

宏观专题

# 从历史上降息复盘看美联储货币政策周期

2024 年 04 月 30 日

## 【策略观点】

- ◆ 复盘 1970 年以来美联储八次降息周期，美联储货币政策转向有“紧急降息”和“预防式降息”两种典型模式。其中，紧急降息往往是在经济遭遇较大外部冲击的背景下，GDP 增速大幅回落，同时失业率短期内快速走高，美联储不得不通过大幅降息的方式来稳定经济大盘，如两次石油危机、储贷危机、互联网泡沫、次贷危机、COVID-19 等。预防式降息则是在经济增速较为平稳、失业率处于低位的宏观环境下，美联储为防止潜在的经济金融风险，主动进行降息操作，如 1984 年、1995 年、2019 年等时期。
- ◆ 当前美国经济基本面保持韧性，短期暂无爆发危机风险，预计采取预防式降息模式。短期看，美国劳动力市场强劲有望支撑消费高增长，经济韧性较强。中长期看，美国基钦周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期叠加向上，经济持续增长动能充足。
- ◆ 预计美联储年内降息 50 个 BP，首次降息时间点或在下半年。根据以往采取“预防式降息”的货币政策节奏经验，启动降息的时间点，通胀水平往往低于美联储的通胀目标，或低于过去数年美国的通胀中枢。而当前通胀未回到常态水平，且下行趋势持续放缓，降息条件尚不成熟，上半年调降利率的概率偏低。从近期美联储表态看，对年内货币政策分歧较大，降息路径充满仍不确定性。中性情况下我们认为年内美联储有两次降息，总调降幅度为 50 个 BP。

## 【风险提示】

- ◆ 美国经济衰退超预期
- ◆ 地缘摩擦升温引发石油等大宗商品价格波动

 东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

## 东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

## 相关研究

《价格因素拖累主要经济指标增速——3 月经济增长数据点评》

2024. 04. 18

《保持降息节奏——美联储 3 月议息会议点评》

2024. 03. 27

《宏观数据点评：负利率时代终结——日本央行 3 月议息会议点评》

2024. 03. 21

《投资“接棒”消费成为经济主要增量——1-2 月经济增长数据点评》

2024. 03. 20

《春节因素引发制造业 PMI 数值波动——2 月 PMI 数据点评》

2024. 03. 04

## 正文目录

<b>1. 复盘八次降息周期，美联储货币政策转向的两种典型模式</b> .....	<b>4</b>
1.1. 危机爆发后，为应对经济下行压力被动紧急降息 .....	6
1.1.1. 1974 年第一次石油危机，通胀顶点时货币政策松动，造成长期“滞涨” .....	6
1.1.2. 1981 年第二次石油危机，抑制通胀成为首要目标，通胀水平温和下行后货币政策转向宽松 .....	7
1.1.3. 1990 年储贷危机，银行业风险迫使美联储调降资金成本 .....	8
1.1.4. 2000 年互联网泡沫破裂，长期利率中枢下移，呵护科技产业发展 .....	9
1.1.5. 2008 金融危机，美国零利率+量化宽松时代正式开启 .....	10
1.1.6. 2020 年 COVID-19，货币政策急剧调整，全球通胀高烧难退 .....	11
1.2. 经济平稳运行阶段，采取预防式降息 .....	12
1.2.1. 1984 年高通胀得到有效抑制，降息空间再度打开 .....	12
1.2.2. 1995 年货币政策根据经济情况频繁微调 .....	13
1.2.3. 2019 年通胀水平持续低于目标值，采取预防式降息 .....	14
<b>2. 预计美联储年内降息 50 个 BP，首次降息时间点或在下半年</b> .....	<b>15</b>
2.1. 美国经济基本面保持韧性，短期暂无爆发危机风险，预计采取预防式降息模式 .....	15
2.1.1. 劳动力市场强劲有望支撑消费高增长，短期经济韧性较强 .....	15
2.1.2. 基钦周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期叠加向上，中长期经济动能充足 .....	16
2.2. 通胀粘滞性较强，降息条件尚不成熟 .....	18
2.3. 美联储分歧较大，年内降息路径充满不确定性 .....	19

## 图表目录

图表 1: 美联储历史上 8 次降息周期.....	4
图表 2: 历任美联储主席及其货币政策主张.....	5
图表 3: 美联储历次降息周期对应的宏观经济环境.....	6
图表 4: 伯恩斯在通胀处于高位时降息.....	6
图表 5: 沃尔克保持紧缩货币政策应对通胀.....	7
图表 6: 1989 年美国短端和中长贷收益率倒挂.....	8
图表 7: 2000 年美国政策利率中枢远低于以往宽松时期.....	9
图表 8: 2001 年后美国房地产保持高景气.....	10
图表 9: 伯南克将联邦基金利率降至 0.....	10
图表 10: 美联储扩表 (百万美元).....	10
图表 11: 2008 年后美国三大股票指数趋势性上涨.....	11
图表 12: 鲍威尔在危机期间紧急调整货币政策.....	11
图表 13: 主要发达经济体通胀水平走高.....	12
图表 14: 1980 年代以来美国实际利率水平提高.....	13
图表 15: 格林斯潘时期美联储基于泰勒规则调节利率.....	14
图表 16: 2019 年降息前夕美国失业率创新低.....	15
图表 17: 美国通胀持续低于目标水平.....	15
图表 18: 美国劳动力市场保持强劲.....	16
图表 19: 库存周期底部向上.....	16
图表 20: 制造业设备投资周期或迎来拐点.....	17
图表 21: 美国房地产周期有望进入上行阶段.....	17
图表 22: 当前通胀水平显著高于此前稳态中枢.....	18
图表 23: 美联储调高 GDP 和通胀预期, 调低失业率预期.....	19

## 1. 复盘八次降息周期，美联储货币政策转向的两种典型模式

1970年布雷顿森林体系瓦解后，美联储一共经历了8轮降息周期，从引发降息的原因看，大体能分为紧急降息和预防式降息两种模式。

紧急降息往往是在经济遭遇较大外部冲击的背景下，GDP增速大幅回落，同时失业率短期内快速走高，美联储不得通过大幅降息的方式来稳定经济大盘，如两次石油危机、储贷危机、互联网泡沫、次贷危机、COVID-19等。

预防式降息则是在经济增速较为平稳、失业率处于低位的宏观环境下，美联储为防止潜在的经济金融风险，主动进行降息操作，如1984年、1995年、2019年等时期。

图表 1：美联储历史上 8 次降息周期

时间	宏观经济背景	降息幅度	降息前季度GDP环比折年率	降息前月失业率	降息前月核心CPI	后续影响
1974.12~1976.1 13个月	1973年10月第四次中东战争爆发，引发 <b>第一次石油危机</b> ，美联储被迫大幅加息以遏制通胀，造成美国经济 <b>衰退</b> 。此后迫于国内经济压力，美联储货币政策转向降息以结束衰退。	625	-3.7%	6.6%	11.0%	GDP环比折年率在1975年Q2转正，并在此后维持较快增长，同时失业率也从高位回落。但通胀问题未解决，核心CPI长期处于高位。
1981.11~1983.3 16个月	1978年12月，伊朗发生革命，致使石油供应紧张和价格动荡，此后1980年两伊战争爆发，酿成 <b>第二次世界石油危机</b> 。美联储在此期间连续大幅加息，联邦基金利率一度升至20%。国内经济深度 <b>衰退</b> ，但为了遏制通胀，美联储直到物价拐点确认后才启动降息。	1137.5	-0.5%	7.5%	11.0%	GDP环比增速短期由负转正，通胀持续回落并最终降至个位数。但失业率短期仍在持续提高。
1984.11~1986.8 21个月	前一轮降息实现了在有效遏制了经济下行的同时避免通胀反弹，但也造成了实体经济损伤，失业率居高不下。在通胀被控制在合理水平后，美联储再次启动降息。	462.5	3.9%	7.3%	5.1%	失业率稳步下行，配合里根时期减税、减少行政干预，放松市场准入等政策，美国GDP增速保持高位。
1990.7~1992.9 26个月	利率急剧上升导致储蓄银行出现短期存款利率高于长期固定利率贷款利率及债券收益率的情况，银行收益严重缩水。1980年代末美国爆发 <b>储贷危机</b> ，地区储贷协会经历“倒闭潮”，1990年美国 <b>经济进入衰退</b> 。	675	1.5%	5.2%	4.9%	银行息差回归正轨，危机没有进一步扩大。
1995.12~1998.11 35个月	应对经济基本面走弱和防止潜在金融危机，美联储采取预防式降息。	125	2.4%	5.6%	3.0%	本轮降息较为平缓，未引发过多的通胀压力，期间GDP保持高增长。
2001.1~2003.6 29个月	<b>互联网泡沫</b> 破裂，以纳斯达克为代表的美国科技股大幅调整，美国经济陷入 <b>衰退</b> 。此外泡沫经济期间公司杠杆率高增，面临较大债务压力。	525	2.4%	3.9%	2.6%	互联网行业基本面修复，没有造成大面积破产，纳斯达克指数直到2022年Q4见底回升。
2007.11~2008.12 13个月	2007年末 <b>次贷危机</b> 爆发，引发金融海啸，美国房地产业、银行业迎来破产潮，经济陷入 <b>衰退</b> 。	500	2.3%	4.7%	2.2%	利率快速降至0附近，但由于美国经济受损严重，降息后修复缓慢，因此2008~2015年利率长期保持低位。
2019.7~2020.3 5个月	美国经济前景尚好，为了应对全球经济放缓以及贸易不确定因素带给美国经济的下行风险，采取预防式降息。此后 <b>COVID-19</b> 爆发，美国经济 <b>衰退</b> ，加速降息节奏。	225	4.6%	3.5%	1.7%	利率快速降至0附近，在财政刺激配合下美国经济快速修复，但也造成了通胀压力。

资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

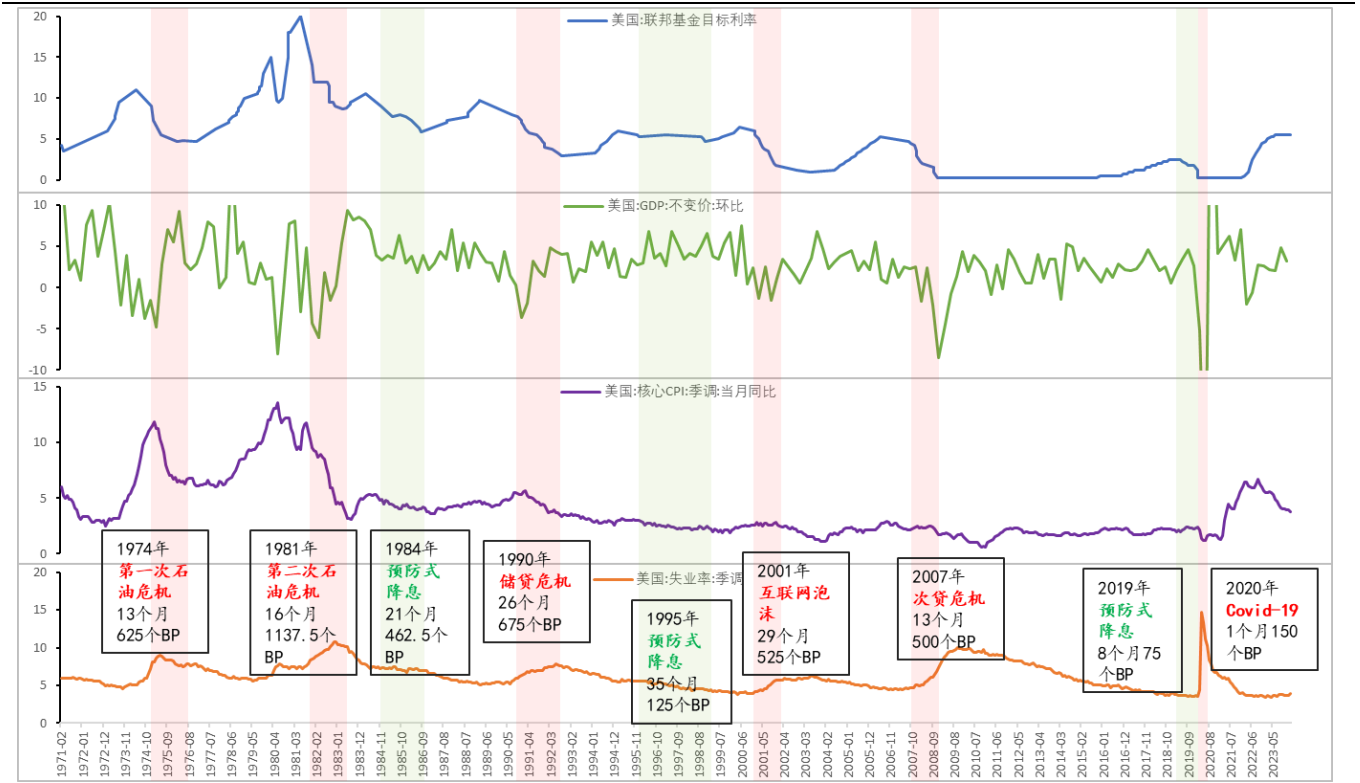
图表 2: 历任美联储主席及其货币政策主张

美联储主席	任期	货币政策理念
 伯恩斯	1970. 2. 1- 1978. 1. 31	通胀主要是成本推动的，通过收紧货币政策减缓需求来应对通货膨胀代价太高。限制性货币政策的效果将不均衡地发挥作用，这会给某些经济部门带来不公平的负担。
 米勒	1978. 3. 8- 1979. 8. 6	——
 沃尔克	1979. 8. 6- 1987. 8. 11	要想彻底解决通胀所带来的所有难题，只能通过货币政策。这不只是因为其它政策可能受制于政治困境，还有一个原因是，缺乏货币政策将持续紧缩的可靠证明，其它方法都无法奏效。
 格林斯潘	1987. 8. 11- 2006. 1. 31	在中介目标上，联储决定放弃对货币供应量的控制，而改为调控实际利率作为对经济进行宏观调控的主要政策手段。 政策的前瞻性和公开性，货币政策效应的滞后性特点使得美联储货币政策要想真正发挥其效能就必须做到未雨绸缪，防患于未然。 连续微调的利率政策，温和的微调是为了防止美联储由于利率调整对美国经济和金融市场带来较大冲击与震荡，为美国经济在稳定的宏观环境中持续的增长态势提供条件。
 伯南克	2006. 2. 1- 2014. 1. 31	提高政策透明度和加强与公众的沟通，引入通货膨胀目标制，FOMC会议后召开新闻发布会，发布美联储关于利率和经济的预测。 对金融稳定面临的威胁给予更系统的关注，成立了金融稳定办公室，向美联储理事会和FOMC汇报金融稳定情况。 丰富了美联储的货币政策工具箱，伯南克所开发的工具主要包括量化宽松和前瞻性指引。
 耶伦	2014. 2. 3- 2018. 2. 3	对自然失业率和中性利率的估计较为保守，对于加息非常节制，直到2015年12月才开启了金融危机以来的第一次加息。
 鲍威尔	2018. 2. 5 至今	紧盯失业率、PCE两大重要数据，货币政策“走一步看一步”。 渐进式加息/降息

资料来源：经济观察网，Wikipedia，东方财富证券研究所

注：米勒（William Miller）为1978.3.8-1979.8.6期间美联储过度主席，任期较短，无明显货币政策主张

图表 3：美联储历次降息周期对应的宏观经济环境



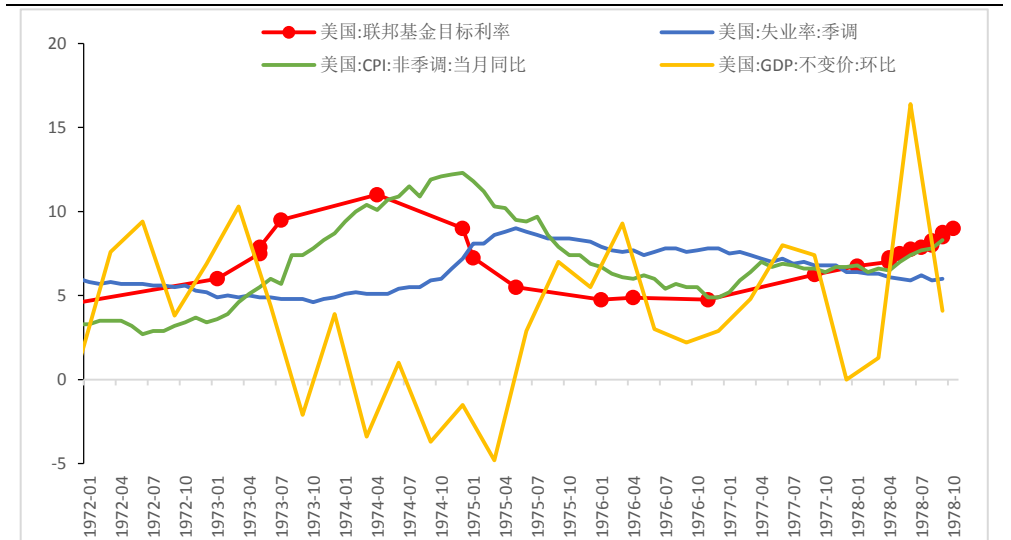
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 3 月

## 1.1. 危机爆发后，为应对经济下行压力被动紧急降息

### 1.1.1. 1974 年第一次石油危机，通胀顶点时货币政策松动，造成长期“滞胀”

1973 年末第一次石油危机爆发，OPEC 实行减产、禁运等举措，造成美国等西方经济体石油供给减少和油价大幅上涨，经济陷入严重“滞胀”。时任美联储主席伯恩斯在通胀和失业之间做出权衡，更倾向于把短期增长作为优先目标。

图表 4：伯恩斯在通胀处于高位时降息



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

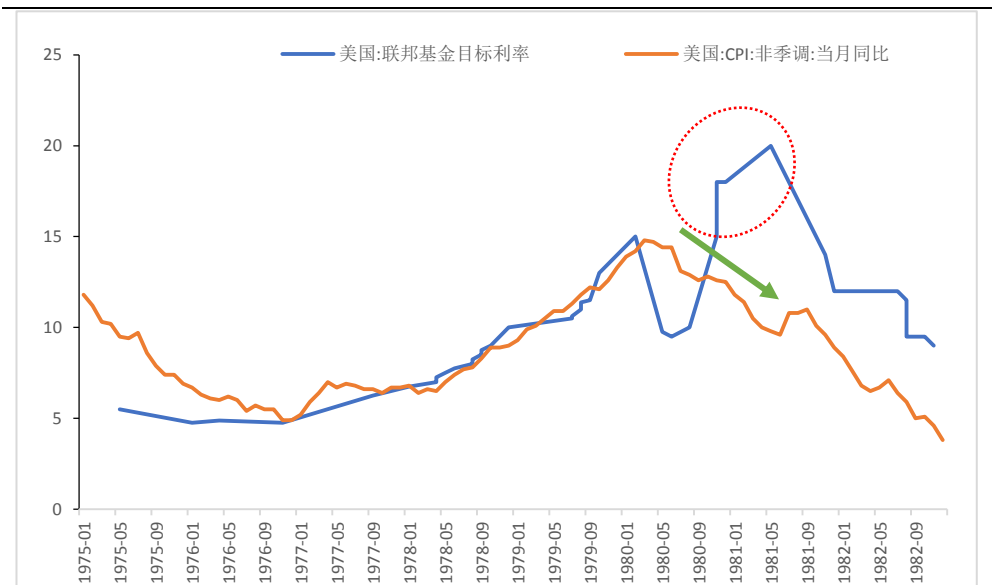
美联储货币政策在通胀高企阶段发生转向。最初美联储在 1974 年 4 月调高联邦基金利率 150 个 BP，以应对石油价格上涨引发的通胀压力。但由于此后 GDP 持续负增长和失业率不断走高，美联储货币政策开始转向宽松。1974 年 12 月-1976 年 1 月期间，美联储连续降息 4 次，共计 625 个 BP。在首次降息的时间点 1974 年 12 月份，美国 CPI 同比增长 12.3%，仍处在上升阶段。

过早的降息导致通胀回落进程放缓，拖累经济修复节奏。降息后，美国 GDP 环比增速和失业率在 1975 年 Q2 迎来拐点，但通胀水平长期位于 5% 以上的高位。同时由于通胀高烧难退，经济修复受到较大阻力。一方面失业率降幅缓慢，在此后很长一段时间内一直保持在 7% 以上，远高于此前中枢水平；另一方面 GDP 在短暂复苏后，于 1976 年 Q2 再度大幅回落，美国经济出现高通胀、低增长、高失业率的“滞涨”局面。

### 1.1.2. 1981 年第二次石油危机，抑制通胀成为首要目标，通胀水平温和下行后货币政策转向宽松

第一次石油危机的冲击以及此后美联储偏鸽的货币政策应对，使得美国通胀水平长期居高不下，直至 1979 年第二次石油危机爆发前夕，美国 CPI 同比增速仍在 7% 左右，给后续美国经济抗风险能力造成一定隐患。第二次石油危机爆发后，油价再度升至高位，1978 年 11 月，美国 CPI 中的能源成分仅显示出 7% 的通货膨胀率，到 1980 年 3 月飙升至 47%，对通胀的拉动作用显著增强，美国 CPI 同比增速再度达到两位数，美联储再度面临抗通胀和稳增长之间的权衡。

图表 5：沃尔克保持紧缩货币政策应对通胀



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

短期快速加息政策用于控制长期通胀，经济“硬着陆”。1979 年 8 月份沃尔克上任后，一改此前缓慢的加息节奏，采取快速大幅加息的手段，以应对高通胀，到 1980 年 2 月末，美联储累计加息超过 500 个 BP；加上此前伯恩斯和米勒任期内的加息举措，从 1977 年 1 月到 1980 年 2 月期间共计加息超过 1000 个 BP，联邦基金利率达到 15% 的历史高位。石油危机冲击叠加急促的加息使 1980 年美国陷入短暂而剧烈的衰退，美国不变价 GDP 自 1980 年 Q2 以来频繁出现环比负增长，同时失业率一路走高，达到 10% 以上水平。但经济基本面的恶

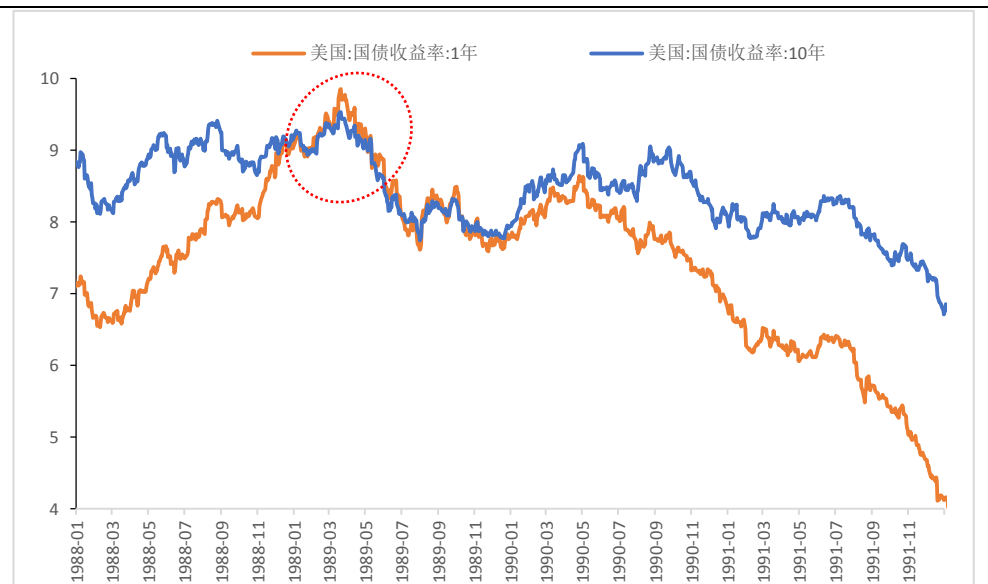
化并未动摇美联储货币政策，沃尔克于 1980 年下半年再次开启加息进程，联邦基金利率一度提高至 20%。

**通胀下行趋势明确后，货币政策转向宽松，带动经济稳步复苏。**此前持续紧缩货币政策控制下，美国通胀增速中枢下移，为后续政策打开空间。随着通胀压力缓解，1980 年 Q2 后，美国 CPI 出现明确拐点，美联储货币政策重心由抗通胀转向稳经济。1981 年 11 月联邦基金利率大幅下调 600 个 BP 至 14%，12 月再次下调 200 个 BP 至 12%。货币政策的转向并未引起通胀的反弹，在此期间美国 CPI 同比增速仍持续下行，最终降至 3% 左右的合意区间。

### 1.1.3. 1990 年储贷危机，银行业风险迫使美联储调降资金成本

美国于 1980 年至 1995 年爆发了储蓄贷款协会危机，其根源来自储贷机构资产负债久期错配，资产端高度集中于房地产行业，房贷的平均久期很长；而负债端主要是存款，久期较短。在利率快速上行的上世纪 80 年代初，储贷机构的负债成本快速上行，同时表内长久期贷款的减值压力达到顶点，问题最终在上世纪 80 年代中期集中爆发，并蔓延至商业银行，开始出现储贷机构破产。据美国联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC）统计，危机期间破产或被接管的储贷机构约 1300 家，对应总资产 6200 亿美元，约占危机期间年均 GDP 的 13%。加上 1990 年国际局势动荡加剧，特别是海湾战争的爆发造成石油价格大幅上涨，推动短端利率曲线上移，储贷机构息差压力进一步放大，加速了美国经济的衰退。1990 年后，美国不变价 GDP 环比增速大幅回落，1990 年 Q4 为 -3.6%。

图表 6：1989 年美国短端和中长贷收益率倒挂



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

**经济下行和银行业风险迫使美联储转变货币政策。**为挽救经济颓势，扭转市场对高利率的预期，1990 年 7 月份，美联储开启降息周期，在此后的 26 个月内，累计降息 675 个 BP。受降息影响，美国短端收益率曲线快速下行，储贷机构压力得到一定缓解；同时经济和资本市场也受到了降息的刺激，GDP 增速 1991 年见底回升，此后重回 4% 的水平。



#### 1.1.4. 2000 年互联网泡沫破裂，长期利率中枢下移，呵护科技产业发展

2000 年美国资本市场遭遇互联网泡沫破裂冲击，由此引发大量互联网企业破产倒闭，美国经济随后陷入衰退。2001 年美国 GDP 环比增速转负，失业率持续提升。

美联储营造长期低利率环境，推动经济复苏和新产业发展。为稀释互联网新经济泡沫，同时应对 2001 年“9·11”恐怖袭击所引起的美国经济震荡，时任美联储主席格林斯潘快速下调联邦基金利率，并将政策利率维持在 1% 左右的水平，远低于过去货币政策宽松时期。在低利率环境中，2002 年美国重回增长。

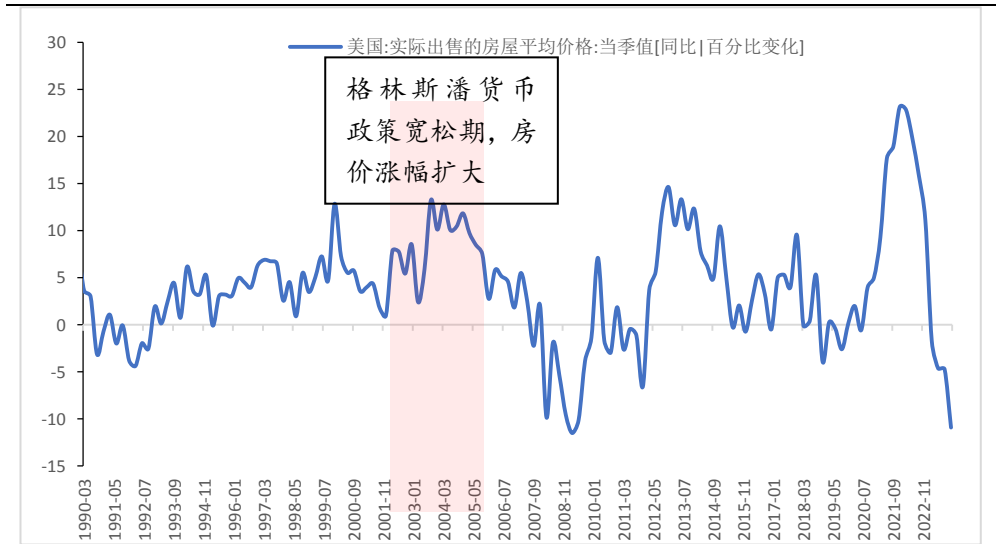
图表 7：2000 年美国政策利率中枢远低于以往宽松时期



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

持续偏宽松货币政策为 2008 年金融危机埋下隐患。货币政策宽松和融资成本下降，除了提振资本市场、缓解科技型企业债务压力外，也使流动性过剩，刺激房地产需求。且由于短期房地产供给缺乏弹性，房地产供求关系失衡推动房地产价格上涨，并反向激发公众投资房地产博取资产升值利益的投机需求，从而为房地产泡沫形成提供温床。在 2001 年美联储降息周期开启后，美国实际出售的房屋价格涨幅扩大，楼市泡沫逐步形成。

图表 8：2001 年后美国房地产保持高景气



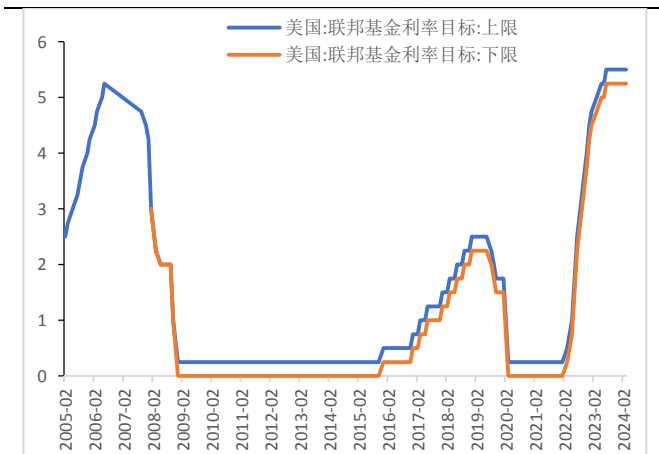
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

### 1.1.5. 2008 金融危机，美国零利率+量化宽松时代正式开启

**零利率时代开启，降息空间耗尽。**美国次级住房抵押贷款危机 2007 年春季开始显现，当年 8 月蔓延至债券市场、股票市场和其他信贷市场，美联储对此进行紧急干预，于当年 9 月 18 日降息 50 个基点至 4.75%，开启降息周期，到 2008 年底，美联储已累计降息 525 个 BP。但降息仍不足以应对严峻的金融和经济形势，雷曼兄弟倒闭引发全球金融市场急剧下跌和流动性收紧，美国次贷危机迅速演变为自 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的国际金融危机。同时由于 2008 年 12 月 16 日，美联储宣布将联邦基金利率降至 0%至 0.25%的超低水平，正式步入零利率时代，后续已不存在降息空间。

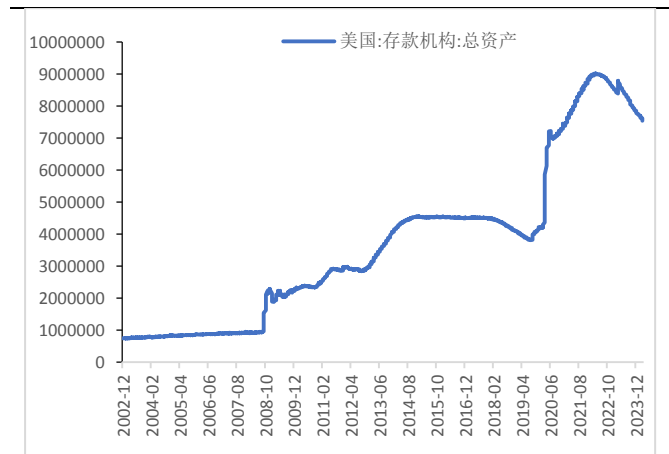
**量化宽松 (QE) 政策首度启用。**由于联邦基金利率已降无可降，时任美联储主席伯南克做出了 QE (量化宽松) 的金融和货币政策创新，采取了大规模购买美国国债、抵押贷款支持证券等非常规货币政策工具，以压低长期利率、刺激经济和向市场注入流动性，开启量化宽松政策。从 2008 年底至 2014 年 10 月，美联储先后出台三轮量化宽松政策，总共购买资产约 3.9 万亿美元，美联储持有的资产规模占国内生产总值的比例从 2007 年底的约 6.1%大幅升至 2014 年底的 25.3%。

图表 9：伯南克将联邦基金利率降至 0



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

图表 10：美联储扩表（百万美元）



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

长期宽松货币环境下，资产价格持续上行。以降息和量化宽松为代表的操作缓解了流动性危机，救活了金融机构；同时，宽松的货币政策并未引发实体经济通胀风险，2008 年底至 2020 年，国 CPI 物价指数绝大多数时候保持在 2% 左右水平。但大量的流动性和长期的低利率推升资产价格，如美国三大股票指数自 2008 年以来趋势性上涨。

图表 11：2008 年后美国三大股票指数趋势性上涨

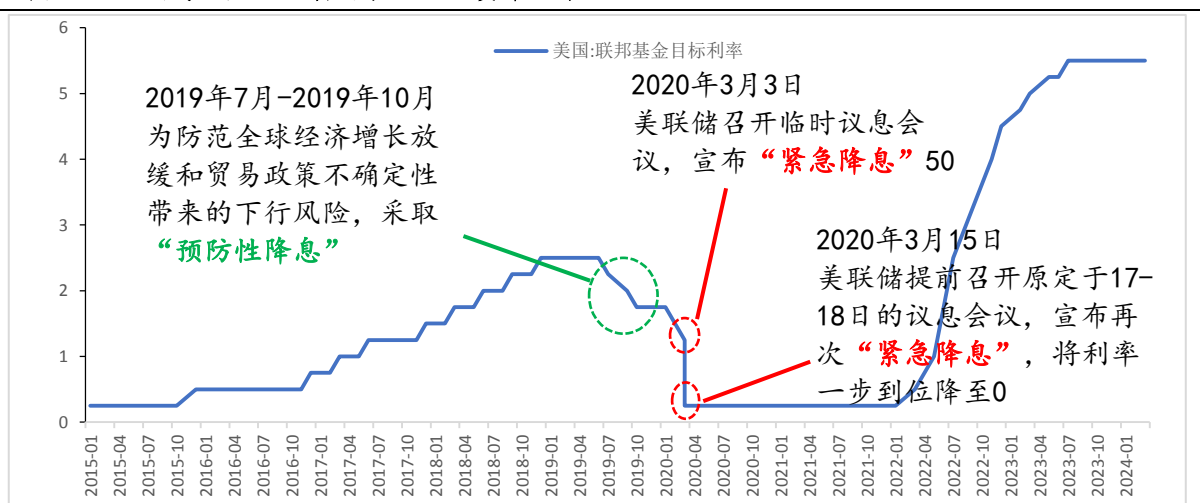


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

### 1.1.6. 2020 年 COVID-19，货币政策急剧调整，全球通胀高烧难退

美联储“一步到位”释放所有宽松政策。2020 年，面对新冠疫情爆发给美国经济带来灾难性后果的可能，美联储“一次性打完所有弹药”，几乎复制了此前用到的所有举措，3 月份两次紧急操作降息至零，重启“量化宽松 (QE)”计划，启动系列紧急贷款安排支持市场等，以抵御疫情对经济金融的冲击。

图表 12：鲍威尔在危机期间紧急调整货币政策

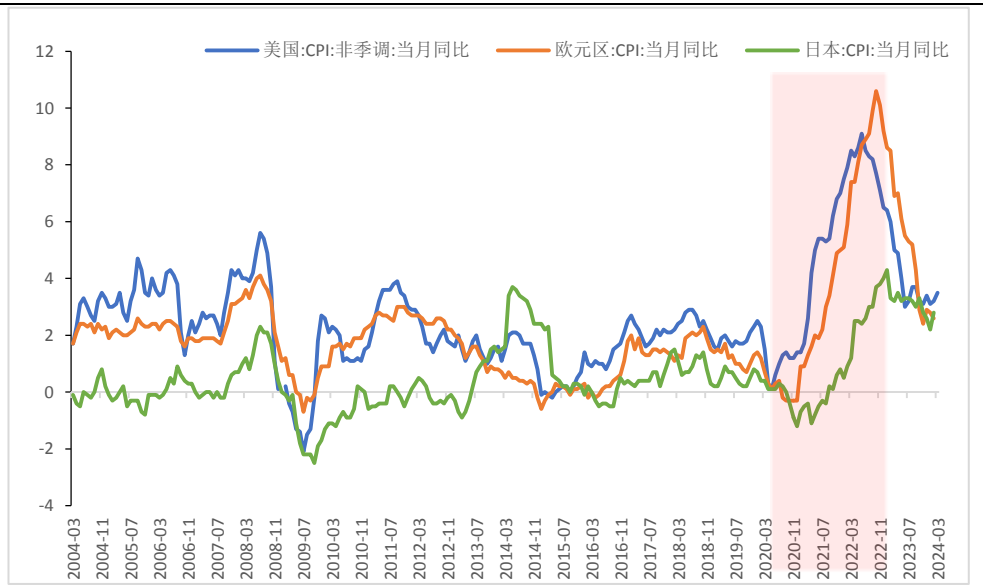


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

主要经济体开启降息潮，全球进入低利率时代。2020年3月份，欧洲央行（ECB）推出了紧急抗疫购债计划（PEPP）；同年6月，欧洲央行将PEPP购买规模从6000亿欧元扩大至1.35万亿欧元，延长购债期限至2021年6月底；面对欧元区经济二次探底的风险，同年12月，欧洲央行又将PEPP购买规模再增加5000亿欧元至1.85万亿欧元，并至少延长9个月至2022年3月底；此外，欧洲还展开定向长期再融资操作（TLTRO）。日本央行（BoJ）采用了调整前瞻指引、允许无限量购债的办法。日本央行在美联储紧急降息后不断扩大紧急抗疫注资计划，规模从75万亿日元增加到110万亿日元；日本央行还上调交易所交易基金和日本房地产投资信托基金购买目标，将其年度购买目标分别提升至12万亿日元和1800亿日元；日本央行还无上限地提供充足的日元和外汇资金。新兴市场中，包括南非、巴西、印度等多个新兴经济体也在2020年的二、三季度接连降息，并推行了通过收购国债及公司债等方式向市场注资的量化宽松政策。

大规模刺激政策作用下，全球通胀水平升至高位。美国、欧元区、日本等主要发达经济体在大规模刺激政策出台实施后，物价水平持续上涨，其CPI同比增速创两次石油危机以来新高。直至2024年3月份，美国CPI同比增速为3.5%，显著高于2016-2019年平均水平。

图表 13：主要发达经济体通胀水平走高



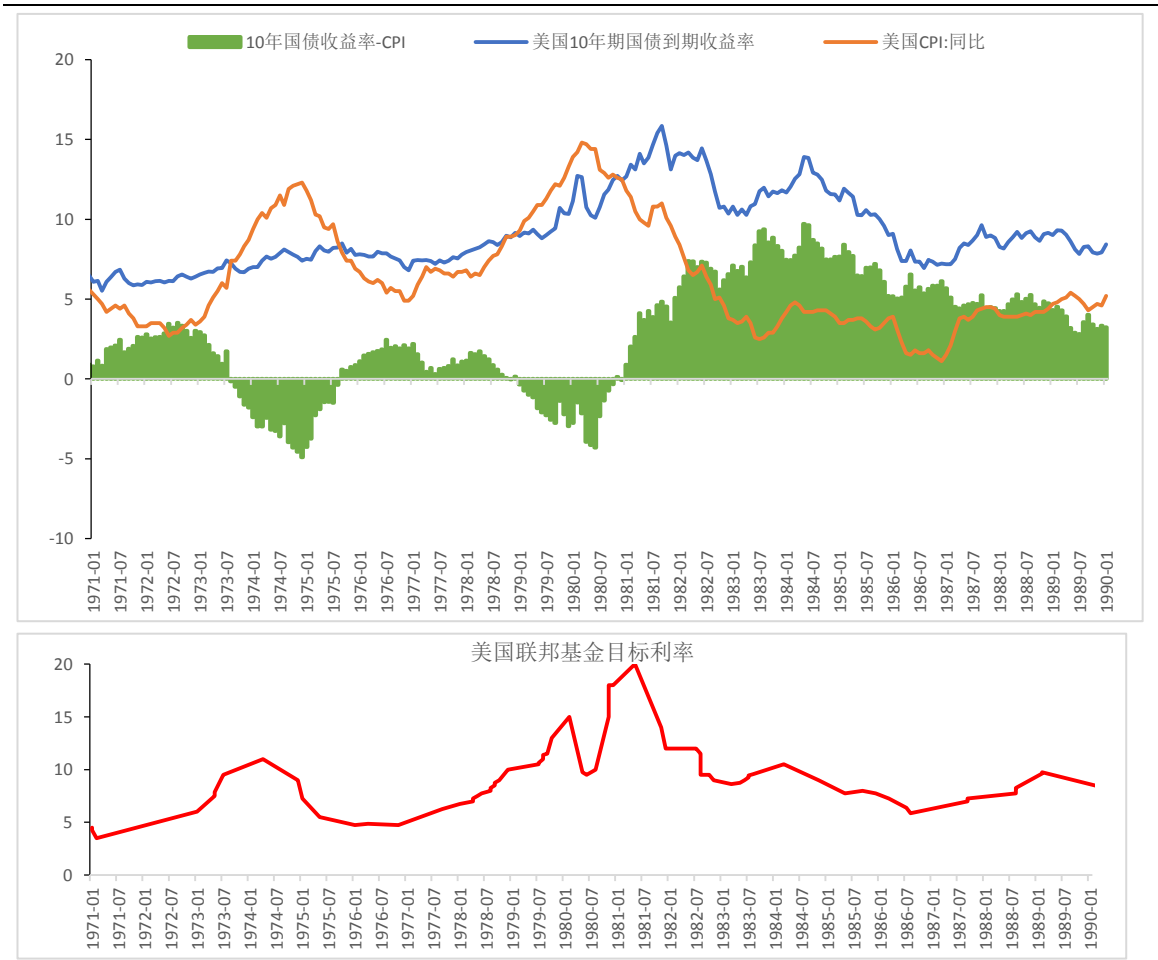
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

## 1.2. 经济平稳运行阶段，采取预防式降息

### 1.2.1. 1984年高通胀得到有效抑制，降息空间再度打开

1981年美联储停止加息时，美国核心通胀率仍处于两位数（11.4%），一年后降至9.3%，此后通货膨胀迅速下降，1982年12月达到4.5%，1983年二季度达到3%左右的低位。在此背景下，联邦基金利率仍保持在10%左右，使得实体经济的资金成本继续处于高位，以“10年期国债收益率-CPI”衡量的实际利率水平偏高。如1984年6月份，美国联邦基金目标利率为10.5%，10年期国债到期收益率为13.84%，而CPI同比增速仅4.2%，以“10年期国债收益率-CPI”衡量的实际利率为9.64%，处于历史高位。

图表 14：1980 年代以来美国实际利率水平提高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

尽管通胀显著降低，但美国经济增速并未出现明显放缓。在货币政策紧缩期间，美国 GDP 增长强劲，失业率从峰值稳步下降。为缓解实体经济融资压力，时任美联储主席沃尔克在通胀基本稳定后，开始调降联邦基金目标利率，引导实体经济资金成本稳步下行。1984 年 11 月，美联储下调联邦基金目标利率 150 个 BP 至 9.0%，开启新一轮降息周期，此后美国 10 年期国债到期收益率快速回落，于 1986 年二季度降至 7% 左右，社会融资成本显著降低。

### 1.2.2. 1995 年货币政策根据经济情况频繁微调

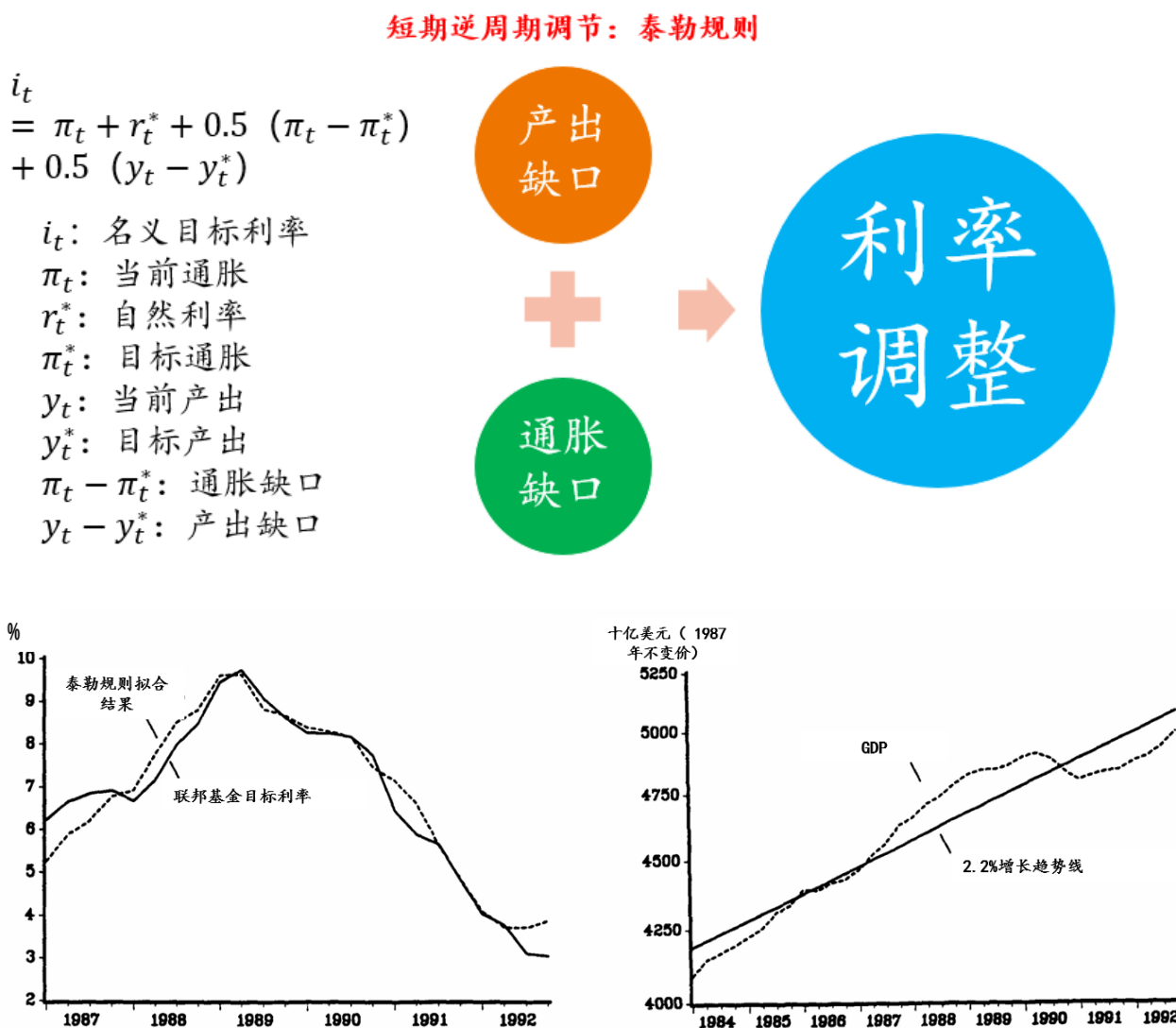
**格林斯潘主张相机抉择的货币政策**，即根据经济形势和专家特别是他个人对经济统计数字的解释、判断和对经济走势的直感、预测，施行灵活的货币政策。因此在其执掌美联储期间，货币政策更加灵活。1995 年美国处于复苏阶段，失业率稳步回落，通胀水平保持在 3% 左右的合理区间，货币政策大幅调整的必要性不强。但出于维护经济增长可持续性考虑，格林斯潘频繁调整货币政策，1995 年 7 月份降息 25 个 BP。

**美联储货币政策保持耐心，偏宽松环境持续时间较长。**1996 年开始，美国的失业率低于美联储估计的自然失业率，经济增速也超过 3%，按照菲利普斯曲线，此时应该要通过先发制人的策略提高利率来防止通胀飙升。但格林斯潘的货币政策保持耐心，认为不用对不存在的“敌人”开枪射击，过早地提高利率会对经济增长产生不利影响。20 世纪 90 年代末的信息技术革命驱动了劳动生

产率的提高，对新经济出现的判断使格林斯潘坚持维持低的利息，为科技革命和新经济的产生、发展和繁荣创造了宽松的环境。

泰勒规则或为格林斯潘时期美联储货币政策调节思路，通胀水平与目标值的缺口是货币政策主要决定因素。泰勒规则的提出者约翰·泰勒通过实证分析1987-1993年数据发现，美国联邦基金利率大体遵循以下简单规则： $r = p + 0.5y + 0.5(p - 2) + 2$ ；其中， $r$ 指美联储应选择的联邦基金利率水平或理论联邦基金利率， $p$ 为通货膨胀率（过去4个季度平均值）， $y$ 为产出缺口，即实际GDP与潜在产出之间的偏离；两个0.5分别为产出缺口和通货膨胀缺口系数。此外， $(p - 2)$ 中的2指通货膨胀率目标，即2%。而公式最后的2则是一个假设的均衡利率水平，其与1984~1992年真实GDP增长率2.2%相当。

图表 15：格林斯潘时期美联储基于泰勒规则调节利率



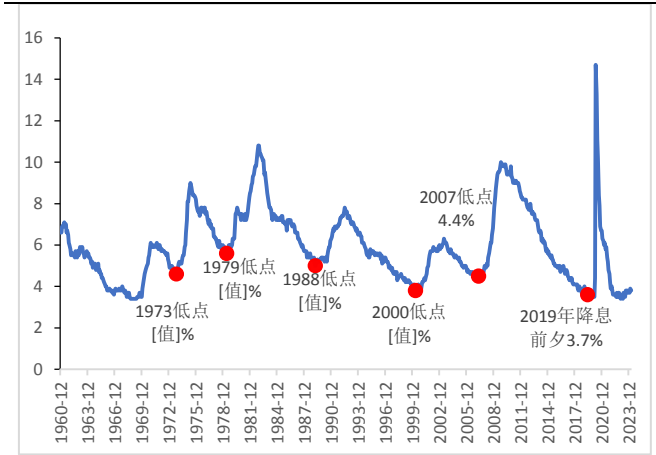
资料来源：Taylor 《Discretion versus policy rules in practice》1993，东方财富证券研究所

1.2.3. 2019年通胀水平持续低于目标值，采取预防式降息

通胀长期低于目标值是美联储调降利率的主要原因。2019年7月份美联储降息前夕，美国经济保持高速增长，2019年二季度GDP不变价环比折年率3.4%；失业率3.7%，创1970年以来新低；CPI同比增长1.6%，持续低于美联储2%目

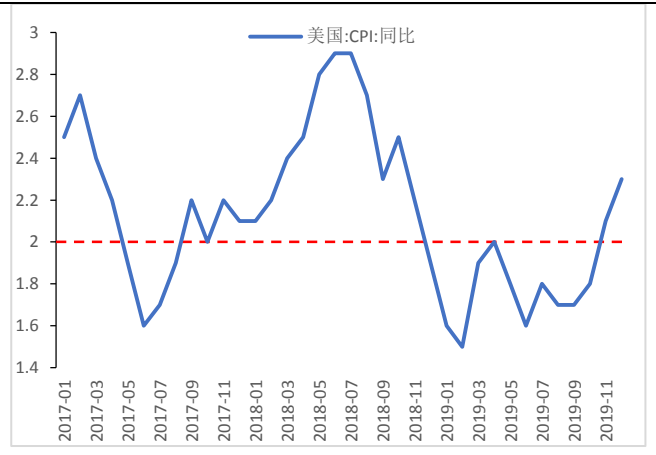
标值。2019年7月份美联储会议纪要指出，在过去几年中，通货膨胀率往往略低于委员会2%的长期目标，而一些长期通货膨胀预期指标目前处于较低水平，为此决定将联邦基金利率的目标区间下调至2-2.25%。

图表 16：2019 年降息前夕美国失业率创新低



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

图表 17：美国通胀持续低于目标水平



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

通胀水平上升至目标范围后，降息周期暂停。在美联储降息后，通胀水平开始持续上行，2019年11月份，美国CPI同比增长2.1%，已超过美联储设定的2%左右目标。在此后的2019年12月份和2020年1月份的议息会议中，美联储保持联邦基金目标利率不变。

## 2. 预计美联储年内降息 50 个 BP，首次降息时间点或在下半年

回顾历史上美联储降息规律，当前美国经济基本面保持韧性，对应的是“预防式降息”模式。根据历次“预防式降息”启动时间点和节奏，当前通胀水平仍远高于美联储2%的目标，降息条件尚不成熟。且通过降息提振经济的紧迫性不足，后续利率下调的斜率或偏缓慢。综合考虑降息的通胀回落至低位所需的时间和此前“预防式降息”的斜率，我们认为本轮美联储启动节点大概率在下半年，年内降息50个BP。

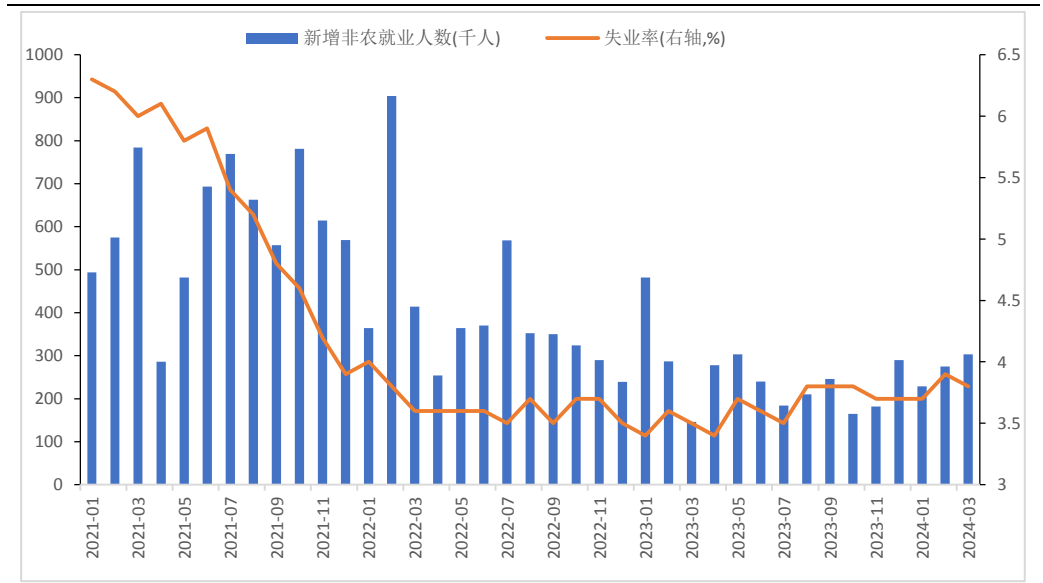
美联储降息预期不断延后，或干扰国内货币政策节奏。但在国内低物价、弱复苏环境下，我们认为长期货币政策保持宽松预期未变，利率仍趋于下行。

### 2.1. 美国经济基本面保持韧性，短期暂无爆发危机风险，预计采取预防式降息模式

#### 2.1.1. 劳动力市场强劲有望支撑消费高增长，短期经济韧性较强

2024年3月份美国新增非农就业人数30.3万人，创2023年1月份以来新高；3月份失业率3.8%，较前值低0.1个百分点，处于历史低位。劳动力市场高景气意味着短期居民收入无忧，对后续消费形成较强支撑。2024年一季度美国个人消费支出同比增长2.4%，环比折年率2.5%，增速仍处于较高水平。

图表 18: 美国劳动力市场保持强劲



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

2.1.2. 基钦周期、朱格拉周期、库兹涅茨周期叠加向上, 中长期经济动能充足

**基钦周期库存底部逐步确认, 企业进入补库存阶段。**基钦周期通常为 3-5 年, 美国上一轮库存底部是在 2020 年 7 月份。2024 年 2 月美国批发商库存 9010.82 亿美元, 同比增长-1.5%, 增速较 1 月份提高 1.0 个百分点。美国批发商库存同比增速在 2023 年 4 季度见底, 意味着去库存周期或告一段落, 企业后续大概率进入补库存阶段。

图表 19: 库存周期底部向上

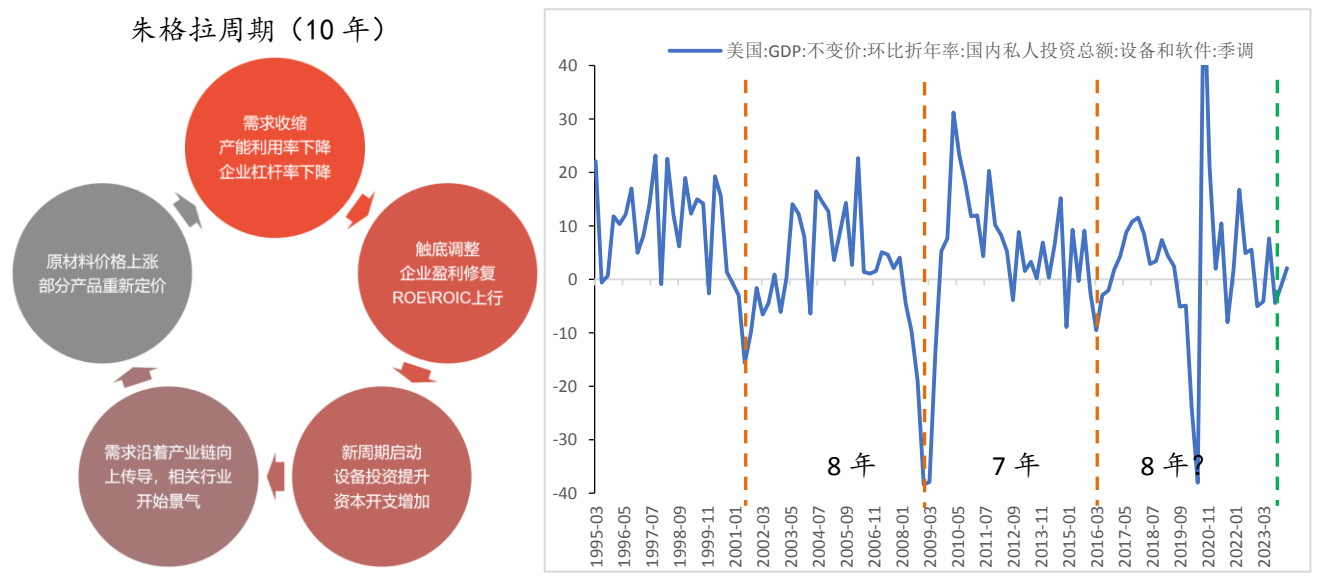


资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所



朱格拉周期设备投资拐点渐显，新一轮设备周期或即将开启。朱格拉周期通常为7-11年，美国上一轮朱格拉周期设备投资底部位于2016年一季度。2024年一季度，美国国内设备和软装投资总额同比增长2.1%，较2023年四季度高3.2个百分点。

图表 20：制造业设备投资周期或迎来拐点

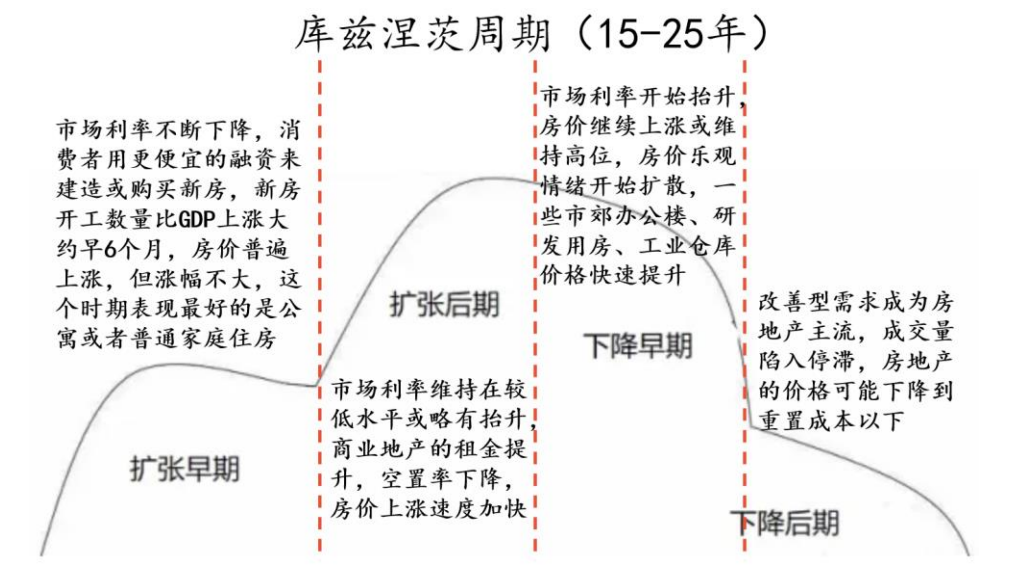


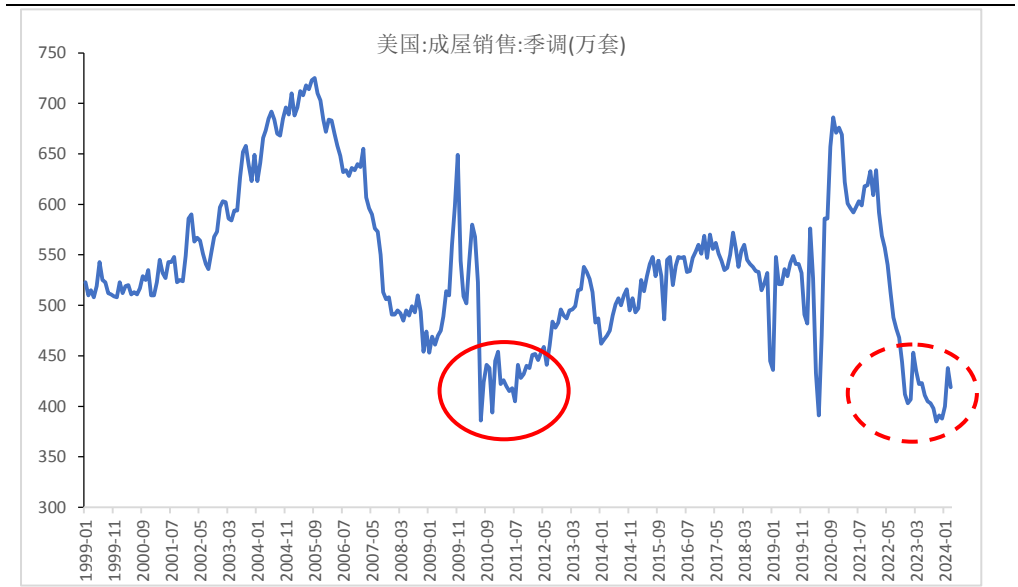
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

注：2020年设备投资负增长主要由于疫情引发的社会活动暂时性停摆，不属于经济周期

库兹涅茨周期周期地产投资。库兹涅茨周期通常为15-25年，美国上一轮房地产周期底部位于2010年7月份。2024年3月份，美国成屋销售419万套，较2023年底大幅回升。从价格指数看，2024年1月美国20大中城市房价指数同比增长6.69%，房价自2023年下半年以来持续回升，反映美国房地产周期景气度回升。

图表 21：美国房地产周期有望进入上行阶段





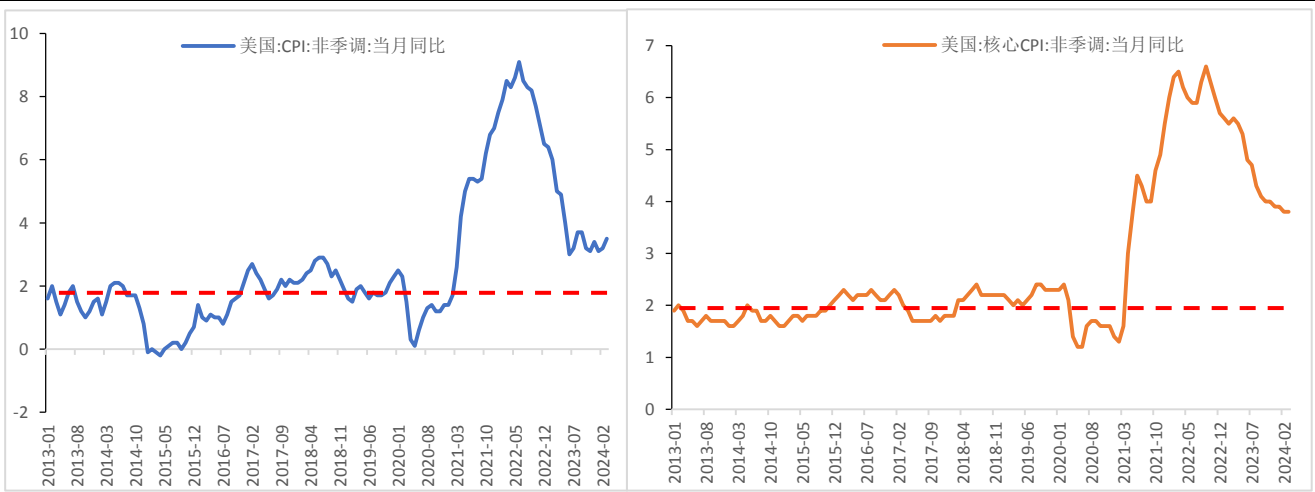
资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

## 2.2. 通胀粘滞性较强, 降息条件尚不成熟

2024年3月, 美国CPI同比增长3.5%, 较前值高0.3个百分点, 连续两个月增速上行; 剔除波动较大的食品和能源之后, 核心CPI同比增长3.8%, 与前值持平。

根据以往采取“预防式降息”的货币政策节奏经验, 启动降息的时间点, 通胀水平往往低于美联储的通胀目标, 或低于过去数年美国的通胀中枢。而当前无论是CPI还是核心CPI, 同比增速均未回到常态水平, 且下行趋势持续放。考虑到通胀是美联储目前要考虑的核心指标, 我们认为降息条件尚不成熟, 上半年调降利率的概率偏低。

图表 22: 当前通胀水平显著高于此前稳态中枢



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

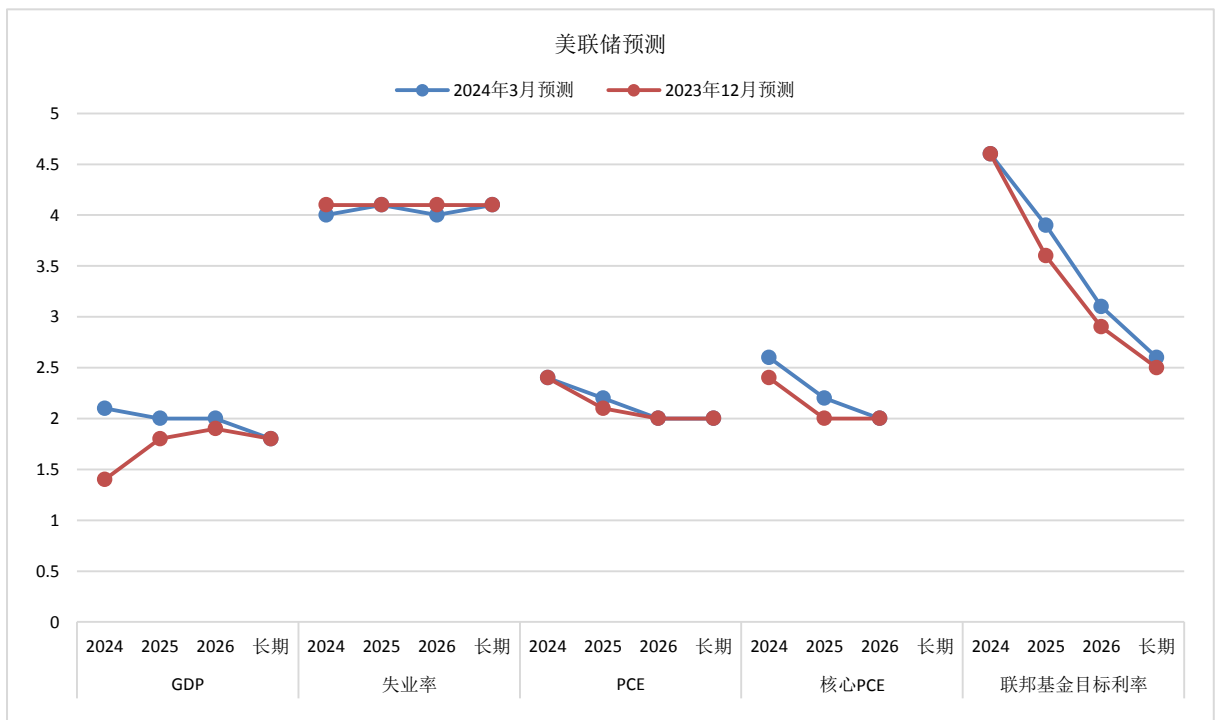
### 2.3. 美联储分歧较大，年内降息路径充满不确定性

美联储 2024 年 3 月份议息会议纪要认为，“最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张。就业增长仍然强劲，失业率保持在低位。通货膨胀在过去一年中有所缓解，但仍处于高位”，为寻求“在长期内以 2% 的速度实现最大的就业率和通货膨胀率”，美联储决定将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25-5.5% 不变。

**经济景气度高于美联储预期。**在经济增长上，美联储认为“美国实际国内生产总值（GDP）在第一季度以稳定的速度增长，尽管低于第四季度的强劲增长速度。近几个月来，劳动力市场状况依然强劲，劳动力需求和供应似乎继续进入更好的平衡状态”。在截至 2024 年 3 月的三个月中，美国平均每月增加 27.6 万个非农就业岗位，高于美联储此前预期。

**通胀仍是美联储高度关注（remains highly attentive）的指标。**在通胀方面一致认为，“消费价格通胀率继续下降，但近期进展不均衡”，且“有迹象表明通货膨胀的下降速度比近几个月市场预期的要慢”，明确表示“可持续地恢复 2% 通胀的工作尚未完成”。

图表 23：美联储调高 GDP 和通胀预期，调低失业率预期



资料来源：美联储，东方财富证券研究所

**美联储调高 GDP 和通胀预期，调低失业率预期，中长期政策利率曲线趋于上移。**2024 年 3 月份最新一期美联储经济预测中，一方面调高了对经济增长的预测，预计 2024、2025、2026 年 GDP 增速为 2.1%、2%、2%，较 2023 年 12 月份的预测提高 0.7、0.2、0.1 个百分点；2024、2025、2026 年失业率为 4.0%、4.1%、4.0%，较 2023 年 12 月份的预测降低 0.1、0、0.1 个百分点。另一方面也调高了对通胀的预期，预计 2024、2025、2026 年 PCE 同比增长 2.4%、2.2%、2.0%，较 2023 年 12 月份的预测提高 0、0.1、0 个百分点；2024、2025、2026 年核心 PCE 同比增长 2.6%、2.2%、2.0%，较 2023 年 12 月份的预测提高 0.2、

0、0 个百分点。由于当前高增长、高通胀预期，美联储上调中长期政策利率曲线，2024 年末、2025 年末、2026 年末联邦基金目标利率预计为 4.6%、3.9%、3.1%，较 2023 年 12 月份的预测提高 0、0.3、0.2 个百分点，长期均衡利率也较此前预测提高 0.1 个百分点至 2.6%。

### **【风险提示】**

美国经济衰退超预期

地缘摩擦升温引发石油等大宗商品价格波动

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。