

## 研究通讯

### 专题研究（供内部交流）

#### 美联储历史货币政策周期油价表现回顾

广发期货发展研究中心

电 话：020-88818033

E-Mail: wanghuijuan@gf.com.cn

摘要：美国 7 月零售增速超预期走强以及偏鹰派的货币政策会议纪要影响下，市场仍定价 9 月美联储或暂停加息，年内不加息，而美联储最早降息时点则被推迟至 2024 年 5 月份开启。本轮加息已经进入尾声，末次加息或已定格在 7 月份，当前大概率处于末次加息至下一轮降息开启的平台期。本文通过分析美联储货币政策和油价之间的联系发现，油价在美联储货币政策周期内的表现存在一定规律，但油价除了受货币政策影响外，还受到供需层面多因素的影响，因此油价表现具有一定复杂性，并无一致性的结论。美联储货币政策作用于油价的桥梁仍为美国经济表现，美国利率政策作用于美国实体部门，从而影响美国原油需求，而美国作为重要的原油需求国，在油价影响权重中占有很大比重，后期油价表现的关键决定因素仍在于美国经济走向；此外，美国利率政策还会影响市场预期和风险偏好，通过作用于资金情绪以及资金流向传导至油价。

投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1292 号

#### 联系信息

王慧娟（期货从业资格号：F03090246）

电话：020-88818033

邮箱：wanghuijuan@gf.com.cn

---

## 目录

1. 美联储货币政策周期背景.....	1
2. 美联储加息周期油价复盘.....	3
3. 美联储降息周期油价复盘.....	5
4. 本轮加息尾声后油价展望.....	7
免责声明 .....	8

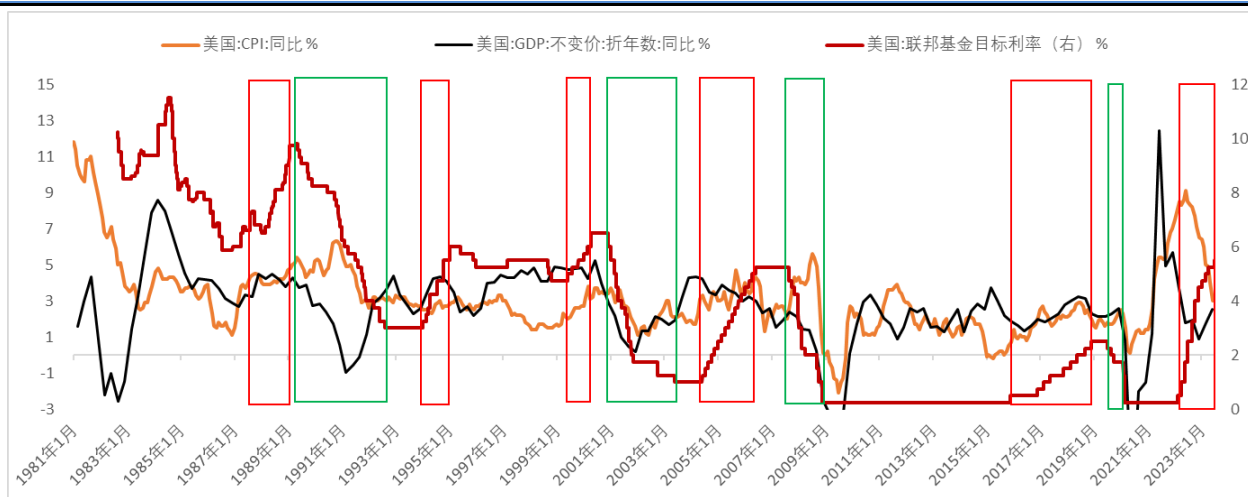
美国 7 月末季调 CPI 年率录得 3.2%，低于市场预期 3.3%，前值为 3%。7 月份美国 CPI 数据略低于市场预期的情况下，市场定价 9 月美联储或暂停加息，年内不加息。7 月美国零售销售月率录得 0.7%，超出市场预期，为 2023 年 1 月以来最大增幅，强劲的消费数据叠加 7 月份美联储会议纪要提示通胀上行风险，市场预期的大概率降息时点由之前的 2024 年 3 月推迟到了 2024 年 5 月。本轮加息已经进入尾声，末次加息或已定格在 7 月份，当前大概率处于末次加息至降息的平台期。本文通过复盘历史美联储货币政策周期的油价表现，分析当前阶段油价的潜在影响因素，以对后期原油行情进行展望。

## 1. 美联储货币政策周期背景

本文列举了 1987 年以来美联储货币政策周期，包括加息周期和降息周期。其中加息周期六轮：第一轮（1987/01/05-1989/02/24）、第二轮（1994/02/04-1995/02/01）、第三轮（1999/06/30-2000/05/16）、第四轮（2004/06/30-2006/06/29）、第五轮（2015/12/17-2018/12/20）、第六轮（2022/03/17-至今）。美联储开启加息多为抑制通胀，诸如第一轮、第三轮和第六轮；第二轮和第四轮加息则为经济上行背景下，美联储为防止经济过热采取的加息；此外，在没有出现通胀和经济过热情况下，美联储也会出于货币政策调整需求进行加息，文中美联储第五轮加息就是这样的情况。复盘发现，除第四轮、第六轮加息外，加息期内美国经济表现出一定韧性，临近加息尾声时，美国经济往往出现边际放缓的迹象，加息结束后经济往往下滑，以至于出现不同程度的衰退情形。本轮加息表现出一定的特殊性，由于 2022 年美联储对于通胀“暂时性”的误判，本轮加息节奏滞后，且加息频率和加息幅度史无前例，加息周期内通胀对于美国经济的负反馈已有所体现，经济弱于以往的加息周期表现。

本文列举了四轮降息周期：第一轮（1989/06/06-1992/09/04）、第二轮（2001/01/03-2003/06/25）、第三轮（1999/06/30-2000/05/16）、第四轮（2019/08/01-2020/03/16），四轮降息周期无一例外均为美联储为刺激经济采取的货币政策调整，降息周期开启前，美国经济已经出现放缓的迹象，降息周期开启时美国 GDP 增速下滑，降息周期内美国经济表现为温和衰退或深度衰退不一，随着降息政策的推进，美国经济开始修复，从而在临近降息终点或降息结束后实现复苏。

图：美联储货币政策周期



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：美联储加息周期

轮次	加息周期	加息时长	起始利率	终点利率	加息幅度(BP)	加息次数
第一轮	1987/01/05-1989/02/24	25 个月	5.875	9.75	387.5	25
第二轮	1994/02/04-1995/02/01	12 个月	3	6	300	7
第三轮	1999/06/30-2000/05/16	11 个月	4.75	6.5	175	6
第四轮	2004/06/30-2006/06/29	24 个月	1	5.25	425	17
第五轮	2015/12/17-2018/12/20	36 个月	0.25	2.5	225	9
第六轮	2022/03/17-至今	至今 16 个月	0.25	至今 5.5	至今 525	至今 11 次

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图5：美联储降息周期

轮次	降息周期	降息时长	起始利率	终点利率	降息幅度(BP)	降息次数
第一轮	1989/06/06-1992/09/04	39 个月	9.8125	3	681.25	24
第二轮	2001/01/03-2003/06/25	30 个月	6.5	1	550	13
第三轮	2007/09/18-2008/12/16	15 个月	5.25	0.25	500	10
第四轮	2019/08/01-2020/03/16	8 个月	2.5	0.25	225	5

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图5：美联储货币政策周期背景

轮次	货币政策周期	货币政策背景
加息	1987/01/05-1989/05/17	在连续降息、“广场协定”等一系列因素影响下，美元从 1985 至 1987 年持续贬值，汇率风险推升通胀预期，同时美日贸易战也加剧了通胀担忧，美联储于 1987 年 1 月开启加息。同年 10 月的股灾暂停了加息进程，美联储在 11 月和次年 2 月间降息 3 次放水救市。之后通胀抬头，美联储重返加息。
降息	1989/06/06-1992/09/04	受加息周期、海湾战争、第三次石油危机、日本经济泡沫破灭、苏联解体等一系列事件影响影响，美国经济增长放缓，美联储认为经济增速不可持续，经济周期趋于下滑，美联储降息刺激经济。

加息	1994/02/04-1995/02/01	1993 年末开始美国经济持续复苏，此时经济预期较好，美联储在持续复苏的阶段采取预防性加息政策，于出现通胀高点前便开始加息。
加息	1999/06/30-2000/05/16	20 世纪 90 年代末，美国信息技术快速发展，市场在高投资率、低失业率的情况下逐步出现经济过热迹象，美联储为了抑制抬头的通胀情况而收缩货币。
降息	2001/01/03-2003/06/25	利率压力叠加互联网巨头的业绩披露不及预期，互联网泡沫破裂，经济预期恶化，2000 年下半年欧美主要经济体 GDP 增速显著下滑，期间美国又遭受 911 事件对经济的重创，美国进入了长达 3 年的衰退周期，美联储自 2001 年将联邦基金目标利率从 6% 一路下调至 1%，旨在刺激经济复苏。
加息	2004/06/30-2006/06/29	美联储长期低利率导致需求快速恢复、房地产泡沫显现，同时通胀上涨。美联储于 2004 年 6 月开启了为期两年的第四轮加息，以抑制通胀与房地产泡沫。
降息	2007/09/18-2008/12/16	2007 年 9 月美联储担心次贷危机影响经济增长，开启首次降息；而后全球次贷危机引发 2008 年金融危机，雷曼兄弟倒闭动摇金融市场，通胀数据快速下行，美联储在 08 年内大幅降息 4%。2009 到 2015 年末，美联储采用了长达七年的低利率政策刺激经济。
加息	2015/12/17-2018/12/20	2014 年底美国经济企稳，而美元的资产负债表由 8 千亿美元飙升至 4.5 万亿美元，美联储谨慎开启新一轮加息周期和缩表货币政策。三年间共加息 9 次，每次 25bp，加息幅度相对较为温和。
降息	2019/08/01-2020/03/16	在贸易摩擦和全球经济疲软情况下，美国经济趋势放缓，下行压力增加，2019 年美联储开启降息和扩表。2020 年新冠疫情引起美国经济衰退、金融市场动荡，美联储在 2020 年 3 月召开两次紧急会议，在两周内大幅降息共 150BP。
加息	2022/03/17-至今	新冠疫情背景下，巨额的纾困政策和天量的宽松货币政策帮助美国经济触底复苏，然而量化宽松叠加 2022 年 2 月俄乌地缘政治问题致使能源供给收缩，美国通胀高企，美联储迫于压力开启了新一轮加息周期。

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

## 2. 美联储加息周期油价复盘

**加息周期内，油价大方向上涨为主。**主因大多加息周期内美国经济表现相对较好，或对应经济快速发展后的过热阶段，需求仍然强劲，原油基本面驱动向上推高油价，且美联储加息政策对经济的收缩效应尚未体现，因此油价在此前的加息周期内大多呈现上行。

**本轮加息周期情况较为特殊，当前加息周期或已结束，但加息期间油价以走弱为主。**本轮加息期间，高通胀对于经济的负面影响已经显现，超前的加息节奏和加息频率下，衰退预期笼罩资本市场，美国经济增速放缓，高油价挤出原油需求。另一方面，快速加息收紧市场流动性，原油的流动性溢价走弱，俄乌冲突的地缘溢价随着时间推移也被挤出，因此油价在本轮加息周期呈现震荡下跌行情。

**末次加息后，油价表现不一，大多冲高回落为主。**美联储加息政策对于经济的负反馈具有滞后性，末次加息前后多对应经济放缓的临界点。此外，末次加息后的前期，VIX 指数多出现回落，且在下轮降息周期启动前反弹，这意味着市场风险偏好在加息暂停后得到修复，而随着经济下行压力增加，市场风险偏好会再度转弱。末次加息后的前期，经济放缓压力相对有限，市场流动性压力缓解、市场风险偏好修复带动原油演绎短暂的冲高行

情。末次加息的后期，经济下行压力更为显著，带动原油需求走弱，叠加市场风险偏好转弱，末次加息的后期油价受经济衰退拖累大概率走向回落。第四轮末次加息后，油价表现为先下跌后反弹，主因加息对于美国经济的收紧效应伴随此轮加息已有体现，因而此轮末次加息后的前期，美国衰退预期主导油价走弱为主，但因原油供应增长缓慢、美国经济之后短暂修复，原油市场仍然供不应求，油价在此轮末次加息的后期收复失地。

图：加息周期油价表现

轮次	起止时间	油价初值 (美元/桶)	油价终值 (美元/桶)	累积涨幅 (%)
第一轮	1987/01/05-1989/02/24	17.95	17.77	-1.0
第二轮	1994/02/04-1995/02/01	15.63	18.52	18.5
第三轮	1999/06/30-2000/05/16	19.29	29.73	54.1
第四轮	2004/06/30-2006/06/29	37.05	73.52	98.4
第五轮	2015/12/17-2018/12/20	34.95	45.88	31.3
第六轮	2022/03/17-	102.98	82.42 (2023/8/10)	-20.0

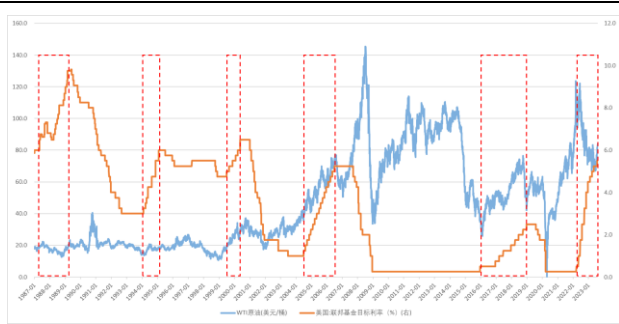
数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：末次加息后油价表现

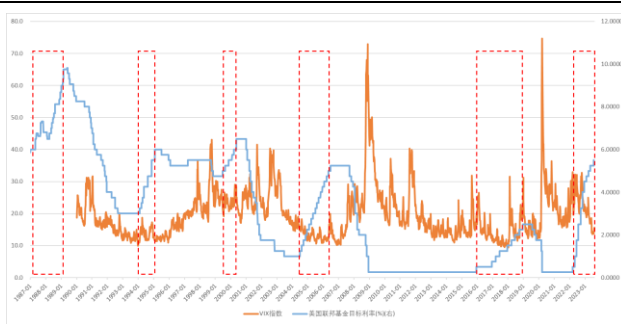
轮次	末次加息后平台期	加息停止后油价表现	累计变化
第一轮	1989/02/28-1989/06/05	冲高回落	13.06%
第二轮	1994/02/04-1995/07/05	先震荡走弱，后冲高回落	-7.34%
第三轮	2000/05/17-2001/01/02	震荡上移后回落	-7.20%
第四轮	2006/06/30-2007/09/17	先下跌后反弹	8.98%
第五轮	2018/12/21-2019/07/31	冲高回落	28.49%

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：美联储加息周期

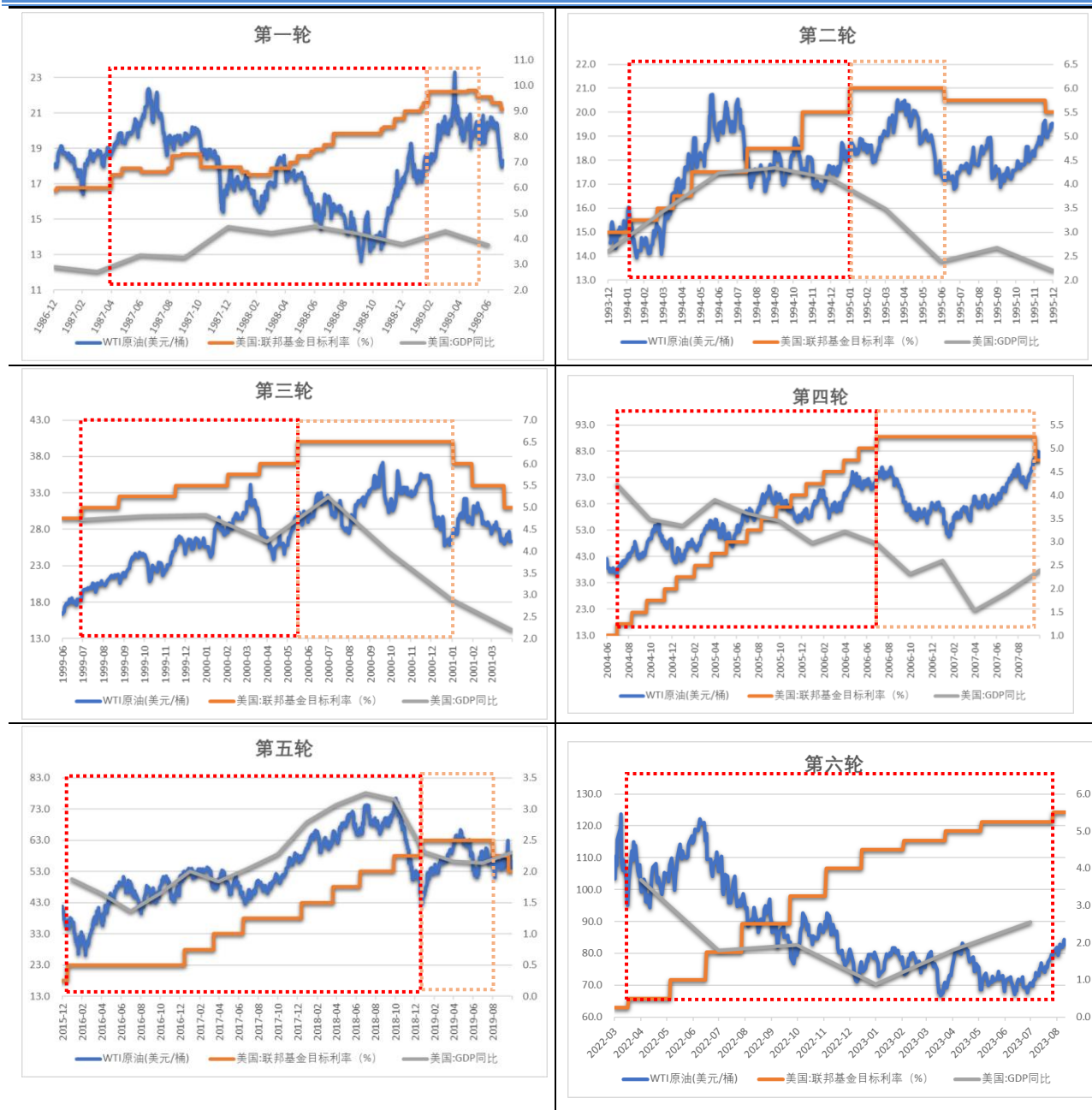


图：美联储加息周期



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：加息周期油价表现（红色虚线框对应加息周期，橙色虚线框对应末次加息至降息开启前的平台期）



数据来源: Wind 广发期货发展研究中心

### 3. 美联储降息周期油价复盘

降息周期内油价涨跌不一, 降息节奏较快, 或者降息幅度较大时, 油价往往呈现下跌走势。降息节奏较快时 (第一轮降息周期后期、第二轮降息周期前期、第三轮降息周期、第四轮降息周期后期), 往往对应央行紧急救市阶段, 降息多为央行面对经济衰退时的相机抉择, 此时原油需求受经济拖累明显走弱, 原油基本面驱动向下; 另一方面, 经济衰退氛围笼罩下, 市场风险偏好向下, 降息周期内VIX指数多呈现不同程度地冲高, 直至降息周期后期甚至降息周期结束后VIX指数才回落, 因此市场避险情绪下原油等风险资产往往被抛售, 降息节奏较快时往往对应油价下跌的行情。降息节奏偏缓时 (第一轮降息周期前期、第二轮降息周期后期、第四轮降息周期前期), 此

时经济放缓压力并不显著，原油需求对于基本面的拖累相对有限，油价表现为供需综合作用的结果，这种情况下油价并非呈现单一走弱行情。

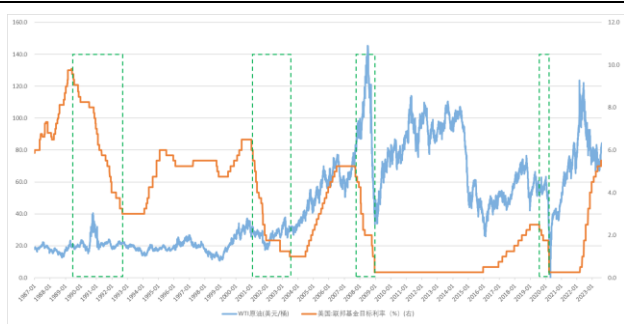
降息停止后初期，油价多上涨为主。末次降息前后，美国经济走向复苏，因此降息停止后初期原油需求增加，原油基本面驱动向上。另一方面，经济复苏背景下宏观情绪好转，VIX指数逐渐回落，市场风险偏好推动风险资产价格向上，且低利率环境为原油提供了较好的市场流动性，原油的金融溢价亦较高。

图：降息周期油价表现

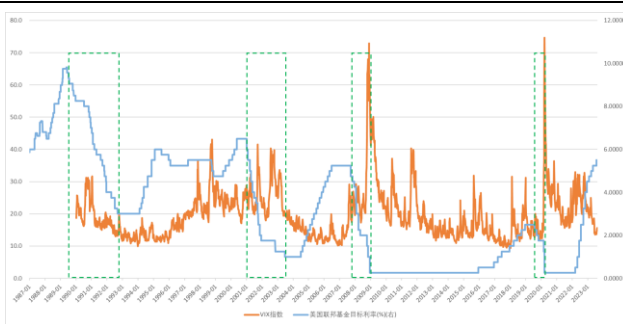
轮次	起止时间	油价初值 (美元/桶)	油价终值 (美元/桶)	累积涨幅 (%)
第一轮	1989/06/06-1992/09/04	20.46	21.77	6.4%
第二轮	2001/01/03-2003/06/25	28	29.95	7.0%
第三轮	2007/09/18-2008/12/16	81.51	43.6	-46.5%
第四轮	2019/08/01-2020/03/16	53.95	28.7	-46.8%

数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：美联储降息周期

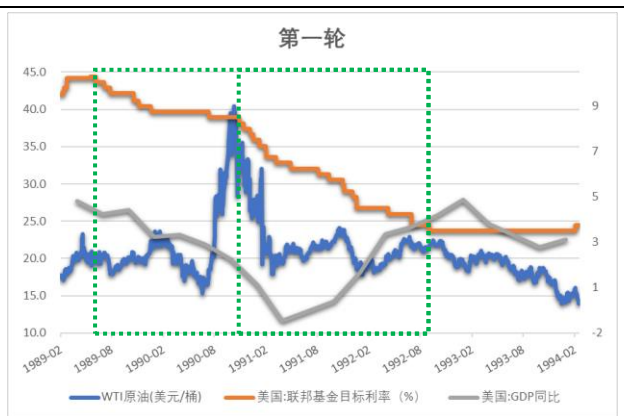


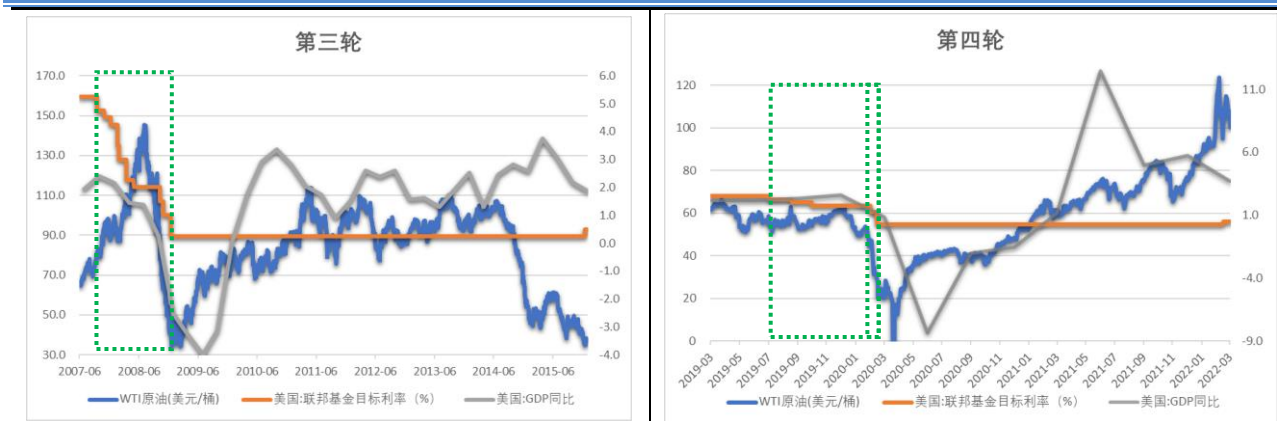
图：美联储降息周期



数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

图：降息周期油价表现





数据来源：Wind 广发期货发展研究中心

## 4. 本轮加息尾声后油价展望

本文通过分析美联储货币政策和油价之间的相关性发现，油价在美联储货币政策周期内的表现存在一定规律，但油价除了受货币政策影响外，还受到供需层面多因素的影响，因此美联储货币政策周期内的油价表现具有一定复杂性，并无一致性的结论。美联储货币政策作用于油价的桥梁仍为美国经济表现，美国利率政策作用于美国实体部门，从而影响美国原油需求，而美国作为重要的原油需求国，在油价影响因子中占有很大权重，因此在谈及货币政策对油价的影响时，其实为货币政策对美国以及海外经济的影响，进一步地对原油需求和油价的影响；此外，美国利率政策还会影响市场预期和风险偏好，通过作用于资金情绪以及资金流向传导至油价。

美国7月零售增速超预期走强以及偏鹰派的货币政策会议纪要影响下，市场仍定价9月美联储或暂停加息，年内不加息，而美联储最早降息时点则被推迟至2024年5月份开启。本轮加息已经进入尾声，末次加息或已定格在7月份，当前大概率处于末次加息至下一轮降息开启的平台期。后期油价表现的关键决定因素仍在于美国经济走向。**若美国经济快速衰退**，即硬着陆情况发生，这将对原油需求带来很大冲击，届时美国也将开启快速的降息通道刺激经济，市场情绪也将转为悲观，避险情绪升温也将打压油价，预计油价的下跌和美国降息将同时发生。就目前市场情况来看，似乎美国经济软着陆的可能性更大。**若美国经济实现软着陆**，即美国经济放缓的速度较为缓慢，在通胀下滑趋势确定的情况下预计美联储将进行缓慢的降息来对抗经济的走弱，缓慢降息情况下，市场将会交易经济修复预期，市场偏好相对乐观，此时经济放缓对于原油需求端的冲击相对较小。在需求下滑缓慢情况下，原油供应的表现就显得更为重要，如果欧佩克+实施进一步的减产来对冲需求减量，则原油下降的空间将相对有限；如果欧佩克+为了保证财政收入放弃跟踪减产，原油需求减少或使得原油市场出现供过于求的情况，此时油价中枢可能会缓慢下移，但OPEC+对于低油价的容忍度较低，这决定了油价的下限。此外，如果美国采取额外的政治手段来打压油价，例如放松对伊朗的制裁，则将对油价带来额外的冲击，此时OPEC+相应的反制措施也较为关键。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！**

### 相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620