

宏观专题

美联储十年来首次降息，更像历史上哪轮？

北京时间8月1日凌晨，美联储7月FOMC会议决定降息25bp，符合市场预期，并将提前2个月结束缩表。本轮美联储降息后，大类资产将如何表现？历史是最好的教科书，1982年以来美联储共经历了5轮降息周期（降息起点分别是1984年10月、1989年6月、1995年7月、2001年1月、2007年9月），本篇报告中，我们从经济基本面、金融状况、市场预期三大维度共12项指标，对这5轮降息的背景做了详细梳理与对比，以期找到与本轮最相似的一轮降息，并回溯当时大类资产的表现规律为当前提供借鉴。

美联储7月FOMC如期降息，年内大概率再降1-2次。7月FOMC会议上，美联储联邦基金目标利率下调25bp至2.0-2.25%，符合市场预期；同时将从8月1日起结束缩表，较此前计划提前了2个月。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，本次降息并不是长降息周期的开始，但可能会再次降息。鉴于历史上美联储首次与第二次降息间隔均不超过半年，再考虑到鲍威尔偏鹰表态，我们判断美联储年内大概率会再降息1次；若中美贸易摩擦加剧或美国经济加速下行，则有望再降2次；可能的降息时点为9月或12月。

历史上5轮降息周期中，本轮降息的宏观背景与1989年高度相似。1982年以来美联储共经历了5轮降息周期，我们从经济基本面、金融状况、市场预期三大维度共12项指标，对历史上美联储5轮降息的背景做了详细梳理与对比，发现与本轮降息最为接近的是1989年的降息：

- **经济基本面：**1989年降息前，美国实际GDP增速缓慢下降，失业率维持低位震荡，新增非农就业刚开始回落，全球经济景气度持续下降，这些均与当前的情形高度一致。唯一的区别在于1989年美国通胀持续抬升，当前美国通胀持续下行。
- **金融状况：**1989年降息前，美国金融压力处于震荡调整状态，银行消费贷款违约率维持低位平稳，标普500指数EPS增速开始回落，PE（TTM）开始回升，均与当前表现高度一致。
- **市场预期：**1989年降息前，市场对美联储降息的预期提前111天，10Y-1Y美债利差倒挂85天，铜金比开始下降。本轮市场对美联储降息的预期提前133天，10Y-1Y美债利差倒挂11天，铜金比开始下降，表现均与1989年最为接近。

以史为鉴，本轮美联储降息后大类资产将如何表现？过去一年主要资产价格走势与1989年降息前一年的走势高度相似，表明我们的筛选结果准确，且历史规律具备较强的借鉴意义。参照1989年降息的规律，同时考虑当前的具体情况，我们对本轮美联储降息后大类资产走势的判断如下：

- **美元：**短期仍将保持韧性，不宜过早看空，中长期趋于下跌。
- **美股：**短期仍将维持上涨，中长期趋于持续回调。
- **美债：**收益率将在较长时期内维持下行趋势。
- **黄金：**短期大概率震荡，中长期趋于上涨。
- **原油：**短期上涨，中期取决于OPEC减产力度，长期趋于下跌。

风险提示：中美贸易摩擦超预期演化；美联储货币政策立场出现摇摆；美国经济表现超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《美国降息几成定局，关键是节奏——6月FOMC会议点评》2019-06-20

2、《美联储要降息了，中国呢？大类资产怎么走？》2019-06-05

3、《美国一季度GDP超预期的表与里》2019-04-27

4、《以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？》2019-03-24

5、《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了一》2019年3月FOMC会议点评》2019-03-21



内容目录

美联储 7 月 FOMC 如期降息，年内大概率续降 1-2 次	3
美联储历轮降息周期背景梳理及与当前对比	5
（一）经济基本面	5
（二）金融状况	7
（三）市场预期	9
大类资产历史表现规律借鉴及后续展望	11
（一）美元	12
（二）美股	13
（三）美债	13
（四）黄金	14
（五）原油	14
风险提示	15

图表目录

图表 1: 近三次 FOMC 会议声明对比	3
图表 2: ISM 制造业 PMI 新订单指数已跌至荣枯线	4
图表 3: 美国通胀水平持续下降并连续低于美联储目标	4
图表 4: 美国新增非农就业人数已趋势性下降	4
图表 5: FOMC 声明公布后市场对于降息预期降温	4
图表 6: 1982 年以来美联储共经历 5 轮降息周期	5
图表 7: 美联储历轮降息开启时美国 GDP 增速表现	5
图表 8: 美联储历轮降息开启时美国失业率表现	6
图表 9: 美联储历轮降息开启时美国新增非农就业表现	6
图表 10: 美联储历轮降息开启时美国核心 PCE 通胀表现	7
图表 11: 美联储历轮降息开启时全球经济景气度表现	7
图表 12: 美联储历轮降息开启时美国金融压力表现	8
图表 13: 美联储历轮降息开启时美国消费贷款违约率表现	8
图表 14: 美联储历轮降息开启时标普 500 指数 EPS 增速表现	9
图表 15: 美联储历轮降息开启时标普 500 指数 PE 表现	9
图表 16: 美联储历轮降息开启时 1Y 美债-FDTR 利差表现	10
图表 17: 美联储历轮降息开启时 10Y-1Y 美债利差表现	10
图表 18: 美联储历轮降息开启时铜金比表现	11
图表 19: 历轮美联储降息背景总结与对比（本轮与 1989 年高度相似）	11
图表 20: 过去五轮美联储开启降息后大类资产表现一览（本轮应类比 1989 年）	12
图表 21: 本轮与 1989 年美联储降息前后美元指数走势对比	12
图表 22: 本轮与 1989 年美联储降息前后标普 500 指数走势对比	13
图表 23: 本轮与 1989 年美联储降息前后 10Y 美债收益率走势对比	13
图表 24: 本轮与 1989 年美联储降息前后 COMEX 黄金价格走势对比	14
图表 25: 本轮与 1989 年美联储降息前后 WTI 原油价格走势对比	14

北京时间8月1日凌晨，美联储7月FOMC会议决定降息25bp，符合市场预期，并将提前2个月结束缩表。本轮美联储开启降息后，大类资产将如何表现？历史是最好的教科书，本篇报告中，我们从经济基本面、金融状况、市场预期三大维度共12项指标，对美联储最近5轮降息周期的背景做了详细梳理与对比，以期找到与本轮最相似的一轮降息，并回溯当时大类资产的表现规律来为当前提供借鉴。

美联储7月FOMC如期降息，年内大概率续降1-2次

美联储7月FOMC会议决定降息25bp，并提前2个月结束缩表。7月的FOMC会议美联储决定将联邦基金目标利率下调25bp至2.0-2.25%，符合市场预期。会议声明中，美联储对经济、就业、通胀的表述均与6月FOMC声明保持一致，新增了“鉴于全球增长对经济前景的影响以及通胀放缓，美联储决定降息”的表述。同时，美联储决定从8月1日起结束缩表，相较此前的计划提前了2个月。

鲍威尔在新闻发布会上表态偏鹰。鲍威尔称，降息是为了对冲全球增长放缓和贸易政策的不确定性对经济的影响，并促进通胀达到2%的政策目标。目前的利率水平处在中性区间的下沿。本次降息并不是长降息周期的开始，但可能会再次降息。美国经济前景维持良好，降息可以促使通胀更快回归2%目标水平。联邦公开市场委员会将采取适当的措施来维持经济扩张。不要以为我们不会再次加息，必要时我们将大胆运用所有的工具。

图表1：近三次FOMC会议声明对比

会议时间	2019/5/2	2019/6/20	2019/8/1
联邦基金目标利率	2.25%-2.5%	2.25%-2.5%	2.0-2.25%
缩表计划	维持不变	维持不变	8月1日结束缩表，此前计划9月底结束
经济增长	稳固增长 (rose at a solid rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	劳动力市场依然强劲 (remains strong)，失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong)，失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong)，失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)
家庭支出	增长放缓 (slowed)	开始回升 (has picked up)	开始回升 (has picked up)
固定投资	增长放缓 (slowed)	持续疲软 (has been soft)	持续疲软 (has been soft)
通胀表现	整体通胀和核心通胀已经下降，且低于2% (declined & running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于2% (running below 2 percent)
其它表述变化	无	删除“将保持耐心”，新增“经济前景的不确定性有所增加，鉴于这些不确定因素和缓和的通胀压力，委员会将密切关注经济最新状况，并将采取适当措施维持经济扩张。”	新增“鉴于全球增长对经济前景的影响以及通胀放缓，美联储决定降息”的表述

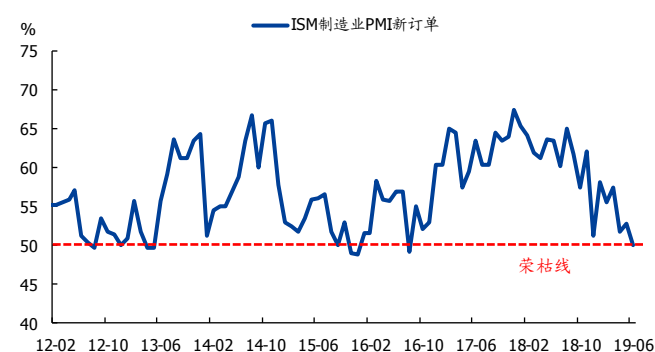
资料来源：Fed，国盛证券研究所

整体来看，我们认为美联储本次降息的原因主要有四点：

- 其一，美国经济已现明显走弱迹象，表现为二季度 GDP 增速放缓，制造业 PMI 新订单指数已持续下降至 50% 的荣枯线，新增非农就业也已出现趋势性下降；
- 其二，美国通胀趋于放缓，核心 PCE 通胀持续走低并已连续 5 个月低于美联储 2% 的目标，领先指标 PMI 物价指数也指向通胀前景依旧疲软；
- 其三，全球经济增长持续放缓，同时中美贸易摩擦仍存较大不确定性；
- 其四，市场对美联储降息的预期已打得过满，特朗普也频频向美联储施压，在此背景下美联储很难保持定力。

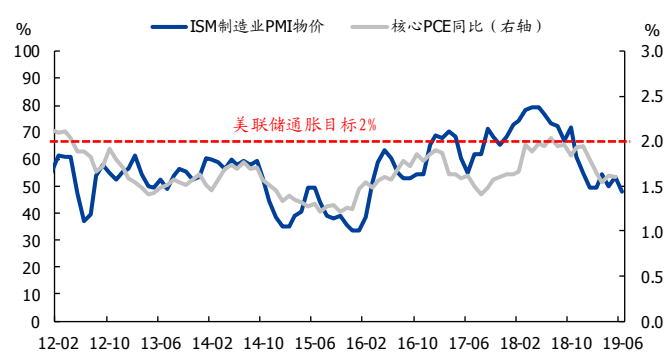
市场对于降息的预期有所降温，我们判断年内大概率还会再降 1-2 次。本次 FOMC 会议声明公布后，联邦基金利率期货隐含的 9 月再次降息概率由 73% 下降至 63%，年内降息三次（75bp）及以上的概率由 56% 下降至 47%。历史上来看，美联储首次开启降息后，第二次降息的时间间隔均不超过半年。结合历史经验，同时考虑到鲍威尔在新闻发布会上的偏鹰表态，我们判断美联储年内大概率还会再降息 1 次；若中美贸易摩擦加剧或美国经济下行加快，则有望再降 2 次。

图表 2: ISM 制造业 PMI 新订单指数已跌至荣枯线



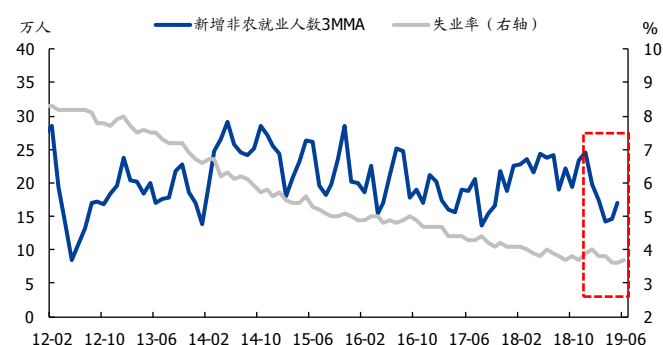
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: 美国通胀水平持续下降并连续低于美联储目标



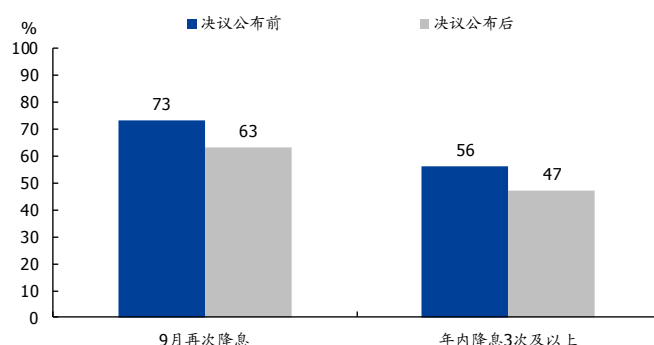
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 美国新增非农就业人数已趋势性下降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: FOMC 声明公布后市场对于降息预期降温

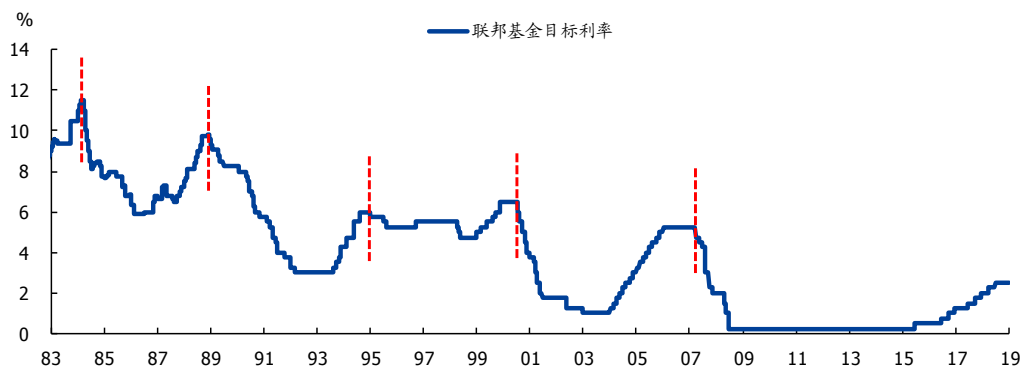


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

美联储历轮降息周期背景梳理及与当前对比

1982年以来美联储共经历5轮降息周期，首次降息的时点分别在1984年10月、1989年6月、1995年7月、2001年1月、2007年9月。我们从经济基本面、金融状况、市场预期三大维度共12项指标，对历轮美联储降息的背景做了详细梳理与对比，以期找到与本轮最相似的一轮降息，并回溯当时大类资产的表现规律来为当前提供借鉴。

图表6：1982年以来美联储共经历5轮降息周期

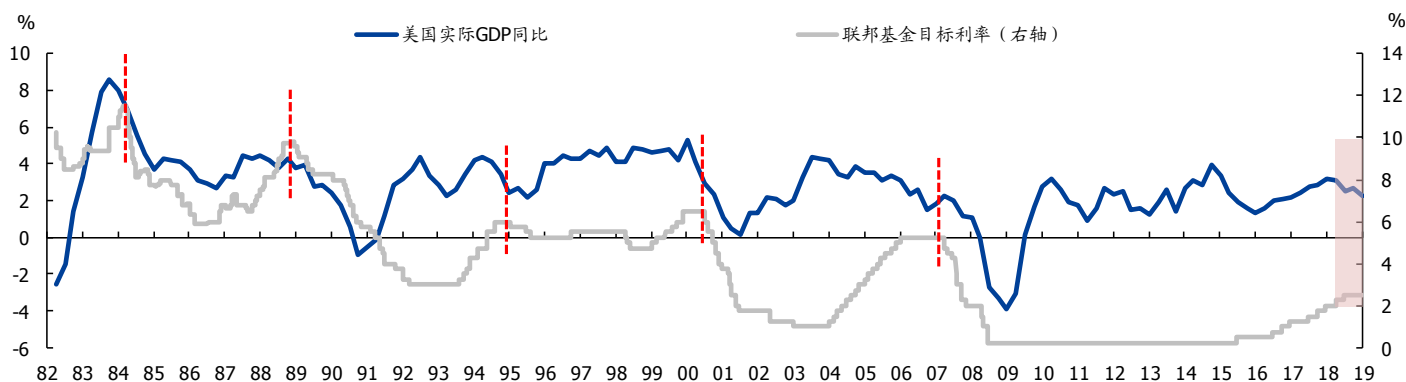


资料来源：Wind，国盛证券研究所

（一）经济基本面

从美国实际GDP增速来看，历史上的5轮降息周期开启前，1984年、1995年、2001年都发生了GDP增速的快速下降，2007年美国GDP增速经历了长期缓慢下降，1989年美国GDP增速则是刚开始缓慢下降。本轮周期中，根据美国经济分析局（BEA）调整口径后的数据，美国GDP增速在2018年2季度达到高点3.2%，随后开始缓慢回落，因此与1989年和2007年的表现最为接近。

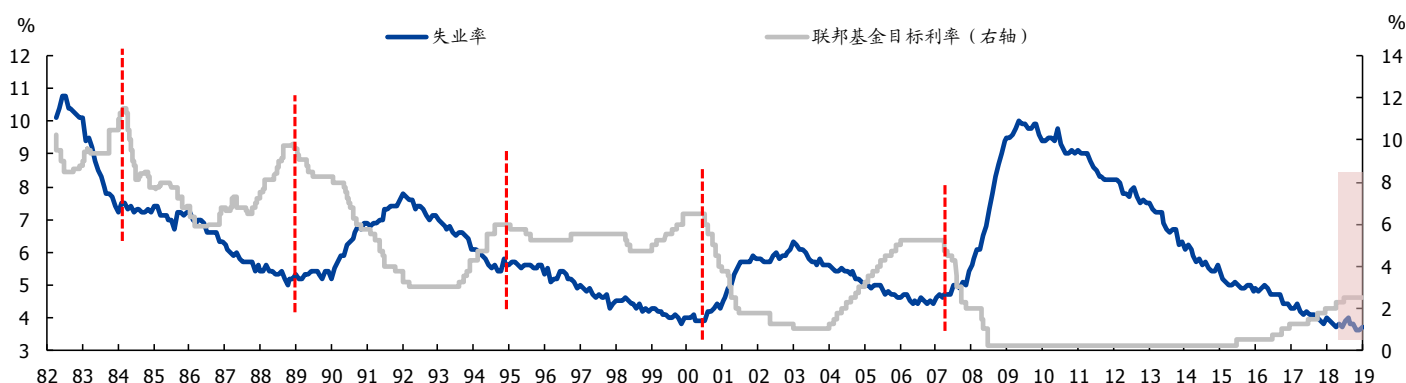
图表7：美联储历轮降息开启时美国GDP增速表现



资料来源：Wind，国盛证券研究所

从美国失业率来看，历史上的5轮降息周期开启前，1984年美国失业率持续下降，1995年美国失业率先降后升，2007年美国失业率已出现回升，1989年和2001年则是低位震荡。在过去的一年里，美国失业率长期保持在3.6%-3.8%的区间内小幅波动，因此与1989年和2001年的表现最为接近。

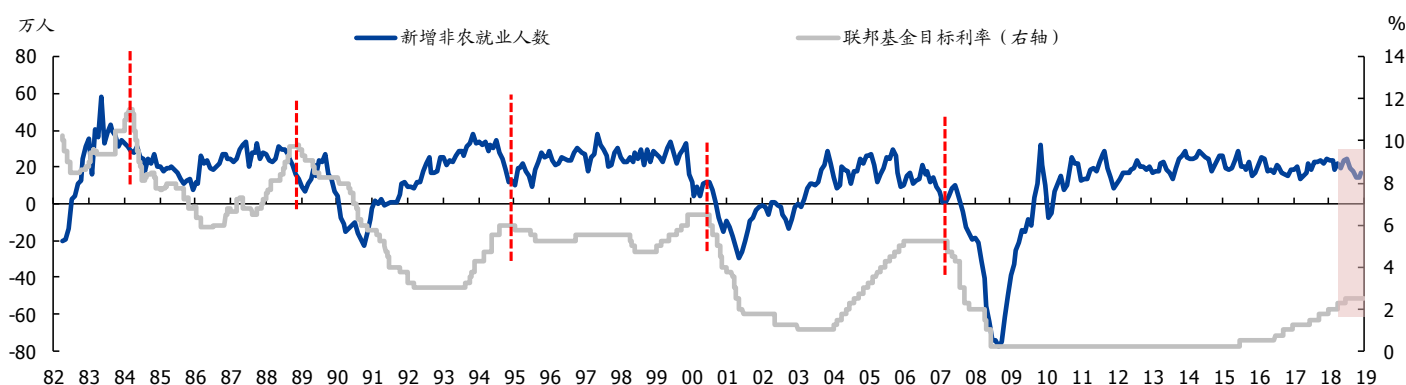
图表 8: 美联储历轮降息开启时美国失业率表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从非农就业数据来看,历史上的5轮降息周期开启前,1984年、1995年、2001年、2007年美国新增非农就业人数均已出现持续大幅的下降,1989年则是刚开始小幅回落。本轮周期中,美国新增非农就业人数在2019年1月达到高点的31.2万人,随后逐步震荡回落,因此与1989年的表现最为接近。

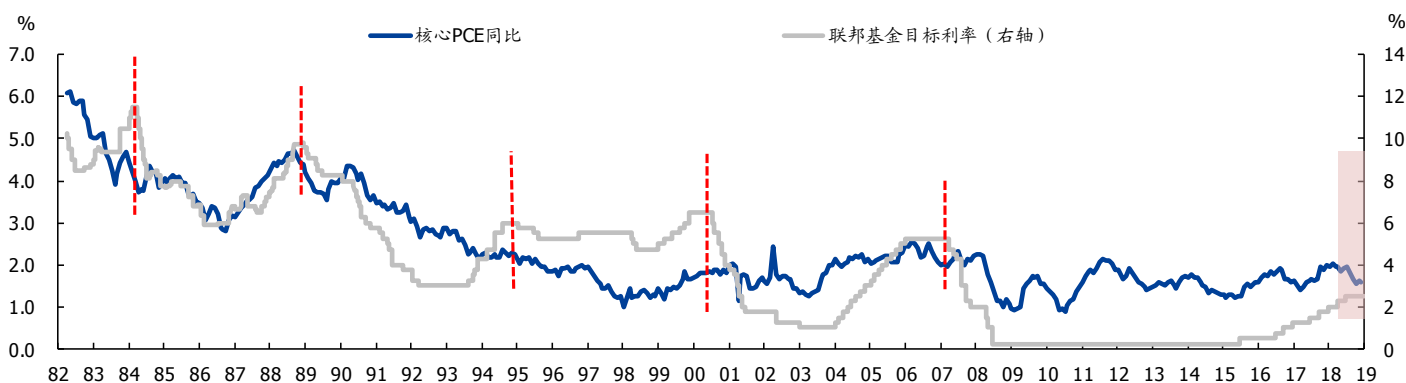
图表 9: 美联储历轮降息开启时美国新增非农就业表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从美国通胀来看,我们选取美联储最为关注的核心PCE通胀来作对比,历史上的5轮降息周期开启前,1984年美国核心PCE通胀快速下降,1989年和2001年核心PCE通胀持续抬升,1995年表现为震荡走平,2007年则是缓慢下降。本轮周期中,美国核心PCE通胀的高点出现在2018年7月的2.04%,随后逐步缓慢回落至2019年5月的1.6%,因此表现与2007年最为接近。

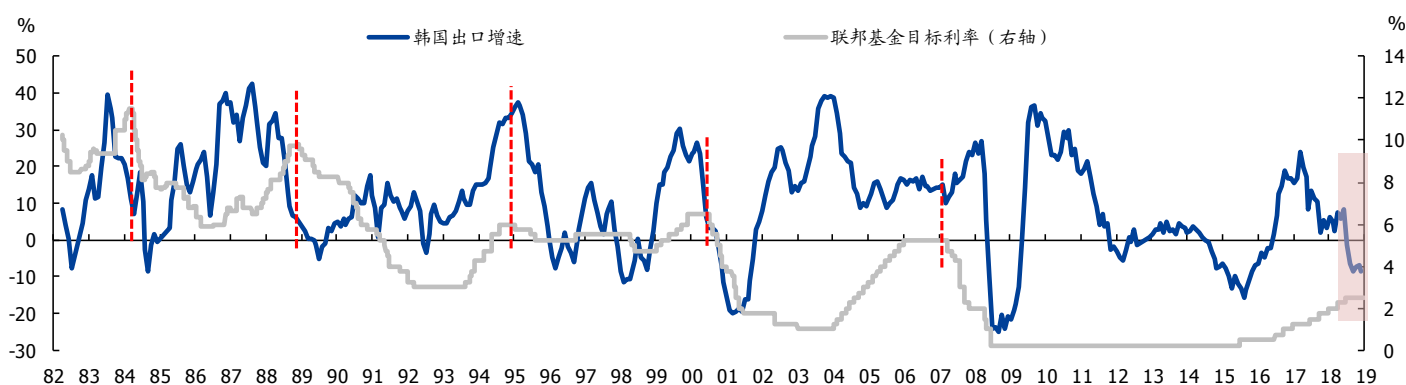
图表 10: 美联储历轮降息开启时美国核心 PCE 通胀表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从全球经济景气度来看,我们选取韩国出口增速作为衡量标准,原因在于韩国出口结构以电气设备、机械设备、汽车、电子元器件等产品为主,因此可以很好地反映全球经济状况,韩国出口增速与全球制造业 PMI 走势也高度一致。历史上的 5 轮降息周期开启前,1984 年、1989 年、2001 年全球经济景气度都经历了持续下降,1995 年则是持续抬升,2007 年表现为震荡走平。本轮周期中,韩国出口同比增速在 2018 年 10 月达到阶段性高点 22.5%,随后持续下降至 2019 年 6 月的-13.7%,因此表现与 1984 年、1989 年、2001 年最为接近。

图表 11: 美联储历轮降息开启时全球经济景气度表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(二) 金融状况

从美国金融压力来看,我们选取芝加哥联储调整后的全国金融状况指数作为衡量标准,该指标综合衡量了美国货币市场、债券市场、权益市场以及传统银行和影子银行体系的状况,数值越大表明金融体系压力越大。历史上的 5 轮降息周期开启前,1984 年和 2007 年都经历了美国金融压力的急剧上升,1995 年之前美国金融压力已连续 2 年抬升,1989 年和 2001 年则是震荡调整状态。在过去的一年里,美国金融状况指数始终维持在-0.5 至-0.7 的区间内小幅波动,因此表现与 1989 年和 2001 年最为接近,只不过当前的金融压力与 1989 年和 2001 年相比要明显更低。

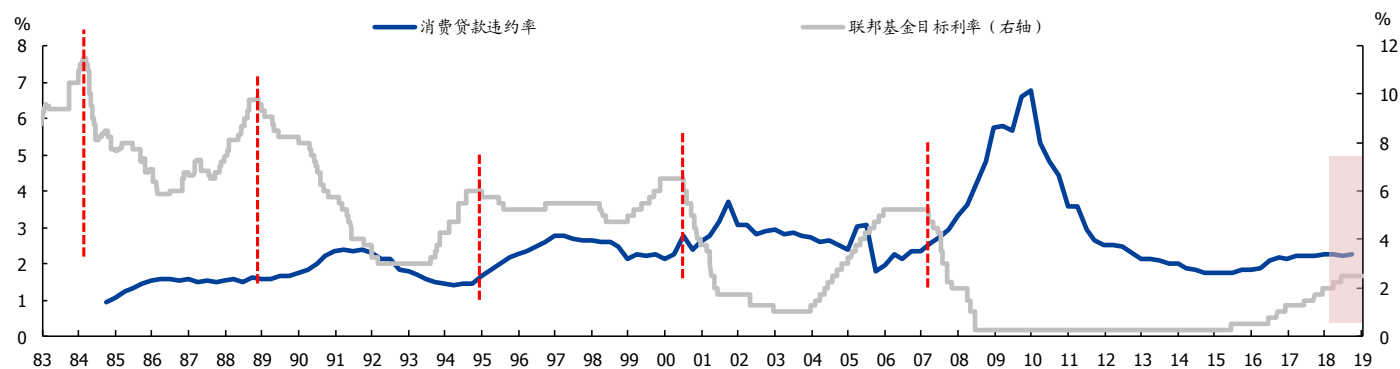
图表 12: 美联储历轮降息开启时美国金融压力表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从美国贷款违约率来看,我们选取最容易出现违约、也是对经济周期更加敏感的消费贷款违约率来作对比。历史上的5轮降息周期开启前,1995年和2001年消费贷款违约率均已开始出现回升,2007年则是持续大幅回升,1989年则是处在低位且表现较为平稳。在过去的一年里,美国银行业消费贷款违约率始终维持在2.2%左右,因此表现与1989年最为接近。

图表 13: 美联储历轮降息开启时美国消费贷款违约率表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_11061

