

2019-07-10

宏观研究报告

美联储降息后全球大类资产走势

——太平洋证券宏观专题研究

宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

核心观点：

本轮始自 2015 年底，到目前已经加息 9 次的加息周期很可能已经步入尾声，年内有望开启新一轮降息周期。尽管每次降息的背景以及各类资产表现存在差异，但仍然存在一些共性，本文总结了 1980 年开始历次降息周期后不同时间跨度下全球大类资产的表现规律。

降息初期美国整体增长乏力，通胀短暂回升，失业率低位走高，房地产、制造业萎缩迹象明显。降息周期开启后经济往往步入衰退，宽松的流动性刺激通胀短期回升，但下行趋势未得到根本性改变，十二个月内核心 CPI 同比平均降低 0.23%。就业市场表现同样不佳，降息开始十二个月后失业率平均上升 0.8 个百分点，工资增速同比降低 0.92 个百分点。期限利差逐步回升，六个月内涨幅达 73bp。

总体来看，债券>大宗商品>股票。降息开始后 3 个月内，国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、大宗商品以及新兴国债表现最佳。降息开始后 6 个月内，国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、新兴公司债、原油以及美国国债表现最佳。降息周期开始后 12 个月内，国债>公司债>股票>大宗商品，其中中国国债、美国国债、新兴公司债以及美国公司债表现较好。

股票方面，全球股市下跌明显，新兴>发达，香港>日本>美国>欧洲。根据标普 GICS 行业分类，核心消费品和医疗保健板块十二个月内均能取得正收益，公用事业三个月内平均年化收益率可达 31%，能源、电信板块短期也有小幅上涨。

债券方面，国债>公司债。美国国债以及美国公司债收益稳定，新兴市场公司债短期收益最佳。

大宗商品方面，原油、贵金属短期内涨幅明显。黄金等贵金属作为避险资产收益较好，工业金属、农产品表现不佳。

风险提示：降息节奏不及预期

目录

一、近期动态与周期划分	4
(一)、6月非农数据超预期，降息仍不可避免	4
(二)、阶段划分与加息末/降息初期背景	5
二、降息初期的宏观背景	7
(一)、通货膨胀	8
(二)、经济增长	9
(三)、劳动力市场	11
(四)、房地产市场	11
(五)、制造业	12
(六)、期限利差	13
三、降息初期大类资产表现	14
(一)、股市	16
(二)、债市	18
(三)、大宗商品	20

图表目录

图 1 联邦基金利率走势及相对高点.....	6
图 2 降息初期通胀下行压力增加.....	9
图 3 降息初期增长动能不足.....	10
图 4 联邦基金利率与产出缺口呈明显负相关.....	10
图 5 降息周期开始后失业率逐步攀升.....	11
图 6 房地产市场对利率较为敏感.....	12
图 7 降息初期制造业 PMI 与工业总产值同比双双回落.....	13
图 8 降息初期期限利差通常处于低位.....	14
图 9 降息后 3 个月内国债表现优于其他大类资产.....	15
图 10 降息后 6 个月内公司债表现稳定.....	15
图 11 降息后 12 个月内股市基本回升至降息开始水平，大宗商品涨势不再.....	16
图 12 全球主要股指相对表现（2002 年 1 月为 1）.....	17
图 13 降息开始后全球股市随即下跌，港股、新兴市场上涨趋势明显.....	18
图 14 降息开始后核心消费品、医疗保健等板块表现优秀.....	18
图 15 降息后美国国债表现较为稳定.....	19
图 16 美国、新兴市场公司债表现同样优异.....	20
图 17 大宗商品中原油中期表现亮眼.....	21
表 1: 1980 年以来历次加息周期与降息周期.....	6
表 2: 降息开始后主要宏观/市场指标变化.....	7
表 3: 降息开始后全球主要股指表现.....	17
表 4: 降息开始后全球国债表现.....	19
表 5: 降息开始后全球公司债表现.....	20
表 6: 降息开始后大宗商品表现.....	21

本文总结美联储降息初期经济条件，并分析 3 个时间维度全球大类资产走势变化。

美联储降息初期经济条件：

整体增长乏力，通胀短暂回升，失业率低位走高，房地产、制造业萎缩迹象明显。降息周期开启后经济往往步入衰退，流动性的宽松使得短期内通胀回升，但下行趋势未得到根本性改变，十二个月内核心 CPI 同比平均降低 0.23%。就业市场表现同样不佳，降息开始十二个月后失业率平均上升 0.8 个百分点，工资增速同比降低 0.92 个百分点。期限利差逐步回升，六个月内平均涨幅达 73bp。

美联储降息初期全球大类资产表现：

总体来看，债券>大宗商品>股票。降息开始后 3 个月内：国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、大宗商品以及新兴国债表现最佳。降息开始后 6 个月内：国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、新兴公司债、原油以及美国国债表现最佳。降息开始后 12 个月内：国债>公司债>股票>大宗商品，其中中国国债、美国国债、新兴公司债以及美国公司债表现较好。

股票方面，全球股市下跌明显，新兴>发达，香港>日本>美国>欧洲。根据标普 GICS 行业分类，核心消费品和医疗保健十二个月内均能取得正收益，公用事业三个月内平均年化收益率可达 31%，能源、电信板块短期也有小幅上涨。

债券方面，国债>公司债，美国国债以及美国公司债收益稳定，新兴公司债短期收益最佳。

大宗商品方面原油短期收益较高，黄金等贵金属作为避险资产也往往受到青睐。

一、近期动态与周期划分

(一)、6 月非农数据超预期，降息仍不可避免

就业和通胀是美联储制定货币政策时重点关注的两项经济指标。5 月美国 CPI 环比 0.1%，同比 1.8%，均低于市场预期。6 月美国失业率同比 3.7%，较预期的 3.6% 高出 0.1 个百分点。6 月新增非农就业 22.4 万个，大幅好于预期的 16.5 万，5 月新增数据下修至 7.2 万，过去 3 个月均值上升至 17.1 万。

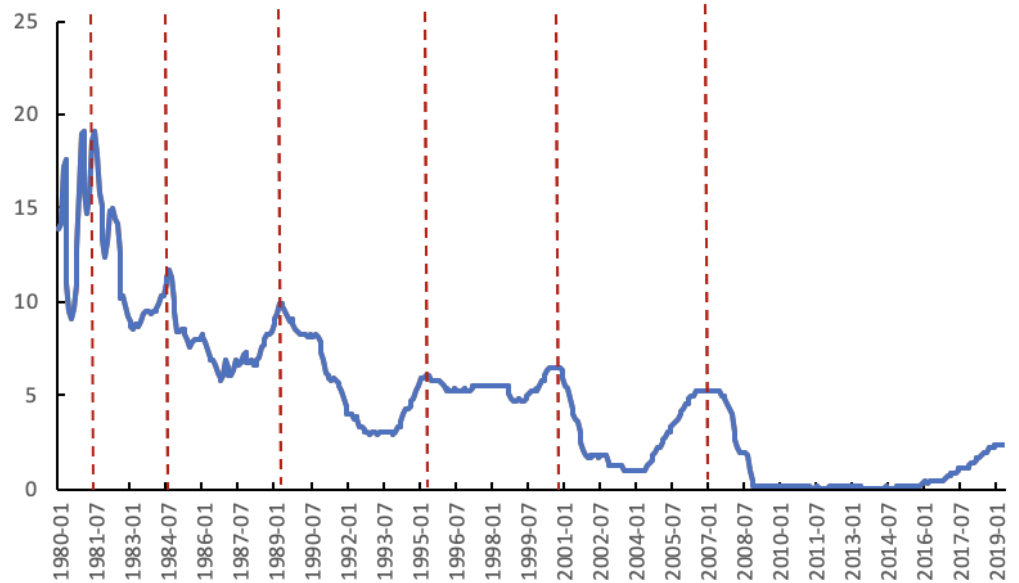
尽管相对强劲的非农数据削弱了美联储降息预期，但市场普遍认为美联储在 7 月底将降息 25 个基点。芝加哥商品交易所的利率期货显示，7 月 31 日议息会议上降息 25 个基点的概率仍然高达 95.1%，但降息 50 个基点的概率从 29.2%骤降至 4.9%。

在美国当地时间 6 月 19 日结束的议息会议中，美联储决定将联邦基金利率区间维持在 2.25%-2.5%不变，但政策声明中删除对利率政策保持“耐心”的表述，同时下调对今年通胀水平的预测。在本次会议上，FOMC 的投票结果为 9:1，1 名委员希望立即降息 25 个基点，这是 16 个月以来 FOMC 首次出现货币政策表决的不一致。而在未来货币政策预期上，美联储也出现明显分歧：根据最新的点阵图预测，17 名美联储决策层官员中，有 8 人预计今年年底前降息，8 人预计维持不变，仅有 1 人预期加息。种种迹象表明，本轮始自 2015 年底，到目前已经加息 9 次的加息周期已经步入尾声，年内有望开启新一轮降息周期。

(二)、阶段划分与加息末/降息初期背景

1980 年以来，美国共经历了 6 次较为完整的加息和降息周期，一个完整的加息降息周期持续时长在 18-48 个月之间，本轮加息周期始于 2015 年 12 月，到目前已有 43 个月，堪称历史最长加息周期。降息幅度方面，除 1995 年 7 月小幅降息 0.75%以外，其余 5 次降息幅度均超过 5%。目前联邦基金目标利率为 2.5%，较低的联邦基金目标利率限制了美联储货币政策的操作空间。

图 1 联邦基金利率走势及相对高点



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

表 1：1980 年以来历次加息周期与降息周期

	开始时间	结束时间	持续月份	加息次数	平均加息间隔（月）	联邦基金目标利率			
						开始	结束	加息幅度（%）	平均每次加息幅度（%）
加息周期	1980-08	1980-12	4	7	0.57	9.50	20.00	10.50	1.50
	1983-05	1984-08	15	5	3.00	8.50	11.75	3.25	0.65
	1988-03	1989-02	11	12	0.92	6.50	9.75	3.25	0.27
	1994-02	1995-02	12	7	1.71	3.00	6.00	3.00	0.43
	1999-06	2000-05	11	6	1.83	4.75	6.50	1.75	0.29
	2004-06	2006-06	24	17	1.41	1.00	5.25	4.25	0.25
降息周期	2015-12		43	9	4.78	0.25	2.50	2.25	0.25
	1981-06	1982-12	18	12	1.50	20.00	8.50	-11.50	-0.96
	1984-10	1986-08	22	13	1.69	11.75	5.88	-5.87	-0.45
	1989-07	1992-12	37	23	1.61	9.75	3.00	-6.75	-0.29
	1995-07	1996-01	6	3	2.00	6.00	5.25	-0.75	-0.25
	2001-01	2003-06	29	13	2.23	6.50	1.00	-5.50	-0.42
	2007-09	2008-12	14	10	1.40	5.25	0.25	-5.00	-0.50

资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

降息开始时间：

1981 年 6 月：为了应对 1980 年开始的高通胀，美联储在 4 个月内大幅加息 10.5 个百分点，此期间美国通胀由 13.5% 迅速下降到 4%。美联储在 1981 年 6 月重启降息，在随后的 18 个月内降息 11.5 个百分点。

1984 年 10 月：为了应对里根政府减税带来的通胀走高，美联储于 1983 年 5 月开始收紧货币政策，美国非农数据迅速下滑，美联储于 1984 年 10 月重新开启降息周期。

1989 年 7 月：1987 年美联储的降息救市导致通胀开始上扬，随后美联储在 11 个月内连续加息 12 次。此轮紧缩使得美国经济增长放缓，美联储于 1989 年 7 月放开流动性，随后的油价上涨和第一次海湾战争带来的相关不确定性严重影响了经济活动，使得本轮降息周期持续至 1992 年 12 月。

1995 年 7 月：1995 至 1996 年期间，尽管劳动力市场表现尚可，金融市场处于“非理性繁荣”，为了防范潜在的经济衰退风险以及潜在的金融危机风险，美联储于 1995 年 7 月开始削减利率。

2001 年 1 月：此轮加息周期为 1999 年 6 月至 2000 年 5 月，持续 11 个月，并于 2000 年 12 月开启降息周期。1999 年 GDP 强劲增长，失业率降至历史低点，通胀稳中有升。为了抑制互联网热潮带来的资产泡沫和经济过热倾向，美联储再次启动紧缩政策。

2007 年 9 月：此轮加息周期为 2004 年 6 月至 2006 年 6 月，持续 24 个月，并在 2006 年 6 月至 2007 年 6 月的 12 个月时间内保持联邦基金利率不变。在此期间美国经济复苏强劲，需求快速上升拉动通胀抬头，2004 年开始美联储收紧政策，连续 17 次加息。在美联储加息之后，美国房地产泡沫被刺破，成为 2008 年金融危机的导火索。

二、降息初期的宏观背景

整体增长乏力，通胀短暂回升，失业率低位走高，房地产、制造业萎缩迹象明显。降息周期开启后经济往往步入衰退，流动性的宽松使得短期内通胀回升，但下行趋势未得到根本性改变，十二个月内核心 CPI 同比平均降低 0.23%。就业市场表现同样不佳，降息开始十二个月后失业率平均上升 0.8 个百分点，工资增速同比降低 0.92 个百分点。期限利差逐步回升，六个月内平均涨幅达 73bp。

表 2：降息开始后主要宏观/市场指标变化

变化幅度	开始	结束	联邦基金目标利率(%)	核心CPI同比(%)	失业率(%)	工资增速(%)	GDP同比(%)	新屋开工(千套)	新屋销售(千套)	PMI	工业总产值同比(%)	期限利差：10年-2年(bp)
降息开始后三个月	1981-06	1981-09	0.00	2.40	0.10	-0.81	1.36	-134	-77	-8.2	-2.46	-10
	1984-10	1985-01	-1.75	-0.60	-0.10	0.15	-1.22	121	-42	-0.5	-2.18	89
	1989-07	1989-10	-0.50	-0.20	0.10	0.26	-0.28	-17	-86	0.9	-0.79	-17
	1995-07	1995-10	0.00	0.10	-0.20	0.27	0.03	-92	-69	-4.0	-0.68	-15
	2001-01	2001-04	-1.00	0.10	0.20	-0.57	-0.86	49	-27	0.4	-1.99	51
	2007-09	2007-12	-0.50	0.30	0.30	-0.64	-0.25	-146	-67	-2.0	-1.30	47
	平均值		-0.63	0.35	0.07	-0.22	-0.20	-36.50	-61.33	-2.2	-1.57	24
降息开始后六个月	1981-06	1981-12	-3.50	0.10	1.00	-3.48	-1.67	-135	42	-12.9	-5.90	146
	1984-10	1985-04	-1.75	-0.60	-0.10	-0.05	-2.2	231	-67	-2.6	-2.88	79
	1989-07	1990-01	-0.75	-0.10	0.20	-0.08	-1.03	124	-111	1.3	-1.85	-8
	1995-07	1996-01	-0.50	0.00	-0.10	-0.81	-0.16	6	-51	-5.2	-2.41	4
	2001-01	2001-07	-1.75	0.10	0.40	-0.52	-1.88	70	-56	1.2	-2.31	80
	2007-09	2008-03	-2.50	0.30	0.40	-0.68	-1.07	-178	-151	-2.7	-3.18	138
	平均值		-1.79	-0.03	0.30	-0.94	-1.34	19.67	-65.67	-3.5	-3.09	73
降息开始后十二个月	1981-06	1982-06	-2.50	-0.90	2.10	-4.83	-3.98	-143	-45	-12.4	-6.03	86
	1984-10	1985-10	-2.00	-1.10	-0.30	0.50	-2.22	244	-32	0.1	-3.85	81
	1989-07	1990-07	-1.00	0.60	0.30	-0.14	-1.62	-256	-189	0.7	3.60	11
	1995-07	1996-07	-0.50	-0.30	-0.20	1.32	1.53	11	5	-1.0	1.44	10
	2001-01	2002-01	-3.75	0.00	1.50	-1.24	-2.21	98	-56	5.2	-2.21	161
	2007-09	2008-09	-2.75	0.30	1.40	-1.12	-2.22	-363	-253	-6.2	-11.01	110
	平均值		-2.08	-0.23	0.80	-0.92	-1.79	-68.17	-95	-2.3	-3.01	77

资料来源：Bloomberg, 太平洋证券研究院

(一)、通货膨胀

通胀疲软，下行压力加大。美联储往往在通胀下行时开启降息周期。目前美国宏观数据与就业情况表现良好,但通胀仍然低于美联储 2012 年定下的 2% 的通胀目标，历次降息周期开始后通胀仍有下行趋势，若通胀数据进一步下滑，美联储可能于本月被迫开启降息周期。

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_11520

