策略报告

海外策略深度报告

证券研究报告

平安证券

策略配置

2024 年 1 月 9 日

平安观联储系列（一）

本轮美联储降息初期大类资产将如何表现?

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号 S1060513060001 BOT313 WEIWEI170@pingan.com.cn

周畅 投资咨询资格编号 S1060522080004 ZHOUCHANG115@pingan.com.cn

平安观点：

■ **历史复盘：1990 年以来美联储通常如何降息?** 美联储自 1990 年以来已经历七轮降息过程，其中五轮为完整的加息至降息过程，与当前情形较为相似。**复盘五轮降息开启的节点，美国经济均已处于下行阶段，非农就业、PMI 降幅明显，通胀短期或仍在相对高位。**在降息阶段，相较于通胀目标，美联储通常更关注就业、PMI 等指标，这也与本轮中鲍威尔在 2023 年 12 月 FOMC 会议上表态一致，“联储会考虑到降息过晚带来的风险”。

■ **经验总结：1990 年以来美联储降息前后的资产含义?**

- **权益资产：**降息通常伴随可能的经济衰退，权益资产走势的关键在于后续美国经济表现。末次加息后至首次降息前，如美国经济后续仍维持韧性，则此阶段通常美股出现大幅上行；如美国经济或将/已将陷入衰退，则受影响下美股表现通常差强人意。港股受美联储政策溢出效应影响较大，末次加息后短期内港股相对美股表现更好。
- **债券资产：**加息尾声阶段，10Y 美债抢跑于政策利率变动，长端美债收益率高点出现在加息停止前 1-3 个月。美联储从加息转为降息区间，美债利率下行，2Y 美债下行幅度大于 10Y 国债。首次降息后，美债收益率受政策预期以及经济预期的影响未必短期内出现下降。
- **黄金与美元指数：**末次加息后至首次降息前，短期内黄金与美元指数表现出较强负相关性，多为金价上涨，美元下跌；首次降息开启后黄金通常在 20 个交易日内出现上涨，美元指数走向无确定性规律。
- **历史胜率：**美联储末次加息后至首次降息开启前，美债通常占优，胜率 100%，美股、黄金次之；降息周期开启后，黄金明显占优，胜率为 100%，且平均收益率远高于其他资产，美债、美股同样上行。

■ **未来展望：本轮美联储降息初期大类资产将如何表现?** 目前基本面韧性较高，并不支持过早降息，但不排除大选等因素推动降息提前。我们尝试推测三种降息情形下大类资产表现：

- **预防式降息（类比 2019 年 8 月-10 月，概率较大）：**美联储将较早开启降息，上半年即启动首次降息，并可能在下半年就结束降息周期，年底美国经济成功实现软着陆。基于此，美债机会集中于上半年，年初 10 年期美债利率下限有望在 3.8-4.1%附近，首次降息前后有望达到低点 3.4%-3.6%左右。大盘股持续受益于宽松环境，小盘股躲过杀盈利的压力，整体股指或将出现震荡上行，且在降息前后均有不错的表现，同时黄金在美联储开启降息前仍有较好的配置窗口期，美元预计或震荡下行但下行幅度较小，新兴市场权益难跑赢美国。
- **衰退式降息（类比 2001 年 1 月-2003 年 6 月，存在一定概率）：**美债机会将出现在下半年，如出现经济陷入衰退，10 年期美债震荡中枢或下行至 3.0%以下。美股面临“杀盈利”压力，美股指数震荡加剧，同时黄金在美联储开启降息前后有明显的配置机遇，美元或将出现较大幅度下行。
- **应急式降息（类比 2020 年 3 月，不排除可能性）：**美债利率或出现大幅度下行，权益资产可能经历一轮深度调整，在调整完成后会迎来强势反弹。

■ **风险提示：美国货币政策超预期；美国经济下行风险超预期；国际地缘形势变化超预期；历史经验不代表未来。**

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 历史复盘：1990 年以来美联储通常如何降息？ 4
1.1 1990 年后的降息周期更具参考意义 4
1.2 第一轮降息（1989/06-1992/09）：高利率下经济放缓，海湾战争与储贷危机加速拖累经济 5
1.3 第二轮降息（1995/07-1996/01）：基本面恶化迹象初现，通胀压力消退至适当位置 6
1.4 第三轮降息（1998/09-1998/11）：亚洲金融危机以及俄罗斯主权债务违约等打断加息节奏 6
1.5 第四轮降息（2001/01-2003/06）：互联网泡沫破裂，经济失速下行 7
1.6 第五轮降息（2007/09-2008/12）：次贷危机引发金融危机，降息未能阻止经济衰退 8
1.7 第六轮降息（2019/08-2019/10）：中美贸易摩擦升级，全球经济疲软 8
1.8 第七轮降息（2020/03-2020/03）：新冠疫情全球蔓延，避险情绪高涨 9
1.9 总结：复盘联储降息条件，美国经济已处于下行，就业、PMI 降幅明显，通胀短期或在高位 10
二、 经验总结：1990 年以来美联储降息前后的资产含义？ 11
2.1 美股与港股：降息通常伴随可能的经济衰退，权益资产走势关键在于美国经济是否软着陆 11
2.2 美债：加息尾声市场已抢跑，美债利率高点出现在末次加息前 1-3 个月；降息后利率未必短期内出现下降 15
2.3 美元与黄金：降息前黄金与美元指数短期内表现出较强负相关性，多为金价上涨，美元下跌；降息后黄金通常在 20 个交易日内出现上涨，美元指数走向无确定性规律 18
2.4 历史胜率：首次降息前，美债胜率为 100%；降息开启后，黄金明显占优 20
三、 未来展望：本轮美联储降息初期大类资产将如何表现？模拟三类降息情形下大类资产走势 21
3.1 现状分析：目前基本面韧性较高，并不支持过早降息，但不排除大选等因素推动降息提前 21
3.2 情形模拟：三种降息情形下大类资产走势预判 23
四、风险提示 25

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表目录

图表 1 1990 年以来美国八轮降息周期前后情况 4
图表 2 1990 年以来联邦基金目标利率 5
图表 3 1988 年三季度起经济步入下行周期 5
图表 4 1989 年 5 月 PMI 低于荣枯线 5
图表 5 1995 年二季度起美国基本面出现恶化迹象 6
图表 6 通胀压力消退至足够适应利率调整的位置 6
图表 7 GDP 增速自 1998 年二季度开始回落 7
图表 8 通胀压力在 1998 年底开始抬头 7
图表 9 2000 年下半年起经济失速下行 7
图表 10 2000 年 8 月制造业 PMI 持续快速下行 7
图表 11 2007 年 2 月次贷危机拉开序幕 8
图表 12 本轮降息未能阻止美国经济衰退 8
图表 13 2018 年四季度 GDP 同比增速放缓 9
图表 14 通货膨胀低于 2%的政策目标 9
图表 15 2020 年一季度起 GDP 同比增速放缓 9
图表 16 2020 年通胀处于较低水平 9
图表 17 首次降息当期以及前 6 个月美国经济指标数据 10
图表 18 1990 年以来第二轮货币政策周期时，末次加息后美国经济立即陷入衰退 11
图表 19 末次加息至首次降息期间标普 500 各行业相较于标普 500 超额收益 12
图表 20 降息周期内美国三大股指走势情况 13
图表 21 降息开启后 6 个月内标普 500 各行业相较于标普 500 超额收益 13
图表 22 1990 年以来历次货币政策周期内权益资产表现 14
图表 23 10Y 美债收益率高点出现在加息停止前 1-3 个月（单位：%） 16
图表 24 历次降息周期开启前后美债表现（单位：BP） 16
图表 25 末次加息至首次降息美元及黄金表现 18
图表 26 1990 年以来历次货币周期内美元指数与黄金表现情况 19
图表 27 平台期美债胜率高达 100%，美股次之 21
图表 28 降息开启后 6 个月内黄金明显占优 21
图表 29 NBER 关注的六大指标表明基本面仍有韧性 22
图表 30 测算不同情形下核心 PCE 同比走势 22
图表 31 红海局势推动全球供应链压力提升 22
图表 32 美联储或考虑避开美国大选关键时点调整货币政策 23
图表 33 三种降息情形下大类资产走势预判 24

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、 历史复盘：1990 年以来美联储通常如何降息？

1.1 1990 年后的降息周期更具参考意义

出于货币政策操作目标的连贯性考虑，本文对美国 1990 年以来的历次降息情况进行梳理。上世纪 70 年代，凯恩斯主义在滞涨时期的失效使得货币主义开始抬头。1979 年沃克尔担任联储主席，宣布不再以联邦基金利率为操作目标，开始以货币供应量（M1、M2）为中介进行货币政策操作。1979 年，沃尔克引入了新操作规则，即 FOMC 每年设定 M1 增速目标，通过货币供应的减缩推动通货膨胀逐渐回落。随着金融创新的迅速发展，M1 增速波动加大，1987 年美联储将货币供应量目标由 M1 转向 M2。1987 年格林斯潘上台后，认为随着美国金融创新和投资多样化的发展，M2 与经济增长和通胀直接的相关性在不断下降，因此将货币政策的中介目标由货币供应量重新改为联邦基金利率，并沿用至今。因此，出于货币政策操作目标的连贯性考虑，本文仅对 1990 年以来的历次降息周期情况进行梳理。

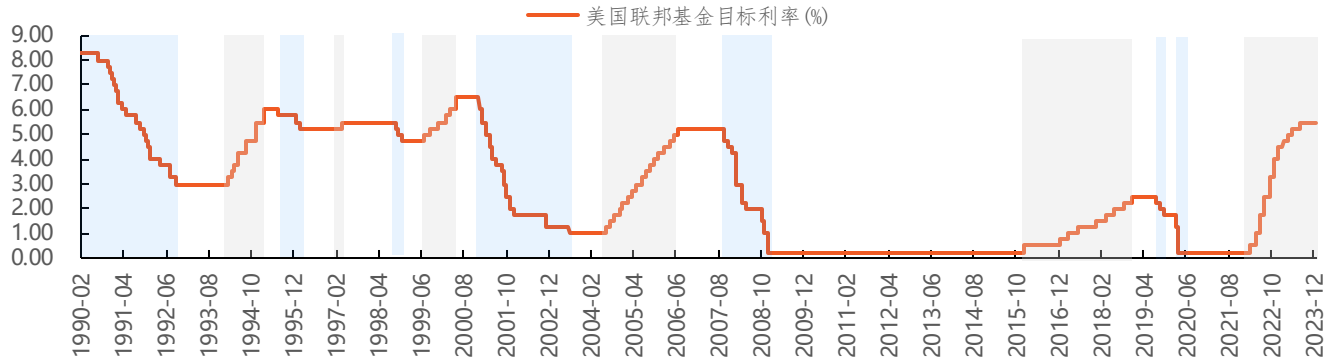
图表1 1990 年以来美国八轮降息周期前后情况

轮数	末次加息	加息结束至开启降息的平台期	首次降息	末次降息	降息持续时间	降息次数	降息幅度	降息方式	降息背景
第一轮降息周期	1989-05	1 个月	1989-06	1992-09	39 个月	24 次	681.25 bps	衰退式降息	第三次石油危机与储贷危机发酵引发衰退，GDP 增长率连续下滑，通胀高企
第二轮降息周期	1995-02	5 个月	1995-07	1996-01	6 个月	3 次	75 bps	预防式降息	美国经济下滑，制造业景气度下行
第三轮降息周期	1997-03	18 个月	1998-09	1998-11	1.5 个月	3 次	75 bps	应急式降息	东南亚金融危机的突发冲击美国经济
第四轮降息周期	2000-05	7.5 个月	2001-01	2003-06	29 个月	13 次	550 bps	衰退式降息	互联网泡沫破裂+911 恐怖袭击先后冲击美国经济
第五轮降息周期	2006-06	14.5 个月	2007-09	2008-12	15 个月	10 次	500 bps	应急式降息	美国房地产泡沫破裂引发次贷危机，并进一步升级为全球性金融危机
第六轮降息周期	2018-12	7.5 个月	2019-08	2019-10	3 个月	3 次	75 bps	预防式降息	美国经济温暖回落，外围经济下行压力加大
第七轮降息周期	无	—	2020-03	2020-03	0.5 个月	2 次	150 bps	应急式降息	新冠疫情全球蔓延
第八轮降息周期	2023-07	?	?	?	?	?	?	?	?

资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 1 月 5 日

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表2 1990 年以来联邦基金目标利率



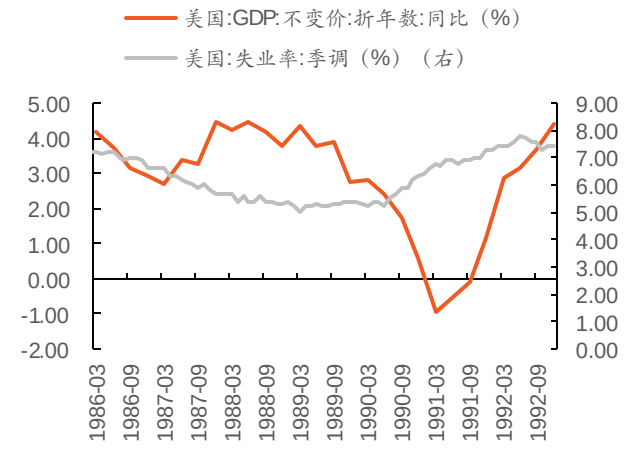
资料来源：Wind，平安证券研究所；注：标灰处为历次加息周期，标蓝处为历史降息周期；数据截至 2024 年 1 月 5 日

1.2 第一轮降息（1989/06-1992/09）：高利率下经济放缓，海湾战争与储贷危机加速拖累经济

1980 年代，为控制通胀水平，联邦基金利率长时间处于较高水平，1988 年三季度起经济增速开始放缓，此外，失业率在 1989 年 3 月出现拐点，1989 年 5 月制造业 PMI 低于荣枯线，美联储于 1989 年 6 月开启降息。1990 年 7 月海湾战争爆发，外部不确定性因素叠加美国国内 80 年代末 90 年代初的储贷危机，美国经济快速下滑，降息周期一直持续至 1992 年 9 月，共计 39 个月，累计降息 681BP，为 1990 年以来持续时间最长以及降息幅度最大的降息周期。

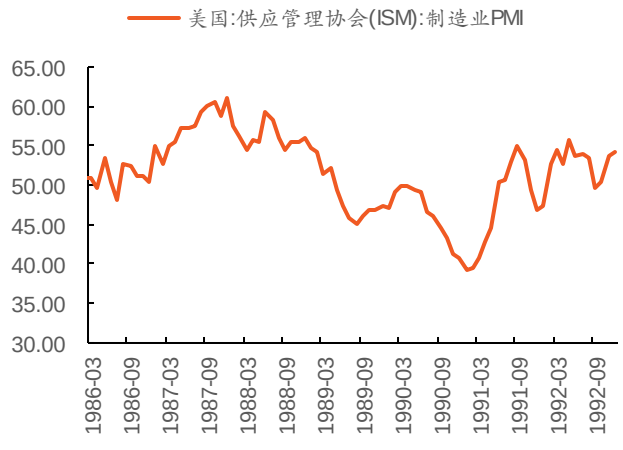
80 年代，为了控制通胀，联邦基金利率长时间处于较高水平，1988 年三季度起美国 GDP 同比增速开始放缓，随后经济步入下行周期。此外，失业率在经过长达6年多的持续下降后于 1989 年3月出现拐点，1989 年5月制造业 PMI 下行至49.3，美联储于 1989 年 6 月开启降息。降息周期开始后，起初经济只是温和放缓，1990 年二季度起，美国经济开始快速下滑。一方面，1990 年 7 月海湾战争爆发，外部不确定性增大，使得美国通胀上升以及经济活动减弱。另一方面，80 年代利率的快速上行使得储贷机构的账面资产价值大幅缩水，同时由于储贷机构存款以短期为主，而政府设定的低存款利率在高利率环境下毫无吸引力，储户流失，脱媒现象严重。80 年代末 90 年代初，美国储贷危机爆发，储贷机构开始破产，并蔓延至商业银行。根据 FDIC 统计，储贷危机期间破产的机构超过 2,900 家，对应总资产约 9,200 亿美元，占期间内年均 GDP 约 19%。美国 GDP 同比增速自 1990 年二季度的 2.41%快速下跌至 1991 年一季度的-0.95%，直到 1991 年四季度才实现 1.17%的正增长，并于 1992 年三季度回升至 3.67%，美联储于 1992 年 9 月结束此轮降息周期。

图表3 1988 年三季度起经济步入下行周期



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 1989 年 5 月 PMI 低于荣枯线



资料来源：Wind，平安证券研究所

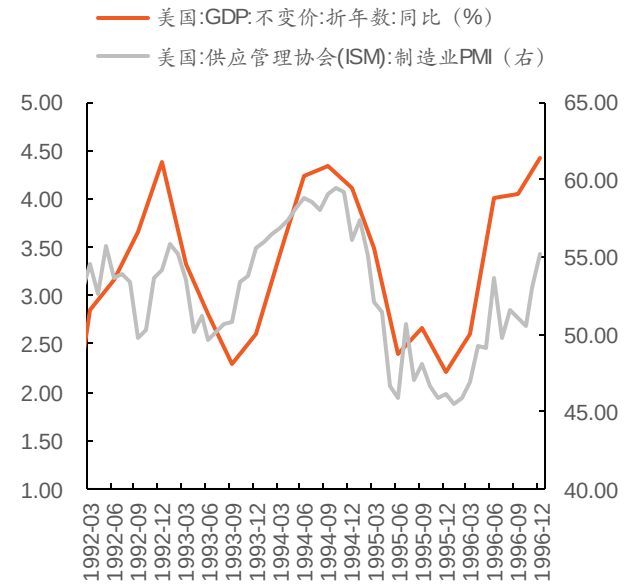
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

1.3 第二轮降息（1995/07-1996/01）：基本面恶化迹象初现，通胀压力消退至适当位置

1995 年二季度美国 GDP 同比增速为 2.4%（前值 3.48%），经济增长连续第三个季度放缓，同时，1995 年 5 月制造业 PMI 录得 46.7，6 月继续下探至 45.9，基本面出现恶化迹象。叠加此时通胀压力消退至足够适应利率调整的位置，1995 年 6 月 CPI 与核心 CPI 同比增速均为 3%，美联储在权衡经济增长与通胀后，于 1995 年 7 月开启降息周期，并于 1996 年 1 月结束，共计 6 个月，累计降息 75BP。

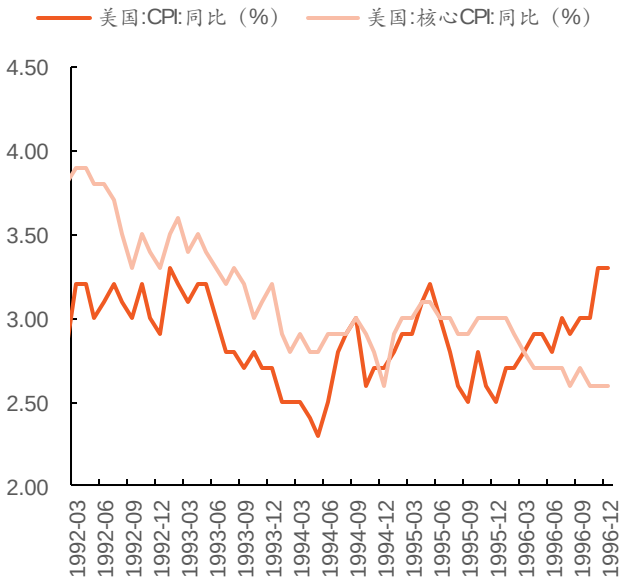
1995 年 2 月，美联储在美国经济动能走弱背景下结束最后一次加息，1995 年上半年经济出现一定“软着陆”迹象，但二季度起基本面出现恶化迹象，1995 年二季度美国 GDP 同比增速为 2.4%（前值 3.48%），经济增长连续第三个季度放缓，同时，1995 年 5 月制造业 PMI 录得 46.7，为海湾战争以来的新低，6 月继续下探至 45.9，且零售数据也持续恶化。而此时通胀压力消退至足够适应利率调整的位置，一方面，相较于上一轮经济衰退中美联储降息步调相对迟缓，本轮降息前，随着 1994 年经济开始强劲扩张，美联储就大幅调高联邦基金利率，遏制了通胀预期的上升。另一方面，在上一轮经济衰退期间，美联储在拉动经济复苏时有意抑制支出增长，为后来的通货膨胀下降创造了条件。1995 年 6 月 CPI 与核心 CPI 同比增速均为 3%，通胀压力处于足够适应利率调整的位置，美联储在权衡经济增长与通胀后，于 1995 年 7 月开启降息周期。1996 年，经济增长与通胀组合开始向好，美联储于 1996 年 1 月结束降息周期。

图表5　1995 年二季度起美国基本面出现恶化迹象



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6　通胀压力消退至足够适应利率调整的位置



资料来源：Wind，平安证券研究所

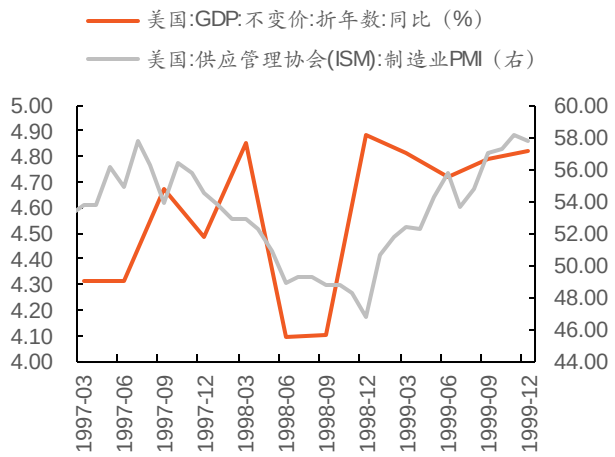
1.4 第三轮降息（1998/09-1998/11）：亚洲金融危机以及俄罗斯主权债务违约等打断加息节奏

1997 年 4 月美联储为应对经济过热宣布加息，但后续 1997 年亚洲金融危机爆发以及 1998 年俄罗斯主权债务违约等事件，打断了美联储的加息节奏，美联储于 1998 年 9 月开启紧急降息，随着亚洲金融危冲击减弱，同时通胀压力在 1998 年底开始抬头，美联储于 1998 年 11 月结束降息周期，共计 1.5 个月，累计降息 75BP。

1997 年 4 月美联储为应对经济过热宣布加息，但后续 1997 年亚洲金融危机爆发以及 1998 年 8 月俄罗斯主权债务违约等事件打断了此前的加息节奏。一方面，GDP 增速自 1998 年二季度开始回落，1998 年 6 月制造业 PMI 录得 48.9，并持续位于荣枯线下方直至 1998 年 12 月。另一方面，美联储需通过降息来对冲市场上快速上升的风险厌恶情绪。因此，美联储于 1998 年 9 月开启降息。伴随外部冲击减弱以及美联储短期内连续 3 次降息，美国经济快速恢复元气，1998 年四季度 GDP 增速回升至 4.88%（前值 4.1%），同时通胀压力在 1998 年底开始抬头，美联储于 1998 年 11 月结束降息周期。

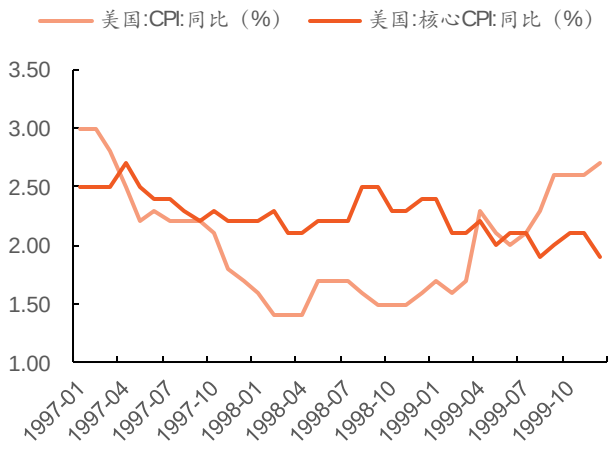
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表7 GDP 增速自 1998 年二季度开始回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表8 通胀压力在 1998 年底开始抬头



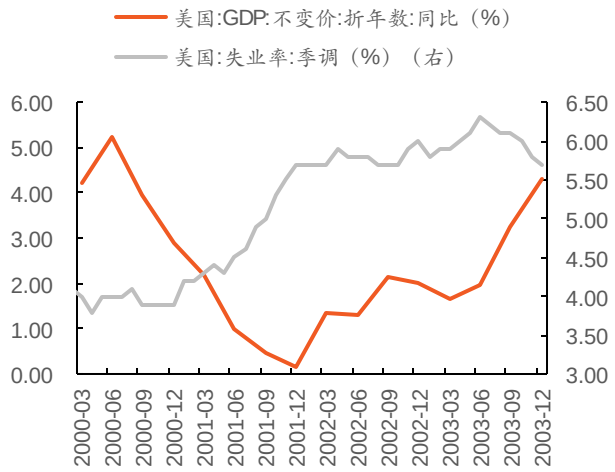
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.5 第四轮降息（2001/01-2003/06）：互联网泡沫破裂，经济失速下行

2000 年 3 月互联网泡沫破碎，美联储于 2000 年 5 月结束本轮最后一次加息。此后 GDP 同比失速下行，由 2000 年 6 月的 5.24%降至 2001 年底的 0.17%，2000 年 8 月制造业 PMI 跌至 49.9 后持续快速下行，2001 年 1 月起失业率大幅抬升，在此背景下，美联储于 2001 年 1 月开始降息。此后，2001 年“9·11”恐怖袭击以及会计造假事件层出不穷，均对美国经济造成冲击，直至 2003 年起才有所起色，美联储于 2003 年 6 月结束降息周期，共计 29 个月，累计降息 550BP。

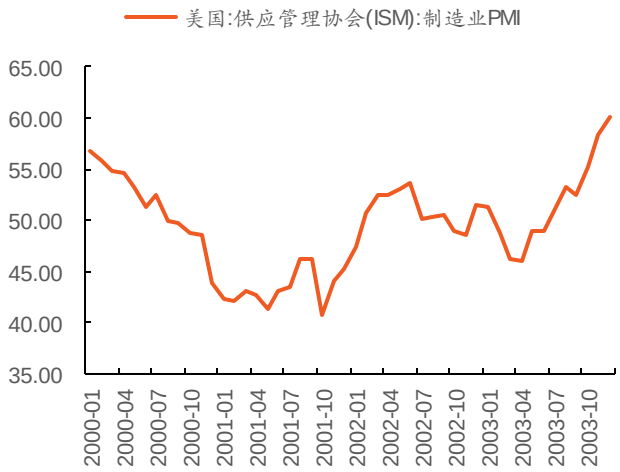
受 2000 年 3 月互联网泡沫破碎以及此前紧缩周期的影响，美国经济增速于 2000 年下半年失速下行，由 2000 年 6 月的 5.24%降至 2001 年底的 0.17%，2000 年 8 月制造业 PMI 跌至 49.9 后持续快速下行至 2001 年 2 月的 42.1，企业信心进一步恶化，未来预测利润持续下滑，对美国企业和居民均产生负面的财富效应，导致消费和投资走弱，需求端压力增加。2001 年 1 月起失业率大幅抬升，从 2000 年 12 月的 3.9%上升至 2003 年 6 月的 6.3%，在此背景下，美联储的关注点由通胀风险向经济衰退风险转移，于2001 年 1 月开始降息。此后，2001 年“9·11”恐怖袭击以及会计造假事件层出不穷，均对美国经济造成冲击，直至 2003 年起才有所起色，GDP 同比增速自 2003 年起开始回升，失业率于 2003 年 6 月起见顶回落，美联储于 2003 年 6 月结束降息周期，维持 1%的低利率水平直至 2004 年6 月。

图表9 2000 年下半年起经济失速下行



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表10 2000 年 8 月制造业 PMI 持续快速下行



资料来源：Wind，平安证券研究所

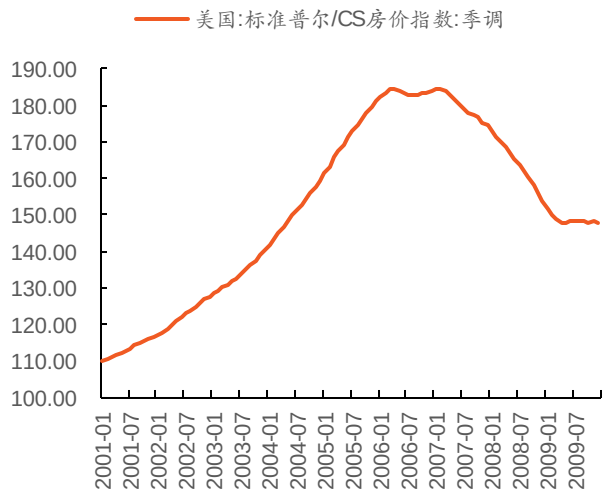
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

1.6 第五轮降息（2007/09-2008/12）：次贷危机引发金融危机，降息未能阻止经济衰退

最后一次加息结束后，2006 年下半年美国多项基本面数据均好于预期，直至 2007 年 3 月中旬，美联储议息会议表示经济前景很乐观。2007 年下半年起，基本面开始快速恶化，次贷危机迅速蔓延，2007 年 9 月，为抵消金融市场的动荡对经济前景产生的影响，美联储开启降息周期。2008 年，次贷危机正式升级为金融危机，尽管美联储从 2007 年 9 月至 2008 年 12 月连续降息 10 次，联邦基金目标利率降至 0.25%，但未能阻止经济衰退，2008 年四季度 GDP 同比增速为-2.54%，美联储只能转向非常规货币政策，即量化宽松（QE）。

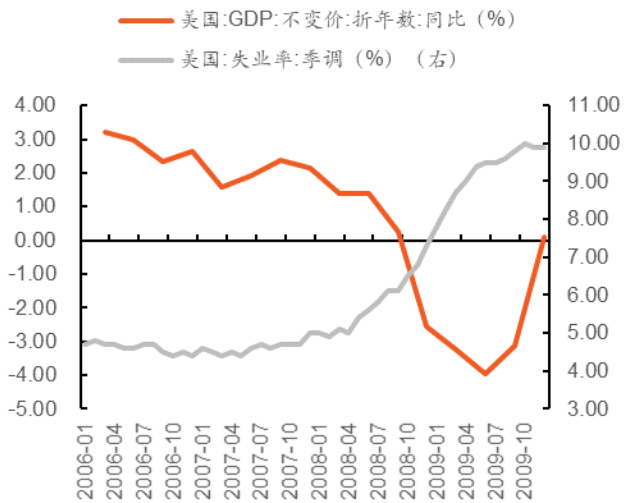
2006 年 6 月美联储进行了最后一次 25BP 加息，下半年美国多项基本面数据均好于预期：四季度 GDP 增速回升、12 月 PMI 触底反弹、较低的通胀率以及失业率维持低位，市场并未察觉危机已渐行渐近，直至 2007 年 3 月中旬，美联储议息会议表示经济前景很乐观。事实上，健康的总量基本面数据掩盖了不断下跌的房价与持续恶化的信贷环境。2007 年下半年起，基本面开始快速恶化，三季度起 GDP 同比增速开始放缓，6 月后制造业 PMI 开始下跌，年末降至荣枯线以下。同时，6 月起失业率进入上行通道。2007 年 9 月，为抵消金融市场的动荡对经济前景产生的影响，美联储开启降息周期。2008 年 9 月，伴随美国联邦政府宣布接管房利美和房地美、雷曼兄弟公司申请美史上最大破产保护，次贷危机正式升级为金融危机。2008 年下半年美国经济开始崩溃，不断恶化的就业市场、股票和房地产价格下跌带来负的财富效应，叠加信贷条件收紧，抑制了消费者的信心和支出。尽管美联储从 2007 年 9 月至 2008 年 12 月连续降息 10 次，联邦基金目标利率降至 0.25%，但未能阻止经济衰退，2008 年四季度 GDP 同比增速为-2.54%，失业率于 12 月上升至 7.3%，12 月 CPI 同比为 0.1%，通胀水平大幅下降，甚至面临通缩风险，美联储只能转向非常规货币政策，即量化宽松（QE）。

图表11　2007 年 2 月次贷危机拉开序幕



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表12　本轮降息未能阻止美国经济衰退



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.7 第六轮降息（2019/08-2019/10）：中美贸易摩擦升级，全球经济疲软

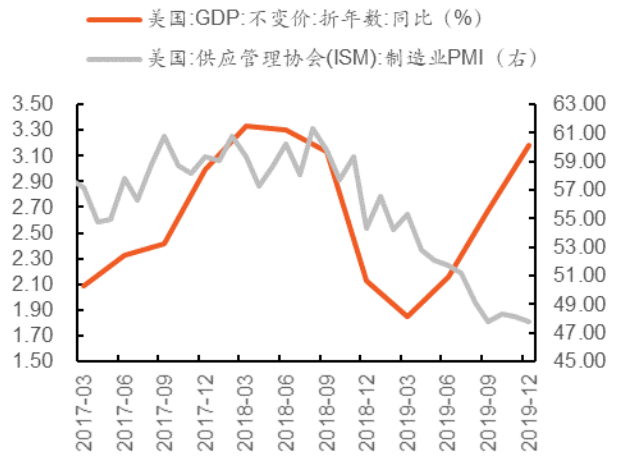
2018 年四季度美国经济增长动能已有放缓迹象，2019 年，伴随中美贸易摩擦升级背景下全球经济下行，2019 年 8 月美联储开启预防式降息，鲍威尔在 7 月 FOMC 会上表示，此次“预防式”降息的原因主要在于贸易摩擦、全球经济放缓以及通货膨胀低于 2%的政策目标。本次降息于 2019 年 10 月结束，共计 3 个月，累计降息 75BP。

2018 年四季度起，随着中美关系紧张，外部环境不稳定性抬升，美国经济前景信心下滑，制造业和贸易增速放缓，四季度 GDP 同比增速由三季度的 3.13%放缓至 2.13%，环比由三季度的 2.5%下降至 0.6%，环比增长为近四年新低，显示经济增长动能已放缓。2019 年，随着中美贸易摩擦升级，全球经济出现下行，全球降息潮开启，叠加 8 月美国核心 CPI 以及核心 PCE 同比分别为 2.40%与 1.76%，低通胀为美联储降息提供了政策空间。2019 年 8 月，美联储为防止经济下行开启预防式降息。鲍威尔在 7 月 FOMC 会上表示，此次“预防式”降息的原因主要在于贸易摩擦、全球经济放缓以及通货膨胀低于 2%

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

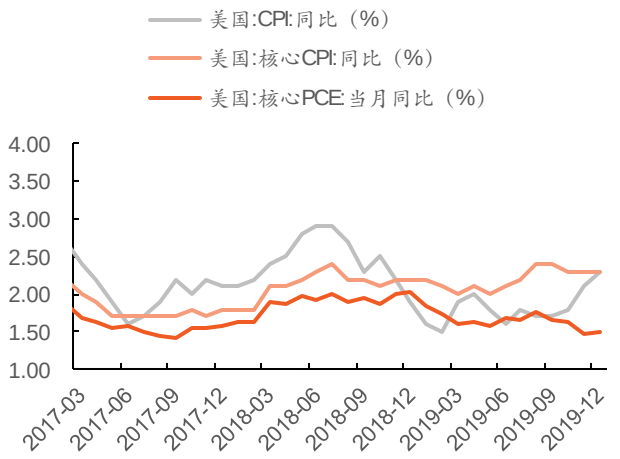
的政策目标。

图表13 2018 年四季度 GDP 同比增速放缓



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 通货膨胀低于 2%的政策目标



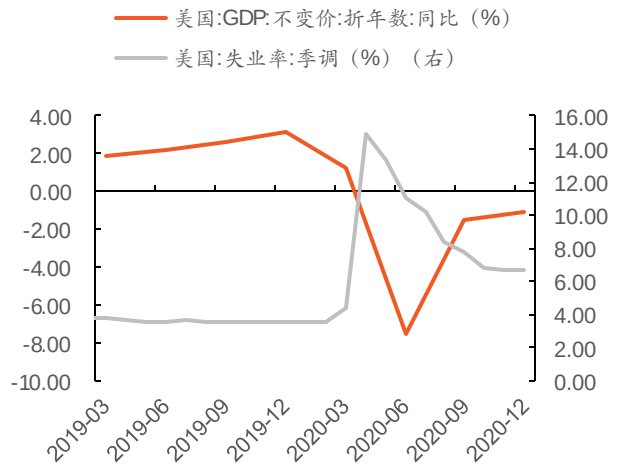
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.8 第七轮降息（2020/03-2020/03）：新冠疫情全球蔓延，避险情绪高涨

2020 年新冠疫情全球蔓延，2020 年 2 月中旬，避险情绪高涨引发恐慌性抛售，3 月初油价暴跌进一步加剧了市场波动，美股创纪录大跌并发生四次“熔断”。同时，2020 年一季度 GDP 同比增速放缓，随后进入负区间，制造业 PMI 进一步下探，失业率于 3 月起大幅上升，美联储于 2020 年 3 月 3 日宣布大幅降息 50 个基点，3 月 15 日美联储再次下调联邦基金目标利率 100 个基点至 0%至 0.25%区间，并启动总额达 7000 亿美元的量化宽松（QE）计划。

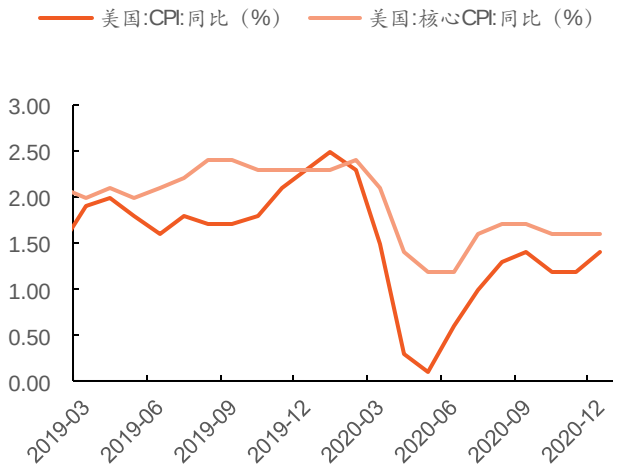
2020 年新冠疫情全球蔓延，2020 年 2 月中旬，避险情绪高涨引发恐慌性抛售，3 月初油价暴跌进一步加剧了市场波动，与股市、高收益债市共振，导致海外市场流动性迅速衰退。在此期间，新冠疫情蔓延引发全球风险资产剧烈回调，美股创纪录大跌并发生四次“熔断”。同时，2020 年一季度 GDP 同比增速放缓至 1.23%，随后进入负区间，制造业 PMI 进一步下探，3 月失业率由 3.5%上升至 4.4%后加速上升，叠加此时通胀处于较低水平，美联储于 2020 年 3 月 3 日宣布大幅降息 50 个基点，3 月 15 日美联储再次下调联邦基金目标利率 100 个基点至 0%至 0.25%区间，并启动总额达 7000 亿美元的量化宽松（QE）计划。

图表15 2020 年一季度起 GDP 同比增速放缓



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 2020 年通胀处于较低水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

1.9 总结：复盘联储降息条件，美国经济已处于下行，就业、PMI 降幅明显，通胀短期或在高位

复盘历史，美联储自 1990 年以来已经历了七轮降息过程，其中五轮为加息至降息周期（1989/06-1992/09、1995/07-1996/01、2001/01-2003/06、2007/09-2008/12、2019/08-2019/10），与当前情形较为相似。

联储倾向于何时开启降息？复盘五轮降息开启的节点，美国经济均已处于下行阶段，非农就业、PMI 降幅明显，通胀短期或仍在相对高位。对五轮周期内首次降息点前美国就业、PMI、通胀等基本面数据进行梳理，我们发现，首次降息之前美国经济整体已处于下行阶段，除了 2019 年降息时新增非农数据仍较强势以外，其余四轮降息前就业、PMI 等的当月值均已落后于此前六个月的均值。而通胀方面，首次降息开启前通胀短期内仍在高位，除 2019 年开启时 CPI 同比已落在目标 2%以内，其余四轮 CPI 同比、核心 CPI 同比均高于 2%目标，甚至 1989 年降息时 CPI 同比、核心 CPI 同比分别高达 5.2%、4.5%。在降息阶段，相较于通胀回落至目标内，美联储通常更关注就业、PMI 等指标。这也与本轮中鲍威尔在 2023 年 12 月 FOMC 会议上表态一致，“联储不会等到通胀率降至 2%才降息，因为会考虑到降息过晚带来的风险”。

图表17　首次降息当期以及前 6 个月美国经济指标数据

开启降息日期	类型	工业总体产出指数季调同比（%）	ISM 制造业 PMI	GDP:不变价:环比折年率:个人消费支出:季调（%）	新增非农就业人数（千人）	失业率（%）	类型	CPI 同比（%）	核心 CPI 同比（%）
1989-06	前 6 个月平均值	2.13	52.97	3.25	216.00	5.22	本轮通胀高点	5.40	4.80
	当期值	0.85	47.30	1.90	114.00	5.30	当期值	5.20	4.50
1995-07	前 6 个月平均值	5.52	51.45	2.30	185.17	5.57	本轮通胀高点	3.20	3.10
	当期值	3.94	50.70	3.70	92.00	5.70	当期值	2.80	3.00
2001-01	前 6 个月平均值	2.93	48.87	3.70	109.67	3.95	本轮通胀高点	3.80	2.60
	当期值	0.51	42.30	1.50	-20.00	4.20	当期值	3.70	2.60
2007-09	前 6 个月平均值	2.65	51.95	1.80	77.17	4.53	本轮通胀高点	4.70	2.90
	当期值	2.74	51.00	2.70	86.00	4.70	当期值	2.80	2.10
2019-08	前 6 个月平均值	-0.23	52.88	1.85	127.50	3.70	本轮通胀高点	2.90	2.40
	当期值	-1.25	49.10	4.10	232.00	3.70	当期值	1.70	2.40

资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

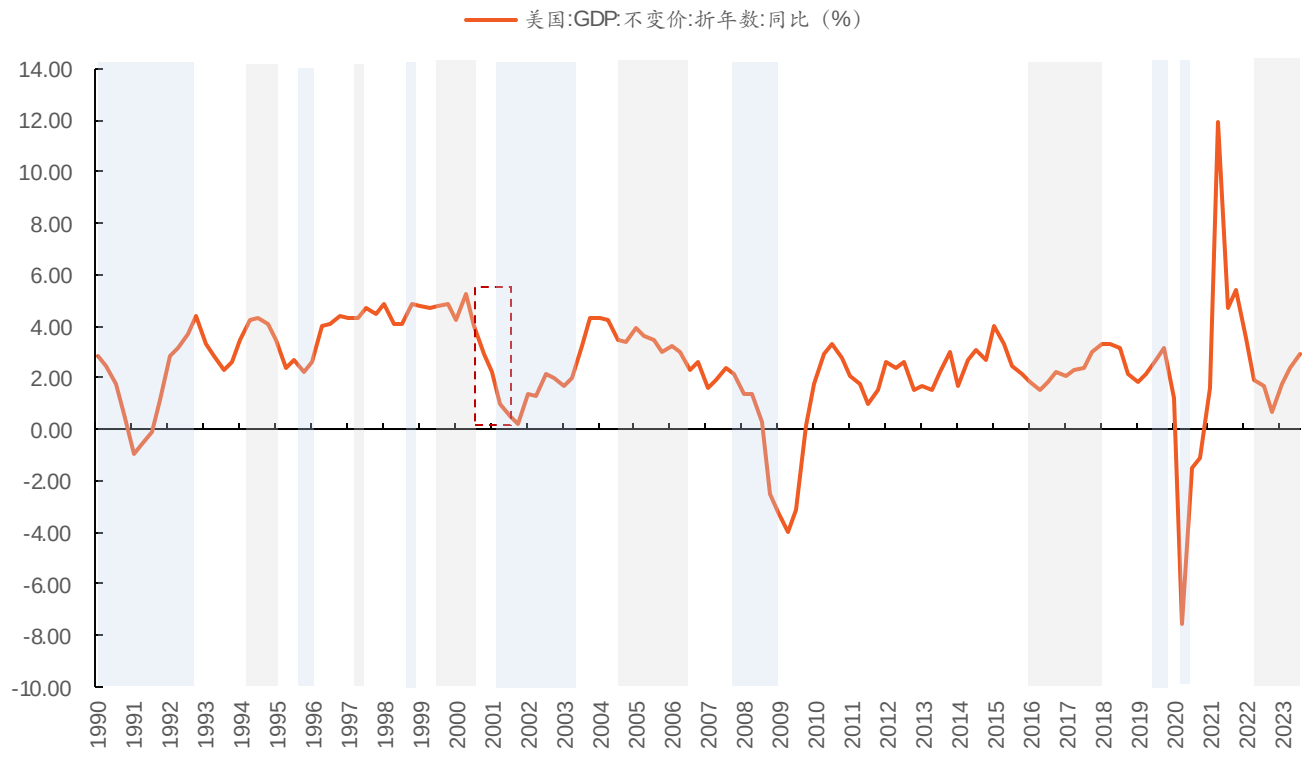
二、 经验总结：1990 年以来美联储降息前后的资产含义？

如前文所述，考虑到与当前降息情形的相似度，本章将主要对比 90 年以来五轮加息到降息的货币政策周期内资产表现（第一轮 1989/06-1992/09、第二轮 1995/07-1996/01、第三轮 2001/01-2003/06、第四轮 2007/09-2008/12、第五轮 2019/08-2019/10），并将降息前后情况划分为末次加息结束后至首次降息开启前、首次降息开启后两大阶段，对各类资产在该两大阶段内的表现进行逐一分析。

2.1 美股与港股：降息通常伴随可能的经济衰退，权益资产走势关键在于美国经济是否软着陆

末次加息至首次降息期间，如美国经济后续仍维持韧性，则此阶段通常随着加息的结束出现利率压制的解除，风险偏好回升，美股出现大幅上行，纳指表现均优于标普 500；如美国经济或将/已将陷入衰退，则受影响下美股表现通常差强人意。2000 年 5 月末次加息结束后，受互联网泡沫破裂影响，美国 GDP 同比增速快速下跌，经济陷入衰退，在本轮末次加息与首次降息间，纳指、道指、标普 500 涨幅分别为-29.61%、0.1%、-8.08%。除此之外，其余四轮末次加息与首次降息间三大股指均表现出色：第一轮加息后纳指、道指、标普 500 涨幅分别为 2.15%、1.38%、2.13%；第二轮加息后纳指、道指、标普 500 涨幅分别为 25.66%、21.22%、17.77%；第四轮加息后纳指、道指、标普 500 涨幅分别为 21.95%、22.77%、19.40%；第五轮加息后纳指、道指、标普 500 涨幅分别为 24.24%、16.29%、19.70%，纳指表现均优于标普 500。

图表18 1990 年以来第二轮货币政策周期时，末次加息后美国经济立即陷入衰退



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：标灰处为历次加息周期，标蓝处为历次降息周期；数据截至 2024 年 1 月 5 日

具体时间来看，美股对末次加息的反应速度受市场预期以及市场泡沫破裂的影响，通常末次加息后 20 个交易日起美股已开启涨势。第一轮末次加息前后，1989 年 5 月 PMI 下降至荣枯线以下，创近两年来新低，且绿皮书预测实际 GNP 将降至 1.5%，30 年期债券收益率峰值将从 9.3%降至 8.1%，市场担心经济下行速度及幅度，对降息形成预期，末次加息前 5 个交易日美股已开启上行通道，末次加息后 1 个交易日纳指、道指、标普 500 分别上涨 0.29%、0.31%、0.15%；第二轮末次加息前后，美联储在 1995 年 1 月 31 日-2 月 1 日的议息会议上已给出结束加息的预期，末次加息前 1 日美股已开启上行通道，末次加息后 5 个交易日纳指、道指、标普 500 分别上涨 3.36%、2.28%、2.29%；第三轮末次加息前后，美联储 2000 年 5

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

月会议纪要显示，与会者预计下半年可能需要采取更多紧缩政策，末次加息后1日纳指、道指、标普500分别下跌1.95%、1.51%、1.24%，但此时正值互联网泡沫破裂阶段，美国经济快速衰退，末次加息后的更长区间内的涨跌幅与其他轮次不具可比性；第四轮末次加息前后，2006 年 6 月议息会议中与会者认为通胀有持续上行压力，对 2007 年核心通胀的预测范围较 2 月份上升了 1/4 个百分点，末次加息后 1 日纳指、道指、标普 500 分别下跌 0.11%、0.36%、0.21%，末次加息后 20 个交易日纳指下跌 3.69%，道指、标普 500 分别上涨 0.26%、0.45%；第五轮末次加息前后，美联储在 12 月 18 日-19 日的议息会议上表示联邦基金利率目标区间的进一步逐步提高很可能与经济持续扩张、劳动力市场状况良好以及通胀率接近 2%相一致，末次加息后1日纳指、道指、标普500分别下跌2.99%、1.81%、2.06%，末次加息后20个交易日分别上涨7.54%、6.76%、6.71%。

行业角度来看，此阶段内通常信息技术、金融、材料表现相对较好，通讯服务、可选消费、医疗保健表现较差。

图表19　末次加息至首次降息期间标普 500 各行业相较于标普 500 超额收益

末次加息	1995/2/1	2000/5/16	2006/6/29	2018/12/20	平均数	中位数
首次降息	1995/7/6	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1		
医疗保健	-4.76%	21.31%	-2.93%	-10.63%	0.75%	-3.84%
信息技术	26.61%	-25.24%	9.51%	11.25%	5.53%	10.38%
通讯服务	-10.13%	-17.37%	13.08%	2.34%	-3.02%	-3.89%
日常消费	-2.25%	24.86%	-5.70%	-3.24%	3.42%	-2.75%
能源	-5.88%	7.35%	18.44%	-13.08%	1.71%	0.74%
可选消费	-2.91%	-1.50%	-6.68%	3.64%	-1.86%	-2.20%
金融	1.64%	28.42%	-12.12%	-0.24%	4.42%	0.70%
公用事业	-11.45%	23.52%	4.52%	-6.74%	2.46%	-1.11%
工业	1.94%	9.28%	0.37%	0.29%	2.97%	1.15%
材料	7.34%	-1.44%	12.20%	-1.16%	4.24%	3.09%

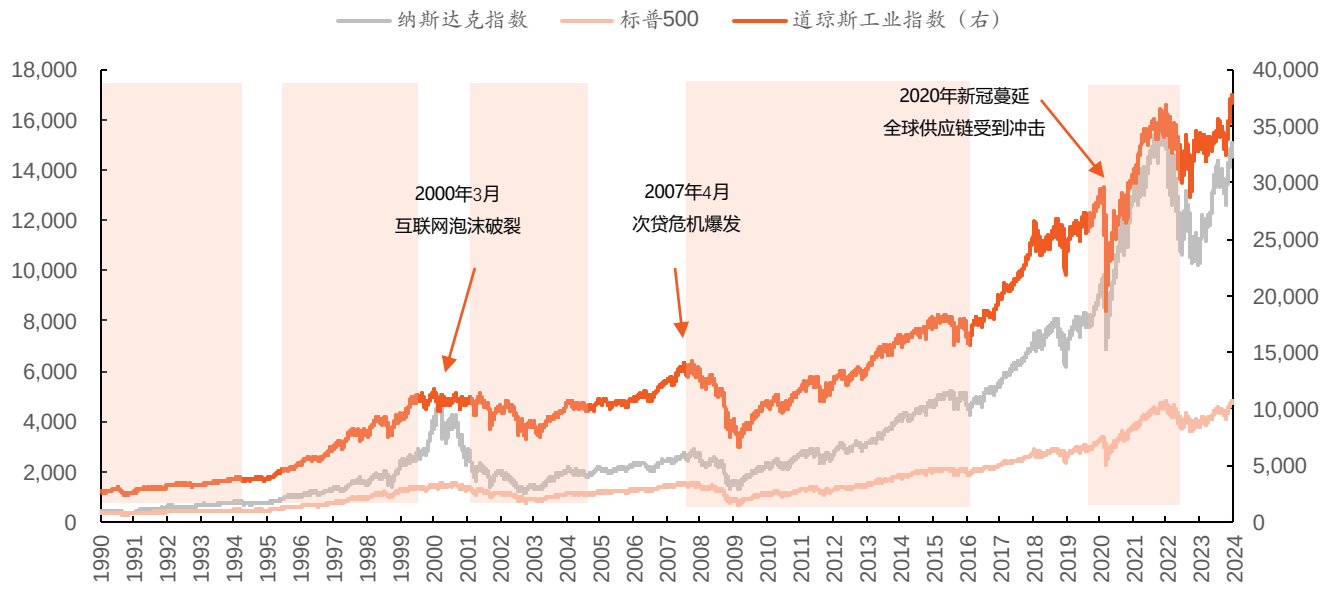
资料来源：Wind，平安证券研究所

港股方面，港股受美联储政策溢出效应影响较大，恒生指数与美国股市表现相似度较高，末次加息后短期内相对美股表现更好，且在第二轮以及第四轮末次加息与首次降息间表现优于美股。具体来看，除了第三轮加息周期结束后受互联网泡沫破裂影响，港股同美股共同下跌外，第一轮末次加息后 1 个交易日恒生指数涨幅为 0.96%，优于纳指、道指、标普 500 的 0.29%、0.31%、0.15%；第二轮末次加息后 5 个交易日恒生指数涨幅为 8.06%，优于纳指、道指、标普 500 的 3.36%、2.28%、2.29%；第四轮末次加息后 1 日以及后 5 个交易日恒生指数涨幅分别为 2.54%、3.75%，美股三大股指均下跌；第五轮末次加息后 1 日恒生指数涨幅为 0.51%，美股三大股指均下跌。此外，第二轮末次加息与首次降息间，恒生指数涨幅为 27.70%，高于纳指、道指、标普 500 的 25.66%、21.22%、17.77%；第四轮末次加息与首次降息间，恒生指数涨幅为 54.91%，远高于纳指、道指、标普 500 的 21.95%、22.77%、19.40%；不过第五轮末次加息与首次降息间，恒生指数涨幅低于美股三大股指，但仍有 7.58%的上涨。

首次降息后，短期内利好表现未必显现，金融危机、新冠疫情等因素使得降息利好效应存在滞后。第二轮与第四轮周期的首次降息立即带动美国三大股指上涨，而第三轮和第五轮并未在短期内出现上涨情况。但拉长时间区间来看，在第二轮与第三轮降息周期中股指保持上行，一方面来自于货币宽松的利好，另一方面由于美国经济在降息周期内强劲增长，对股价起到有力支撑。在第三至五轮降息周期中，三大股指均先下行后上行，其中第三轮与第四轮降息周期分别发生在美国互联网泡沫破裂以及次贷危机后，第五轮降息周期发生在新冠疫情全球供应链中断后，美国经济失速下滑使得市场对于经济下行的担忧远远大于降息对股市的提振作用，从而使得美股出现大幅下跌，利好效应出现滞后。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表20 降息周期内美国三大股指走势情况



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：橙色处为历次降息周期；数据截至 2024 年 1 月 5 日

行业角度来看，首次降息后六个月内，通常医疗保健、公用事业、工业表现较好，信息技术、能源、可选消费、金融行业表现较差。

图表21 降息开启后 6 个月内标普 500 各行业相较于标普 500 超额收益

开启降息日期	1995/7/6	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1	平均数	中位数
开启后 6 个月（180 天）	1996/1/2	2001/7/2	2008/3/17	2020/1/28		
医疗保健	13.71%	-9.51%	2.02%	2.96%	2.29%	2.49%
信息技术	-14.11%	-6.41%	-0.08%	10.15%	-2.61%	-3.25%
通讯服务	12.47%	-0.68%	-7.19%	0.89%	1.37%	0.11%
日常消费	3.67%	-7.54%	12.83%	-3.24%	1.43%	0.22%
能源	-1.07%	-2.52%	11.57%	-19.20%	-2.80%	-1.79%
可选消费	-8.37%	15.60%	-5.51%	-6.66%	-1.24%	-6.09%
金融	6.65%	3.94%	-16.57%	-3.02%	-2.25%	0.46%
公用事业	-0.91%	-6.51%	9.19%	5.17%	1.73%	2.13%
工业	1.07%	9.62%	4.25%	-3.80%	2.79%	2.66%
材料	-12.11%	10.35%	15.30%	-8.43%	1.28%	0.96%

资料来源：Wind，平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表22 1990年以来历次货币政策周期内权益资产表现

降息轮次	时间	纳斯达克指数	道琼斯工业指数	标普500指数	恒生指数
第一轮（1989/06-1992/09）	末次加息前20个交易日	3.94%	3.16%	3.36%	2.60%
	末次加息前5个交易日	2.07%	3.71%	3.82%	-1.05%
	末次加息前1个交易日	0.66%	0.37%	0.70%	-1.31%
	末次加息后1个交易日	0.29%	0.31%	0.15%	0.96%
	末次加息后5个交易日	0.68%	0.87%	0.52%	-7.32%
	末次加息后20个交易日	1.96%	0.51%	0.82%	-27.92%
	末次加息至首次降息	2.15%	1.38%	2.13%	-33.78%
	首次降息前20个交易日	4.34%	5.04%	5.96%	-34.23%
	首次降息前5个交易日	0.84%	0.84%	1.63%	-23.38%
	首次降息前1个交易日	-0.53%	0.63%	0.69%	2.68%
	首次降息后1个交易日	1.17%	0.64%	0.84%	3.49%
	首次降息后5个交易日	0.62%	0.29%	-0.10%	9.56%
	首次降息后20个交易日	-2.46%	-1.59%	-1.11%	9.35%
第二轮（1995/07-1996/01）	末次加息前20个交易日	1.67%	-0.26%	2.10%	-6.90%
	末次加息前5个交易日	-0.35%	-0.62%	0.63%	1.41%
	末次加息前1个交易日	0.41%	0.10%	0.00%	0.00%
	末次加息后1个交易日	0.70%	0.60%	0.51%	0.00%
	末次加息后5个交易日	3.36%	2.28%	2.29%	8.06%
	末次加息后20个交易日	4.66%	3.44%	3.13%	12.40%
	末次加息至首次降息	25.66%	21.22%	17.77%	27.70%
	首次降息前20个交易日	8.09%	4.53%	3.91%	-0.06%
	首次降息前5个交易日	3.52%	2.35%	1.70%	2.46%
	首次降息前1个交易日	1.18%	1.06%	1.23%	-0.32%
	首次降息后1个交易日	1.77%	0.83%	0.43%	2.72%
	首次降息后5个交易日	4.33%	1.36%	1.27%	3.90%
	首次降息后20个交易日	3.12%	0.80%	0.86%	0.03%
第三轮（2001/01-2003/06）	末次加息前20个交易日	5.04%	3.33%	4.61%	2.70%
	末次加息前5个交易日	3.70%	3.78%	3.82%	2.59%
	末次加息前1个交易日	3.05%	1.17%	0.94%	1.87%
	末次加息后1个交易日	-1.95%	-1.51%	-1.24%	-2.19%
	末次加息后5个交易日	-14.88%	-4.69%	-6.29%	-5.96%
	末次加息后20个交易日	2.15%	-2.26%	0.31%	4.60%
	末次加息至首次降息	-29.61%	0.10%	-8.08%	-3.76%
	首次降息前20个交易日	0.04%	3.65%	1.70%	0.21%
	首次降息前5个交易日	4.94%	2.37%	2.46%	-1.01%

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

	首次降息前 1 个交易日	14.17%	2.81%	5.01%	-1.89%
	首次降息后 1 个交易日	-1.91%	-0.30%	-1.06%	4.42%
	首次降息后 5 个交易日	-3.54%	-3.12%	-2.54%	5.80%
	首次降息后 20 个交易日	6.35%	0.35%	1.92%	10.79%
第四轮（2007/09-2008/12）	末次加息前 20 个交易日	-2.05%	-0.62%	-1.00%	1.41%
	末次加息前 5 个交易日	2.42%	1.56%	2.19%	0.24%
	末次加息前 1 个交易日	2.96%	1.98%	2.16%	0.78%
	末次加息后 1 个交易日	-0.11%	-0.36%	-0.21%	2.54%
	末次加息后 5 个交易日	-2.04%	-0.89%	-0.58%	3.75%
	末次加息后 20 个交易日	-3.69%	0.26%	0.45%	6.87%
	末次加息至首次降息	21.95%	22.77%	19.40%	54.91%
	首次降息前 20 个交易日	5.70%	4.71%	5.14%	13.80%
	首次降息前 5 个交易日	2.09%	3.24%	3.28%	2.61%
	首次降息前 1 个交易日	2.71%	2.51%	2.92%	-0.09%
	首次降息后 1 个交易日	0.56%	0.55%	0.61%	3.98%
	首次降息后 5 个交易日	1.20%	0.29%	-0.17%	7.54%
	首次降息后 20 个交易日	4.23%	1.26%	1.23%	17.81%
第五轮（2019/08-2019/10）	末次加息前 20 个交易日	-5.51%	-6.56%	-6.60%	-0.84%
	末次加息前 5 个交易日	-7.66%	-7.06%	-6.91%	-3.40%
	末次加息前 1 个交易日	-1.63%	-1.99%	-1.58%	-0.94%
	末次加息后 1 个交易日	-2.99%	-1.81%	-2.06%	0.51%
	末次加息后 5 个交易日	0.86%	0.89%	0.74%	-0.47%
	末次加息后 20 个交易日	7.54%	6.76%	6.71%	5.39%
	末次加息至首次降息	24.24%	16.29%	19.70%	7.58%
	首次降息前 20 个交易日	-0.72%	-1.42%	-1.41%	-4.47%
	首次降息前 5 个交易日	-1.55%	-2.05%	-1.67%	-3.60%
	首次降息前 1 个交易日	-0.79%	-1.05%	-0.90%	-0.76%
	首次降息后 1 个交易日	-1.32%	-0.37%	-0.73%	-2.35%
	首次降息后 5 个交易日	-0.89%	-0.77%	-0.52%	-5.24%
	首次降息后 20 个交易日	-1.70%	-0.83%	-0.98%	-6.76%

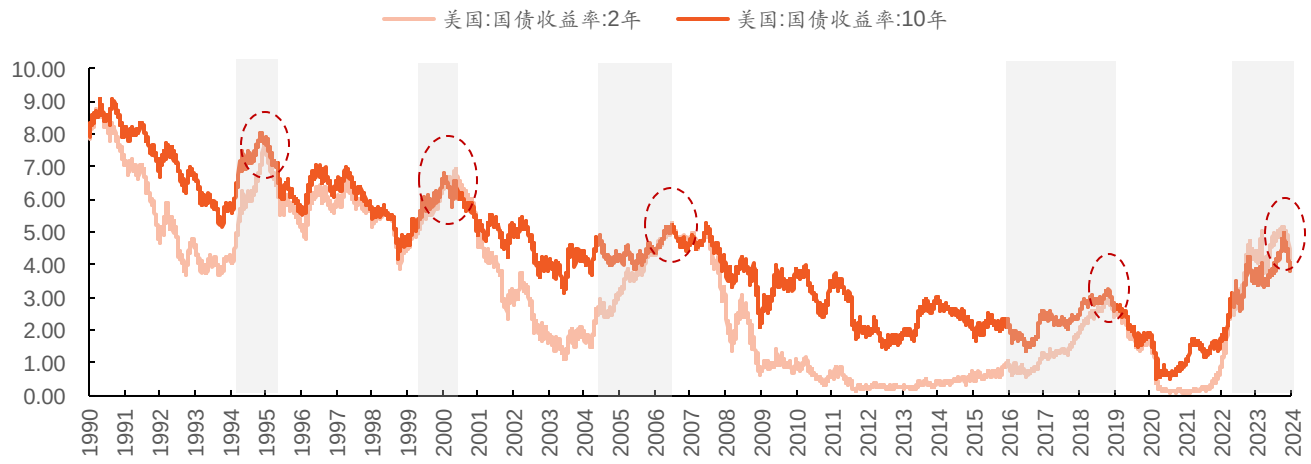
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 1 月 5 日

2.2 美债：加息尾声市场已抢跑，美债利率高点出现在末次加息前 1-3 个月；降息后利率未必短期内出现下降

加息尾声阶段，10Y 美债抢跑于政策利率变动，长端美债收益率高点出现在加息停止前 1-3 个月。2 年期美债收益率更多反映货币政策，跟随政策利率变动，10 年期美债收益率反映经济预期，同时美联储的货币政策透明度增加，10 年期美债收益率通常在加息周期结束之前见顶回落，通常领先加息停止 1-3 个月，债市反应相对权益市场更靠前。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表23 10Y 美债收益率高点出现在加息停止前 1-3 个月（单位：%）



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：标灰处为历次加息周期；数据截至 2024 年 1 月 5 日

美联储从加息转为降息区间，美债收益率下行，2Y 美债下行幅度大于 10Y 国债，10Y-2Y 利差扩大。加息结束后，加息效果滞后显现，叠加通胀回落，经济衰退预期增强，美债收益率多表现为下行趋势。2000 年代以前，美债收益率水平高，波动大，下行幅度也较大，2000 年以后，美债收益率水平相对较低，下行幅度也较小。在五轮末次加息与首次降息间，10Y 美债收益率分别累计下行 44BP、161BP、129BP、72BP、89BP；短端利率下行更快，2Y 美债收益率分别累计下行 51BP、177BP、197 BP、121 BP、94BP；对应 10Y-2Y 期限利差在相同时间范围内分别扩大 7BP、16BP、68BP、49BP、5BP。

首次降息后，美债收益率受政策预期以及经济预期的影响未必短期内出现下降。如第二轮加息结束后，1995 年降息前，2 年期美债收益率为 5.56%，基准利率为 6%，二者之间利差倒挂幅度为 44BP，意味着市场对降息已有充分预期，首次降息后短期内美债收益率出现上行。在第四轮加息结束后，为应对经济危机，美联储被迫降息，首次降息后短期内 2 年期美债维持不变，10 年期美债收益率上升，主要原因在于此时长端利率已经充分体现了对经济的悲观预期，降息启动后经济预期有所好转。

图表24 历次降息周期开启前后美债表现（单位：BP）

降息轮次	时间	2 年期美债	10 年期美债
第一轮（1989/06-1992/09）	末次加息前 20 个交易日	-34	-28
	末次加息前 5 个交易日	-31	-36
	末次加息前 1 个交易日	1	-2
	末次加息后 1 个交易日	4	-2
	末次加息后 5 个交易日	-14	-17
	末次加息后 20 个交易日	-48	-47
	末次加息至首次降息	-51	-44
	首次降息前 20 个交易日	-64	-68
	首次降息前 5 个交易日	-42	-28
	首次降息前 1 个交易日	1	0
	首次降息后 1 个交易日	-7	-9
	首次降息后 5 个交易日	-4	-11
	首次降息后 20 个交易日	-46	-25
	末次加息前 20 个交易日	-29	-16

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

第二轮（1995/07-1996/01）	末次加息前 5 个交易日	-17	-14
	末次加息前 1 个交易日	7	6
	末次加息后 1 个交易日	7	2
	末次加息后 5 个交易日	-15	-13
	末次加息后 20 个交易日	-45	-36
	末次加息至首次降息	-177	-161
	首次降息前 20 个交易日	-18	-15
	首次降息前 5 个交易日	-11	-5
	首次降息前 1 个交易日	-22	-14
	首次降息后 1 个交易日	-2	-1
	首次降息后 5 个交易日	5	4
	首次降息后 20 个交易日	38	48
第三轮（2001/01-2003/06）	末次加息前 20 个交易日	56	42
	末次加息前 5 个交易日	3	-10
	末次加息前 1 个交易日	1	-4
	末次加息后 1 个交易日	1	5
	末次加息后 5 个交易日	-6	2
	末次加息后 20 个交易日	-45	-37
	末次加息至首次降息	-197	-129
	首次降息前 20 个交易日	-67	-39
	首次降息前 5 个交易日	-18	10
	首次降息前 1 个交易日	5	22
	首次降息后 1 个交易日	-15	-11
	首次降息后 5 个交易日	-16	-4
	首次降息后 20 个交易日	-37	-4
第四轮（2007/09-2008/12）	末次加息前 20 个交易日	17	11
	末次加息前 5 个交易日	-2	2
	末次加息前 1 个交易日	-8	-3
	末次加息后 1 个交易日	-5	-7
	末次加息后 5 个交易日	-4	-8
	末次加息后 20 个交易日	-23	-22
	末次加息至首次降息	-121	-72
	首次降息前 20 个交易日	-11	-14
	首次降息前 5 个交易日	5	13
	首次降息前 1 个交易日	-8	2
	首次降息后 1 个交易日	0	3
	首次降息后 5 个交易日	0	13
	首次降息后 20 个交易日	12	16
第五轮（2019/08-2019/10）	末次加息前 20 个交易日	-12	-27
	末次加息前 5 个交易日	-8	-12
	末次加息前 1 个交易日	4	2

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

	末次加息后 1 个交易日	-4	0
	末次加息后 5 个交易日	-15	-7
	末次加息后 20 个交易日	-9	-5
	末次加息至首次降息	-94	-89
	首次降息前 20 个交易日	-4	-6
	首次降息前 5 个交易日	-13	-18
	首次降息前 1 个交易日	-16	-12
	首次降息后 1 个交易日	-1	-4
	首次降息后 5 个交易日	-11	-18
	首次降息后 20 个交易日	-20	-40

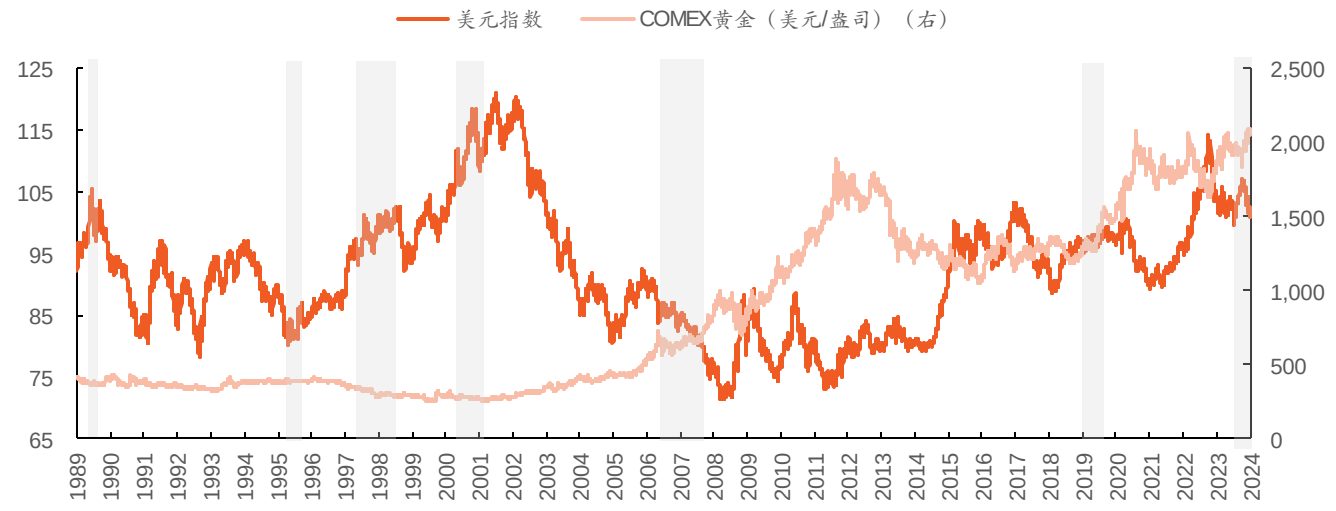
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.3 美元与黄金：降息前黄金与美元指数短期内表现出较强负相关性，多为金价上涨，美元下跌；降息后黄金通常在 20 个交易日内出现上涨，美元指数走向无确定性规律

美联储末次加息结束后，短期内黄金与美元指数表现出较强负相关性，多为黄金价格上涨，美元指数下跌。除第三轮加息周期结束至降息开启期间黄金整体下跌 2.50%外，第一、二、四、五轮中分别上涨 1.60%、1.72%、22.89%、15.36%；除第一、五轮加息周期结束至降息开启期间美元指数整体上涨 0.60%、1.99%外，第二、三、四轮次中分别下跌 7.27%、0.84%、7.86%。黄金的金融属性使得其价格与实际利率负相关， 美联储加息停止后，美债利率回落，对黄金价格形成支撑，因此黄金价格通常出现上涨。美元走势与美国经济的相对强弱边际变化密切联系，加息结束后短期内震荡走弱，但中期来看走势具有不确定性，整体来看通常下跌。黄金与美元指数的负相关关系可以理解为加息停止后黄金价格走势与美国经济相对强弱相关，美国经济偏弱、美元定价能力降低，则黄金表现偏强。

正式进入降息周期后，黄金通常在 20 个交易日内出现上涨，而美元指数走向无确定性规律。第一轮加息结束的首次降息后 20 日黄金上涨 2.24%；第二轮加息结束的首次降息后 1 日、20 日黄金分别上涨 0.39%、1.32%；第三轮加息结束的首次降息后 20 个交易日上涨 0.52%；第四轮加息结束的首次降息后 1 日、20 日分别上涨 0.80%、5.29%；第五轮加息结束的首次降息后 5 日、20 日分别上涨 3.79%、5.43%。而降息周期开启后美元指数走向无确定性规律，主要与该降息周期出现经济衰退的时点有关。

图表25 末次加息至首次降息美元及黄金表现



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：标灰处为末次加息至首次降息；数据截至 2024 年 1 月 5 日

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表26 1990 年以来历次货币周期内美元指数与黄金表现情况

降息轮次	时间	美元指数	COMEX 黄金
第一轮（1989/06-1992/09）	末次加息前 20 个交易日	5.17%	-2.48%
	末次加息前 5 个交易日	3.36%	-1.35%
	末次加息前 1 个交易日	1.57%	-0.61%
	末次加息后 1 个交易日	0.04%	-0.96%
	末次加息后 5 个交易日	2.35%	-2.46%
	末次加息后 20 个交易日	2.21%	-1.85%
	末次加息至首次降息	0.60%	1.60%
	首次降息前 20 个交易日	3.56%	0.40%
	首次降息前 5 个交易日	-0.92%	3.88%
	首次降息前 1 个交易日	-0.38%	3.37%
	首次降息后 1 个交易日	0.03%	-1.00%
	首次降息后 5 个交易日	2.33%	-4.42%
	首次降息后 20 个交易日	-3.81%	2.24%
第二轮（1995/07-1996/01）	末次加息前 20 个交易日	-1.79%	0.91%
	末次加息前 5 个交易日	0.11%	-0.58%
	末次加息前 1 个交易日	-0.34%	0.26%
	末次加息后 1 个交易日	-0.01%	0.11%
	末次加息后 5 个交易日	0.57%	-0.11%
	末次加息后 20 个交易日	-3.03%	-0.18%
	末次加息至首次降息	-7.27%	1.72%
	首次降息前 20 个交易日	-1.30%	-1.10%
	首次降息前 5 个交易日	-1.18%	-0.93%
	首次降息前 1 个交易日	-0.06%	-0.10%
	首次降息后 1 个交易日	0.65%	0.39%
	首次降息后 5 个交易日	0.66%	1.09%
	首次降息后 20 个交易日	0.69%	1.32%
第三轮（2001/01-2003/06）	末次加息前 20 个交易日	4.74%	-2.81%
	末次加息前 5 个交易日	0.51%	-0.72%
	末次加息前 1 个交易日	0.64%	-0.07%
	末次加息后 1 个交易日	0.66%	-0.87%
	末次加息后 5 个交易日	-0.27%	-0.54%
	末次加息后 20 个交易日	-4.27%	6.52%
	末次加息至首次降息	-0.84%	-2.50%
	首次降息前 20 个交易日	-2.91%	-1.64%
	首次降息前 5 个交易日	0.15%	-2.39%

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

	首次降息前 1 个交易日	1.63%	-0.26%
	首次降息后 1 个交易日	-1.40%	-0.33%
	首次降息后 5 个交易日	-0.24%	-1.37%
	首次降息后 20 个交易日	-0.41%	0.52%
第四轮（2007/09-2008/12）	末次加息前 20 个交易日	1.33%	-7.04%
	末次加息前 5 个交易日	-0.62%	0.60%
	末次加息前 1 个交易日	-0.84%	1.36%
	末次加息后 1 个交易日	-0.88%	4.60%
	末次加息后 5 个交易日	-1.06%	7.79%
	末次加息后 20 个交易日	-0.63%	7.79%
	末次加息至首次降息	-7.86%	22.89%
	首次降息前 20 个交易日	-2.74%	8.58%
	首次降息前 5 个交易日	-0.66%	0.36%
	首次降息前 1 个交易日	-0.69%	-0.01%
	首次降息后 1 个交易日	0.13%	0.80%
	首次降息后 5 个交易日	-1.10%	2.09%
	首次降息后 20 个交易日	-1.20%	5.29%
第五轮（2019/08-2019/10）	末次加息前 20 个交易日	-0.38%	3.39%
	末次加息前 5 个交易日	-0.67%	1.37%
	末次加息前 1 个交易日	-0.60%	1.34%
	末次加息后 1 个交易日	0.53%	-0.34%
	末次加息后 5 个交易日	-0.08%	1.58%
	末次加息后 20 个交易日	-0.13%	1.69%
	末次加息至首次降息	1.99%	15.36%
	首次降息前 20 个交易日	1.64%	2.53%
	首次降息前 5 个交易日	0.59%	2.13%
	首次降息前 1 个交易日	-0.20%	2.20%
	首次降息后 1 个交易日	-0.29%	-0.34%
	首次降息后 5 个交易日	-0.72%	3.79%
	首次降息后 20 个交易日	0.09%	5.43%

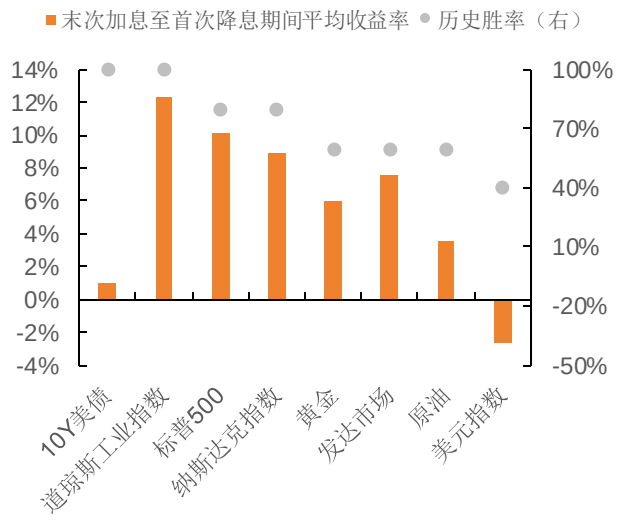
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.4 历史胜率：首次降息前，美债胜率为 100%；降息开启后，黄金明显占优

历史胜率上，美联储末次加息后至首次降息开启前，美债占优，胜率 100%，美股、黄金次之；降息周期开启后，黄金明显占优，美债、美股同样上行。美联储最后一次加息后至首次降息周期开启前，美债的胜率高达 100%，美股、黄金次之。美联储降息周期开启后6个月内，黄金平均收益率明显高于其他资产，胜率为 100%，在降息周期中表现出绝对优势。股票表现弱于黄金，主要由于多次降息周期中发生经济衰退，拖累了股票回报。如果降息过程中没有经济衰退，美股表现会明显改善。如果美联储降息过程中美国经济明显下行，无法顺利“软着陆”，美股仍然可能在未来承压。

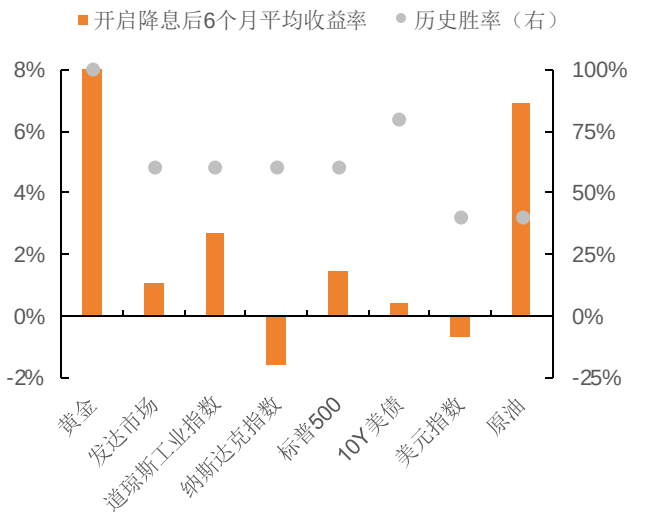
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表27 平台期美债胜率高达100%，美股次之



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：美债是绝对值变动

图表28 降息开启后6个月内黄金明显占优



资料来源：Wind，平安证券研究所；注：美债是绝对值变动

三、 未来展望：本轮美联储降息初期大类资产将如何表现？模拟三类降息情形下大类资产走势

3.1 现状分析：目前基本面仍有韧性，并不支持过早降息，但不排除大选等因素推动降息提前

降息已进入美联储视野，但目前美国基本面仍维持较强韧性，实际并不支持过早降息。12 月 FOMC 会议总体表述中性偏鸽，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”，意味着降息已正式进入美联储视野内。11 月 FOMC 会议以后，市场持续抢跑降息交易。根据 CME 观察工具，市场押注今年三月 FOMC 会上就将开启首次降息。但我们倾向于认为，从基本面角度来看，目前美国基本面韧性仍较强，衰退认证权威机构 NBER 关注的六大指标目前均显示美国经济未存在明显恶化迹象，基本面情况实际并不支持过早降息，主要包括：

一则，薪资保持较高增速、超额储蓄仍在等支撑下，经济面临突然下行的概率较低，短期内降息未有较大降息紧迫性。美国居民部门韧性仍处于近年来较强水平。高利率下新增购房需求确实出现下滑，高利率效果初现，但对消费支出能力影响暂未体现。美国家庭贷款以固息贷款为主，利率提前锁定，使得居民部门的付息成本却几乎不受市场利率走高的影响，这也是此轮美国消费持续保持强韧性的主要原因之一。根据旧金山联储预测，当前居民仍有 1 万亿美元左右的超额储蓄，超额储蓄可能要待今年三季度才会消耗完毕。同时 12 月非农数据显示，美国失业率仍保持在低位且薪资增速较高，逻辑推导上，失业率低情形下薪资通常不会快速下降，而只要薪资保持一定增速，居民总需求和消费支出也通常不会出现快速下降。在多重因素支撑下，美国经济面临突然下行的概率较低，短期内降息并未有较大的紧迫性。

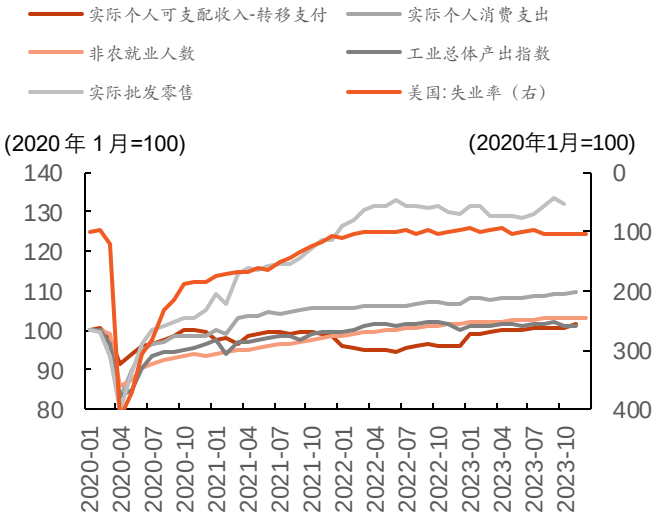
二则，就业市场虽已在边际降温，但韧性仍在。整体来看，美国 12 月新增非农规模 21.6 万，远超市场预期 17.5 万人及前值的 17.3 万人，在非农新增规模连续两月下行后重新回暖。从就业广度来看，12 月情况有所好转，59.6%的行业实现正增长，高于前值的 56.6%和 2023 年前 11 个月均值的 57.2%，美国就业市场呈现较强韧性。但同时就业市场部分领域持续出现松动：一则家庭新增就业下降了 68.3 万，为 2020 年 4 月以来家庭调查最大的单月降幅。其中全职人数下降了 150 万，兼职人数上升了 76.2 万，或指向大量不体现在企业调查的工作者可能正在逐步退出劳动力市场。二则 10 月和 11 月数据下修了 7.1 万人，12 月新增非农规模后续仍有可能出现下调。非农数据收集方式之一为问卷收集，盘点以往经济放缓时期就业数据通常出现持续下修情况，可能的原因在于经济放缓时期通常问卷回收率低，较晚提供回复的企业往往是经营状况不佳，以致美国劳动部前后收集到的样本情况存在较大差异，导致后续数据出现下修。因此，12 月新增 21.6 万就业的数据亦存在较大的下修可能性。三则 12 月 ISM 雇佣指数、JOLTS 等其他就业数据均呈现不同程度放缓态势。如 JOLTS 报告显

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

示，11 月职位空缺人数回落 6.2 万人，离职率从 2.3%回落至 2.2%，雇佣率从 3.7%回落至 3.5%，而通常雇佣率为观察就业市场的领先指标。同时 12 月周度工作时长、ISM 雇佣指数数据也发出降温信号，休闲酒店业就业回弹可持续性较差。整体我们认为美国就业市场边际降温仍在持续，但不排除期间或出现波动反复。

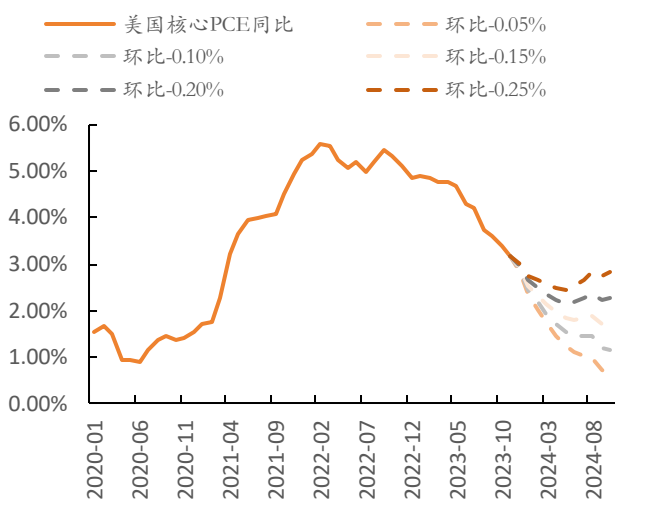
三则，通胀持续降温，或成为美联储降息最大支撑，但近期红海局势等地缘冲突或造成一定扰动。2023 年 12 月 PCE 延续降温趋势，目前核心 PCE 显示潜在通胀或已降至联储目标的 2%附近。我们推算，后续如核心 PCE 维持月均环比下行 0.15%，则在 2024 年 4 月就能够降至 2%以下，基本可以支撑当前市场对 3 月开始降息的定价。因此，通胀较快降温或成为本轮美联储降息的最大支撑。目前通胀回落最大的风险在于地缘冲突下全球供应链商品通胀再次上行。12 月以来也门胡塞武装发动袭击，货轮在曼德海峡、红海附近水域频发遇袭，本次事件更多影响的是货物在海上运输时间，供应链压力加大下或将带来潜在的商品通胀，例如短期市场情绪恐慌下不排除油气等价格出现脉冲式上涨，或对美国通胀回落形成一定阻碍，重点关注事件发展。

图表29 NBER 关注的六大指标表明基本面仍有韧性



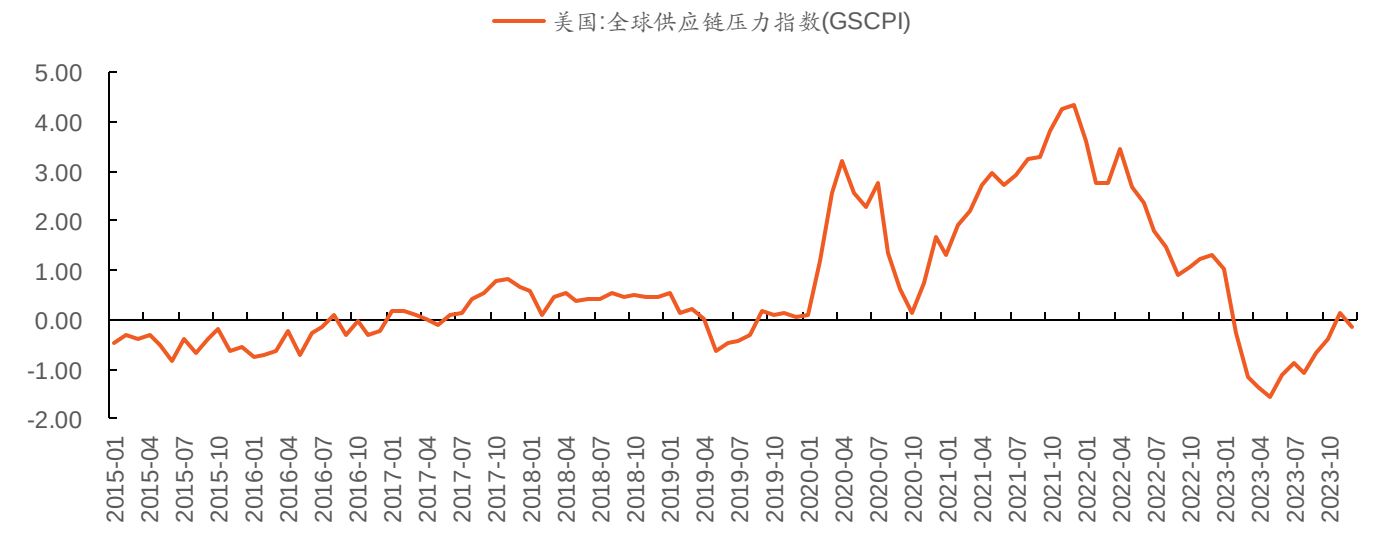
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 1 月 5 日

图表30 测算不同情形下核心 PCE 同比走势



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2024 年 1 月 5 日

图表31 红海局势推动全球供应链压力提升



资料来源：纽约联储，平安证券研究所；数据截至 2024 年 1 月 5 日

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

因此，整体我们认为，目前基本面并不支持 3 月就开启降息，但不排除大选等因素推动降息提前，主要扰动因素包括：

一是避开美国大选关键时点。美国大选将于今年 7、8 月选举出两党各自的正式候选人，按美联储以往举措，货币政策通常会避开大选关键时点，以避免货币政策的变化对大选结果产生一定扰动。

二是联储采取预防式降息。复盘 1990 年以来美联储降息途径，1995 年、2019 年均采取了预防式降息，即经济未出现衰退前联储先降息，以防范过度紧缩的风险，但降息次数和幅度均有限。 本轮情形下，不排除美联储为了避开大选等事件并预防经济“硬着陆”而选择预防式降息途径，但同时也要考虑到，目前核心 PCE 刚回落至目标区间，且经济仍有一定韧性，采取预防式降息可能将带来经济周期较快反弹及相应的再通胀甚至二次通胀风险，将使得美联储 2%的通胀目标出现松动。

图表32 美联储或考虑避开美国大选关键时点调整货币政策

资料来源：CNN Politics，平安证券研究所

3.2 情形模拟：三种降息情形下大类资产走势预判

历史不会简单重复，但仍可提供相似经历的经验参考。参考历史经验，我们尝试推测三种降息情形下大类资产表现：

预防式降息（类比 2019 年 8 月-10 月，概率较大）：如前文所述，此时美联储主要考虑点在于全球增长疲弱对经济下行带来的影响以及避开大选关键时期提前采取动作，同时美联储或不会锁定明确的降息路线，而是秉持“边走边看”的原则，更多根据后续数据和风险的演变来推进货币政策。此基准情形下，美联储将较早开启降息，上半年即启动首次降息，并可能在下半年就结束降息周期，年底美国经济成功实现软着陆，基于此，美债机会集中于上半年，年初 10 年期美债利率下限有望在 3.8-4.1%附近，后续随着经济放缓迹象愈发明显，联储降息逐渐提上议程，10 年期美债下行空间进一步打开，首次降息前后有望达到低点 3.4%-3.6%左右。大盘股持续受益于宽松环境，小盘股躲过杀盈利的压力，整体股指或将出现震荡上行，且在降息前后均有不错的表现，同时黄金在美联储开启降息前仍有较好的配置窗口期，美元预计或震荡下行但下行幅度较小，新兴市场权益难跑赢美国。

衰退式降息（类比 2001 年 1 月-2003 年 6 月，存在一定概率）：加息末期经济增长已逐步承压，经济基本面下行时政策转向的关键点在于平衡通胀和增长，而此时美联储更多警惕的是提前降息带来的二次通胀等风险。此情形下，美联储降息时点将晚于市场预期，降息节奏更多为持续性降息，最终美国经济实现硬着陆。基于此，美债机会将出现在下半年，如出现经济陷入衰退，10 年期美债震荡中枢或下行至 3.0%以下。美股面临“杀盈利”压力，大盘科技股可能仍会受益于宽松环境，下行压力小于小盘股，小盘股在杀盈利压力下或将出现一定幅度回调，美股指数震荡加剧，同时黄金在美联储开启降息前后有明显的配置机遇，美元或将出现较大幅度下行。

应急式降息（类比 2020 年 3 月，不排除可能性）：2008 年金融危机爆发、2020 年新冠疫情等突发事件下，为了缓解流动性冲击和隔离金融风险，美联储倾向于快速甚至非常规降息以防范风险进一步蔓延。此情形下，美联储通常快速且可能大幅降低利率，甚至不排除重启 QE。美债利率或将出现大幅度下行，权益资产则可能经历一轮深度调整，在调整完成后会迎来强势反弹。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表33 三种降息情形下大类资产走势预判

降息形式	类比时间段	美联储出发点	美联储降息节奏	大类资产走势预判
预防式降息	2019 年 8 月-10 月	全球增长疲弱对经济下行带来的影响以及避开大选关键时期提前采取动作。	1.不会锁定明确的降息路线，而是秉持“边走边看”的原则，更多根据后续数据和风险的演变来推进货币政策； 2.美联储较早开启降息，上半年即启动首次降息，并可能在下半年结束降息周期，年底美国经济实现软着陆。	**1.美债：**机会集中于上半年，年初 10 年期美债利率下限有望在 3.8-4.1%附近，后续随着经济放缓迹象愈发明显，联储降息逐渐提上议程，10 年期美债下行空间进一步打开，首次降息前后有望达到低点 3.4%-3.6%左右； **2.美股：**大盘股持续受益于宽松环境，小盘股躲过杀盈利的压力，整体股指或将出现震荡上行，且在降息前后均有不错的表现； **3.黄金：**在美联储开启降息前仍有较好的配置窗口期； **4.美元：**预计震荡下行但下行幅度较小； **5.新兴市场：**美国经济软着陆下新兴市场权益或将难跑赢美国。
衰退式降息	2001 年 1 月-2003 年 6 月	加息末期经济增长已逐步承压，经济基本面下行时政策转向的关键点在于平衡通胀和增长，而此时美联储更多警惕的是提前降息带来的二次通胀等风险。	美联储降息时点将晚于市场预期，降息节奏更多为持续性降息，最终美国经济实现硬着陆。	**1.美债：**机会将出现在下半年，如出现经济陷入衰退，10 年期美债震荡中枢或下行至 3.0%以下； **2.美股：**面临“杀盈利”压力，大盘科技股仍会受益于宽松环境，下行压力小于小盘股，小盘股在杀盈利压力下或出现一定幅度回调，美股指数震荡加剧； **3.黄金：**在美联储开启降息前后就明显的配置机遇； **4.美元：**或将出现较大幅度下行；
应急式降息	2020 年 3 月	为缓解突发事件对流动性的冲击，并隔离金融风险，美联储倾向于快速甚至非常规降息以防范风险进一步蔓延。	美联储通常快速且可能大幅降低利率，甚至不排除重启 QE。	**1.美债：**美债利率或将出现大幅度下行； **2.美股：**权益资产则可能经历一轮深度调整，在调整完成后会迎来强势反弹。

资料来源：平安证券研究所

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

四、风险提示

1）美国货币政策超预期。美国通胀仍较顽固，短期内宏观变量对货币政策干扰仍存，货币政策具有不确定性；

2）美国经济下行风险超预期。美国未来经济走弱的节奏具有不确定性，将对全球相关资产价格走势形成影响；

3）国际地缘形势变化超预期。地缘政治局势变化将对市场交易情绪等造成较大影响；

4）历史经验不代表未来。过往历史资产价格由当时宏观环境、市场交易行为等多重因素决定，历史不会简单地重复，因此过往资产价格走势仅供参考。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层