

宏观专题报告

2023 年 3 月 6 日

什么因素导致美联储开始降息？

——1982 年以来降息回顾系列（一）：1984&1989

核心内容：

- **回顾降息的原因** 在上半美国通胀同比增速因高基数较快回落叠加高利率向经济的滞后传导的背景下，美联储加息在上半年停止的概率较大，加息终值也难大幅提升。不确定性更多存在于美国是否在 2023 年衰退以及美联储降息的概率，而美联储降息的条件是影响美元资产定价的主要分歧之一。回顾加息停止及降息开启阶段的经济、金融和政策条件对分析本轮加息周期的异同则有着的指导作用，也可以厘清美联储调控手段的变化以及在各轮经济周期中关注的主线。
- **货币政策框架的变化使得回顾 1982 年后的降息更有意义** 选取 1982 年后的 6 轮首次降息是因为美联储向联邦基金利率目标制（FFR targeting）的再次转向从 1982 年才开始。具体来说：（1）美联储在沃尔克上任后的大滞胀时期主要通过调整 M1 供给量来影响 FFR，导致其变动十分频繁，与 1982 年后的 FFR 变动原理也不相同；（2）大滞胀时代的教训提升了美联储对通胀预期管理的重视，美联储于 1982 年逐步转向对 FFR 的调控，并于 1994 年开始对外宣布 FFR 目标加强预期引导，这与当前的货币框架更为接近，FFR 的变动时点也更加清楚。
- **1984 和 1989 年加息停止与降息开始之间较短的间隔主要由于货币框架灵活性，对当下的参考意义不高** 美联储 1982-1993 年处于从 M1 数量调控过渡到 FFR 目标制的阶段，沃尔克和格林斯潘在该时段均保持了较为模糊的货币政策框架以追求灵活性。所以，FFR 在这一时期根据经济和通胀预期变动较为频繁，仍有着 1979-1982 年数量型时期的影子，与当前并不相似。1983 和 1989 年加息停止与降息开启的间隔分别为 1.4 和 3.4 个月；由于美联储当时的货币框架与目前存在显著差异，这种较短的间隔对 2023 年加息停止与降息的间隔不具有指导性。
- **1984 降息时的主要矛盾是强美元与赤字不可持续的循环，1989 则是经济周期的下行** 1984 年降息的原因比较特殊：虽然当时美国经济增速下滑，但仍处于较为健康的状态，衰退压力并不明显。降息的原因主要是美联储希望通过降息压制强美元与赤字的循环，预防美元大幅下行冲击经济和通胀预期稳定、缓解美国经济内部不平衡，通胀并不是主要矛盾。1989 年降息主要由于经济增速和预期增长回落，通胀压力预计也出现缓和。该阶段的经济同步指标环比增速已经明显放缓，美债重要期限利差也处于倒挂状态，美联储为了缓和周期性的下行开始谨慎降息，降息斜率在美国经济陷入衰退前仍比较缓和。
- **美联储在 FOMC 会议中表明对通胀控制的信心是这两轮降息的先决条件** 尽管两次降息时，通胀仍处于“大缓和”的初期，绝对水平并不低，但是美联储 FOMC 纪要反映出官员们对通胀控制展现信心是降息的必要前提。以 1984 年降息为例，虽然美联储的主要矛盾是压制上行过快的美元，但降息仍建立在 FOMC 认为通胀预期得到控制，难以反复的情况下。而 1989 年降息时核心通胀也已经展现出缓慢下行态势，且反映经济周期下行的指标和明显缓和的就业市场都支持通胀的下降。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

风险提示：全球经济下行程度超预期，
美联储突然调整通胀目标

- **本轮美联储关注的主要矛盾仍是通胀和薪资增速，相关数据的超预期降低 2023 年内降息的概率** 目前来看，美国经济同步指标中的消费和工业生产数据已经接近可以触发降息的水平，但居民实际收入降幅的缩小和劳动市场的火热阻止了衰退判定。FOMC 目前的主要矛盾依然是使通胀向 2% 的中长期目标增速回落，因此在劳动市场和服务通胀出现显著缓和前不宜过多期待 2023 年内降息。目前 FOMC 会议纪要中并没有显示大部分委员对通胀稳定回落至 2% 有充足信心，1 月价格和就业数据的超预期也会延后委员们判断通胀可控的时点，这也会降低年内降息的概率。我们的模型预测 2023 下半年的核心通胀水平在 3.0%-3.5% 左右，这是否是美联储可以接受的触发降息的水平还有待观察，且取决于美联储对 2% 通胀目标的坚持程度。不过，目前美债和黄金在通胀和就业数据均超预期后都经历了的较大调整，对加息预期的上行计入较为充分，依然具备配置价值。

目 录

一、为什么对联邦基金利率和降息原因的回顾从 1982 年后开始？	4
二、转变中的利率调控：从 M1 过渡回联邦基金利率目标制 - 1982 至 1993.....	5
（一）美联储于 1982 年放弃 M1 目标	5
（二）1982 年后名义上调节借入准备金，实际调控联邦基金利率	6
（三）市场在 1989 年逐渐意识到美联储的目标实际是 FFR	6
三、1984 年的首次降息：里根治下的赤字与强美元“循环”是降息背后的担忧	7
（一）背景：1982 年衰退后降息，1983 年经济的迅猛反弹消化了新的加息	7
（二）里根的高赤字与强美元大循环是美联储降息背后的主要担忧	8
（三）经济放缓和金融市场调整不是本轮降息的决定性因素，但通胀稳定是先决条件	9
四、1989 年的首次降息：通胀稳定仍是前提，经济周期放缓是主因	11
（一）背景：格林斯潘接棒沃尔克，美元回落后通胀再次成为担忧	11
（二）经济增速放缓导致降息，但前提仍是通胀压力缓和	12
五、回顾总结：	15

尽管美国 2023 年 1 月份的价格、就业以及经济数据的走强使市场开始了新一轮的紧缩交易，但市场目前的“鹰派”预期即为美联储 6 月完成本轮最后一次加息。在上半年美国通胀同比增速因高基数较快回落叠加高利率向经济的滞后传导的背景下，美联储加息在上半年停止的悬念不大，加息终值也难大幅提升。因此，不确定性更多存在于美国是否在 2023 年衰退以及美联储降息的概率，而美联储降息的条件是影响美元资产定价的主要分歧之一。回顾加息停止及降息开启阶段的经济、金融和政策条件对分析本轮加息周期的异同则有着的指导作用，也可以厘清美联储调控手段的变化以及在各轮经济周期中关注的主线。我们将选取 1982 年后的 6 轮停止加息与首次降息进行分析。

图 1：美联储在大滞胀时代后 6 次停止加息和首次加息的时间点

末次加息	首次降息	间隔时间（日）	间隔时间（月）
2018-12-20	2019-08-01	224	7.5
2006-06-29	2007-09-18	446	14.9
2000-05-16	2001-01-31	260	8.7
1995-02-01	1995-07-06	155	5.2
1989-02-24	1989-06-06	102	3.4
1984-08-09	1984-09-20	42	1.4

资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

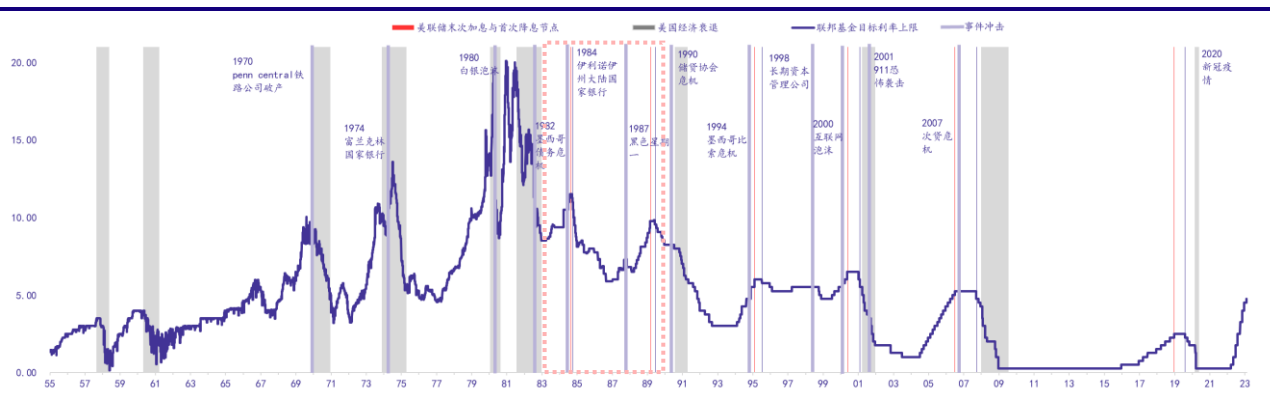
一、为什么对联邦基金利率和降息原因的回顾从 1982 年后开始？

选取 1982 年后的 6 轮联邦基金利率变动（停止加息与首次降息）是因为美联储向联邦基金利率目标制（FFR targeting）的再次转向从 1982 年才开始。具体来说：（1）美联储在沃尔克（Volcker）上任后的大滞胀时期主要通过调整 M1 供给量来影响 FFR，导致其变动十分频繁，与 1982 年后的 FFR 变动原理也不相同；（2）大滞胀时代的教训提升了美联储对通胀预期管理的重视，美联储于 1982 年逐步转向对 FFR 的调控，并于 1994 年开始对外宣布 FFR 目标加强预期引导，这与当前的货币框架更为接近，FFR 的变动时点也更加清楚。所以，分析美联储开始过渡至 FFR 目标制后引发降息的数据与事件对判断本轮加息周期停止后首次降息的时点更有参考价值。

在接下来的部分，我们首先回顾 1982-1993 年间的两轮降息周期开启的原因。由于美联储从 1994 年才开始在内部宣布调节 FFR 的目标，此前的联邦基金利率的调控方式与公开的目标制存在区别，所以单独进行讨论¹。

图 2：美国 1982 年后的 6 轮降息周期、以及事件冲击

¹ Thornton, D.L., 2005; A New Federal Funds Rate Target Series: September 27, 1982–December 31, 1993, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2005-032. 美联储正式在政策指引中公开联邦基金利率目标则要等到 1997 年 8 月。



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

二、转变中的利率调控：从 M1 过渡回联邦基金利率目标制 - 1982 至 1993

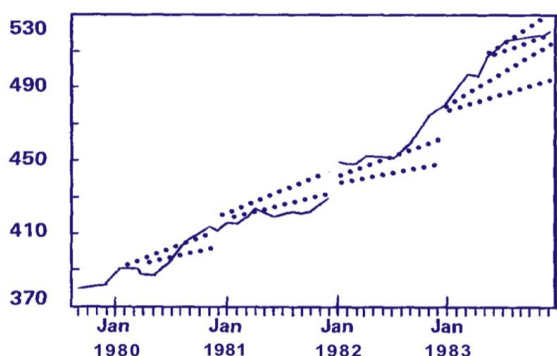
(一) 美联储于 1982 年放弃 M1 目标

1979 年 10 月，沃尔克执掌的美联储开始转向 M1 的数量来影响利率水平，也称为非借入准备金制度²。通过 M1 进行货币数量控制使联邦基金利率（FFR）成为内生变量而非操作目标，不仅有效避免了政界对加息的阻力，更向公众展示了控通胀的决心，但造成联邦基金利率波动较大。从 1981 年开始，美联储逐渐发现以 M1 为操作目标的问题，包括（1）M1 与名义经济增速的匹配度降低和（2）M1 货币流速不稳定这两个明显的缺点，M1 在 1981-82 年多次偏离 FOMC 的目标³。1982 年通胀预期得到稳定，美国经济却陷入衰退，希望降息应对经济问题的美联储在 10 月宣布放弃 M1 目标，但却没有明确新的利率调节框架。在格林斯潘治下的美联储于 1994 年开始公布 FFR 目标前，美联储的合意 FFR 水平并不为民间所知晓，可以说公众眼中的政策利率在一段时间内处于“迷雾”当中，过渡比较混乱。

图 3：M1 增速的变化使其频繁脱离 FOMC 设定的目标

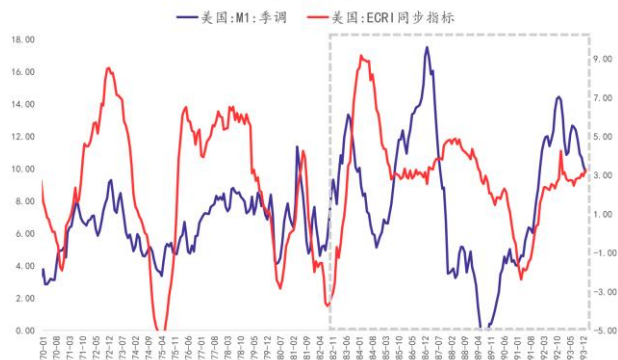
图 4：M1 与经济增速的相关性同样变差

M1 与 FOMC 设定的四个季度目标（十亿美元）



资料来源: Hetzel 1986, 中国银河证券研究院整理

同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

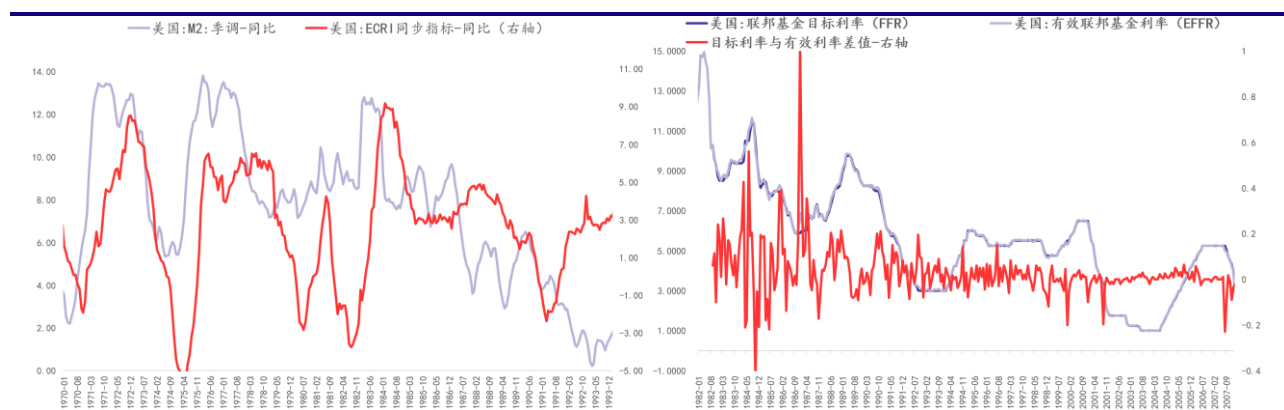
² FOMC 每年首先设定 M1 目标，再推算出准备金总量，然后减去借入准备金目标来计算出非借入准备金目标，因此 M1 是核心。

³ Hetzel, Robert. MONETARY POLICY IN THE EARLY 1980s, ECONOMIC REVIEW, MARCH/APRIL 1986

(二) 1982 年后名义上调节借入准备金，实际调控联邦基金利率

理事沃里克 (Wallich) 在 1984 年演讲中表示美联储在 1982 年后采取了“借入准备金制度”，随后也得到了沃尔克和格林斯潘两位主席的多次确认。在这一框架下，数量型的 M2 增长目标依然在利率调控中占有一席之地，但仍缺乏一个明确的货币政策调控目标。不过，对美联储 1982 至 1993 年会议文件反复研究的学者们却认为官员们虽然对外宣称以“借入准备金制度”为目标，但实际上早就开始利用借入准备金水平与 FFR 的联系以调控 FFR。桑顿 (Thornton) 的研究显示当时的 FOMC 十分清楚准备金出借量的稳定性远低于 FFR；因此，其实际操作目标就是 FFR，而“借入准备金制度”只是一个为美联储保持政策灵活性、减少利率目标值下的政府压力以及增强通胀控制公信力的“幌子”。

图 5：在 1993 年美联储放弃 M2 目标前，其与经济相关性也降低了⁵ 图 6：1989 年后 FFR 与 EFFR 差值的波动率降低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(三) 市场在 1989 年逐渐意识到美联储的目标实际是 FFR

在一段时间的混乱后，市场大约在 1989 年开始意识到美联储模糊利率框架背后仍是联邦基金利率 (FFR) 目标制，这一观察可以从市场交易产生的有效联邦基金利率 (EFFR) 与美联储目标差值的收敛中得到验证：1982 年 10 月至 1988 年末该差值的标准差为 0.1995，而 1989 至 1993 年末的标准差收敛至 0.0740，波动率显著降低。所以，虽然在名义上的“借入准备金制度”框架下美联储还会考虑 M2 增速，但市场已经发觉 FFR 才是真正的政策目标，在盯住 FFR 而非其他更有迷惑性的指标后降低了 1989 年后 EFFR 的波动率。

在从 M1 转向 M2 以及 FFR 目标的初期，美联储内部观点也不完全统一，FFR 的变动依然有数量目标制时期频繁调整的影子，这在 1984 年极短的停止加息与首次降息周期中就有所体现。另外需要注意的是，由于美联储在 1993 年之前没有明确公布 FFR 目标，1982 至 1993 年的目标利率是由桑顿根据 FOMC 会议材料整理出来的，也基本与有效联邦基金利率吻合，可以准确反映美联储的货币政策意图。

⁴ 由于 1982-1993 年间的 FOMC 相关记录在留存时并未考虑公开，纪要和相关文件可以更准确的反映美联储官员对真正的调控目标的看法，不少官员表示 FFR 才是更有效的调控目标。具体来说： $\text{借入准备金水平} = a + b (\text{联邦基金利率} - \text{折现率}) + \text{误差}$ ，当误差较小的时候 a 和 b 也会保持稳定，也就是说调节借入准备金水平与调节 FFR 在技术角度上几乎是一致的。

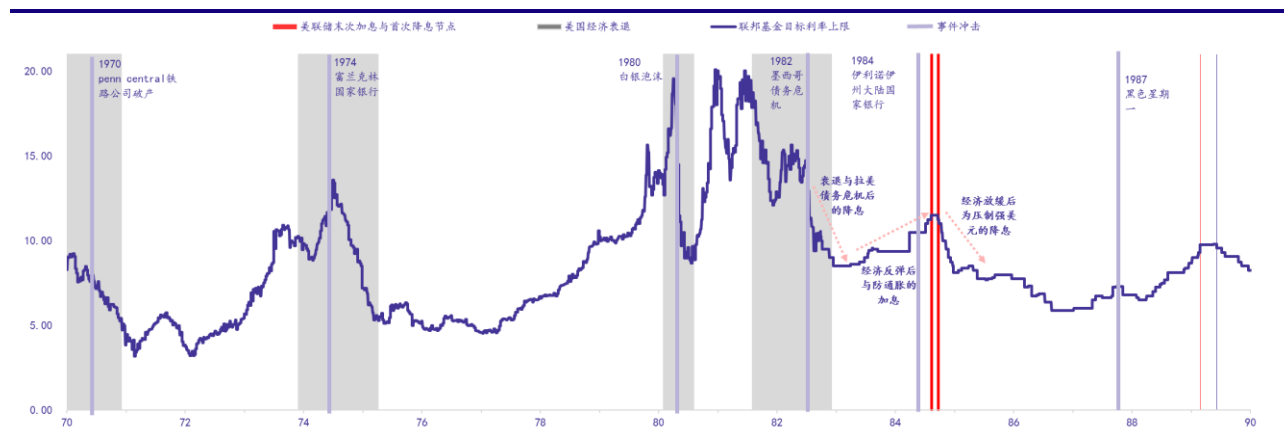
⁵ How did the Fed change its approach to monetary policy in the late 1970s and early 1980s? - Education (frbsf.org)

三、1984 年的首次降息：里根治下的赤字与强美元“循环”是降息背后的担忧，通胀稳定是前提

（一）背景：1982 年衰退后降息，1983 年经济的迅猛反弹消化了新的加息

在分析 1984 年停止加息与首次降息的原因之前，首先需要了解 1980 年代初快速变化的经济情况。沃尔克在 1979-82 年间实行了严厉的紧缩政策，成功压制了价格上涨，但美国经济也从 1981 年下旬至 1982 年处于衰退状态。在通胀下行趋势明确之下，货币政策应对衰退的重要性上升，国会也反复施压美联储，希望降低利率。1982 年 10 月，名义 CPI 终于回落到 5% 附近，美联储向借入准备金制度以及 FFR 目标转向，利率开始降低⁶。与此同时，在能源危机期间借入大量外债的拉美国家在高利率导致美元指数飙升的背景下逐渐无法偿付利息，墨西哥政府于 1982 年 8 月宣布无力偿还到期的债务本息，美联储协调提供了紧急救助并放松货币供应。

图 7：美联储在 1983 年复苏初期就加息控通胀，但经济强势的反弹几乎消化了本轮加息（%）



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

同时，1982 年里根将“涓滴经济学”带入白宫，采取宽松财政政策：减降税费的同时国防支出在与苏联竞争下不断扩张，这造成了严重的联邦政府赤字，却也为短期的经济复苏打下基础。在美联储 1982 年 8 月开始宽松货币，降低利率至 10% 以下后，美国经济开始迅猛的反弹；尽管美联储于 1983 年 3 月再度开始收连续紧货币，经济的强势并未受到影响：1983 年美国季度 GDP 的环比折年率均值高达 7.9%，消费和投资大幅反弹，失业率由 10% 以上降至 8% 左右，CPI 全年均值却降低至 3.2%，形势一片大好。

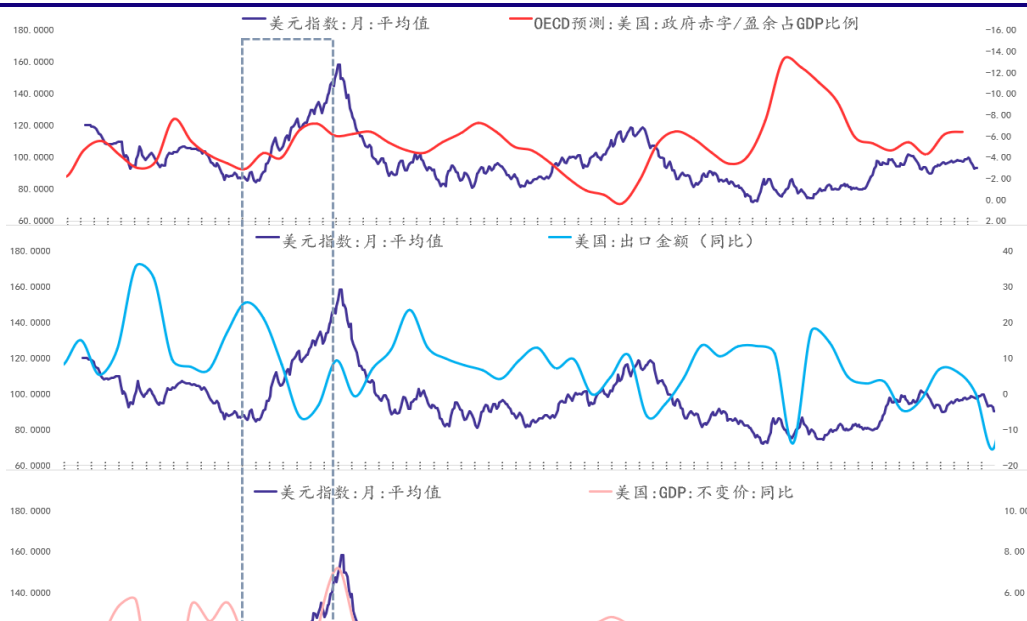
⁶ The FOMC in 1982: De-emphasizing M1 – Review – St. Louis Fed (stlouisfed.org)

(二) 里根的高赤字与强美元大循环是美联储降息背后的主要担忧

事实上，美联储于1983年3月就开始提高借入准备金成本来抬升FFR，当时FOMC记录显示委员会希望营造“可以继续帮助将低通胀的货币与金融环境”，加息持续到1984年8月7。在大滞胀的阴影尚在的情况下，美联储在经济复苏初期就提高利率预防通胀抬头，但高利率却并没有阻碍经济的大幅反弹，这是比较反常的。美国在1983-84年加息周期的反常强劲受益于联邦政府赤字大增与强美元形成的循环。

具体来说，在国防开支和低税收下形成的巨额政府赤字以及高利率下的强美元有如下影响：(1) 赤字扩张在短期通过政府支出和低税费支持经济增长，利于美元升值。(2) 强美元会加强贸易逆差并弱化经济增长，这在中长期将导致美元贬值，但赤字助力的短期经济增速压倒了逆差的不利影响。(3) 在美联储维持高利率、拉美国家爆发债务危机、美国降低税率且1983-84年经济增速较高的组合下，美元资产吸引力强，外部资本在投资与避险需求下继续涌入，造成美元进一步升值。(4) 资本流入和美元升值利于赤字在短期维持或扩张。在上述链条下，赤字和美元不断循环走强，而强美元又可以通过增强进口降低通胀，美国经济似乎前景大好。

图8：虽然利率高位，但高赤字在短期刺激经济增长并压过了出口下行，构成了短期的强美元的循环



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_52937

