

美联储政策转变期主要资产历史表现分析

宏观专题报告

2019年06月25日

报告摘要：

美联储6月按兵不动，但释放明显鸽派信号，美联储即将进入降息周期。

● 历史上美联储加息后期主要资产表现

美股的表现往往好于其他经济体股票表现；主要经济体国债收益率曲线往往趋于平缓；黄金价格涨跌互见，更多地与美元走势有关；主要大宗商品价格往往在加息中后期走弱；汇率变化有起有伏，并非单单由加息周期决定。

● 历史上美联储进入降息周期主要资产表现

权益资产往往能够取得绝对正收益；国债收益率整体下降，但时间路径上可能波动较大；更低的利率降低购房者的负担，刺激购房者置业需求；主要大宗商品价格往往大幅波动；汇率变化方向不确定。

● 2019年下半年大类资产表现猜想

黄金或将走出一段中期行情；美股预期收益下降、波动升，可能仍有正回报；美元指数大概率维持基本平稳；原油价格基本面已触底，存在上行可能；A股三季度重在防御和等待信号验证，四季度可能是配置风险收益比更佳的时点。

● 风险提示

美联储鸽派不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

目录

一、美联储加息后期全球大类资产价格历史表现.....	3
(一) 1985 年以来的四次加息周期.....	3
(二) 权益资产表现及逻辑.....	3
(三) 固收资产表现及逻辑.....	5
(四) 房地产表现及逻辑.....	6
(五) 黄金表现及逻辑.....	6
(六) 大宗商品价格表现及逻辑.....	7
(七) 汇率表现及逻辑.....	8
二、美联储进入降息周期全球大类资产价格历史表现.....	10
(一) 美联储货币政策切换的原因.....	10
(二) 权益资产表现及逻辑.....	10
(三) 固收资产表现及逻辑.....	11
(四) 房地产表现及逻辑.....	12
(五) 黄金表现及逻辑.....	13
(六) 大宗商品价格表现及逻辑.....	13
(七) 汇率表现及逻辑.....	14
三、2019 年下半年大类资产表现猜想.....	15
风险提示	15

一、美联储加息后期全球大类资产价格历史表现

（一）1985 年以来的四次加息周期

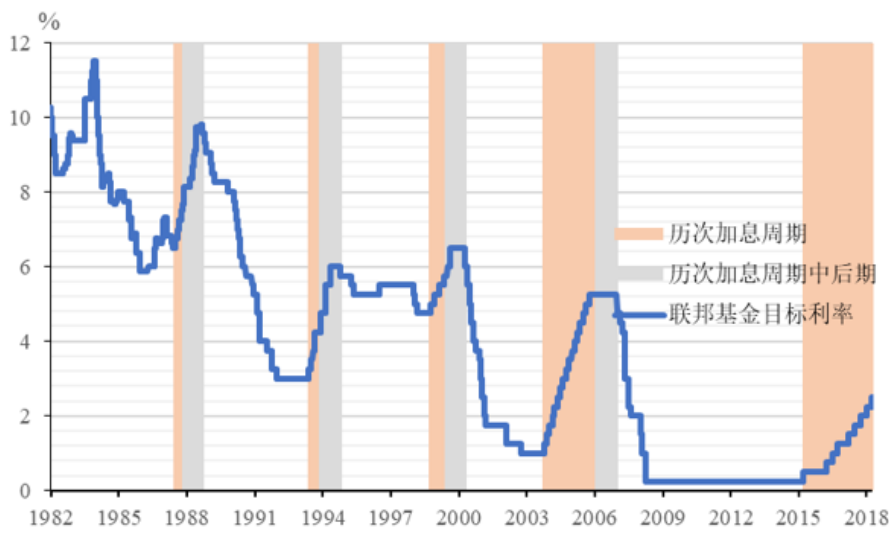
从 1985 年之后，美联储已经完成了四次加息周期，分别是 1988.3~1989.6、1994.2~1995.7、1999.6~2001.1 以及 2004.6~2007.9（表 1，图 1）。作为全球货币的锚的管理者，美联储的一举一动都牵动着市场的神经，资本市场和大类资产对其反应也各有不同。本文定义每轮加息周期的最后一年为中后期，接下来将对历史上美联储加息中后期全球资本市场和主要大类资产的历史表现进行梳理。

表 1：1985 年之后的美联储四次加息周期描述性统计

加息周期	历时	开始	结束	加息次数	加息中后期
1988.3~1989.6	16 个月	6.50%	9.8125%	16 次	1988.7~1989.6
1994.2~1995.7	18 个月	3.00%	6.00%	7 次	1994.8~1995.7
1999.6~2001.1	20 个月	4.75%	6.50%	6 次	2000.2~2001.1
2004.6~2007.9	40 个月	1.00%	5.25%	17 次	2006.10~2007.9
2015.12~至今	38 个月	0.25%	2.50%	9 次	

资料来源：CEIC，Wind，民生证券研究院

图 1：1985 年后的四次美联储加息周期的时间路径



资料来源：CEIC，Wind，民生证券研究院

（二）权益资产表现及逻辑

美股表现往往好于其他经济体股票表现。全球主要权益资产在美联储加息周期中后期的表现有所分离，美股的表现往往好于其他经济体股票表现，其内在核心逻辑在于随着美联储退出加息周期，市场预期无风险利率水平将不再升高，甚至开始降低，直接拉低权益市场投资者的要求回报率，权益资产估值大幅提升。

受到互联网泡沫破灭，2000 年 2 月到 2001 年 1 月之间权益资产估值坍塌，全球整个权益市场受到波及，而美国作为全球科技的领头羊，资本市场更是反映强烈。但标普 500 在其余历

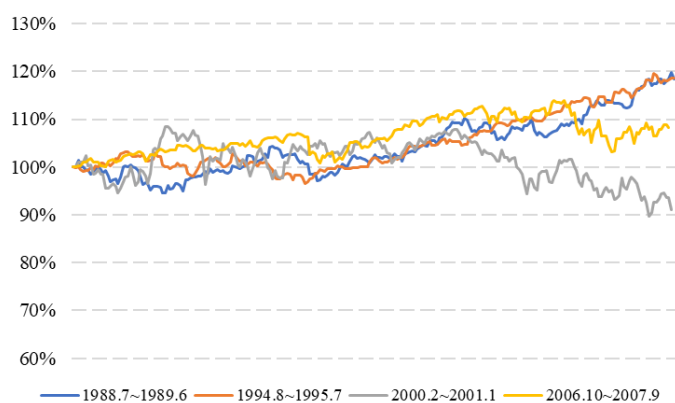
次加息周期中后期的一年时间里均取得相当不错的收益率，总体上好于英国富时 100 和德国 DAX。而上证综指在历次美联储加息周期中后期的表现近乎于“妖”，甚至在 2006 年 10 月到 2007 年 9 月之间取得了超过 200% 的收益率，远脱离了基本面，更与市场投机炒作相关（表 2，图 2-5）。

表 2：美联储加息后期全球主要股指表现

加息周期	最后一年	标普 500	富时 100	德国 DAX	恒生指数	上证综指	创业板指
1988.3~1989.6	1988.7~1989.6	18%	12%	22%	-22%	-	-
1994.2~1995.7	1994.8~1995.7	19%	8%	-2%	-5%	39%	-
1999.6~2001.1	2000.2~2001.1	-9%	-2%	-11%	-5%	37%	-
2004.6~2007.9	2006.10~2007.9	8%	1%	22%	37%	207%	-
2015.12~至今	-	18.2%	5.3%	-6.2%	14.0%	-27.8%	-52.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美联储加息后期标普 500 历史表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：美联储加息后期德国 DAX 历史表现

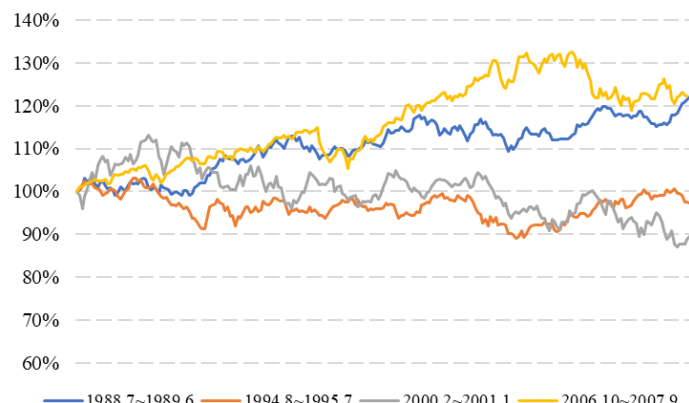
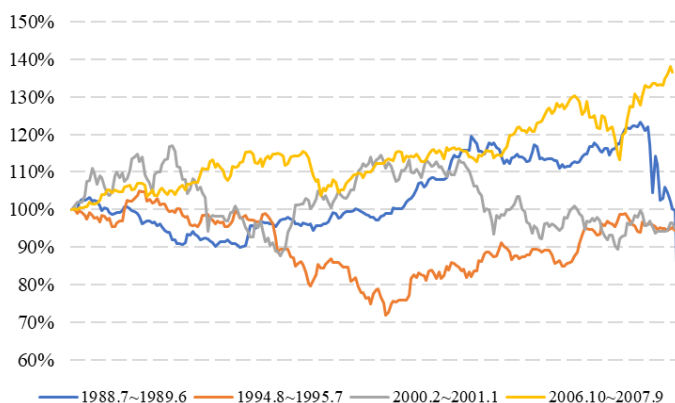
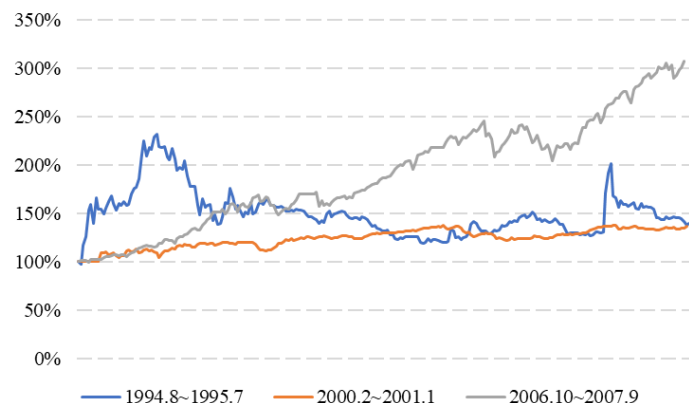


图 4：美联储加息后期恒生指数历史表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：美联储加息后期上证综指历史表现



（三）固收资产表现及逻辑

主要经济体国债收益率曲线往往趋于平缓。美联储的联邦基金目标利率更多的是直接影响短期利率，而长期国债收益率往往与未来长期经济增长潜力挂钩。回溯历史，美联储的加息周期往往是在美国经济见顶之后，才会将节奏放缓，甚至按下暂停键，因此，在加息周期的中后期，往往会出现美债收益率曲线趋于平缓甚至倒挂。

日本、德国的国债收益率走势与美国较为接近，而中国由于数据原因只有 2006 年 10 月~2007 年 9 月的国债收益率走势图，可以看到中国与发达国家的国债收益率出现巨大背离。主要原因在于，一方面，2006~2007 年中国经济火热，GDP 增速保持在 10% 以上，另一方面，发达国家相继退出加息周期，大量热钱涌入，更进一步推高中国通胀以及房价水平，在 2007 年央行曾连续 6 次加息、连续 10 次调高存款准备金率（图 6-9）。

图 6：美联储加息后期美国国债收益率历史表现

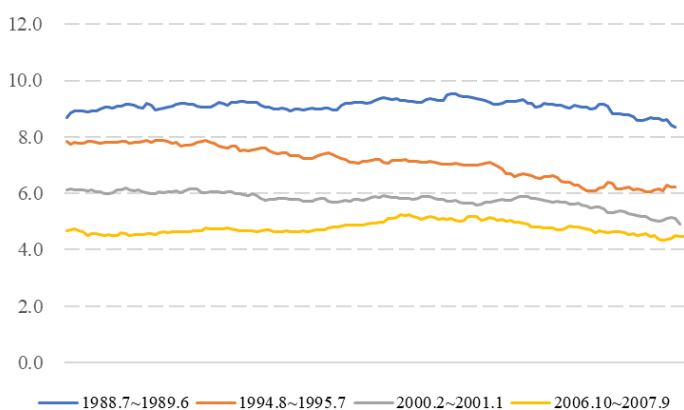
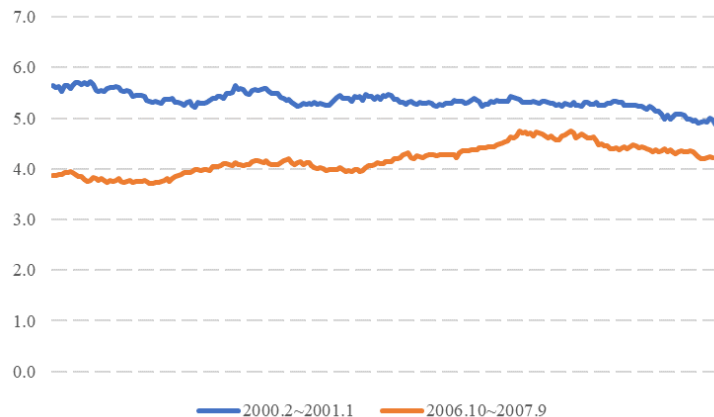


图 7：美联储加息后期德国国债收益率历史表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：美联储加息后期日本国债收益率历史表现

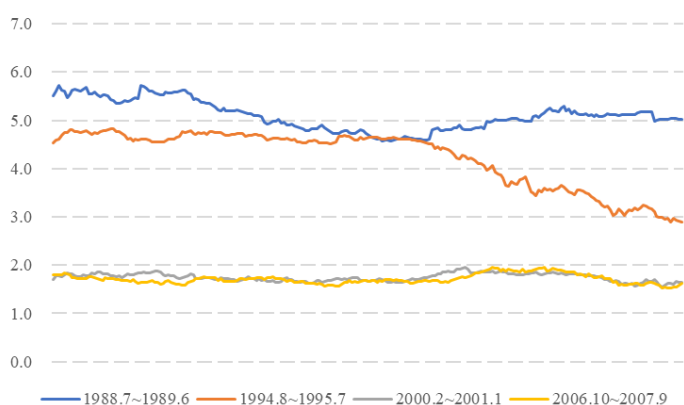
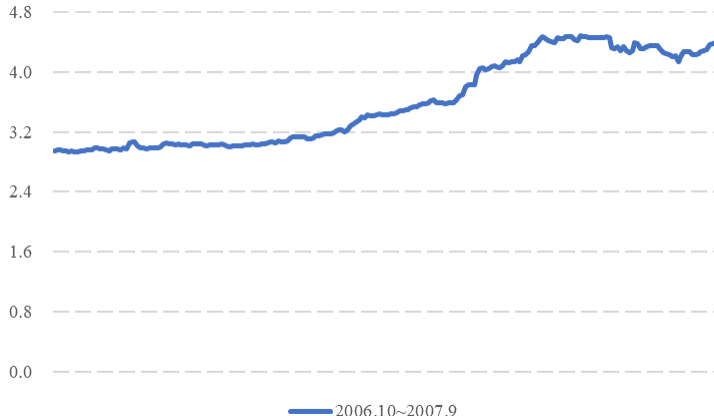


图 9：美联储加息后期中国国债收益率历史表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）房地产表现及逻辑

从 1989 年到 2007 年，美国房地产市场迎来 80 年代房地产泡沫与储蓄贷款协会危机后的一个新的周期。在 90 年代美国经济快速扩张的 10 年，美国房地产市场也同步高速发展。特别是在互联网泡沫破灭之后，美联储大幅降息，房地产信贷机构不断放宽住房贷款条件，美国房地产市场飞速膨胀，虽然此后美联储接连加息但仍抵挡不住美国房价的快速上涨。在这样的大背景下，我们看到四个时期美国房价均快速上涨（图 10）。

90 年代日本正在经历房地产泡沫刺破后的阵痛期，房地产长期萎靡，因此在 1994.8~1995.7，日本房价一直处于下跌过程。21 世纪初，随着房地产泡沫破灭后形成的不良债权的慢慢消化，居民信心的慢慢恢复，日本房地产市场逐步复苏，在 2000.2~2001.1 期间日本房价基本稳定，在 2006.10~2007.9 期间日本房价甚至温和上涨（图 11）。

图 10：美联储加息后期美国房地产价格历史表现

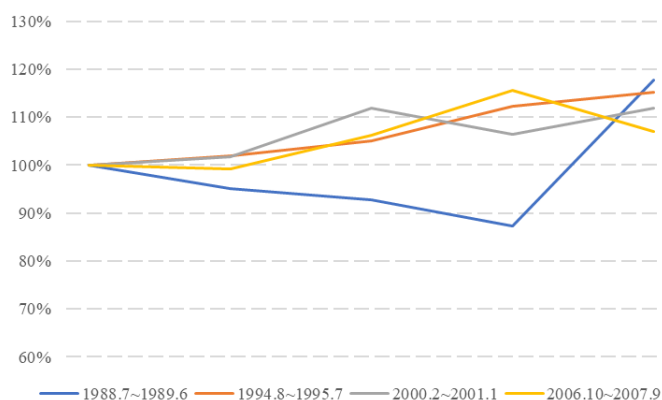
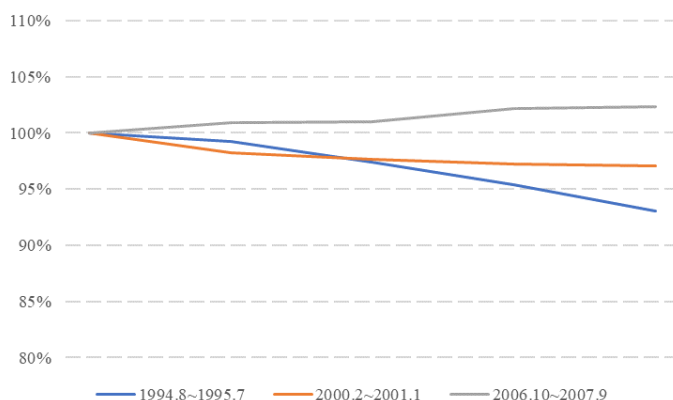


图 11：美联储加息后期日本房地产价格历史表现



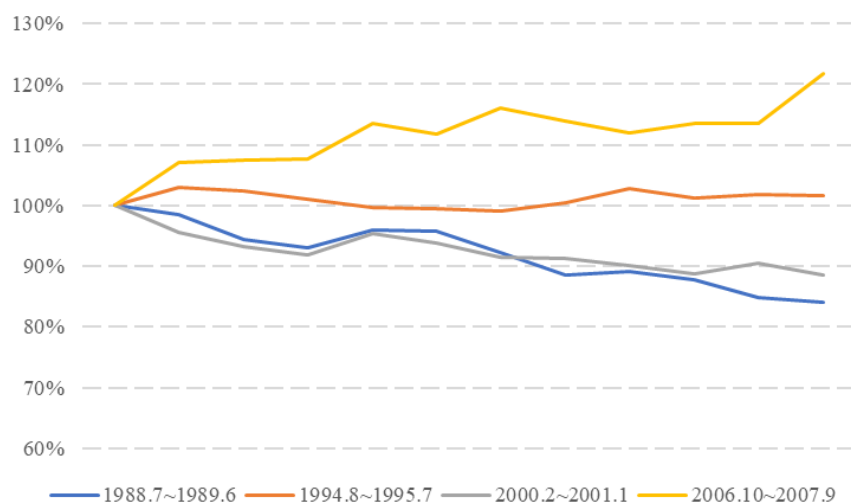
资料来源：Wind，民生证券研究院

（五）黄金表现及逻辑

黄金价格更多地与美元走势有关。历史上，黄金由于其贵金属的特性，在很长一段时间内一直充当一般等价物，直到 1971 年布雷顿森林体系崩溃后才失去货币锚的作用，逐步回归为一般商品。由于国际金价与美元之间有密切的关系，而美联储的货币政策极大程度的影响了美元汇率，因此国际金价也会随之受到影响。

美联储的历次加息周期的中后期，往往处于美国经济见顶之后，美联储的紧缩态度相对正在发生改变，但货币政策的转向仅仅只能在一定程度上为金价上涨提供动力，并不能决定金价走势。因此，在历史上美联储四次加息周期的中后期，黄金价格两次跟随美元升值而下跌，两次跟随美元贬值而上涨（图 12）。

图 12: 美联储加息后期黄金价格历史表现



资料来源: CEIC, 民生证券研究院

(六) 大宗商品价格表现及逻辑

主要大宗商品价格在美联储加息中后期往往走弱。作为工业品的重要原材料, 铜、铝、原油以及铁矿石等大宗商品在整个加息周期往往是一路上涨, 但其上涨的动力在加息周期的中后期在各个经济体经济见顶后逐渐减弱, 甚至转而下跌。特别是在 1988.7~1989.6 和 2000.2~2001.1 两次美元上行的时期, 大宗商品上涨的动力被强势的美元所限制, 而在 2006.10~2007.9 两次美元下行的时期, 大宗商品反而在一定程度上被弱势的美元推升 (图 13-16)。

图 13: 美联储加息后期铜价历史表现

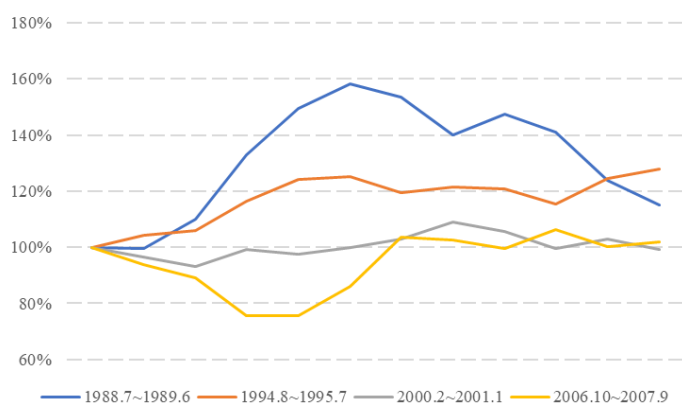
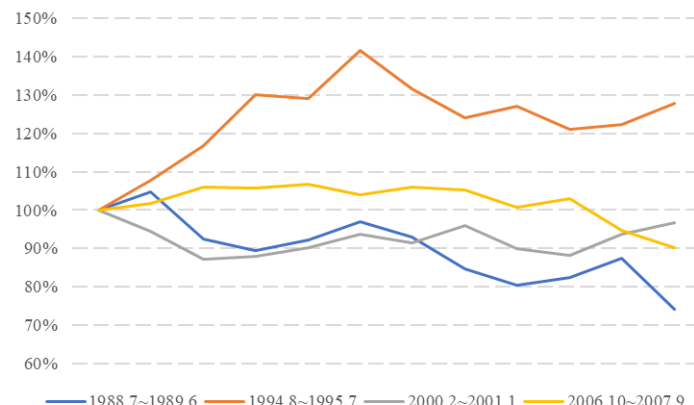


图 14: 美联储加息后期铝价历史表现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 15: 美联储加息后期原油价格历史表现

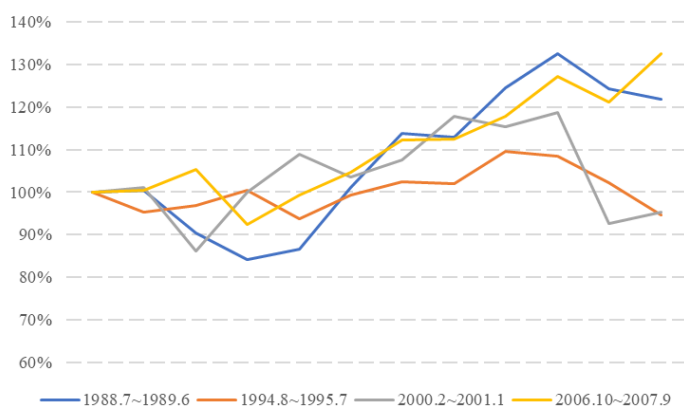
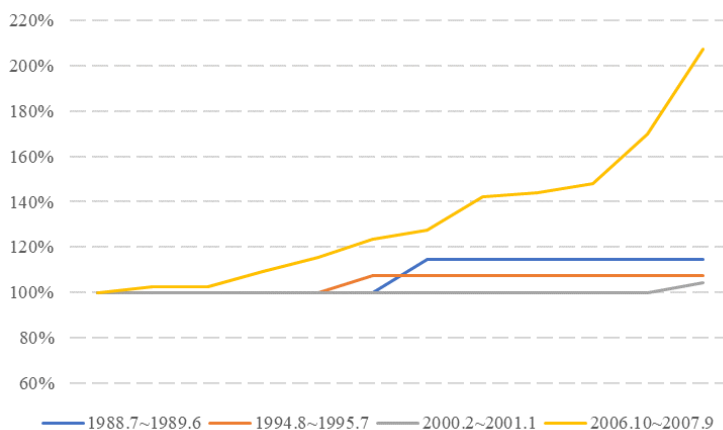


图 16: 美联储加息后期铁矿石价格历史表现



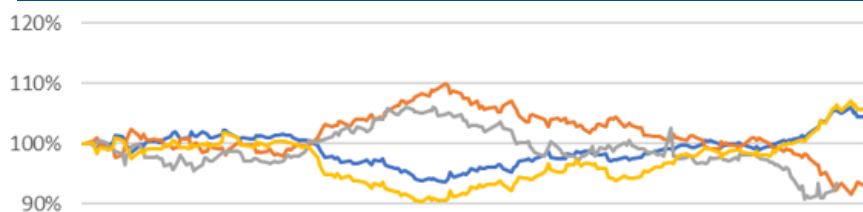
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(七) 汇率表现及逻辑

汇率变化并非单单由加息周期决定。汇率是一种货币相对于另一种货币的价格，其本身就是两国经济的相对强弱的一个综合反映。因此，美元指数的强弱除了依赖于美国和非美经济体的利差外，也取决于美国和非美经济体宏观形势背离程度等其他因素，单单依靠美联储加息难以对美元指数起到完全支撑。

从历史上看，在加息周期的中后期，美元指数在 1988 年 7 月~1989 年 6 月和 2000 年 2 月~2001 年 1 月升值，但在时间路径上也并非继续一路上扬，而在 1994 年 8 月~1995 年 7 月和 2006 年 10 月~2007 年 9 月甚至出现贬值（图 17-20）。

图 17: 国际主要货币汇率表现：1988.7~1989.6



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_11808

