标均未出现回撤。在整个加息周期内，失业率都维持下降态势（从9.5%下降到7.3%），且直到1990年中都保持在5.5%以下。所以，这是一次非常典型的软着陆。

图表15: 1983-84年加息周期中的政策利率



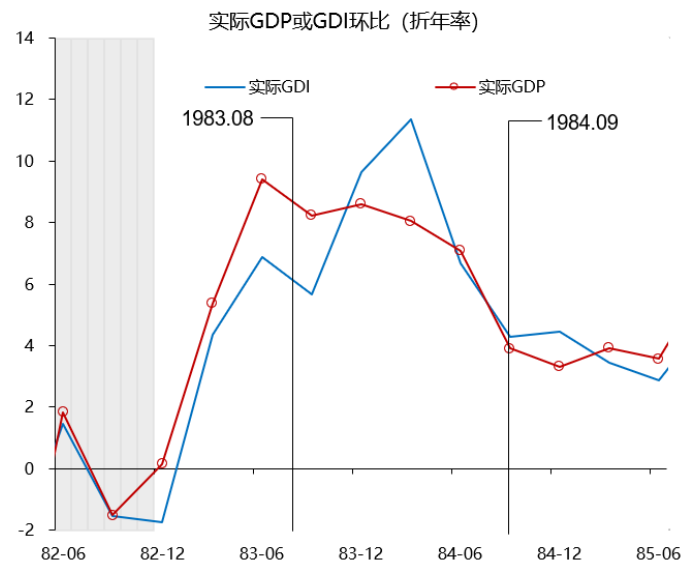
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 1983-84年加息周期中的通胀压力



来源: Wind、国金证券研究所

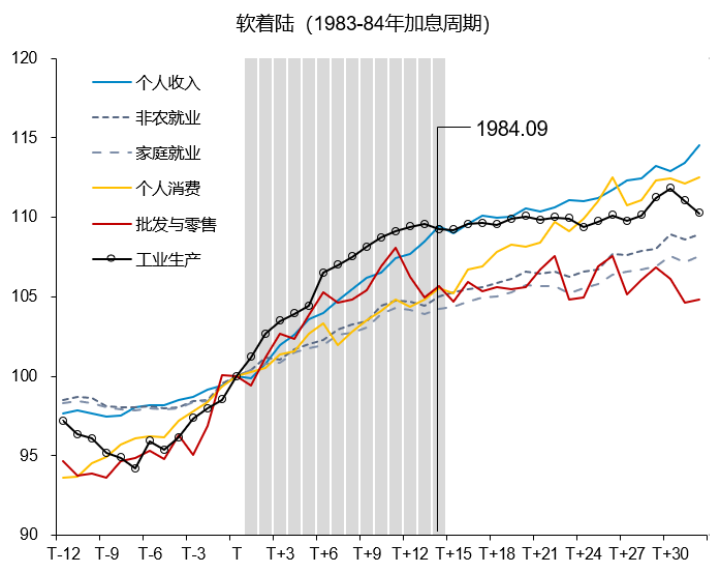
图表17: 1983-84年加息周期中的GDP和GDI



来源: Wind、国金证券研究所

说明: 阴影部分为1981-82年衰退。

图表18: 1983-84年加息周期中NBER6指标走势



来源: Wind、国金证券研究所

说明: 阴影部分为加息周期

(三) 案例三: 通胀恐慌与1994-95年加息周期

1. 加息的背景。1988-89年加息周期叠加1990-91年海湾战争导致美国在1990-91年经历了一次为期8个月的浅衰退。1991年2季度,经济企稳,但动能偏弱,是一次“无就业”复苏。CPI同比全年维持下行态势,至年底降至3%以下。但是,“大滞胀”时代的教训依然印刻在美联储的记忆里,货币政策遵循“逆风而行”规则。

时任美联储主席格林斯潘特别重视长期国债利率对通胀预期的含义。格林斯潘认为,把长期利率降至适度水平的目标特别重要¹,这表示市场相信通胀会下降。1993年10月,10年期美债利率跌至5.3%后反弹,至1994年11月升至8%高位。反映资源紧张程度的各项指

¹ 参考: 黑泽尔,《美联储货币政策史》,第15章。

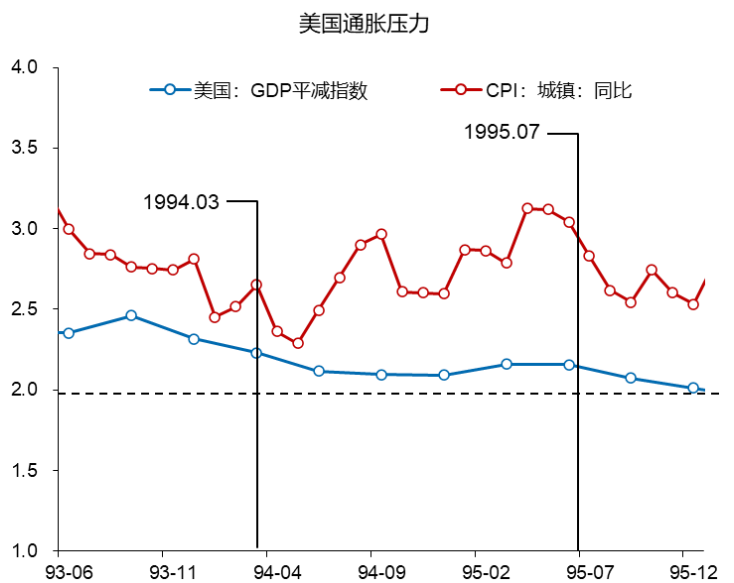
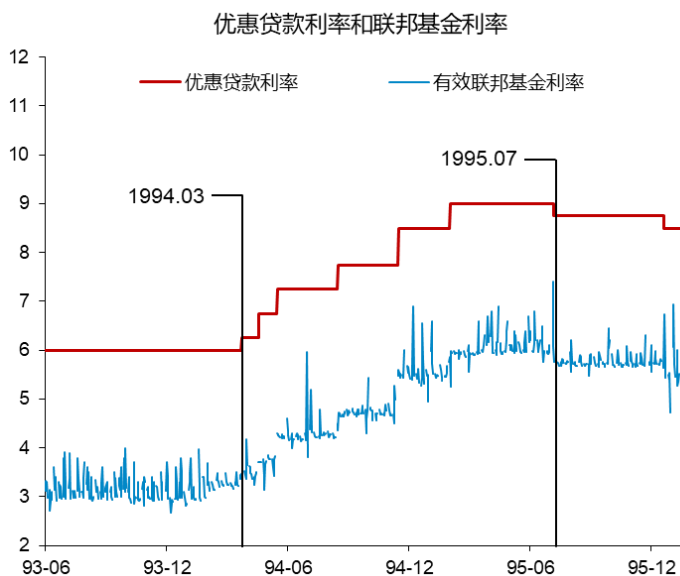
标——如产能利用率、PMI 交付时间、失业率——均显示，经济正在超负荷运行，预示着通胀压力也将上行。

2. 加息的细节。本次加息始于1994年3月，终于1995年7月，时长17个月；共加息6次，优惠贷款利率从6%抬升至9%，累计300bp。初期，通胀压力尚未显现。1994年3月，CPI与核心CPI同比均低于3%，且还处在下行趋势中。所以，这依然是一次“逆风而行”的加息周期。1994年2季度，通胀开始温和上行。直到1995年4月，CPI同比才升至3.1%。而在1994年12月，10年期国债利率已经开启了下行趋势。1995年7月，即通胀连续下行仅两个月后，美联储开始降息¹。

3. 经济软着陆。1993年4季度，美国实际GDP和GDI环比增速（折年率）分别为5.6%和8%（同比增速分别为2.6%和3.0%），且处于上行趋势中。货币紧缩增加了经济下行压力，GDP和GDI环比增速持续下行，但并未出现负增长。NBER周期的6个底层指标在加息周期内及之后都维持上行态势，仅工业生产和批发与零售在后期有所波动。加息周期内，失业率从6.6%下降到5.4%，堪称一次非常完美的软着陆。

图表19: 1994-95年加息周期中的政策利率

图表20: 1994-95年加息周期中的通胀压力

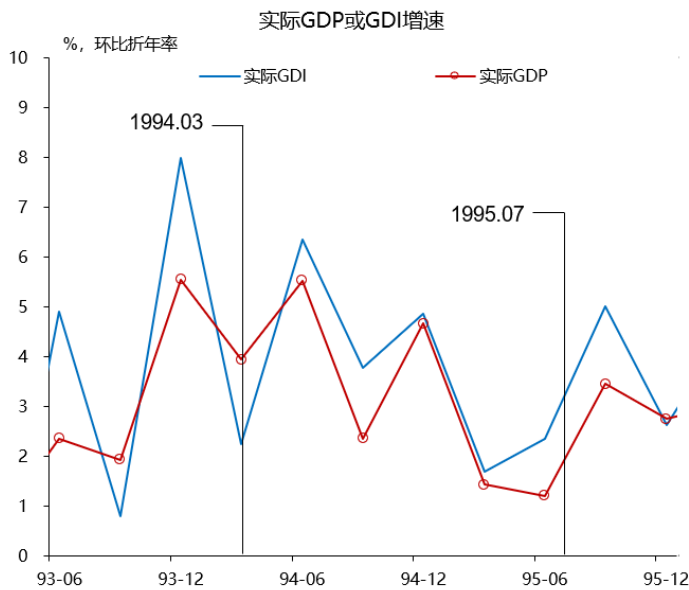


来源: Wind、国金证券研究所

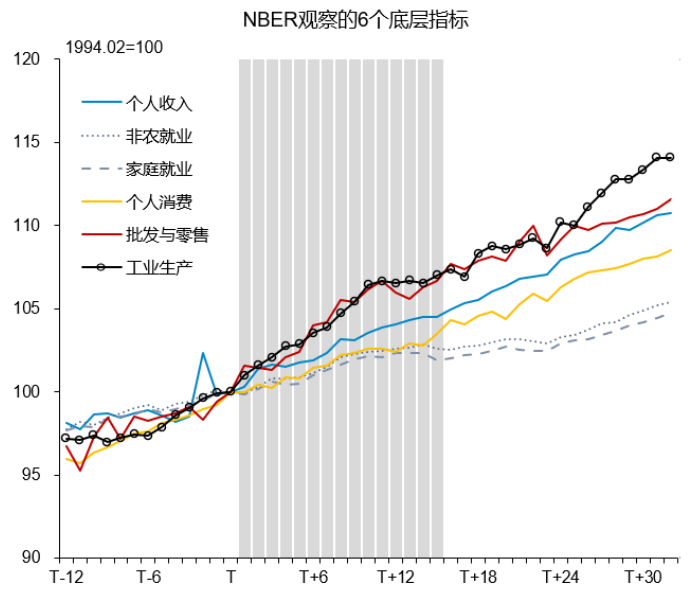
来源: Wind、国金证券研究所

¹ 降息生效的时间点为1995年7月7日，美联储最多只能知道5月和6月的通胀数据。

图表21: 1994-95年加息周期中的GDP和GDI



图表22: 1994-95年加息周期中NBER6指标走势



来源: Wind、国金证券研究所

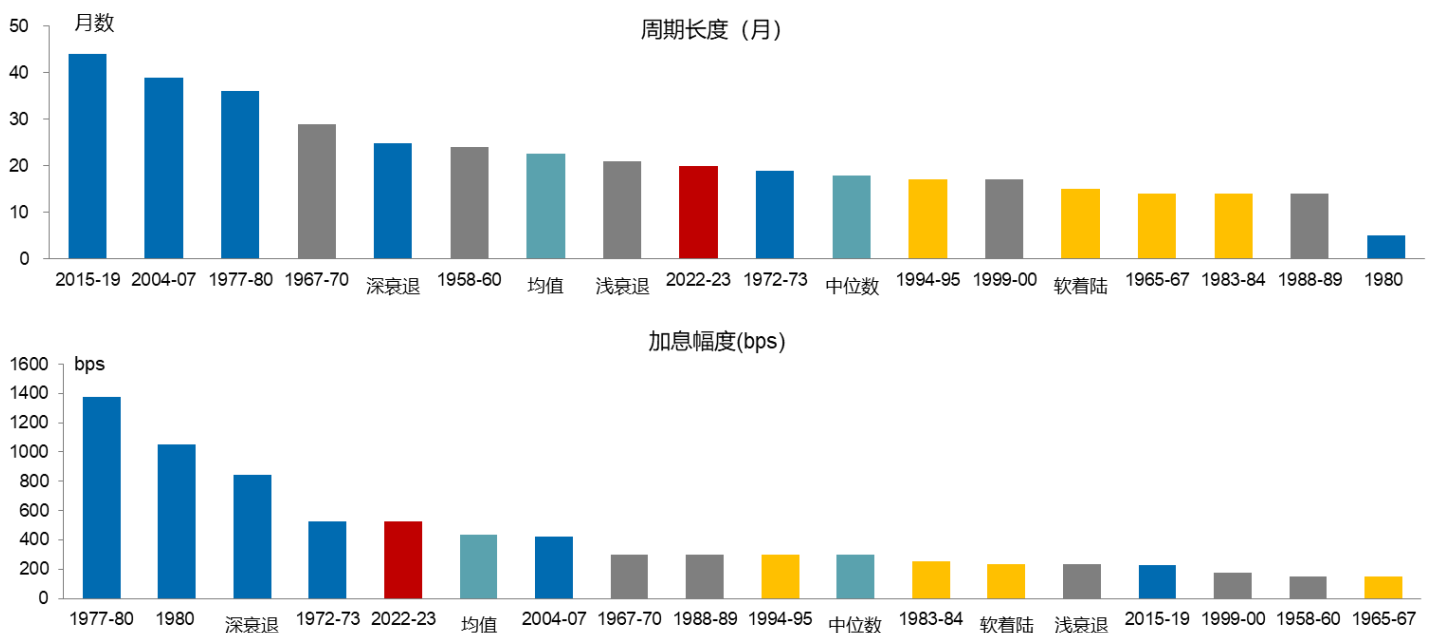
来源: Wind、国金证券研究所

总结而言,当具备以下条件时,经济软着陆的概率更高:

1. 美联储遵守“逆风而行”规则,即在通胀压力兑现之前开始加息(如10年期国债收益率反弹、产出缺口转正、产能利用率偏高或失业率偏低等)。这有助于压缩加息周期的长度和加息的幅度。相反,硬着陆(尤其是深衰退)往往对应着更长的加息周期和更大的加息幅度,这往往指向美联储行动的迟缓或迟疑;

具体而言,3次软着陆之前的加息周期平均时长为15个月,而12次加息周期的均值为20个月,其中,5次深衰退的均值为22个月;所有时长超过18个月(中位数)的加息周期都对应着经济硬着陆。3次软着陆之前的加息周期的幅度平均为233bp(4次浅衰退的均值为231bp),12次加息周期的均值为367bp,其中,5次深衰退的均值为638bp。

图表23: 13次加息周期的比较: 加息周期的长度和加息幅度



来源: Wind、国金证券研究所

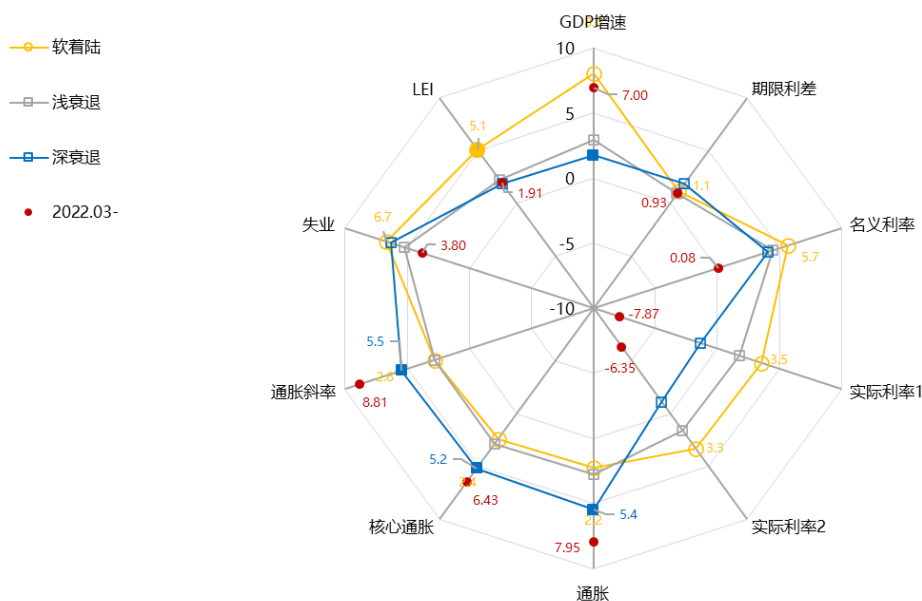
2. 通胀水平较低,且上行动能偏弱。3次软着陆对应的加息周期的起点CPI通胀分别为1.7%、2.36%和2.52%,核心CPI通胀分别为1.23%、3.21%和2.79%,首次加息前通胀的

斜率为 2.8%，说明通胀上行的动能偏弱。4 次浅衰退的起点 CPI 通胀的均值为 2.7%，核心 CPI 为 2.9%，斜率为 2.8%，深衰退分别为 5.4%、5.2%和 5.5%。

3. 实际 GDP 增速较高，紧缩政策有较足够的“安全边际”。在 3 次软着陆情景中，加息前一季度的实际 GDP 环比（折年率）增速分别为 9.2%、9.4%和 5.5%，均值 8%。4 次浅衰退的均值为 3.0%，5 次深衰退均值为 1.8%。软着陆情景下，反映经济前景的谘商会（Conference Board）经济领先指标（LEI）也显著高于硬着陆——从软着陆到深衰退的均值分别为 5.1%、2.2%和 1.9%。

4. 在通胀转向和经济放缓后快速降息。在 1965-67 年、1983-84 年和 1993-94 年这 3 次加息周期中，利率维持高位的时间长度分别为：5 个月、3 个月和 5 个月。

图表24：美联储 12 次加息周期与 3 种不同的“着陆”方式



来源：Wind、国金证券研究所

说明：LEI 为咨商会“经济领先指标”（6 个月环比增速）；期限利差为 10y-1y；“通胀斜率”为过去 6 个月 CPI 环比折年率的均值；“实际利率 1”为 FFR-CPI；“实际利率 2”为 FFR-核心 CPI。

显然，本轮加息周期并不符合上述特征：

1. 美联储实质上放弃了“逆风而行”规则¹。后疫情时代，部分由于数据的噪声较大，部分由于货币政策框架的变化——更强调“最大就业”目标，实施了“平均通胀”目标，美联储放弃了“逆风而行”规则，而是依赖于数据（data-dependent），在 2021 年追求就业的“实质性改善”，误判了通胀的持续性，导致正常化进程显著落后于经济基本面。在 2022 年 5 月的一次采访中，鲍威尔也承认，如果提前行动，紧缩的经济损失会更小²。考虑到货币政策的滞后效应，放弃“逆风而行”规则的结果就是“时间非一致性”（time inconsistency），即第 t 期为第 t+i 期制定的方案，在第 t+i 期到来时已不再是最优方案。通胀回归 2%所需的时间越长，货币政策越可能“矫枉过正”。

2. 加息周期明显落后于通胀。非常规政策的退出有一定的次序，一般需要先结束扩表，而后才是加息。在 11 月开始缩减资产购买规模（Taper）时，CPI 和核心 CPI 同比分别为 6.2% 和 4.6%。在 2022 年 3 月首次加息时，CPI 和核心 CPI 同比已经升到了 8.0% 和 6.4%，均高于 5 次深衰退的均值。通胀的斜率为 8.8%，5 次深衰退的均值为 5.5%。

3. 加息周期较长，超过了 3 次软着陆的均值。按市场一致预期³，假定 2023 年 12 月降息，本次加息周期长度约为 20 个月，大于 3 次软着陆的均值（15 个月）及 12 次加息周期的中位数（18 个月），略低于 12 次均值（22 个月）。当前看，降息后置的可能性更高，加息周期也将延长。通胀能否下降到 3-3.5% 区间是美联储会否降息的首要条件；其次是经济

¹ 参考 Cecchetti et al., 2023. Managing Disinflation, U.S. Monetary Policy Forum discussion paper, Feb.

² <https://www.marketplace.org/2022/05/12/fed-chair-jerome-powell-controlling-inflation-will-include-some-pain/>

³ 芝商所（CME）期货交易隐含的加息路径。

活动水平,如 GDP 增速是否低于美联储预期的 0.5%,或劳动力市场趋于均衡。当然,两者是相融的,经济活动越强劲,通胀回归 2%的时间就越长,利率维持高位的时间就越长。这是一个“负反馈”,衰退迟早会兑现。

4. 加息幅度 40 年之最,大于历史均值。按市场一致预期,联邦基金利率目标区间为 500-525bp,累计加息 500bp,大于 12 次均值(367bp)和中位数(300bp),为 1983 年以来的 7 次加息周期的最大值,仅比 1972-74 年和 1977-79 年加息周期分别少加 25bp 和 50bp——两次都对应着深衰退。并且,500bp 可能只是加息幅度的最小值。

5. 即使通胀压力已明显缓解,降息周期何时启动仍不确定。除了就业和服务消费,美国经济基本面已经在反映衰退。2022 年 4 季度已符合 NBER 周期顶点的最低要求¹。当前,除服务业消费和就业仍保持韧性,房地产、制造业和批发贸易等均显示经济放缓。我们从领先指标、库存周期、信用周期、居民资产负债表、产能等多个角度论证美国经济仍处在下行趋势中。美国国债期限利差、超额信用利差(excess bond premium, ebp²)、OECD 综合领先指标和通胀等经济状态指标(在不同时期)等均指向未来一段时间内美国经济会硬着陆。

三、美联储货币政策有多“紧”?美国能否逃逸衰退?

支持美国经济软着陆的主要论据有:(1)居民部门资产负债表非常健康;(2)紧张的劳动力市场支撑了就业,服务业消费有较强的可持续。过去 60 年的经验显示,这两个条件均不足以让美国逃逸衰退,因为居民资产负债表恶化或劳动力市场转弱往往都是结果。

(一) 中性利率:短期依然偏松,中长期“有些紧缩”,尚未达到“充分紧缩”水平

在本轮加息周期的前瞻指引中,美联储一直强调,追求的是“充分紧缩”(sufficiently restrictive)的政策立场,计划将联邦基金利率(FFR)抬升至“限制性水平”(restrictive level),而后维持“一段时间”(some time),以确保通胀向 2%目标收敛。其政策意图是希望凭借“鹰派”的口吻,收缩金融条件,压缩总需求,实现去通胀(disinflation)。技术性问题是:何谓“充分紧缩”?“限制性”的 FFR 是多少?“一段时间”有多长?

加息只能代表货币政策趋于紧缩,只有当利率达到一定水平后,才可被称为“充分紧缩”。主观上,FOMC 多数成员认为,在 2022 年 12 月例会之前,FFR 已经“有些紧缩”(slightly restrictive)。例如,在 12 月例会之前,美联储前副主席布雷纳德(Brainard)认为货币政策已经进入“紧缩区间”(restrictive territory)。FOMC 理事沃勒(Waller)也认为 FFR 已经“有些紧缩”,故支持放慢加息速度(12 月+50bp)³。

客观评估货币政策紧缩程度的一种方式是与自然(或中性)利率的比较,其现状是:短端实际利率依然偏松,中长端实际利率偏紧。美联储经济预测摘要(SEP)中的长期联邦基金利率为 2.5%——对应的实际中性 FFR 为 0.5%。达拉斯联储主席洛根(Logan, 票委成员)认为中性实际利率略低于 1%。所以,中性利率区间大约为 0.5-1%。截止到 1 月底,名义 FFR 已经升值 4.6%,名义利率缺口(FFR-中性 FFR)为+2.1%,表明货币政策偏紧。但如果参照实际利率,货币政策难言紧缩,因为实际 EFFR 仍然为负值(-0.1%),实际利率缺口为-0.6%。3 月例会前后,实际 EFFR 或转正。假设 5 月结束加息,EFFR 升至 5.1%,而后保持不变,核心 PCE 继续下降,届时短端实际利率也将进入“紧缩区间”。所以,下半年货币紧缩程度仍趋于上行。

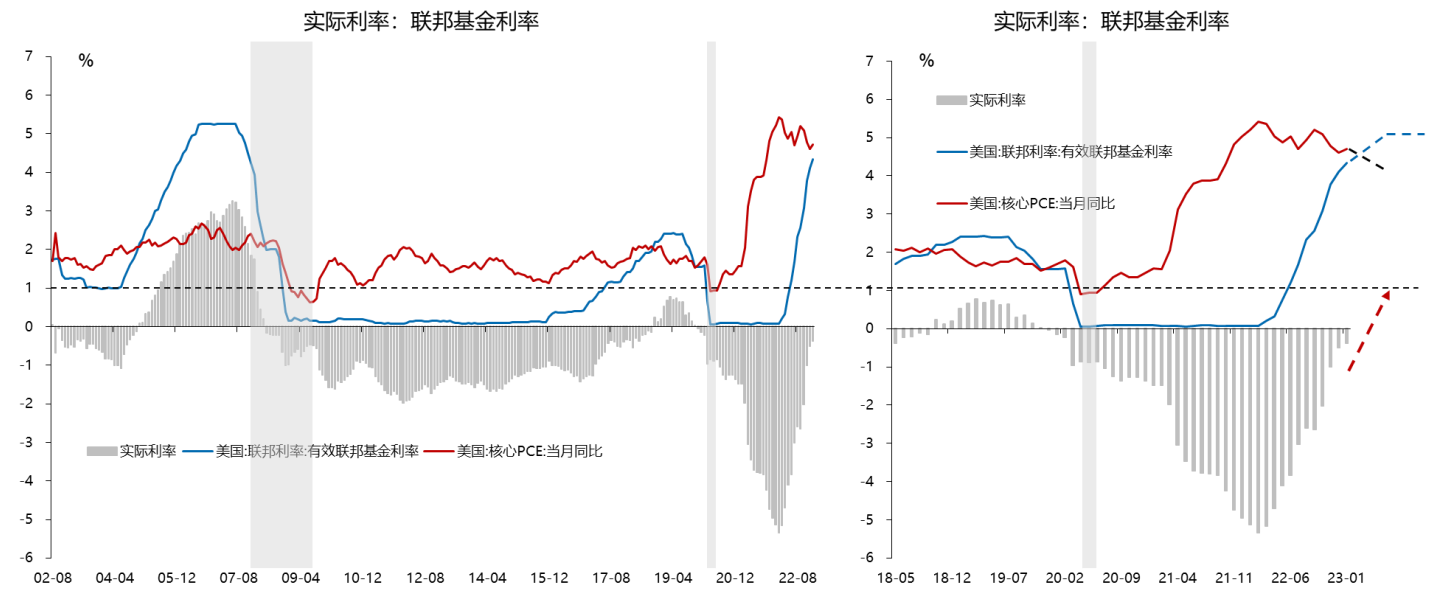
¹ 参考“周期的力量”系列(一):《美国经济能逃逸“衰退”吗?》

² 参考:Giovanni Favara et al., 2016. Recessions Risk and the Excess Bond Premium, FED Notes.

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/updating-the-recession-risk-and-the-excess-bond-premium-20161006.html>

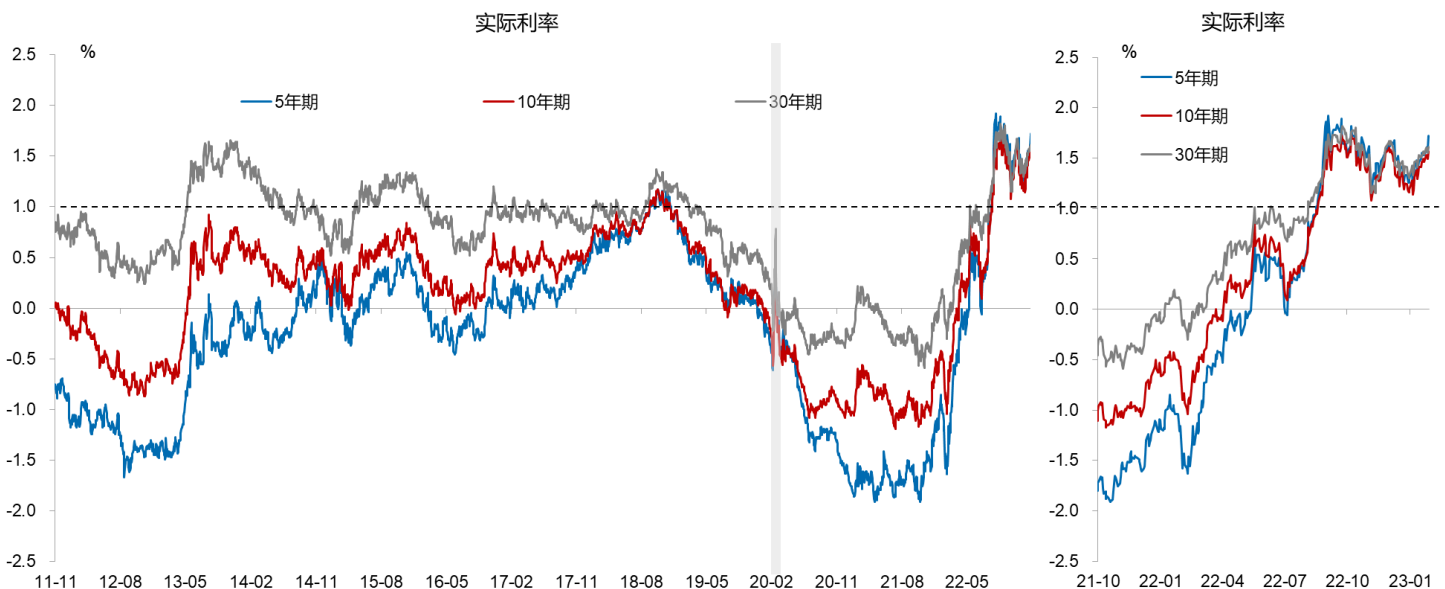
³ 详见“央行笔记”系列(二),“货币政策“矫枉过正”的风险有多大?”。

图表25: 短端实际利率仍然为负, 3月加息后或转正, 5月加息后或进入“紧缩区间”



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 中长端实际利率已经进入“紧缩区间”



来源: Wind, 国金证券研究所

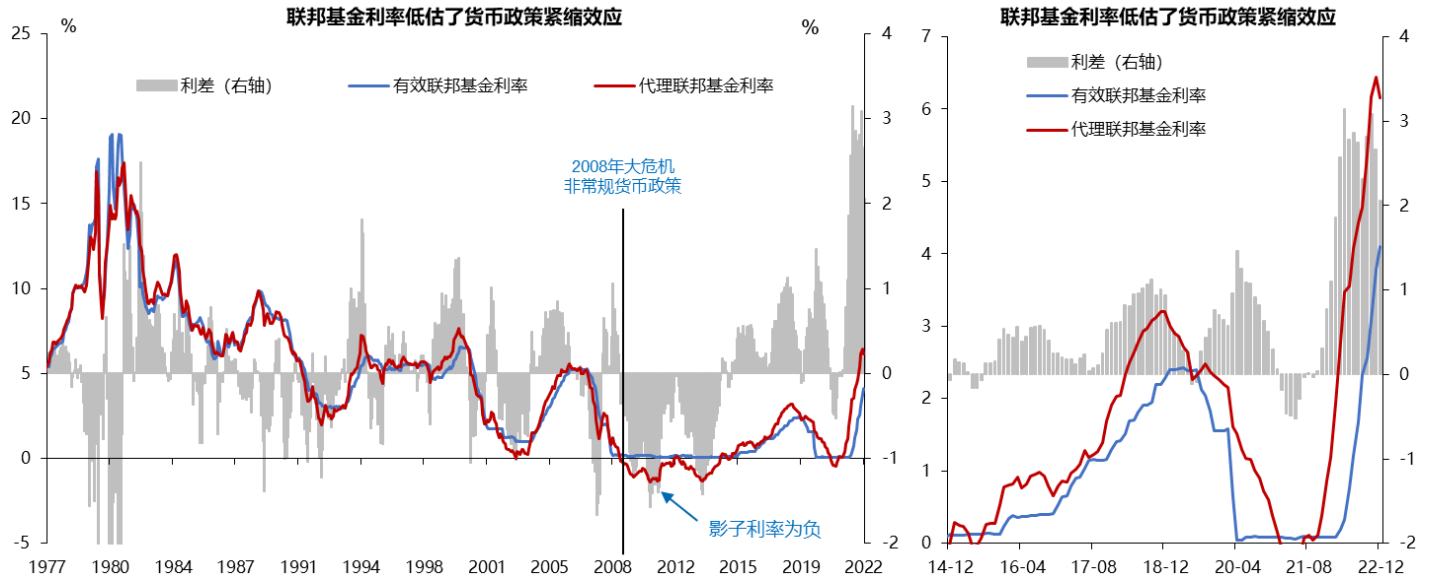
(二) 代理利率: FFR 低估了紧缩程度, 实体经济综合融资成本上行幅度更高

第二种方式是借助“代理利率”(proxy rate)或“影子利率”(shadow rate)的概念来刻画真实的紧缩程度。由于非常规货币政策工具也具有紧缩效应, 仅考虑 FFR 可能低估了货币紧缩程度。圣路易斯联储的一项研究表明¹, 2022 年 11 月, 代理联邦基金利率的阶段高点(6.4%)比当月的 FFR 高出 2.6 个百分点, 表明实体经济部门的融资成本上行的幅

¹ Jason Choi et al., 2022. Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate, FRBSF Economic Letter, November 7.

度远高于美联储加息的幅度。

图表27：有效联邦基金利率低估了货币政策的紧缩程度（约2-3%）



来源：Jason Choi et al., 2022. Monetary Policy Stance Is Tighter than Federal Funds Rate, FRBSF Economic Letter, November 7. 国金证券研究所

说明：“代理联邦基金利率”底层包含 12 个变量，涵盖公共和私人部门的融资利率、利差，如国债利率、抵押贷款利率和借款息差等。

（三）期限利差：倒挂超过 100bp，12 个月内衰退概率超过 50%

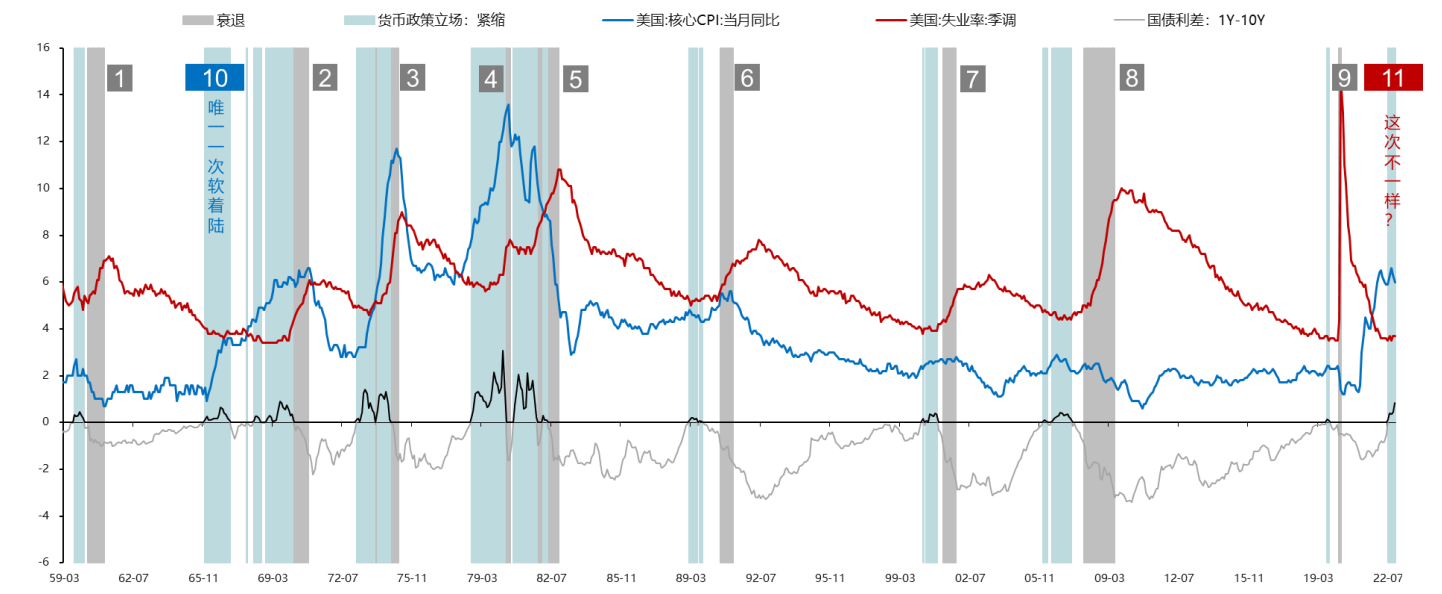
第二种度量货币政策紧缩程度的方式是期限利差（10y-3m、10y-1y 或 10y-2y）。期限利差常被用来预测未来 12 个月经济衰退的概率（6 个月的预测步长内也比较有效¹），本质上反映的是短期利率与长期经济前景的比较²。利差倒挂（短端利率高于长端利率）表明货币政策相对于基本面而言偏紧，倒挂越严重，紧缩程度越高，预示着未来经济压力越大。

过去 60 多年间，美国国债 10y-1y 利差共出现过 10 次倒挂（不包 2022 年），其中 9 次都对应着衰退，唯一例外是 1965-66 年（对应的是软着陆）。如同前文的分析，本次加息周期中，美联储遵循了“逆风而行”规则。并且，在“伟大社会”旗帜下，约翰逊政府的财政是积极的。显然，始于 2022 年的第 11 次加息周期并不满足这两个条件。从利差倒挂的程度看，本轮加息周期中 10y-1y 和 10y-2y 倒挂的峰值都超过了 120bp。历史上，当倒挂幅度超过 100bp，美国经济没有一次能够逃逸衰退。

¹ 参考“央行笔记”系列（二）《央行“矫枉过正”的风险有多大？》。

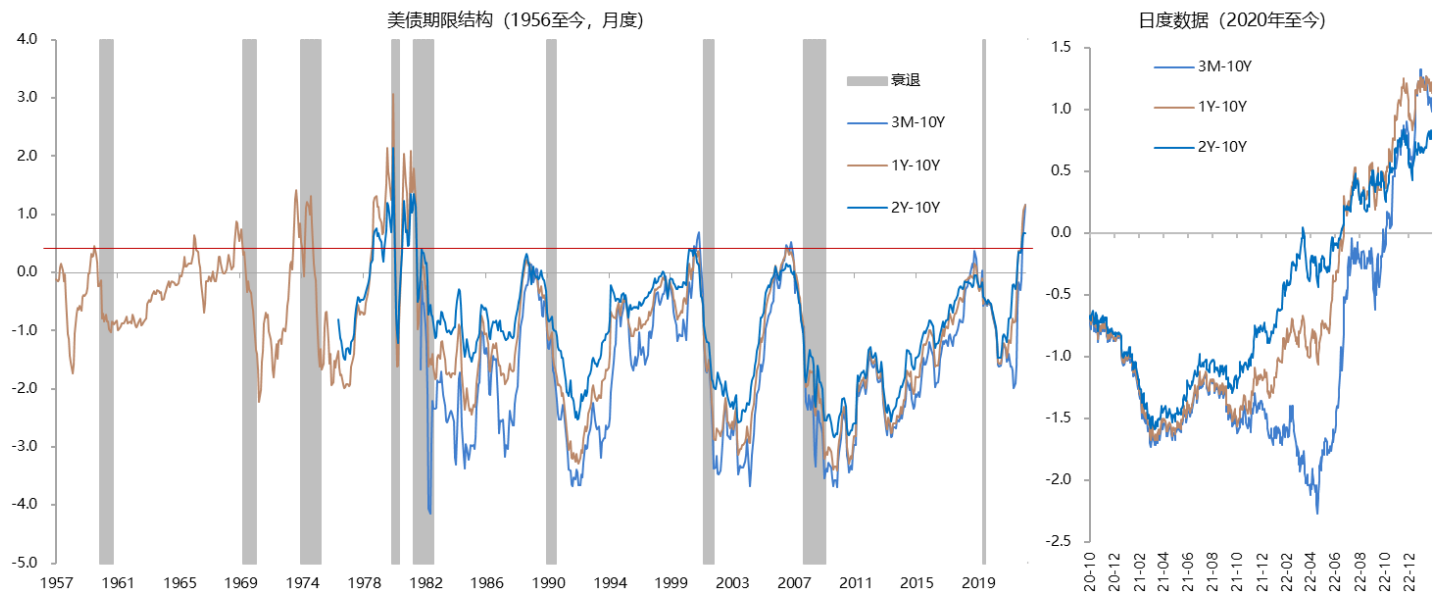
² 参考达拉斯联储的研究：<https://www.dallasfed.org/research/economics/2019/0212>

图表28: 期限利差显示, 美联储货币政策紧缩程度为 40 年来新高



来源: 美联储, Wind, 国金证券研究所

图表29: 1960 年以来, 当期限利差倒挂超过 100bp 时, 美国没有一次逃逸衰退



来源: Wind, 国金证券研究所

所以, 无论从哪个角度衡量, 美联储货币政策都是偏紧的, 而且还将更紧 (短端实际利率还将上行)。在基本面保持韧性和风险管理 (risk management) 思维主导下, 美联储更担心的是提前放弃“充分紧缩”立场而产生的风险——中长期通胀预期“脱锚”, 如同美联储前主席伯恩斯在 1973 年 10 月-1974 年 3 月选择降息应对经济放缓压力一样。所以, 不宜低估美联储抗通胀的决心, 也不宜低估货币政策“矫枉过正”的风险¹。

¹ 参考“央行笔记”系列(二)《货币政策“矫枉过正”的风险有多大?》。

经过研究，我们发现：

1. 美联储加息是美国经济衰退的一个重要触发因素。1958 至 2021 年，美联储执导了 12 次加息周期，其后美国经济共出现了 9 次“硬着陆”和 3 次“软着陆”。但不宜脱离加息的细节去讨论本次加息周期下美国经济衰退的概率。
2. 软着陆的共性是：美联储“逆风而行”，即在通胀压力兑现之前就加息，这样才能尽早遏制通胀，进而压缩加息周期的长度和降低加息的幅度，助力经济软着陆。同样重要的是，美联储能否在经济放缓后果断降息。3 次软着陆场景中，联邦基金利率维持在高位的时间均比较短。
3. 基本面参数对“着陆”方式有显著影响。以高 GDP 增速、高职位空缺率、高期限利差、偏高的失业率、低居民杠杆率的变化率、低通胀为初始条件的货币紧缩周期更有可能实现软着陆。其中，最为关键的是通胀及其一阶导数。
4. 这一次，美国经济或不具备软着陆的条件。1. 美联储实质上放弃了“逆风而行”规则；2. 加息大幅落后于通胀；3. 加息周期较长，超过了 3 次软着陆的均值；4. 加息幅度 40 年之最，大于 12 次加息周期的均值；5. 即使通胀压力已明显缓解，降息周期何时启动仍不确定。
5. 不容乐观的是，美联储货币政策紧缩程度为 40 年来新高。本轮加息周期中 10y-1y 和 10y-2y 倒挂的峰值都超过了 120bp。历史上，当倒挂幅度超过 100bp，美国经济没有一次能够逃逸衰退。
6. 这次没什么不一样！软着陆的一条核心逻辑是劳动力市场“非常紧张”，失业率难以大幅上行，工资有粘性，进而支撑着服务业消费。但是，历史经验并不支持这一逻辑。衰退多数场景下都出现在劳动力市场偏紧状态之后。美国“去通胀”有所放缓，通胀的进一步下行要求总需求更显著的收缩。因为“牺牲率”与“去通胀”是非线性关系。

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023 年 1 月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动力短缺的情况下，美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402