



# 从历史上看，美联储降息是不是好事？

## 复盘过去40年美联储降息对市场的影响

---

艾德金融 分析师 刘宗武

(HKSFCE No.: BSJ488)

## 目录

- 一、过去40年美联储降息周期历史回顾及指数表现
- 二、近期美国宏观数据解读
- 三、美联储什么时候开启降息周期？今年降多少？
- 四、在美国经济保持韧性背景下的资产配置策略

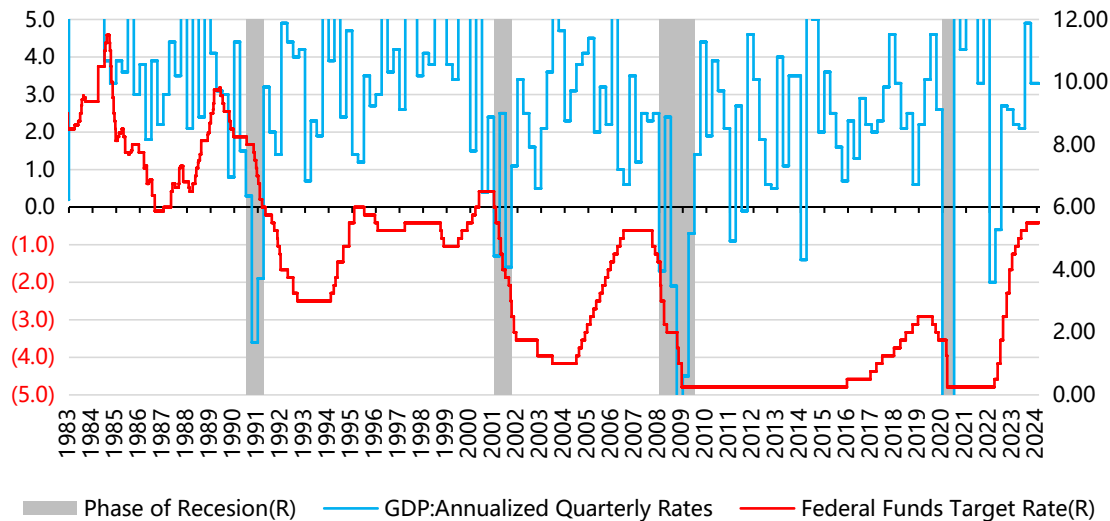
## 前言

1. 经济衰退一般认为是经济发展中暂时的“衰退”现象，具体表现为普遍性的经济活力下降，失业率上升。严重的经济衰退会被定义为经济萧条。美国经济发展阶段出现的衰退由美国国家经济研究局（**National Bureau of Economic Research, NBER**）认定，其主要考察的指标包括非农就业、家庭调查就业、实际个人消费支出、实际制造与贸易销售、扣除转移支付后的个人实际收入、工业产出等。**NBER**在认定衰退时，会综合考虑相关指标的广度、深度、及持续时间等。
2. 由于**NBER**公告衰退的时间比较滞后，且未披露具体量化标准，根据经验，市场一般认为连续两个季度实际**GDP**环比负增长是“技术性衰退（**technical recession**）”。
3. “实质性衰退”：指经济活动显著下降，压力蔓延到整个经济体，并持续数月以上，相比技术性衰退要严重得多。
4. 在历史复盘暂不探讨衰退的具体原因（比如美联储加息加过了头或者在利率高位维持的时间过长(紧缩过度)？美联储前瞻性不够，没有进行预防性降息？联邦政府财政支出不够？出现黑天鹅事件？外部冲击事件？等等），更多是从复盘结果出发。

## 从过去40年的历史上看，美联储降息是不是好事？

1. 在1984年10月美联储将联邦基金目标利率从高点11.5%下降至1987年1月的5.875%，在26个月的降息周期中季度GDP环比大部分时期保持在2.0%以上，比较完美的实现了‘软着陆’（CPI从4.7%降至1.2%，失业率从7.4%降至6.6%），没有出现经济衰退，也是唯一一次。标普期间最大涨幅71.28%。
2. 1989年6月至1994年2月，联邦基金目标利率从9.8125%降至3.0%，在连续降息的中途--即1990年7月至1991年3月，三个季度经济出现了衰退（GDP环比从1990Q1的4.4%回落至1990Q4的-3.6%）。（此次降息周期 CPI从5.2%降至2.5%，失业率从5.3%先升至高点7.8%（92年6月），再降至6.6%，付出了沉重的代价。）
3. 2001年1月至2003年6月联邦基金利率由6.5%降至1.0%。2000年9月至2001年10月因互联网泡沫破裂及911事件而导致衰退。期间，GDP环比从2000Q2的7.5%回落至2001Q3的-1.7%。CPI同比增速2001年9月降至2.6%。2000年9月至2001年10月：ISM制造业PMI从49.7降至40.8；失业率从3.9%升至5.3%。标普500最大跌幅50.5%，熊市跨度时间长于衰退时间。
4. 2007年9月至2008年12月联邦基金利率由5.25%降至0.25%。2008年次贷危机引发全球金融市场风暴，近50年最严重的一次经济危机。次贷危机沉重打击美国房地产行业，自2007年3月房地美房价指数创出新高后一路下跌，直至2016年9月才创出危机以来新高。GDP从2007Q4的2.5%跌至2008Q4的-8.4%。CPI于2009曾转为负值。失业率2009年多次超过9%。ISM制造业PMI严重萎缩，于2008年12月最多下探至33.1。此时衰退多家金融机构破产，标普500最大跌幅57.69%。
5. 2019年8月至2020年3月，联邦基金利率由2.5%降至0.25%。原因在于突如其来的新冠疫情，导致经济活动急剧萎缩。ISM制造业与非制造业PMI分别于2020年4月下探至41.5与41.8；同期失业率飙升14.8%。GDP环比由疫情前2019年Q4的2.6%，骤降至2020Q2的-28%。标普500最大跌幅35.41%。

### 过去40年美联储在降息的过程中都出现了4次实质性衰退



来源：Wind、艾德金融

### 近40年美国经历的实质性衰退期间标普500指数表现

衰退时间段	指数代码	区间起点	区间结束	区间最高价	区间最低价	区间最大跌幅
1990年7月至1991年3月	SPX. GI	1990/3/1	1990/12/31	369.78	294.51	-20.36%
2000年9月至2001年10月	SPX. GI	2000/1/1	2002/12/31	1,552.87	768.63	-50.50%
2008年1月至2009年6月	SPX. GI	2007/7/1	2009/6/30	1,576.09	666.79	-57.69%
2020年1月至2020年6月	SPX. GI	2020/1/1	2020/6/30	3,393.52	2,191.86	-35.41%

来源：Wind、艾德金融

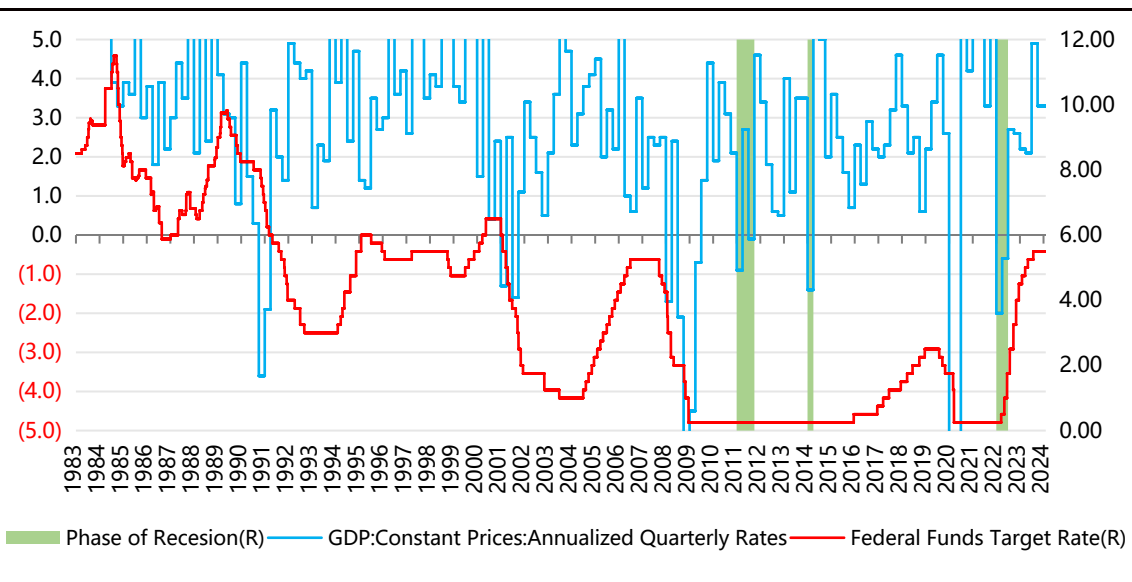
## 实质性衰退复盘启示：

1. 过去40年来（1983-2023），美联储经历了5次完整的降息周期。经过一轮加息周期之后，转为降息，在降息的过程中出现了4次实质性衰退。在降息周期中，仅有1次（1984年10月-1987年1月）实现了经济‘软着陆’。整体而言，美联储启动降息周期并非好事，降息前的阶段（利率维持高位阶段）才是“美好时光”。
2. 美联储一般是在看到宏观经济数据出现转差时才开始降息（紧缩维持时间过久），随着数据进一步恶化，则启动更大力度的降息操作以遏制经济进一步下滑（相比加息周期，降息周期斜率更大），大多数情况下已为时已晚（观测的数据可能为滞后指标等），最终演化成实质性经济衰退。
3. 并非降息而引发衰退，之所以降息，一般是因为通胀得到了一定程度的控制、劳力市场恶化、制造业萎缩、房地产萎靡等诸多因素影响，进而传导到居民部门的收入、消费支出同步减少，与此同时某些特殊事件的爆发（如2000年的互联网泡沫+911恐怖事件、2008年的次贷危机、2020年的新冠疫情等），最终导致GDP环比折年率连续出现负增长，造成经济实质性衰退。
4. 过去40年的历史告诉我们，不同触发因素导致的衰退程度不同，实质性衰退阶段，标普500指数最大跌幅57.69%，最小跌幅20.36%。

## 另外三次GDP转负或技术性衰退对市场的影响

- 2011年前三季度：**2011年前三季度失业率介于9.0-9.1%，居高不下。美国经济持续低迷Q1 GDP环比-0.9%，Q3 GDP环比-0.1%，通货膨胀率上升，CPI由1月的1.7%快速上升至3.8%。个人消费支出（季调不变价）同比单边下降，由1月的2.95%下降至9月的1.35%，增长缓慢。（即此次技术性衰退失业率居高不下，通胀快速上升，个人消费支出下行，经济增长缓慢，最终经济低迷。）
- 2014年一季度：**美国2014Q1的GDP为-1.4%，转负主要由于出口下滑8.9%，为五年来最大跌幅；贸易逆差拖累经济增长率减少1.53个百分点。消费者支出增幅从3.1%降至1.0%。补充库存缓慢、天然气钻探等非住宅建设投资大幅下滑、及政府的国防支出疲弱等。但2014Q1就业稳定，失业率维持在6.6%-6.7%较2013年趋势性下行。ISM制造业及非制造业PMI维持在荣枯线之上。CPI稳定在1.1-1.6%之间。彭博预测2014年第二季度美国的GDP增幅将为3.5%，上半年平均增长率为3.1%。市场对未来预期乐观，本次GDP转负，对市场影响小，标普500指数最大跌幅仅-2.22%。
- 2022年一、二季度：**2022Q1-Q2 GDP环比分别为-2.0%、-0.6%，衰退或因劳动力短缺和强劲的需求得不到满足，而就业市场强劲（失业率从4.0%下降至3.6%），导致了2022上半年的衰退；当劳动力市场得到满足后（从招不到人到招到合适的人），三季度开始GDP环比快速恢复至2.7%，四季度保持2.6%的增长。

过去40年出现了三次GDP转负或技术性衰退



来源：Wind、艾德金融

近40年美国经历的三次GDP转负或技术性衰退标普500指数表现

衰退时间段	指数代码	区间起点	区间结束	区间最高价	区间最低价	区间最大跌幅
2011年一季度、2011年三季度 (并非严格意义上的衰退)	SPX.GI	2011/1/1	2011/12/31	1,370.58	1,074.77	-21.58%
2014年一季度 (并非严格意义上的衰退)	SPX.GI	2014/1/1	2014/3/31	1,883.97	1,737.92	-2.22%
2022年一、二季度	SPX.GI	2022/1/1	2022/6/30	4,818.62	3,636.87	-24.52%

来源：Wind、艾德金融

## 三次GDP转负或技术性经济衰退复盘：

1. 过去40年发生的三次，并非发生在降息阶段，两次发生在联邦基金利率的最低位（0-0.25%），一次发生在加息阶段。
2. GDP轻微转负或技术性衰退，相比实质性衰退对市场影响较小，标普500指数最大跌幅24.52%（实质性衰退最大跌幅57.69%），最小跌幅2.22%（实质性衰退最小跌幅20.36%）。无论是实质性衰退还是技术性衰退，标普500指数皆下跌，只是程度不同。

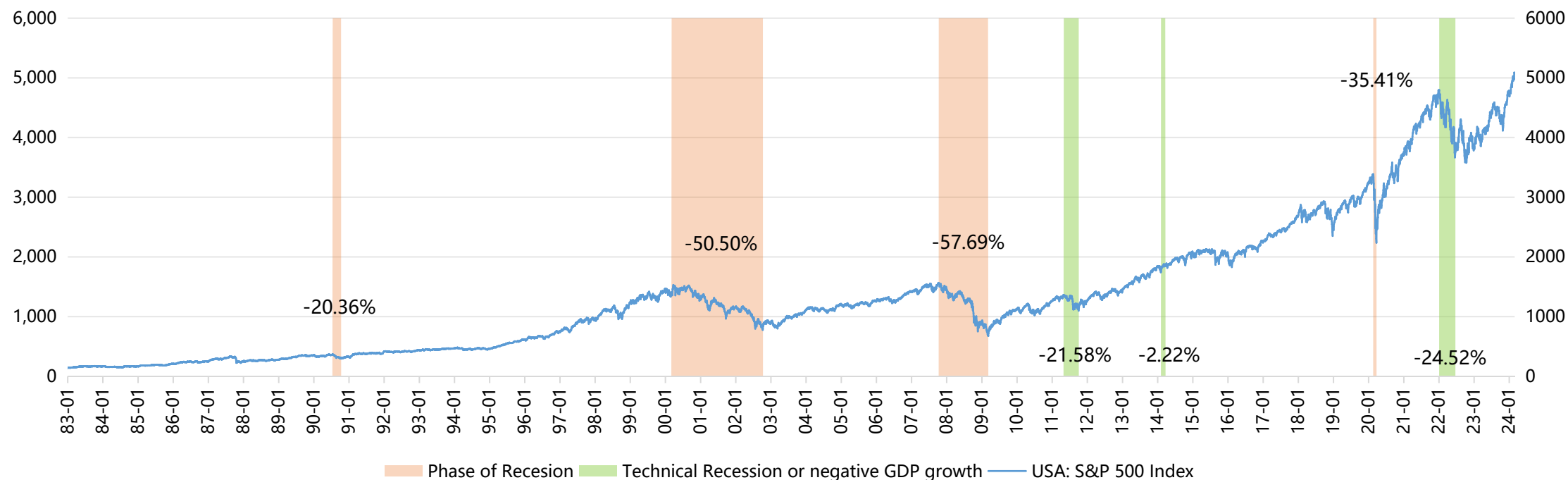
## 经济衰退如何收场？

1. 一般通过三种方式结合应对衰退：美联储降息+QE、财政部发力（减税、政府支出增加、直接补贴等）、外部冲击消退，通常都能取得比较好的效果。但当债务较高时，货币政策与财政政策的边际效用较弱，修复需要更长的时间（如08金融海啸）。
2. 一次深刻的经济衰退之后，市场出清，经济会发生强力的反弹，新周期开启，相伴相随的是标普500指数的上涨及创出历史新高，绝大部分的市场参与者都受益。

## 美国经济不出现衰退，市场将如何表现？

1. 整体而言，我们从复盘可以看到标普500指数不断的创出历史新高，美股是一个长期向上的市场，特别是在08年金融海啸之后。
2. 在新冠疫情时期，美国通过减税、补贴等‘直升机撒钱’的方式将居民部门与企业部门的杠杆转移到了政府部门，企业和家庭的资产负债表持续得到改善，加杠杆空间变大，经济形成资产-通胀向上的正循环。疫后拜登政府先后通过三大法案（《基建法案》、《通胀削减法案》和《芯片与科学法案》）刺激了政府投资并通过乘数效应创造资本支出周期，推动经济增长。
3. 美国股市和房价等资产价格持续上涨，形成了巨大的财富效应，促进了消费需求，如果将来经济不衰退，美股市场极大概率将走出一浪高于一浪的行情。

标普500指数在不断的创出历史新高（绿色方块为实质性衰退阶段，粉色方块为技术性衰退或GDP负值阶段，价格表现或有提前或延后）



来源：Wind、艾德金融

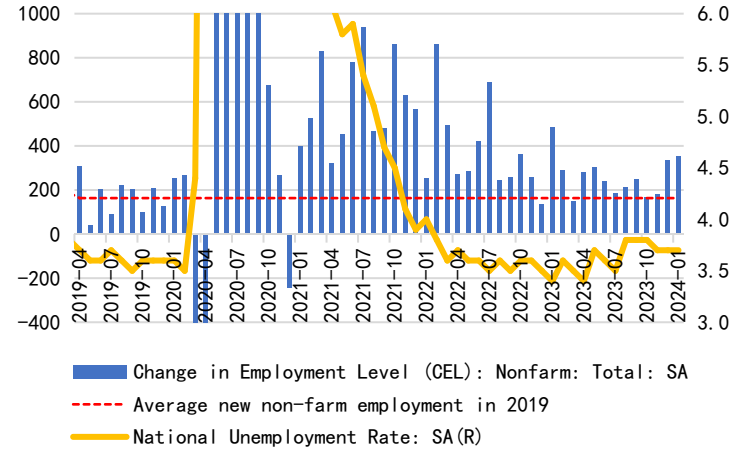


# 近期美国宏观数据

## 一、劳动力市场

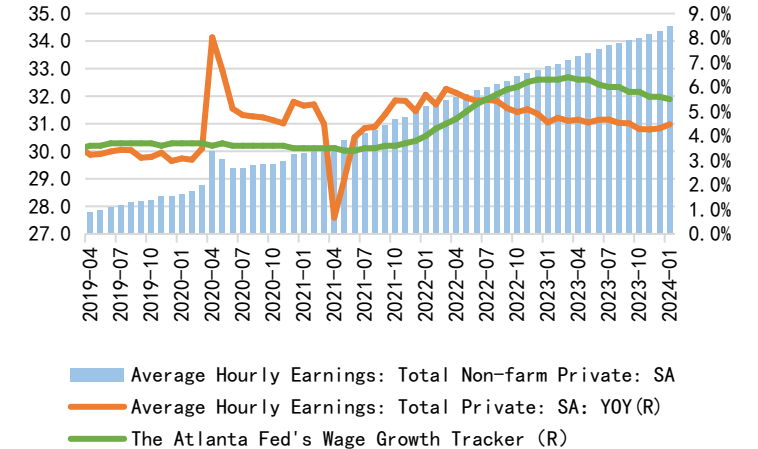
1. 美国劳工部公布2024年1月新增非农就业35.3万人，预期增加18.5万人，前值33.3万人，超预期且连续3个月高于2019年月平均水平；季调失业率为3.7%，预期3.8%，前值3.7%，好于预期。就业市场市场热度不减。
2. 非农私人部门1月平均时薪34.6美元，同比增4.5%，高于预期4.1%，前值4.3%。环比增0.6%，高于预期0.3%，前值0.4%，环比增幅创2022年4月以来最高。薪资增长强劲。亚特兰大联储薪资增长指数继续走低，但依然高于疫情前水平。
3. 1月非农职位空缺数902.6万，连续3个月增长，企业持续扩张，空缺率5.4%，与上月持平。1月劳动参与率62.5%，与上月持平，略低于疫情前水平，或由于部分居民超额储蓄未耗尽。
4. 整体而言，1月新增非农就业超预期增长、失业率低位持平好于预期，时薪涨幅超预期回升，显示当前美国劳动力市场依然强劲，将提升市场对于美联储降息时点延后的预期。

### 1月新增非农就业人数及失业率超预期



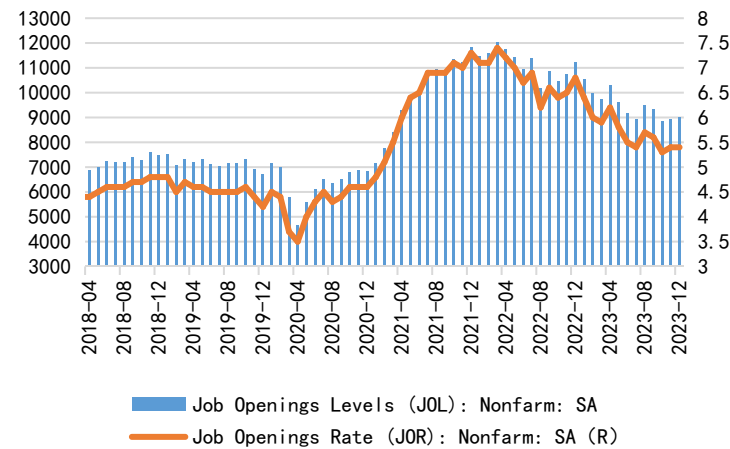
来源：美国劳工部、艾德金融

### 1月非农私人部门平均时薪同比增长加速至4.5%



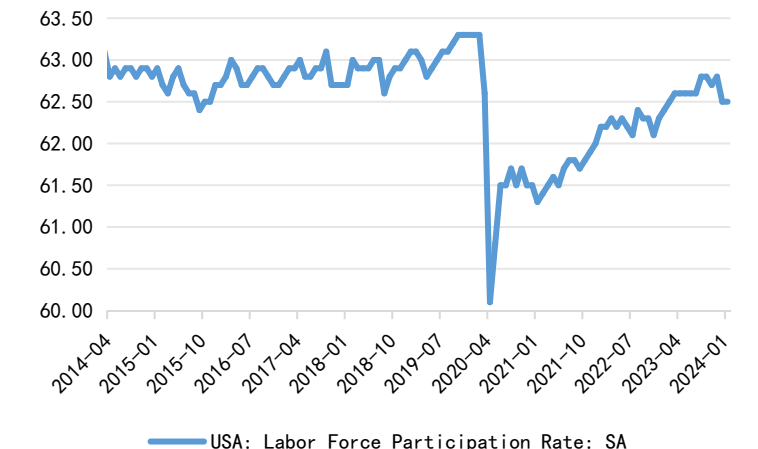
来源：美国劳工部、亚特兰大联储、艾德金融

### 非农职位空缺数连续3个月增长



来源：美国劳工部、艾德金融

### 劳动参与率下降反映劳动力市场依然偏紧



来源：美国劳工部、艾德金融

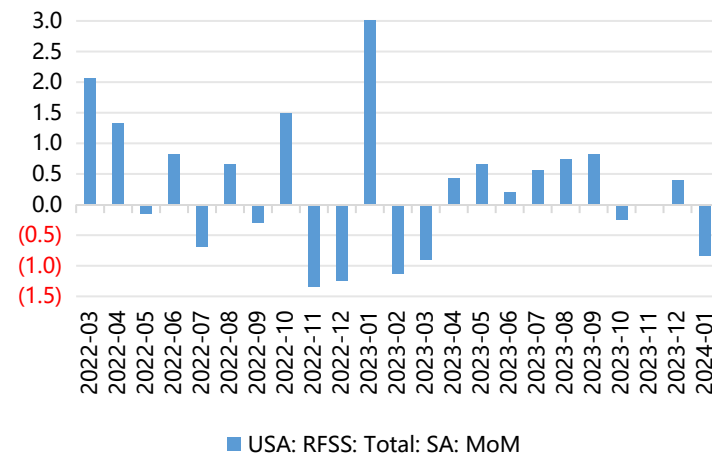
# 近期美国宏观数据

**二. 1月零售月率不及预期:** 美国商务部公布经季节性因素调整后, 1月份零售额环比下降0.8%, 低于预期0.1%。超预期降幅或是由于去年12月圣诞节及新年假日提前消费所致。仅从零售方面看, 对美联储的降息预期是有所增强的。

## 三. 1月楼市现复苏迹象:

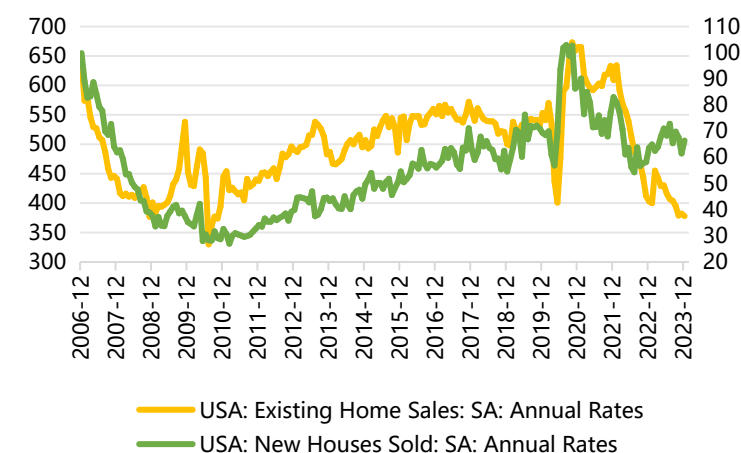
- 全美房地产经纪商协会(NAR)公布1月成屋销售环比增长3.1%, 经季节调整后年率为400万套, 是自去年8月以来的最高水平。1月新屋销售环比增长1.5%, 经季调后的年率为66.1万套, 新屋需求仍受到成房供应持续短缺支撑, 成屋新屋销售反弹将拉动紧库存下的房价反弹。
- 影响居民买房的因素主要是房价和利息负担。2023年成屋销售价格中位数为38.8万(同比涨1.04%), 新屋销售价格中位数为42.6万(同比跌6.46%), 美联储自22年7月将利率加至近23年的高点5.5%, 受此影响, 美国30年期按揭贷款利率从2021年7月的2.8%飙升至2023年10月的7.8%, 冲破了2008年美国金融海啸前的峰值。2月22日美国30年期按揭贷款利率报6.90%, 依然处于高位, 在利率高位运行的背景下, 居民购房意愿或将有所降低。
- 1月新屋开工13.31万套, 环比降15%, 营建许可总数14.7万, 环比降2%, 显示建筑商在高利率环境下削减对新建住宅的投资, 而成屋市场供给短缺(库存仅可供销售3个月)或将助新屋市场需求回暖。

## 1月份零售额环比下降0.8%, 低于预期0.1%



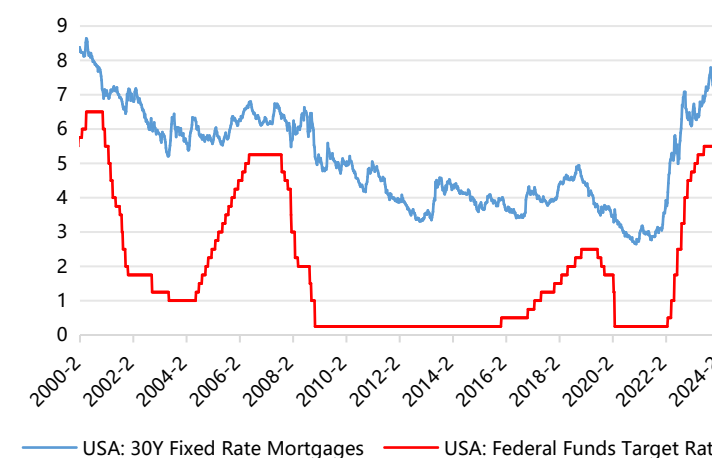
来源: 美国商务部、艾德金融

## 1月成屋销售400万套, 新屋销售, 现复苏迹象



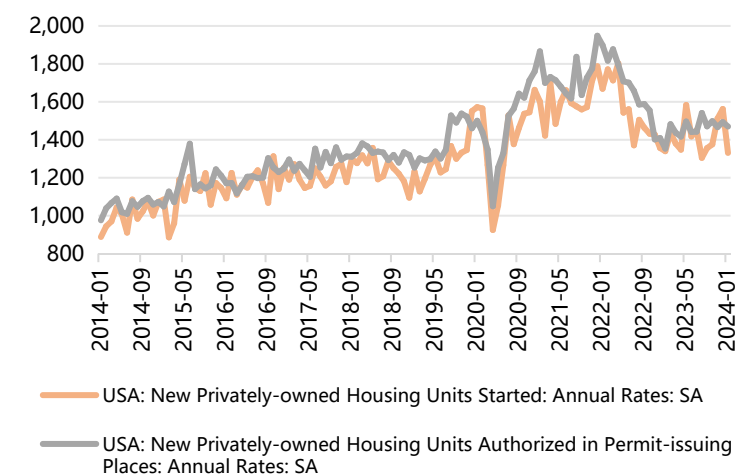
来源: 全美房地产经纪商协会、艾德金融

## 受美联储加息影响, 30年抵押贷款利率高位运行



来源: 全美房地产经纪商协会、艾德金融

## 私人住宅新开工及获批营建许可证皆处于低位徘徊



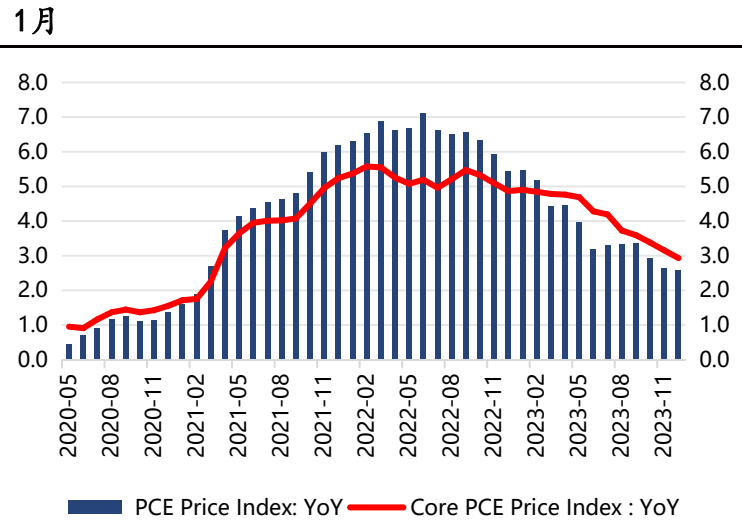
来源: 美联储、房地美、艾德金融

# 美联储什么时候开启降息周期？今年降多少？

**一. 通胀长期下行趋势不变：**美联储调整货币政策最看中的指标12月核心PCE年率增长2.9%，市场预期为3%，环比上升0.2%，预期为0.2%，但较前值0.1%有所回升。我们认为降通胀是个长期的过程，中间难免有波折，不可能一蹴而就，但通胀下行的趋势不变。

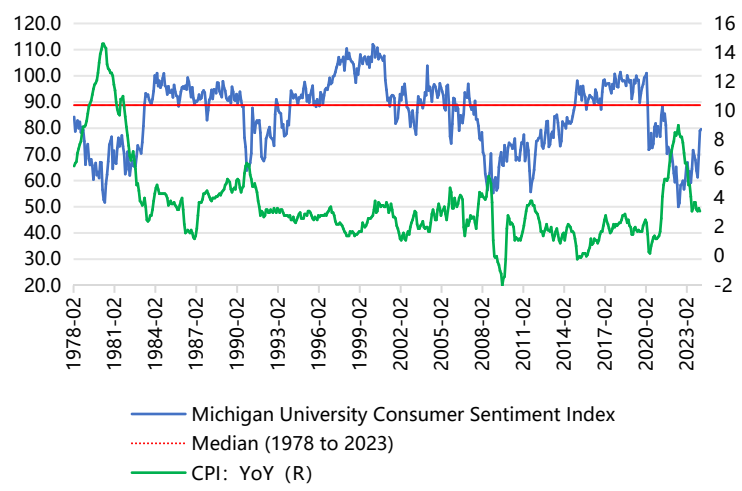
**二. 美国居民部门对通胀不满：**消费者信心指数2月快速反弹至79.6，创2021年8月以来的最高值，但仍低于1978年以来的中位数水平88.8。从图形中我们可以看到，密歇根大学消费者信心指数与美国CPI存在明显的负相关关系，因此，我们可以近似的认为这是美国居民部门的“通货膨胀满意度”指标。尽管在过去的18个月里CPI从高点不断回落，但消费者信心指数一直低于中位数88.8的水平，可见美国居民对通胀并不是很满意，认为通胀侵蚀了购买力，这也解释了为何‘通胀/物价’是当前美国居民认为是最重要的议题。（来源：The Economist/YouGov Poll）

**三. 美国经济韧性十足：**美国2023年四季度GDP环比增长3.3%，经济依然保持强劲增长；1月劳动力市场数据超预期，就业市场保持韧性，我们认为美国经济已基本实现了‘软着陆’。美联储评估经济前景较为乐观，认为维持高利率来控制通胀不必然导致失业人数的显著上行及经济的下滑，明确表示3月不会降息，未来降息路径将依据经济数据进行调整。透过CME期货数据，我们可以看到市场纠正了之前激进的6-7次降息预期，现在市场预计2024年美联储将降息3次或75BP，最快从9月份开始。近期，市场有讨论重新开启加息，从数据上看，概率为零，无需担忧。



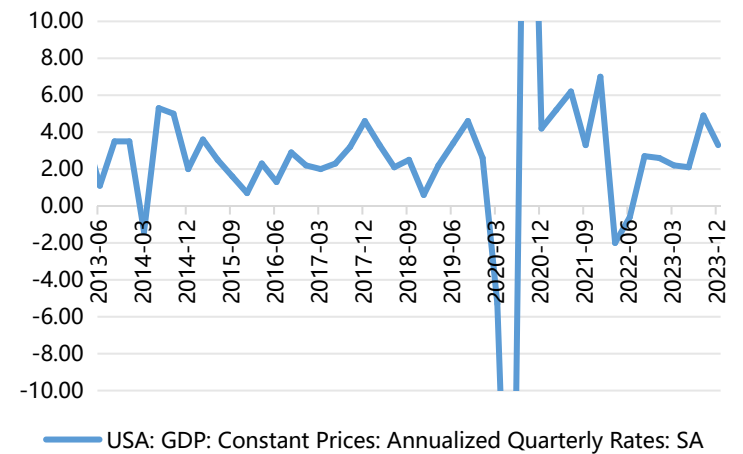
来源：美国经济分析局、艾德金融

## 美国居民部门对通胀不满



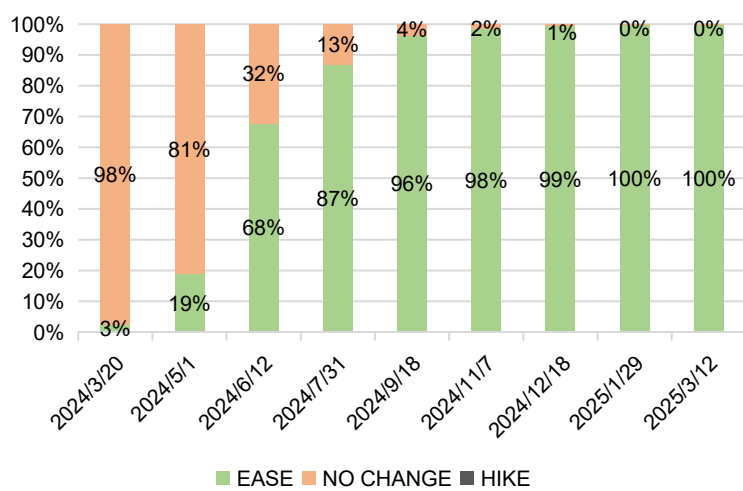
来源：美国经济分析局、密歇根大学、艾德金融

## 美国23年四季度实际GDP增长3.3%，超预期



来源：美国经济分析局、艾德金融

## 期货市场一致预期9月份开始首次降息



来源：CME、艾德金融(截止2024/2/26 9: 45)

# 在美国经济保持韧性背景下的资产配置策略

我们判断美国经济已基本实现‘软着陆’，即未来降息与经济不衰退两个条件同时获得了满足，这将为美股市场营造一个极其乐观的投资氛围。

1. 在保持着较为强劲的就业和经济增长，通胀中枢不断下移，美股市场当前对货币政策逐渐钝化，即使美联储表示降息节奏延后，股票市场受到的冲击也显得非常有限，可以认为美股在估值上对分子即上市公司盈利的赋权大于分母即折现率（取决于美元基准利率），这是经济上行或经济超预期增长状态下的估值逻辑。
2. 可能存在的风险：我们认为美国大选、通胀后遗症和商业地产信用市场等问题可能会带来一些不确定性，可能给处于乐观中的美国经济和股市带来一些冲击。但是根据前文所述，只要不发生经济衰退，这些冲击都将是短暂的，不影响美股长期向上的基本逻辑。
3. 资产配置方面，延续2024年度策略的基本推荐：纳指100ETF、标普500ETF、比特币ETF、美国长期国债ETF等
  - 纳指100ETF (QQQ.US)：PE=34X，5年分位点68%，估值适中，文生视频推动人工智能进一步发展，带动硬件的强大需求等。
  - 标普500ETF (SPY.US)：PE=26X，5年分位点70%，估值适中，全面反应美国经济与美股市场表现等。
  - 比特币ETF (3066.HK、IBIT.US、FBTC.US等)：LSEG理柏数据显示，自1月10日美国证监会批准比特币现货ETF以来，截至2月14日，两只最大的新现货比特币ETF (IBIT.US、FBTC.US) 已分别吸引到54.5亿美元和41.3亿美元的资金。激进的多头Fundstrat预测比特币年底将大涨至15万美元/枚，五年内冲击50万美元/枚。类比黄金ETF (GLD.US) 自2004得上市后连涨8年，最高超过4倍涨幅。
  - 美国20+年以上国债ETF (TLT.US)：随着通胀得到有效控制，基准利率下行是大概率事件。
5. 增强型策略：
  - 纳指100ETF (QQQ.US) + 3倍做多纳指ETF (TQQQ.US)。
  - 标普500ETF (SPY.US) + 3倍做多标普500ETF (SPYXL.US)。
  - 美国20+年以上国债ETF (TLT.US) + 3倍做多20年期以上国债ETF (TMF.US)



# 谢谢观看



# 免责声明

免责声明:此简报内载有及/或提供之数据仅供一般数据及参考之用,并不构成,亦无意作为,也不应被诠释为专业意见、要约、招揽或建议投资于此资料内所述之任何证券、期货合约及期权、衍生性产品或投资项目。简报内载有及/或提供之数据不代表艾德证券期货有限公司「艾德证券期货」的任何立场,不构成与艾德证券期货相关的任何投资建议。在作出任何投资决定前,投资者应根据自身情况考虑投资产品相关的风险因素,并于需要时咨询专业投资顾问意见。港股新股有破发风险,谨慎考虑后参与新股认购。艾德证券期货及讲者不承诺和保证该行情走势可能会在未来发生,因为过去的表现不一定会说明未来的结果。讲者相信内容所包括的信息的可靠性,但讲者不保证其准确性或完整性。阁下清楚讲者在制作本信息的目的并非影响您的投资决定,因此,对于阁下因信赖此类信息或进行任何交易所造成的任何亏损,包括但不限于可能会有的盈利出现损失,艾德证券期货及讲者不承担任何责任。

风险提示:投资有风险,交易需谨慎!从事证券投资或期货交易,请通过合法证券期货经营机构进行。