

## 宏观专题

## 美联储预防式降息落地，非典型宽松周期开启

## 证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号  
S1060516070001  
010-56800138  
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号  
S1060513060001  
021-38634015  
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

薛威 一般从业资格编号  
S1060117080079  
021-20667920  
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

北京时间8月1日凌晨2时，美联储决定下调联邦基金目标利率25个基点至2.00-2.25%，并立即结束缩表计划，这也是为了避免缩表与降息的矛盾政策组合的出现。由于美联储决议与鲍威尔的讲话的鸽派程度均不及市场预期，加上降息利好的兑现，美元指数继续高企，而美股、美债收益率及金价有所回落。阿联酋、巴林、沙特、巴西与中国香港均跟随降息，新一轮全球宽松周期得到确认。

#### ■ 美国经济周期与货币政策同步演变

从二战后至今约70年的历程来看，美国经济增长率呈现两大特征——波幅收缩与周期拉长，其中波动幅度持续收缩主要表现为经济增速高点的逐步回落，主要受美国经济潜在增速下行的带动。另一重要特征是经济周期的逐次延长，主要与经济全球化的推进与货币政策的逐渐完善两大重要因素有关。

#### ■ 美国此次开启降息前的经济金融背景较历次偏强

80年代的降息周期呈现极具特色的“短频快”特征，90年代至今的历次降息幅度明显加大，降息周期显著拉长。从经济基本面与金融市场表现的客观角度看，当前美联储开启降息周期的经济金融背景的支撑力并没有那么强。美联储此次降息动力主要来自于两方面：第一，市场对美联储降息的情绪过度乐观，进而高估了美联储降息的阈值与空间，美联储降息可能被市场“绑架”；第二，自20世纪80年代末至今美联储一直保持的独立性可能面临挑战，特别是在全球经济整体下行压力加大的背景下美国经济温和回落导致市场主体本就对美联储放松货币政策有较强诉求，还面临着2020年美国大选特朗普连任的政治压力，加上特朗普政府咄咄逼人的作风，美联储最终选择在部分程度上牺牲独立性来迎合政府与市场诉求。

#### ■ 此次降息幅度受限，时长可能超过一年

从90年代至今的5次完整的降息周期及同期的经济背景可以看出，实际GDP同比的降幅与制造业PMI处于50的荣枯线水平以下的时长对降息周期的持续时长与降息幅度有决定性的影响，经济下行周期的时长也有较大的影响。而降息周期开启前基准利率的水平则是降息幅度的“天花板”，决定了降息的最大可能幅度。全球潜在增长率将持续低迷、货币政策宽松空间受限且边际效果递减、全球范围内的分化局势愈加明显三大因素决定了此次降息的开启恐难以显著提振美国经济，故而美国经济可能在中长期都会延续当前的下行趋势。若美股下行或企业债务危机爆发，不排除美国经济有失速下行的可能。结合此次降息前2.5%的基准利率水平，美联储此次降息幅度可能为250个基点左右，降息周期或超过一年。而降息频率将随着经济增速下行程度决定，若美国经济在一年内失速下行，美联储降息的频率与速度也会显著加快。

#### ■ 行情展望：美债收益率低位震荡，美股恐临高位回落

基于我们对经济前景与降息周期的前瞻以及对历次降息开启后金融市场的回顾分析，我们认为十年期美债收益率将维持此前的低位震荡走势；美股即使短期仍能维持高位甚至继续冲高，中期也将面临高位回落的风险；美元指数可能在三季度面临一定的回调压力，但是回调空间不大，且四季度可能有所回升，全年美元指数将围绕96-97的中枢位置盘整；黄金价格即使短期回调，中长期也将继续上行。

# 正文目录

<b>一、引言</b> .....	4
<b>二、美国经济周期与货币政策同步嬗变</b> .....	4
2.1 美国经济两大特征——高点逐次回落，周期逐次拉长 .....	4
2.2 联邦基金目标利率周期与美国经济周期同步演变 .....	6
<b>三、美国此次开启降息前的经济金融背景较历次偏强</b> .....	7
3.1 80年代降息短频快特征明显，90年代至今降息周期明显延长 .....	7
3.2 利率市场与通胀环境支撑降息，经济背景与非农数据构成掣肘.....	9
<b>四、此次降息幅度受限，时长可能超过一年</b> .....	11
4.1 历次降息周期回顾：经济下行周期影响大，降息空间为天花板.....	11
4.2 此次降息周期前瞻：降息空间受制约，持续时长或超一年 .....	12
<b>五、行情展望：美债收益率低位震荡，美股恐临高位回落</b> .....	13
5.1 经济前景决定十年期美债收益率走势，美股受两大反向力量影响 .....	13
5.2 美债收益率或低位震荡，美股短期冲高后回落风险大 .....	15

## 图表目录

图表 1	3M 与 10Y 美债收益率倒挂是美国经济增速下行的“示警”信号	4
图表 2	现阶段处于自二战以来美国经济最长的上升周期的高点回落的初期	5
图表 3	1947 年以来美国人口老龄化日趋严重	6
图表 4	1950 年以来美国全要素生产率增速整体下行	6
图表 5	70 年代以来美国联邦基准利率与经济增速周期基本趋同	7
图表 6	80 年代美联储历次降息汇总	8
图表 7	90 年代至今美联储历次降息归纳总结	9
图表 8	近 30 年美国前五次降息周期开启前与当期的经济基本面情况对比	10
图表 9	近 30 年美国前五次降息周期开启前与当期的金融市场走势对比	10
图表 10	九十年代至今历次降息周期与经济周期指标的统计	12
图表 11	2008 年后全球贸易占 GDP 比重就显著回落	13
图表 12	全球经济政策不确定性指数持续震荡上行	13
图表 13	近 30 年美国前五次降息周期开启后金融市场表现对比	14
图表 14	美股仍在震荡上行通道	15
图表 15	标普 500 近期屡创新高	15
图表 16	美元指数近期维持区间震荡走势	15
图表 17	金价年初以来一直震荡上行	15

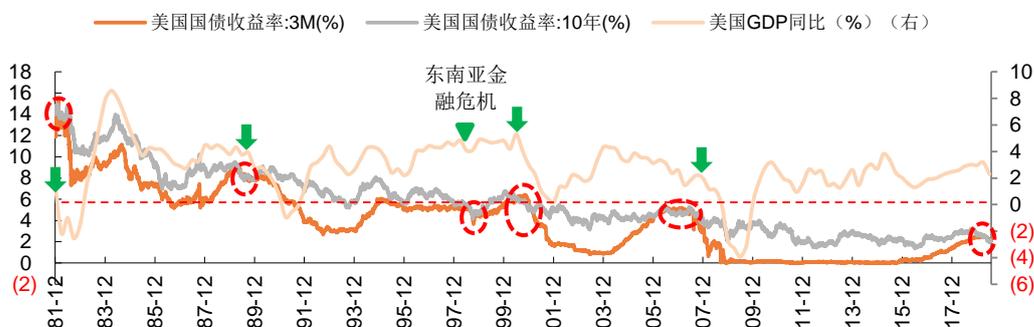
## 一、引言

北京时间 8 月 1 日凌晨 2 时，美联储决定下调联邦基金目标利率 25 个基点至 2.00-2.25%，并决定立即结束缩表计划，这也是为了避免缩表与降息的矛盾政策组合的出现。另外，美联储还下调了超额准备金率 25 个基点至 2.10%，下调贴现率 25 个基点至 2.75%。随后召开的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔并未指明未来的操作方向，而是表达了将观察降息开启后经济指标的走势来决定下一步是降息还是加息，且未明确未来降息与加息的可能性，并表态“这并不意味着长期宽松的通道已打开”。美联储公布决议后，由于市场此前预期存在降息 50 个基点的可能性，所以美联储决议与鲍威尔的讲话的鸽派程度均不及市场预期，加上降息利好的兑现，美元指数继续高企，而美股、美债收益率及金价则有所回落。在美联储宣布降息后，阿联酋、巴林、沙特、巴西与中国香港均跟随下调基准利率，新一轮全球宽松周期得到确认。

进入 2019 年，美国经济出现了温和回落迹象，经济增速与制造业景气度自高位有所回落。10 年期美债收益率持续下行，3M 美债收益率与 10Y 美债收益率倒挂的“示警”信号仍在持续。在这种背景下，美联储由鹰转鸽，开启降息操作，以确保美国经济的平稳运行，市场对美联储降息的关注度也持续提升。

由于此次降息距离上次降息周期的开启已时隔十二年，且此次降息的经济背景与历次有所不同，所以市场对美联储降息周期的前景以及降息开启后金融市场的表现有诸多分歧。在市场对美联储降息的关注度不断提升的当下，本文通过回顾美国经济周期、货币周期和美联储货币政策调控的历史，对美联储历次降息及其经济背景进行分析归纳，并结合对美国经济前景的研判，对此次美联储开启的降息周期的持续时间与降息空间进行预判，并对美联储降息开启后金融市场的表现进行展望。

图表1 3M 与 10Y 美债收益率倒挂是美国经济增速下行的“示警”信号



资料来源：WIND，平安证券研究所

## 二、美国经济周期与货币政策同步嬗变

美国经济周期呈现高点逐步回落和周期逐期延长的特征，导致了货币政策也出现同步的演变，基准利率呈现出高点回落、周期拉长的对应特征。

### 2.1 美国经济两大特征——高点逐次回落，周期逐次拉长

从二战后至今约 70 年的历程来看，美国经济增长率呈现两大特征——波幅收缩与周期拉长。其中波动幅度持续收缩主要表现为经济增速高点的逐步回落，战后初期美国经济增速最高能达到 13%以

上，但之后美国经济增速的高点便逐次回落，近十年美国经济增速的高点仅为 3%-4%。美国经济周期高点逐次回落主要受美国经济潜在增速下行的带动。

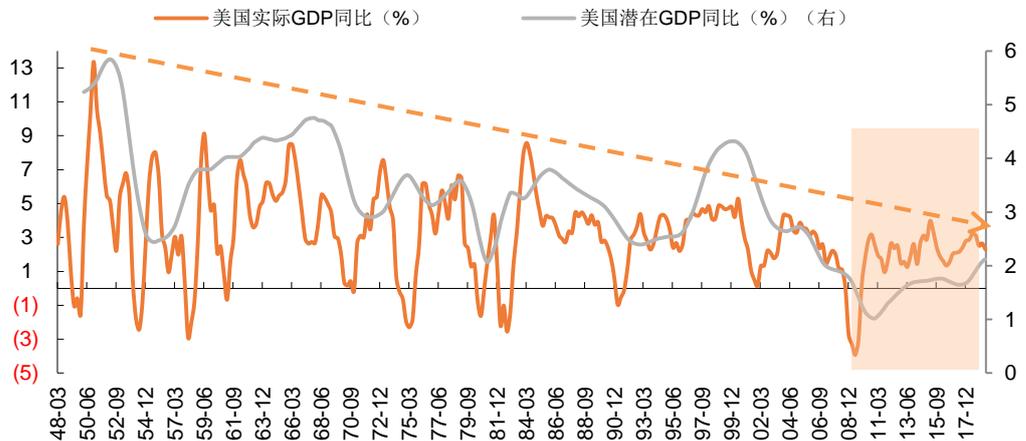
美国经济潜在增长率长期震荡下行主要受两大因素制约，其一是美国人口结构逐步老龄化，无论是人口年龄中位数，还是老龄化人口占比，均呈现长期震荡上行的走势；其二是美国全要素生产率增速自 1950 年以来整体震荡回落，虽然在 80-90 年代经历了一波上扬，并在 21 世纪初达到高位，但近十多年的下行基本吞没了上一波的上行。

近 70 年来美国经济的另一重要特征是经济周期的逐次延长。由战后初期的 4-5 年延长至当前的 15 年以上，且上涨周期与下行周期均有所拉长。美国经济周期拉长的原因错综复杂，主流观点认为经济全球化的推进与货币政策的逐渐完善是美国经济周期拉长的两大重要因素。

作为经济全球化的主推力与最大受益者，美国掌握了世界上先进的生产力和高新科学技术，在全球分工体系中处于优势地位。在经济全球化的过程中，美国利用其雄厚的资金、技术、信息和人才优势，集中精力发展高新技术产业，将传统工业和一般技术成熟的产业向发展中国家转移，实现了资源的优化配置，也规避了周期性行业带来的经济波动。另外，布雷顿森林体系与石油美元体系的先后建立保障的美元金融霸权使得美国可以通过调节货币政策与金融市场将自身的经济波动对外输出，这降低了美国经济波动的幅度与频率，进而导致美国经济周期逐次延长。

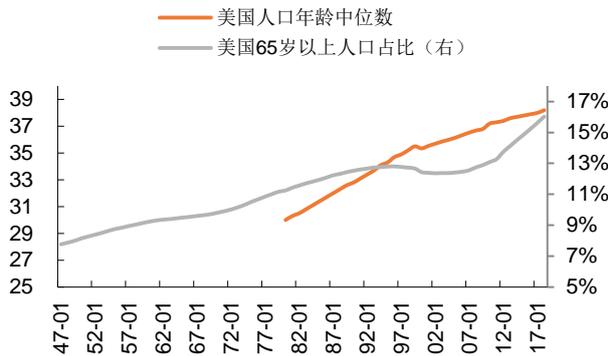
美联储货币政策的逐步完善也是美国经济波动周期持续延长的重要原因。在美联储发展历程中，货币政策的最终目标经历了从充分就业的单一目标，发展为以充分就业、稳定物价和经济增长等组成的多重目标，并最终发展为以法律的形式确立了稳定物价和保证充分就业的双重目标。此外，美联储货币政策的工具也在不断创新，除了美联储的三大常规工具——准备金政策、再贴现政策和公开市场业务，美联储也推出了一些辅助性的政策工具。美联储货币政策的不断完善熨平了经济的剧烈波动，延长了经济周期。

图表2 现阶段处于自二战以来美国经济最长的上升周期的高点回落的初期



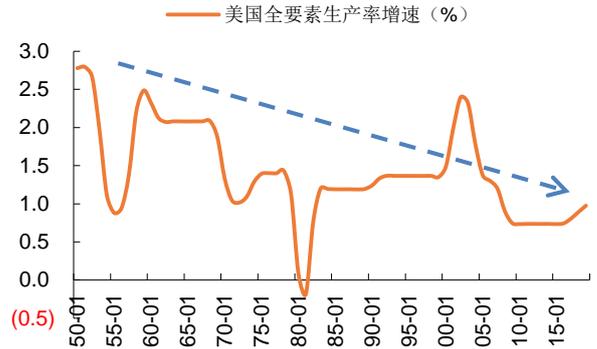
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 1947年以来美国人口老龄化日趋严重



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 1950年以来美国全要素生产率增速整体下行



资料来源: WIND, 平安证券研究所

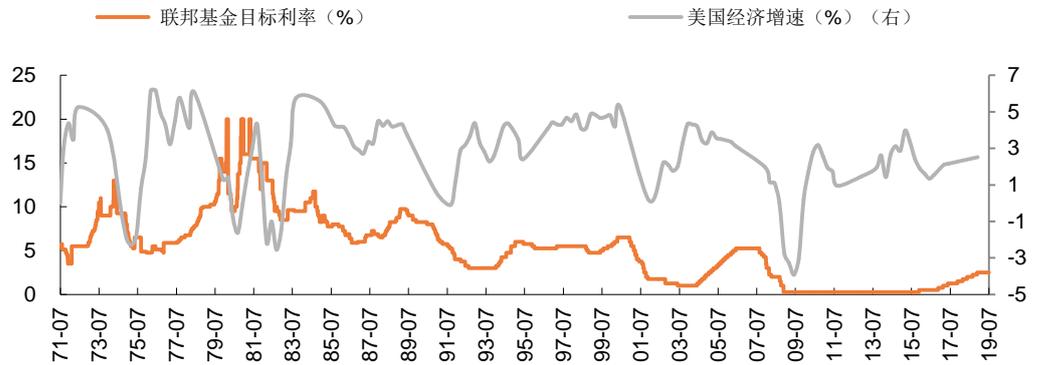
## 2.2 联邦基金目标利率周期与美国经济周期同步演变

美联储在 1951 年之前仍处于美国财政部旗下，对经济调节的独立性较弱，且政策目标多变。二战期间，美联储为筹措军费，采取钉住战前的低利率货币政策。1950 年朝鲜战争爆发，美联储为了应对国内的严重通胀，开始取消此前的钉住利率政策。1951 年至 70 年代中期，美联储开始独立于财政部，该阶段美联储确立了货币政策的稳定物价与充分就业的双重目标，随着美国经济的周期性扩张或回落相应地在紧缩性和扩张性货币政策之间进行交替调整，因此这一阶段美联储货币政策以反经济周期为主要特征。上世纪 70 年代后期至 90 年代初期，美联储货币政策转变为以货币供应量为中介目标，及时对货币供应量进行调整以顺应经济发展，在货币主义思想指导下，该阶段美联储通过控制货币供应量来稳定币值和物价，缓解了通胀压力，为经济增长提供了稳定宏观环境。2008 年金融危机以后，美联储采用了非常规货币政策，使得货币市场信用紧缩的状况得到有效缓解，美国经济的衰退趋势逐渐得到遏制，实体经济缓慢好转。

整体来看，美联储货币政策的推行旨在熨平经济波动。当经济过热且通胀压力加大时，美联储实施从紧的货币政策——提高基准利率或法定存款准备金率，收紧货币供给与信贷。当经济增速下滑且有衰退风险时，美联储会通过下调基准利率和增加货币、信贷供给以刺激投资和消费，为经济增长提供相对宽松的货币环境。所以，美联储货币政策工具是逆经济周期的。这就导致了美国经济周期与联邦基金目标利率周期的同步演变。随着美国的经济周期持续延长，美联储货币政策周期也相应延长；伴随着美国经济增长率高点逐次回落，联邦基金目标利率的阶段高点也从 1981 年的近 20.0% 的高位逐步下行至近期 2.5% 的低位。

在美国经济周期高点逐次回落，周期逐次拉长的影响下，美国联邦基金目标利率从七八十年代的频繁波动，逐渐转变为九十年代至今的微幅缓慢调整。

图表5 70年代以来美国联邦基准利率与经济增速周期基本趋同



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

### 三、美国此次开启降息前的经济金融背景较历次偏强

通过比较历次美联储降息开启前的经济运行情况，可以发现此次降息开启前的经济基本面较强，可以得出美联储此次“预防式”降息可能受市场“绑架”与白宫施压的双重影响。

#### 3.1 80年代降息短频快特征明显，90年代至今降息周期明显延长

1971年，布雷顿森林体系崩溃后，各国相继实行浮动汇率制。1974年，石油美元体系建立，国际金融体系逐步完善，美联储的货币政策制定的国际金融环境此后再无大的变化。所以，我们对历次降息的回溯从80年代开始。

美联储80年代的首次降息开启于1982年10月。其背景是美联储针对1978年开启的美国恶性通胀采取紧缩货币政策，进而导致美国经济在1980-1982年开始出现衰退。该阶段美国实际GDP增速跌至-0.2%，失业率升至7.2%，通货膨胀仍居高不下，直至美联储加息至20%后，恶性通胀才有所缓解。在该背景下，美联储于1982年10月开启降息，经济迅速复苏，这也导致此次降息周期仅延续了2个月。类似的状况在整个80年代频繁发生，这也导致美联储在整个80年代的降息周期呈现极具特色的“短频快”特征。

值得关注的是，80年代的美国正处于里根总统任期。80年代前半期里根政府着力减支降税并巩固国防，税收的减少和军费的增加导致联邦预算赤字水平大幅提升。在该背景下，美国国债发行压力加大，进而推升了无风险利率，进一步加剧了美国政府的赤字压力，美联储在这种环境下对加息一直保持警惕。另一方面，80年代前半期的里根政府采取的积极财政政策导致经济高速运转，通胀长期高企，这导致美联储难以持续降息。在这种无法持续加息与降息且又必须通过调节基准利率来平抑经济与通胀的剧烈波动的情况下，美联储在80年代前半期在加息与降息之间频繁变动，导致降息周期“短频快”特征显著。而在80年代后半期，美国经济危机频发，为了缓解经济的下行压力与稳定就业以及政府的赤字压力，美联储整体的操作倾向是降息，但是为了抑制通胀间歇性的反弹，美联储在多次降息中夹杂着暂时的加息，进而导致80年代中后期降息周期也呈现“短频快”的特征。

另外，里根时代白宫对美联储货币政策的干预也是使得80年代降息周期呈现“短频快”特征的重要原因。白宫对经济增长与控制财政负担的诉求使得白宫更倾向于降息，而美联储在通胀回升的情况下又有加息控制通胀的倾向，这就使得在美联储加息应对通胀期间，白宫往往会对美联储施压，进

而使得美联储加息周期较短。而降息往往又会导致通胀率迅速回升，进而导致美联储重新开始加息。这使得美联储在 80 年代降息与加息周期均较短，且更换频繁。

图表6 80 年代美联储历次降息汇总

降息周期	降息持续时长	联邦基金目标利率变化	降息幅度	降息背景
1982.10-1982.12	2 个月	10.25%-8.5%	175bp	经济增速转负，通胀下行
1983.08-1983.09	1 个月	9.5625%-9.375%	18.75bp	通胀下行，失业率高企
1984.09-1984.12	3 个月	11.5%-8.125%	337.5bp	经济增速下滑，里根总统连任选举
1985.04-1985.07	3 个月	8.5%-7.6875%	81.25bp	经济增速短期回落，失业率高企
1985.12-1986.03	3 个月	8%-7.25%	75bp	
1986.04-1986.04	半个月	7.3215%-6.75%	57.15bp	
1986.07-1986.08	1 个月	6.875%-5.875%	100bp	
1987.07-1987.07	半个月	6.75%-6.625%	12.5bp	
1987.11-1988.02	3 个月	7.3125%-6.5%	81.25bp	股灾引发金融危机

资料来源：WIND，平安证券研究所

80 年代末期至 90 年代初，伊拉克闪袭科威特致使国际社会制裁伊拉克引发第三次石油危机，滞胀危机再现，美国经济增速开始下行，加上储贷危机的持续发酵，使得 1990 年-1991 年间美国爆发了较为严重的经济衰退。GDP 增长率连续下滑转负，通胀高企不下，失业率上行至 1992 年 6 月的 7.8% 的高位。为了应对经济衰退，美联储将联邦基金目标利率从 1990 年初的 9.75% 下调至 3%，且降息周期长达 3 年 3 个月。此后，美国经济开始复苏，GDP 年增长率由 1991 年的负增长攀升至 1994 年的 4.04%，失业率从 7.8% 的高点回落至 1994 年的 6.6%；为了缓解同期的通胀高企压力，美联储于 1994 年 2 月开始历时一年的连续 7 次加息，将联邦基金目标利率提高到 6% 的水平。

但这一轮货币政策的持续紧缩给经济带来了一定的下行压力，当经济增速同比由 1994 年四季度的 4.1% 降至 1995 年二季度的 2.4%，环比从 1994 年四季度的 4.7% 的高位下行至 1995 年二季度的 1.2% 时，市场对经济危机的恐慌情绪开始蔓延。这从美国 ISM 制造业 PMI 的走势上也可以看出端倪，1994 年 10-11 月，美国制造业 PMI 尚在 59 以上的高位，仅仅在半年后的 1995 年 5 月，制造业景气度就迅速回落至 46.7 的位置，6 月进一步下行至 45.9 的低位，已显著低于荣枯线水平。在该背景下，美联储于 1995 年 7 月至 1996 年 1 月将联邦基金目标利率由 6% 下调至 5.25%，历时半年。之后美国经济有所回升。

1997-1998 年亚洲经历了东南亚金融危机。在东南亚金融危机初期，美国经济并未受到显著冲击；但是随着东南亚金融危机的蔓延与发酵，美国经济在 1998 年一季度后开始受到冲击，实际 GDP 增速从一季度的高位逐季下滑至三季度的低位。景气度上看，美国 ISM 制造业 PMI 从 1997 年 7 月 57.7 的高位震荡回落至 1998 年 6 月的 48.9，此后一直位于 50 的荣枯线以下低位震荡，直到 1999 年初才回升至荣枯线上方。从制造业景气度走势与制造业 PMI 来看，其最低位仅为 1998 年 6 月的 48.9。

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\\_11053](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11053)

