

宏观专题报告

美联储改变降息逻辑了吗？——基于历史数据的分析

首席经济学家

张明 中国社科院世界经济与政治研究所
国际投资研究室主任
国际金融研究中心副主任
研究员、博士生导师

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。

进入 2019 年，包括美联储、欧央行在内的全球各大央行年初开始由鹰转鸽，纷纷释放货币政策转向宽松的信号。市场预期美联储最早将于 7 月底开启降息周期。本文将回顾过去 4 次美联储开启降息操作的经济背景，通过分析历次降息周期开启前美国经济基本面与金融市场的表现，来客观地对美联储可能即将开启降息周期的必要性进行评价，并对其降息逻辑进行探讨。

■ 历次降息回顾：经济背景与利率市场走势在历次降息前的一致性最强

整体来看，近 25 年降息周期开启前经济基本面的一致性较金融市场走势更强，其中经济基本面对经济背景的一致性最强，金融市场表现以利率市场走势的一致性最强。

回顾 1995 年至今的前四次降息周期开启前的经济基本面，可以发现前四次开启降息前的经济背景的一致性是最高的，无论是经济增速（以实际 GDP 同比增速衡量），还是制造业景气度（以 ISM 制造业 PMI 衡量），都出现了持续或快速下行的走势，且制造业 PMI 大多在降息前降至不景气区间。

前四次开启降息前劳动力市场的一致性仅次于经济背景。新增非农就业人数震荡下行并转负、失业率低位开始抬升、非农职工周薪同比回落是其主要特征。

前四次开启降息前通胀环境的一致性是不及经济背景与劳动力市场的。一般情况下（类似 1998 年 9 月与 2007 年 9 月这两次）降息周期开启前通胀均震荡下行。

■ 本次降息展望：利率与通胀环境支撑降息，经济背景与非农数据构成掣肘

立足当前时点，利率走势、通胀环境与历次降息周期开启前的情况基本一致，这也是支撑美联储时隔 12 年再度开启降息周期的两大因素。但是以实际 GDP 增速、制造业 PMI 衡量的经济背景与以非农数据为主的劳动力市场在当前的表现与历次降息周期开启前的情况并不一致，这成为了美联储开启降息周期的阻碍。尽管市场对美联储 7 月底降息概率的判断近乎 100%，但是当前的经济基本面对金融市场表现与历次降息前尚有较大差异。

从经济基本面对金融市场表现的客观角度看，当前美联储开启降息周期的必要性并没有市场想象的那么大。当前市场对美联储七月底降息概率近乎 100% 的判断可能来自于两方面因素：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；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近三十年来最大的挑战。

综合来看，我们认为当前的经济基本面对金融市场表现并不足以令美联储时隔 12 年重新开启降息周期，但是也不能低估美联储部分程度上牺牲其独立性进而在 7 月底开启降息的可能性。若美联储在 7 月底开启降息，将可能导致美股为代表的资产泡沫进一步膨胀，进而会加剧未来美股大幅下行的潜在风险。美元指数可能在三季度面临一定的回调压力，但下行空间不会太大，四季度可能有所回升，全年将围绕 96-97 的中枢位置盘整。黄金价格则将继续震荡上行。

图表1 近 25 年美国四次降息周期开启前与当期的经济基本面情况对比

降息开启时点	经济背景		通胀环境		劳动力市场		
	GDP 同比	制造业 PMI	CPI 同比	PCE 同比	非农数据	失业率	周薪同比
1995 年 7 月	显著下行	降至不景气	下行后有所反弹	长期震荡下行	下行转负	低位抬升	显著回落
	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓
1998 年 9 月	有所回落	降至不景气	持续下行	持续下行	宽幅震荡	低位抬升	持续回落
	↓	↓	↓	↓	-	↑	↓
2001 年 1 月	持续回落	降至不景气	高位盘整	高位盘整	持续下行 (前期转负)	低位抬升	震荡回落
	↓	↓	-	-	↓	↑	↓
2007 年 9 月	震荡下行	降至荣枯线水平(年初曾下破 50)	震荡下行	震荡下行	下行转负	低位抬升	高位回落
	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓
当前时点 (2019 年 7 月)	稳步上行	持续回落但仍处景气区间	震荡下行	震荡下行	波动中枢略有回落	低位小幅反弹	高位回落
	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↓

资料来源：平安证券研究所

图表2 近 25 年美国四次降息周期开启前与当期的金融市场走势对比

降息开启时点	美元与黄金		利率市场		股票市场		
	美元指数	黄金价格	十年期美债	利率倒挂 (3M&10Y)	道琼斯工业	标普 500	纳斯达克
1995 年 7 月	持续回落	维持震荡	持续下行	未倒挂	持续上涨	持续上涨	持续上涨
	↓	-	↓	无	↑	↑	↑
1998 年 9 月	震荡上行	震荡下行	持续下行	短期倒挂	高位回落	高位回落	高位回落
	↑	↓	↓	有	↓	↓	↓
2001 年 1 月	冲高回落	震荡下行	持续下行	持续倒挂	高位震荡	高位小幅回落	大幅下行
	↓	↓	↓	有	-	↓	↓
2007 年 9 月	震荡回落	震荡上行	有所下行	持续倒挂	冲高回落	冲高回落	冲高回落
	↓	↑	↓	有	↓	↓	↓
当前时点 (2019 年 7 月)	震荡盘整	震荡上行	持续下行	倒挂仍在持续	震荡上行	震荡上行	震荡上行
	-	↑	↓	有	↑	↑	↑

资料来源：平安证券研究所

正文目录

一、 引言	7
二、 1995 年 7 月降息——针对短期经济下行的举措	7
2.1 经济背景：经济增速显著下行，制造业 PMI 降至不景气	7
2.2 通胀环境：核心 PCE 同比下行较大，明显处于此前低位	8
2.3 劳动力市场：非农转负失业率抬升，周薪同比显著回落	9
2.4 股票市场：降息前半年持续上涨，接近十年最高位	10
2.5 利率与美元指数：降息前十年期美债利率持续下行，降息后继续震荡下行	10
三、 1998 年 9 月降息——成功抵挡“亚洲金融风暴”冲击	12
3.1 经济背景：美国经济回落仅半年，制造业 PMI 持续下行	12
3.2 通胀环境：降息前通胀率持续下行，降息后通胀显著回升	12
3.3 劳动力市场：降息前失业率阶段性回升，周薪同比持续回落	13
3.4 股票市场：降息前出现显著调整，降息后重启上行	14
3.5 利率与美元指数：降息前十年期美债利率持续下行，美债收益率短期倒挂	15
四、 2001 年 1 月降息——“科网”泡沫冲击下的救援	16
4.1 经济背景：美国经济回落超半年，制造业 PMI 大幅低于荣枯线	16
4.2 通胀环境：降息前通胀率高企，降息后通胀波动下行	16
4.3 劳动力市场：降息前非农回落失业率底部抬升，周薪同比持续下行	17
4.4 股票市场：降息前纳指显著调整，降息后美股均震荡下行	18
4.5 利率与美元指数：降息前十年期美债利率持续下行，美债收益率持续倒挂	18
五、 2007 年 9 月降息——次贷危机来临，联储紧急施救	19
5.1 经济背景：美国经济震荡回落，制造业 PMI 波动下行	20
5.2 通胀环境：降息前通胀率弱势震荡，降息后通胀先涨再跌	20
5.3 劳动力市场：降息前非农回落失业率底部抬升，周薪同比波动下行	21
5.4 股票市场：降息前美股自高位小幅回落，降息后美股先反弹再长期下行	22
5.5 利率与美元指数：降息前十年期美债利率有所下行，美债收益率持续倒挂	22
六、 2019 年降息展望——支撑与掣肘因素并存	23
6.1 经济背景与利率市场走势在历次降息前的一致性最强	23
6.2 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	24

图表目录

图表 1	近 25 年美国四次降息周期开启前与当期的经济基本面情况对比	2
图表 2	近 25 年美国四次降息周期开启前与当期的金融市场走势对比	2
图表 3	2019 年全球经济面临更大的下行压力	7
图表 4	1995 年上半年美国 GDP 同环比均快速下行	8
图表 5	1995 年上半年美国制造业 PMI 大幅回落	8
图表 6	1995 年二季度美国 CPI 同比冲高回落	9
图表 7	1995 年二季度美国 PCE 同比冲高回落	9
图表 8	1995 年上半年美国非农数据大幅回落转负	9
图表 9	1995 年二季度美国失业率自低位震荡回升	9
图表 10	1995 年上半年非农职工时薪同比震荡回升	10
图表 11	1995 年上半年非农职工周薪同比冲高后回落	10
图表 12	1995 年上半年美股持续上涨半年	10
图表 13	1995 年下半年美股震荡盘整一季度后重启上行	10
图表 14	1995 年上半年 10 年期美债收益率持续下行	11
图表 15	1995 年降息前后 3M 与 10Y 美债收益率未倒挂	11
图表 16	1995 年 7 月降息正是美元指数掉头向上的拐点	11
图表 17	1995 年 7 月降息前后金价维持震荡	11
图表 18	1998 年二三季度美国实际 GDP 增速同比下行	12
图表 19	1998 年 9 月降息前美国制造业 PMI 持续下行	12
图表 20	1998 年 9 月是美国通胀触底回升的拐点	13
图表 21	1998 年 9 月降息前美国通胀持续回落超一年半	13
图表 22	1998 年 9 月降息前后非农数据宽幅震荡	13
图表 23	1998 年 4-9 月美国失业率出现回升	13
图表 24	1998 年 9 月降息前时薪同比自高位开始回落	14
图表 25	1998 年 9 月周薪同比自高位已回落超半年	14
图表 26	1998 年上半年美股震荡上行并于 7-8 月调整	14
图表 27	1998 年 9 月降息后美股迅速触底回升	14
图表 28	1998 年 9 月前十年期美债收益率持续下行	15
图表 29	1998 年降息前后美债收益率出现短期倒挂现象	15
图表 30	1998 年 9 月降息正是美元指数掉头向下的拐点	15
图表 31	1998 年 9 月降息前金价持续弱势	15
图表 32	2001 年初美国实际 GDP 增速下行已达半年	16
图表 33	2001 年初美国制造业 PMI 持续下行已达一年	16
图表 34	2001 年 1 月前后美国通胀高位震荡	17

图表 35	2001 年 1 月降息后美国通胀开始震荡回落	17
图表 36	2001 年 1 月降息前后非农数据持续下行	17
图表 37	2001 年 1 月降息前美国失业率低位抬升	17
图表 38	2001 年 1 月降息前时薪同比升至高位	18
图表 39	2001 年 1 月降息前周薪同比自高位震荡回落	18
图表 40	2000 年一季度后纳指大幅下行	18
图表 41	2001 年 1 月降息后美股仍在震荡下行通道	18
图表 42	2001 年 1 月前十年期美债收益率持续下行	19
图表 43	2001 年降息前美债收益率出现持续倒挂现象	19
图表 44	2001 年 1 月降息正是美元指数短期回升的拐点	19
图表 45	2001 年 1 月降息是金价触底回升的拐点	19
图表 46	2007 年 9 月前美国实际 GDP 增速震荡下行	20
图表 47	2007 年 9 月前美国制造业 PMI 持续震荡下行	20
图表 48	2007 年 9 月前美国通胀震荡下行	21
图表 49	2007 年 9 月降息前美国通胀震荡回落	21
图表 50	2007 年 9 月降息前非农数据震荡下行	21
图表 51	2007 年 9 月降息前美国失业率自低位有所抬升	21
图表 52	2007 年 9 月降息前时薪同比自高位略有回落	22
图表 53	2007 年 9 月降息前周薪同比自高位有所回落	22
图表 54	2007 年 9 月前美股高位略有下行	22
图表 55	2007 年 9 月后美股短期冲高后持续大幅下行	22
图表 56	2007 年 9 月前十年期美债收益率有所下行	23
图表 57	2007 年 9 月前美债收益率持续出现倒挂	23
图表 58	2007 年 9 月前美元指数已大幅回落	23
图表 59	2007 年 9 月降息前金价处于震荡上行通道	23
图表 60	美国实际 GDP 同比仍在上行通道	26
图表 61	美国制造业 PMI 持续回落但仍高于荣枯线水平	26
图表 62	美国 CPI 同比已下行至 2.0% 目标位下方	26
图表 63	美国 PCE 与核心 PCE 同比均下行至 2.0% 以下	26
图表 64	美国新增非农就业人数近期波动中枢略有回落	26
图表 65	美国失业率近期小幅反弹	26
图表 66	美国非农职工时薪同比高位震荡	27
图表 67	美国非农职工周薪同比自年初高位有所回落	27
图表 68	美股仍在震荡上行通道	27
图表 69	标普 500 近期屡创新高	27
图表 70	十年期美债收益率有所回落	27
图表 71	3M 与 10Y 美债收益率出现持续倒挂现象	27

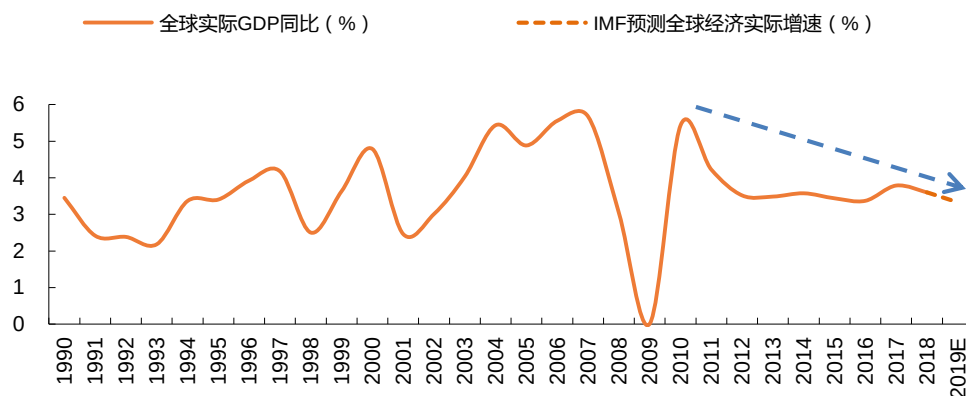
图表 72 美元指数近期维持区间震荡走势	28
图表 73 金价年初以来震荡上行	28

一、引言

进入 2019 年，美国经济开始温和回落，欧元区经济延续疲弱，其他经济体也面临下行压力加大的境况，全球经济整体的下行压力较 2018 年有所加大。在该背景下，包括美联储、欧央行在内的全球各大央行年初开始由鹰转鸽，纷纷释放货币政策转向宽松的信号。市场预期美联储最早将于 7 月 30-31 日的议息会议上采取降息操作，但是美联储内部对是否降息仍有分歧，部分金融机构对降息时点的选择也有争论。毋庸置疑的是，即将在 7 月底举行的 FOMC 会议将非常重要，无论美联储是否采取降息操作以及对降息前景发表何种言论，均会对市场造成极大影响，甚至可能决定未来一段时间市场运行的基调。

在市场对 7 月底 FOMC 会议的关注度持续提升的背景下，本文将回顾过去 4 次美联储开启降息操作的经济背景，前四次降息开启时点分别位于 1995 年 7 月、1998 年 9 月、2001 年 1 月和 2007 年 9 月，我们的研究重点也放在上述四个时点前后一段时间，通过分析当时美国经济基本面与金融市场的表现，来客观地对美联储可能即将开启降息周期的必要性进行评价，并对其降息逻辑进行探讨。

图表3 2019 年全球经济面临更大的下行压力



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、1995 年 7 月降息——针对短期经济下行的举措

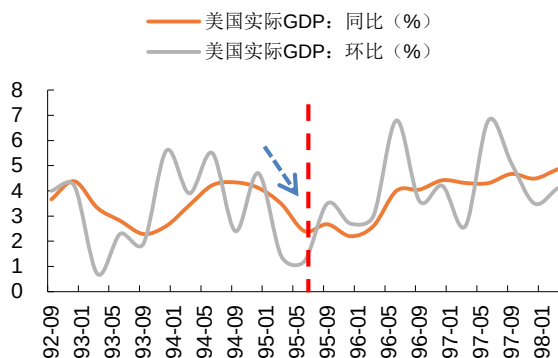
20 世纪 90 年代是美国经济增长的黄金期，信息化与全球化加速发展，催生了“新经济”。除却 1990-1991 年爆发的经济危机外，90 年代最大的经济滑坡就是 1995 年 5 月开始的长达近一年的短期经济下行。美联储的此次降息时长 6 个月，降息幅度仅为 75bp，降息之后经济迅速回升，效果显著。

2.1 经济背景：经济增速显著下行，制造业 PMI 降至不景气

当时美国经济从 1990-1991 年危机中复苏已达三年有余，整个社会对危机爆发频繁的 80 年代仍心有余悸。当经济增速同比由 1994 年四季度的 4.1% 降至 1995 年第二季度的 2.4%，环比从 1994 年四季度的 4.7% 的高位下行至 1995 年第二季度的 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。

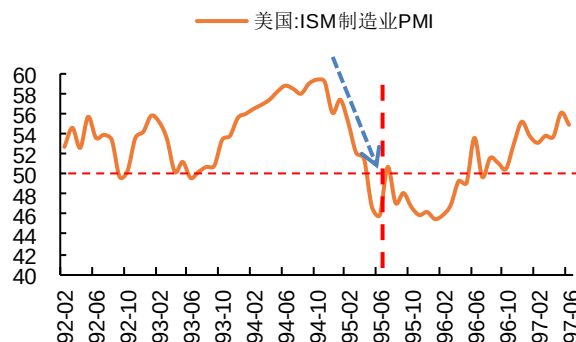
从 1995 年上半年的经济表现可以看出，7 月开启降息时，美国经济增速从高位迅速滑落至低位，景气度指标更是在短短半年从近 60 的高景气水平快速下行至 46 以下的不景气位置，在 80 年代屡次遭受经济危机冲击后的市场在这个阶段重新出现对经济前景的担忧。

图表4 1995 年上半年美国 GDP 同环比均快速下行



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表5 1995 年上半年美国制造业 PMI 大幅回落



资料来源：WIND, 平安证券研究所

2.2 通胀环境：核心 PCE 同比下行较大，明显处于此前低位

从通胀角度看，CPI 同比从 1994 年 5 月 2.3% 的低位震荡回升至 1995 年 5 月 3.2% 的阶段高位，但是在 1995 年 6 月开始小幅回落至 3.0%，此后延续下行了一个季度。核心 CPI 同比则从 1994 年 12 月 2.6% 的低位回升至 1995 年 4-5 月 3.1% 的阶段高位后开始回落，6-7 月均为 3.0%，8-9 月也维持在 2.9% 的位置，之后再次回升至 3.0%，直到 1996 年 2 月才开始重新下行。考虑到当时美联储并没有设置正式或非正式的通胀目标位置，所以并不能说当时通胀与核心通胀水平较高，特别是与此前三年相比，核心通胀还明显处于低位。但是无论是通胀还是核心通胀，高点均位于 1995 年 5 月，且 6 月也仅仅是小幅回落，其中 CPI 同比回落 0.2 个百分点，核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点。

与 CPI 盯住固定的一篮子商品价格变动不同，PCE 指标衡量的通胀包含全部消费商品，较 CPI 而言，PCE 将消费者的替代性需求也考虑在内。美国 PCE 同比从 1994 年 5 月 1.81% 的低位回升至 1995 年 5 月 2.33% 的阶段高位后，在 6 月开始下滑至 2.18%，并在接下来的三季度延续下滑态势。核心 PCE 同比从 1994 年 5 月 2.14% 的低位回升至 1995 年 1 月 2.35% 的阶段高位后开始震荡下滑，在 6 月下行至 2.09%，7 月更是跌至 2.04% 的阶段低位。可以看出，截至 1995 年 6 月，PCE 指标显示的通胀下行程度大于 CPI 指标，其中 PCE 同比下行 0.15 个百分点，核心 PCE 同比下行 0.26 个百分点。另外，尽管 PCE 同比的高位与 CPI 核心、CPI 同比高位均在 1995 年 5 月，而核心 PCE

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_11313

