

联储货币政策或已超调

2024年/8月

致富集团首席经济学家 肇越 海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

zhaoyue@chiefgroup.com.hk

yuqi@chief-investment.com

1. 投资类相关指标对利率变动的反应虽然也存在滞后，但一般情况相对敏感；而消费、通胀和劳动力指标对利率变动的反应则明显迟钝，有时在整个周期内无反应，等到下一个周期才开始变动。
2. 在两次降息周期内，降息对投资的提振作用都不大；而单纯的加息对通胀的抑制作用不大。
3. 由于货币政策的影响传导到各经济领域的时间存在明显差异，在部分指标实现或者接近联储目标区间的同时，另外一些经济指标可能已经走弱较长时间。
4. 我们始终坚持认为联储降息宜早不宜迟，其基本逻辑就是货币政策的滞后效应传导到不同经济领域的时间差异。目前联储货币政策或已超调。

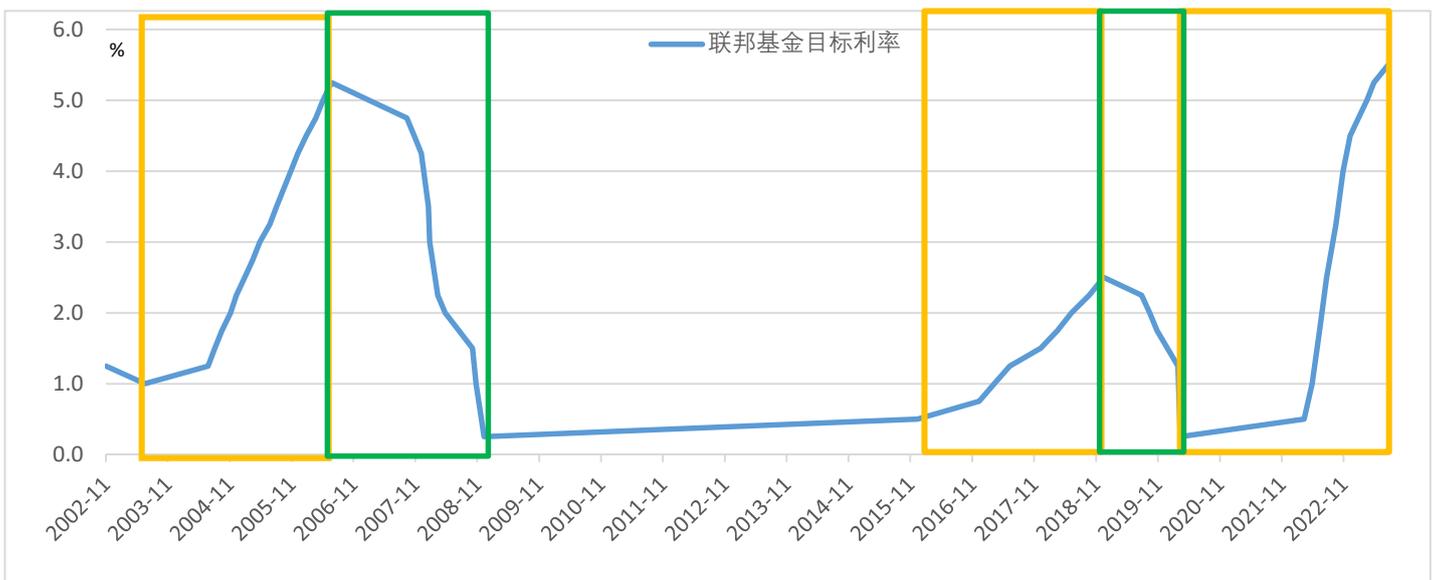
图表目录

图表 1: 美国联邦基金利率 (2002-2024)	3
图表 2: 各指标走势 (2003.6-2006.6)	4
图表 3: 各指标走势 (2006.6-2008.12)	4
图表 4: 各指标走势 (2015.12-2018.12)	4
图表 5: 各指标走势 (2018.12-2020.2)	4
图表 6: 各指标变动距首次利率调整的滞后时间 (2003.6-2020.3)	5
图表 7: CME 利率预测	7
图表 8: 美国 CPI 和 PCE 走势	7
图表 9: 美国失业率、初请失业金人数	7
图表 10: 信用卡、汽车贷款拖欠率	7
图表 11: 各指标走势 (2022.3-2024.8)	8

2022年3月启动加息以来，美联储共加息11次，累计加息幅度达到525个基点。目前连续加息带来高利率货币政策的时滞效应，已经在美国经济的各个方面逐阶显现出来。无论是劳动力数据、投资数据，还是消费数据，均出现不同程度的走弱现象。

本文选择了制造业PMI、非制造业PMI、成屋销量、工商业贷款、零售消费额、失业率、PCE等7个指标来观察美国投资、消费、劳动力、通胀等经济维度。通过跟踪2003年至今，在美联储的三轮加息和两轮降息周期中，不同指标的具体表现，判断货币政策的时滞效应对经济领域各个方面产生的实际影响，继而对联储现行的货币政策作出评价。

图表1：美国联邦基金利率（2002-2024）



资料来源：美联储、致富研究院

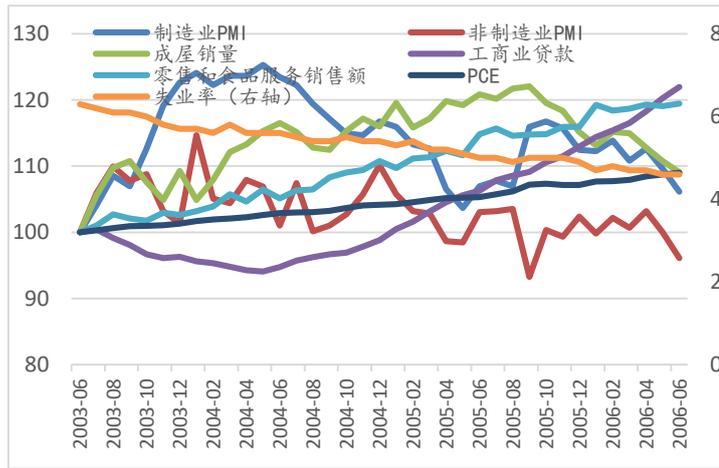
一、各阶段指标对利率的滞后反应

在2003年-2022年的20年间，美联储共经历了2轮加息和2轮降息周期，分别是：

- 2003.6-2006.6，联邦基准利率从1%上调至5.25%
- 2006.6-2008.12，联邦基准利率从5.25%下调至0.25%
- 2015.12-2018.12，联邦基准利率从0.25%上调至2.5%
- 2018.12-2020.2，联邦基准利率从2.5%下调至0.25%

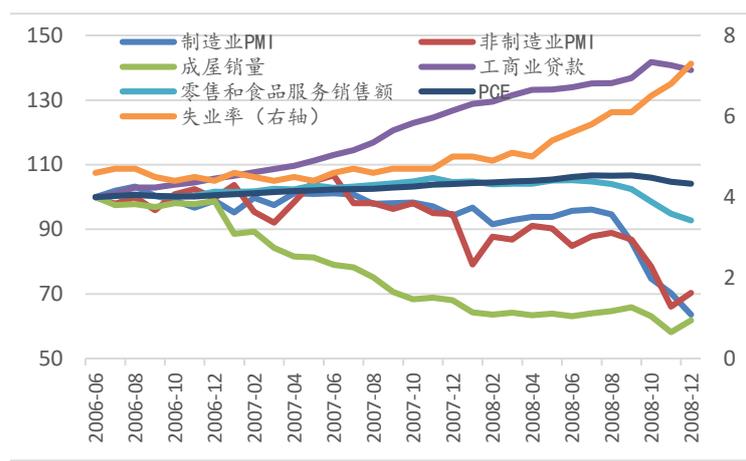
下图是我们监测的7项指标在以上4个阶段的走势图（数据经过基期标准化处理）。各指标的具体表现汇总于表6。

图表 2：各指标走势（2003. 6-2006. 6）



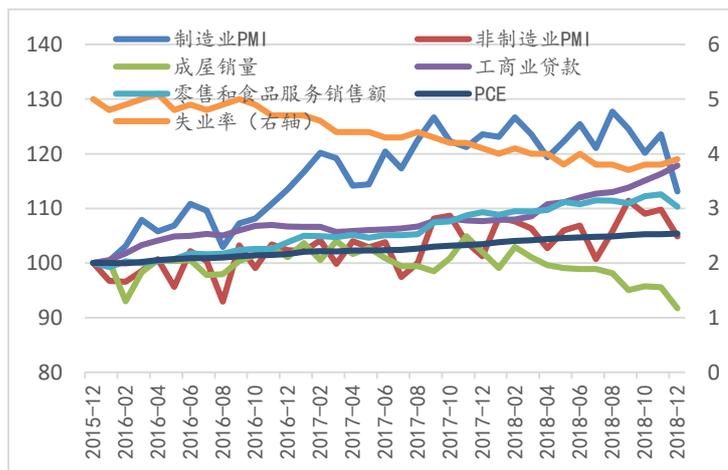
资料来源：wind、致富研究院

图表 3：各指标走势（2006. 6-2008. 12）



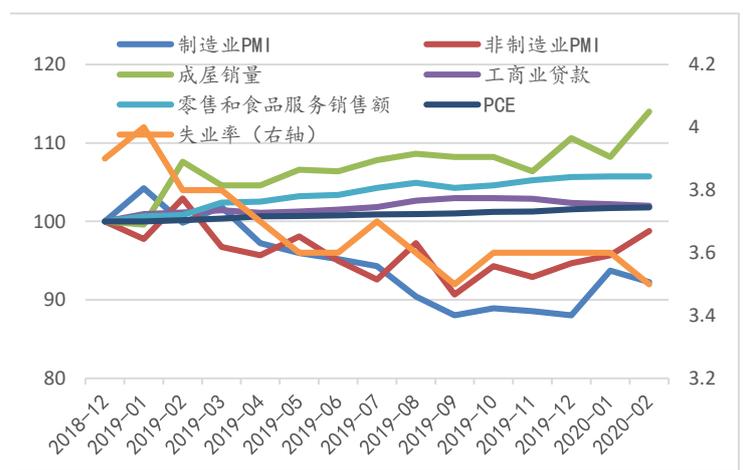
资料来源：wind、致富研究院

图表 4：各指标走势（2015. 12-2018. 12）



资料来源：wind、致富研究院

图表 5：各指标走势（2018. 12-2020. 2）



资料来源：wind、致富研究院



图表 6: 各指标变动距首次利率调整的滞后时间 (2003. 6–2020. 3)

	1%加息至5.25% (2003. 6– 2006. 6)	5.25%降息至0.25% (2006. 6– 2008. 12)	0.25%加息至2.5% (2015. 12–2018. 12)	2.5%降息至0.25% (2018. 12–2020. 2)
制造业PMI	滞后11个月趋势向下	横盘12个月后趋势向下	震荡走高, 32个月后趋势向下	冲高1个月后趋势向下
非制造业PMI	滞后7个月趋势向下	横盘12个月后趋势向下	震荡走低, 21个月后转正, 33个月后趋势向下	冲高2个月后趋势向下
成屋销量	滞后27个月趋势向下	横盘6个月后趋势向下	横盘23个月趋势向下	横盘11个月后趋势向上
工商业贷款	快速走低, 11个月后触底回升	快速走高, 28个月后触顶回落	一路走高	横盘
零售和食品服务销售额	一路走高	横盘24个月后趋势向下	一路走高	一路走高
失业率	一路走低	横盘17个月后趋势走高	一路走低	一路走低
PCE	一路走高	横盘	一路走高	横盘

资料来源: 致富研究院

经过观察不同阶段的指标走势, 我们发现几点规律:

首先, 投资类相关指标对利率变动的反应虽然也存在滞后, 但一般情况相对敏感; 而消费、通胀和劳动力指标对利率变动的反应则明显迟钝, 有时在整个周期内无反应, 等到下一个周期才开始变动。如零售和食品服务销售额在 2003 年 6 月至 2006 年 6 月整个加息周期内均一路走高, 直到 2006 年 6 月进入降息周期, 再度横盘 24 个月才开始趋势向下; 而该指标在 2015 年 12 月至 2018 年 12 月的加息周期内同样一路走高。

其次, 在两次降息周期内, 降息对投资的提振作用都不大。如在 2006 年 6 月至 2008 年 12 月降息期间, 制造业和非制造业 PMI 均在横盘之后, 继续趋势向下; 在 2018 年 12 月至 2020 年 2 月的降息窗口, 这两个指标同样一路趋势向下。



第三,单纯的加息对通胀的抑制作用不大。如在 2003 年 3 月至 2006 年 6 月,以及 2015 年 12 月至 2018 年 12 月的两轮加息周期内, PCE 均是一路走高。

第四,由于货币政策的影响传导到各经济领域的时间存在明显差异,在部分指标实现或者接近联储目标区间的同时,另外一些经济指标可能已经走弱较长时间。如通胀在 2003 年 6 月至 2006 年 6 月整个加息周期内始终一路走高,进入 2006 年 6 月至 2008 年 12 月的降息周期才开始横盘,但制造业和非制造业 PMI 在 2003 年到 2006 年的加息周期内已经趋势向下调整较长时间了。

二、目前联储货币政策或已超调

美联储最近一次加息周期始于 2022 年 3 月,截至目前,经过累计 11 次加息,联邦基准利率已经从 0.25% 大幅上调至 5.5%; 同时,从 2023 年 7 月开始,美联储已经连续 7 次保持利率不变。从目前 CME 的利率预测来看,联储 9 月降息的概率达到 100%; 最新公布的 7 月联储 FOMC 会议纪要显示,绝大多数与会者都认为 9 月将首次降息,自 2022 年以来的加息周期大概率已经结束。

目前美国通胀下降趋势明显。数据显示,7 月美国 CPI 和核心 CPI 同比增速连续 4 个月回落,其中 CPI 同比增速自 2021 年 3 月以来首次重回 2 字头,核心 CPI 同比增速再创 2021 年 12 月以来新低。

同时,美国劳动力市场持续放缓迹象也非常明显。劳工部数据显示,6 月美国失业率升至 4.3%,连续 3 个月突破 4%,再创 2022 年 1 月以来最高水平;平均时薪同比环比增速再度低于前值及市场预期。而劳工部最新公布的数据大幅下调了 2023 年 4 月至 2024 年 3 月的美国新增就业岗位人数,下调数量高达 81.8 万人,使得 12 个月期间的就业增长人数从此前预估的 290 万大幅下降至 210 万,再度印证了美国劳动力市场已经出现明显降温。

此外,从我们监测 7 个指标的表现看,自 2022 年 3 月联储启动加息之后,零售和食品服务销售额一路走高,失业率始终横盘直到 2024 年 1 月才开始趋势走高;然而制造业 PMI、非制造业 PMI 和成屋销量数据,已经提前 2 年调整并始终处于低位。同时,信用卡消费、汽车分期付款拖欠率等数据也是从 2022 年底就开始一路走高,长期高利率对个人消费产生的负面影响可见一斑。

我们认为,由于货币政策时滞效应的存在,当联储判断通胀和失业率数据基本实现或者接近联储目标区间、可以启动降息操作的时候,投资、消费等领域可能已经因为长期处于高利率的货币环境而走弱较长时间。对整体经济而言,货币政策或许已经超调了。

虽然此前市场对联储降息的时间点多有游移,不少机构甚至认为联储年内很可能不加息或者将于四季度加息,而我们始终坚持认为联储降息宜早不宜迟,其

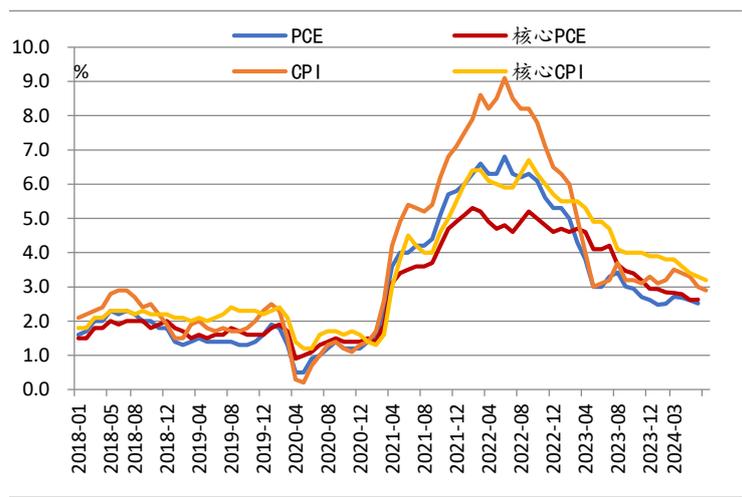
基本逻辑就是货币政策的滞后效应传导到不同经济领域的时间差异，可能将造成的政策超调。（详见《美联储或与7月首次降息》）

图表 7: CME 利率预测

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	30.5%	69.5%
2024/11/7		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%	41.0%	50.8%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	18.5%	44.1%	34.9%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	19.7%	43.6%	33.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.5%	5.1%	22.3%	42.5%	29.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.3%	3.0%	14.4%	33.2%	35.5%	13.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.2%	2.4%	11.7%	28.8%	35.0%	18.7%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	1.1%	6.3%	19.0%	31.4%	28.1%	12.1%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

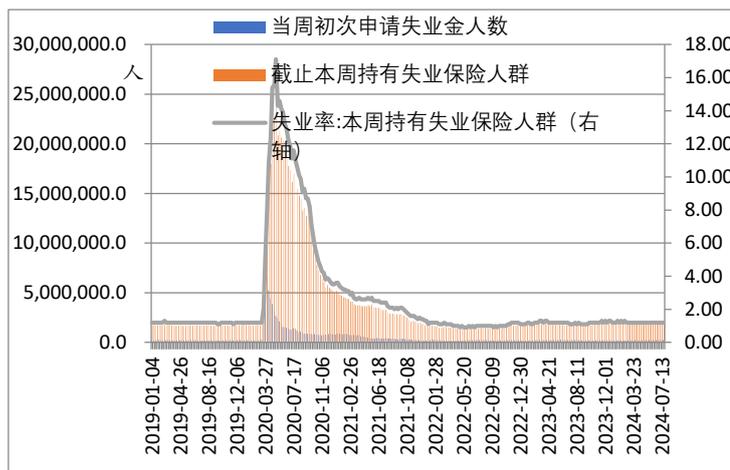
资料来源: CME、致富研究院

图表 8: 美国 CPI 和 PCE 走势



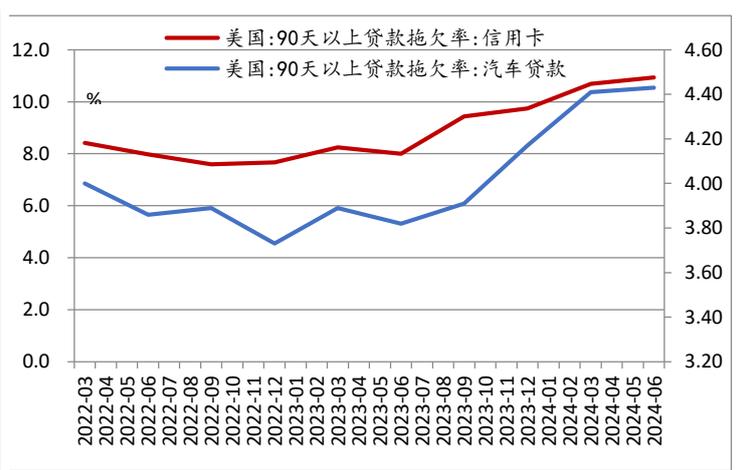
资料来源: wind、致富研究院

图表 9: 美国失业率、初请失业金人数



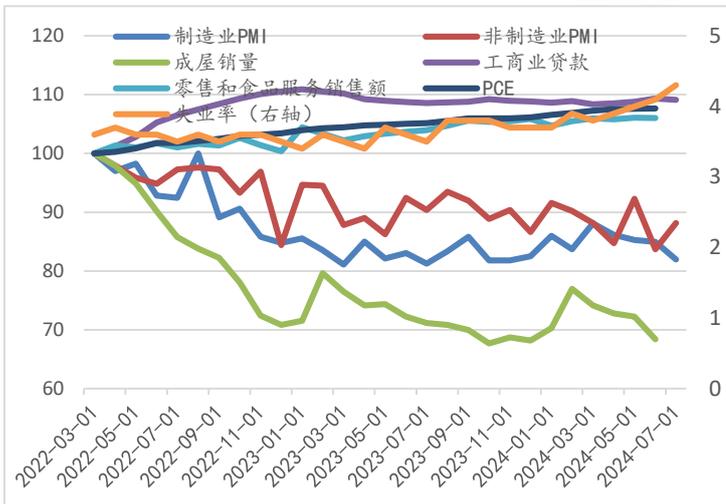
资料来源: wind、致富研究院

图表 10: 信用卡、汽车贷款拖欠率



资料来源: wind、致富研究院

图表 11: 各指标走势 (2022. 3-2024. 8)



资料来源: wind、致富研究院

三、结论

- 投资类相关指标对利率变动的反应虽然也存在滞后，但一般情况相对敏感；而消费、通胀和劳动力指标对利率变动的反应则明显迟钝，有时在整个周期内无反应，等到下一个周期才开始变动。
- 在两次降息周期内，降息对投资的提振作用都不大；单纯的加息对通胀的抑制作用不大。
- 由于货币政策的影响传导到各经济领域的时间存在明显差异，在部分指标实现或者接近联储目标区间的同时，另外一些经济指标可能已经走弱较长时间。
- 我们始终坚持认为联储降息宜早不宜迟，其基本逻辑就是货币政策的滞后效应传导到不同经济领域的时间差异。目前联储货币政策或已超调。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

