

宏观深度报告

美联储历次开启降息：经济与资产

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
范城恺	投资咨询资格编号 S1060523010001 FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- 本篇报告梳理了 1982-2019 年美国的 7 次开启降息的背景，以及开启降息前后的经济和大类资产表现，并探讨了历史经验对当下的启示。
- **降息开启的背景。**美联储每次开启降息的背景有一定共性，都出现了经济和（或）通胀放缓的信号；也有各自的特殊背景：1）1984-1986 年，高赤字与强美元。2）1989-1992 年，储贷危机。3）1995-1996 年，无经济冲击。4）1998 年，亚洲金融危机。5）2001-2003 年，互联网危机。6）2007-2008 年，次贷危机。7）2019 年，贸易局势紧张。
- **降息后的经济。**7 轮降息周期中，美国经济有 3 次遭遇“硬着陆”，4 次顺利实现“软着陆”。生产与消费方面，首次降息后，美国 ISM 制造业 PMI 和私人实际消费增速通常在 3 个月内继续走弱，3-6 个月里触底回升。就业方面，首次降息后，美国失业率走势不确定，但“萨姆指数”通常在降息后的 6 个月里上升，暗示就业市场边际压力持续加大。通胀方面，首次降息后，美国 PCE 和核心 PCE 通胀率走势不确定，但模型 10 年通胀预期通常在 3-6 个月内下降，或意味着美联储降息本身不易引发通胀及通胀预期反弹，可能的原因是经济走弱对通胀及通胀预期的拖累较强。
- **降息后的资产。**首次降息前，美债、黄金等通常受益；首次降息后，多数资产价格波动风险反而阶段增大，2-3 个月后，美债和美股可能表现积极。降息前后，美债胜率都相对较高。1）美债利率趋势向下，但“软着陆”情形下可能在首次降息后 1-2 个月内阶段回升。2）美元指数的走势与降息、以及是否“软着陆”之间没有绝对的关联。3）美股涨势可能在首次降息前后阶段“熄火”，但降息 2-3 个月后通常恢复上涨。4）黄金在降息前上涨的概率较大，但降息后的走势不明。5）原油在降息后下跌的概率较大，但也并不绝对。
- **对当下的启示。**第一，基于降息前的经济表现，很难判断美国经济之后能否顺利“软着陆”。第二，如果未来不出现严重经济或金融市场冲击，本轮降息周期较有可能实现“软着陆”。第三，本轮美联储开启降息相对较晚，降息前经济和就业市场走弱的信号较强。第四，本轮降息后，经济和就业市场可能也会惯性下行一段时间。第五，本轮资产走势需要结合降息周期经验，以及美国大选、日本加息等宏观背景综合判断。具体来看：1）10 年美债利率有可能在首次降息后 1-2 个月内阶段反弹，之后继续下行。2）美元指数未必因降息下跌，但可能受日元升值拖累。3）美股在首次降息前后 1 个月的调整风险不小，但大方向仍然积极。4）黄金在降息前已上涨较多，降息后较有可能盘整。5）原油价格较可能在降息后保持震荡。
- **风险提示：**统计样本有限，美国经济和就业意外下行，美国通胀意外反弹。国际金融市场意外波动，国际地缘政治局势超预期等。

正文目录

一、 降息开启的背景	5
1、1984-1986年：高赤字与强美元	6
2、1989-1992年：储贷危机	6
3、1995-1996年：“软着陆”典型	7
4、1998年：亚洲金融危机	8
5、2001-2003年：互联网危机	9
6、2007-2008年：次贷危机	9
7、2019年：贸易局势紧张	10
二、 降息前后的经济	11
1、“硬着陆”与“软着陆”	11
2、生产与消费：降息前后均走弱	11
3、就业：降息后仍有压力	12
4、通胀：降息后不易反弹	13
三、 降息前后的资产	14
1、美债：利率趋于下行	14
2、美元：方向不明	15
3、美股：涨势暂歇	16
4、黄金：先涨后盘整	16
5、原油：较可能下跌	17
四、 对当下的启示	18

图表目录

图表 1	1982-2019 年美国的七轮降息周期概览	5
图表 2	1982-2019 年美国的七轮降息周期详情	6
图表 3	1980 年代初美国赤字率和债务率上升	6
图表 4	1980 年代初美元走强、贸易逆差扩大	6
图表 5	1989 年美联储降息后，1990 年石油危机爆发	7
图表 6	1988-1991 年美国大量银行机构倒闭或被救援	7
图表 7	1995 年降息前，PCE 通胀率保持 2.1-2.3%	8
图表 8	1995 年降息前，失业率小幅反弹	8
图表 9	1998 年美联储降息的背景是亚洲货币危机	8
图表 10	美国 GDP 增速保持韧性，失业率保持下行	8
图表 11	2001 年降息前，纳指出现大级别调整	9
图表 12	2001 年降息前，PCE 通胀率在较高水平波动	9
图表 13	2007-2008 年美国次贷危机爆发	10
图表 14	2007 年降息时，PCE 通胀率仍偏高	10
图表 15	2019 年降息前，核心 PCE 通胀率走低	10
图表 16	2019 年美联储降息的背景是贸易局势紧张	10
图表 17	1982-2019 年美国的七轮降息周期与经济衰退：3 次“硬着陆”，4 次“软着陆”	11
图表 18	首次降息前后，美国 ISM 制造业 PMI 大概率走弱	12
图表 19	首次降息前后，美国实际消费同比增速较有可能下降	12
图表 20	首次降息后，美国失业率走势不确定，整体保持相对平稳	13
图表 21	首次降息前后，“萨姆指数”通常出现不同幅度的上升	13
图表 22	首次降息后，美国核心 PCE 通胀率呈现一定韧性	14
图表 23	首次降息前后，美国长期通胀预期较有可能下降	14
图表 24	首次降息前后，10 年美债利率趋势下行，但可能在降息后 1-2 个月内阶段反弹	15
图表 25	首次降息前后，美元指数走势缺乏明显规律	15
图表 26	首次降息前后，美股上涨的概率较大，但可能出现阶段波动	16
图表 27	首次降息前后，美股风格规律不明显	16
图表 28	首次降息前后，金价上涨的概率较大	17
图表 29	首次降息后，油价下跌的概率较大	17
图表 30	市场预计未来一年美联储降息 2 个百分点以上	18
图表 31	美联储点阵图暗示降息可持续至 2026 年以后	18
图表 32	本轮美元指数走势与 1998 年较为类似	19
图表 33	本轮日元汇率仍有较大升值空间	19
图表 34	美国大选前 1-2 个月，美股通常出现调整	19
图表 35	“特朗普交易”与“哈里斯交易”的美股风格	19
图表 36	近期金价上涨的关键驱动是美元走弱	20
图表 37	中国央行已连续四个月未增持黄金	20

图表 38	2019 年降息后，油价保持震荡	20
图表 39	当前美油钻机数量处于历史偏低水平	20
附录 1	1982 年以来美联储开启降息前后的经济指标统计：经济增长与就业	22
附录 2	1982 年以来美联储开启降息前后的经济指标统计：通胀与通胀预期	23
附录 3	1982 年以来美联储开启降息前后的资产表现统计	24

本篇报告复盘了 1982-2019 年美国的 7 轮降息周期，重点梳理了美联储开启降息的背景，以及开启降息前后的经济和大类资产表现，并探讨了历史经验对当下的启示。美联储历次开启降息前，都出现了经济和（或）通胀放缓的信号。事后来看，7 轮周期中，美国经济有 3 次遭遇“硬着陆”、4 次实现“软着陆”。首次降息后的几个月内，美国经济和就业有可能惯性走弱，通胀不易反弹。首次降息前，美债、黄金等通常受益；首次降息后，多数资产价格波动风险反而阶段增大，2-3 个月后，降息带来的金融条件宽松以及复苏预期，可能令美债和美股表现积极。降息前后，美债胜率都相对较高。

回到当下，我们认为，一方面，如果未来不出现严重经济或金融市场冲击，本轮降息周期较有可能实现“软着陆”。但另一方面，本轮美联储开启降息相对较晚，降息前经济和就业市场走弱的信号较强。降息后，经济和就业市场可能也会惯性下行一段时间。本轮资产走势需要结合降息周期经验，以及美国大选、日本加息等宏观背景综合判断。

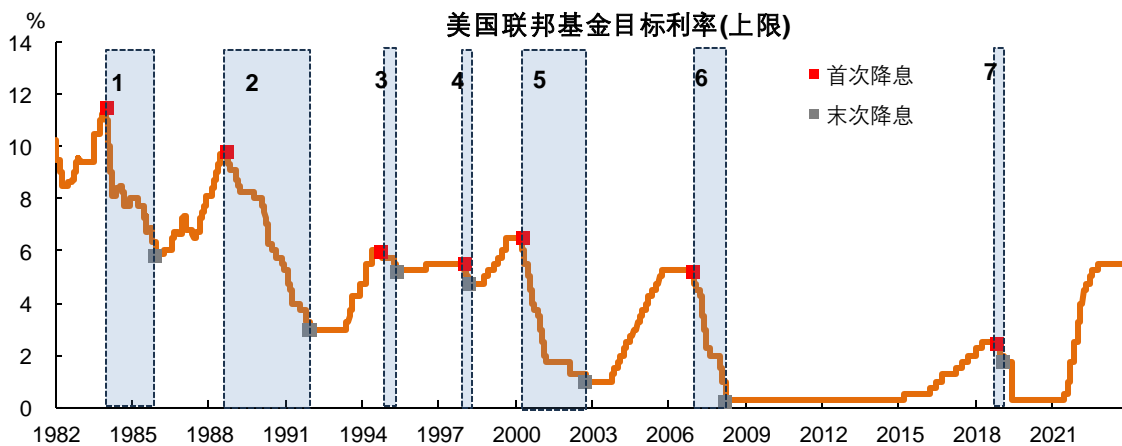
一、 降息开启的背景

本文重点分析 1982-2019 年美国的七轮降息周期。我们在报告《美国“大滞胀”再思考》中研究了 1970-80 年代的美国经济、政策与资产表现。1982 年以后，美联储逐渐开始转向“联邦基金目标程序”（funds rate targeting procedure）¹。在此之前，美联储的政策目标相对复杂和多元，综合采用货币供应量（M1）、贴现率和联邦基金利率等指标。这意味着，1982 年以后，以联邦基金目标利率划分的利率周期，能够相对贴切地反映真实的“货币周期”。

我们选取的 7 轮降息周期，起点均是加息以后的首次降息（不考虑降息暂停后再降息的情况）。2019 年开始的降息周期有意排除了 2020 年因疫情冲击引发的降息，尽量确保所选取的降息周期都具有“内生性”，对当下有较强的启示意义。

总的来看，美联储每次开启降息的背景有一定共性，都出现了经济和（或）通胀放缓的信号；也有各自的特殊背景：1）1984-1986 年，高赤字与强美元。2）1989-1992 年，储贷危机。3）1995-1996 年，无经济冲击。4）1998 年，亚洲金融危机。5）2001-2003 年，互联网危机。6）2007-2008 年，次贷危机。7）2019 年，贸易局势紧张。

图表1 1982-2019 年美国的七轮降息周期概览



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 1982-2019年美国的七轮降息周期详情

	背景	分类	末次加息	首次降息	末次降息	利率峰值 (%)	利率谷值 (%)	降息幅度 (BP)	降息历时 (日)
1	高赤字与强美元	软着陆	1984/8/9	1984/9/20	1986/8/21	11.5	5.875	562.5	700
2	储贷危机	硬着陆	1989/5/17	1989/6/6	1992/9/4	9.8125	3	681.25	1186
3	无经济冲击	软着陆	1995/2/1	1995/7/6	1996/1/31	6	5.25	75	209
4	亚洲金融危机	软着陆	1997/3/25	1998/9/29	1998/11/17	5.5	4.75	75	49
5	互联网危机	硬着陆	2000/5/16	2001/1/3	2003/6/25	6.5	1	550	903
6	次贷危机	硬着陆	2006/6/29	2007/9/18	2008/12/16	5.25	0.25	500	455
7	贸易局势紧张	软着陆	2018/12/20	2019/8/1	2019/10/31	2.5	1.75	75	91

资料来源: Wind, 平安证券研究所

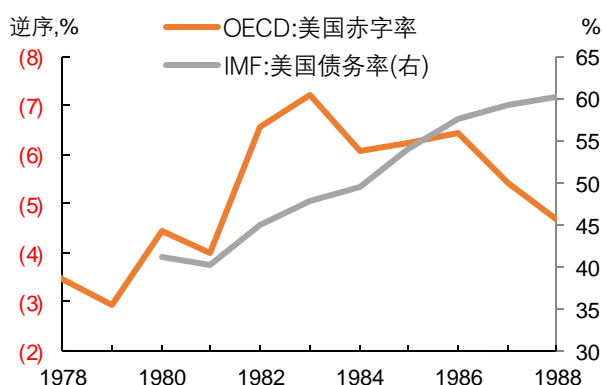
1、1984-1986年：高赤字与强美元

1984年9月至1986年8月，美联储在近2年的时间里保持降息趋势，累计降息562.5BP，联邦基金目标利率上限由11.5%下调至5.875%。本轮降息周期并不完全连贯，美联储曾经在1985年1-3月、7-8月，以及1986年4-6月，有过多次小幅加息。

据纽约联储的文章²，1984年美联储首次降息的背景是，美国经济在年初快速增长后出现了放缓迹象，失业率从年初的8%下降至6月的7.2%，此后又反弹至7-8月的7.5%。同时，尽管PCE通胀率仍在3-4%水平，但下降速度较快，由1984年3月的4.3%下降至1984年9月的3.4%，通胀已不是经济的主要问题。

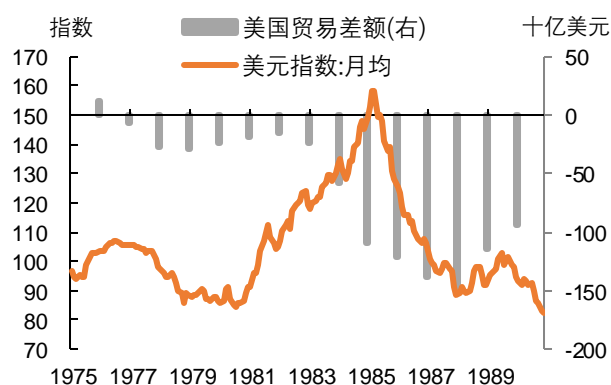
当时的美联储还面临两大经济“附加题”：一是“里根经济学”下财政赤字扩张。1981年里根上台后实施供给改革、增加政府赤字与债务，以应对经济衰退。据OECD和IMF数据，从1980至1983年，美国一般政府赤字率上升2.8个百分点至7.2%，债务率上升了6.7个百分点至47.8%。二是“强美元”与贸易逆差扩大。1980-1984年，美元指数持续走强，由85左右一路升至1984年8月的140左右，涨幅超过60%。在此期间，美国贸易逆差快速扩大，由1981年的162亿美元扩大至1984年的1091亿美元，扩大了6.7倍。

图表3 1980年代初美国赤字率和债务率上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 1980年代初美元走强、贸易逆差扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、1989-1992年：储贷危机

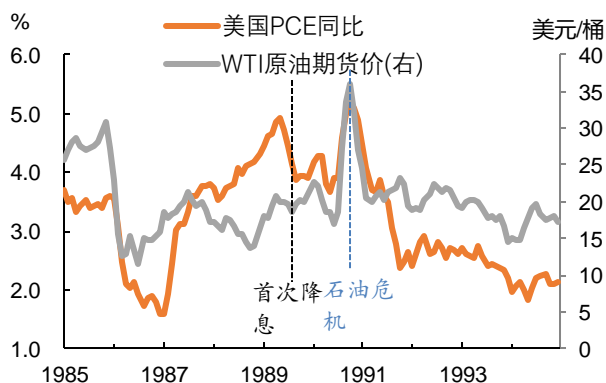
² Monetary Policy and Open Market Operations in 1984. FRBNY Quarterly Review. Spring 1985.

1989年6月至1992年9月，美联储开启一轮超过三年的降息周期，累计降息681.25BP，政策利率上限由9.8125%下降至3%。在此期间，美联储从未加息，仅有过暂停降息。

1989年，美联储开启降息的背景是，美联储政策重心在于控制通胀，年初格林斯潘在国会讲话时称“目前4%-5%的通胀率是不可接受的”。然而，美国经济在二季度出现放缓，包括非农数据降温、制造业PMI走弱并进入萎缩区间等，PCE通胀率也从2月的4.7%回落至4.2%。1990年，美国通胀出现反复，尤其8月第三次石油危机爆发，美联储降息节奏放缓。1991年初美国介入海湾战争，叠加油价回落，美联储此后保持长时间降息操作。

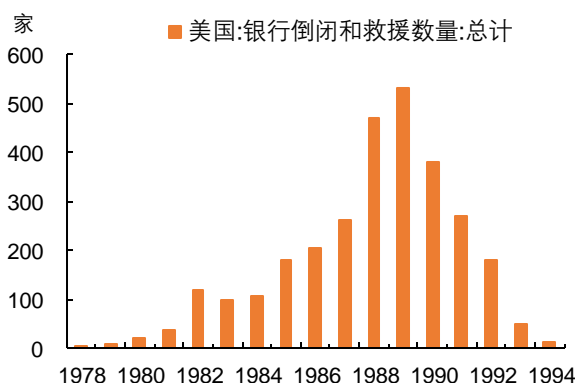
本轮降息周期更大的背景是，1988-1991年美国金融业经历了“储贷危机”，每年都有超过200家银行机构（包括储贷协会）倒闭或被救援，并引发了信贷紧缩与经济衰退。1990年8月至1991年3月，美国经济陷入美国经济研究局（NBER）定义的衰退区间，历时8个月。（参考报告《两次美国“银行危机”的比较研究：我们从储贷危机中学到什么？》。）

图表5 1989年美联储降息后，1990年石油危机爆发



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表6 1988-1991年美国大量银行机构倒闭或被救援



资料来源：Wind, 平安证券研究所

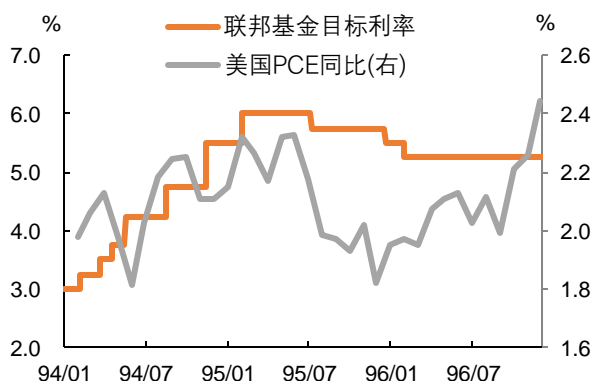
3、1995-1996年：“软着陆”典型

1995年7月至1996年1月，美联储开启了一轮为期半年的降息，累计降息三次、共75BP，政策利率上限由6%下降至5.25%。此后，美联储在超过一年的时间里保持利率不变，直到1997年3月再次加息。

1995年，美联储降息的背景是，美国经济增长出现放缓，实际GDP环比折年率在上半年仅录得1.2-1.4%，低于1994年平均4%以上的水平；失业率曾经在4月由5.4%短暂上升至5.8%、此后回落至5.6-5.7%，制造业PMI在5-6月跌入萎缩区间；PCE通胀率在上半年保持2.1-2.3%。里士满联储的文章指出³，1995年美联储降息的决定并非“迫在眉睫”，因为没有看到经济衰退和失业率大幅上升。因此，这一轮利率周期也被视为“软着陆”的典型案例。另一方面，美联储的操作成功避免了通胀“起飞”，在降息过程中PCE通胀率几乎没有超过2.3%，保持了相对稳定。

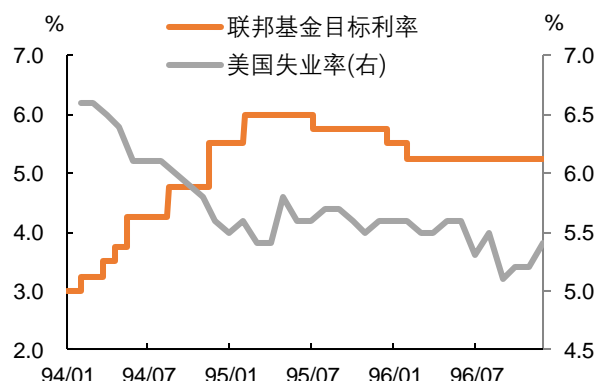
³ A Rate Cycle Unlike Any Other. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief, No. 23-26. August 2023

图表7 1995年降息前，PCE通胀率保持2.1-2.3%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 1995年降息前，失业率小幅反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

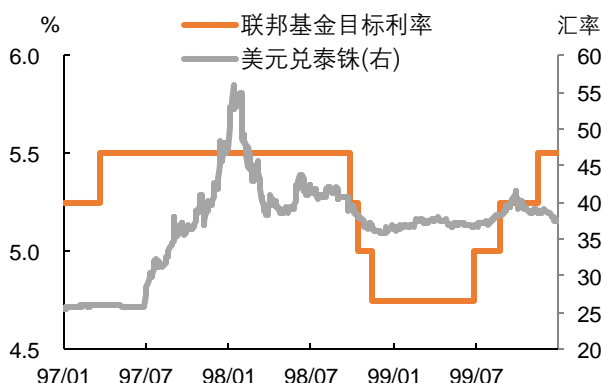
4、1998年：亚洲金融危机

1998年9月至11月，美联储降息三次、累计75BP，政策利率上限由5.5%下降至4.75%。在降息前，政策利率在长达一年半的时间里保持在5.5%水平。

1998年，美联储降息的背景是，经济保持一定韧性，但外部环境动荡，美股出现调整。美国实际GDP环比折年率在上半年保持3.8-4.1%的较高水平，失业率在1998年下半年仍保持4.5%左右较低水平，不过制造业PMI在6月跌入萎缩区间；PCE通胀率自1997年开始由2%缓慢下行，1998年2月以后低于1%。1997年下半年，泰国放弃固定汇率一举引发“亚洲金融危机”，1998年亚洲外汇和金融市场持续动荡，1998年9月俄罗斯金融市场也受到波及，这场危机直到1999年才基本结束。1998年7-8月，标普500指数出现近两个月的调整，最深跌幅接近20%。美联储1998年9月的会议声明中写道，“降息行动是为了缓解外国经济日益疲软以及国内金融环境不够宽松对美国前景的负面影响”。

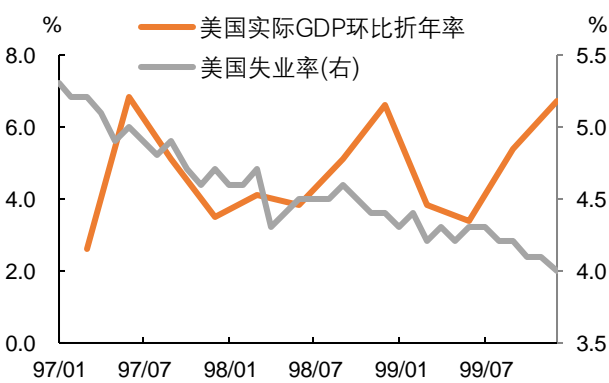
据降息当日的CNN报道⁴，本次降息前，全球市场已经对美联储降息高度期待；降息后，美股下跌，因部分投资者认为美联储降息幅度过于保守。但事后来看，美国经济并未明显受到冲击，1998年下半年实际GDP环比折年率高达5.1-6.6%，美联储在1999年3月上修经济前景，并于6月重启加息。美联储官员事后表示，1998年的降息反应过度，未能意识到美国经济有多么强劲，尽管时任美联储主席格林斯潘并不后悔降息，并认为当时的经济风险比通胀风险更具威胁⁵。

图表9 1998年美联储降息的背景是亚洲货币危机



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国GDP增速保持韧性，失业率保持下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

⁴ Fed cuts interest rates 0.25%. CNN. September 29, 1998.

⁵ For the Fed, is it 1998 all over again? Brookings. August 15, 2018.

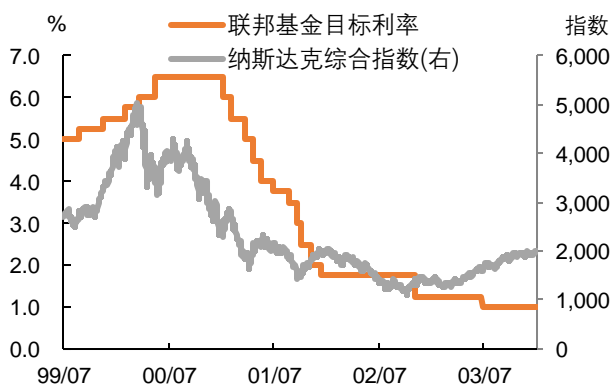
5、2001-2003 年：互联网危机

2001 年 1 月至 2003 年 6 月，美联储累计降息 13 次、共 550BP，政策利率上限由 6.5% 下降至 1.0%。美联储本轮降息节奏较快，首次降息就调降了 50BP，并连续 5 次降息 50BP，一年内累计降息 475BP。

2001 年美联储降息的背景是，“互联网泡沫”破裂，金融市场动荡，经济也出现走弱信号。1990 年代末，以“Web1.0”为代表的互联网技术快速发展与普及，并引发“创业潮”与过度投机。1999 年 10 月至 2000 年 3 月，纳斯达克指数在五个月时间里最多上涨了 88%，标普 500 指数上涨 11%。1999 年 6 月至 2000 年 5 月，美联储累计加息 6 次、共 275BP，以应对经济过热。2000 年 3 月，纳斯达克指数触顶后快速下跌，互联网股票泡沫逐渐破裂。

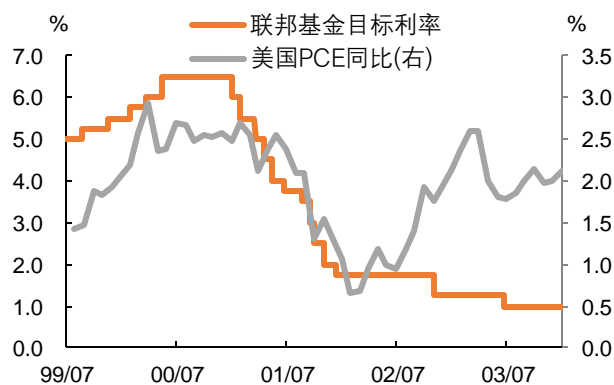
截至 2001 年 1 月 2 日（降息前一日），纳斯达克指数自 2000 年 3 月的高点已经下跌了 55%，尽管同期标普 500 指数下跌不到 10%。2000 年，美国失业率在保持 4.0% 左右，制造业 PMI 自 8 月开始步入萎缩区间，PCE 通胀率在 2.2-2.7% 较高水平波动。2001 年 1 月 3 日，美联储宣布紧急降息 50BP，声明称“降息行动的背景是，销售和生走软、消费信心下降、部分金融市场状况紧张以及高能源价格削弱家庭购买力”，但也强调，“通胀压力仍然可控”。

图表 11 2001 年降息前，纳指出现大级别调整



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表 12 2001 年降息前，PCE 通胀率在较高水平波动



资料来源：Wind, 平安证券研究所

6、2007-2008 年：次贷危机

2007 年 9 月至 2008 年 12 月，美联储累计降息 10 次、共 500BP，政策利率上限由 5.25% 下降至 0.25%，即降至“零利率”。此后的 7 年里，美联储不再加息，并先后实施了三轮量化宽松（QE）操作。

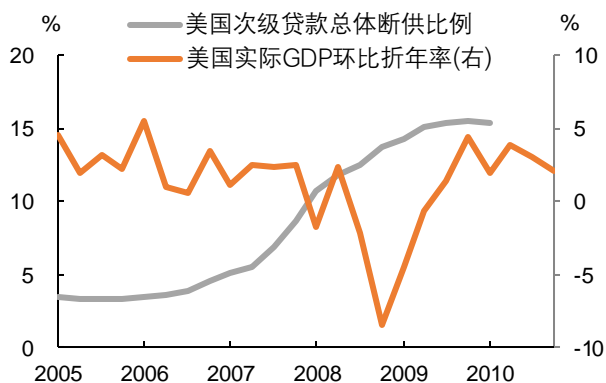
2007 年，美联储降息的背景是次贷危机爆发，并严重威胁美国经济前景。2006 年二、三季度，美国 GDP 增速已经明显放缓，环比折年率由一季度的 5.5% 下降至 0.6-1.0%，2007 年一季度 GDP 同比由此前 2% 以上下降至 1.6%，此后回升。2007 年降息前，美国失业率保持 4.4-4.7% 水平，制造业 PMI 基本保持扩张；PCE 通胀率基本保持在 2.1-2.6%，但 8 月曾降至 1.9%，核心 PCE 通胀率则由年初 2.5% 左右下降至 6-8 月的 2% 左右。

2007 年，美国次贷危机逐渐发酵，8 月法巴银行“暴雷”影响较大，成为本轮危机开始的关键节点⁶。8 月 17 日，美联储宣布下调贴现率 50BP 至 5.75%，但并未下调联邦基金目标利率；市场反应积极、股市上涨，多数投资者认为“形势可控”；市场预计美联储将于 9 月降息 25BP，相对激进的预期是年内降息 3 次、每次 25BP，也有批评者担忧降息会助长通胀⁷。9 月 18 日，美联储下调联邦基金目标利率 50BP 至 4.75%，声明称，金融市场的发展增加了经济前景的不确定性，信贷条件收紧可能加剧地产调整，今天的行动旨在防止金融市场混乱并促进长期温和增长。此外，声明也指出一些通胀风险仍然存在，美联储将对此密切关注。

⁶ Financial crisis: timeline. The Guardian. 6 Aug 2012.

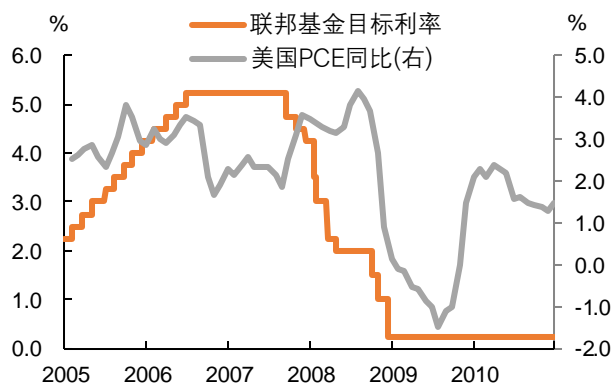
⁷ Fed cuts discount rate. CNN. August 17 2007.

图表13 2007-2008年美国次贷危机爆发



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 2007年降息时, PCE通胀率仍偏高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

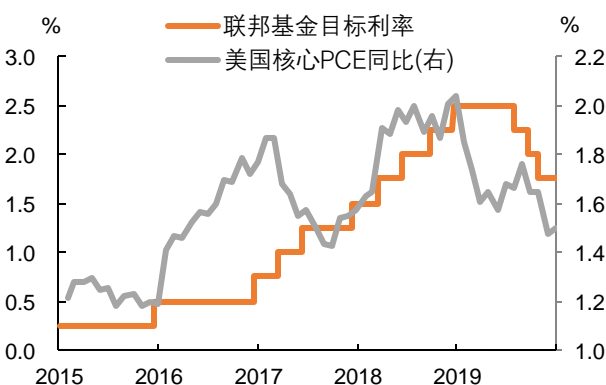
7、2019年：贸易局势紧张

2019年8月至10月, 美联储连续降息3次、共75BP, 政策利率上限由2.5%下降至1.75%。本轮降息前, 美联储在近八个月里保持利率稳定。2020年3月, 美联储受新冠疫情冲击而继续降息。

2019年, 美联储降息的背景是, 经济和就业市场稳健, 但通胀率低于2%, 且贸易局势紧张。2019上半年, 美国实际GDP环比折年率录得2.2-3.4%, 制造业PMI保持扩张但呈下降趋势, 并于8月跌入萎缩区间; 失业率从年初4%下降至5-6月的3.6%; PCE通胀率保持1.4-1.6%, 核心PCE通胀率由年初1.9%下降至3-5月的1.6%。

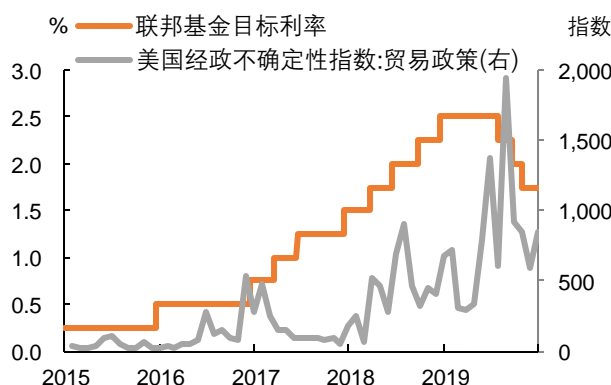
2019年7月31日, 美联储宣布降息25BP至2.25%, 声明称, 美国经济适度增长, 就业市场稳健, 但整体及核心通胀率均低于2%, 除此之外并没有特别强调降息的动机。声明还显示, 有两位委员反对降息、支持保持利率不变。NPR报道称⁸, 本次降息是一项“保险政策”, 旨在防范经济减速, 尤其考虑到贸易局势紧张和全球增长放缓的背景; 当日市场反应消极、股市下跌, 因投资者认为美联储的降息动机不够积极; 时任总统特朗普也发推文批评道: “鲍威尔让我们失望了”。10月30日, 美联储在第三次降息后, 释放暂停降息的信号, 部分原因是贸易形势好转, 即中美贸易谈判及英国脱欧谈判出现积极进展⁹。

图表15 2019年降息前, 核心PCE通胀率走低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2019年美联储降息的背景是贸易局势紧张



资料来源: Wind, 平安证券研究所

⁸ Fed Cuts Interest Rates For 1st Time Since 2008. NPR. July 31, 2019.

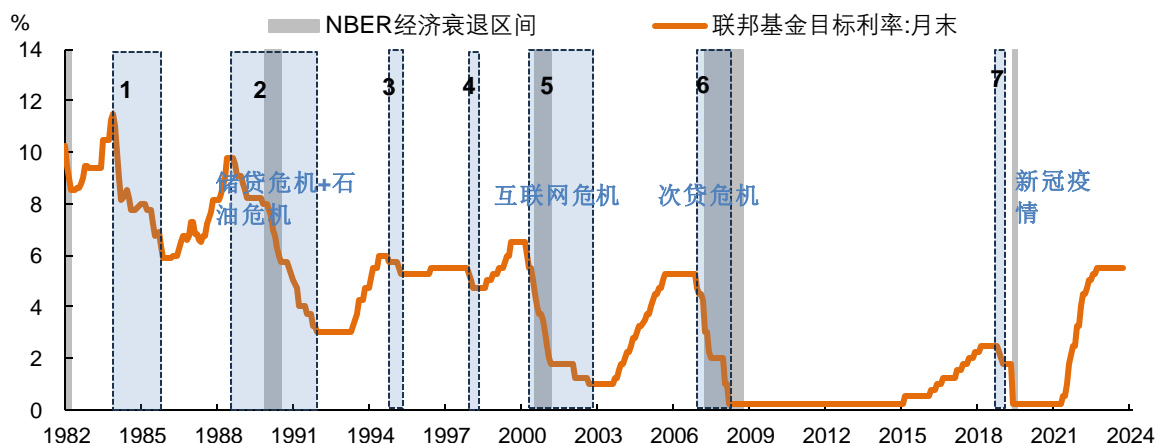
⁹ Federal Reserve Cuts Interest Rates for Third Time in 2019. The New York Times. Oct. 30, 2019.

二、 降息后的经济

1、“硬着陆”与“软着陆”

1982年以来的7轮降息周期中，美国经济有3次遭遇“硬着陆”（1989-1992年、2001-2003年、2007-2008年），即降息后美国经济陷入NBER定义的衰退区间，宽松周期（包括降息后的其他宽松操作）维持3年以上。其余4次顺利实现“软着陆”（1984-1986年、1995-1996年、1998年、2019年），在这些周期中，尽管经济可能阶段走弱，但走弱的幅度和持续时间有限，并未被定义为衰退区间，降息周期短则3个月，最长也不超过3年。

图表17 1982-2019年美国的七轮降息周期与经济衰退：3次“硬着陆”，4次“软着陆”



资料来源：Wind, NBER, 平安证券研究所

首次降息前后，美国经济、就业和通胀可能会如何发展？ 我们主要统计了7轮周期中，美联储首次降息前后6个月期间，美国各项经济指标的变化（详见附录1、2），可以得到以下结论：

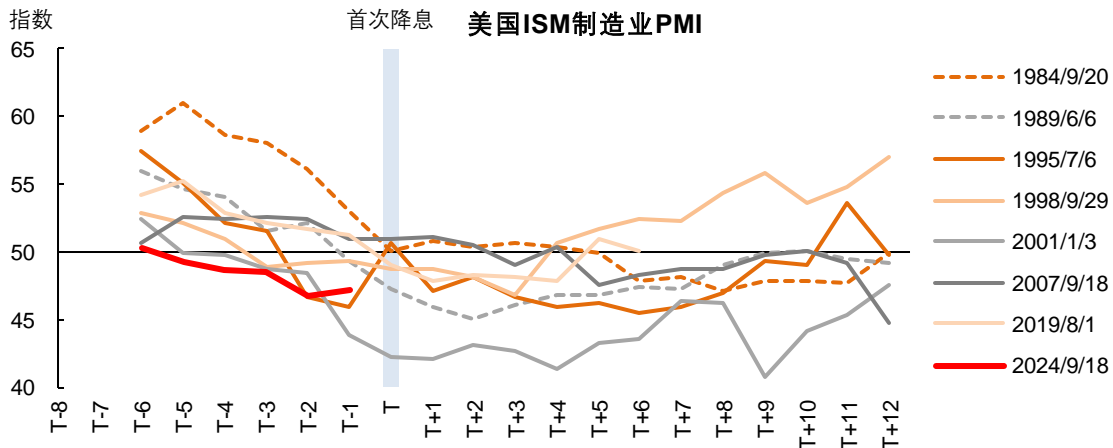
2、生产与消费：降息前后均走弱

首次降息后，美国ISM制造业PMI和私人实际消费增速通常在3个月内继续走弱，3-6个月里触底回升；在“软着陆”情形下，实际消费通常表现出更强韧性，但制造业PMI仍可能走弱。

在7轮周期中，ISM制造业PMI在降息前3-6个月几乎都出现明显走弱，降息前6个月至降息当月PMI平均下降6.2个百分点，且较大概率跌入萎缩区间；首次降息后3个月内仍有较大概率继续走弱，较降息当月平均下降1.3个百分点，但首次降息后6个月有较大概率回升，较降息当月的平均降幅缩窄至0.6个百分点。实际个人消费支出（PCE）同比增速呈现类似的规律，首次降息前6个月至降息当月平均下降0.3个百分点，降息后3个月较降息当月平均进一步下降0.5个百分点，降息6个月后较降息当月的降幅缩窄至0.3个百分点。

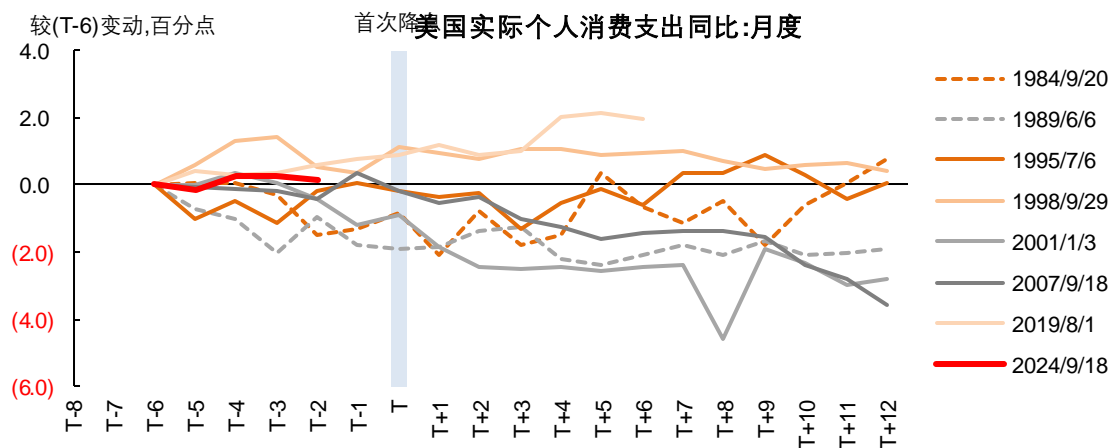
在“硬着陆”和“软着陆”两类情形下，制造业PMI走势均出现走弱，没有呈现明显区别；但实际私人消费增速的变化区别较大，在3次“硬着陆”中均出现明显下行，在4次“软着陆”中可能上行，或阶段下行后于降息一年内反弹。

图表18 首次降息前后，美国ISM制造业PMI大概率走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

图表19 首次降息前后，美国实际消费同比增速较有可能下降



资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

3、就业：降息后仍有压力

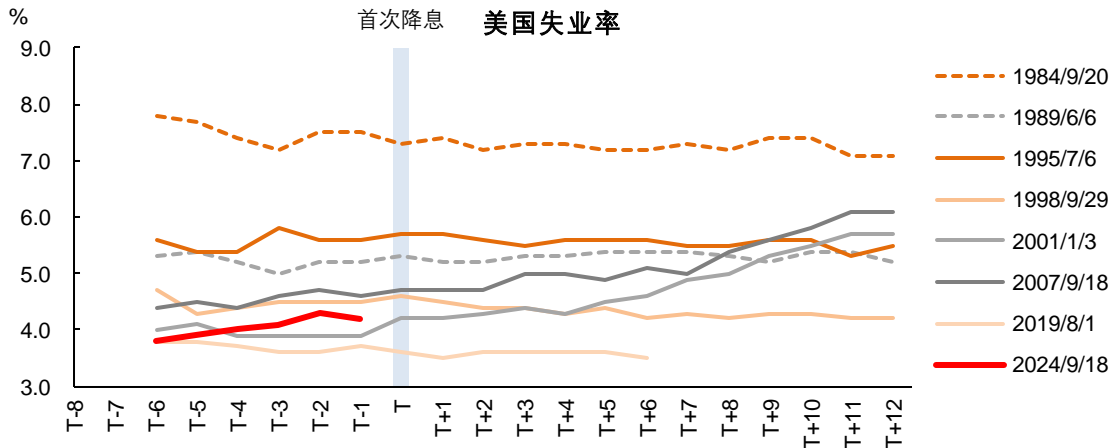
首次降息后，美国失业率走势不确定，但“萨姆指数”¹⁰（失业率的3个月移动平均值与前12个月的3个月滚动移动平均值最低点之差）通常在降息后的6个月里上升，暗示就业市场边际压力持续加大；失业率在“硬着陆”情形中较有可能上行，且首次降息6个月后可能加快上行。

在7轮周期中，美国失业率在降息前1-2个月较有可能呈现上升，但首次降息后的6个月内，失业率上升和下降的概率相当。不过，更能反映就业市场边际变化的萨姆指数，在首次降息前1个月大概率上升，且在降息后6个月内较有可能进一步上升。具体来看，相较降息当月，萨姆指数在降息后3个月和6个月平均分别上升0.12和0.20个百分点。

¹⁰ 关于“萨姆指数”及“萨姆规则”的应用，参考报告《谨慎使用“萨姆规则”——美国2024年7月就业数据解读》。

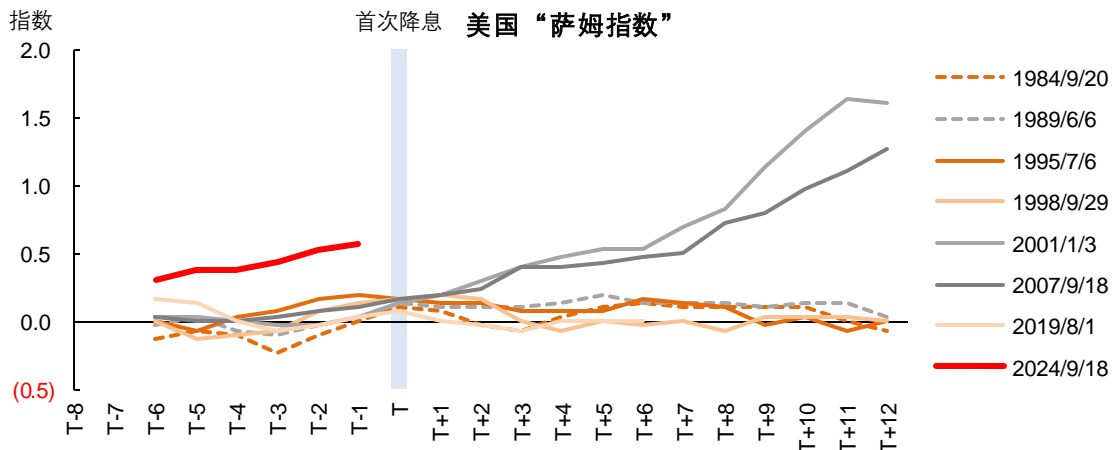
在“硬着陆”和“软着陆”两类情形下，失业率在“硬着陆”情形中较有可能上行，但通常在降息后6个月内上行幅度相对较小，6个月后加快上行。在2001年和2007年的两次“硬着陆”中，“萨姆指数”在首次降息后的6-7个月升至0.5，触发“萨姆规则”；其余情况下，在首次降息一年内均未达到0.5。

图表20 首次降息后，美国失业率走势不确定，整体保持相对平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 灰色线为“硬着陆”情形; 橙色线为“软着陆”情形。

图表21 首次降息前后，“萨姆指数”通常出现不同幅度的上升



资料来源: Wind, FRED, 平安证券研究所。注: 灰色线为“硬着陆”情形; 橙色线为“软着陆”情形。

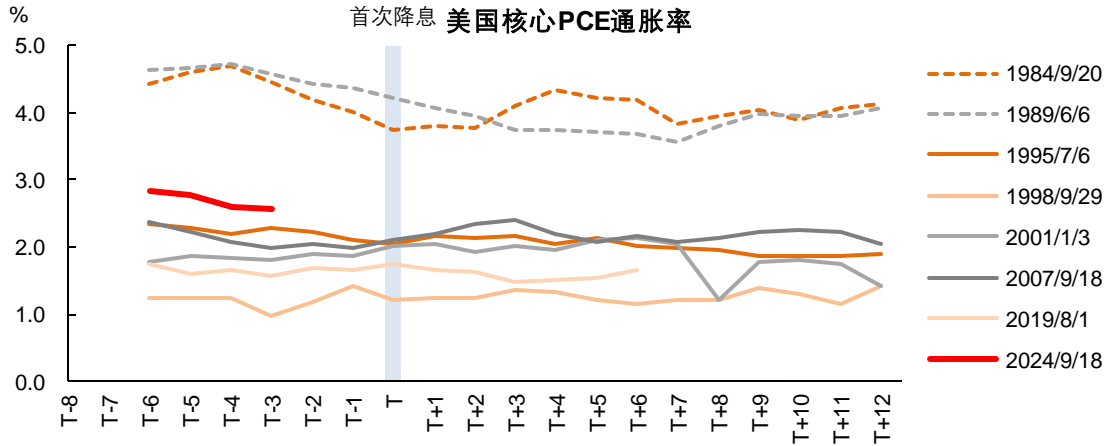
4、通胀：降息后不易反弹

首次降息后，美国 PCE 和核心 PCE 通胀率走势不确定，但模型 10 年通胀预期通常在 3-6 个月内下降，或意味着美联储降息本身不易引发通胀及通胀预期反弹，可能的原因是经济走弱对通胀及通胀预期的拖累较强。

在 7 轮周期中，首次降息前 6 个月至降息当月，PCE 和核心 PCE 同比通常出现下降，平均降幅分别为 0.14 和 0.21 个百分点。但首次降息后，上述通胀率继续下降和回升的概率相当，而且核心 PCE 企稳的概率较大。另一方面，亚特兰大联储的模型 10 年通胀预期，在降息前后均有较大概率下降，降息前 3 个月至降息当月平均降幅为 0.27 个百分点，降息后 3 个月和 6 个月较降息当月的平均降幅分别是 0.13 和 0.11 个百分点。

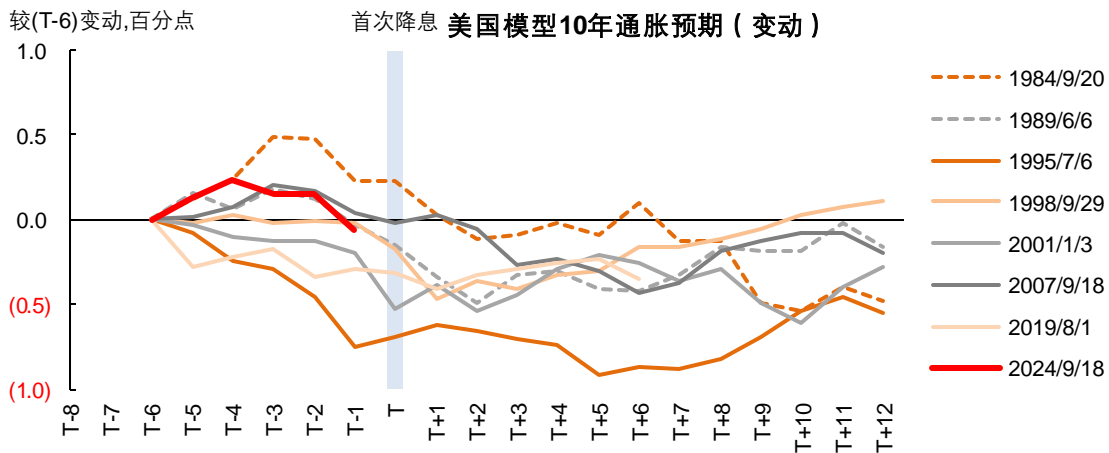
在“硬着陆”和“软着陆”两类情形下，核心 PCE 走势没有明显区别，均可能呈现韧性；模型通胀预期走势也没有呈现明显区别，在首次降息后都出现了不同程度的下行。此外，通胀绝对水平高低，与是否“软着陆”也不存在明显相关性。

图表22 首次降息后，美国核心PCE通胀率呈现一定韧性



资料来源：Wind,平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

图表23 首次降息前后，美国长期通胀预期较有可能下降



资料来源：Wind,亚特兰大联储,平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

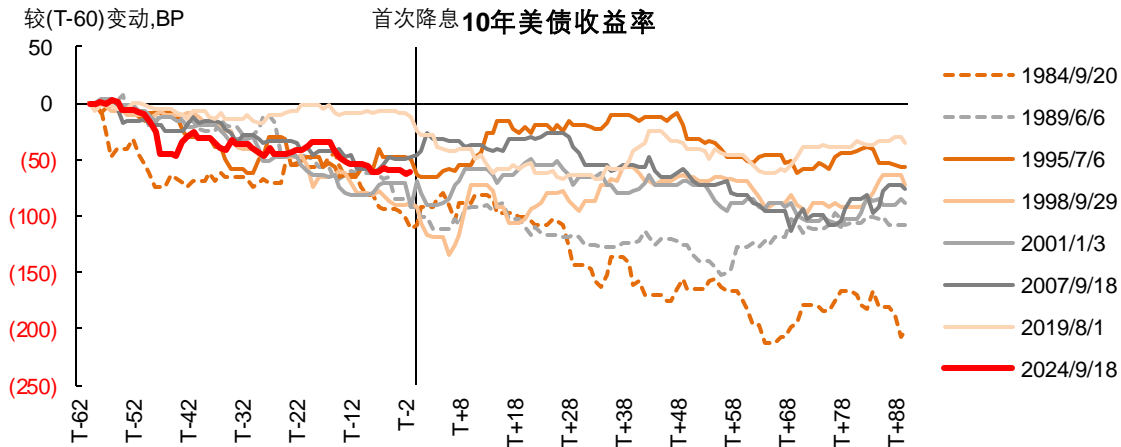
三、 降息后的资产

首次降息前后，资产价格如何发展？我们主要统计了7轮周期中，美联储首次降息前60日至后90日期间，主要大类资产价格的变化（详见附录3），可以得到以下结论：

1、美债：利率趋于下行

美债利率趋势向下，但“软着陆”情形下可能在首次降息后 1-2 个月内阶段回升。在 7 轮周期中，自降息前 2 个月至降息后 3 个月，10 年美债利率整体保持下行趋势。首次降息后，10 年美债利率通常仍有下行空间，以首次降息前一日为基准，10 年美债利率在降息后 60 日平均下降 20BP。不过，1995 年、1998 年、2019 年的三次“软着陆”中，10 年美债利率下行空间相对有限，可能在降息后 1-2 个月出现阶段反弹。

图表 24 首次降息前后，10 年美债利率趋势下行，但可能在降息后 1-2 个月内阶段反弹



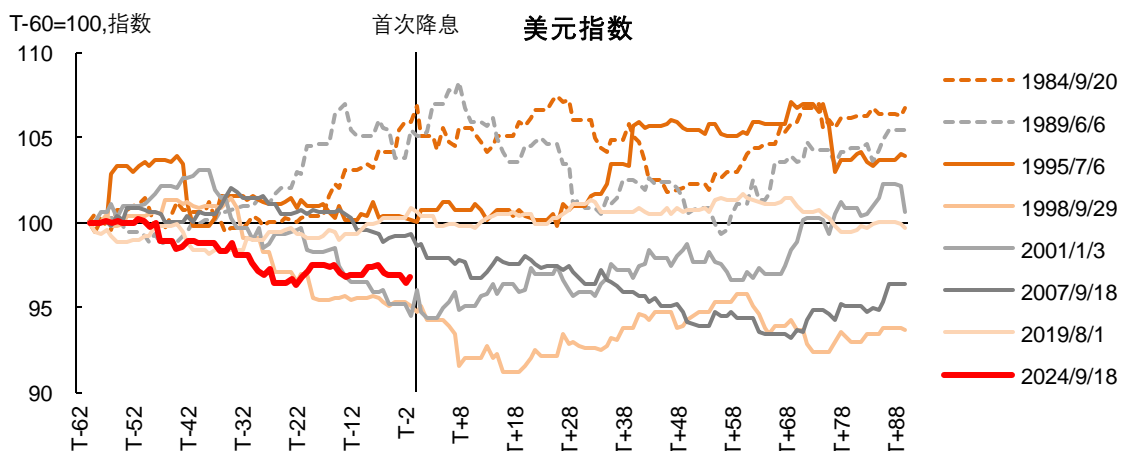
资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

2、美元：方向不明

美元指数的走势与降息、以及是否“软着陆”之间没有绝对的关联。在 7 轮周期中，降息后 1-3 个月内，美元指数上涨和下跌的概率基本持平。在 3 次“硬着陆”中，美元指数有较大概率在降息前后阶段走弱，但 2 次出现了在降息后 3 个月反超降息前 2 个月的情况。在 4 次“软着陆”中，有 3 次都出现美元指数在降息前后走平或反弹的情况。

比较特殊的情况是 1998 年，尽管当时美联储仅降息 3 次且美国经济“软着陆”，但美元指数在降息前出现明显走弱，降息后有所企稳，但并未反弹至降息前 2 个月水平。当时的特殊背景是亚洲金融危机，使得美元指数在 1997-1998 年的大部分时间里明显上涨，直到 1998 年 8 月开始快速回落，尽管美联储于 9 月开启降息，但美元指数仍处于回落的惯性之中。

图表 25 首次降息前后，美元指数走势缺乏明显规律

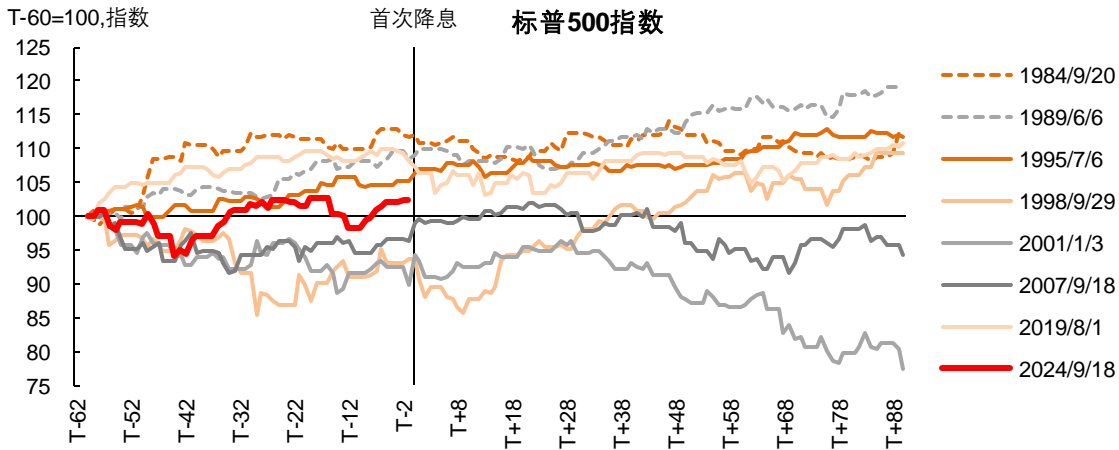


资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

3、美股：涨势暂歇

美股涨势可能在首次降息前后阶段“熄火”，但降息2-3个月后又通常恢复上涨。在7轮周期中，首次降息前后，美股（标普500指数）在全部4次“软着陆”和1次“硬着陆”情形中保持了上涨趋势。从节奏上看，在首次降息前后1个月，美股通常出现波动调整，原因可能是，市场对于经济和政策前景的判断出现分歧。但是，除非出现“硬着陆”，美股在首次降息后3个月通常已经恢复上涨，标普500指数较首次降息前一日平均上涨2.8%。

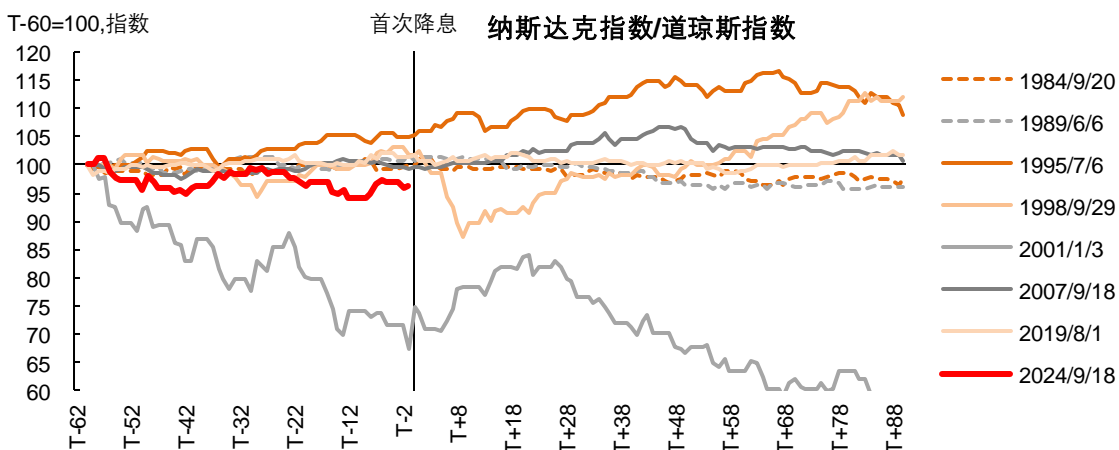
图表26 首次降息前后，美股上涨的概率较大，但可能出现阶段波动



资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

风格方面，降息前后美股风格的变化规律不明显。原因可能在于，降息一方面有益于缓解科技成长股的估值压力，另一方面也有助于缓解中小盘及周期价值类企业的融资和财务压力。统计上看，如果不是类似2001年互联网危机时的行情，那么科技成长股跑赢周期价值股的概率较大；而即便是在互联网危机时期，美联储首次降息后的1个月里，科技股也有所转暖。

图表27 首次降息前后，美股风格规律不明显

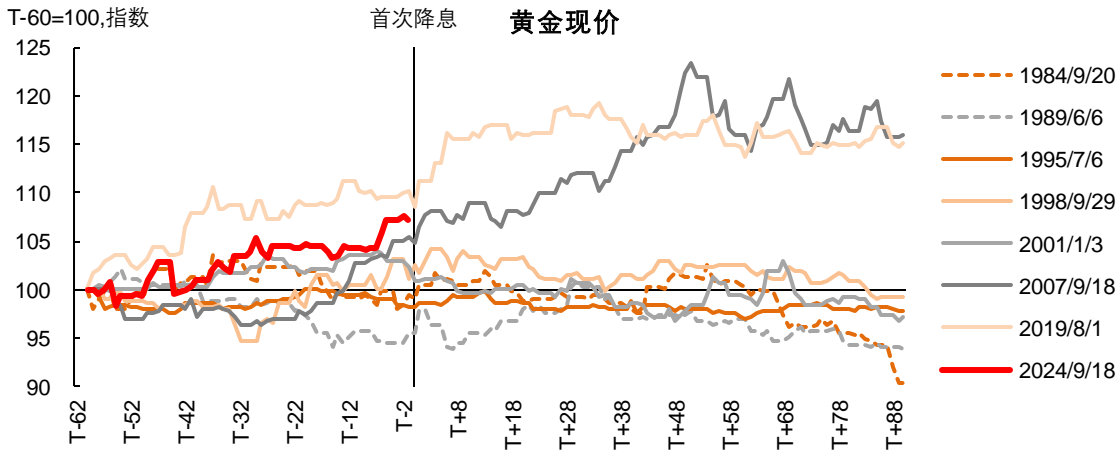


资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

4、黄金：先涨后盘整

黄金在降息前上涨的概率较大，但降息后的走势不明。在首次降息前 2 个月至降息前一日，黄金现价出现 4 次上涨，平均涨幅 1.8%；首次降息后 2 个月较首次降息前一日，黄金出现 5 次上涨；首次降息后 3 个月较首次降息前一日，黄金却出现 5 次下跌。而且，黄金走势与是否“软着陆”之间没有明显关联。例如，在 2007 年的“硬着陆”和 2019 年的“软着陆”中，黄金在降息后均出现大幅上涨，分别受益于次贷危机和贸易局势紧张引发的避险需求。但在 1984 年和 1989 年，黄金价格出现下跌，可能主要归因于原油价格下跌、通胀及通胀预期回落。

图表 28 首次降息前后，金价上涨的概率较大

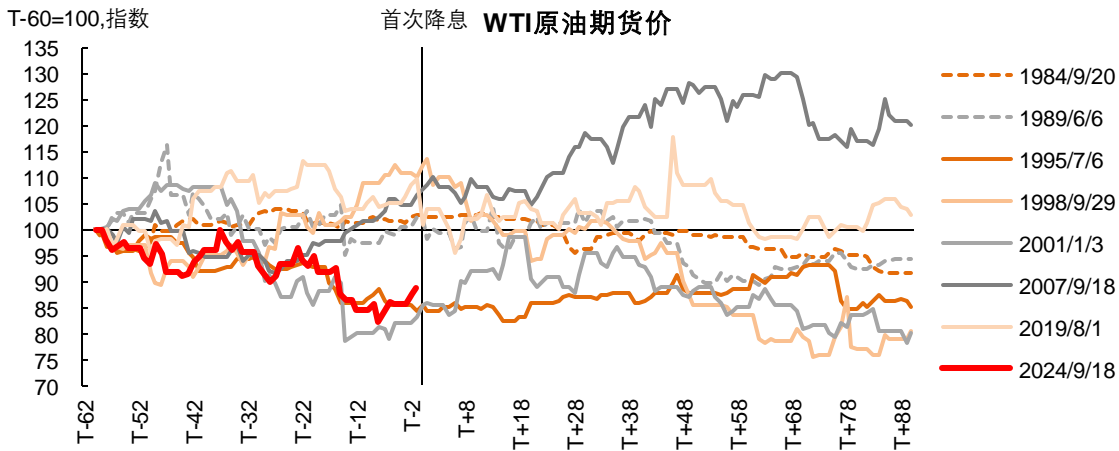


资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

5、原油：较可能下跌

原油在降息后下跌的概率较大，但也并不绝对。在 7 轮周期中，WTI 原油期货价在降息前 1-2 个月出现波动反弹的概率较大，降息前 2 个月至降息前一日，有 5 次都出现了价格上涨，中位数涨幅为 2.8%。在首次降息后，原油价格出现下跌的概率更大，降息后 3 个月至降息前一日，有 5 次都出现了下跌，跌幅的平均值和中位值都是 6.0%。油价的下跌可能主要归因于经济走弱及市场对需求的担忧。

图表 29 首次降息后，油价下跌的概率较大



资料来源：Wind, 亚特兰大联储, 平安证券研究所。注：灰色线为“硬着陆”情形；橙色线为“软着陆”情形。

四、对当下的启示

第一，基于美联储开启降息前的经济表现，很难判断美国经济之后能否顺利“软着陆”。例如，1995年降息前，ISM制造业PMI出现较快下降并陷入萎缩，实际私人消费增速也出现阶段下降，但降息后美国经济快速复苏，实现了一次教科书式的“软着陆”。又如，2007年降息前，ISM制造业PMI在降息前基本保持扩张，趋势上并未明显走弱，较其他6轮周期而言表现最优，私人消费增速表现也处于中游水平，但美国经济最终陷入严重危机。有意思的是，2007年美联储降息时，市场上也不乏对其过早降息引发通胀反复的担忧。从这个角度看，我们需要充分意识到市场和政策在认知上的局限性，以及经济发展的不可预测性。

第二，如果未来不出现严重经济或金融市场冲击，本轮降息周期较有可能实现“软着陆”。事实上，自1980年代初期沃尔克大幅加息“制造衰退”以来，如果不发生严重的经济或金融市场冲击，美国历史上没有再次出现过因加息本身直接引发的经济衰退。1982年以来的三次“硬着陆”，分别遭遇了储贷危机（叠加石油危机）、互联网危机和次贷危机。这使得美联储降息未能阻止经济衰退。除此之外的四次“软着陆”，美联储适当降息都取得了预防衰退的效果。

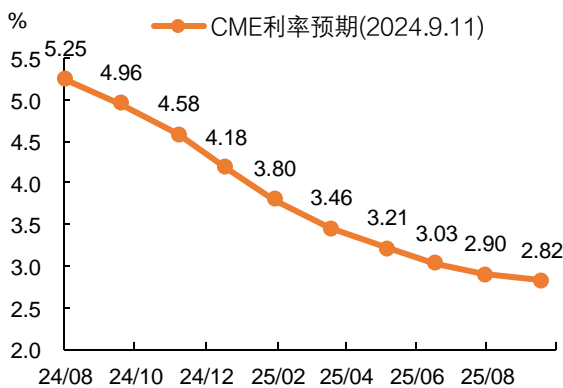
第三，本轮美联储开启降息相对较晚，降息前经济和就业市场走弱的信号较强。本轮美联储降息很大程度上受到通胀风险的制约，尤其2024年一季度通胀反弹，很大程度上令美联储推迟了降息。相较1984-1986年、1998年和2019年，美联储降息的理由比较充分，除了基于就业和通胀形势外，也出于阻止美元升值、预防输入性经济金融风险等多种原因。相较1995年，当时美国通胀处于2%附近，美联储降息的阻力也相对较小。这也令本轮降息前，经济和就业市场走弱的信号较强：一是，ISM制造业PMI相较于历次周期处于偏低水平（图表18）；二是，就业市场走弱的压力较大，首次出现在降息前触发“萨姆规则”的情况（图表21）。

第四，本轮降息后，经济和就业市场可能也会惯性下行一段时间。综合7轮降息开启后的经济表现，关键生产和消费指标，以及就业市场指标，较有可能在首次降息后一个季度内保持下行，降息后的第二个季度才触底回暖。

第五，历次降息周期的大类资产表现有望为本轮资产走势提供线索，同时也需要结合美国大选、日本加息等特殊宏观背景，综合判断。具体来看：

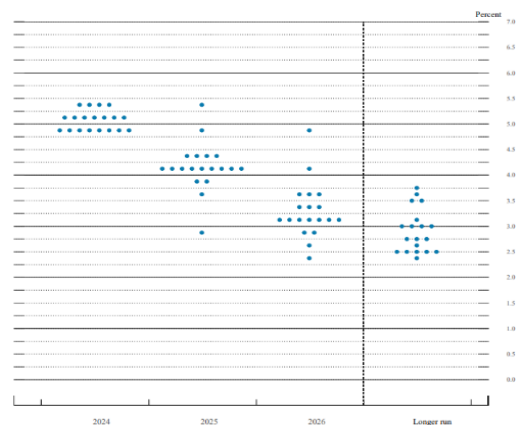
- **10年美债利率有可能在首次降息后1-2个月内阶段反弹，之后继续下行。**在本轮降息前，10年美债利率已有所下行，但幅度仍属于历史中位数水平（图表24）。展望后市，如果美联储兑现降息后，经济数据保持韧性，市场衰退担忧缓和、降息预期减弱，可能令美债利率阶段触底回升。再往后，由于本轮降息的空间较大，目前CME利率期货市场预计未来一年美联储将累计降息2个百分点以上，美联储最新点阵图暗示降息周期至少延续至2026年。如果美联储保持降息，那么美债利率可能继续下行。

图表30 市场预期未来一年美联储降息2个百分点以上



资料来源：CME, 平安证券研究所

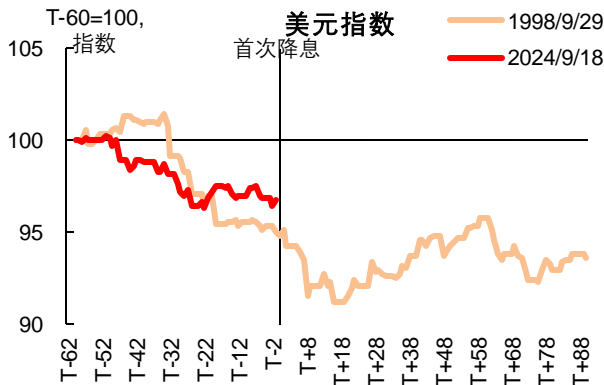
图表31 美联储点阵图暗示降息可持续至2026年以后



资料来源：美联储, 平安证券研究所

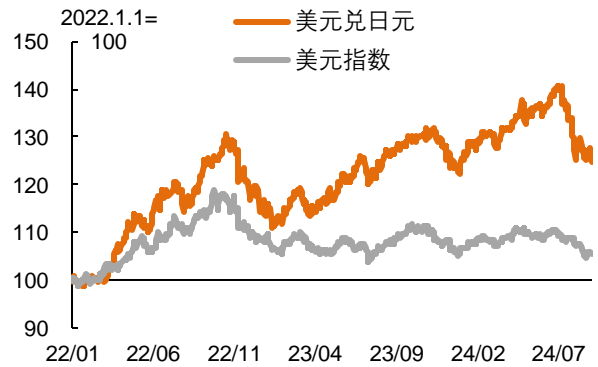
- **美元指数未必因降息而下跌，但可能受日元升值拖累。**本轮降息前，由于日本加息等因素，美元指数下行节奏较快，这一情形比较类似 1998 年，即美元指数的走势相对更受到外部环境的影响。展望后市，美元走势存在不确定性。如果日本央行对加息保持克制，那么美元有可能企稳甚至反弹；但如果日本央行继续加息，美元指数也可能处于类似 1998 年下行的“惯性”之中。我们倾向认为，未来 1-2 个季度日本央行可能在加息问题上比较谨慎，以管控日元快速升值对日本乃至全球金融市场的冲击；但日本货币政策正常化的方向不改，日元仍有较大升值空间，美元指数仍可能逐渐面临日元升值的拖累。

图表32 本轮美元指数走势与 1998 年较为类似



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 本轮日元汇率仍有较大升值空间

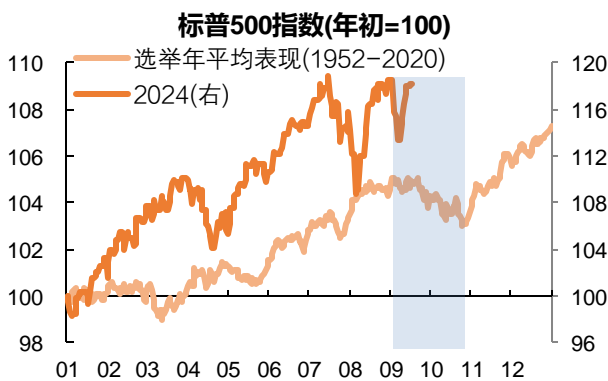


资料来源: Wind, 平安证券研究所

- **美股在首次降息前后 1 个月的调整风险较高，但大方向仍然积极。**本轮美股在降息前 1-2 个月已经出现一定波动，原因包括：1) 大型半导体及科技公司股价调整，因投资者担心需求走弱和政策（反垄断）双重风险；2) 经济和降息前景分歧较大，当前投资者较关注经济意外下行、美联储降息不足（难以避免衰退）的风险；3) 美国大选进一步增加了市场不确定性。历史经验显示，美国大选前 1-2 个月，美股通常承压。展望后市，参考历次降息周期的规律，有必要对首次降息前后 1 个月的美股波动风险保持警惕。但年底或明年年初，随着美国大选结果落地，叠加美国经济走向有望更加明确，美股有望恢复涨势。

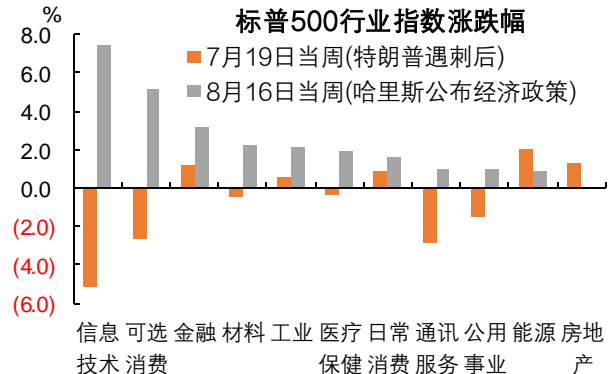
美股风格需结合降息预期和大选选情综合判断。大选方面，“特朗普交易”可能相对利好传统能源、房地产、金融、工业等板块，“哈里斯交易”可能相对利好信息技术、可选消费等板块（参考报告《哈里斯：竞选优势、政策雏形与交易线索》）。9月10日特朗普与哈里斯的首次辩论后，哈里斯表现较优，9月11日开盘后的科技股表现好于周期股。

图表34 美国大选前 1-2 个月，美股通常出现调整



资料来源: Wind, 平安证券研究所

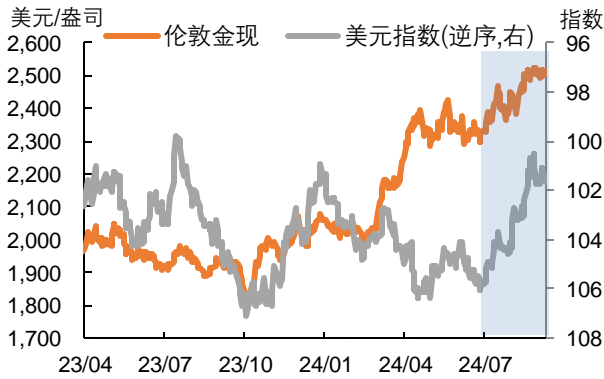
图表35 “特朗普交易”与“哈里斯交易”的美股风格



资料来源: Wind, 平安证券研究所

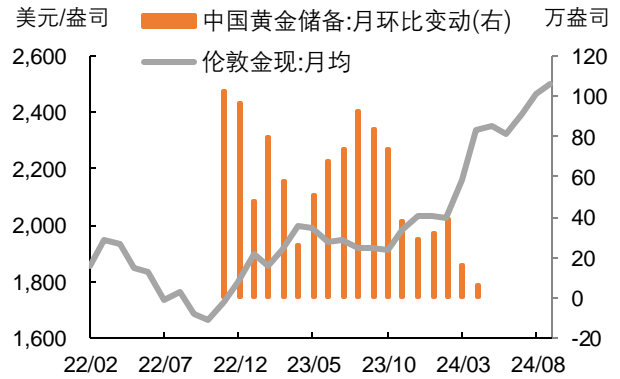
- **黄金在降息前已上涨较多，降息后较有可能盘整。**本轮降息前 2 个月，金价已经上涨不少，在过去 7 轮周期中的表现仅次于 1998 年。类似 1998 年，今年 7 月以来，金价上涨的关键驱动来自美元指数的走弱。展望后市，在首次降息后，如果说美债利率和美元指数都存在阶段性反弹的风险，那么金价可能随之阶段承压。再往后，如果美债利率和美元指数继续向下，金价可能重回涨势。此外，本轮金价还受到“非美元因素”的影响，包括全球央行增持黄金、投机需求增长等。例如，中国央行已连续四个月未增持黄金，也可能在未来一段时间阶段限制金价的上涨动能。

图表36 近期金价上涨的关键驱动是美元走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

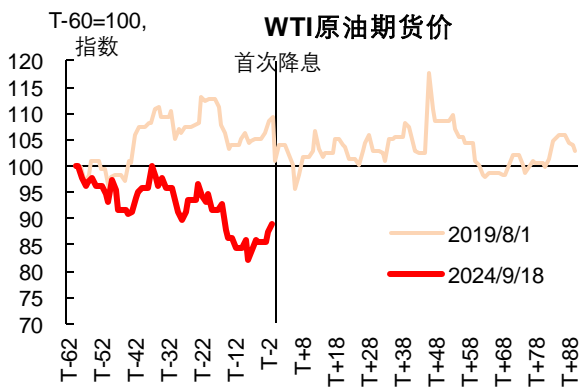
图表37 中国央行已连续四个月未增持黄金



资料来源: Wind, 平安证券研究所

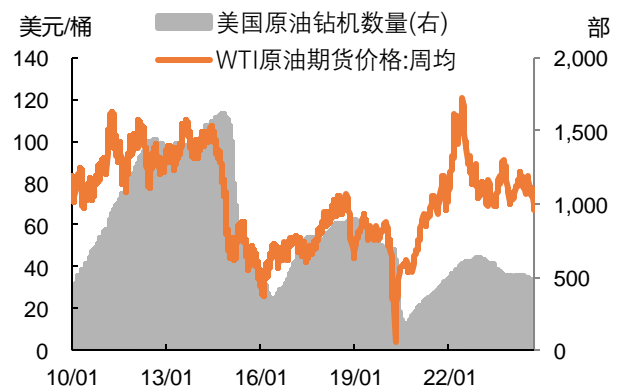
- **原油价格较可能在降息后保持震荡。**历次降息后，由于经济仍在走弱，油价下跌的概率较大。但需注意，2010年美国页岩油革命以后，美国原油的产量上升且油企业也能更加灵活地调控产量，国际油价的定价与需求的相关性减弱。页岩油革命后，仅有一轮降息周期，即2019年，彼时WTI油价在降息前后保持震荡，并未明显下行。本轮降息前，油价在需求担忧中已经出现一定调整，限制了进一步下行的空间。展望后市，需求担忧对油价的冲击可能减弱，如果美国油企或欧佩克+等产油国适当减产，油价较有可能保持在近期水平震荡。

图表38 2019年降息后，油价保持震荡



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 当前美油钻机数量处于历史偏低水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、风险提示

- 1) 统计样本有限，或影响结论的准确性。

- 2) 美国经济和就业市场出现意外下行风险。
- 3) 美国通胀出现意外反弹风险。
- 4) 国际金融市场出现意外波动。
- 5) 国际地缘政治局势超预期，并对美国经济和资产产生冲击等。

附录 1 1982 年以来美联储开启降息前后的经济指标统计：经济增长与就业

首次降息日期	平均值	中位值	1984/9/20	1989/6/6	1995/7/6	1998/9/29	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1
ISM 制造业 PMI, 变动, 百分点									
降息前 6 个月至降息当月	(6.2)	(6.7)	(8.9)	(8.7)	(6.7)	(4.2)	(10.2)	0.3	(5.1)
降息前 3 个月至降息当月	(3.5)	(3.0)	(8.1)	(4.2)	(0.8)	(0.2)	(6.4)	(1.6)	(3.0)
降息前 1 个月至降息当月	(0.6)	(1.6)	(3.0)	(2.0)	4.8	(0.6)	(1.6)	0.1	(2.1)
降息后 1 个月较降息当月	(0.8)	(0.2)	0.8	(1.4)	(3.6)	0.0	(0.2)	0.1	(1.3)
降息后 2 个月较降息当月	(0.8)	(0.5)	0.3	(2.2)	(2.6)	(0.5)	0.8	(0.5)	(0.8)
降息后 3 个月较降息当月	(1.3)	(1.3)	0.6	(1.3)	(4.0)	(1.9)	0.4	(2.0)	(1.0)
降息后 6 个月较降息当月	(0.6)	0.1	(2.2)	0.1	(5.2)	3.7	1.2	(2.7)	1.0
实际个人消费支出同比, 变动, 百分点									
降息前 6 个月至降息当月	(0.29)	(0.20)	(0.9)	(1.9)	(0.2)	1.1	(0.9)	(0.2)	0.9
降息前 3 个月至降息当月	(0.03)	(0.04)	(0.6)	0.1	0.9	(0.3)	(0.9)	(0.0)	0.6
降息前 1 个月至降息当月	0.10	0.11	0.5	(0.1)	(0.2)	0.7	0.3	(0.5)	0.1
降息后 1 个月较降息当月	(0.36)	(0.18)	(1.2)	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.9)	(0.4)	0.3
降息后 2 个月较降息当月	(0.21)	(0.09)	0.1	0.6	(0.1)	(0.3)	(1.6)	(0.2)	(0.0)
降息后 3 个月较降息当月	(0.55)	(0.84)	(0.9)	0.7	(1.1)	(0.1)	(1.6)	(0.8)	0.1
降息后 6 个月较降息当月	(0.34)	(0.20)	0.2	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(1.6)	(1.3)	1.1
失业率, 变动, 百分点									
降息前 6 个月至降息当月	(0.03)	0.00	(0.5)	0.0	0.1	(0.1)	0.2	0.3	(0.2)
降息前 3 个月至降息当月	0.11	0.10	0.1	0.3	(0.1)	0.1	0.3	0.1	0.0
降息前 1 个月至降息当月	0.06	0.10	(0.2)	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1	(0.1)
降息后 1 个月较降息当月	(0.03)	0.00	0.1	(0.1)	0.0	(0.1)	0.0	0.0	(0.1)
降息后 2 个月较降息当月	(0.06)	(0.10)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.0	0.0
降息后 3 个月较降息当月	0.01	0.00	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	0.2	0.3	0.0
降息后 6 个月较降息当月	0.03	(0.10)	(0.1)	0.1	(0.1)	(0.4)	0.4	0.4	(0.1)
萨姆指数, 绝对值, %									
降息前 6 个月	0.01	0.00	(0.13)	(0.03)	0.00	0.00	0.03	0.03	0.17
降息前 3 个月	(0.06)	(0.07)	(0.23)	(0.10)	0.07	(0.07)	(0.03)	0.03	(0.07)
降息前 1 个月	0.07	0.03	0.00	0.03	0.20	0.13	0.03	0.10	0.03
降息当月	0.13	0.13	0.10	0.13	0.17	0.17	0.13	0.17	0.07
降息后 1 个月	0.13	0.13	0.07	0.10	0.13	0.20	0.20	0.20	0.00
降息后 2 个月	0.12	0.13	(0.03)	0.10	0.13	0.17	0.30	0.23	(0.03)
降息后 3 个月	0.12	0.07	(0.07)	0.10	0.07	0.00	0.40	0.40	(0.07)
降息后 6 个月	0.20	0.13	0.13	0.13	0.17	(0.03)	0.53	0.47	0.00
NBER 经济衰退指数, 绝对值 (1=衰退; 0=非衰退)									
降息前 6 个月	0%	0%	0	0	0	0	0	0	0
降息前 3 个月	0%	0%	0	0	0	0	0	0	0
降息前 1 个月	0%	0%	0	0	0	0	0	0	0
降息当月	0%	0%	0	0	0	0	0	0	0
降息后 1 个月	0%	0%	0	0	0	0	0	0	0
降息后 2 个月	0%	0%	0	0	0	0	0	0	0
降息后 3 个月	14%	0%	0	0	0	0	1	0	0
降息后 6 个月	29%	0%	0	0	0	0	1	1	0

资料来源: Wind, FRED, NBER, 平安证券研究所

附录 2 1982 年以来美联储开启降息前后的经济指标统计：通胀与通胀预期

首次降息日期	平均值	中位值	1984/9/20	1989/6/6	1995/7/6	1998/9/29	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1
PCE 同比, 变动, 百分点									
降息前 6 个月至降息当月	(0.14)	(0.03)	(1.0)	0.4	(0.3)	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.0)
降息前 3 个月至降息当月	(0.08)	(0.04)	(0.6)	0.0	(0.3)	(0.1)	0.2	0.2	(0.0)
降息前 1 个月至降息当月	(0.01)	(0.19)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	0.2	0.7	(0.0)
降息后 1 个月较降息当月	0.02	(0.02)	0.1	(0.3)	(0.0)	0.1	(0.2)	0.6	(0.1)
降息后 2 个月较降息当月	(0.01)	(0.06)	0.1	(0.6)	(0.1)	0.1	(0.6)	1.1	(0.1)
降息后 3 个月较降息当月	0.03	0.03	0.3	(0.8)	0.0	0.2	(0.3)	0.9	(0.1)
降息后 6 个月较降息当月	0.01	0.22	0.2	(0.8)	(0.0)	0.4	(0.6)	0.7	0.2
核心 PCE 同比, 变动, 百分点									
降息前 6 个月至降息当月	(0.21)	(0.27)	(0.7)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	0.2	(0.3)	0.0
降息前 3 个月至降息当月	(0.09)	0.12	(0.7)	(0.4)	(0.2)	0.2	0.2	0.1	0.2
降息前 1 个月至降息当月	(0.05)	(0.05)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1	0.1
降息后 1 个月较降息当月	0.01	0.04	0.0	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.1	(0.1)
降息后 2 个月较降息当月	(0.01)	0.03	0.0	(0.3)	0.1	0.0	(0.1)	0.2	(0.1)
降息后 3 个月较降息当月	0.03	0.12	0.4	(0.5)	0.1	0.1	0.0	0.3	(0.3)
降息后 6 个月较降息当月	(0.01)	(0.03)	0.5	(0.5)	(0.0)	(0.1)	0.1	0.1	(0.1)
亚特兰大联储模型 10 年通胀预期, 变动, 百分点									
降息前 6 个月至降息当月	(0.23)	(0.18)	0.2	(0.1)	(0.7)	(0.2)	(0.5)	(0.0)	(0.3)
降息前 3 个月至降息当月	(0.27)	(0.26)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
降息前 1 个月至降息当月	(0.09)	(0.06)	0.0	(0.1)	0.1	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.0)
降息后 1 个月较降息当月	(0.08)	(0.10)	(0.2)	(0.2)	0.1	(0.3)	0.1	0.0	(0.1)
降息后 2 个月较降息当月	(0.13)	(0.04)	(0.3)	(0.3)	0.0	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
降息后 3 个月较降息当月	(0.13)	(0.18)	(0.3)	(0.2)	(0.0)	(0.2)	0.1	(0.2)	0.0
降息后 6 个月较降息当月	(0.11)	(0.13)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.3	(0.4)	(0.0)

资料来源: Wind, 亚特兰大联储, 平安证券研究所

附录 3 1982 年以来美联储开启降息前后的资产表现统计

首次降息日期	平均值	中位值	1984/9/20	1989/6/6	1995/7/6	1998/9/29	2001/1/3	2007/9/18	2019/8/1
10 年美债收益率, 变动, BP									
降息前 60 日至前 1 日	(70)	(89)	(111)	(91)	(50)	(89)	(91)	(48)	(12)
降息前 30 日至前 1 日	(31)	(37)	(37)	(63)	11	(48)	(61)	(20)	4
降息当日较降息前 1 日	(7)	(4)	3	(11)	4	(35)	(4)	13	(18)
降息后 7 日较降息前 1 日	(7)	(10)	6	(11)	(10)	(37)	18	15	(30)
降息后 30 日较降息前 1 日	(8)	(7)	(32)	(28)	31	(7)	25	4	(52)
降息后 60 日较降息前 1 日	(20)	(33)	(64)	(36)	3	20	3	(33)	(34)
降息后 90 日较降息前 1 日	(21)	(17)	(91)	(17)	(7)	17	2	(28)	(24)
美元指数, 变化, %									
降息前 60 日至前 1 日	0.2	0.1	5.9	5.5	0.1	(5.0)	(5.5)	(0.7)	0.8
降息前 30 日至前 1 日	(0.0)	(1.4)	5.5	4.5	(1.4)	(4.1)	(4.5)	(2.1)	1.9
降息当日较降息前 1 日	0.1	(0.2)	0.9	(0.4)	(0.1)	(0.3)	1.6	(0.7)	(0.2)
降息后 7 日较降息前 1 日	(0.2)	(0.9)	(1.3)	1.9	0.6	(1.6)	1.4	(1.8)	(0.9)
降息后 30 日较降息前 1 日	(0.9)	0.2	0.2	(4.0)	0.9	(2.4)	1.5	(2.6)	0.3
降息后 60 日较降息前 1 日	(0.3)	0.7	(2.2)	(4.2)	5.2	0.7	2.2	(4.9)	0.8
降息后 90 日较降息前 1 日	0.8	(0.0)	0.9	(0.0)	3.8	(1.5)	6.5	(3.0)	(1.1)
标普 500 指数, 变化, %									
降息前 60 日至前 1 日	1.9	5.2	11.6	8.4	5.2	(6.4)	(10.1)	(3.7)	8.3
降息前 30 日至前 1 日	1.1	2.1	(0.5)	4.7	2.2	2.1	(3.1)	2.1	0.2
降息当日较降息前 1 日	1.3	0.7	0.3	0.7	1.2	0.0	5.0	2.9	(0.9)
降息后 7 日较降息前 1 日	0.1	0.6	0.0	0.6	2.5	(6.1)	2.3	2.7	(1.4)
降息后 30 日较降息前 1 日	2.0	2.1	0.6	(0.1)	2.1	3.6	5.2	4.3	(1.8)
降息后 60 日较降息前 1 日	2.3	(0.1)	(2.3)	6.8	3.0	13.7	(3.8)	(1.2)	(0.1)
降息后 90 日较降息前 1 日	2.8	2.2	0.1	9.8	6.3	16.9	(13.8)	(2.1)	2.2
黄金现价, 变化, %									
降息前 60 日至前 1 日	1.8	1.2	(0.6)	(4.5)	(1.7)	1.2	2.4	5.5	10.2
降息前 30 日至前 1 日	2.1	0.1	(1.7)	(2.8)	0.0	6.9	0.1	9.4	2.6
降息当日较降息前 1 日	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(0.0)	1.3	(1.5)	(0.6)	(1.5)
降息后 7 日较降息前 1 日	0.9	1.3	1.5	(1.8)	1.3	0.8	(1.8)	1.3	4.8
降息后 30 日较降息前 1 日	2.5	0.6	(0.1)	5.6	(0.1)	0.6	(1.6)	6.3	7.1
降息后 60 日较降息前 1 日	1.9	1.3	1.0	1.5	(1.2)	1.3	(3.0)	9.8	4.0
降息后 90 日较降息前 1 日	(0.5)	(1.7)	(9.0)	(1.7)	(0.5)	(1.9)	(5.2)	10.0	4.5
WTI 原油期货价, 变化, %									
降息前 60 日至前 1 日	(0.1)	2.8	2.8	2.5	(15.5)	10.1	(16.8)	6.6	9.5
降息前 30 日至前 1 日	1.6	2.5	(0.2)	2.5	(9.9)	15.9	(12.8)	11.9	4.1
降息当日较降息前 1 日	(0.1)	1.1	(0.1)	(0.3)	1.1	2.2	2.9	1.2	(7.9)
降息后 7 日较降息前 1 日	(1.4)	(0.9)	(0.1)	(5.8)	0.4	(0.9)	8.3	(1.3)	(10.3)
降息后 30 日较降息前 1 日	0.9	(1.1)	(6.5)	(1.1)	3.1	(9.0)	14.6	11.0	(5.9)
降息后 60 日较降息前 1 日	(3.5)	(6.0)	(6.0)	(12.1)	5.0	(24.2)	2.3	18.0	(7.7)
降息后 90 日较降息前 1 日	(6.0)	(6.0)	(10.7)	(8.1)	0.7	(26.7)	(3.7)	12.5	(6.0)

资料来源: Wind, 平安证券研究所

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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：

此报告旨在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

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

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

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