

## 美联储首次降息前后资产价格表现

### 投资要点:

**12月美联储议息会议正式讨论降息，流动性宽松交易继续升温：**12月FOMC会议总体表述偏鸽，尤其是鲍威尔讲话中明确提及美联储已正式讨论降息，受此影响12月以来海外流动性宽松交易继续演绎，市场已计入美联储2024年3月降息、全年降息150BP预期。

**1981年以来美国共经历8轮降息周期，从最后一次加息到首次降息平均间隔7个月：**从1981年沃尔克正式开启降息算起，美国先后经历8轮降息周期（1981.11-1982.12，1984.09-1986.08，1989.06-1992.09，1995.07-1996.01，1998.09-1998.11，2001.01-2003.06，2007.09-2008.12，2019.08-2020.03）。过去8轮降息周期中，从末次加息到首次降息平均间隔7个月，本轮降息若按2024年6-7月的中性条件预计，间隔大概率超往期均值，按美联储的指引，累计降息幅度或在300BP。

**历次降息开启前，非农就业、PMI等降幅明显，本轮周期中非农就业仍然偏强，后续降息节点盯就业：**（1）过去8轮降息开启的节点，美国经济已处于持续下行中，非农就业、PMI降幅明显，通胀短期或仍在相对高位；（2）与过去8轮周期相比，现阶段美国PMI、工业生产或已触发降息条件，但就业市场仍然偏强，后续降息重点看就业。

**历次降息周期中，债券资产在降息前超额优势明显，美股其次：**过去8轮周期中，美联储首次降息前，美债收益率已持续领涨、美股其次、大宗商品承压，降息落地后债券收益率收窄，欧日等发达经济体领先美股，大宗商品初期承压但随后上涨。总体看，经济下行压力加大+政策利率调降，美债利率下行的逻辑更为确定，美股同样上涨但幅度不及美股，一定程度源于经济下行对盈利端带来扰动。

**2019年美联储降息前后，国内权益市场整体受益，成长和消费领先：**美联储最近一次降息周期开启前后（2019年8月），国内主要大类资产中沪金和权益类资产超额收益相对明显。风格上，降息落地后，A股中成长和消费风格领先。美联储降息一方面带动无风险利率下行、有助于成长板块估值提升，另一方面中美利率差收窄，A股市场对外资的吸引力提升。

**风险提示：**一是历史经验不代表未来；二是美国经济数据下行偏缓；三是美联储后续表态偏鹰。

### 团队成员

分析师 燕翔

执业证书编号：S0210523050003

邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯

执业证书编号：S0210523060005

邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成

执业证书编号：S0210523060003

邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗

执业证书编号：S0210523060002

邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡

执业证书编号：S0210523060006

邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、《降息空间打开——12月FOMC议息会议点评》—2023.12.14

2、《美债利率回落后的资产映射》—2023.11.17

3、《美国经济衰退：是与否》—2023.11.03

## 正文目录

1 降息空间已打开，但间隔大概率超往期均值.....	3
2 历次降息开启前，非农就业、PMI 降幅明显.....	5
3 历次降息周期中，债券资产在降息前超额优势明显.....	7
4 2019 年美联储降息前后，国内权益市场整体受益.....	9
5 风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1: 12 月以来美债利率继续大幅下行.....	3
图表 2: 1981 年以来美国先后经历 8 轮降息周期.....	4
图表 3: 过去 8 轮周期中，从末次加息到降息平均间隔约 7 个月.....	4
图表 4: 本轮加息到降息间隔大概率超往期均值.....	5
图表 5: 美联储官员经济预测中位数.....	5
图表 6: 降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显.....	6
图表 7: 美联储首次降息前后的 CPI 同比变化.....	6
图表 8: 美联储首次降息前后的失业率变化.....	6
图表 9: 美联储首次降息前后的新增非农变化.....	6
图表 10: 美联储首次降息前后的制造业 PMI 变化.....	6
图表 11: 与此前降息周期相比，现阶段美国就业仍偏强.....	7
图表 12: 首次降息前后的大类资产表现.....	8
图表 13: 首次降息前后的美国政府债走势.....	8
图表 14: 首次降息前后的美股走势.....	9
图表 15: 2019 年美联储降息前后的中国大类资产表现.....	9
图表 16: 2019 年美联储降息前后的 A 股风格表现.....	10

## 1 降息空间已打开，但间隔大概率超往期均值

12月美联储议息会议正式讨论降息，流动性宽松交易继续升温。12月FOMC会议总体表述偏鸽，尤其是美联储主席鲍威尔在讲话中提到“美联储在会议上讨论了降息时机，相关讨论仍在进行中，将谨慎做出决定”，表明降息已正式进入美联储视野内。受此影响，海外流动性宽松交易继续升温，截至12月22日，10年期美债、1年期美债已分别降至3.90%、4.82%，较12月初分别下行32BP、23BP。

图表 1：12月以来美债利率继续大幅下行

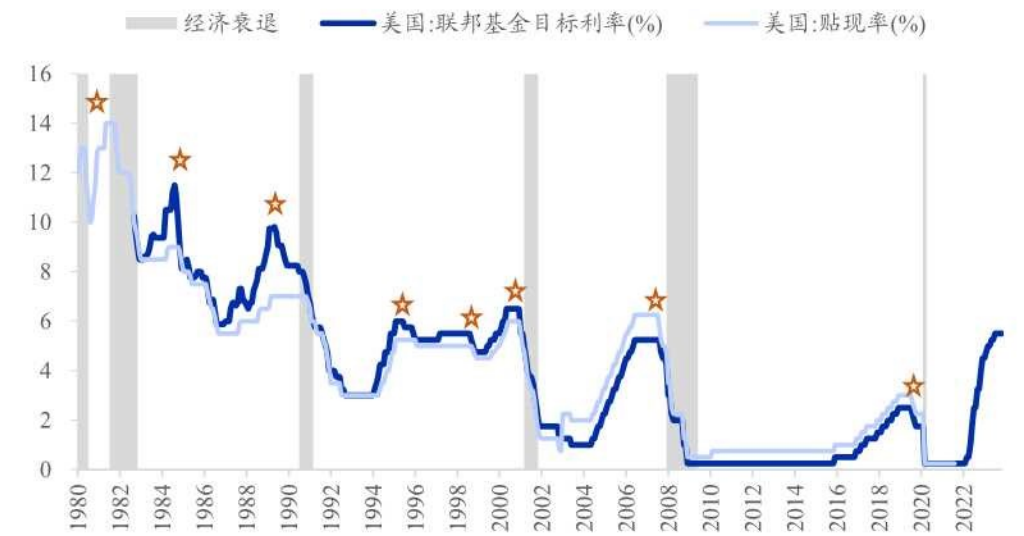


来源：Wind、华福证券研究所

从历史经验看，1981年以来美国共经历8轮降息周期，从最后一次加息到首次降息平均间隔7个月。历史数据看，从1981年沃尔克时代正式开启降息算起，美国先后经历8轮降息周期：（1）1981.11-1982.12：末次加息到首次降息间隔5个月，后续累计降息550BP；（2）1984.09-1986.08：末次加息到首次降息间隔1个月，后续累计降息563BP；（3）1989.06-1992.09：加息到降息间隔不到1个月，后续累计降息681BP；（4）1995.07-1996.01：末次加息到首次降息间隔5个月，后续累计降息75BP；（5）1998.09-1998.11：末次加息到首次降息间隔1个月，后续累计降息75BP；（6）2001.01-2003.06：末次加息到首次降息间隔7个月，后续累计降息550BP；（7）2007.09-2008.12：末次加息到首次降息间隔14个月，后续累计降息500BP；（8）2019.08-2020.03：末次加息到首次降息间隔7个月，后续累计降息225BP。



**图表 2：1981 年以来美国先后经历 8 轮降息周期**



来源：Wind、FRED、华福证券研究所；阴影部分为 NBER 定义的美国衰退阶段，五角星为 1981 年以来的历次降息起点。

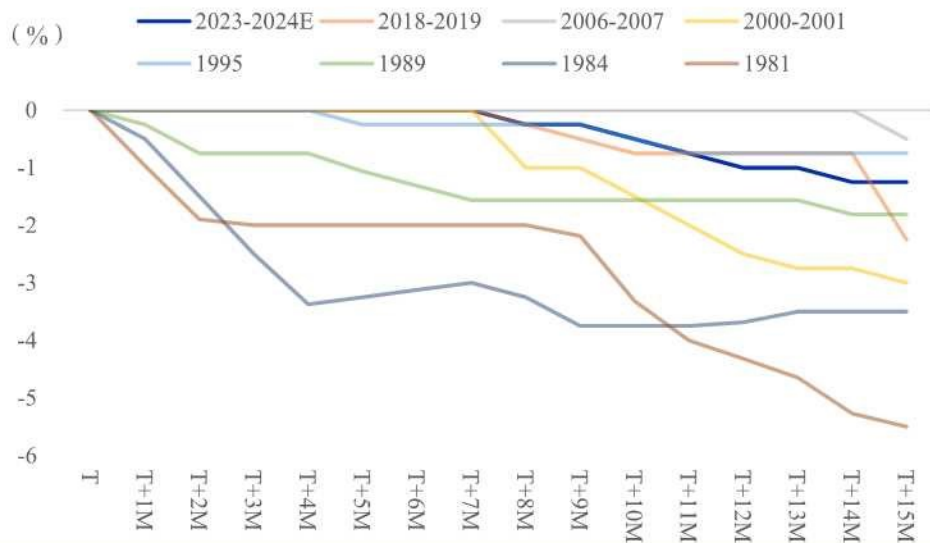
**图表 3：过去 8 轮周期中，从末次加息到降息平均间隔约 7 个月**

序号	最后一次加息	首次降息	末次降息	加息到降息间隔（月）	降息时长（月）	累计降息幅度（BP）
1	2018-12	2019-08	2020-03	7	7	225
2	2006-06	2007-09	2008-12	14	14	500
3	2000-05	2001-01	2003-06	7	29	550
4	1997-03	1998-09	1998-11	18	1	75
5	1995-02	1995-07	1996-01	5	6	75
6	1989-05	1989-06	1992-09	0	38	681
7	1984-08	1984-09	1986-08	1	23	563
8	1981-05	1981-11	1982-12	5	13	550
均值				7.1	16.4	402.3

来源：Wind、FRED、华福证券研究所

**本轮加息到降息间隔大概率超往期均值，累计降息幅度或在 300BP。**在加息到降息间隔上，本轮周期中，若以 2023 年 7 月作为美联储最后一次加息，CME 利率期货隐含的预期是美联储最早或 2024 年 3 月开始降息，但在美国经济韧性较强的背景下，可能过于乐观，中性条件下，若美联储 2024 年 6-7 月降息，则加息到降息间隔约 1 年左右，间隔大概率超往期均值。降息空间上，参照 12 月 FOMC 会议的 SEP 预测，2024-2026 年联邦基金目标利率预期值中位数分别为 4.6%、3.6%、2.9%，到 2024 年或有 75BP 降息空间，而长期利率中枢为 2.5%，较目前 5.5% 的政策利率有 300BP 降息空间。

图表 4：本轮加息到降息间隔大概率超往期均值



来源：Wind、FRED、华福证券研究所；T为末次加息当月，纵轴代表相较末次加息当月利率的下降幅度

图表 5：美联储官员经济预测中位数

指标 (%)	预测时点	2023	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	2023.12	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8
	2023.09	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
失业率	2023.12	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
	2023.09	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
PCE	2023.12	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0
	2023.09	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
核心 PCE	2023.12	3.2	2.4	2.2	2.0	-
	2023.09	3.7	2.6	2.3	2.0	-
联邦基金利率	2023.12	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5
	2023.09	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5

来源：美联储、华福证券研究所

## 2 历次降息开启前，非农就业、PMI 降幅明显

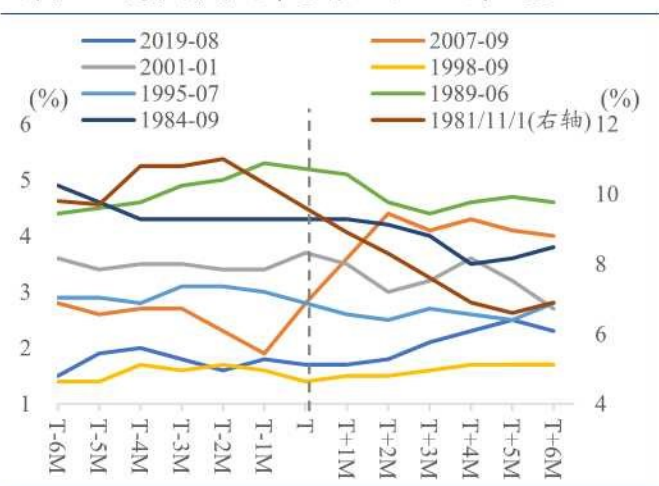
过去 8 轮降息开启的节点，美国经济已处于持续下行中，非农就业、PMI 降幅明显，通胀短期或仍在相对高位。对过去 8 轮降息周期中美国的通胀、就业、PMI、工业生产等各项数据进行梳理，可以看出，降息前美国经济总体已处于下行周期，其中新增非农就业在降息周期前 3 个月大幅下降、由 20 万人降至 13 万人，制造业 PMI 由 50 以上快速降至 47 以下，工业生产指数同样明显下行。而 CPI 同比、核心 CPI 同比等通胀指标在降息开启前降幅相对不明显，一方面源于其具有一定滞后性，另一方面受能源、粮食等价格波动影响，在 2007 年降息开启后甚至还在逆势上涨。总体来看，美联储降息更加关注经济的下行程度，尤其是非农就业、PMI 等指标。12 月议息会议后的答记者问中，美联储主席鲍威尔也提到“不（会）等到通胀率降至 2% 才降息，理由是这样做会为时太晚，可能会超跌”。总体看，非农就业、PMI 等实体经济指标大幅转冷，大概率是触发美联储降息的首要条件。

**图表 6：降息前后各项经济数据持续降温，PMI、非农和工业生产最为明显**

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)	非制造业PMI (%)	工业生产指数同比 (%)
T-6M	3.9	4.0	5.4	18	4.0	4.4	54.5	56.4	4.9
T-5M	3.9	3.9	5.3	20	4.0	4.6	53.9	58.0	5.0
T-4M	4.1	4.2	5.2	23	4.0	4.6	52.2	59.1	4.8
T-3M	4.1	4.2	5.3	13	4.0	4.6	51.5	58.7	4.4
T-2M	4.1	4.2	5.3	11	3.9	4.1	49.9	57.4	3.5
T-1M	4.0	4.2	5.4	13	3.8	4.0	47.9	54.8	2.9
T	3.9	4.1	5.5	10	3.9	3.9	46.9	55.3	2.1
T+1M	3.9	4.0	5.5	11	3.8	3.5	46.4	53.5	1.5
T+2M	3.8	3.9	5.5	10	3.8	3.4	46.5	53.4	1.2
T+3M	3.7	3.9	5.6	12	3.7	3.2	46.0	52.6	1.1
T+4M	3.7	3.8	5.6	7	3.5	2.8	46.2	51.7	0.5
T+5M	3.6	3.8	5.6	10	3.6	2.8	46.8	53.6	0.2
T+6M	3.6	3.8	5.6	7	3.6	2.5	46.3	53.6	-0.1

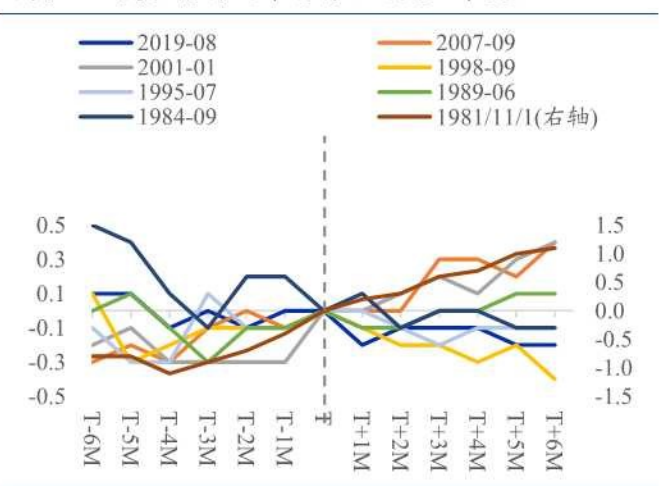
来源：Wind、华福证券研究所；T为美联储首次降息当月，以下同

**图表 7：美联储首次降息前后的CPI同比变化**



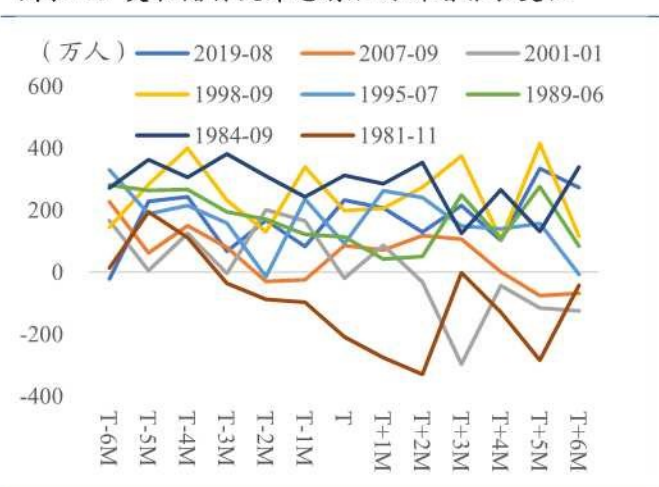
来源：Wind、华福证券研究所；T为首次降息当月，以下同

**图表 8：美联储首次降息前后的失业率变化**



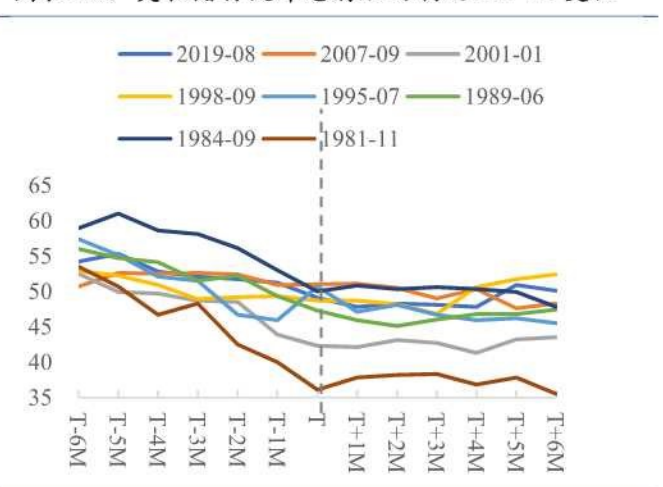
来源：Wind、华福证券研究所；以首次降息所在月份为0，标准化处理

**图表 9：美联储首次降息前后的新增非农变化**



来源：Wind、华福证券研究所

**图表 10：美联储首次降息前后的制造业 PMI 变化**



来源：Wind、华福证券研究所



与过去 8 轮周期相比，PMI、工业生产或已触发降息条件，但就业市场仍然偏强，后续降息重点看就业。将最新的美国各项数据与历史上的降息月均值进行比较，可以看出，现阶段通胀整体低于降息月水平，其中核心 CPI 与降息月相当，但由于过去几十年间美国通胀中枢已明显下行，可比性相对有限；现阶段就业市场明显强于历轮周期，其中失业率 3.7%较历史均值低 1.8pct，单月新增非农 19.9 万人、较均值高 10 万人，职位空缺率高于历史均值 1.4pct、居民可支配收入同比高 0.4pct，各项数据均表明美国就业市场仍相对紧俏，韧性较强。制造业 PMI、非制造业 PMI 和工业生产指数均低于历史均值，其中工业生产已降至负增区间。往后看，美国降息节点或主要取决于就业市场变化，短期看美国就业市场或仍有一定韧性，中性看二季度后压力加大，届时可能是降息的重要节点。

**图表 11：与此前降息周期相比，现阶段美国就业仍偏强**

	CPI同比 (%)	核心CPI同比 (%)	失业率 (%)	新增非农就业 (万人)	职位空缺率 (%)	居民可支配收入同比 (%)	制造业PMI (%)	非制造业PMI (%)	工业生产指数同比 (%)
首次降息当月均值	3.9	4.1	5.5	10.1	3.9	3.9	46.9	55.3	2.1
最新值	3.2	4.0	3.7	19.9	5.3	4.3	46.7	52.7	-1.0

来源：Wind、华福证券研究所；最新值为 2023 年 11 月数据，其中职位空缺率、工业生产指数只更新到 10 月

### 3 历次降息周期中，债券资产在降息前超额优势明显

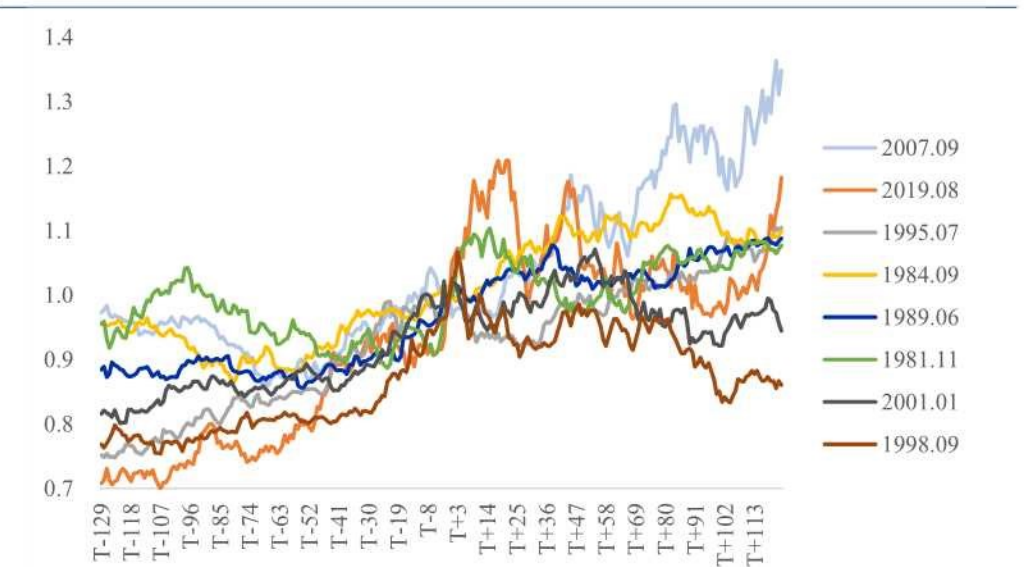
首次降息前，美债收益率领涨、美股其次、大宗商品承压，降息落地后债券收益率收窄，欧日等发达经济体领先美股，大宗商品初期承压但随后上涨。对过去 8 轮降息周期前后的大类资产走势进行归纳，可以看出：（1）降息前后美债收益率大部分时候领涨，降息前其收益率领先降息后。经济下行压力加大+政策利率调降，美债利率下行的逻辑更为确定，使得债券类资产收益率领先，但降息 price in 后收益率下降，源于市场预期通常先行；（2）美股降息前后总体维持上涨态势，但幅度明显不及美债，主要源于美联储降息前后，美国经济面临较大下行压力，对上市公司盈利带来压力；（3）欧洲、日本等非美发达经济体股市，在降息前通常承压、落后美股，但美联储降息落地后涨幅高于美股，主要源于美联储加息阶段发达市场经济同样面临下行压力，降息落地后同样受益，但由于此前“杀估值”较为充分，反弹幅度更明显；（4）新兴市场股市总体上涨，但在降息落地后涨幅更大，与欧洲、日本类似；（5）REITs 总体上涨，但降息前后 1 年时间的涨幅落后于美股；（6）大宗商品总体承压，其中黄金、原油总体领先铜，但均不及美股、美债收益。主要源于美联储降息前全球经济总体承压，大宗商品需求侧面临阻力，需等到全球经济好转后才能有明显上行动力。

图表 12: 首次降息前后的大类资产表现

	T-6M	T-3M	T-1M	T+1M	T+3M	T+6M
美股	1.1%	1.2%	1.9%	0.5%	0.9%	1.3%
欧股	-0.1%	-3.0%	-0.3%	1.6%	1.5%	1.5%
日股	-7.6%	-5.8%	-1.8%	1.4%	1.5%	0.2%
新兴市场	0.2%	0.4%	1.7%	1.8%	1.2%	1.3%
美国政府债	10.2%	17.7%	6.4%	1.3%	1.5%	2.6%
美国公司债	1.9%	1.5%	1.3%	1.9%	1.5%	0.1%
REITs	1.0%	0.6%	1.2%	1.8%	0.9%	1.6%
现金	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%	0.6%	1.1%
大宗商品	0.9%	-1.0%	0.7%	0.7%	-0.8%	1.1%
黄金	-2.8%	1.4%	1.1%	0.9%	-2.2%	1.2%
油	1.7%	1.9%	-0.4%	1.5%	-3.5%	0.0%
铜	-5.5%	-6.7%	-1.3%	-1.0%	-2.9%	-4.6%

来源: GFD、FRED、华福证券研究所; 现金为 3 个月美国国库券收益率; 由于数据限制, 新兴市场统计 1989 年以来的 6 轮降息均值

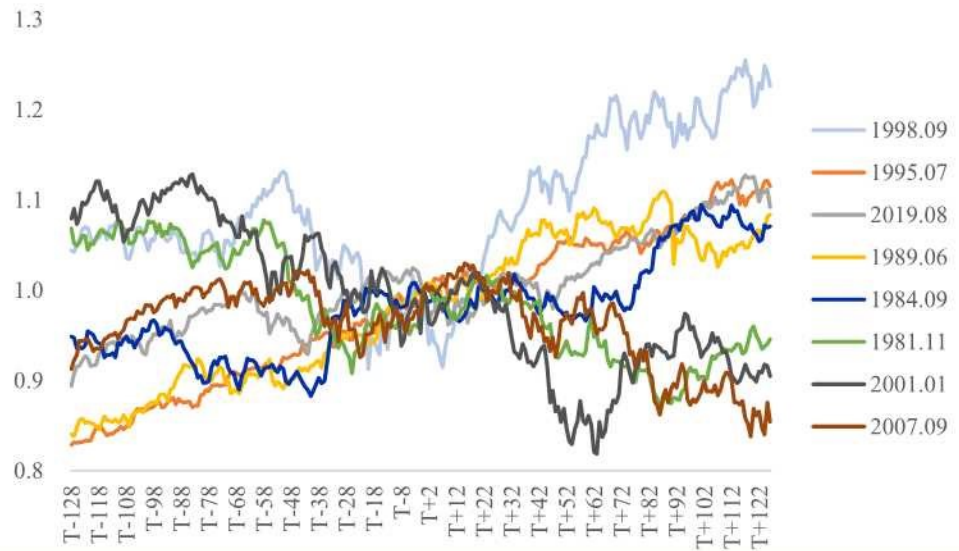
图表 13: 首次降息前后的美国政府债走势



来源: GFD、华福证券研究所; 以降息日的美股收盘价为单位 1, 前后标准化处理



图表 14: 首次降息前后的美股走势

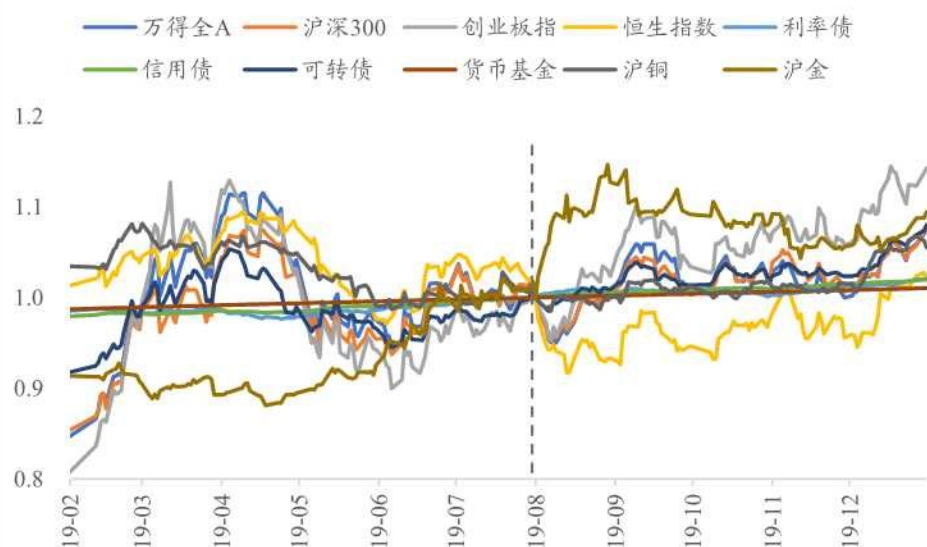


来源: GFD、华福证券研究所; 以降息日的美股收盘价为单位 1, 前后标准化处理

#### 4 2019 年美联储降息前后，国内权益市场整体受益

美联储最近一次降息周期开启前后（2019 年 8 月），国内主要大类资产中沪金和权益类资产超额收益相对明显。新世纪以来美联储降息周期主要是 2007 和 2019 年两次，而现阶段美国经济“软着陆”概率持续提升，2019 年行情对现阶段具有一定参考意义。2019 年 8 月美联储首次降息前，市场对此已有一定预期，海外流动性环境总体趋松。更为重要的是，美联储降息后，国内央行货币政策宽松空间提升，央行在 9 月、11 月相继开展降准降息操作，国内流动性环境同样趋松。大类资产走势上，Q2 沪金、创业板、恒生指数等涨幅居前，降息落地后沪金及创业板指、可转债、沪深 300 等权益类资产总体取得较好收益，其中黄金受益于降息周期过程中的实际利率下降，创业板指对海外流动性更为敏感。

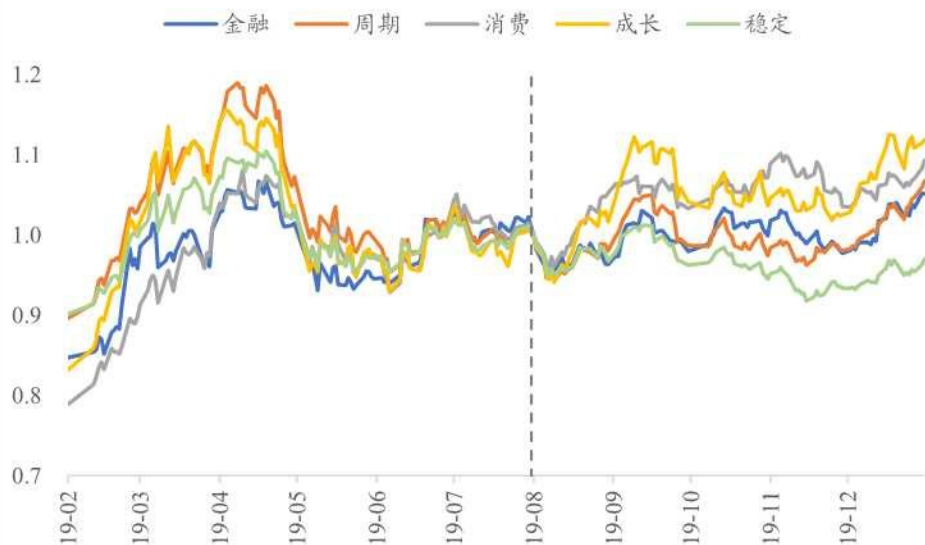
图表 15: 2019 年美联储降息前后的中国大类资产表现



来源：Wind、华福证券研究所

从权益市场风格角度看，美联储降息落地后，成长和消费风格领先。2019年8月美联储首次降息后，成长型风格大幅领跑，其次为消费，其中前者估值与海外流动性的关系更为紧密，而后者是外资相对重仓板块。美联储降息，一方面带动无风险利率下行，有助于成长板块估值提升，另一方面中美利率差收窄，A股市场对外资的吸引力提升。

图表 16：2019 年美联储降息前后的 A 股风格表现



来源：Wind、华福证券研究所

## 5 风险提示

一是历史经验不代表未来；二是美国经济数据下行偏缓；三是美联储后续表态偏鹰。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn