

美国降息周期大类资产运行规律

✍️ : 孙付 执业证书编号: S1230514100002 瞿黔超 (联系人)
☎️ : 021-64718888-1308 021-80106023
✉️ : sunfu@stocke.com.cn quqianchao@stocke.com.cn

投资要点

□ 1972年以来的7个降息周期

1972年以来美国经历了七个较大的降息周期：1974.6-1974.12、1980.3-1980.7、1980.12-1983.2、1984.8-1986.12、1989.5-1994.1、2000.12-2004.5和2007.8-2015.11。美联储开启降息周期一般是面对较大的经济下行压力，甚至进入危机模式。除了1984.8-1986.12这个降息周期除外，其余六大降息周期内美国经济都出现了衰退。与加息周期相比，降息周期基准利率调整的节奏一般更为连续而迅速，降息很少出现降一次以后就暂停降息的情况，而且降息幅度往往较大。除了较长的降息周期以外，还有零星式降息或者迷你降息周期，这类降息一般是为了应对国际事件的冲击。

□ 美国降息周期大类资产价格运行规律

一般而言，美联储降息直接影响短端利率，同时引导长端利率震荡往下走；降息周期美股和原油价格会经历一波较大的调整是一个大概率事件；首次降息之后，美元指数走向并无固定规律可循，但是如果该降息周期出现经济衰退，在经济衰退期前夕美元指数维持强势的概率较高，在进入经济衰退期后，美元指数一般是先升后降；降息时期黄金价格不一定会走高，在很多降息区间，黄金大体的走势甚至是往下的，但是如果该区间内美国经济出现了衰退情况，黄金价格在美国经济衰退前夕和衰退期内都会有上涨行情。

□ 2019年大类资产展望

我们认为，本轮降息不会是一个迷你的降息周期，而是一个较大的降息周期。因为美联储要应对的是经济扩张周期的寿终正寝，不是突发性的国际事件。为了对冲经济下行压力，美联储或在下半年降息一次，时点可能在9月份，降息幅度25BP。年底美国10年期国债收益率或降至1.75%附近。

本轮标普500指数的周期性高点或出现在2019Q3。这也意味着，美股在2019Q3的波动率或上升。

我们认为美元指数在2019年下半年或在95-98区间延续震荡行情，理由是：一方面，美国经济基本面仍然强于欧元区等，支撑美元指数保持强势，但另一方面，美国经济下行趋势明显，美联储大概率将开启降息，降息预期将引导美元指数往下走，而降息幅度可能较为有限（我们的基准假设是降息25BP），两股力量会可能并不会有一方绝对压倒另一方，因此我们判定是震荡行情。

受贸易摩擦升级、全球经济同步下行、中东地缘政治风险等共同影响下，最近黄金价格快速上涨。我们预测，这波黄金上涨行情可能会持续一年以上，直到美国经济衰退中期。

下半年全球经济大概率将共振下行，预期需求萎缩这个因素可能会压倒供给端收紧因素，原油价格可能会面临较大的下行压力。但是如果中东地缘政治冲突升级，不排除出现原油价格飙升的黑天鹅事件。

风险提示：美国经济韧性超预期、中东紧张局势升级

相关报告

《以史为鉴，配置哪些资产？——美国加息周期下资产价格运行规律探析》

《这次不一样？——美国加息末期大类资产价格运行规律研究》

《投资黄金如何宏观择时？》

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

正文目录

1. 1972 年以来七个降息周期	5
2. 降息周期美国经济表现	6
3. 美国降息周期大类资产表现	7
3.1. 美债	7
3.2. 美股	9
3.3. 美元指数	10
3.4. 黄金	12
3.5. 原油价格	15
4. 2019 年下半年大类资产走势展望	15
5. 附录：美国经济衰退期前后经济和大类资产表现	17
5.1. 美国经济衰退期前后经济数据统计	17
5.2. 经济衰退期前后美国房地产市场数据	18
5.3. 美国经济衰退期前后大类资产表现	19
5.3.1. 美债	20
5.3.2. 美股	20
5.3.3. 美元指数	21
5.3.4. 原油价格	21

图表目录

图 1： 美联储开启降息一般是为了应对危机或者即将到来的经济衰退	5
图 2： 1970 年以来降息周期美国经济表现(阴影部分为降息周期)	6
图 3： 1970 年以来降息周期美国经济表现(阴影部分为降息周期)	6
图 4： 1974.6-1974.12 美债走势(阴影部分为衰退期，下同)	8
图 5： 1980.3-1980.7 美债走势	8
图 6： 1980.12-1983.2 美债走势	8
图 7： 1984.8.9-1987.1.2 美债走势	8
图 8： 1989.5.17-1994.2.3 美债走势	8
图 9： 2000.5.16-2004.6.29 美债走势	8
图 10： 2006.6.29-2015.12.16 美债走势	8
图 11： 2018.12.18-2019.7.5 美债走势	8
图 12： 1974.6-1974.12 美股走势	9
图 13： 1980.3-1980.7 美股走势	9
图 14： 1980.12-1983.2 美股走势	9
图 15： 1984.8.9-1987.1.2 美股走势	9
图 16： 1989.5.17-1994.2.3 美股走势	10

图 17: 2000.5.16-2004.6.29 美股走势.....	10
图 18: 2006.6.29-2015.12.16 美股走势.....	10
图 19: 2018.12.18-2019.7.5 美股走势.....	10
图 20: 1972-2017 美元指数走势.....	11
图 21: 欧美利差对美元指数走势的预测能力较强.....	11
图 22: 1974.6-1974.12 美元指数走势.....	11
图 23: 1980.3-1980.7 美元指数走势.....	11
图 24: 1980.12-1983.2 美元指数走势.....	11
图 25: 1984.8.9-1987.1.2 美元指数走势.....	11
图 26: 1989.5.17-1994.2.3 美元指数走势.....	11
图 27: 2000.5.16-2004.6.29 美元指数走势.....	11
图 28: 2006.6.29-2015.12.16 美元指数走势.....	12
图 29: 2018.12.18-2019.7.5 美元指数走势.....	12
图 30: 黄金价格与美国实际利率强负相关.....	12
图 31: 黄金价格与美元指数负相关.....	13
图 32: 1982.9.27-1983.3.30 黄金价格走势.....	13
图 33: 1983.8.13-1984.3.28 黄金价格走势.....	13
图 34: 1984.8.9-1985.1.30 黄金价格走势.....	13
图 35: 1985.3.28-1985.7.24 黄金价格走势.....	13
图 36: 1985.9.6-1987.1.2 黄金价格走势.....	13
图 37: 1987.9.24-1988.5.6 黄金价格走势.....	13
图 38: 1989.5.17-1994.2.3 黄金价格走势.....	14
图 39: 1995.2.1-1997.3.24 黄金价格走势.....	14
图 40: 1997.3.25-1999.6.18 黄金价格走势.....	14
图 41: 2000.5.14-2004.4.29 黄金价格走势.....	14
图 42: 2006.6.29-2015.12.16 黄金价格走势.....	14
图 43: 2018.12.20-2019.6.13 黄金价格走势.....	14
图 44: 1984.8.9-1987.1.2 原油价格走势.....	15
图 45: 1989.5.17-1994.2.3 原油价格走势.....	15
图 46: 2000.5.16-2004.6.29 原油价格走势.....	15
图 47: 2006.6.29-2015.12.16 原油价格走势.....	15
图 48: 美国宏观利润率高点一般领先经济衰退 2 年 (橙色框内为经济衰退期).....	16
图 49: 美国企业利润率高点一般领先标普 500 指数高点 4 个季度 (阴影部分为经济衰退期).....	16
图 50: 经济衰退期前后 8 个季度实际 GDP 年化季环比 %.....	17
图 51: 经济衰退期前后 8 个季度实际 GDP 年化季环比%.....	17
图 52: 经济衰退期前后 2 年 CPI 同比%.....	17
图 53: 经济衰退期前后 2 年 CPI 同比%.....	17
图 54: 经济衰退期前后 2 年季调失业率%.....	17
图 55: 经济衰退期前后 2 年季调失业率%.....	17
图 56: 美国经济衰退前后六年 30 年期抵押贷款利率均值变化.....	18
图 57: 美国经济衰退前后六年实际房屋价格指数变化.....	18
图 58: 美国经济衰退前后六年成屋销售量的变化.....	19
图 59: 美国经济衰退前后六年私人住宅对 GDP 增速贡献度变化.....	19
图 60: 经济衰退前后 2 年美国 10 年期国债走势(BP).....	20

图 61: 经济衰退前后 2 年美国 10 年期国债走势(BP).....	20
图 62: 经济衰退前后 2 年标普 500 变化(%).....	20
图 63: 经济衰退前后 2 年标普 500 变化(%).....	20
图 64: 经济衰退前后 2 年美元指数变化(%).....	21
图 65: 经济衰退前后 2 年美元指数变化(%).....	21
图 66: 经济衰退前后 2 年原油价格变化%.....	21
表 1: 触发降息周期的重要事件.....	5
表 2: 1972 年以来美国降息周期的经济表现.....	6
表 3: 1972 年以来美国降息周期的主要大类资产表现.....	7
表 4: 标普 500 指数在降息周期回调最大幅度.....	9
表 5: 1972 年以来 6 次美国经济衰退期的经济表现.....	17
表 6: 1929 年以来美国经济衰退期的大类资产表现.....	19
表 7: 标普 500 指数回调幅度超过 20%的时期.....	20

1. 1972 年以来七个降息周期

1972 年以来美国经历了七个较大的降息周期：1974.6-1974.12、1980.3-1980.7、1980.12-1983.2、1984.8-1986.12、1989.5-1994.1、2000.12-2004.5 和 2007.8-2015.11。美联储开启降息周期一般是面对较大的经济下行压力，甚至进入危机模式。除了 1984.8-1986.12 这个降息周期除外，其余六大降息周期内美国经济都出现了衰退。与加息周期相比，降息周期基准利率调整的节奏一般更为连续而迅速，降息很少出现降一次以后就暂停降息的情况，而且降息幅度往往较大。

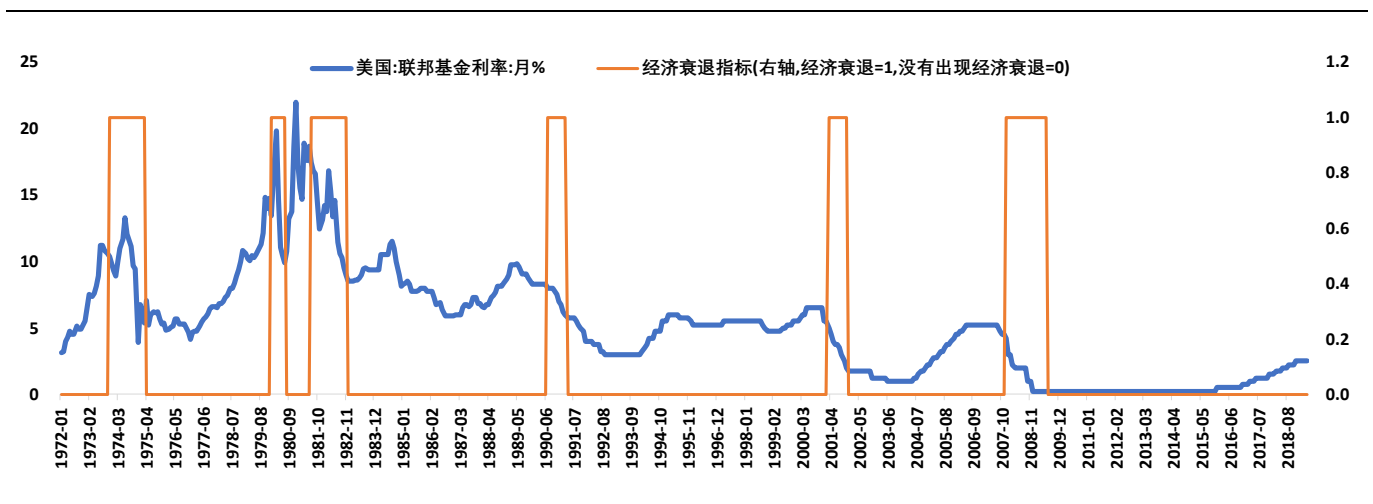
除了较长的降息周期以外，还有零星式降息或者迷你降息周期，这类降息一般是为了应对国际事件的冲击，比如 1995 年和 1998 年。1995 年出现墨西哥金融危机，美联储于 1995M7、1995M12 和 1996M1 美联储分别降息 25BP，等危机解除，1997M3 美联储重新加息。而 1998 年出现了亚洲金融危机，美联储 1998M9-1998M11 连续三个月共降息 75BP，局势缓和之后，美联储在 1999M6 重新回到加息轨道上。这篇报告主要讨论较大的降息周期，对迷你降息周期不做深入研究。

表 1：触发降息周期的重要事件

时间	事件
1973-1974	第一次石油危机；布雷顿森林体系崩溃
1980-1982	第二次石油危机爆发，物价水平飙升，为了抗击通胀，美联储把基准利率调升过快过高，把美国经济推入衰退
1980s 中期	薪资温和增长，通胀压力减弱，1984 年美联储开启降息，1985 年美国实现软着陆。
1989	通胀压力得到缓解
1989-1995	1980s 和 1990s 储蓄与贷款危机(The savings and loan crisis, 简称为 S&L crisis):1986-1989 美国联邦储蓄与贷款协会关闭/解散了 296 家储蓄机构，1989-1995 重组信托公司(The Resolution Trust Corporation, 简写 RTC)清算了 747 家储蓄机构。
2001	互联网泡沫破灭、911 恐怖袭击
2008-2009	次贷危机引发的 2008 金融危机

资料来源：浙商证券研究所

图 1：美联储开启降息一般是为了应对危机或者即将到来的经济衰退



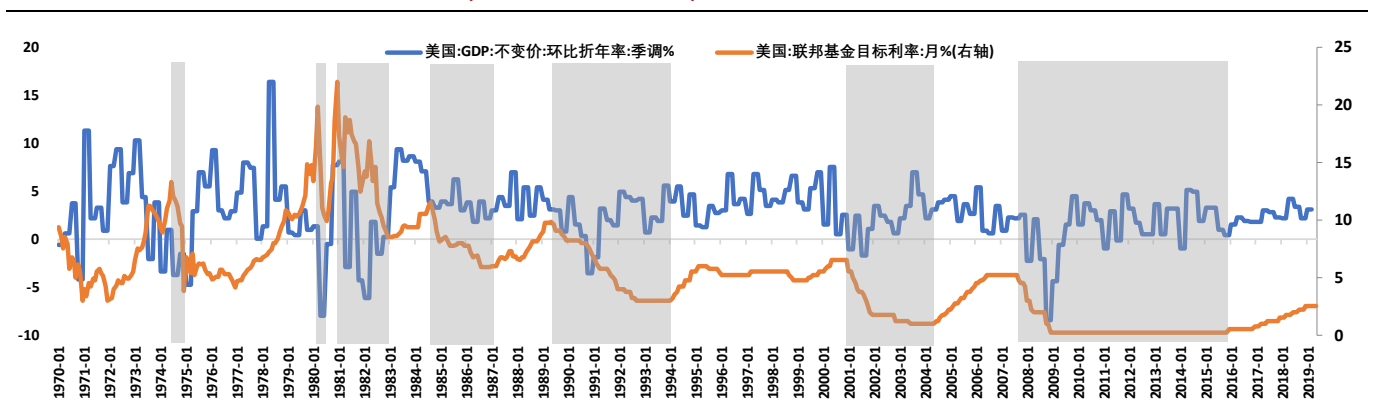
资料来源：WIND、浙商证券研究所

2. 降息周期美国经济表现

1974.6-1974.12、1980.3-1980.7、1980.12-1983.2 这三个降息周期处于大通胀时代，降息期间经济绝大部分时间处于停滞/负增长的状态，叠加高企的通胀，是典型的“滞胀”时期。1984.8-1986.12、1989.5-1994.1、2000.12-2004.5 和 2007.8-2015.11 后四个降息周期进入了大缓和时代，通胀压力大为减弱。后四个时期，美联储开始降息时均面临较大的经济下行压力，除了 1984.8-1986.12 这个时期，后三个时期首次降息后不久，美国经济均滑入衰退，但是待到降息末期，经济逐渐复苏，重获增长动能。

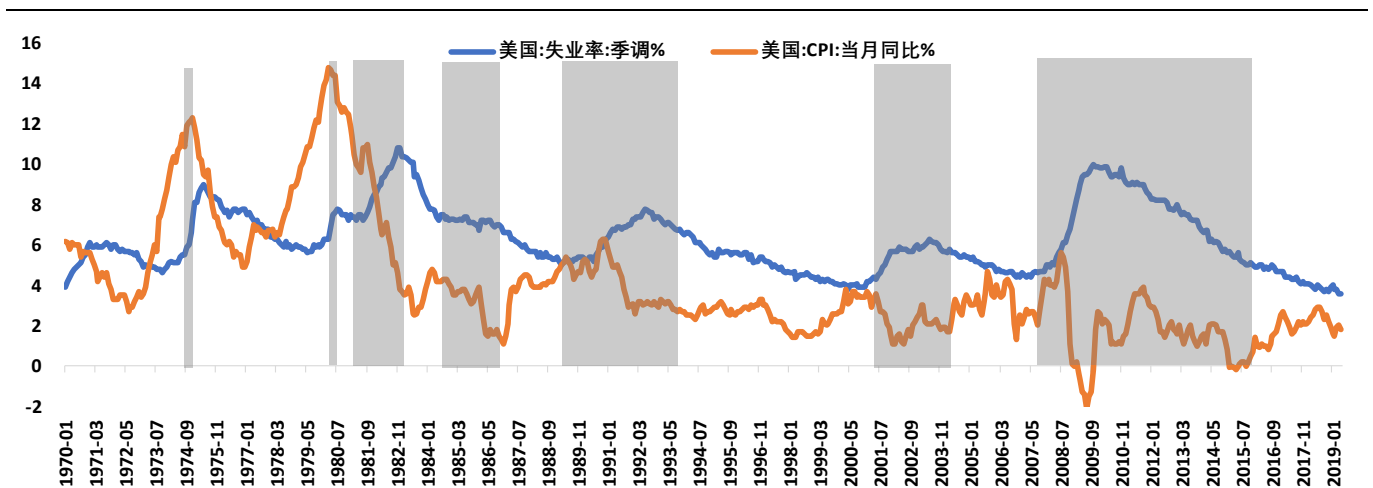
前四个降息周期起点，均是前期物价水平飙升之后，通胀压力得到极大缓解/预期回落的时刻。开启首次降息之后，通胀如期快速回落。后三个降息则是危机爆发之后，美联储果断采取行动，应对经济下行趋势，期间通胀同样经历一段快速下滑的过程。除了 1984.8-1986.12，其余 6 个降息周期起初阶段，失业率均开始飙升，待到降息周期结束，失业率大多有所回落。

图 2：1970 年以来降息周期美国经济表现(阴影部分为降息周期)



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 3：1970 年以来降息周期美国经济表现(阴影部分为降息周期)



资料来源：WIND、浙商证券研究所

表 2：1972 年以来美国降息周期的经济表现

美国降息周期	持续时间 (月份)	联邦基金 利率高点%	联邦基金 利率低点%	降息幅度 (BP)	降息 次数	实际 GDP 年 化季度环比 平均增速%	CPI 均值%
1974.6-1974.12	7	13.31	3.87	944	6	-1.40	11.69
1980.3-1980.7	5	19.85	9.93	992	4	-3.35	14.28

美国降息周期	持续时间 (月份)	联邦基金 利率高点%	联邦基金 利率低点%	降息幅度 (BP)	降息 次数	实际 GDP 年 化季度环比 平均增速%	CPI 均值%
1980.12-1983.2	27	22	8.5	1350	18	1.33	8.07
1984.8-1986.12	29	11.5	5.875	562.5	10	3.88	2.98
1989.5-1994.1	57	9.8125	3	681.25	20	2.39	4.01
2000.12-2004.5	42	6.5	1	550	12	2.22	2.24
2007.8-2015.11	100	5.25	0.25	500	8	1.41	1.79

资料来源：WIND、浙商证券研究所

3. 美国降息周期大类资产表现

总体而言，美联储降息直接影响短端利率，同时引导长端利率震荡往下走；降息周期，美股和原油价格经历一波较大的回调是一个大概率事件；首次降息之后，美元指数走向并无固定规律可循，但是如果该降息周期出现经济衰退，在经济衰退期前夕美元指数维持强势的概率较高，在进入经济衰退期后，美元指数一般是先升后降；降息时期黄金价格不一定会走高，在很多降息区间，黄金大体的走势甚至是往下的，但是如果该区间内美国经济出现了衰退情况，黄金价格在美国经济衰退前夕和衰退期内都会有上涨行情。

表 3：1972 年以来美国降息周期的主要大类资产表现

美国降息周期	持续时间 (月份)	降息幅度 (BP)	美国 10 年期国债 收益率涨幅 (BP)	标普 500 指数涨幅%	美元指数 涨幅%	伦敦现货黄 金价格涨 幅%	WTI 原油期 货结算价涨 幅%
1974.6-1974.12	7	944	-11	-25.30	-13.60	19.58	/
1980.3-1980.7	5	992	-250	14.46	-6.25	16.38	/
1980.12-1983.2	27	1350	-212	10.00	31.55	-17.46	/
1984.8-1986.12	29	562.5	-561	51.20	-24.04	12.44	-45.58
1989.5-1994.1	57	681.25	-311	50.67	-4.30	4.27	-24.96
2000.12-2004.5	42	550	-52	-17.14	-19.69	41.28	41.83
2007.8-2015.11	100	500	-241	43.04	22.36	63.16	-40.69

资料来源：WIND、浙商证券研究所

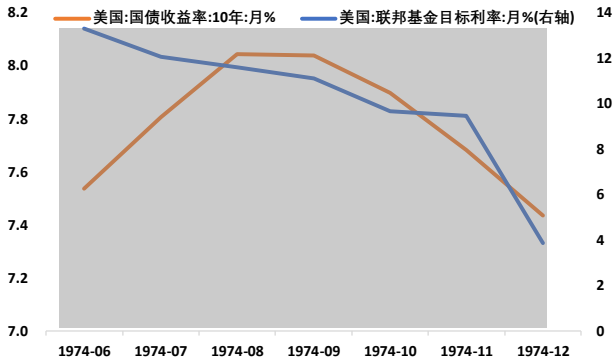
3.1. 美债

总体而言，美联储降息直接影响短端利率，同时引导长端利率震荡往下走。降息周期，长端利率往下走的形状大体可以分成两类：

情形 1：倒 V 型，长端利率先升后降。首次降息时，通胀仍在上升，但是美联储认为通胀压力减弱，预期通胀即将回落，于是开始降息。起先，长端利率受通胀率的推升继续往上走，后面通胀进入下行轨道，长端利率跟随美联储降息操作，也逐渐往下走。典型例子：1974.6-1974.12 和 1980.12-1983.2 两个时期。

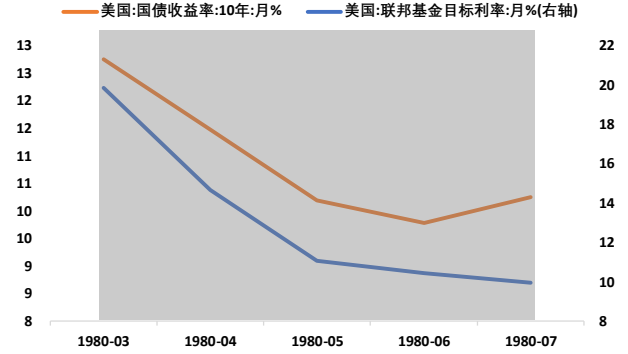
情形 2：一路震荡往下。经济基本面边际变差和通胀压力减弱，导致美联储一再降息，长端利率进入下行轨道。如果期间美联储暂停降息，采取观望态度，长端利率往往会迎来一波反弹。典型例子：1980.3-1980.7、1984.8-1986.12、1989.5-1994.1、2000.12-2004.5 和 2007.8-2015.11 这五个降息周期。

图 4：1974.6-1974.12 美债走势(阴影部分为衰退期，下同)



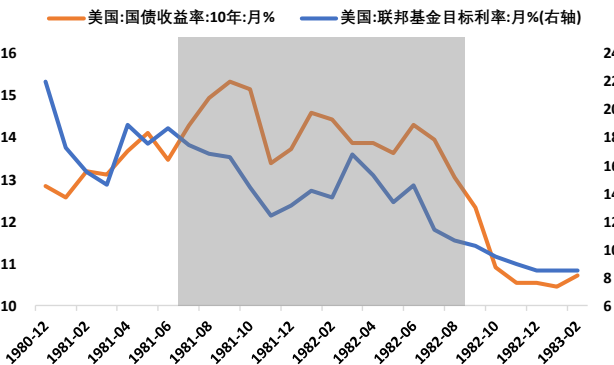
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5：1980.3-1980.7 美债走势



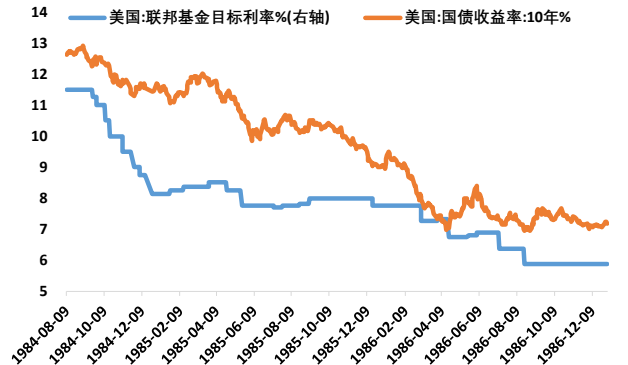
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 6：1980.12-1983.2 美债走势



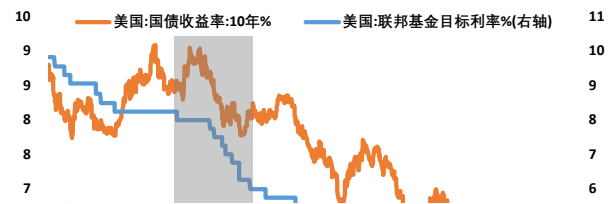
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 7：1984.8.9-1987.1.2 美债走势



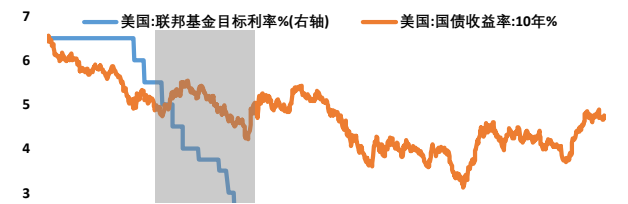
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 8：1989.5.17-1994.2.3 美债走势



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 9：2000.5.16-2004.6.29 美债走势



资料来源：WIND、浙商证券研究所

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_11599



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn