

历史上加息超过 50BP 发生了什么？

报告导读/核心观点

70 年代后美联储执行的多次 50BP 以上的单次加息幅度均具有较强的先发制人、控制通胀预期，遏制通胀趋势于摇篮的特征。虽然过往的基本面背景不能类推当下，但我们认为在当前极端通胀压力下，美联储需要通过紧缩预期打压通胀预期，加息幅度加大并前置有助于通胀预期尽快回落，因此 5、6 月联储议息会议同样存在加息 50BP 的可能性。

□ 从历史复盘看，5、6 月美联储为打压通胀预期存在加息 50BP 的概率

过往美联储在面临不同场景时均曾选择 50BP 及以上的单次加息幅度。1994 年以及 1987 年加息周期中超过 50BP 的大幅加息核心目的均是预防式加息，及时扼杀通胀苗头，实际经济并未过热（产出缺口仍然为负），这一做法与时任美联储主席格林斯潘崇尚“先发制人”（Act Preemptively When You Can）的政策理念有较大关联。

1984 年加息周期中大幅加息同样与沃尔克的个人理念有较大关联，沃尔克是亲历大滞胀时期的美联储主席，对潜在通胀风险极为警惕，在通胀失控苗头初现时便大刀阔斧加息，将通胀预期“扼杀在摇篮中”。该轮周期中两次大幅加息，首次的目的主要是打压具有失控苗头的通胀趋势；第二次大幅度加息的主要目的是消除通胀粘性防止反弹。

从停止激进加息（或退出加息周期）的触发因素来看，1994 和 1987 年加息周期的停止均伴随失业率的触底反弹；1984 年加息周期的节奏变化主要由通胀所主导，失业率在此期间基本维持平稳，退出加息的主要驱动因素是 CPI 得到有效控制。

整体来看，70 年代后美联储执行的多次 50BP 以上的单次加息幅度均具有较强的先发制人、控制通胀预期，遏制通胀趋势于摇篮的特征。虽然过往的基本面背景不能类推当下，但我们认为在当前极端通胀压力下，美联储需要通过紧缩预期打压通胀预期，加息幅度加大并前置有助于通胀预期尽快回落，因此 5、6 月联储议息会议同样存在加息 50BP 的可能性。

风险提示：疫情超预期导致宽松周期延长；通胀超预期导致美联储快速收紧

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人： 李超

正文目录

1. 5、6 月美联储为打压通胀预期存在加息 50BP 的概率.....	4
2. 1994 年加息周期：美联储的激进紧缩主要是预防式加息.....	4
2.1. 1994 年加息启动时美国经济并未过热，产出缺口尚且为负	4
2.2. 美联储在 1 年时间内快速加息 300BP，呈现了预防式加息的特征	5
2.3. 该轮加息周期盈利驱动美股上行&美元下行&美债收益率抬升	6
3. 1987 年加息周期：同样表现出预防式加息的特征.....	7
3.1. 1987 年加息周期启动前美国失业率走低，通胀及时薪增速快速走高	8
3.2. 美联储 2 年内间断加息 375BP，旨在通过加息对抗国内持续的通胀	9
3.3. 该轮加息周期美股上涨&美元宽幅震荡&美债收益率中枢走高	10
4. 1984 年加息周期：美联储的强紧缩意在遏制通胀失控苗头.....	11
4.1. 1980 年代初美国经济强劲复苏，经济企稳带动 CPI 回升	11
4.2. 1984 年 3 月美联储单次加息超 110BP 旨在打压通胀	12
4.3. 1984 年加息周期大类资产表现分化，价格波动基本符合预期	13
风险提示.....	14

图表目录

图 1：该轮加息周期启动时美国产出缺口为负（%）	5
图 2：该轮加息周期前美国就业市场并未出现过热特征（%）	5
图 3：美国联邦基金利率以及通胀走势（%）	5
图 4：美国联邦基金利率、通胀以及失业率走势（%）	6
图 5：1994 年间标普 500 指数以及市盈率走势（市盈率右轴）	7
图 6：该轮加息周期美元指数下行，美债收益率上行（右轴，%）	7
图 7：美元指数内生运行周期.....	7
图 8：1987 年加息周期是为了应对国内经济过热.....	8
图 9：1984 年加息周期期间美国失业率并未出现过热特征.....	8
图 10：1987 年至 1989 年的两轮加息均与应对国内通胀上行息息相关.....	8
图 11：1989 年 2 月美国失业率筑底反弹，该轮加息周期告一段落（失业率右轴，%）	9
图 12：1987 年 10 月黑色星期五导致加息周期期间歇性中断.....	10
图 13：1987 年加息周期美股呈现上涨趋势（市盈率右轴）	10
图 14：1987 年加息周期美元波动上行，美债维持高位.....	11
图 15：美国失业率和通胀走势（%）	11
图 16：美国 GDP 增速走势（%）	12
图 17：美国 OECD 产出缺口.....	12
图 18：美国该轮加息周期与失业率、CPI 走势（%）	13
图 19：美国国债收益率（单位：%）	13

图 20: 美国股指走势.....	14
图 21: 美元指数.....	14

1. 5、6月美联储为打压通胀预期存在加息50BP的概率

经复盘，过往美联储在面临不同场景时均曾选择50BP及以上的单次加息幅度。1994年以及1987年加息周期中超过50BP的大幅加息核心目的均是预防式加息，及时扼杀通胀苗头，实际经济并未过热（产出缺口仍然为负），这一做法与时任美联储主席格林斯潘崇尚“先发制人”（Act Preemptively When You Can）的政策理念有较大关联。

1984年加息周期中大幅加息同样与沃尔克的个人理念有较大关联，沃尔克是亲历大滞胀时期的美联储主席，对潜在通胀风险极为警惕，在通胀失控苗头初现时便大刀阔斧加息，将通胀预期“扼杀在摇篮中”。该轮周期中两次大幅加息，首次的目的主要是打压具有失控苗头的通胀趋势；第二次大幅度加息的主要目的是消除通胀粘性防止反弹。

从停止激进加息（或退出加息周期）的触发因素来看，1994年和1987年加息周期的停止均伴随失业率的触底反弹；1984年加息周期的节奏变化主要由通胀所主导，失业率在此期间基本维持平稳，退出加息的主要驱动因素是CPI得到有效控制。

整体来看，70年代后美联储执行的多次50BP以上的单次加息幅度均具有较强的先发制人、控制通胀预期，遏制通胀趋势于摇篮的特征。虽然过往的基本面背景不能类推当下，但我们认为在当前极端通胀压力下，美联储需要通过紧缩预期打压通胀预期，加息幅度加大并前置有助于通胀预期尽快回落，因此5、6月联储议息会议同样存在加息50BP的可能性。

2. 1994年加息周期：美联储的激进紧缩主要是预防式加息

1994年2月-1995年2月，美联储耗时1年时间加息300BP，将联邦基金利率由期初的3%提升至6%。其中1994年5月、8月和1995年2月加息50BP；1994年11月加息75BP。该轮激进加息的背景实际并非经济过热，1994年期间美国整体处于产出缺口为负但逐步收窄的状态。我们认为时任主席格林斯潘的快速加息主要呈现出预防式加息的特征，最终成功将当时的CPI中枢控制在3%以下。

2.1. 1994年加息启动时美国经济并未过热，产出缺口尚且为负

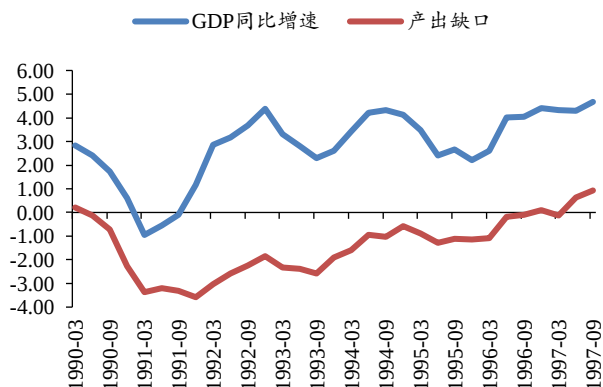
美国在经历过1990-1991年代的衰退期后，逐步进入信息技术时代的红利期，经济自1992年起重返上行通道，1994年Q1美国GDP当季增速已达到3.4%（相较90年1季度-1.0%的增速低点大幅抬升），虽然美国经济整体处于复苏进程但1994年美国尚未出现过热的特征。

从产出缺口来看，1994年加息美国产出缺口仍然为负。美国经济产出缺口（实际GDP-潜在GDP/潜在GDP）自1990年起持续为负，而后逐步收窄向0回归，但截至该轮加息周期的起点（1994年2月）美国产出缺口实际尚未转正，仍处于-1.6%的水平。

从通胀水平来看，1994年加息初期美国通胀增速可控。从绝对水平来看，1994年2月美国CPI和核心CPI同比增速分别为2.5%和2.8%，远远低于衰退前水平（衰退前美国CPI和核心CPI同比增速均位于4%-5%区间）。从通胀趋势来看，1992年-1994年间美国CPI同比增速整体处于2.5%-3.2%的区间内震荡，并未呈现明显的趋势性上行。

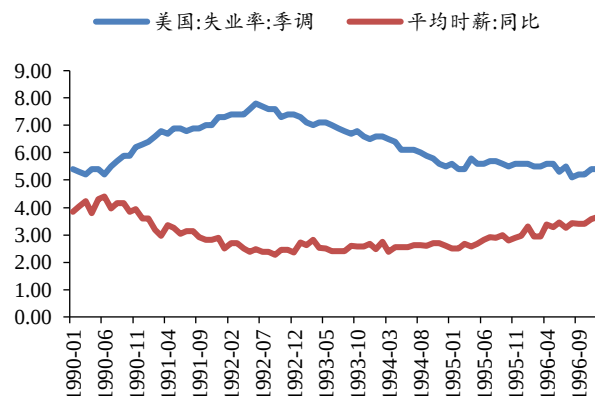
从就业市场来看，1994年加息初期美国就业市场并未过热。截至1994年2月加息前美国失业率水平为6.6%，仍然高于1990年衰退前的失业率中枢水平（约为5.2%）；从薪资环比增速来看，1994年2月美国非农时薪同比增速约为2.7%，同样低于衰退前的薪资增速中枢3.9%。

图 1：该轮加息周期启动时美国产出缺口为负（%）



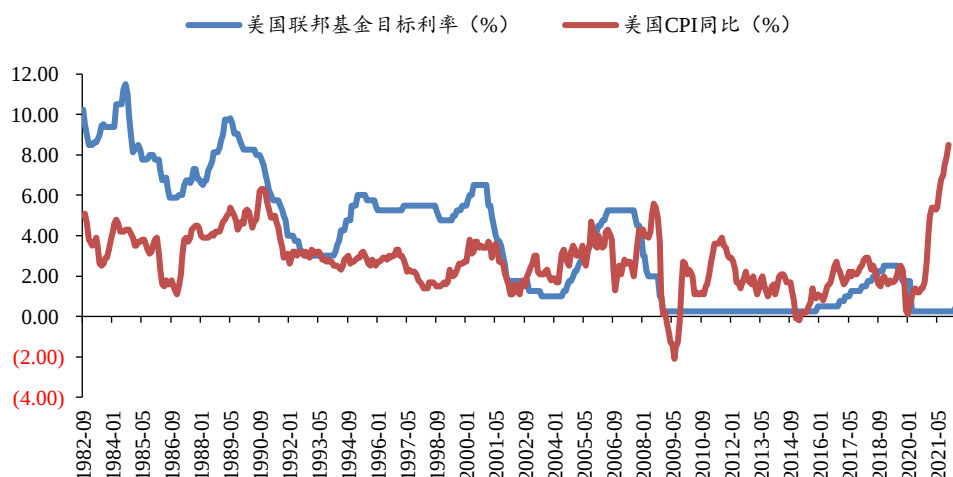
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：该轮加息周期前美国就业市场并未出现过热特征（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：美国联邦基金利率以及通胀走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 美联储在 1 年时间内快速加息 300BP，呈现了预防式加息的特征

在经济并未过热的背景下，美联储在 1994 年 2 月开启了一轮激进的加息周期。1994 年 2 月-1995 年 2 月，美联储耗时 1 年时间加息 300BP，将联邦基金利率由期初的 3% 提升至 6%。其中 1994 年 5 月、8 月和 1995 年 2 月加息 50BP；1994 年 11 月加息 75BP。考虑到潜在增速为负、通胀增速可控、薪资增速平稳的背景下，经济并未呈现过热特征，我们认为该轮美联储的激进加息呈现了预防式加息的特征。

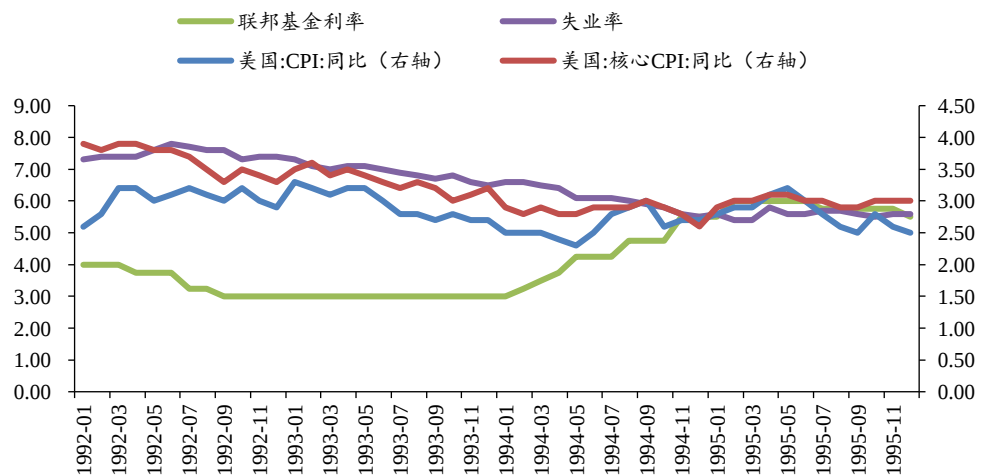
时任美联储主席格林斯潘作为沃尔克的继任者，对通胀持有较为坚决的控制态度，且偏好使用“先发制人策略”，美国学界称之为“Act Preemptively When You Can”，即在通胀升温前便抢先紧缩货币政策&在经济疲软前抢先放松货币政策。90 年代美国在信息技术红利的催动下保持较强韧性。在美联储激进加息的同时，美国通胀在加息期间仍然持续升温，CPI 增速由 1994 年 2 月的 2.5% 升至 1995 年 2 月的 2.9%；产出缺口同样持续收窄向 0 回归，最多曾由 1994 年 Q1 的 -1.6% 升至 1994 年 Q4 的 -0.6%；失业率在此

期间同样持续下行，由 1994 年 2 月的 6.6% 下至 1995 年 2 月的 5.4%。在大幅加息的背景下，通胀仍然保持较强韧性持续上行，可以预期如果美联储未曾加息，经济可能出现阶段性的过热。综上，我们认为格林斯潘治下的美联储在该轮加息中呈现了较强预防式加息的特征，较好的保持了通胀中枢的稳定。我们认为该轮加息周期中多次出现单次加息 50BP 以上的原因是：

一是格林斯潘本身对通胀较为谨慎，在加息周期中往往力主使用大幅度的紧缩应对通胀，格林斯潘在 80 年代末的加息周期中也曾多次加息 50BP 甚至 75BP 以上。二是该轮加息 50BP 及以上的实质是将加息前置，是加息节奏的调整而非扩大加息力度，我们认为这是格林斯潘“先发制人”的策略表现之一，有助于抑制通胀。格林斯潘强调“先发制人”策略，领先于通胀曲线在通胀过热前进行加息，加息 50BP 也是这一倾向的表现之一，即将加息前置。该轮加息初期，格林斯潘先是连续三个月加息 25BP，在此期间通胀仍然表现出一定韧性；格林斯潘随后开始转为加息 50BP，但加息的频率调整为每季度 1 次，连续四个季度分别加息 50BP、50BP、75BP、50BP，在单次加息力度提升后实际每季度的加息总幅度并未改变。

该轮加息周期暂停的主要触发信号是在通胀保持稳定的同时，失业率开始触底回升。我们曾于上文指出，美国经济在该轮加息周期中表现出较强的韧性，对应失业率由 1994 年 2 月的 6.6% 连续下降至 1995 年 12 月的 5.5%；1995 年 1 月，失业率出现该轮加息周期中的第一次反弹回升至 5.6%（在此期间通胀基本稳定在 2.5%-3% 区间）。表明此前颇具韧性的经济在持续加息的作用下已出现承压，美联储在当季最后一次加息 50BP 后迅速结束该轮加息周期。

图 4：美国联邦基金利率、通胀以及失业率走势（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

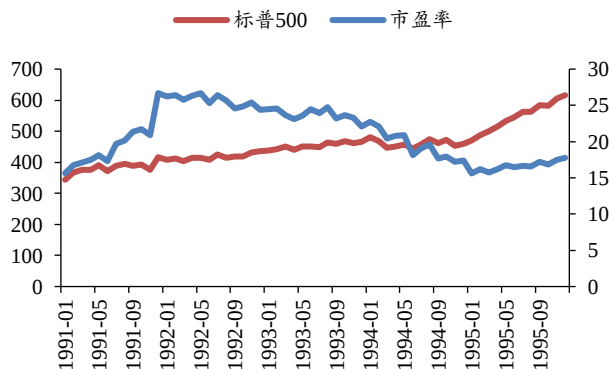
2.3. 该轮加息周期盈利驱动美股上行&美元下行&美债收益率抬升

该轮美联储激进加息期间，美股仍然维持上行态势。1994 年 2 月至 1995 年 2 月间，标普 500 指数上涨幅度 4%，在此期间受加息影响估值水平大幅下行，市盈率由 1994 年的 22 倍下降至 2022 年的 16 倍，在此期间美股上行主要受盈利驱动。

该轮加息周期期间美元整体仍处于下行通道，加息未改美元内生趋势。美元指数由 1994 年 2 月的 94.6 下降至 1995 年 2 月的 85.9，该轮加息周期并未改变美元的长期趋势

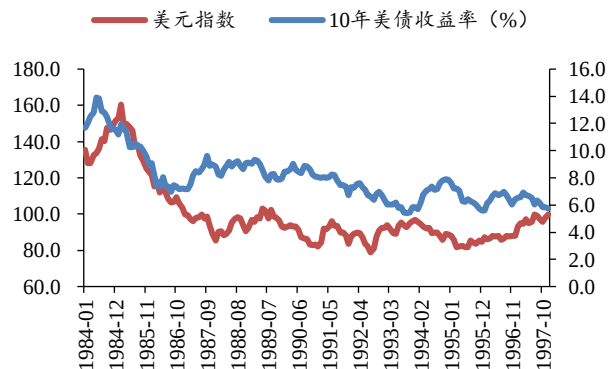
(1985-1995 年间, 东亚四小龙和东南亚四小虎凭借劳动力优势吸引资本大量流入驱动美元该轮弱周期); 美债收益率受政策利率大幅抬升影响保持上升态势, 由 1994 年 2 月的 6.2%上行至 1995 年 2 月的 7.2%。

图 5: 1994 年间标普 500 指数以及市盈率走势 (市盈率右轴)



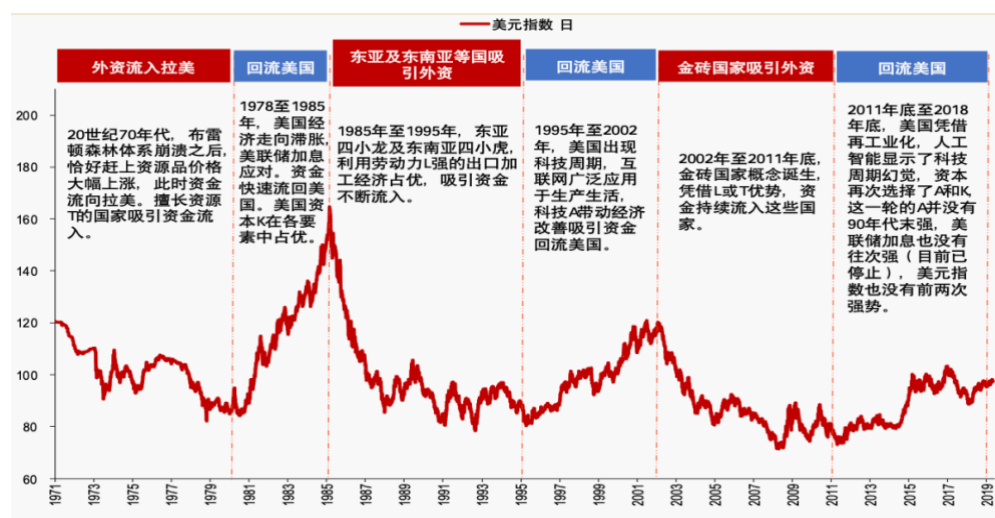
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 该轮加息周期美元指数下行, 美债收益率上行 (右轴, %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 美元指数内生运行周期



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3. 1987 年加息周期: 同样表现出预防式加息的特征

1987 年 4 月-1989 年 2 月, 两年时间内美联储加息 375BP, 联邦基金利率由期初的 6.0%提升至 9.75%。其中 1987 年 4 月和 9 月分别加息 50BP, 1989 年 2 月加息 75BP。该轮加息初期实际经济并未过热, 产出缺口仍然为负, 1987 年 3 月产出缺口约为-1.9%; 但失业率下行叠加通胀、时薪增速双双上行的走势呈现出了一定经济过热的潜在特征, 1987 年美联储开始启动加息周期, 我们认为本质加息同样呈现出预防式加息的特征 (1987 年 8 月起格林斯潘开始担任美联储主席)。1987 年 10 月美股崩盘导致联储被迫降息救市, 股市恢复后为继续应对国内经济过热的风险和收缩救市所释放的流动性, 美联储重启加息进程, 第二轮加息时间长达近 1 年的时间, 此后伴随失业率的筑底回升, 美联储结束该轮加息进程。

3.1. 1987 年加息周期启动前美国失业率走低，通胀及时薪增速快速走高

如上文所述，1983 年至 1984 年美国国内经济保持了持续上升的势头，国内通胀也持续走高，为防止通胀持续恶化，时任美联储主席沃尔克实行了严格的控制货币发行量的政策以抑制通胀，持续紧缩的货币政策环境虽然使得通胀回落，但对经济也造成较大的负面影响。为应对国内经济低迷的困境，美联储货币政策再次转向宽松，通过释放大量的流动性以提振经济，宽松的货币政策效果立竿见影，使得美国经济快速复苏，1987 年初美国经济实际并未过热，产出缺口仍然为负，1987 年 3 月产出缺口约为 -1.9%；但失业率下行叠加通胀、时薪增速双双上行的走势呈现出了一定经济过热的潜在特征，

从通胀水平来看，1987 年初国内通胀出现快速且大幅上行。同样受宽松货币环境的影响，1986 年末美国 CPI 开始步入加速上行通道，CPI 当月同比从 1986 年 12 月 1.1% 迅速提升至 1987 年 4 月 3.8%，短期大幅上行 2.7 个点。

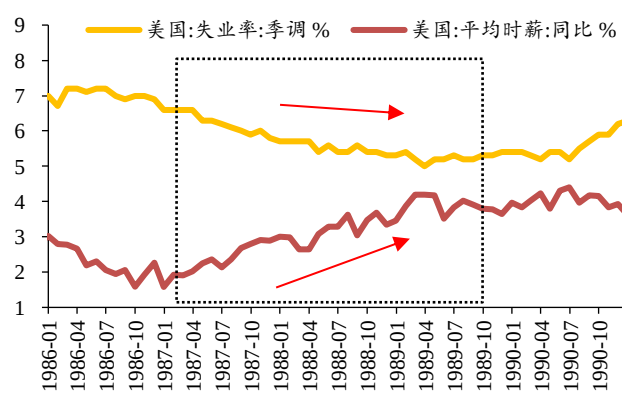
从就业市场来看，该轮加息周期失业率处于低位且持续下行，但时薪同比上行反映出一定工资和通胀正向反馈的特征。美国失业率自 1986 年中的 7.2% 持续回落，1987 年 4 月已降至 6.3%；除此之外薪资增速也由 1987 年的年初低点开始缓慢抬升，截至 1987 年 4 月平均时薪同比增速达到 2.3%。

图 8：1987 年加息周期是为了应对国内经济过热



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：1984 年加息周期期间美国失业率并未出现过热特征



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：1987 年至 1989 年的两轮加息均与应对国内通胀上行息息相关

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_40644

