

2024年，美联储将如何降息？

美联储自1990年以来的七轮降息周期分为两类，一是解决增长下行的“缓步型”降息，目的是压低实际利率，二是应对突发风险的“骤降型”降息，目的是缓解流动性冲击和隔离金融风险。

反观本轮周期，从基本面角度看并不支持过早降息，主要原因为：

1) 高利率对存量的挤压有限，消费仍具有韧性，美国增长面临深度和突然下滑的可能性较低；2) 利率骤降也会使好不容易被抑制的地产等需求重新被激活；3) 避开干扰大选之嫌，货币政策在明年7月和8月两党初选结束时点的变化难免会有影响。如果作出降息选择，美联储可以选择类似于1995年和2019年的“预防式”方式，例如首次开启降息后，暂停一段时间观察效果，而非连续降息。

* 本文摘自中金公司2023年12月17日已经发布的报告《美联储如何降息？》，作者为刘刚、杨萱庭。文章仅作为学术交流，不构成投资建议，不代表CF40立场。全文详见报告。

美联储如何降息？

文 | 刘刚 杨萱庭

美联储在近期结束的12月FOMC上“官宣”加息结束，并表示降息进入讨论范围，这一意外鸽派表态与鲍威尔两周前的发言大相径庭。尽管我们认为基本面并不支持过快降息，还会带来重新刺激需求的风险，纽约联储主席威廉姆斯上周五截然相反的表态可能也说明联储内部分歧仍存，但需要承认的是，美联储这一转向可能使得首次降息的时点来得比我们原本预想的2024下半年更早，如降息后暂停观望一段时间。

从历史经验看，美联储如何开启降息？决策背后基于什么原因？降息初期的资产有什么含义？本文中我们将详细梳理历次降息初期的经验，回答以上问题。

一、美联储如何降息？基本面下行和突发风险为两大诱因，但也存在“预防式”降息

回顾1990年以来的历史经验，共有7轮降息周期，长短幅度各异。梳理下来，我们将美联储降息归类为两种情形：

一种是解决增长下行的“缓步型”降息，目的是压低实际利率。加息末期经济增长逐步承压，经济基本面下行时政策转向的关键点在于平衡通胀和增长，因此不乏“预防式”提前降息，后续再基于增长情况决定降息速度和力度。

另一种是应对突发风险的“骤降型”降息，目的是缓解流动性冲击和隔离金融风险，往往会迫使美联储快速甚至非常规降息以防范风险进一步蔓延。

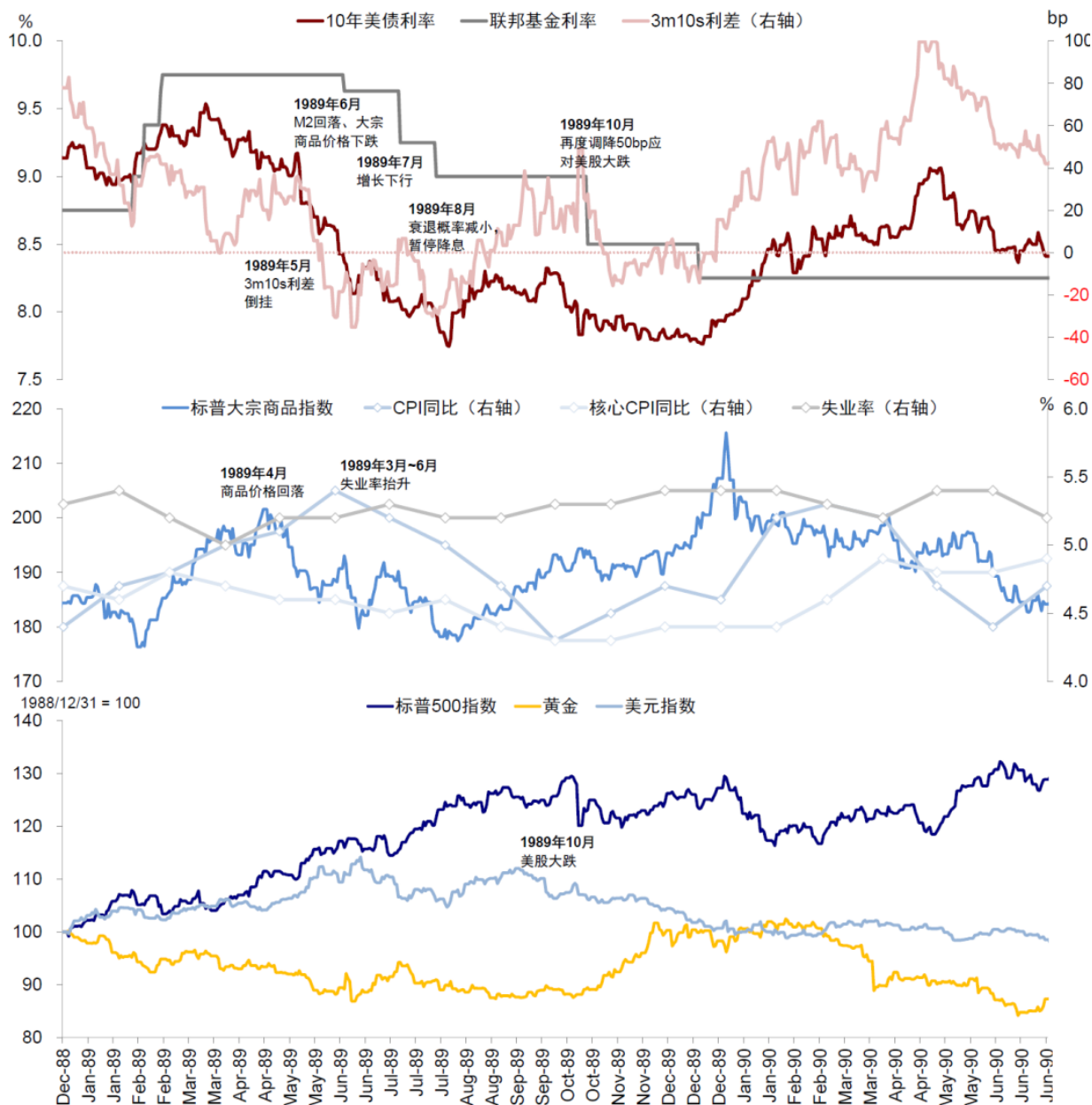
► 1989年-1992年（经济下行的“缓步型”降息）：增长放缓和大宗商品价格回落是开启降息原因，触发因素为大宗商品回落、失业率抬升、3m10s倒挂。1989年6月美联储开启降息，累计降息23次共计675bp至1992年9月，是1990年以来持续时间最长且幅度最大的降息周

期，距离最后一次加息仅3个月（1989年2月）。

1989年一季度大宗商品价格持续上涨，美联储2月仍加息50bp以控制通胀。3月后经济数据开始走弱，但纪要显示“尚未看到通胀减缓的确定性证据，因此维持利率水平不变”。4月中旬大宗商品价格开始回落，失业率开始抬升，3m10s利差持续收窄并于5月倒挂，迫使美联储在6月开启降息。

6月会议纪要中格林斯潘表示，政策转向关键点在于：1）货币供给M2与M3持续回落；2）大宗商品价格回落减少通胀后续抬升压力。随后美联储连续降息两次，8月FOMC上暂停降息，表示经济衰退概率减少。1989年10月储贷机构破产危机导致美股大跌，美联储随后再度开启降息。

图表2：加息结束和降息开启的资产走势：1989年-1992



资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

► 1995年-1996年（经济下行的“缓步型”降息）：与1989年降息类似，增长放缓和工业金属价格下行是美联储转向主要原因，触发因素为失业率走高和PMI收缩。1995年7月开始降息，累计降息3次共75bp至1996年1月，距离最后一次加息（1995年2月）约5个月。

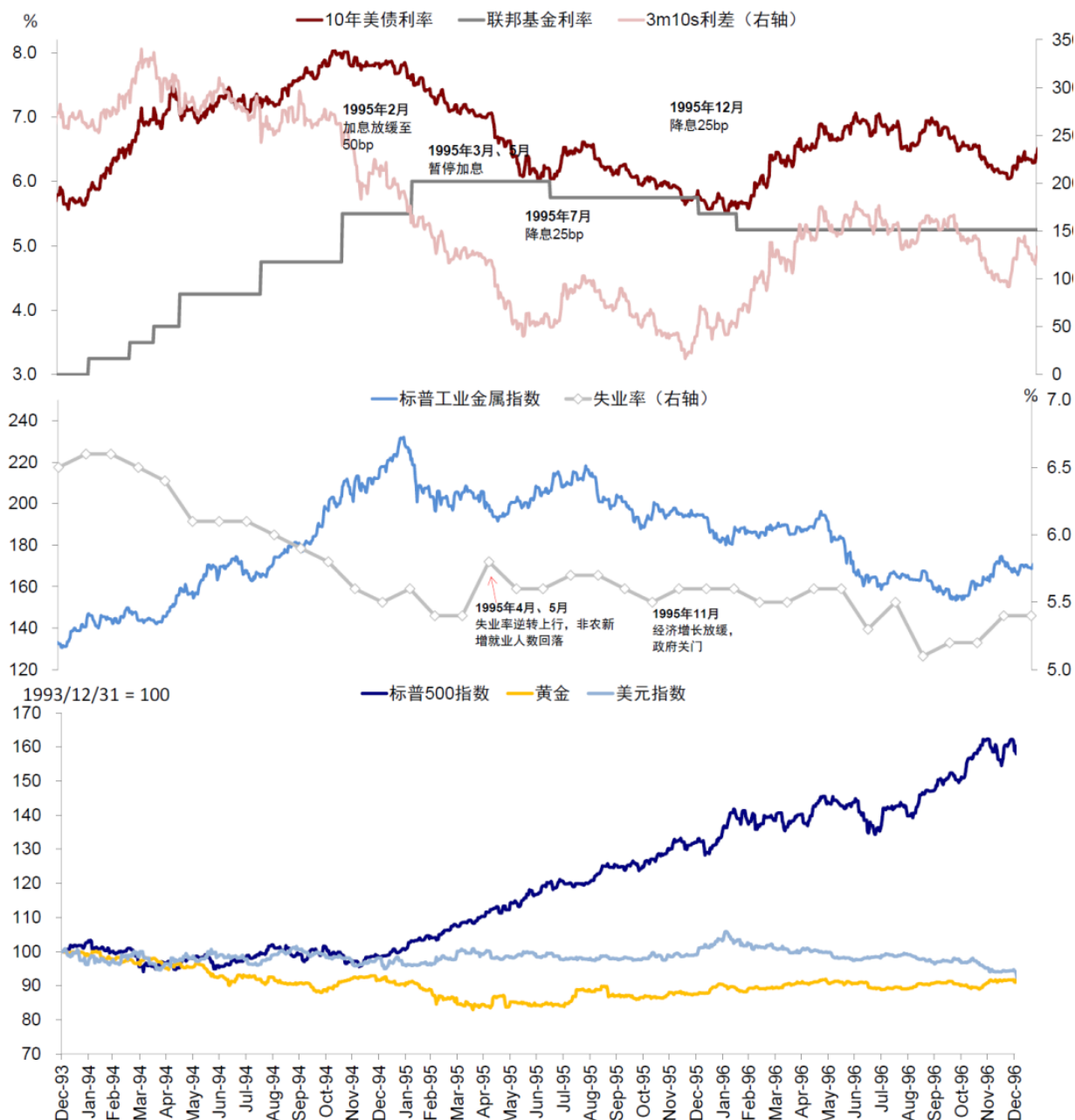
工业金属价格1995年1月开始回落，美联储于1995年2月放缓加息至50bp，随后在3月的会议纪要中提及“经济已经放缓且处于可持续的路径，虽然CPI还未回到3%，但在采取进一步行动前先暂停并评估前景”。

是更为稳妥的做法”。

1995年4月美国失业率开始逆转上行，ISM制造业PMI也在5月首次落入收缩区间，增长下行压力迫使美联储在7月降息25bp。7月会议纪要显示“由于经济增长放缓程度大于预期、潜在通胀压力在减弱，因此部分官员表示适度放松政策是可取的”。

时隔半年后，12月再度降息，主要因财政收缩压力。7月“预防式”降息后，美联储连续三次会议按兵不动，并表示工资增速或导致潜在通胀回升。随后，美国政府因新财年预算未能达成一致而两度关门（11月13日-19日和12月16日-1996年1月6日），11月和12月FOMC会议纪要显示美联储认为新财年财政大概率紧缩并拖累增长，因此12月再度降息25bp。

图表3：加息结束和降息开启的资产走势：1995年-1996年



资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

► 1998年（突发风险的“骤降型”降息）：亚洲金融危机迫使美联储降息防止金融风险蔓延。1998年9月开始降息，连续降息三次共75bp（10月为非常规降息）以防止金融风险进一步蔓延。

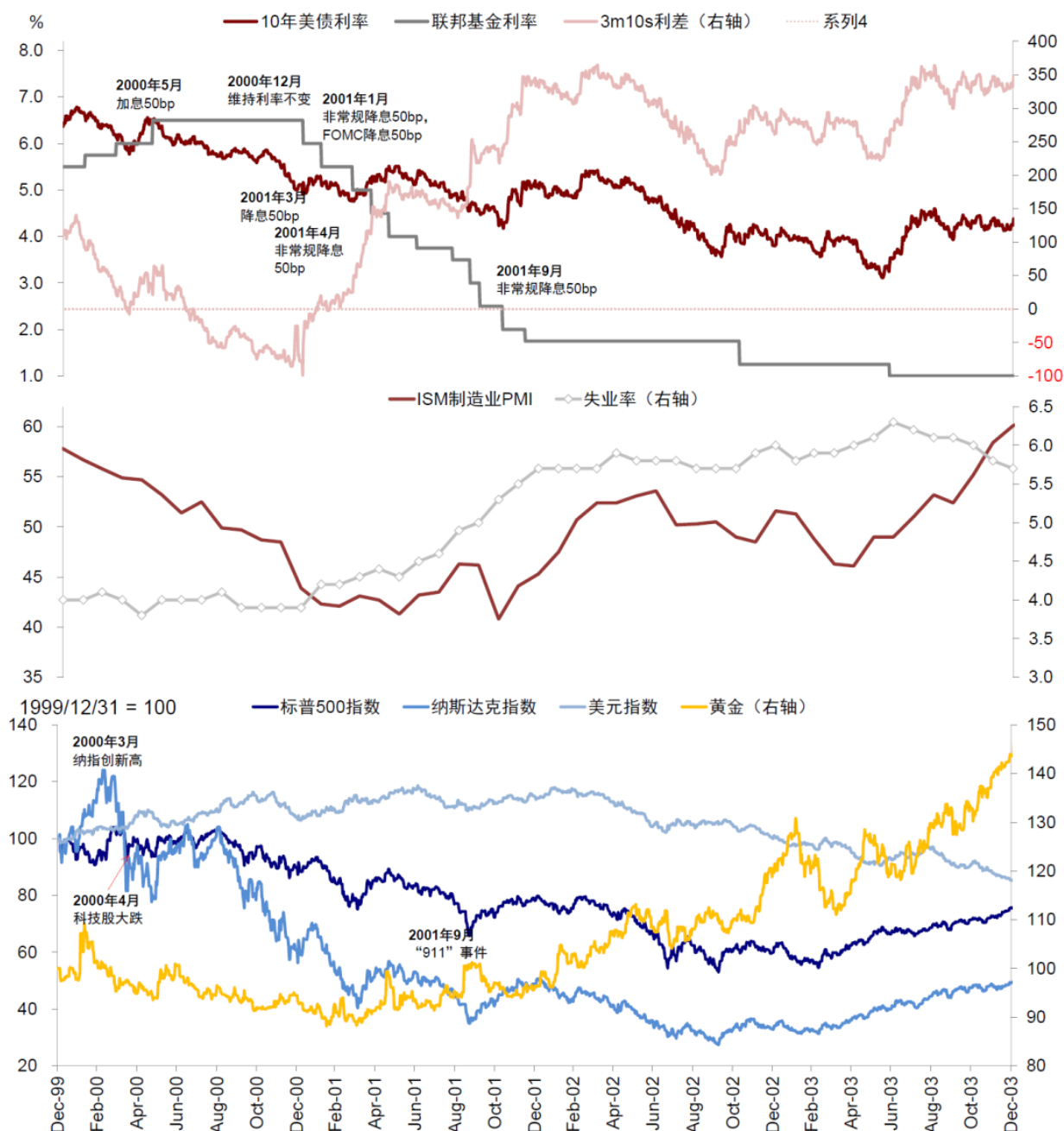
1997年亚洲金融危机爆发，俄罗斯主权债务违约导致美国长期资本管理公司（LTCM）破产，同时美国国内增长势头也出现放缓的迹象。美股受此影响波动剧烈，自1998年7月以来一度回撤约20%。

► 2001年-2003年（经济下行叠加美股大跌的连续降息）：科技泡沫破裂并非主导因素，基本面下行才是决定因素。

2000年3月，科技泡沫破裂导致美股大跌，但美联储并未因股票市场的剧烈波动而放松政策，反而基于物价压力还加息50bp。5月FOMC会议纪要表示“股票下跌更多集中在高估值且投机性较强科技股，目前股价开始趋于平静”。

但随着美股持续下跌侵蚀私人部门财富，进而制约居民消费和企业投资。2001年1月开始降息，累计降息13次共550bp至2003年6月。伴随金融市场的持续走弱，2001年1月3日美联储非常规降息50bp以应对消费和生产的疲软、消费者信心下降以及金融市场的紧张。随后美联储在1月31日的FOMC上继续降息，表示“股票下跌制约了投资和消费”，4月再度非常规降息50bp，表示“当前和预期盈利能力持续下降，商业前景的不确定性抑制资本开支。叠加此前股票财富的消失对消费的影响，可能会使经济活动放缓到难以接受的程度。”

图表4：加息结束和降息开启的资产走势：2001年-2003年



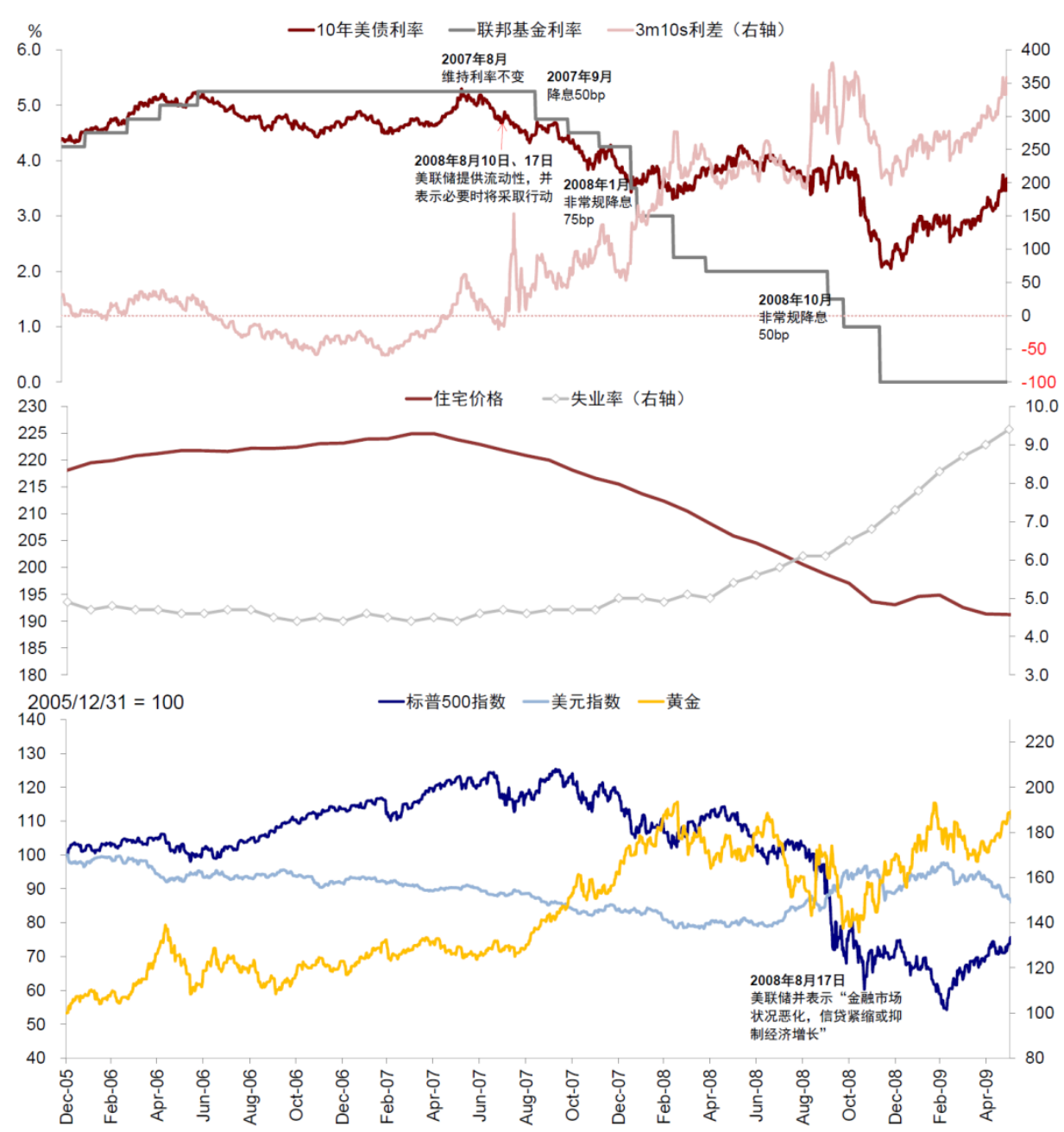
资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

► 2007年-2008年（突发风险的“骤降型”降息）：金融危机引发全球股市大跌，美联储降息防范金融风险蔓延。2007年9月开启降息，累计降息10次共525bp至2008年12月。房地产泡沫破裂为金融危机的主要诱因，居民和金融机构大幅去杠杆，流动性剧烈冲击使得这一时期美国股市和经济都受重创。

2007年8月FOMC维持利率水平不变，表示“尽管近几周金融市场波动

较大、信贷紧缩、地产市场调整，但全球经济增长仍较为强劲，未来几个季度经济可能维持温和增长”；但随后8月17日全球股市再度大跌，美联储发表声明“改口”称金融市场状况恶化，信贷紧缩或抑制经济增长，必要时将采取行动。随后9月FOMC降息50bp开启本轮降息周期，并在2008年12月将利率降至0-0.25%。

图表5：加息结束和降息开启的资产走势：2007年-2008年



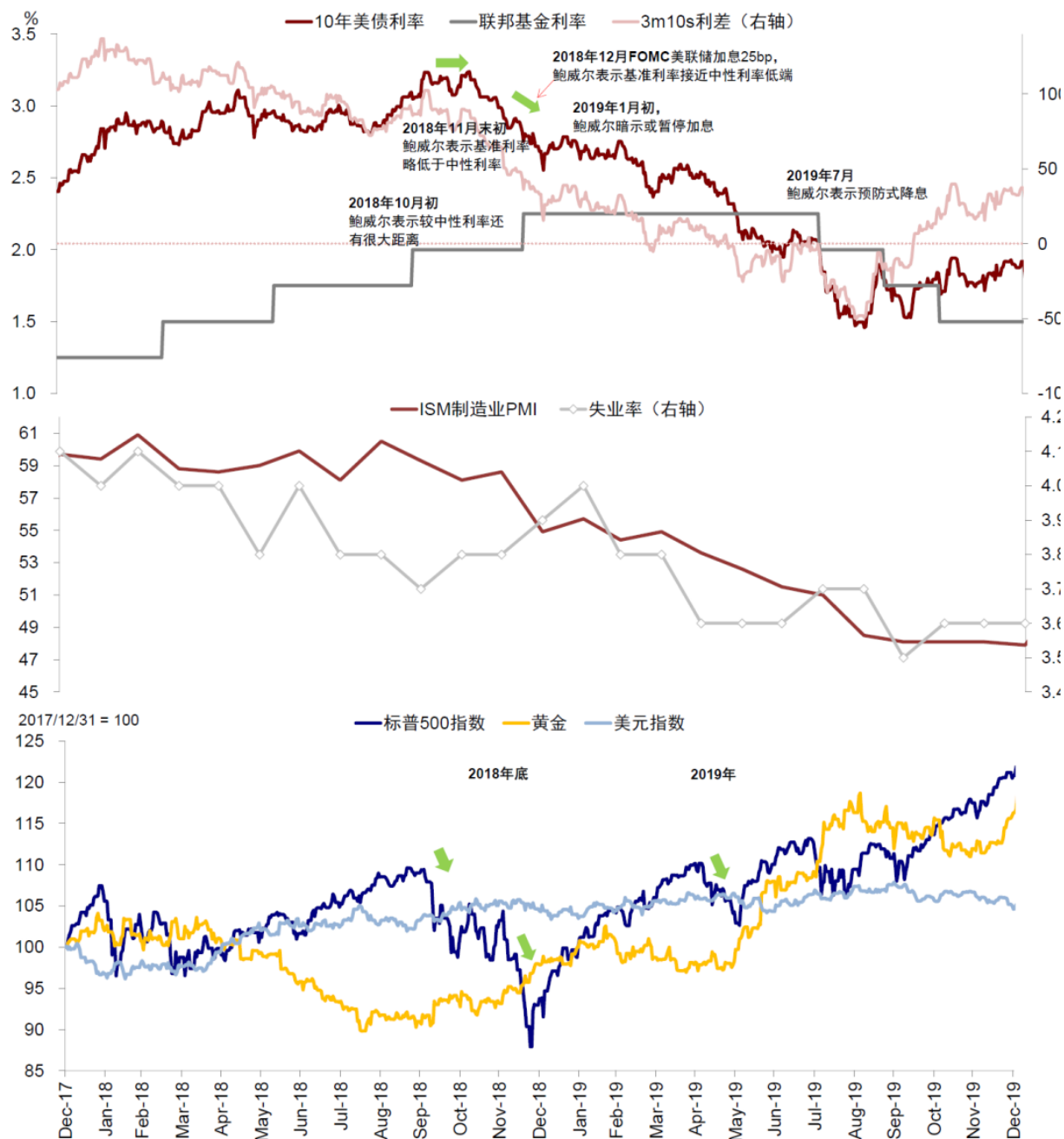
资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

► 2019年7月-9月（经济下行的“缓步型”降息）：“预防式”降息应对增长下行，3m10s利差倒挂是触发因素。

2019年上半年，美国增长动能放缓，6月FOMC会议声明中下调对美国经济增速的表述，将5月声明中的增速“稳固”变为“温和”。但衰退预期主导下，3m10s利差持续收窄并于5月倒挂，股权风险溢价攀升使得美股再度下跌，迫使美联储7月转为降息。

鲍威尔在7月FOMC会上表示此次“预防式”降息的主要原因在于全球增长疲弱对经济下行带来的影响与2%的通胀，且并没有锁定明确的降息路线，而是更多根据后续数据和风险的演变。

图表6：加息结束和降息开启的资产走势：2019年



资料来源: Bloomberg, Haver, 中金公司研究部

► 2020年3月（突发风险的“骤降型”降息）：新冠疫情蔓延引发全球风险资产剧烈回调。美联储于2020年3月初非常规降息50bp，随后于3月FOMC将联邦基金利率下调100bp并启动量化宽松和一系列流动性便利操作。

2020年2月中旬，先是避险情绪引发恐慌性抛售在风险资产中快速蔓延，随后3月初油价暴跌触发债券市场流动性紧张，放大了金融市场

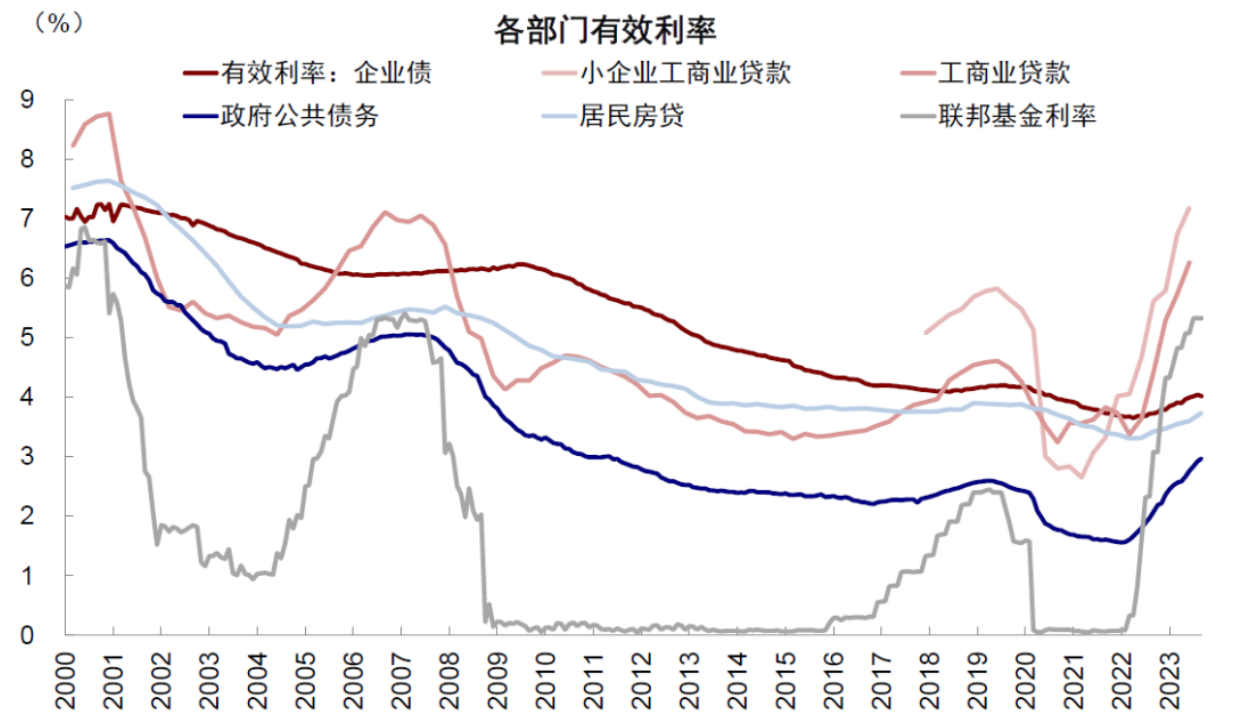
的波动。美股创纪录大跌以及四次“熔断”均发生在这一阶段，一个月内跌幅高达34%，单日下跌超5%的情形出现4次。

二、本轮降息周期何时开启？如何观察？基本面并不支持短期内降息，但也存在其他考虑

反观本轮周期，从基本面角度看并不支持过早降息，主要原因是：

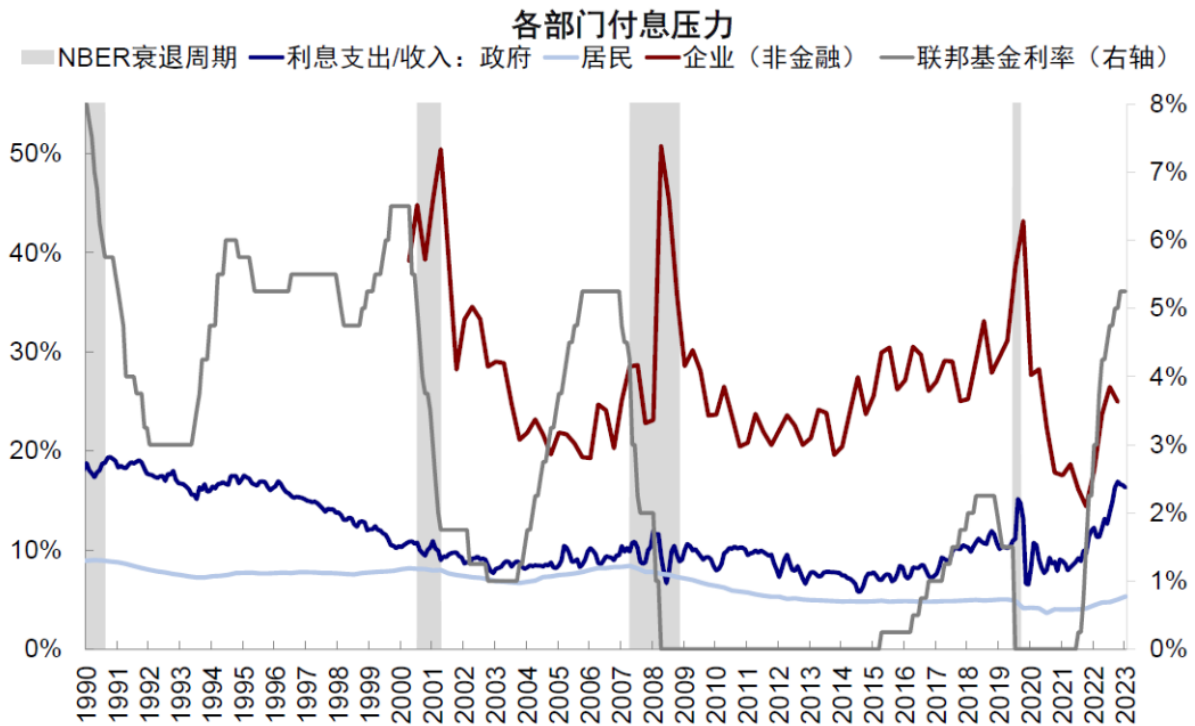
1) 经济并不差，并未看到几个月内快速转弱的基础。由于美国居民94%的存量按揭都是固定利率，被此前的利率锁定并不受高利率影响，因此收入中用于付息的压力并不大，再加上较多的超额储蓄，都解释了居民消费的韧性。这使得美国增长面临深度和突然下滑的可能性较低，也是短期降息紧迫性没那么大的基本面“支点”。

图表7：美国各部门存量债务有效利率



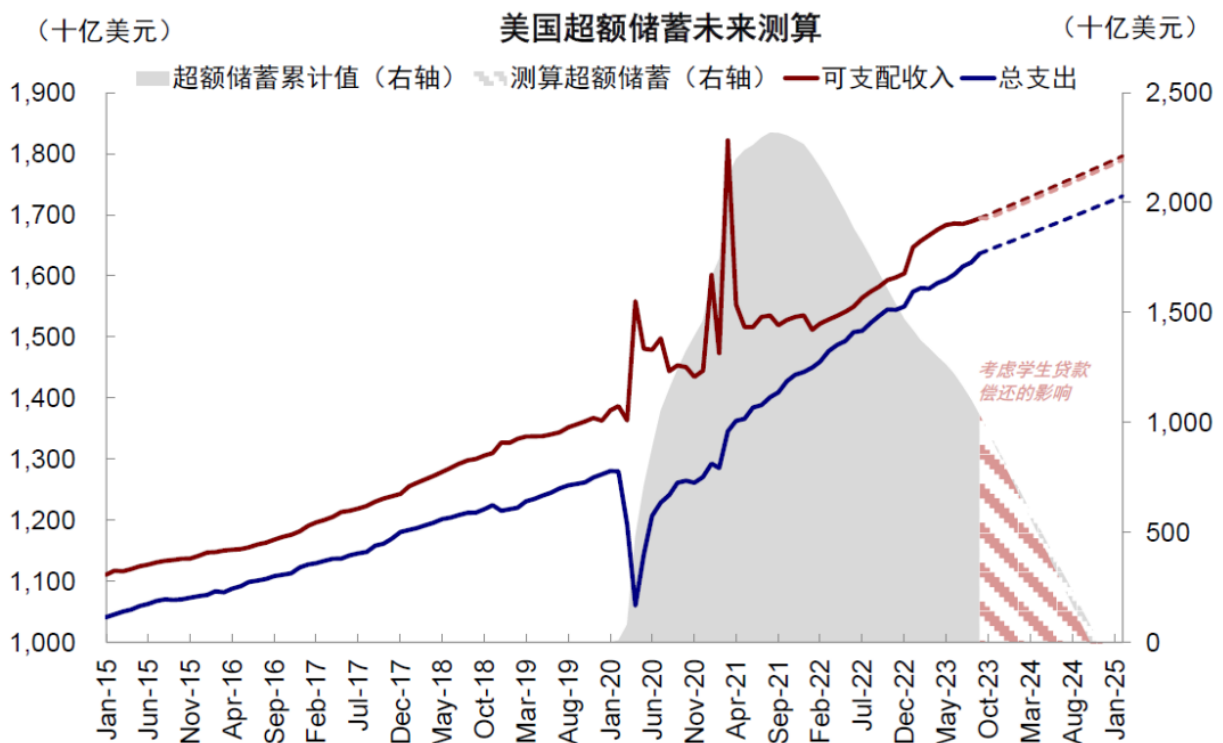
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表8：美国各部门付息压力



资料来源：Haver，中金公司研究部

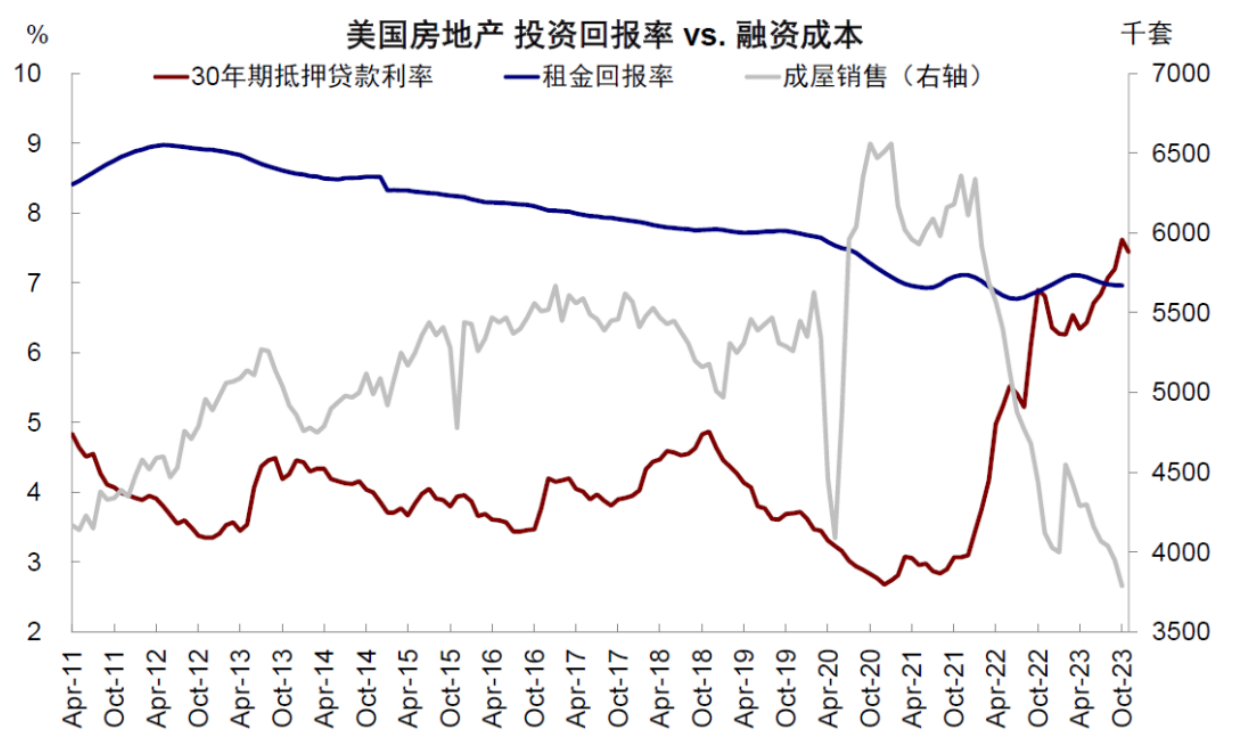
图表9：美国居民超额储蓄规模约为1万亿美元，耗尽时点或在明年三季度末



资料来源：Haver，中金公司研究部

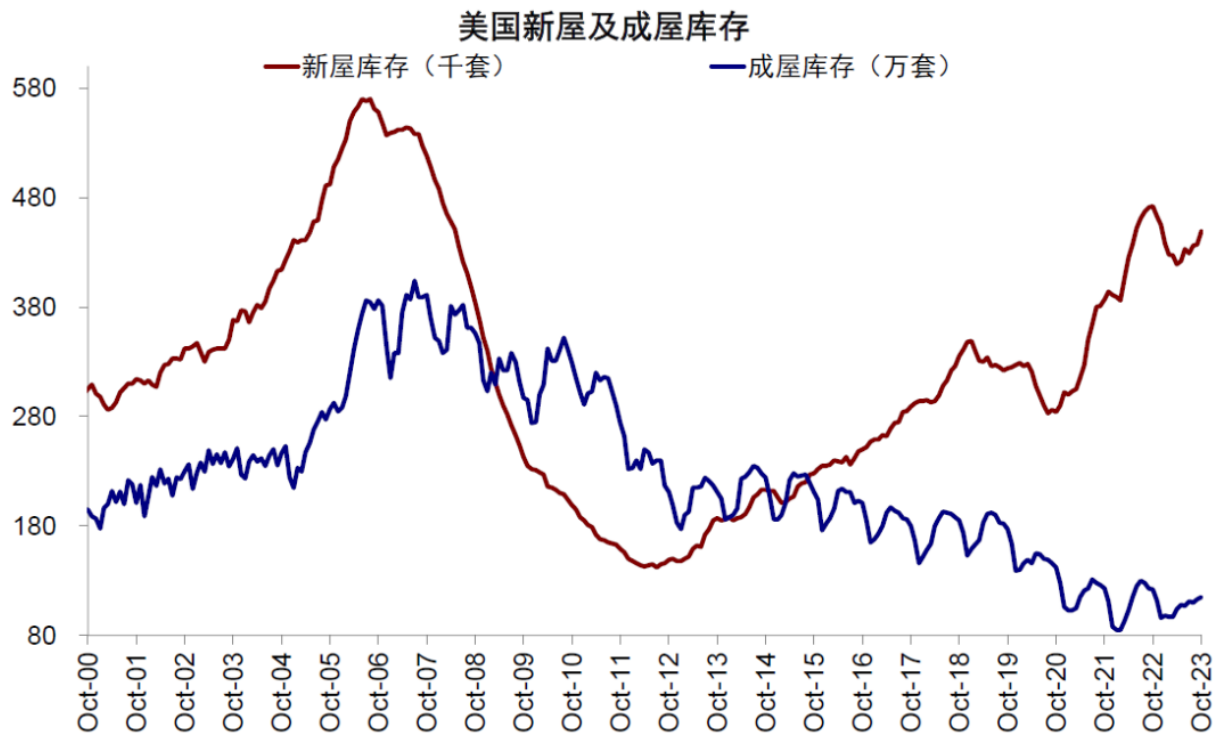
2) 金融条件过早下行可能再度激活地产增量需求。当前7.5%的房贷利率也就刚刚超过7%的租金回报率；市场已经自发交易降息，若美联储也快速降息的话，有可能使得本来需求就不错的房地产市场需求再度活跃。

图表10：当前7.5%的房贷利率刚刚超过7%的租金回报率



资料来源：Haver，中金公司研究部

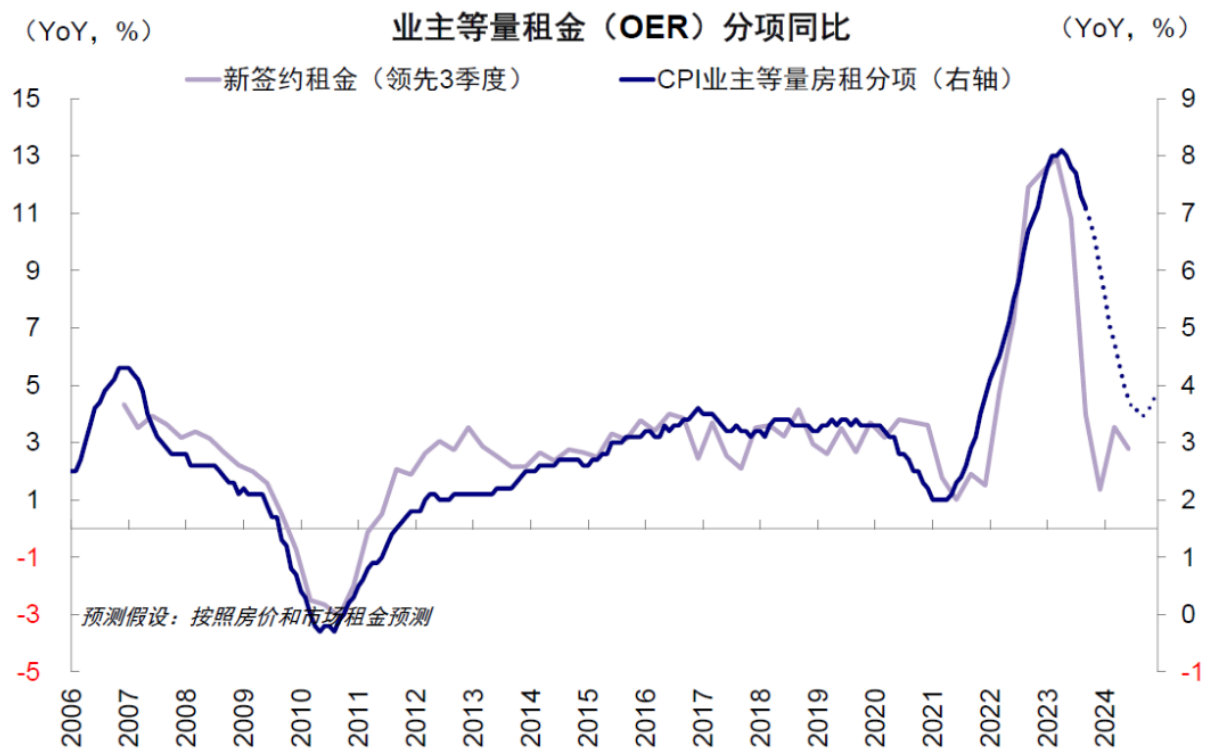
图表11：在美国成屋库存偏低供需紧张的情况下，若利率快速下行达不到美联储约束增量地产和投资需求的目的



资料来源：Haver，中金公司研究部

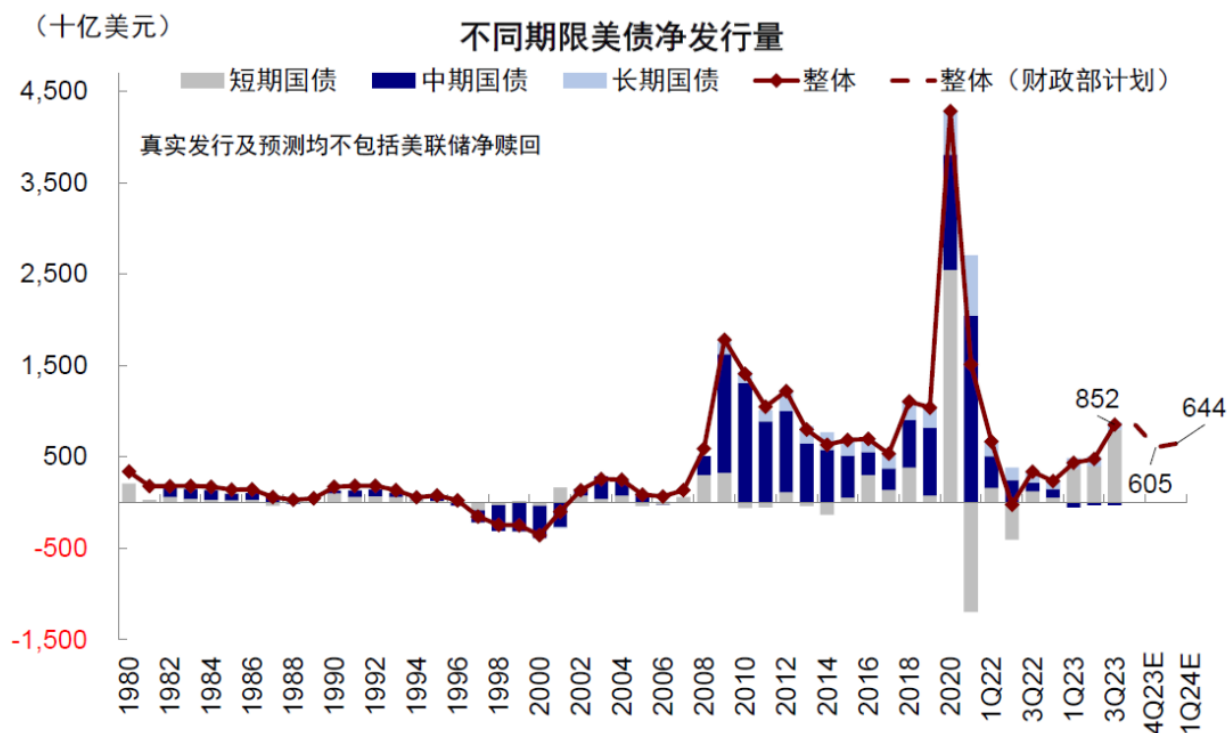
3) 明年一季度房租和发债的扰动依然存在。BLS公布的新签约租金指标领先CPI中大权重项等量租金（OER）大约三个季度。我们注意到租金近期再度上行，这有可能在1Q24导致CPI中租金分项同比上行。此外，财政部预计明年一季度净发行美债6440亿美元，高于今年四季度，这可能对又转负的期限溢价带来扰动。

图表12：新签约租金领先CPI中大权重项等量租金（OER）大约三个季度，如果只参考该指标，1Q24租金同比或上行



资料来源: Haver, 中金公司研究部

图表13: 扣除美联储净赎回, 财政部预计明年一季度美债净发行6440亿美元, 相比四季度小幅抬升



资料来源: SIFMA, 美国财政部, 中金公司研究部

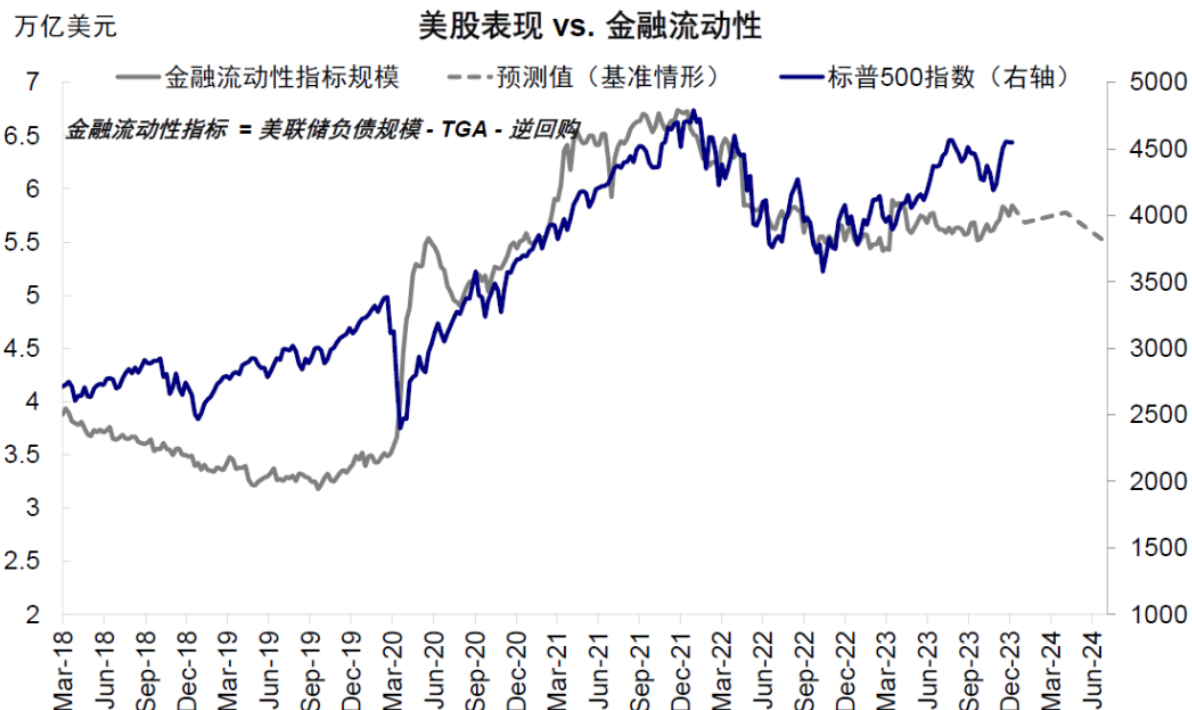
4) 从节奏和时间看，美联储完成政策路径切换也非常紧凑。美联储需要完成调整点阵图、管理缩表停止、暗示降息三件事。参考上一轮经验，美联储从暗示结束加息到首次降息持续了半年时间。

但若美联储出于非基本面因素选择提前降息，可能考虑来自三个方面：

1) 预防式降息，可以预防式降息一两次观察效果，类似于停止加息观察紧缩效果。美联储提早小幅降息有助于防范过度紧缩的风险，如1995年和2019年，经济均未衰退但美联储都分别小幅降息25bp。但站在当前角度，由于融资成本刚刚压制，预防式降息可能冒着较大需求再度上行的风险。

2) 对冲缩表的流动性收紧影响。虽然当前美联储缩表仍在按计划进行，但是TGA账户已基本回补至合理水平、且隔夜逆回购还可在很大程度对冲财政部净发债（美联储账上逆回购已快速回落至当前的1.18万亿美元左右，6-10月合计对冲短债净发行幅度达81%）。我们测算金融流动性明年一季度仍有支撑，但二季度之后则将开始显现，除非届时美联储选择停止缩表并降息。

图表14：我们测算金融流动性（美联储负债-逆回购-TGA）一季度仍可得到支撑，但二季度压力可能开始显现



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

3) 避开干扰大选之嫌。美国2024年大选将于明年7月和8月共和民主两党初选结束，候选人正式提名后进入最终阶段，货币政策届时的变化也将难免对此有一定影响。

如果作出这一选择，美联储可以选择类似于1995年和2019年的“预防式”方式，例如首次开启降息后，暂停一段时间观察效果，而非连续降息。美联储提早小幅降息有助于防范过度紧缩风险并压制实际利率，如1995年和2019年，经济均未衰退但美联储都分别小幅降息25bp。

但站在当前角度，由于融资成本刚刚压制，预防式降息可能冒着较大需求再度上行的风险。此外，非基本面因素如对冲缩表的流动性收紧影响、避免干扰大选之嫌均有可能影响美联储提前降息。

三、降息初期的资产含义？先股后债，新兴修复；利率先于降息开始趋势下行

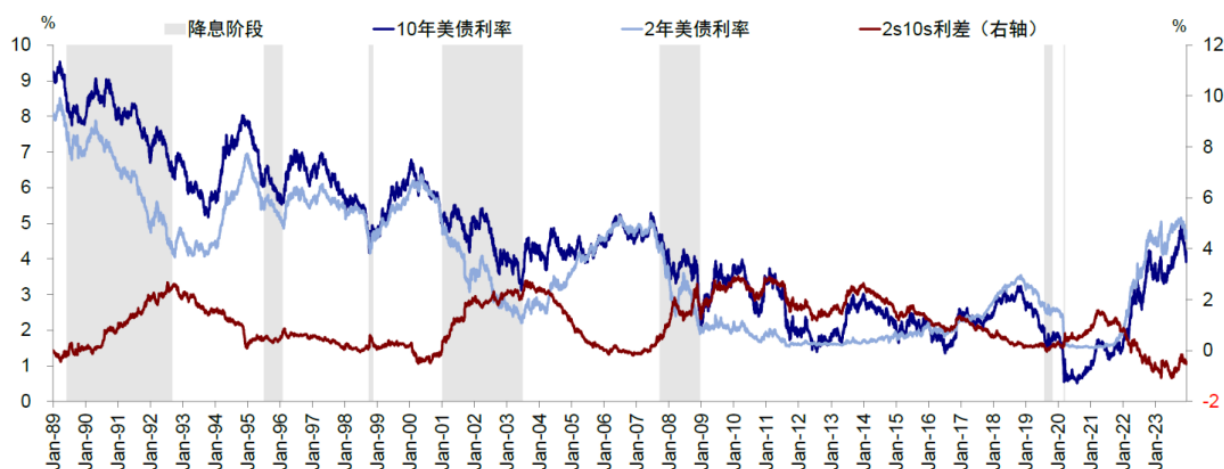
分析历次降息周期的资产表现，需要注意的是，简单的依赖历史经

验加平均并不可取。1990年以来仅有7次降息周期，或长或短，每次都不同，历史经验较为有限，取资产表现的简单平均会掩盖掉很多个体差异，因此对于资产走势的判断上具有误导性。

同时。我们要明确降息开启是经济周期的结果，如果只强调利率变化这一单一变量而忽略宏观大背景，则或会造成本末倒置和刻舟求剑的问题。在这一背景下，我们总结归纳如下普适性规律：

1) 美债利率继续下行，曲线倒挂缓解并修复，短债开始下行，长债逐步见底。不论是因为降息本身、还是经济和市场往往趋弱的宏观背景，预期先行往往带动利率在降息开启前已经转为趋势下行。在降息初期，美债利率继续回落，此时短债开始回落，随着降息周期的深入，收益率曲线陡峭化。如果不是深度衰退的降息周期，在降息几次短长端拉平后，长端利率也逐步见底。

图表15：预期先行往往带动长端利率在降息开启前已经转为趋势下行



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部