



8月海外宏观深度报告

从历史上的降息周期看美联储本轮降息

本轮的美联储降息是一轮降息周期的开始。从现阶段美国国内环境而言，经济增长开始回落，通胀转弱。全球经济环境来看，宽松政策成为较多国家的选择，降息周期逐渐靠近。经济放缓和低通胀现象普遍存在于世界范围内，或将引起降息潮。总体而言，由于自身经济增长的压力，宽松货币政策成为美国经济发展的内部需要。7月FOMC会议美联储降息25bp，美国因前景不振将来仍可能持续降息。

- 20世纪80年代至今，美联储共进行4轮较为典型的降息周期，这4轮降息周期持续时间均在1-3年不等，每一轮周期降息频率有高低，每一轮降息幅度均不小，从降息周期启动时间来看，并没有特定的规律可循；美联储降息周期均伴随着经济衰退，但是，经济衰退并非是联储降息的唯一理由，美国经济大概率已处在放缓阶段，但暂无衰退风险。另外，贸易摩擦升级加剧美国经济发展的不确定性。
- 2019年以来，美国制造业PMI指数显著回落，非农就业数据也出现趋势性回落，投资不振、消费对经济的拉动减弱，间接终结美联储对加息的预期；美国持续低迷的通胀率，为美联储创造了降息空间；近期世界贸易局势恶化，贸易和制造业发展减速，经济前景不明朗，企业投资信心减弱，施压美国经济。上述因素导致了美联储货币政策转变。
- 回顾2018年至今，美联储货币政策预期可分为三个阶段，包括2018年5-10月，2018年11月至2019年3月和2019年3月底至今，显示向降息政策的逐渐倾斜。联储6月FOMC会议声明也暗示未来降息的可能性加强。7月美联储正式降息，此次降息或许有预防性质在其中，但更可能演化成持续降息周期的开始。
- 2019年全球很多国家均开始降息，主要因为对经济前景的担忧所致，而美联储利率是全球利率的锚，降息预期造成全球宽松；美元指数走势主要受美国经济相对于其他国家相对强弱及美联储货币政策周期两个因素的影响，预计美元中期走弱，但短期因欧元更为弱势维持震荡。
- 在美联储降息周期中，配置黄金成为较好的选择。
- 风险提示：美国经济强于预期。

相关研究报告

《什么因素主导了黄金价格的上涨——基于实证检验的结果》 20190815

《6月海外宏观深度报告——美国消费会下降吗？》 20190606

《美国经济拐点何时出现》 20180913

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

钱思韵

(8621) 20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

(8610) 66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

1 研究背景	4
2 美联储降息周期	5
2.1 历史上的美联储降息周期	5
2.2 历史降息与经济衰退	6
3 改变美联储预期的因素	9
3.1 经济下行压力逐渐显露终结加息预期	9
3.2 通胀持续低迷为降息创造空间	11
3.3 全球贸易局势恶化是降息催化剂	13
4 美联储会怎么降息	14
4.1 第一阶段：2018年5月至10月市场预期美联储加息周期持续	14
4.2 第二阶段：2018年11月至2019年3月市场预期加息周期或已接近尾声	14
4.3 第三阶段：2019年3月底市场对美联储年内降息的预期上升	14
4.4 美联储6月FOMC会议声明提高降息预期	14
4.5 美联储7月会议降息25BP，鲍威尔措辞中性	15
4.6 美债收益率倒挂的信号	16
5 降息影响	17
5.1 美联储利率是全球利率的锚，降息预期造成全球宽松	17
5.2 美元指数反弹难以持续	18
5.3 黄金配置价值凸显	18
6 总结	20
风险提示	20



图表目录

图表 1. 美国联邦基金目标利率 (1982-2018)	5
图表 2. 美国降息周期启动时长	6
图表 3. 美国 GDP 同比	6
图表 4. 美国历史降息周期内 PMI	6
图表 5. 历史降息周期内失业率	6
图表 6. 美联储降息周期与失业率上升基本同步	7
图表 7. 历史降息周期内美国经济发展概况	7
图表 8. 美联储利率与通胀呈同向变动	8
图表 9. 美国制造业 PMI	9
图表 10. 美国新增非农就业人数	9
图表 11. 美国 GDP 环比拉动率	9
图表 12. 美国 OECD 综合领先指标下滑	10
图表 13. 美国失业率到最低点	10
图表 14. 美国实际 GDP 同比增长	10
图表 15. 美国人均收入同比增长低迷	11
图表 16. 美国每月 CPI 同比	11
图表 17. 美国每月 PPI 同比	11
图表 18. 美国 PCE 温和	12
图表 19. 国际油价难以上涨	12
图表 20. 美国薪资增速 2019 年放缓	12
图表 21. 美国中小企业乐观指数的盈利趋势下滑	13
图表 22. 全球制造业 PMI	13
图表 23. 主要国家出口累计同比	13
图表 24. 美联储 2019 年 6 月会议点阵图	15
图表 25. 美债收益率	16
图表 26. 2019 年以来各国的降息操作	17
图表 27. 欧元区 CPI 不振	18
图表 28. 欧元区 PMI 持续下行	18
图表 29. 美元指数平台震荡	18
图表 30. 美联储利率与金价呈反向关系	19

1 研究背景

布雷顿森林体系建立之后，美元成为控制国际收支风险极其重要的一环，是国际结算的主要手段。为了维护本国币值稳定、谋求外汇资产保值增值，许多新兴国家持有大量美元作为外汇储备，进一步加固美元地位。由于多数新兴国家在汇率上盯紧美元或与美元挂钩，美元在全球经济金融市场上的霸主地位束缚了这些国家的货币政策。尤其是当一国经济不景气或货币处于贬值压力下，若美联储不采取宽松政策，该国家大概率也不会采取大幅度货币宽松政策，否则，该国家将面临更大的货币贬值和资产抛售压力。

一国货币政策的变动会通过价格、贸易、资产负债表等渠道对世界经济产生外溢效应。自布雷顿森林体系建立以来，美国货币政策一直高度独立，较少考虑国际经济联动效应。过去三十余年里，美联储的六次加息周期均造成外部经济体的经济波动，甚至引发了拉美债务危机等金融危机。

2008年全球金融危机之后，世界经济经历了长期的低迷时期，自2006年，为向经济注入流动性，美国便开始持续了近七年的超低利率。但是自2014年下半年起，美国经济复苏迹象显现，市场对美联储加息的预期不断加强。美联储联邦公开市场委员会（FOMC）于2015年12月宣布上调利率0.25个百分点至0.25%-0.5%，标志着美国正式开始新一轮加息周期。至2018年12月，美联储共9次加息，将基准利率从0.25%上调至2.5%。

但是，2018年第四季度美股暴跌后，尽管美联储2018年12月议息会议仍预期2019年加息两次，但市场对美联储货币政策的预期开始发生转变。2019年3月，美联储议息会议预期2019年底联邦基金利率维持不变，给出了2019年暂停加息的预期，市场对美联储货币政策的预期由“加息”转为“降息”。而美联储放缓加息进程，则给予了其他国家在货币政策上的自由度，全球货币政策开始再度向宽松转变，有利于缓和资产价格的剧烈波动和其他国家金融市场秩序的恢复。

就现阶段美国国内环境而言，经济反弹开始回落，通胀转弱。2019年第一季度，美国经济小幅度反弹，经济数据向好，这也许是6月议息会议保持利率不变的一个原因，但是2019年二季度，美国经济开始呈现减速趋势。

根据美国商务部发布的最新数据，由于进出口、非住宅投资和政府支出增加的主要贡献，第二季度的GDP环比增长2.1%，虽然高于预期1.8%，但仍创2009年3月以来新低。其中，失业率，工业生产指数，零售销售率，PMI制造业指数，耐用品订单月率表现均不佳，并且，短期内美国的通货膨胀已经回落在较低水平。

而从全球经济环境来看，宽松政策成为较多国家的选择。2019年2月印度央行在全球34家央行中打响降息第一枪，5月以来，澳大利亚、新西兰等发达国家，马来西亚、菲律宾和俄罗斯等新兴市场国家均宣布了近年来的首次降息，截至2019年7月31日总共有16家央行已开始降息，在全球范围内普遍存在经济放缓和低通胀现象的背景下，全球降息潮已经开启。

总体而言，由于自身经济增长的压力，宽松货币政策成为美国经济发展的内部需要，与此同时，世界经济环境普遍低迷，各国政策也向宽松货币政策倾斜。此时的美联储降息将主导整个世界的货币政策走向，我们通过研究美联储历史降息周期来推导本轮即将开始降息的规律，从而把握货币政策的松动幅度，进而给出资产配置建议。

2 美联储降息周期

2.1 历史上的美联储降息周期

20 世纪 80 年代至今，美联储共进行了 4 轮较为典型的降息周期。分别为：1984—1986 年；1989—1992 年；2001—2003 年；2007—2008 年。美联储这 4 轮降息周期持续时间均在 1—3 年不等，每一轮周期降息频率有低有高，每一轮降息幅度均不小，均维持在 500 个基点以上，且每一轮降息后，利率中枢较前一轮降息周期均有下降。

图表 1. 美国联邦基金目标利率 (1982-2018)

时间段	时长	降息次数	降息幅度(%)
1984.9-1986.8	1 年 11 个月	17	(5.625)
1989.6-1992.9	3 年 2 个月	25	(6.8125)
2001.1-2003.6	2 年 5 个月	13	(5.5)
2007.9-2008.12	1 年 2 个月	10	(5.0)

资料来源：万得，中银国际证券

第一轮(1984 年 9 月-1986 年 8 月): 美联储共降息 17 次, 将联邦基金目标利率自 11.50% 下调至 5.875%。1980 年代, 美国财政赤字增长了三倍, 1983 年至 1984 年美国出现了低通胀、低增长、失业率逐渐降低的新格局, 1983 年实际 GDP 增速达到 4.6%, 而一年之后更是上涨至 7.3%。在 1984 年一季度, 由于美国私人投资的强力反弹, GDP 增速更是达到了 8.4% 的顶峰。与此同时, 为了应对通货膨胀, 美联储也采用了紧缩的货币政策, CPI 小幅上涨后继续回落。

在本轮降息周期期间, GDP 同比增速由 1984 年的 11.1% 下降为 1986 年的 5.5%。本轮降息开始时, PMI 值为 53, 随后 PMI 开始下降, 于 1985 年 8 月达最低值 47.7, 虽然之后, PMI 值略有上升, 但直至 1986 年 7 月, PMI 值均低于荣枯线 50。本轮降息开始前, 失业率于 1982 年底到达顶峰 10.8%, 降息期间, 失业率逐渐下降, 至降息周期结束, 失业率减为 6.9%, 但仍处于较高水平。

第二轮(1989 年 6 月-1992 年 9 月): 美联储共降息 25 次, 将联邦基金目标利率由 9.8125% 下调至 3.00%。1990 年第一季度, 美国 GDP 增速达到阶段性高点 4.4%, 但两个季度后, 美国经济就陷入衰退。伴随经济衰退, 失业率从 1989 年 2 月的 5.2% 升至 1992 年 6 月的 7.8%。除去税收增加和预算方案的影响外, 1990 年的经济衰退还有很多其他原因, 包括金融机构的衰弱、商业不动产的超建等。1990 年 7 月至 1991 年 3 月共约持续了 8 个月的经济衰退。

本轮降息期间, 美国 GDP 同比增长率波动较大, 1991 年达降息期间最低点 3.3%, 但是 1992 年反弹到 5.9%。二轮降息开始至 1991 年 5 月, 美国 PMI 均未高于 50 荣枯线, 随后 PMI 值基本稳定在 50 以上。在此期间, 失业率呈现出明显上升趋势, 于 1992 年 6 月到达顶峰, 此后直至 2000 年 12 月, 失业率不断下降, 呈现出不断好转的态势。

第三轮(2001 年 1 月-2003 年 6 月): 美联储共降息 13 次, 将联邦基金目标利率由 6.50% 下调至 1.00%。2001 年, 随着中国加入 WTO, 全球多数国家出现黄金时代, 即高增长、低通胀, 但是由于互联网经济泡沫, 美国经济总体表现并不可观。

由图表 3 可知, 降息期间, GDP 同比增长率较低, 明显低于降息前后。期间 PMI 值表现一般, 2002 年 6 月为最高值 53.6。失业率维持在 4.0% 以上, 且在降息期间不断上升。但是, 2002 年末, 美国走出互联网经济泡沫后的低谷。2003 年第三季度, 美国经济达到阶段性高点 7%; 2005 年第一季度, 美国经济再次达到阶段性高点 4.5%。此时美国经济经历较为明显的设备投资周期, 尽管经济增速在 3% 以上时间不长, 但基本上都维持在 2% 以上。

第四轮(2007 年 9 月-2008 年 12 月): 美联储共降息 10 次, 将联邦基金目标利率由 5.25% 下调至 0.25%。美国经济在 2003 年第三季度触顶之后, 美国股市也从互联网泡沫的阴影中走出, 直到 2007 年金融危机爆发, 呈现出“慢牛长牛”的局面。降息期间, GDP 同比增速下降, PMI 表现不佳, 2008 年 12 月 PMI 值达 1984 年以来最低值, 为 33.10, 失业率则是不断上升, 2008 年 12 月甚至高达 7.3%。



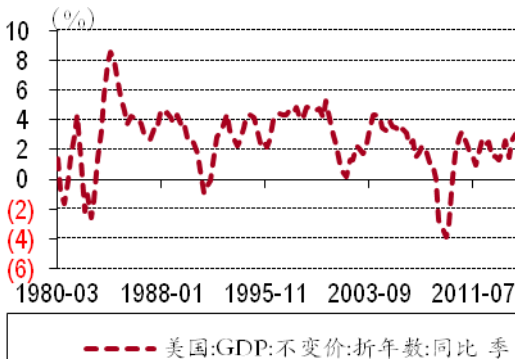
从降息周期启动时间来看，并没有特定的规律可循。比如 1989 年 6 月 6 日第二轮降息周期开始，先前最后一次加息为 1989 年 5 月 17 日，两者时间间隔小于一个月，而第四轮降息始于 2007 年 9 月 18 日，降息前最后一次加息日期为 2006 年 6 月 29 日，降息周期启动时间长达 14.5 个月。

图表 2. 美国降息周期启动时长

降息轮次	降息前最后加息日期	降息初始日期	加息与降息间隔时长
第一轮	1984 年 8 月 9 日	1984 年 9 月 20 日	1.5 个月
第二轮	1989 年 5 月 17 日	1989 年 6 月 6 日	小于 1 个月
第三轮	2000 年 5 月 16 日	2001 年 1 月 3 日	7.5 个月
第四轮	2006 年 6 月 29 日	2007 年 9 月 18 日	14.5 个月
第五轮	2018 年 12 月 20 日	未知	未知

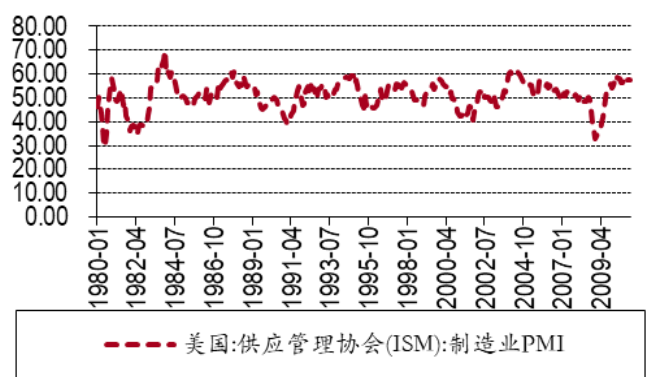
资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 美国 GDP 同比



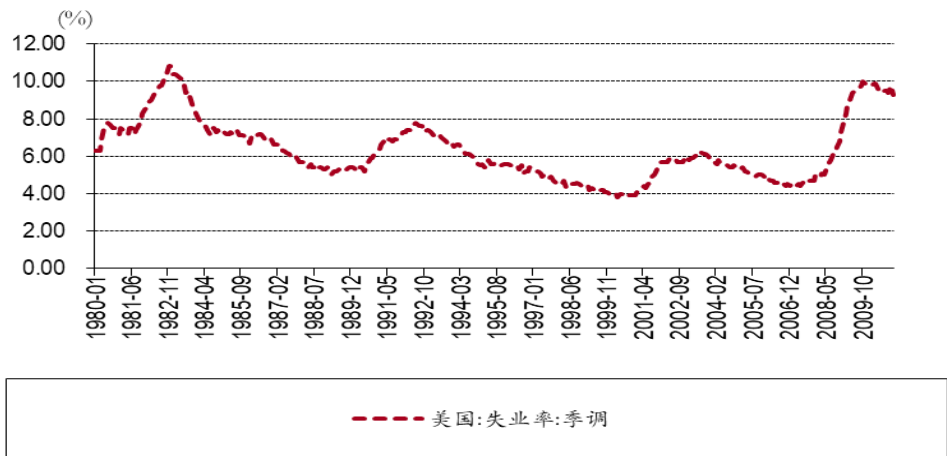
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 美国历史降息周期内 PMI



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 历史降息周期内失业率



资料来源：万得，中银国际证券

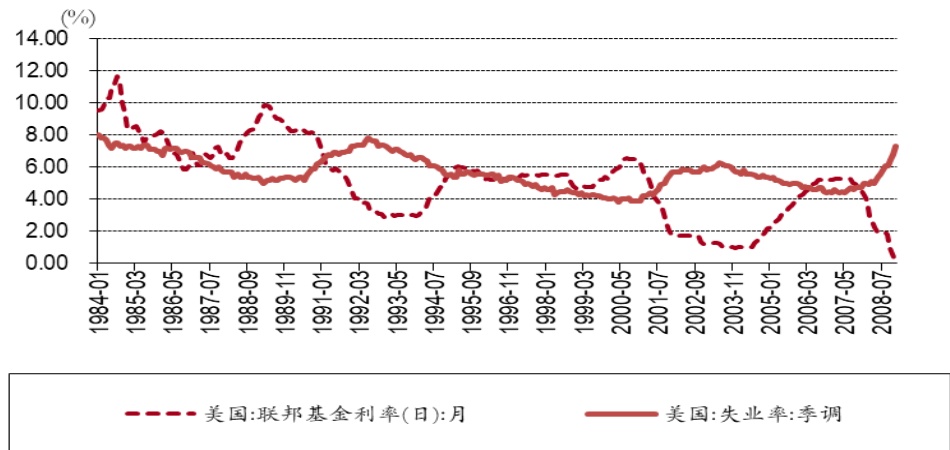
2.2 历史降息与经济衰退

1989 年至今，美联储降息周期均伴随着经济衰退。在这三十年里，美联储共主导了三轮降息周期。每一轮降息周期均伴随经济衰退，主要表现为 GDP 下滑和失业率上升，且降息周期与美国失业率上升周期基本同步。从时间上来看，降息平均时长 27 个月，第一次降息至经济衰退平均间隔时长 5 个月。



- (1) 降息周期一：1989年6月至1992年9月期间降息，1990年6月至1991年3月，美国经济衰退，衰退距离第一次降息间隔12个月；
- (2) 降息周期二：2001年1月至2003年6月期间降息，在2001年3月至2001年11月，美国经济衰退，衰退距离第一次降息间隔1个月；
- (3) 降息周期三：2007年9月至2008年12月期间降息，2007年12月至2009年6月美国经济衰退，衰退距离第一次降息间隔3个月。

图表 6. 美联储降息周期与失业率上升基本同步



资料来源：万得，中银国际证券

由图表 6 可知，从 1984 年至 2008 年，美国联邦基金利率下调与失业率的上升基本一致，因此，失业率是影响美联储是否降息的决策的重要因素。

图表 7. 历史降息周期内美国经济发展概况

降息开始时间	经济形势	就业概况	物价概况
1981 年 6 月	第二次石油危机后，美联储采取鹰派利率政策，使经济见顶回落	失业率上升	通货膨胀上升
1984 年 9 月	经济态势下行	失业率持续下降	通货膨胀速度放缓
1989 年 6 月	经济增长放缓	失业率维持较低水平	通胀加快上升
2001 年 1 月	美国科技泡沫破灭，经济快速下行	失业率上升	通胀维持较高水平
2007 年 9 月	美国次贷危机，经济快速下行	失业率上升	通胀加速上升

资料来源：彭博，中银国际证券

根据历史降息周期内美国经济的发展概况可知，美联储降息大多伴随着经济衰退。失业率上升与降息时间点基本一致，但通货膨胀低迷时也促进了联储的降息，利率与通胀呈同向变动关系，说明通胀低迷时联储采取宽松的货币政策，而通胀较高时采取紧缩的货币政策以给过高的通胀“降温”。



图表 8. 美联储利率与通胀呈同向变动



资料来源：万得，中银国际证券

但是，经济衰退并非是联储降息的唯一理由，1987年11月至1988年2月美联储曾实施过3次降息，主要为应对1987年10月美股暴跌对经济的潜在冲击，因为金融资产价格的大幅变动会影响居民收入和消费水平，进而影响美国经济发展。此外，1997—1998年的亚洲金融危机曾导致美国长短端利率倒挂，为此美联储在1998年9月至11月实施了三次降息操作。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10556

