

联储政策

历史统计视角下的分析



1、政策转向（1981年下半年至今）

- 加息启动时点通常在PCE回升后出现，不过美联储同时也会考虑失业率的情况。在2020年2%平均通胀目标制的制定后，加息时点出现在通胀回升至2%以上才出现。同时从1999年至今的加息开启时点来看，失业率基本都维持在6%以下。
- 降息对于失业率指标反映敏感，历史上降息时点通常在失业率较前低点回升0.3%后开启；
- 一般来说，在失业率回落后会促使美联储停止降息。不过，2000年后失业率回落时点对于降息停止的指示意义开始变弱，主要是由于2000年后联邦基金利率处于较低位置，这导致美联储可以降息的空间有限，因而基准利率与失业率走势逐渐脱节。
- 停止加息的时点往往在通胀回落后出现，在2012年2%的固定通胀目标制出现后，停止加息的时点在PCE回落至2%以下后才出现。

加息启动时点 指标变化

加息开启时点	经济	失业率	通胀率	核心通胀率
1983. 3	1. 4% (增速由负转正)	10. 3% (开始回落，但在高位)	4. 4% (回落)	5. 6% (回落)
1987. 1	2. 9% (增速放缓)	6. 6% (回落，维持低位)	1. 6% (未出现明显回升)	2. 9% (回落)
1994. 2	2. 6% (增速提升)	6. 6% (回落，维持低位)	2% (未出现明显回升)	2. 3% (未出现明显回升)
1999. 6	4. 7% (增速放缓)	4. 3% (回落，维持低位)	1. 4% (持续攀升)	1. 4% (回升)
2004. 6	4. 2% (增速放缓)	5. 6% (回落，维持低位)	2. 9% (回升)	2. 1% (回升)
2015. 12	3% (增速放缓)	5% (回落，维持低位)	0. 3% (回升)	1. 13% (回落)
2022. 3	3. 7% (增速放缓)	3. 6% (回落，维持低位)	6. 8% (显著回升)	5. 4% (显著回升)

注：表内数据为加息开启月的公布数据，若当月未公布数据则沿用上期数据。

历史统计视角下的分析

降息启动时点指标变化

降息开启时点	经济	失业率	通胀率	核心通胀率
1981. 8	3. 0% (1980年和1982年皆为负增速)	7. 4% (回升0. 2%)	8. 7% (回落)	8. 7% (回落)
1984. 9	6. 9% (增速放缓)	7. 5% (回升0. 3%)	3. 3% (回落)	3. 7% (回落)
1989. 6	3. 7% (增速放缓)	5. 3% (回升0. 3%)	4. 7% (回落)	4. 2% (回落)
1995. 7	2. 4% (增速放缓)	5. 7% (回升0. 3%)	2% (回落)	2% (回落)
2001. 1	2. 9% (增速放缓)	4. 2% (回升0. 3%)	2. 7% (回升)	2% (回升)
2007. 9	2. 4% (增速提升)	4. 7% (回升0. 3%)	2. 5% (回升)	2. 1% (回升)
2019. 8	2. 1% (增速放缓)	3. 7% (回升0. 1%)	1. 5% (回落)	1. 8% (回升)

注：表内数据为加息开启月的公布数据，若当月未公布数据则沿用上期数据。

2、加/降息和停止加/降息阶段统计（1981年下半年至今）

- **加息周期：**美联储共计加息7轮，平均加息时间持续21. 9个月，平均累计加息幅度为330个基点，平均加息次数达11. 6次。

· **降息周期：**美联储共计降息7轮。从每轮降息情况来看，平均降息时间持续26. 3个月，平均累计降息幅度为530个基点，平均加息次数达13. 9次，与加息平均情况相比，降息持续时间更长，幅度更大，次数也更多。

· **从停止加息到开启降息：**中间间隔往往短于9个月。

· **从停止降息到开启加息：**中间间隔时间较长，大部分在半年以上。

加息周期情况统计

加息时间	持续时间	累计幅度	加息终点上限	加息次数
1983. 3-1984. 8	近18个月	300个基点	11. 5%	10
1987. 1-1989. 5	近31个月	393. 75个基点	9. 8125%	22
1994. 2-1995. 2	近13个月	300个基点	6%	7
1999. 6-2000. 5	近11. 5个月	175个基点	6. 5%	6
2004. 6-2006. 6	超过26个月	425个基点	5. 25%	17
2015. 12-2018. 12	超过39个月	225个基点	2. 5%	9
2022. 3-2023. 5	近15个月	500个基点	5. 25%	10
均值	21. 9个月	330个基点	-	11. 6

注：虽然上述表格中统计的第7轮加息周期为2022. 3-2023. 5，但本轮加息周期可能还未结束。

历史统计视角下的分析

降息周期情况统计

降息时间	持续时间	累计幅度	降息终点下限	降息次数
1981. 8-1982. 12	近17个月	1050个基点	8. 5%	13
1984. 9-1986. 8	25个月	562. 5个基点	5. 875%	26
1989. 6-1992. 9	超过42个月	681. 25个基点	3%	24
1995. 7-1998. 11	近44个月	125个基点	4. 75%	6
2001. 1-2003. 6	超过32个月	550个基点	1%	13
2007. 9-2008. 12	超过16个月	500个基点	0. 25%	10
2019. 8-2020. 3	超过8个月	225个基点	0. 25%	5
均值	26. 3个月	530个基点	-	13. 9

加息终点利率持续情况

开始时间	结束时间	持续时间 (月)	政策利率终点水平 (%)
1984-08-09	1984-09-20	1. 50	11. 5000
1989-05-17	1989-06-06	0. 71	9. 8125
1995-02-01	1995-07-06	5. 54	6. 0000
2000-05-16	2001-01-03	8. 29	6. 5000
2006-06-29	2007-09-18	15. 93	5. 2500
2018-12-20	2019-08-01	8. 00	2. 5000

降息终点利率持续情况

开始时间	结束时间	持续时间 (月)	政策利率终点水平 (%)
1982-12-14	1983-03-31	3. 82	8. 5000
1986-08-21	1987-01-05	4. 89	5. 8750
1992-09-04	1994-02-04	18. 50	3. 0000
1998-11-17	1999-06-30	8. 04	4. 7500
2003-06-25	2004-06-30	13. 25	1. 0000
2008-12-16	2015-12-17	91. 32	0. 2500
2020-03-16	2022-03-17	26. 11	0. 2500

3、未来货币政策预测

- 本轮美联储加息启动时点由于2020年平均通胀目标制的出现而远远滞后于通胀回升。此外，在近15个月的加息周期内，美联储已经加息了10次，累计和单次加息幅度均为82年以来最大，可以说是在较短的时间内进行了大幅加息。
- 在平均通胀目标制下，本轮通胀回落至2%下方后，美联储可能需要更长的时间去维持较低的通胀率来补偿此前过高的通胀率，若新公布的通胀数据仍然表现顽固，则会为美联储加息提供依据，不过，考虑到此轮大规模加息带来的经济恶化风险还在提升，本轮加息周期可能已经接近尾声，美联储更有可能继续维持高利率，直至各维度经济数据，特别是当失业率出现回升信号后，维持时间大概率小于9个月。

一、联储会议

定期会议：联邦公开市场委员会（FOMC）每年定期举办8次会议，时间间隔6-7周，具体举办日期在每年年初公布。每次会议都会公布政策申明和会议记录的链接，其中3，6，9，12四个月的会议最为重要，还会公布经济展望材料（Projection Materials），材料中主要包含点对当年、后两年以及长期的经济、失业率、通胀率和联邦基金利率的预测，其中关于联邦基金目标利率的预测可以通过点阵图来判断。所有的会议纪要都会在会后3周公布。另外，每年第一次会议还会公布一份关于长期目标和货币政策策略的声明，其中主要包含货币政策最终目标的变化。

除了定期会议，8月全球央行年会和根据需要举办的其他会议也值得关注。

一、联储会议

定期会议列表

2023 FOMC Meetings				
Jan/Feb	31-1	Statement: PDF HTML Implementation Note	Press Conference Statement on Longer- Run Goals and Monetary Policy Strategy	Minutes: PDF HTML (Released February 22, 2023)
March	21-22*	Statement: PDF HTML Implementation Note	Press Conference Projection Materials PDF HTML	Minutes: PDF HTML (Released April 12, 2023)
May	2-3	Statement: PDF HTML Implementation Note	Press Conference	Minutes: PDF HTML (Released May 24, 2023)
June	13-14*			
July	25-26			
September	19-20*			
Oct/Nov	31-1			
December	12-13*			
* Meeting associated with a Summary of Economic Projections.				

经济展望材料 (Projection Materials)

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2023

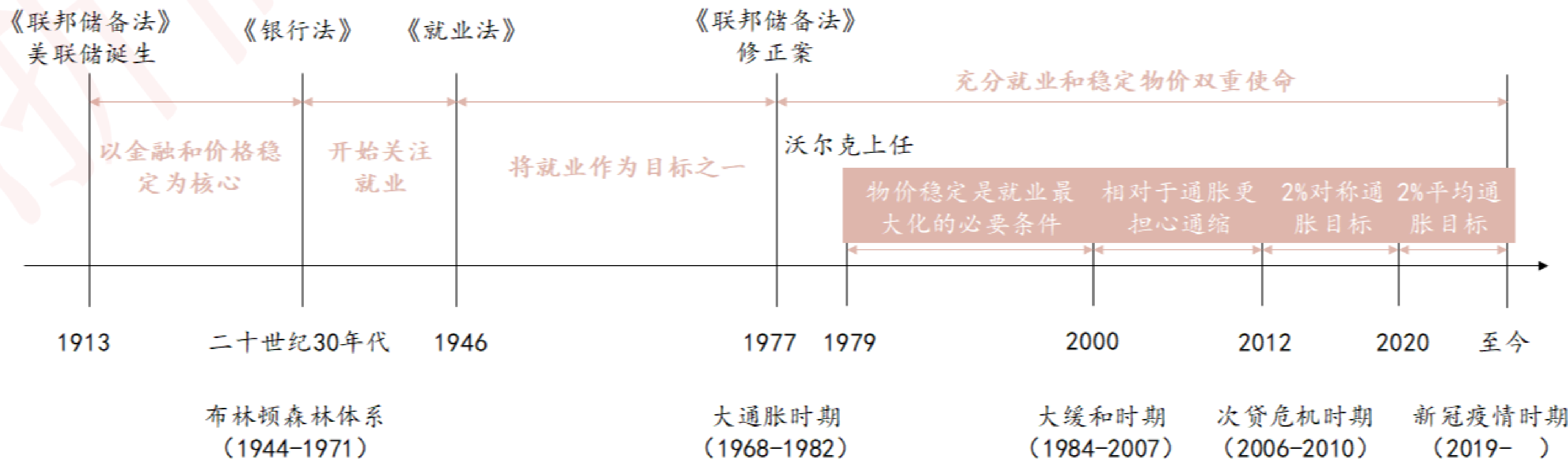
Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

注：该图表来源于2023年3月的经济展望材料。

二、政策目标

在2023年发布的《长期目标和货币政策战略声明》中显示，FOMC通过改变联邦基金利率的目标区间来调整货币政策立场，在引导货币政策时，遵循的是充分就业和物价稳定的双目标制，主要判断是基于对劳动力市场和通胀预期的变化。

- 充分就业：充分就业没有固定目标，在《声明》中显示，充分就业是一个具有广泛基础和包容性的目标，不能被直接衡量；此外，《声明》中还提到在FOMC决策前必须对充分就业缺口进行评估，但评估具有不确定性，可能会被修订，意味着美联储会更加关注就业目标；
- 物价稳定：FOMC为物价稳定制定了2%的长期通胀目标，在2012年-2019年间为2%对称通胀目标，从2020年起改为一段时间内2%的平均通胀目标，对比前者，2%的平均通胀目标允许通胀率在“一段时间内”可以超出或低于2%，对过去的通胀路径也进行了补偿，只是并非回溯到最初设定目标的起点，而是仅对“选定时间”进行补偿，说明美联储对物价走势的关注重点从短期更改为长期，在对待通货膨胀的态度上显现出了更大的宽容，该种转变意味着美联储不再强调先发制人的货币政策调控，也解释了本轮美联储推迟紧缩的原因。



三、政策转向条件

1、通胀指标

1977年修正案后美联储遵循的是充分就业和物价稳定双目标制，因此美联储货币政策往往与通胀、就业等指标高度相关，因此我们选用通胀、就业相关指标，结合历史货币政策周期，来判断触发美国货币政策转向的相应条件。从通胀指标来看，FOMC为物价稳定制定了2%的长期通胀目标，常用的通胀指标包含CPI和PCE，虽然美联储参照的通胀指标是PCE，但由于公布时间的差异，市场更关注CPI。我们在此做了对比，发现CPI与PCE差异最大的部分主要来源于住宅和能源两部分。

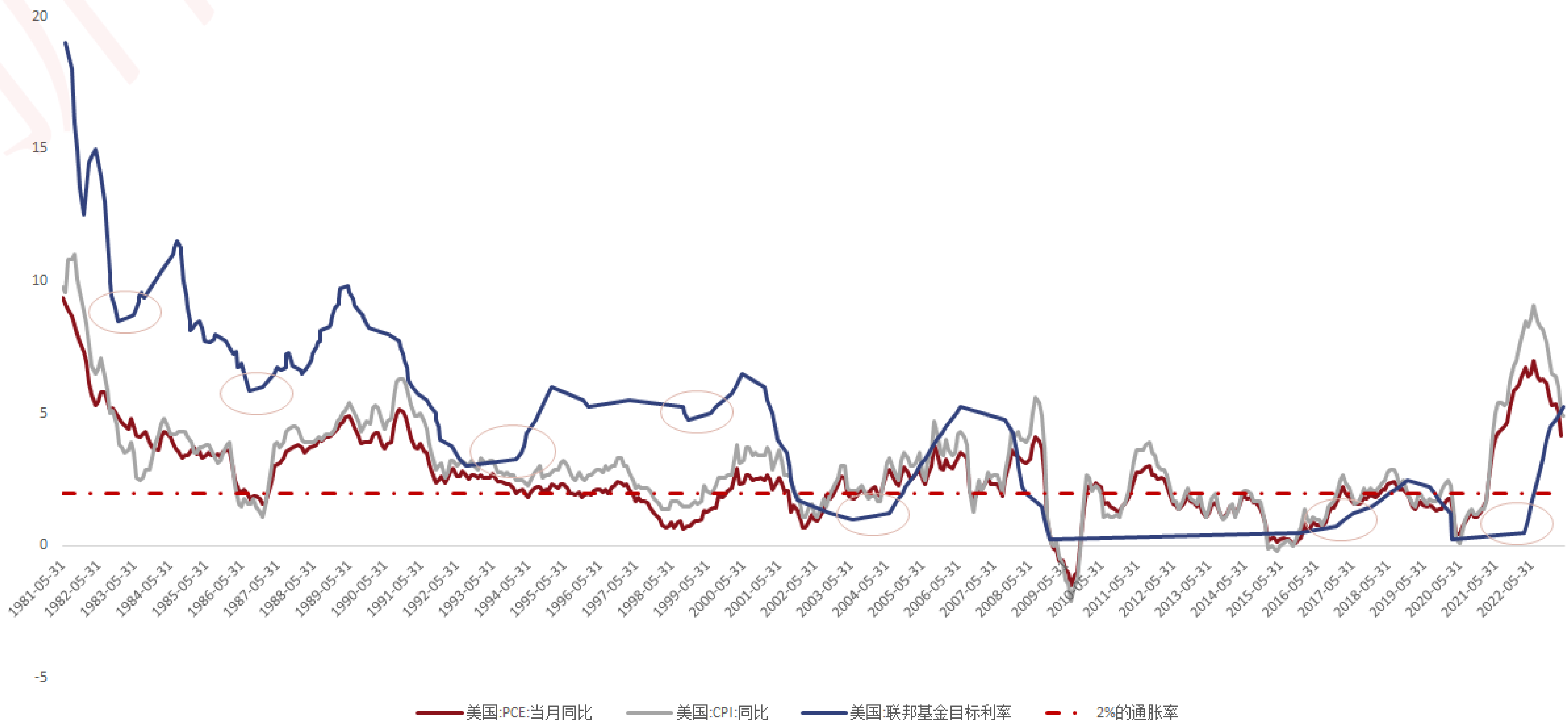
CPI与PCE比较

	消费者物价指数 (CPI)	个人消费支出价格指数 (PCE)
发布方	美国劳工部	美国经济分析局
发布时间	每月中旬	每月末
权重计算方式	拉式加权平均	链式加权平均 反映结构变化
权重占比	前三为住宅（44.38%）、交通运输（16.74%）和食品饮料（14.38%），三者合计达75.5%	商品和服务占比分别为34%和66%。 与CPI相比，住房、和能源相关权重占比更低，但医疗相关权重更高
波动幅度	较大	较小
应用	美国调整社保支付金额和TIPS面额调整	美联储长期通胀目标

2、加息（1981年下半年至今）

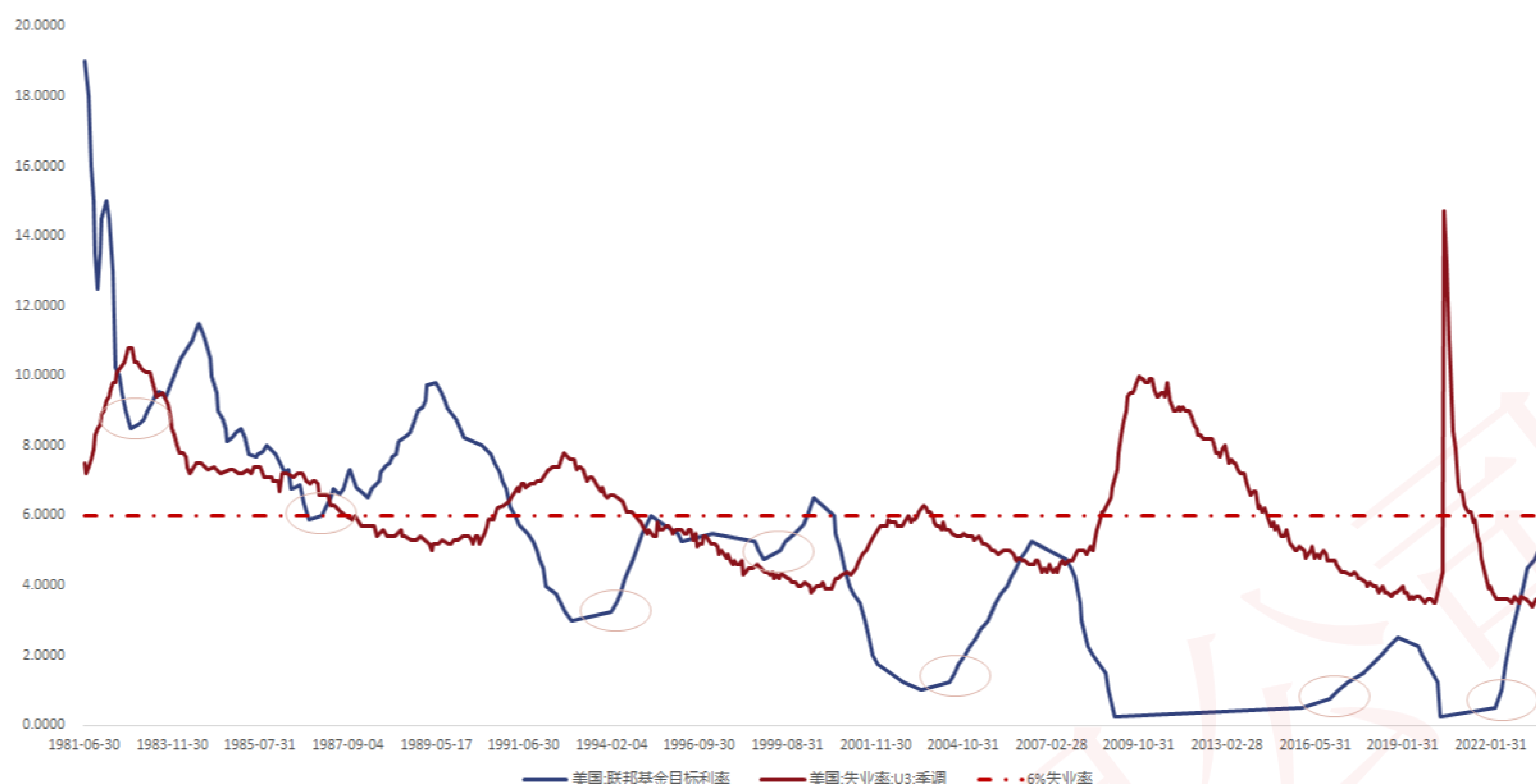
- 加息启动时点通常在PCE回升后出现，不过美联储同时也会考虑失业率的情况。在2012年美联储制定了2%的固定通胀目标制后，加息时点往往在通胀回升至2%附近后出现，同时历次加息开启时点，失业率基本都在6%附近或以下。
- 2012年之前，美联储还没有制定固定通胀目标制，因此加息开启时点并不一定以2%为基准，但往往是在通胀回升后开启，除了1994年，时任主席格林斯潘带领的美联储在通胀并未出现明显回升时就进行了提前加息，虽然该轮加息规模小，对通胀的控制也较好，但是由于远超市场预期，对美国资本市场产生了较大的冲击。
 - 2012年之后，2%的通胀目标被制定，PCE被较好的控制在2%以下，直至平均通胀制的出现，美联储推迟紧缩，导致了本轮过高通胀的产生。

通胀回升对应加息启动（%）



三、政策转向条件

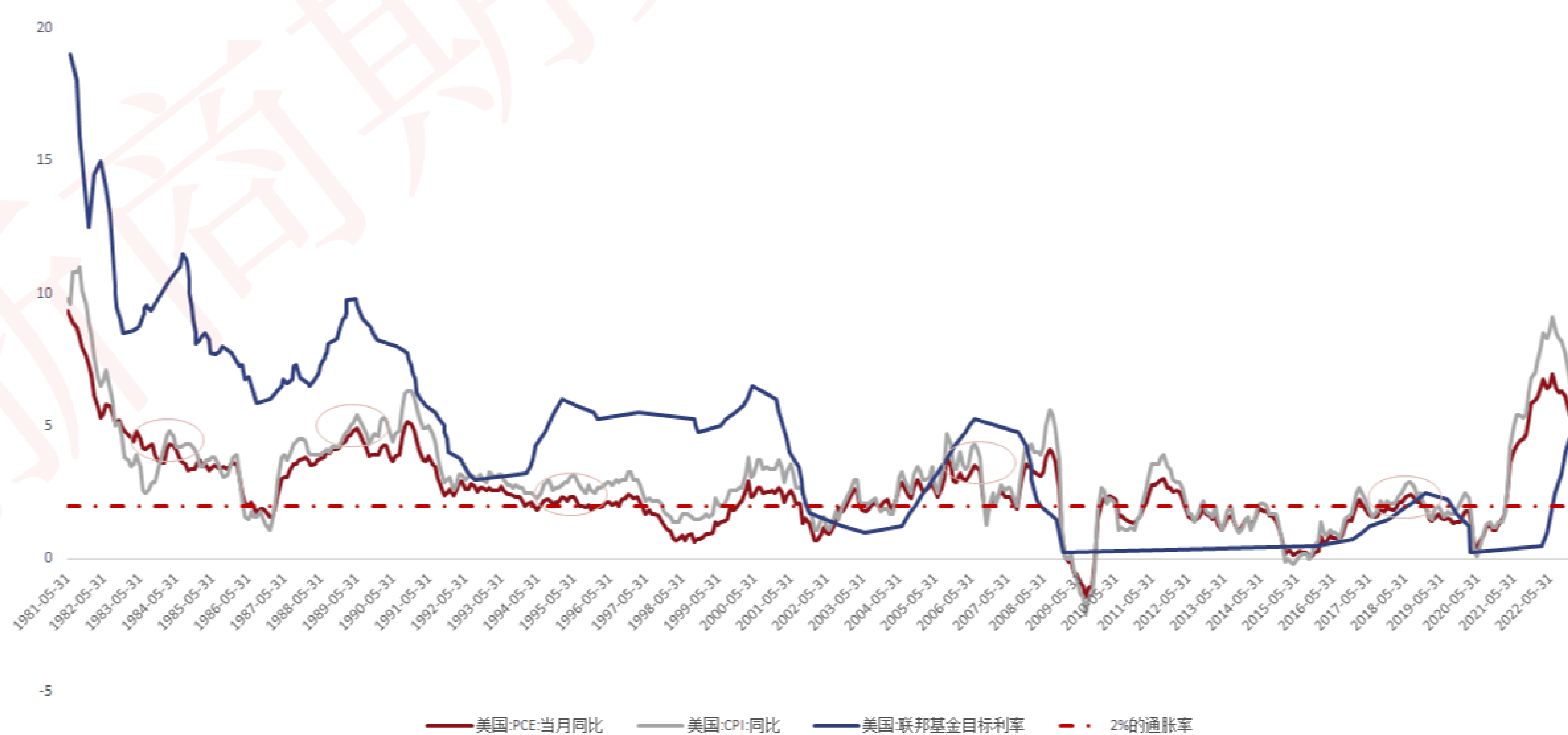
失业率与加息 (%)



3、停止加息 (1981年下半年至今)

美联储停止加息的时点通常在通胀回落之后，在2012年制定固定通胀目标制后，停止加息的时点在通胀率回落至2%以下后才出现，不过由于2020年平均通胀目标制的出现，导致美联储启动加息的滞后，本轮通胀最高攀升至6.98%，为1982年以来最高，目前来看，3月PCE回落至4.16%，离2%的目标还有一段距离，同时在平均通胀目标制下，在通胀回落至2%下方后，美联储可能需要更长的时间去维持较低的通胀率来补偿此前过高的通胀率，因此在本轮加息周期结束后，美联储大概率不会立刻降息。

通胀对应加息停止 (%)

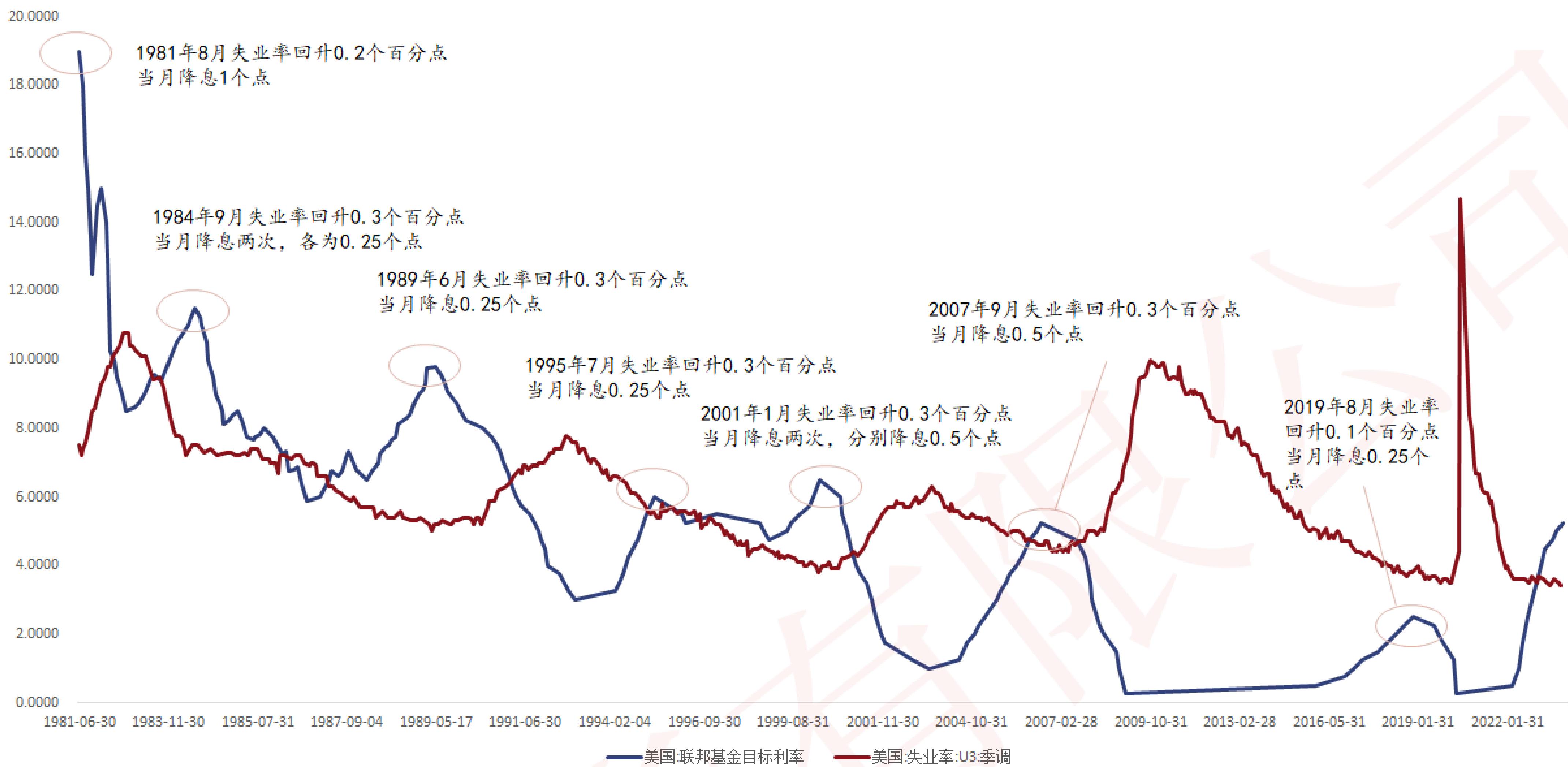


三、政策转向条件

4、降息（1981年下半年至今）

- 美联储降息启动时点对失业率指标表现敏感，历史上降息通常在失业率较此前低点回升0.3%后出现。
- 当失业率回升至0.3%时，美联储往往在当月就进行了降息，其中1984年9月和2001年1月进行了两次降息。
 - 但是有两次特殊情况，美联储在1981年8月和2019年8月降息时则不是以0.3%作为标准，而是分别在失业率从低点回升0.2%和0.1%时就进行了降息。

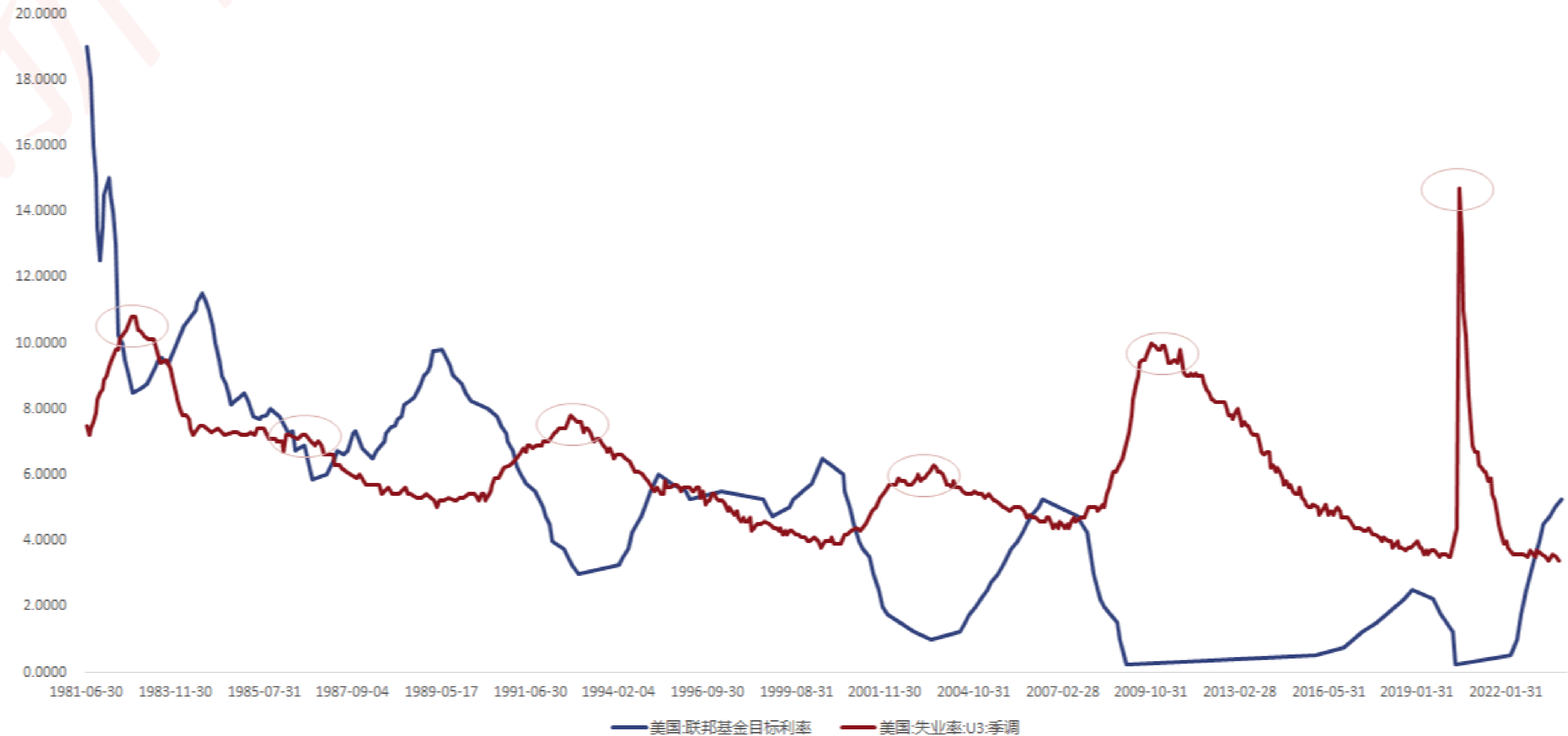
失业率与加息（%）



注：图中所注明的失业率回升是以前低点的回升幅度来计算的。

5、停止降息（1981年下半年至今）

失业率与加息（%）

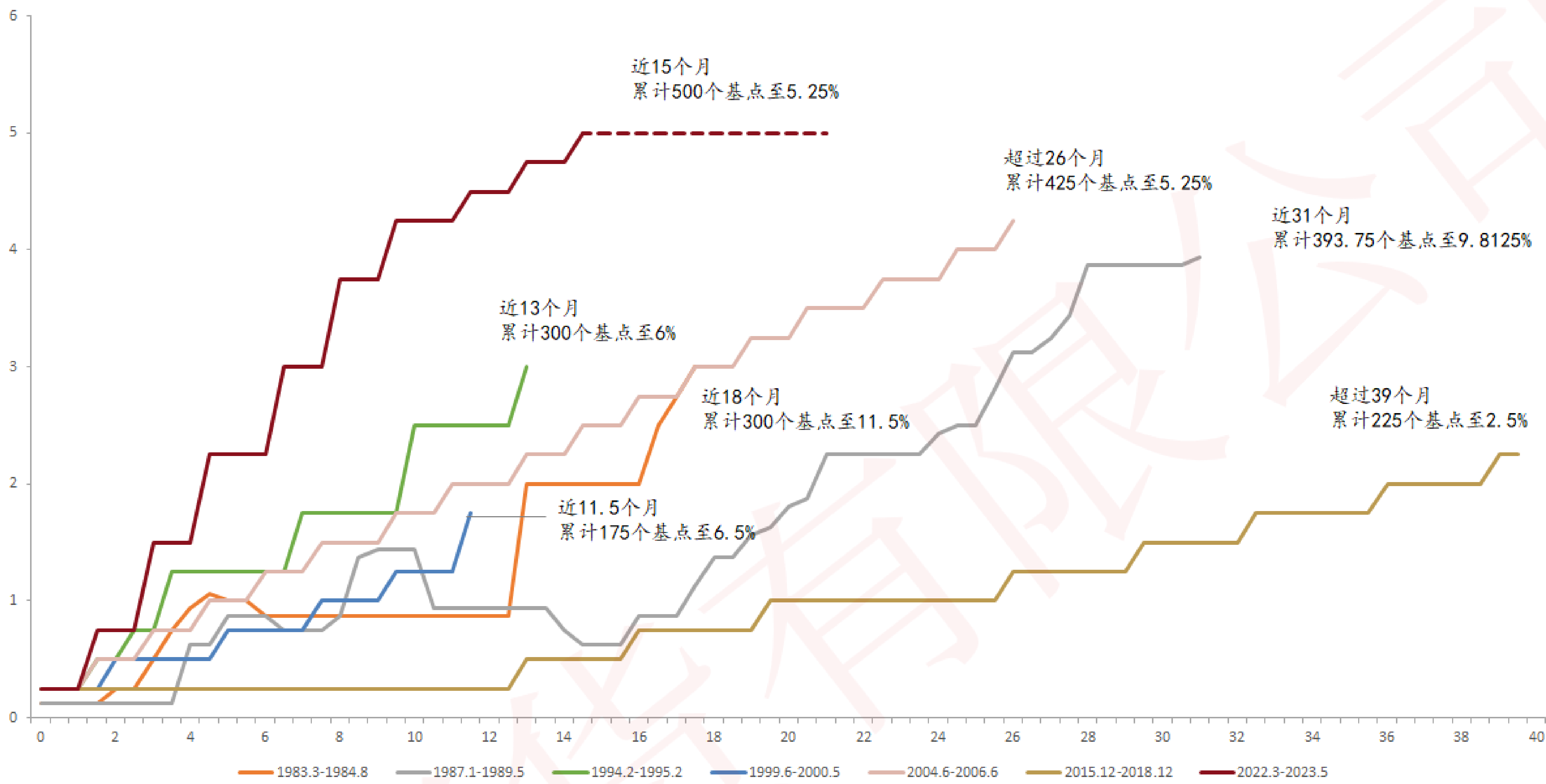


四、联邦基金目标利率变动统计

1、历史加息情况统计（1981年下半年至今）

美联储共计加息7轮。从每轮加息情况来看，平均加息时间持续21.9个月，平均累计加息幅度为330个基点，平均加息次数达11.6次。本轮加息（2020.3-5）已经加息10次，在较短的时间内进行了大幅加息，目前来看，累计加息幅度为82年以来最大；若从单次加息幅度来看，从格林斯潘时期开始，加息进程往往是徐徐推进，很少出现单次加息幅度超过50个基点的情况，特别在伯南克和耶伦时期，单次加息幅度都保持在25个基点，而本次加息周期中，截止5月的加息时点，11次加息中共计出现4次加息在75个基点，2次加息出现在50个基点，主要原因也是由于鲍威尔领导的美联储将2%的对称通胀目标更改为平均通胀目标，导致本轮加息周期中美联储在通胀升至8.5%后才开始加息，在通胀居高不下的情况下不得不在短时间内快速提升目标利率。

历史加息情况统计

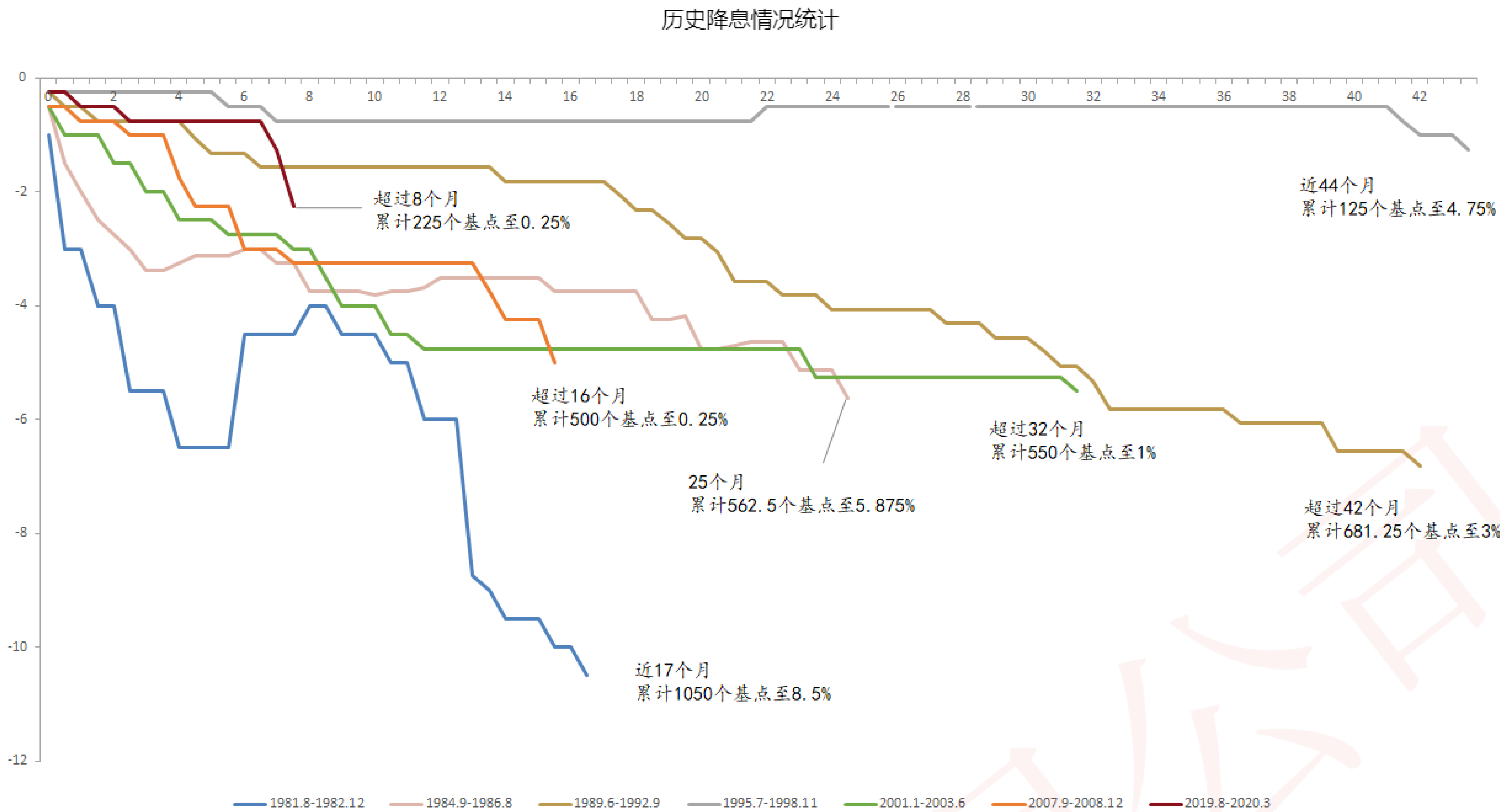


注：纵轴为各加息周期内的累计加息幅度，横轴数值x表示为距离第一次加息后x月；标签对应各轮加息周期的持续时间、累计加息幅度和加息政策利率的终点水平。红色虚线为年内政策利率预测，基于2022年12月和2023年3月美联储经济预测摘要中美联储对未来政策利率路径的预测，结合美联储官员3-5月政策倾向表态得出。

2、历史降息情况统计（1981年下半年至今）

美联储共计降息7轮。从每轮降息情况来看，平均降息时间持续26.3个月，平均累计降息幅度为530个基点，平均加息次数达13.9次，与加息平均情况相比，降息持续时间更长，幅度更大，次数也更多。

四、联邦基金目标利率变动统计



3、历史加息/降息后维持利率水平情况统计（1981年下半年至今）

从停止加息到开启降息：中间间隔往往短于9个月。

从停止降息到开启加息：中间间隔时间较长，大部分在半年以上。

一般来说，加息周期中可能存在经济恶化风险，因此较后者来说，停止加息与开启降息间的间隔往往较近，且当经济恶化风险越高时，停止加息与开启降息间的间隔越短。

本轮加息周期已接近加息终点水平，在停止加息后，美联储为引导通胀水平继续下降到长期目标位，通常会继续维持高利率，直至各维度经济数据，特别是失业率出现相应“信号”，维持时间大概率小于9个月。

加息终点利率持续情况			
开始时间	结束时间	持续时间（月）	政策利率终点水平（%）
1984-08-09	1984-09-20	1.50	11.5000
1989-05-17	1989-06-06	0.71	9.8125
1995-02-01	1995-07-06	5.54	6.0000
2000-05-16	2001-01-03	8.29	6.5000
2006-06-29	2007-09-18	15.93	5.2500
2018-12-20	2019-08-01	8.00	2.5000

降息终点利率持续情况			
开始时间	结束时间	持续时间（月）	政策利率终点水平（%）
1982-12-14	1983-03-31	3.82	8.5000
1986-08-21	1987-01-05	4.89	5.8750
1992-09-04	1994-02-04	18.50	3.0000
1998-11-17	1999-06-30	8.04	4.7500
2003-06-25	2004-06-30	13.25	1.0000
2008-12-16	2015-12-17	91.32	0.2500
2020-03-16	2022-03-17	26.11	0.2500