

## 4次降息中的资产价格变化

——宏观经济研究周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

通过回顾 1984-2008 年美联储 4 轮降息周期中的资产价格, 我们发现在降息周期中 10 年期美债具有较好的表现。进一步的, 若引发降息的冲击较为剧烈则黄金表现较好; 若引发降息的冲击较为温和, 则权益类资产表现较好。我们认为目前来看在不发生风险事件的情况下, 未来降息将较为“温和”, 美国国债和股市或有较好表现。黄金料将走弱。

## 1984 年 8 月-1986 年 8 月

- **通胀下降得到确认, 美联储开启降息。**1980 年美国 CPI 年同比达 13.5%, 而不变价 GDP 则出现了负增长。为了治理通胀, 美联储将联邦基金目标利率保持在较高的水平。1980 年后, CPI 同比出现回落, 为稳固通胀下行的预期, 美联储直至 1984 年才开始下调联邦基金目标利率。
- **财政扩张进一步推高美国国内利率环境, 美元升值导致贸易条件恶化弱化财政扩张效果。**在高利率的限制环境下, 美国经济增速出现了显著的下滑, 里根政府不得不再次求诸于扩张型的财政政策, 1980 年后财政赤字占 GDP 的比重出现了明显的上升。紧缩的货币和刺激政策进一步推高了美国的利率水平, 美元在这一时期出现了较大幅度的升值, 贸易条件从而进一步恶化。
- **资产价格:**道琼斯指数 (+55%)、纳斯达克指数 (+50.4%)、美国国债 (-5.84%) 表现较好, 而黄金 (+10.5%)、商品 (-24.5%) 表现一般。

## 1989 年 5 月-1992 年 9 月

- **贸易条件改善叠加高赤字使通胀再次抬头。**1985 年后, 美元指数从高位回落, 贸易条件的改善以及里根政府 (1981-1988 年) 执行的扩张型财政政策使美国 CPI 同比于 1986 年后再次抬头。为防止通胀再次失控, 美联储于 1987 年再次加息。
- **储贷危机引发经济衰退, 美联储降息稳增长。**由于受到 Q 条例的约束, 储贷机构负债端的利率普遍低于货币市场利率, 因此大量的存款从储贷机构“搬家”至货币基金, 增大了储贷机构的负债压力。在金融自由化的大背景下, 后续部分储贷机构的破产引发了连锁反应, 导致了储贷危机。受此影响, 美国不变价 GDP 增速于 1991 年出现负增长, 美联储也随即开启降息稳定经济增速。
- **资产价格:**道琼斯指数 (+31.9%)、纳斯达克指数 (+30.7%)、美国国债 (-2.23%) 表现较好, 而黄金 (-3.5%)、商品 (-12.7%) 表现一般。

## 2000 年 12 月-2003 年 6 月

- **科网泡沫破裂推动美联储降息。**90 年代美国进入了高增长、低通胀的时代, 信息技术作为新主导行业的特征越来越明显, 纳斯达克指数也在 2000 年达到了高点。1999 年美联储开始加息回收前期为对冲亚洲金融危机影响而释放的流动性, 估值的压力使科网泡沫在 2000 达到顶峰后迅速回落。股市的大幅波动使美联储于 2001 年开始降息以避免其进一步扩散。
- **资产价格:**黄金 (+26.9%)、美国国债 (-1.58%) 表现较好, 而商品 (+11.2%)、道琼斯指数 (-16.7%)、纳斯达克指数 (-34.3%) 表现一般。

## 2007 年 8 月-2008 年 12 月

- **次贷危机后的降息救市。**从 2007 年开始, 与次级贷款相关的金融风险开始不断暴露。在此过程中美联储持续降息以向市场提供流动性支持, 联邦基金目标利率由 2007 年 8 月的 5.25% 降至 2008 年 12 月的 0.25%。
- **科网泡沫破裂后房价快速增长。**2000 年科网泡沫破裂后, 美国房地产行业迎来了快速发展。次级贷款的出现降低的住房抵押贷款的申请标准, 创造了大量的购房需求。处于低位的利率水平也为购房者降低了贷款成本。多种因素作用下, 美国房价自 2000 年后持续上行至 2006 年 12 月。在此期间, 美联储于 2004 年 6 月开始加息, 房价增速随不断抬升的联邦基金利率逐渐企稳回落。
- **资产价格:**黄金 (+28.7%)、美国国债 (-2.29%) 表现较好, 而纳斯达克指数 (-39.3%)、道琼斯指数 (-34.3%)、商品 (-23.8%) 表现一般。

敬请参阅最后一页免责声明

2023 年 07 月 18 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

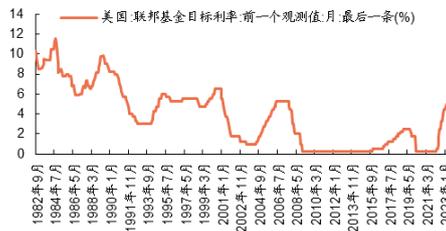
李起

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660122090010

13716755997

## 1982-2023 年美国联邦基金目标利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《核心通胀仍在 5% 以上: 宏观经济研究周报》2023-07-10
- 2、《工业生产环比企稳: 宏观经济研究周报》2023-06-25
- 3、《不利环境提升稳增长必要性: 宏观经济研究周报》2023-06-19
- 4、《逆周期因子尚未使用: 宏观经济研究周报》2023-06-11
- 5、《逐渐接近底部: 宏观经济研究周报》2023-06-05

证券研究报告

**风险提示：**全球金融系统风险、美国商业银行和储蓄机构出现流动性危机、美国银行系统出现重大操作风险、通胀粘性超预期、美联储维持目前利率水平、政策风险。

### 2023年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202307E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	4.8	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	4	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	12	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	5.8	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-8.4	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	8.6	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	-0.4	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-4.1	-0.5
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.7	2.9
美元兑人民币汇率中间价	6.5	6.4	7.0	7.2	6.8
社会融资规模同比	13.3	10.3	9.6	9.6	10.0

说明：CPI 和 PPI 同比 2023E 为全年同比，202307E 为当月同比；10Y 国债收益率和汇率取统计期最后一个交易。

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 美国 4 次降息周期中的资产价格变化</b> .....	<b>4</b>
1.1 1984 年 8 月-1986 年 8 月.....	4
1.1.1 背景.....	4
1.1.2 资产价格.....	4
1.2 1989 年 5 月-1992 年 9 月.....	5
1.2.1 背景.....	5
1.2.2 资产价格.....	5
1.3 2000 年 12 月-2003 年 6 月.....	6
1.3.1 背景.....	6
1.3.2 资产价格.....	6
1.4 2007 年 8 月-2008 年 12 月.....	7
1.4.1 背景.....	7
1.4.2 资产价格.....	7
<b>2. 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图表目录

<b>图 1: 1982-1993 年联邦基金目标利率</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2: 1970-1992 年美国 GDP 和 CPI 同比</b> .....	<b>4</b>
<b>图 3: 1962-1992 年美国财政赤字和贸易差额占 GDP 比重</b> .....	<b>4</b>
<b>图 4: 1982-1992 年美国联邦基金目标利率和美元指数</b> .....	<b>4</b>
<b>图 5: 1984-1986 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率</b> .....	<b>5</b>
<b>图 6: 1984-1986 年 CRB 现货指数</b> .....	<b>5</b>
<b>图 7: 1989-1992 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率</b> .....	<b>5</b>
<b>图 8: 1989-1992 年 CRB 现货指数</b> .....	<b>5</b>
<b>图 9: 1999-2010 年联邦基金目标利率</b> .....	<b>6</b>
<b>图 10: 1995-2005 年美国纳斯达克指数</b> .....	<b>6</b>
<b>图 11: 2000-2003 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率</b> .....	<b>6</b>
<b>图 12: 2000-2003 年 CRB 现货指数</b> .....	<b>6</b>
<b>图 13: 2001-2009 年美国标普房价指数当月同比及联邦基金目标利率</b> .....	<b>7</b>
<b>图 14: 2007-2008 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率</b> .....	<b>7</b>
<b>图 15: 2007-2008 年 CRB 现货指数</b> .....	<b>7</b>

## 1. 美国 4 次降息周期中的资产价格变化

### 1.1 1984 年 8 月-1986 年 8 月

#### 1.1.1 背景

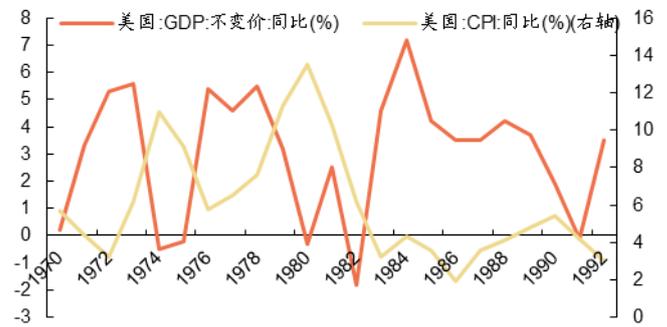
通胀下降得到确认，美联储开启降息。70 年代末由于全要素生产率的下降以及高成本的压力，美国经济陷入了滞胀，1980 年美国 CPI 年同比达 13.5%，而不变价 GDP 则出现了负增长（图 2）。为了治理通胀，美联储将联邦基金目标利率保持在较高的水平。1980 年后，CPI 同比出现回落，美联储对通胀的治理见到了曙光（图 2）。随后，美联储仍将利率保持在限制水平以稳固通胀下行的预期，直至 1984 年才开始下调联邦基金目标利率（图 1）。

图1：1982-1993 年联邦基金目标利率



资料来源：Wind，申港证券研究所

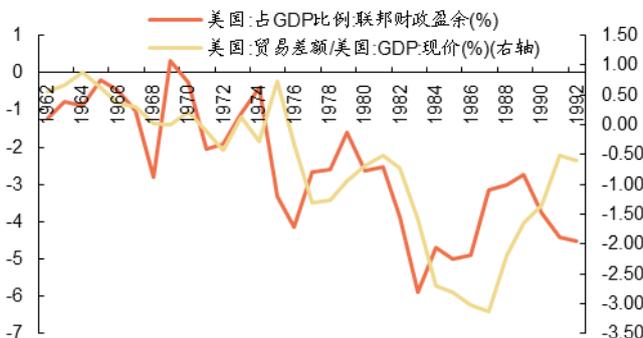
图2：1970-1992 年美国 GDP 和 CPI 同比



资料来源：Wind，申港证券研究所

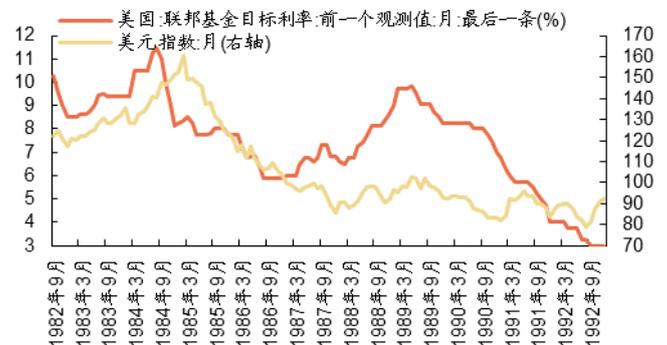
财政扩张进一步推高美国国内利率环境，美元升值导致贸易条件恶化弱化财政扩张效果。在高利率的限制环境下，美国经济增速出现了显著的下滑（图 2），里根政府不得不再次求诸于扩张型的财政政策，1980 年后财政赤字占 GDP 的比重出现了明显的上升（图 3）。紧缩的货币和刺激政策进一步推高了美国的利率水平，美元在这一时期出现了较大幅度的升值，贸易条件从而进一步恶化（图 3、图 4）。

图3：1962-1992 年美国财政赤字和贸易差额占 GDP 比重



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：1982-1992 年美国联邦基金目标利率和美元指数



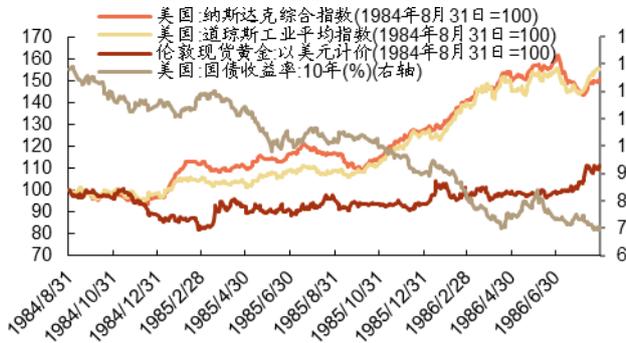
资料来源：Wind，申港证券研究所

#### 1.1.2 资产价格

我们考察了 1984 年 8 月-1986 年 8 月降息期间纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货价格、美国国债收益率和 CRB 现货指数（表示商品价格），其中道琼斯指

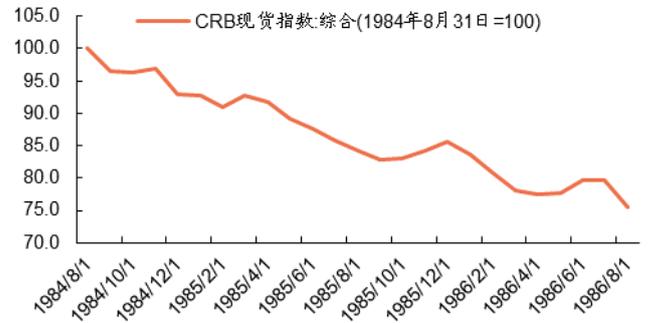
数 (+55%)、纳斯达克指数 (+50.4%)、美国国债 (-5.84%) 表现较好，而黄金 (+10.5%)、商品 (-24.5%) 表现一般 (图 5、图 6)。

**图5：1984-1986 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率**



资料来源：Wind，申港证券研究所

**图6：1984-1986 年 CRB 现货指数**



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 1.2 1989 年 5 月-1992 年 9 月

### 1.2.1 背景

贸易条件改善叠加高赤字使通胀再次抬头。1985 年后，美元指数从高位回落 (图 4)，贸易条件的改善以及里根政府 (1981-1988 年) 执行的扩张型财政政策 (图 3) 使美国 CPI 同比于 1986 年后再次抬头 (图 2)。为防止通胀再次失控，美联储于 1987 年再次加息。

- ◆ 1984 年上一轮降息结束后，美国经历一段低通胀时期。1985 年 9 月美国与英、日等国签订了《广场协议》，旨在促进美元贬值。1985 年后随美元指数的回落，美国贸易条件得到了一定的改善

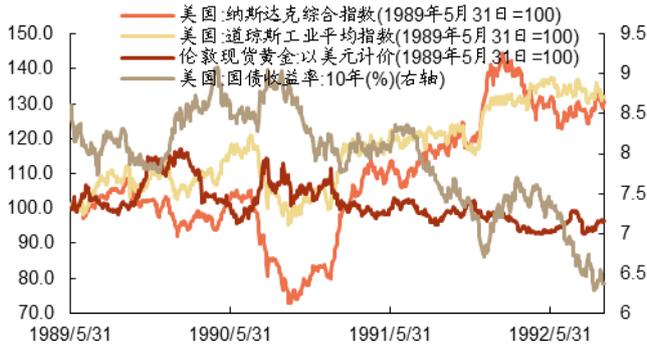
储贷危机引发经济衰退，美联储降息稳增长。整个 80 年代，为了控制通胀，联邦基金利率长时间处于较高水平。由于受到 Q 条例 (禁止联邦储备委员会的会员银行对它所吸收的活期存款支付利息，并对上述银行所吸收的储蓄存款和定期存款规定了利率上限) 的约束，储贷机构负债端的利率普遍低于货币市场利率，因此大量的存款从储贷机构“搬家”至货币基金，增大了储贷机构的负债压力。在金融自由化的大背景下，后续部分储贷机构的破产引发了连锁反应，导致了储贷危机。受此影响，美国不变价 GDP 增速于 1991 年出现负增长 (图 2)，美联储也随即开启降息稳定经济增速。

### 1.2.2 资产价格

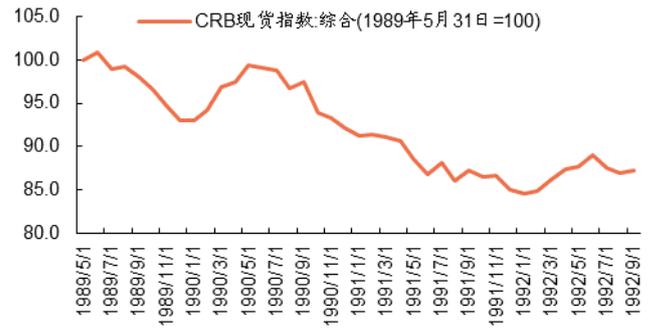
在 1989 年 5 月-1992 年 9 月降息期间道琼斯指数 (+31.9%)、纳斯达克指数 (+30.7%)、美国国债 (-2.23%) 表现较好，而黄金 (-3.5%)、商品 (-12.7%) 表现一般 (图 7、图 8)。

**图7：1989-1992 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率**

**图8：1989-1992 年 CRB 现货指数**



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

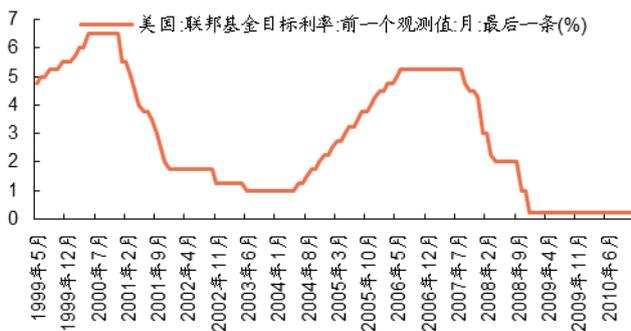
### 1.3 2000 年 12 月-2003 年 6 月

#### 1.3.1 背景

科网泡沫破裂推动美联储降息。90 年代美国进入了高增长、低通胀的时代，信息技术作为新主导行业的特征越来越明显，纳斯达克指数也在 2000 年达到了高点（图 10）。1999 年美联储开始加息回收前期为对冲亚洲金融危机影响而释放的流动性，估值的压力使科网泡沫在 2000 达到顶峰后迅速回落（图 9）。股市的大幅波动使美联储于 2001 年开始降息以避免其进一步扩散（图 9）。

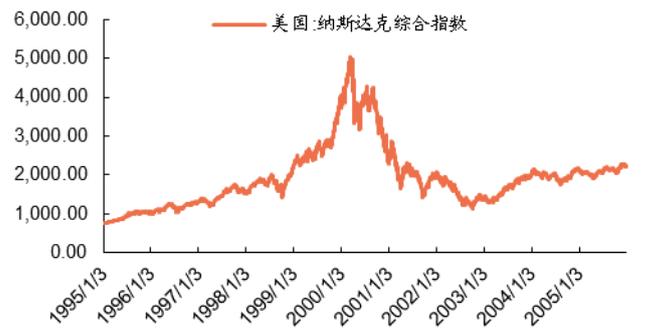
- ◆ 亚洲金融危机爆发后美国成为了国际资本的新目的地，资金的流入进一步推高了资产价格。
- ◆ 为对冲亚洲金融危机的影响，美联储 1998 年 9 月-11 月连续降息，进一步带来了股市上涨的压力。

图9: 1999-2010 年联邦基金目标利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 1995-2005 年美国纳斯达克指数



资料来源: Wind, 申港证券研究所

#### 1.3.2 资产价格

在 2000 年 12 月-2003 年 6 月降息期间黄金 (+26.9%)、美国国债 (-1.58%) 表现较好，而商品 (+11.2%)、道琼斯指数 (-16.7%)、纳斯达克指数 (-34.3%) 表现一般。（图 11、图 12）。

图11: 2000-2003 年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率

图12: 2000-2003 年 CRB 现货指数



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

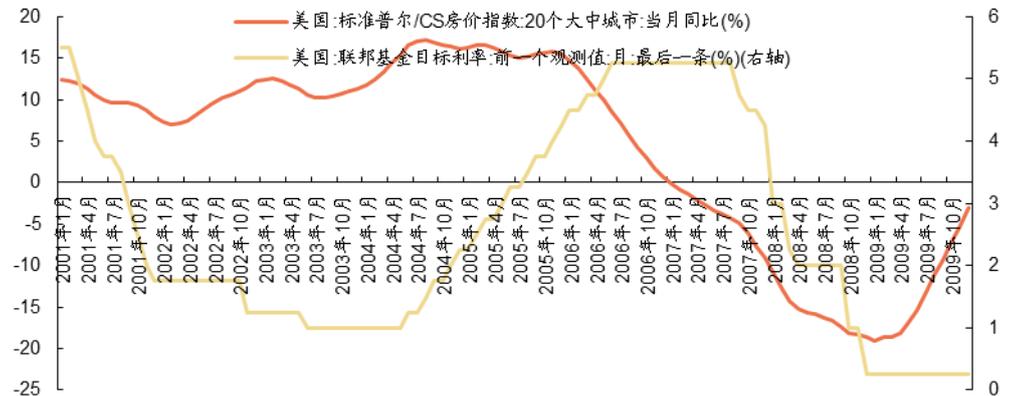
## 1.4 2007年8月-2008年12月

### 1.4.1 背景

**次贷危机后的降息救市。**从2007年开始,与次级贷款相关的金融风险开始不断暴露。在此过程中美联储持续降息以向市场提供流动性支持,联邦基金目标利率由2007年8月的5.25%降至2008年12月的0.25%(图9)。

**科网泡沫破裂后房价快速增长。**2000年科网泡沫破裂后,美国房地产行业迎来了快速发展。次级贷款的出现降低的住房抵押贷款的申请标准,创造了大量的购房需求。处于低位的利率水平也为购房者降低了贷款成本。多种因素作用下,美国房价自2000年后持续上行至2006年12月(图13)。在此期间,美联储于2004年6月开始加息,房价增速随不断抬升的联邦基金利率逐渐企稳回落(图13)。

图13: 2001-2009年美国标普房价指数当月同比及联邦基金目标利率

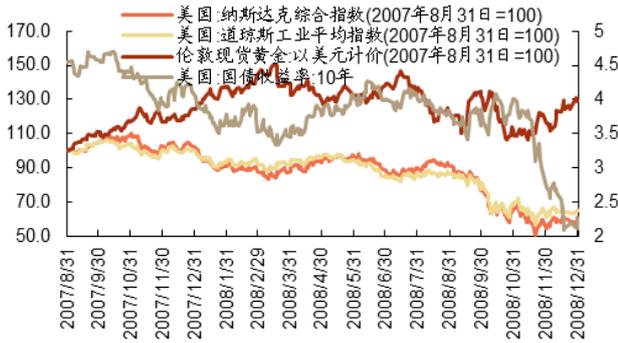


资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 1.4.2 资产价格

在2007年8月-2008年12月降息期间黄金(+28.7%)、美国国债(-2.29%)表现较好,而纳斯达克指数(-39.3%)、道琼斯指数(-34.3%)、商品(-23.8%)表现一般(图14、图15)。

图14: 2007-2008年纳斯达克指数、道琼斯指数、伦敦黄金现货和美国国债收益率  
图15: 2007-2008年CRB现货指数



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 2. 风险提示

全球金融系统风险、美国商业银行和储蓄机构出现流动性危机、美国银行系统出现重大操作风险、通胀粘性超预期、美联储维持目前利率水平、政策风险。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上