



联讯证券专题研究

如何看待美联储降息

2019年08月01日

投资要点

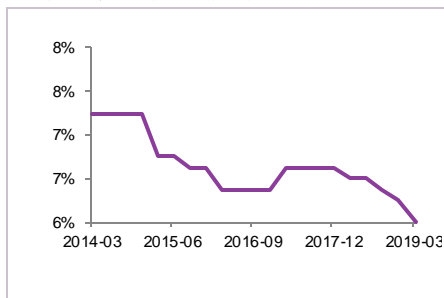
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

- 《2 万亿社融的结构性难题》 2019-07-12
- 《如何看二季度经济数据》 2019-07-15
- 《不一样的地产周期》 2019-07-23
- 《从流动性分层到信用分层》 2019-07-26
- 《政策转向的开始》 2019-07-30

如何看待美联储降息

降息缘于尽快达到 2%的通胀目标、应对贸易摩擦带来的冲击与全球其他经济体增长动能疲软对美国经济的负面影响，降息幅度与提前结束缩表的行为基本符合市场预期。

此次降息属于预防式降息，依据联储的政策纪要与鲍威尔的发言，未来利率路径暂时尚未清晰，联储将其定性为周期中的调整，不意味长降息宽松周期的到来，未来甚至有继续加息的可能，市场对货币宽松的预期快速消退，美股和黄金大幅调整，短债收益率大幅上行，9 月议息会议降息的概率从 100%大幅下滑至 56.5%。

由于在降息前美股已经有了充分的预期，估值偏高，因此短期内有回调的风险，但从 1995 年和 1998 年两次预防式降息的经验看，随着降息带来的金融条件放松，地产等利率敏感型的行业投资回暖，美国经济仍会保持较强的韧性，陷入衰退的风险较低，美股依然值得期待，美债下行空间相对有限。

在国内以我为主的原则+美联储降息路径不确定的组合下，央行在短期内不会跟随美联储调息，货币政策仍坚持中性基调，在基本面仍是主动去库存的情况下，国内利率依然有一定的下行空间。未来，这三大因素可能都会有不同程度的削弱，地产的韧性减弱，周期向下的概率较高，而向下的速率根本上取决于政策环境的变化。

风险提示：美国经济下滑超预期



目 录

一、降息的逻辑与未来节奏	3
二、降息后各类资产会怎么走?	4

图表目录

图表 1: 9 月降息的概率大幅下滑	4
图表 2: 美联储六次降息的背景	4
图表 3: 降息前后美债、美股、黄金与美元的表现	6



7月31日，时隔十年后，美联储再度降息 25BP，将联邦基金目标利率下调至 2%-2.25%，同时，在 8月1日提前结束缩表。

一、降息的逻辑与未来节奏

降息与提前结束缩表的举措在市场预期之内，从联储政策纪要与鲍威尔的表态来看，此次降息主要有两个原因：

1、全球其他经济体放缓与贸易摩擦等不确定性因素使企业投资疲弱，可能对美国经济造成拖累，需要适当放松金融条件来保证经济的适度增长。

从全局来看，2018年后全球经济疲弱的迹象越来越明显，摩根大通全球综合 PMI 从 2018年2月份至今已经下滑了 3.7%，德国、法国等多个国家的长端国债在 2019年二季度也已经跌至负利率的水平。

而在局部，一些政治上的改变可能会加大经济与金融领域的不确定性，尤其是英国，在鲍里斯·约翰逊担当新首相后，硬脱欧派掌权，要在未来几个月内完成脱欧，时间短、任务重，使英国无协议脱欧的风险明显提升，可能会对原本疲弱的欧洲经济与美国金融市场造成更大的负面冲击。

2、推动通胀达到 2%的政策目标。核心 PCE 自 2018年年中达到峰值后，便开始趋势下滑，距离 2%的目标位置越来越远。6月份，核心 PCE 为 1.6%，虽有所反弹，但仍是 2017年9月份后的低点位置。

关于通胀低迷的原因争论比较多。过去一直有比较好解释力的成本通胀理论，在这一轮并不能有效解释通胀的低迷，劳动力市场在降息前实际一直比较紧俏，薪资增速也一直保持着比较高的增速，但高工资和低失业率并没有有效传导至通胀，菲利普斯曲线变得非常平坦。

有些市场研究和部分官方研究认为可能是一些结构性和长期性的原因，包括医改、贫富差距拉大、老龄化程度加剧等导致了通胀的低迷。这些因素若任其自由发展，难以得到改善。

同时，随着时间的推移，现在已经处于 50年以来新低的失业率有可能会随着私人企业的低迷而趋于回升，薪资增速可能会因此受影响，届时劳动力成本下滑与消费者收入下滑造成的商品需求不足可能会对通胀构成双重打击，造成通胀的进一步低迷。

从实际情况来看，我们认为除了以上两个原因，此次美联储降息实际在一定程度上还受到了美国金融市场的裹挟。在联储的货币政策目标上，虽没有盯住资产价格这一选项，但实际会兼顾。

远一点来看，有科技泡沫破裂后美股暴跌，使美联储短期内连续快速降息。

近一点来说，去年 10月美股暴跌前，鲍威尔还表态说现有利率离中性利率还很远，但 10-11月美股暴跌后，联储就改口称现有利率已经接近中性利率，以控制市场预期稳定资产价格。

这一次降息 25BP+提前结束缩表，相当于是给金融市场以及政治上的压力以一个适当的答复。

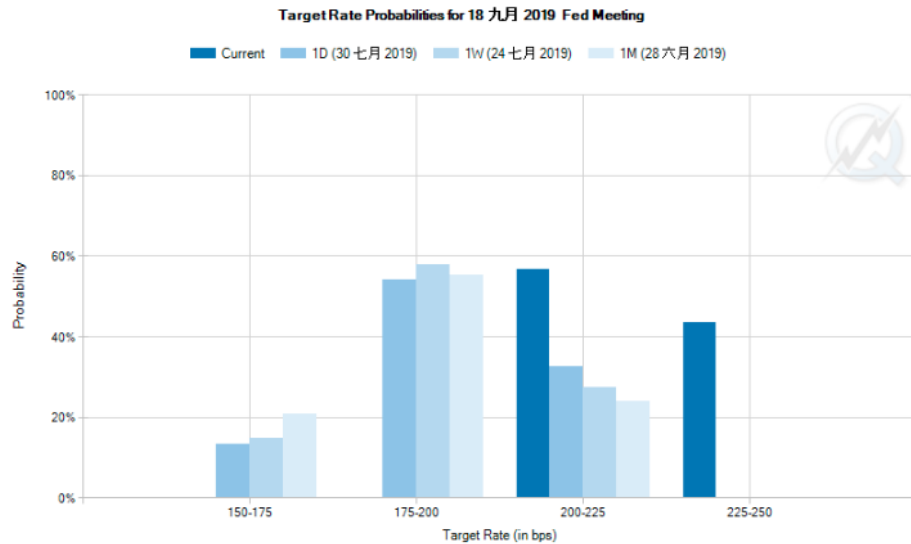
但显然，7月联储给出的回复并不能让金融市场满意，因为在大家更关注的美联储对经济的展望以及未来降息节奏上，鲍威尔的表态偏鹰派，给出的利率路径比较模糊，



认为“美国经济前景维持良好”，未来有可能“再次降息”，但不意味着“宽松周期的开启”，同时也不排除“再次加息”的可能。

议息会议结束后，Fedwatch 工具显示，9 月议息会议再次降息的概率大幅下滑至 56%，而此前这一概率一直都是 100%，市场对货币宽松的预期在快速退潮，相应的是，此前充分体现宽松预期的美股出现了大幅度的回调，短端美债（2Y）也快速跳升了至少 10BP。

图表1： 9 月降息的概率大幅下滑



资料来源：联讯证券，芝商所

二、降息后各类资产会怎么走？

历史上，不管降息幅度大小，美联储有过 6 轮完整的降息周期，分别从 1984 年、1989 年、1995 年、1998 年、2001 年与 2007 年开始。

其中 1995 年与 1998 年比较特殊，降息时间持续不到 1 年，降息幅度也仅有 0.75%，通常被大众认知为预防式（或保险式）降息；而其他降息周期降幅较大，至少 5%，持续时间也在 1 年以上，通常被市场研究人员称之为衰退式（或数据依赖式）降息。

衰退式降息和预防式降息在降息前后各类资产的表现上与经济形势上都有较大差异。

经济形势上，预防式降息和衰退式降息周期前后，通胀没有明显的共同特征，但失业率和 GDP 的规律比较明显。

若是预防式降息，则降息后，GDP 增速不会出现趋势性下滑，要么是在宽松的金融条件下触底反弹，要么是围绕此前的中枢波动。由于经济活力重现，就业状况会继续改善，失业率趋于下行。

而相反，若是衰退式降息，则降息后虽然 GDP 增速会有短暂的反弹，但拉长至 6 个月甚至 1 年或 1 年以上来看，GDP 增速趋势下行的特征比较明显，失业率也随着经济增长动能的变差而趋势上行。

图表2： 美联储六次降息的背景

降息周期	降息幅度	经济形势（GDP）	通胀（核心 CPI）	就业	收益率曲线倒挂情况
------	------	-----------	------------	----	-----------



降息周期	降息幅度	经济形势 (GDP)	通胀 (核心 CPI)	就业	收益率曲线倒挂情况
1984.9.20-1986.8.21	周期: 23 个月 降息次数: 13 次 降息幅度: 5.625%	降息前 15 个月见顶, 首次降息后 3 个月, 由于快速连续降息, GDP 反弹; 但此后又大幅下滑, 21 个月真正触底	降息前趋势上行, 稳定在 5% 左右, 降息后开始趋势下行至 4%	降息前失业率稳定在 7.2% 左右, 降息后未见上涨, 反而趋于下行	未发生
1989.6.6-1992.9.4	周期: 38 个月 降息次数: 25 次 降息幅度: 6.8125%	降息前 18 个月见顶, 首次降息后 3 个月由于快速连续降息, GDP 反弹, 但此后又大幅下滑, 18 个月真正触底	降息前 5 个月见顶, 降息后 4 个月触底开始趋势上行	降息前 3 个月失业率触底, 降息后失业率趋势上行	有, 持续 9 个月, 出现倒挂 3 个月开始降息, 降息后 6 个月结束倒挂
1995.7.6-1996.1.31	周期: 7 个月 降息次数: 3 次 降息幅度: 0.75%	降息前 19 个月见顶, 并在首次降息前 1 个月, 经济率先触底, 此后开始反弹	降息前 2 个月见顶, 降息后开始趋势下行	降息前 4 个月失业率触底, 降息后失业率稳定, 趋于下行	否, 但利差仅为 0.26
1998.9.28-1998.11.17	周期: 2 个月 降息次数: 3 次 降息幅度: 0.75%	GDP 顶部与底部特征不明显, 近两年内 GDP 增速围绕中枢水平呈波动状况	降息前上行, 降息后到达峰值, 并开始趋势下行	降息前 5 个月失业率触底, 降息后失业率未见上涨, 反而趋于下行	有, 持续近 1 个月, 出现倒挂 18 天后开启降息, 降息后 1 周结束倒挂
2001.1.3-2003.6.25	周期: 29 个月 降息次数: 13 次 降息幅度: 5.5%	降息前 7 个月见顶, 首次降息后 3 个月, 由于连续快速降息, GDP 小幅反弹, 但此后又大幅下滑, 8 个月真正触底	降息前趋势上行, 降息后经历一段时期的顶部徘徊, 随后趋势下行	降息前 7 个月失业率触底, 降息后失业率趋势上行	有, 持续 10 个月, 出现倒挂 7 个月开始降息, 降息后 1 个月结束倒挂
2007.9.18-2008.12.16	周期: 14 个月 降息次数: 10 次 降息幅度: 5.0%	降息前 48 个月见顶, 首次降息后 3 个月, 由于连续快速降息, GDP 小幅反弹, 但此后又大幅下滑, 15 个月真正触底	降息前 15 个月见顶, 降息后短暂反弹, 但随后趋势下行	降息前 4 个月失业率触底, 降息后失业率趋势上行	有, 持续 18 个月, 倒挂结束后 2 个月开始降息

资料来源: 联讯证券

资产走势上, 不同的降息周期内, 各类资产走势表现不一。美股和美债有明显的规律, 黄金和美元则相对来说信号比较混乱, 无法做有效的归纳总结。

其原因可能是, 美元是一个相对价值概念, 衡量是非美经济体与美国经济之间的强弱关系, 降息只能表征美国经济增长动能的强弱, 而无法衡量与非美经济体之间的相对性, 因此我们无法就降息这一因子对美元走势的规律进行有效的总结。

黄金也是如此。除受利率的指引外, 其走势还与美元计价货币、通胀预期等其他因素相关, 因此也无法做出规律总结。

而美股和美债不同, 其走势主要受美国国内货币政策与基本面的影响, 可从目标利率的变化中找到相应的规律。

对美股, 若降息为预防式降息, 则美股都能有相对不错的表现, 1995 年开启的 7 个月的降息周期, 标普 500 上涨 12%; 1998 年两个月左右的降息周期, 标普 500 上涨 9%。

但若降息为衰退式降息, 则情况比较复杂, 有牛市也有熊市, 关键在于对股票定价



的分子项 EPS（企业盈利）和分母项（利率）哪一项力量更强。

对美债（以 10 年期为标准），每一次降息周期，最佳的布局做多期事实上都集中在降息前 3 个月或 6 个月的时间，利率下行幅度至少有 65BP。

在第一次降息靴子落地后，如果是预防式降息，则之后利率下行的空间会相当有限，1998 年甚至还出现了降息与利率上涨并存的奇怪局面。

如果是衰退式降息，则在整个降息周期内，美债仍有较大的下行空间，有较高的配置价值，其下行的节奏取决于降息后经济与通胀给予的反馈。

图表3： 降息前后美债、美股、黄金与美元的表现

大类资产	时间周期	第一轮 (1984-1986)	第二轮 (1989-1992)	第三轮 (1995-1996)	第四轮 (1998)	第五轮 (2001-2003)	第六轮 (2007-2008)
美债 (涨跌BP)	降息前3个月	-137	-90	-104	-86	-73	-65
	降息后3个月	-91	-19	1	-	-20	-36
	降息后6个月	-76	-51	-37	-	21	-102
	降息后12个月	-192	10	-	-	2	-96
	整个降息周期内	-532	-196	-37	26	-176	-213
美股 (标普500)	降息前3个月	8%	10%	9%	-8%	-6%	0%
	降息后3个月	0%	8%	5%	-	-18%	-4%
	降息后6个月	7%	7%	12%	-	-8%	-12%
	降息后12个月	9%	13%	-	-	-14%	-21%
	整个降息周期内	35%	29%	12%	9%	-28%	-40%
黄金 (COMEX黄金收盘价)	降息前3个月	-8%	-3%	-2%	0%	0%	9%
	降息后3个月	-10%	-4%	0%	-	-5%	12%
	降息后6个月	-6%	7%	3%	-	0%	40%
	降息后12个月	-7%	-6%	-	-	3%	25%
	整个降息周期内	0%	-10%	3%	0%	30%	18%
美元	降息前3个月	10%	7%	-1%	-6%	-3%	-4%
	降息后3个月	1%	0%	4%	-	5%	-2%
	降息后6个月	5%	-8%	5%	-	8%	-9%
	降息后1年	-6%	-10%	-	-	2%	-1%
	整个降息周期内	-24%	-23%	5%	-1%	-17%	1%

资料来源：联讯证券，wind

这一次降息从鲍威尔的表态来看，美联储更倾向于将其认定为类似于 1995 年与 1998 年的预防式降息。

经济形势上，此次降息与 1995 年与 1998 年比较类似。美国自身问题不大，劳动力市场紧俏，失业率低，时薪增速高，个人消费强劲（消费信心指数也未见明显下滑），经济的问题主要在于外部风险冲击（1998 年是亚洲金融危机），导致私人企业部门利润增速放缓，资本开支疲软。

而在定性上，也比较类似。根据鲍威尔的表态，这次降息只是周期中的调整，并不是长降息周期的开启，降息的幅度可能会比较小。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11058

