

大类资产深度研究：美联储降息周 期内资产如何配置？

研究发展中心宏观团队

郭远爱

2019年6月20日

报告核心观点

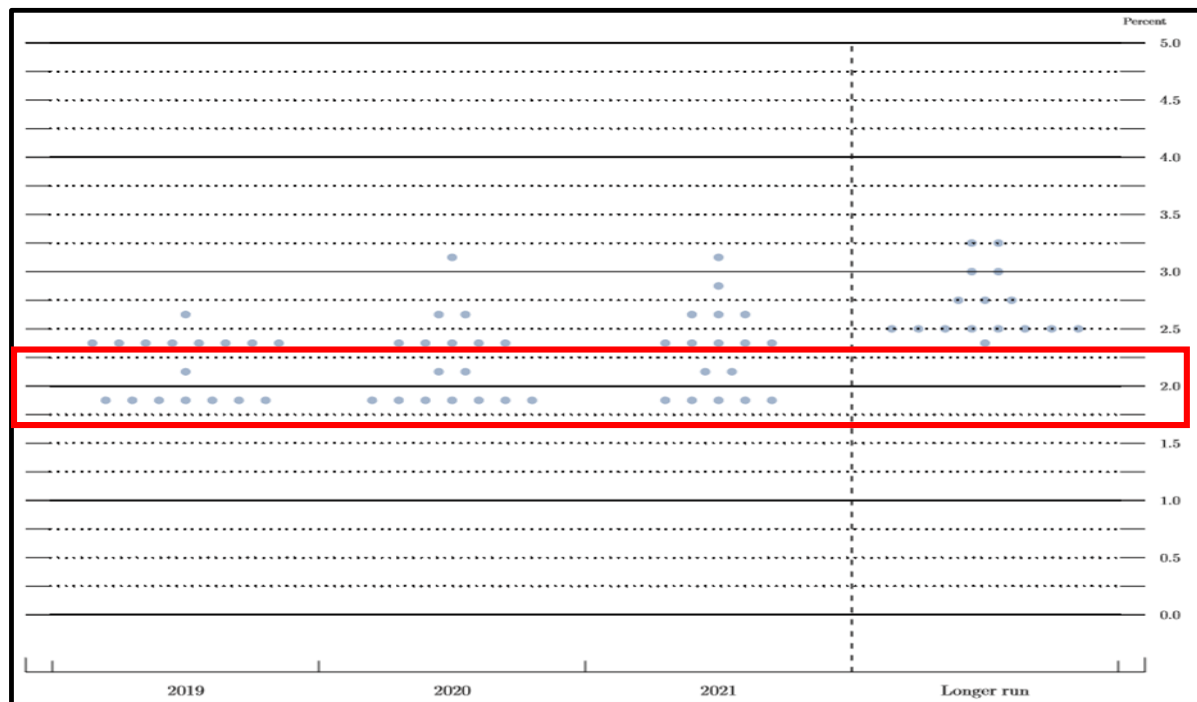
- **6月FOMC议息会议对政策声明做出调整，未来联储降息大门打开。**美联储6月议息会议维持目标利率不变，但声明表示市场不确定性在增加，金融市场的情绪恶化，将采取适当措施维持扩张，并在政策声明中删除“耐心”一词。这为后续联储降息敞开大门，根据美国利率期货市场指标看，年内2-3次降息是可期待的。
- **全球央行大范围“降息潮”来袭，货币宽松预期不断升温。**新兴市场国家及发达国家进入“降息潮”，欧央行行长近期也不断暗示可能降息，叠加美联储6月FOMC会议对政策声明作出重大调整，进一步强化了全球各大央行宽松货币政策预期。
- **美元指数在联储降息周期内多数表现为趋势性下跌。**从过去四轮美联储降息前后美元指数表现看，发现在预期降息阶段美元指数的走势并无明显的规律性可言，而进入实际降息周期后，美元指数多数表现为趋势性下跌。
- **美国股市在最近两轮降息周期中均陷入熊市。**虽然美国股市通常会在联储降息预期阶段及降息开始后一段时间内继续走高，但从整个降息周期看，降息最终对美股不利，也无法改变经济和股市下跌的走势。
- **国内A股在预期降息阶段表现向好，而实际降息阶段则取决于自身基本面好坏。**受益于美联储降息预期提振市场风险偏好及流动性宽松因素影响，相应会对A股市场形成一定利好刺激，但进入到实际降息阶段，A股走势更多取决于自身基本面环境。
- **降息对大宗商品影响并没有稳定的规律，而黄金是最为确定性的多配品种。**黄金拥有避险和金融双重属性，在过去4轮降息预期阶段，黄金多表现为下跌，但在降息周期，黄金是极佳的做多品种。尽管黄金已累计不少涨幅，但我们认为黄金上方空间继续存在，COMEX黄金价格有望突破1400美金。
- **与黄金的走势相反，白银在降息周期内的表现偏向弱势。**
- **降息对原油的影响并无明显规律可言，核心在于自身供需面矛盾。**油价在预期降息阶段主要表现为小幅上涨，但在正式降息后，油价在过去4轮降息周期中的表现却不太一致。可见，油价的表现更多需要关注其自身供需方面的影响，美联储降息与否对油价的影响不显著。
- **有色金属在降息周期中表现偏弱，降息背后需求的走弱对价格形成压制。**从历次美联储降息周期中基本金属价格表现看，不管是降息预期阶段还是正式降息周期内，铜、铝、锌等有色金属的表现主要以下跌为主。美联储降息背后经济的放缓会抑制金属的消费需求，从而对价格形成压力。

美联储6月议息会议按兵不动，但未来降息的大门正式打开

美联储6月FOMC会议声明要点

- **维持当前目标利率不变。**美联储以9:1的投票比例通过本次利率决定，维持联邦基金利率不变，符合此前市场的预期。
- **删除“耐心”一词为降息敞开大门。**美联储FOMC声明表示，市场不确定性在增加，将采取适当措施维持扩张，并在政策声明中删除“耐心”一词。
- **FOMC委员认为美联储降息的理由在增强。**美联储点阵图显示，17名官员对未来前景展望存在分歧，8名官员预计2019年将降息，9人预计2020年底之前将降息，3月份美联储点阵图预计2020年将加息一次。
- **下调了未来联邦利率的中值。**美联储FOMC经济预期：2020年底联邦基金利率预期中值为2.1%，此前预期为2.6%；2021年底联邦基金利率预期中值为2.4%，此前预期为2.6%。

美联储6月FOMC会议点阵图 ➡



鲍威尔新闻发布会对政策声明作出重大调整

美联储主席鲍威尔新闻发布会要点

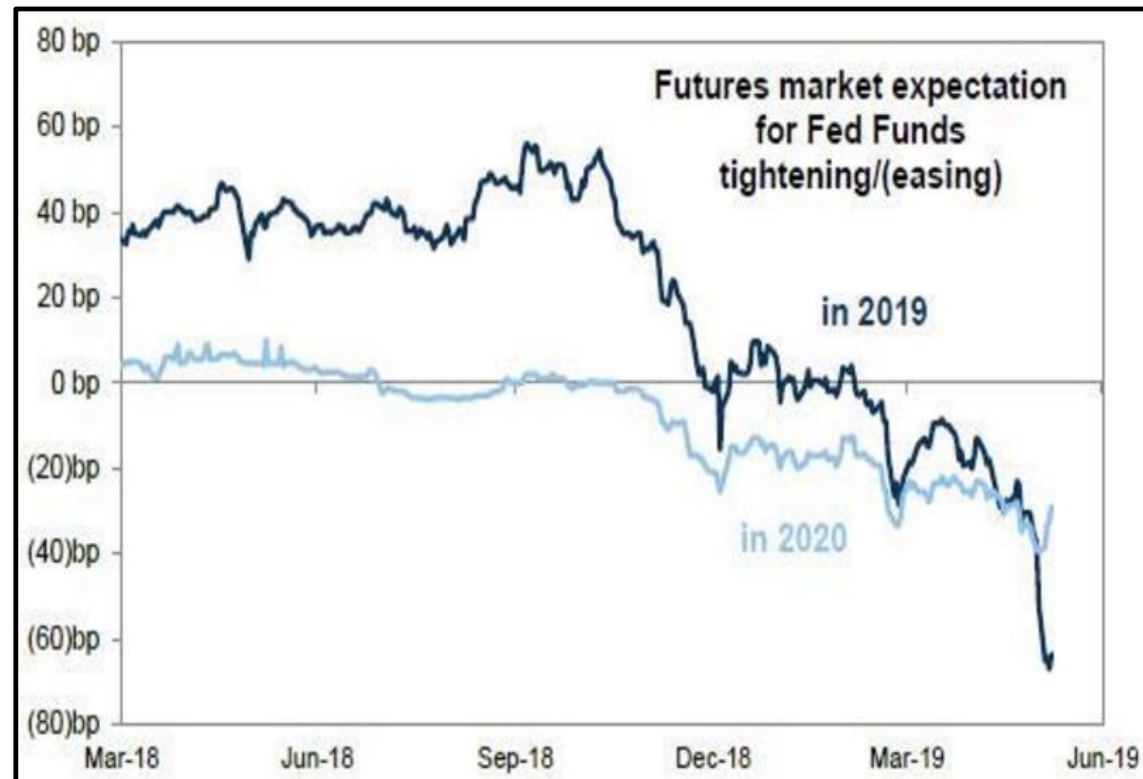
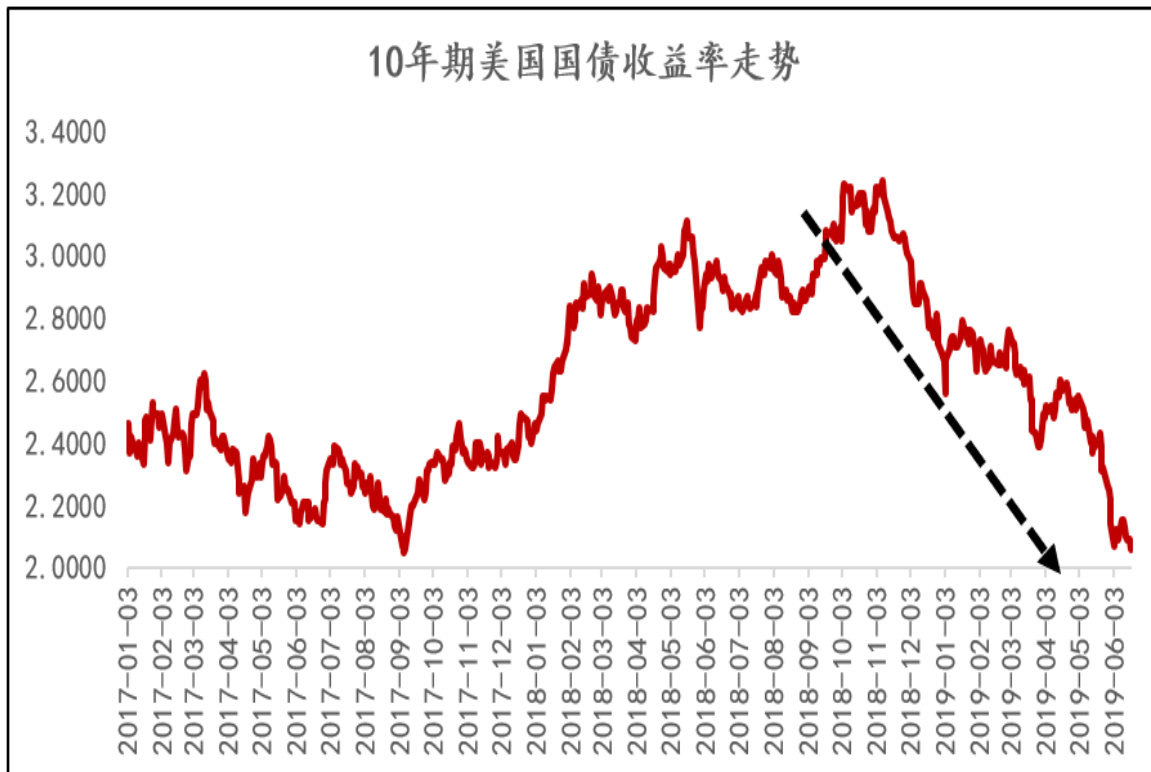
- 对政策声明作出重大调整，将采取适当措施维持扩张。
- 点阵图首次发出降息信号，委员们确实看到美联储降息的理由在增强，并认为未来降息将是适宜的。
- 美联储尚未真正讨论降息规模，而降息也将取决于未来的数据和风险前景。
- 将观察不确定性是否会导致经济前景承压；美联储不对单一数据过度反应是至关重要的。
- 缩表方面，缩表按计划接近结束；若联储确实放松政策，可能会调整缩表政策。
- 商界和农业合约对贸易的担忧加剧，金融市场的风险情绪恶化。
- 关于任职问题，鲍威尔表示，法律明确，我有4年任期，我有意继续任职。

【简要点评】

从结果上看，美联储6月议息会议宣布维持联邦基金利率保持不变，符合市场此前对6月会议不降息的预期。但同时需要注意到，相比于今年前面几次利率会议后的声明，本次美联储在政策声明删除了“耐心”的表述，并表示对前景的不确定性增加了。这份政策声明表述的变化，暗示未来联储降息的大门正式打开。受此影响，美联储7月降息25个基点至2.00%-2.25%的概率为83.7%，降息50个基点的概率为15.6%，而在此前联储降息25个基点和降息50个基点的概率分别为61.4%和20.7%。我们认为，美联储正在按照利率期货市场所释放的信号在行动，年内降息2-3次是可以期待的。

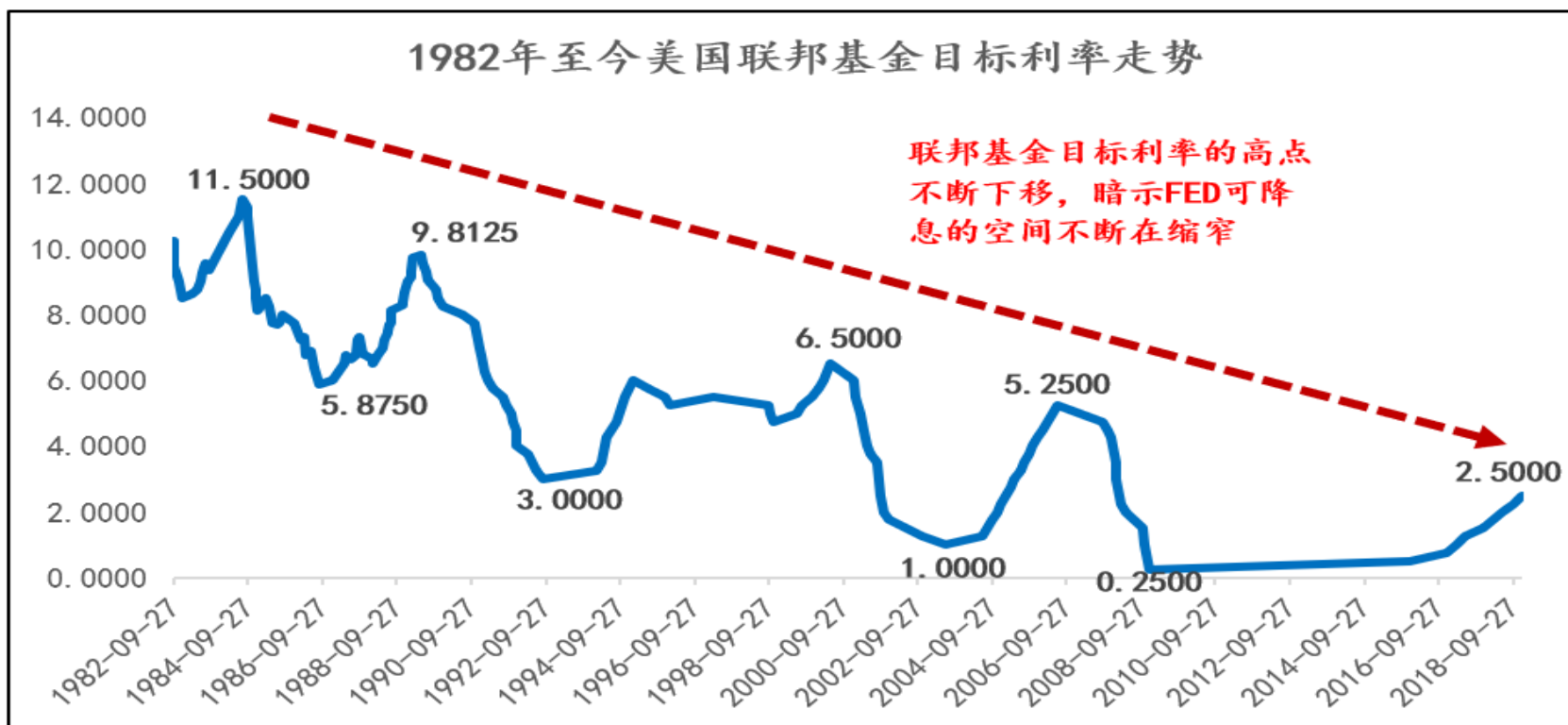
利率期货市场在疯狂押注美联储降息，但需警惕“预期差”带来的反向风险

- 当前国债期货市场在疯狂押注美联储将很快降息。根据利率期货市场的表现看，7月份联储可能会降息20个点，9月份可能会降息40个点，到了12月份可能会降息65个点。此外，国债期货市场还反映美联储2020年会额外再降息30个基点，这意味着未来一年半将降息四次。
- 从美国的国债收益率曲线看，10年期国债收益近期出现大幅下跌，当前市场对未来美联储降息已有非常高的预期。一旦后续美联储的态度或者降息出现不及预期情形，需警惕资本市场出现反向风险及大幅波动。



即便是后续美联储叩响降息扳机，真正可降息的空间也较为有限

- 自2015年12月美联储启动加息周期以来，截至2018年底，期间美联储总共加息9次。目前，联邦基金利率的目标区间为2.25%-2.5%。
- 尽管当下市场对美联储降息的预期及呼声越来越高，但与20世纪80年代以来的几轮降息周期相比，当前的联邦基金利率仅为2.50%，远低于历次降息周期的起点位置，意味着即使美联储启动降息，其真正可降息的空间也较为有限。即便将利率降至0，其可降息的空间也只有250个基点。（注：历史上，美联储并未像欧央行或日本央行那样将利率降至0甚至低于0的水平）

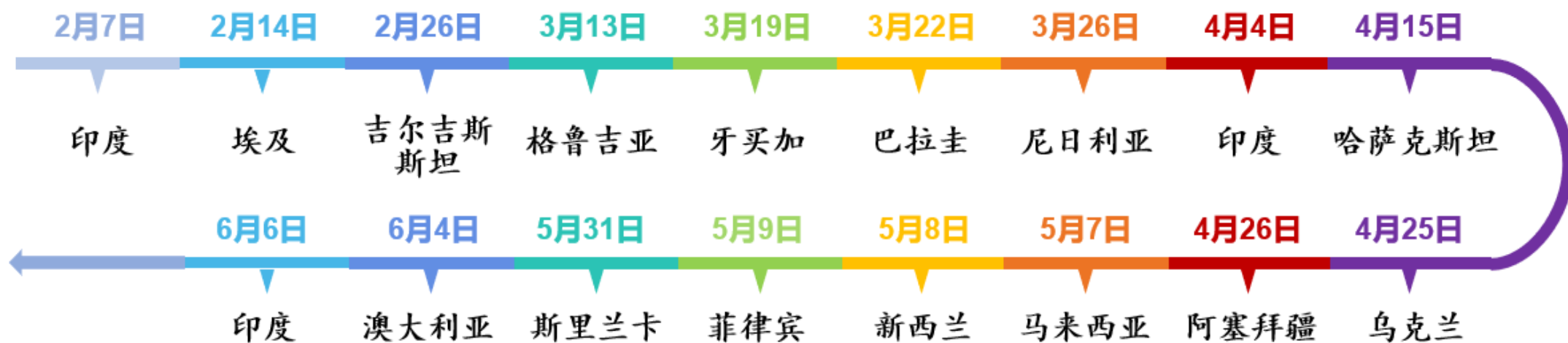


资料来源：Wind，信达期货研发中心

各国央行大范围“降息潮”来袭，全球货币宽松预期升温

- 自今年年初美联储及欧洲央行相继“由鹰转鸽”之后，新兴市场国家的央行也随即紧随纷纷降息，尤其是在全球贸易摩擦加剧进一步施压世界经济下行的大背景下，无论是发达国家还是新兴市场国家均采取降息的方式以对冲不断走弱的经济。
- 据不完全统计，迄今为止先后全球共有14家央行宣布降息。其中，2月7日，印度央行率先打响了新年降息第一枪；5月8日新西兰联储宣布降息25个基点，拉开了发达国家降息的帷幕，1个月后澳洲联储也宣布降息。此外，欧央行德拉吉在葡萄牙辛特拉举行的央行年度论坛上暗示可能降息，叠加美联储6月FOMC会议对政策声明作出重大调整，进一步强化了全球各大央行实行宽松货币政策的预期。

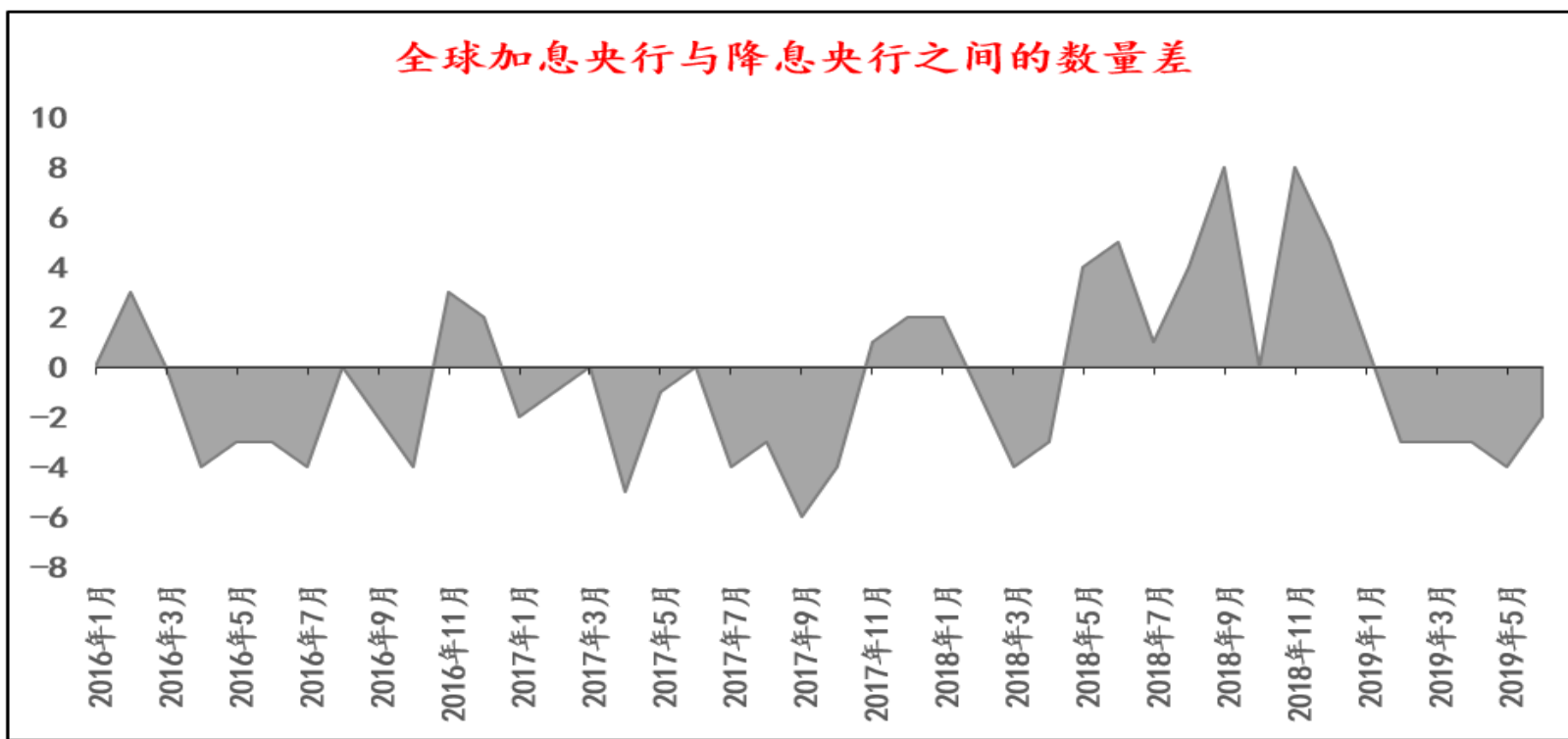
图1：2019年各国央行降息时间点梳理



资料来源：新闻资料整理，信达期货研发中心

全球央行大转向，连续五个月降息央行数量超过加息央行数量

- 从全球视野观察，5月降息的央行数量比加息的央行数量要多，如果把6月也考虑在内，这种情形已持续5个月。相比于去年，可谓是“大转向”。
- 2019年以来，新兴市场央行和发达国家央行的态度发生了非常大的转变，在今年2月份之前，为抵御美联储加息、通胀上升及货币疲软带来的影响，全球加息央行的数量整体超过或持平于降息央行的数量。但这种现象从今年2月份后已悄然发生改变，全球央行迎来新一轮的“降息潮”。

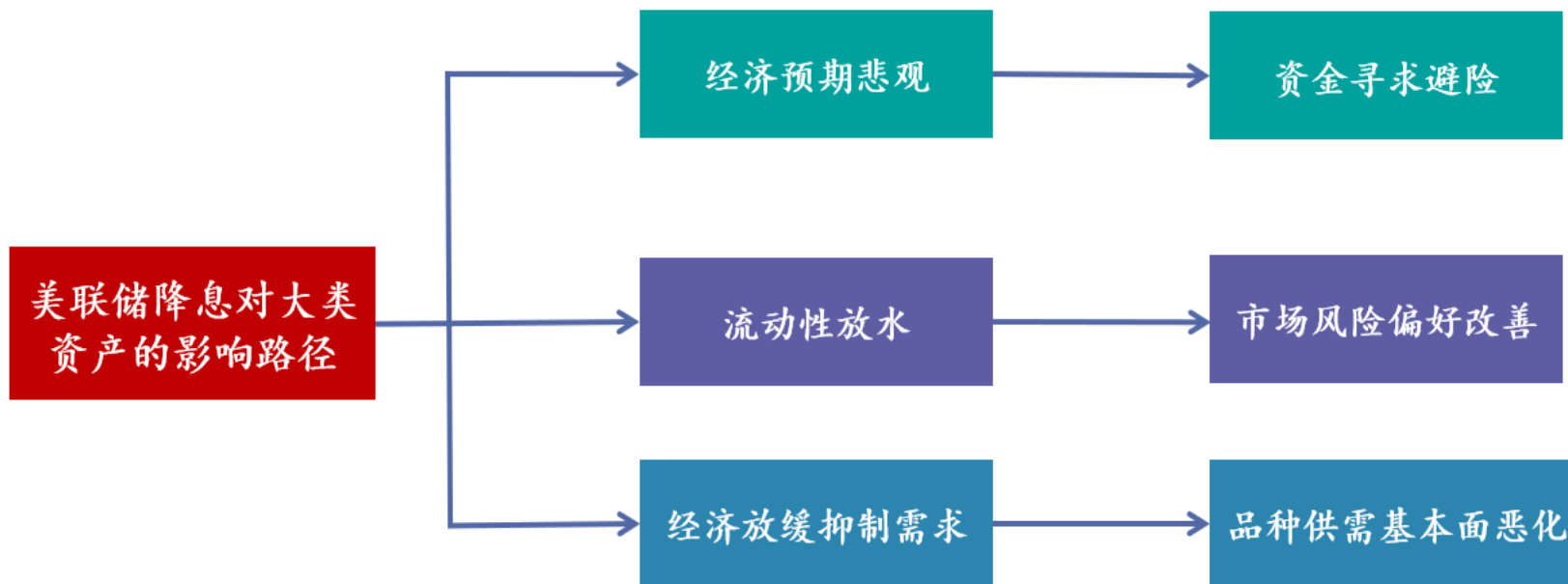


资料来源：金十数据，信达期货研发中心



美联储降息前后股市、大宗商品、汇率等大类资产将如何表现？

- 近期美国偏疲软的经济数据，6月FOMC会议对政策声明作出的重大调整，并结合鲍威尔在会后新闻发布会上的表态，让市场对美联储后续启动降息的预期越来越强。
- 现在市场所关心的是，如果后续美联储进入降息周期，会引起市场怎样的反应？相关的资产价格又将如何表现？
- 从历史过往几轮的降息周期看，市场从预期美联储降息到美联储正式启动降息，中间会间隔一定的时间，而在预期降息阶段和正式降息周期，相关大类资产的价格呈现不一样的走势。下面我们将系统研究在美联储降息周期前后，相关大类资产如股市，原油、黄金、白银、有色金属等大宗商品及美元指数表现情况。



20世纪80年代至今，美联储共进行4轮较为典型的降息周期

- 从上世纪八十年代至今，美联储共实施4轮影响较大的降息周期，分别为：1984年-1986年；1989年-1992年；2001年-2003年；2007年-2008年。从联储这4轮降息周期看，降息周期持续的时间在1-3年不等，且每一轮降息的幅度均不小，均在500个基点以上。
- 历史看，美联储从加息周期到降息周期的切换，降息启动的时间有早有晚，并无特别明显的规律可循。短则间隔时长少于1个月（如1989年，用时不到20天）；长则间隔时长在1年以上（如2006年，14.5个月之后才开始降息）。

1980年至今美联储历次降息周期梳理

降息轮次	降息周期	降息次数	联邦基金目标利率变动
第一轮	1984年9月-1986年8月	17次	美联储将联邦基金目标利率由11.50%下调至5.875%
第二轮	1989年6月-1992年9月	25次	美联储将联邦基金目标利率由9.8125%下调至3.00%
第三轮	2001年1月-2003年6月	13次	美联储将联邦基金目标利率由6.50%下调至1.00%
第四轮	2007年9月-2008年12月	10次	美联储将联邦基金目标利率由5.25%下调至0.25%

美联储从加息周期到降息周期启动历经时长统计

降息轮次	最后加息日期	首次降息日期	加息到降息中间历时
第一轮	1984年8月9日	1984年9月20日	1.5个月
第二轮	1989年5月17日	1989年6月6日	< 1个月
第三轮	2000年5月16日	2001年1月3日	7.5个月
第四轮	2006年6月29日	2007年9月18日	14.5个月
第五轮	2018年12月20日	?	?

资料来源：Wind，信达期货研发中心



美元指数在降息周期内多数表现为趋势性下跌走势

- 从影响因素讲，美元指数走势主要受美国经济相对于其他国家相对强弱及美联储货币政策周期两个因素的影响。
- 梳理过去四轮美联储降息前后美元指数的整体表现，发现在预期降息阶段美元指数的走势并无明显的规律性可言，而进入实际降息周期后，则呈现较为明显的规律性，即美元指数在实际降息周期内多数表现为下跌。美元指数在降息周期内的一致性表现背后主要反映美国经济相对世界其他国家经济在弱化，及美联储货币政策处于宽松周期。

美元指数在联储过去四轮降息周期前后表现统计		
降息轮次	预期降息阶段涨跌幅 (%)	实际降息周期涨跌幅 (%)
第一轮	6.03	-27.97
第二轮	2.17	-23.38
第三轮	-0.20	-13.34
第四轮	-8.63	0.79



美国股市在最近两轮降息周期中均陷入熊市

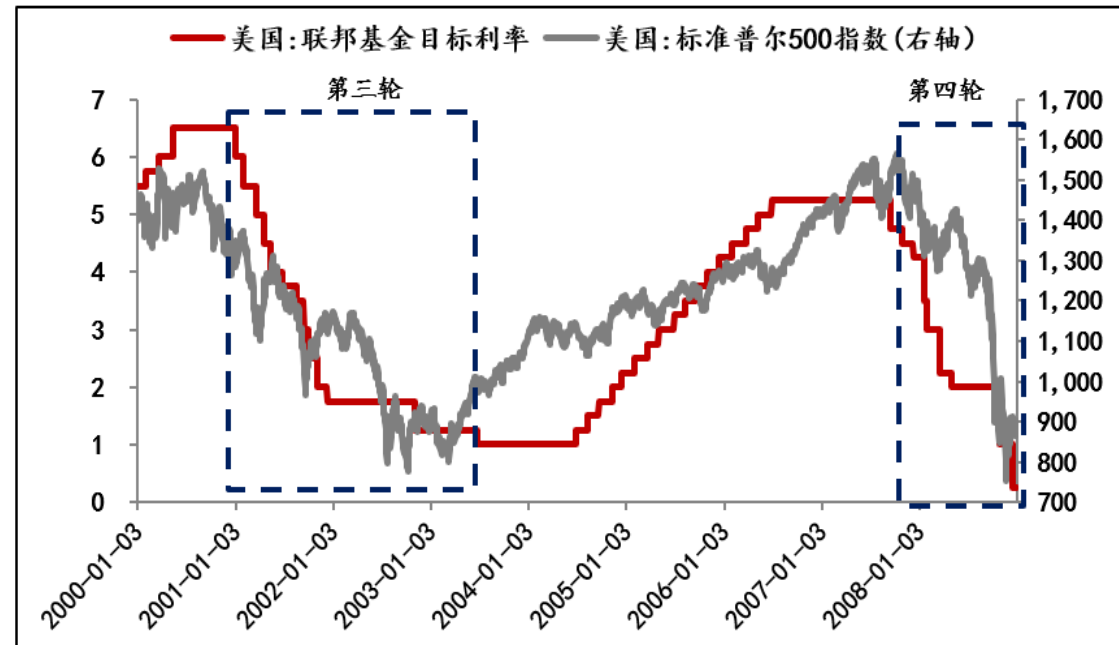
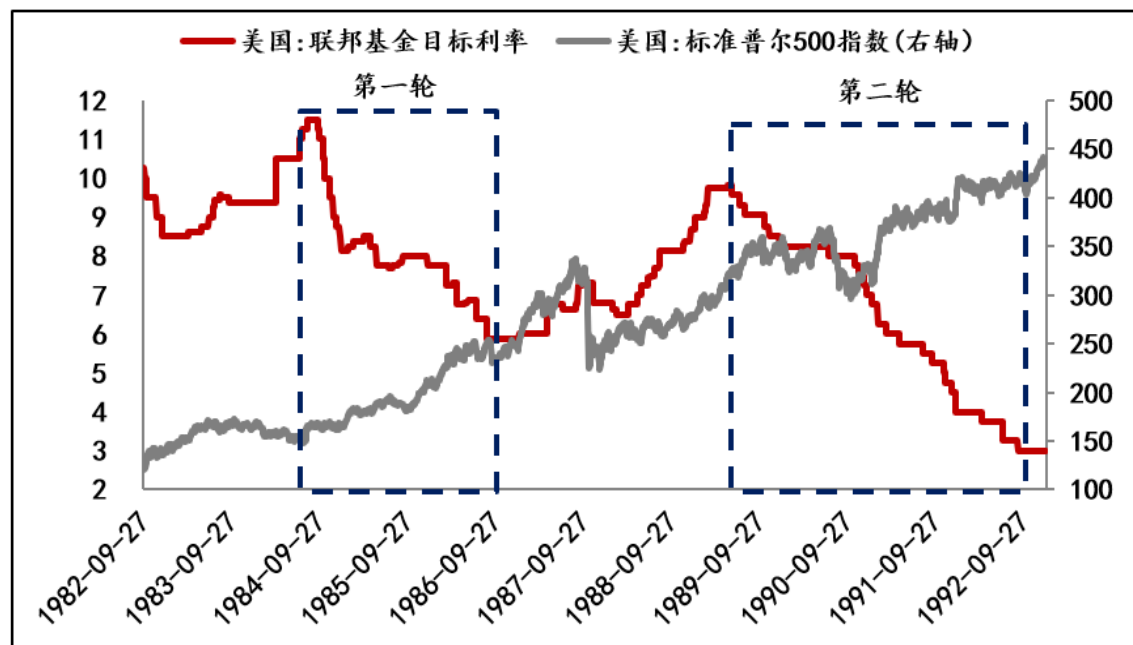
- 市场对美联储降息预期阶段，美股的表现通常取决于以下2方面因素。第一，美联储对货币政策态度的转变或实质性的降息措施对市场风险偏好带来提振和流动性宽松预期，有利于股市的阶段性上涨；第二，美联储降息的背后往往反映美国经济下行压力加大，这会加剧投资者对未来经济衰退的担忧，进而驱使美股下跌。
- 从美联储前面四轮降息周期前后美国股市的表现看，虽然美国股市通常会在联储降息预期阶段及降息开始后一段时间内继续走高，但从整个降息周期看，降息最终对美股不利。
- 2000年1月-2003年6月及2007年9月-2008年12月最近2轮降息周期中，标普500指数期间分别累计下跌38.16%（周期内低点距离高点下跌53%）和24%（周期内低点距离高点下跌53%）。

美股在联储过去4轮降息周期前后表现统计		
降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	3.54	49.56
第二轮	2.84	29.52
第三轮	-7.22	-24.00
第四轮	21.97	-38.16

资料来源：Wind，信达期货研发中心

美国股市在最近两轮降息周期中均陷入熊市

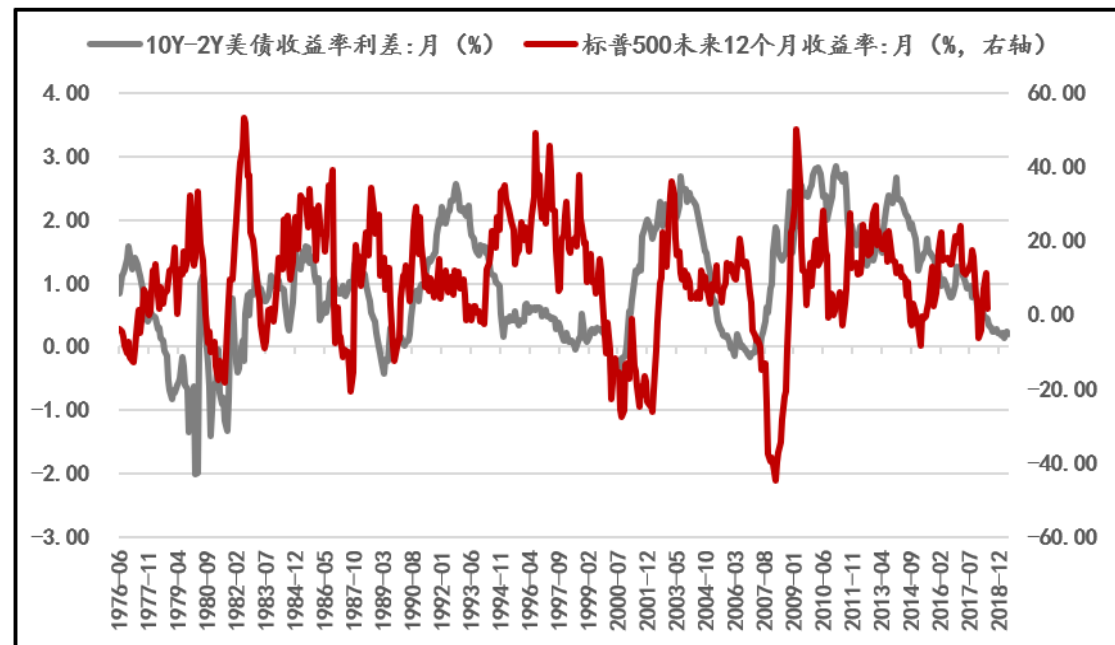
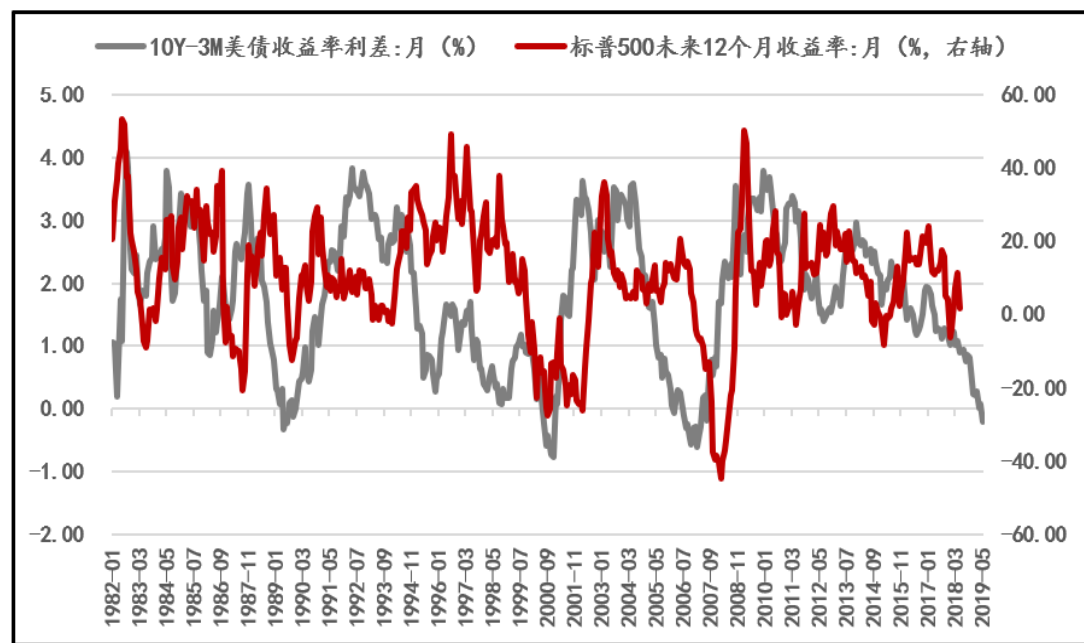
- 回顾历史发现，第三轮降息发生在亚洲金融危机之后美国互联网泡沫破灭后，而第四轮降息是发生在美国房地产泡沫引发的次贷危机后。在这两次危机中，美国的经济失速下滑，市场对于经济下行的担忧远远大于降息对股市的提振作用，从而使得美股出现大幅下跌。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

美债10年期和3个月长短期收益率持续倒挂，加剧市场对美股调整的担忧

- 历史数据显示，关键的长短期美债收益率倒挂往往领先于美国经济衰退和股市调整，是较为可靠的经济衰退预警指标，而其中3个月、10年期美债收益率倒挂则是美国经济衰退和股市调整较为准确的预警信号。同时，2年期、10年期美债收益率是否倒挂也将对市场产生较大的影响。
- 当美国长期和短期国债收益率曲线开始走平，并最终形成倒挂，标普500指数随之在未来12个月内的表现以下跌为主。目前，美国10年期和3个月国债收益率曲线已形成倒挂，且10年期与2年期国债收益率也不断走平，这通常预示着未来美股走势不佳。

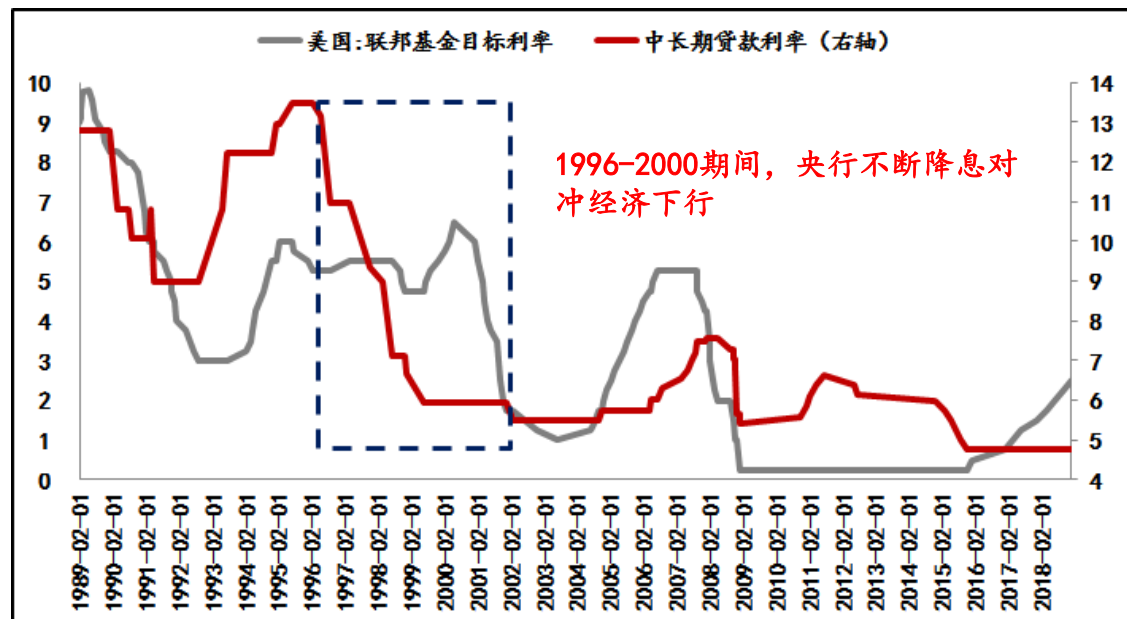


资料来源: Wind, 信达期货研发中心



国内A股在预期降息阶段表现向好，而实际降息阶段则取决于自身基本面好坏

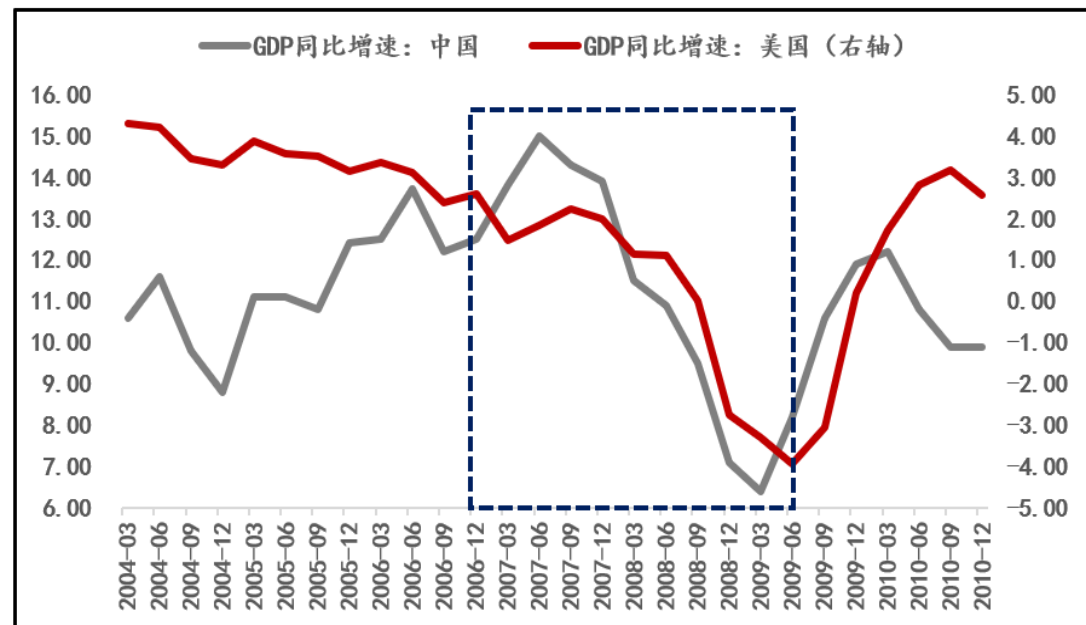
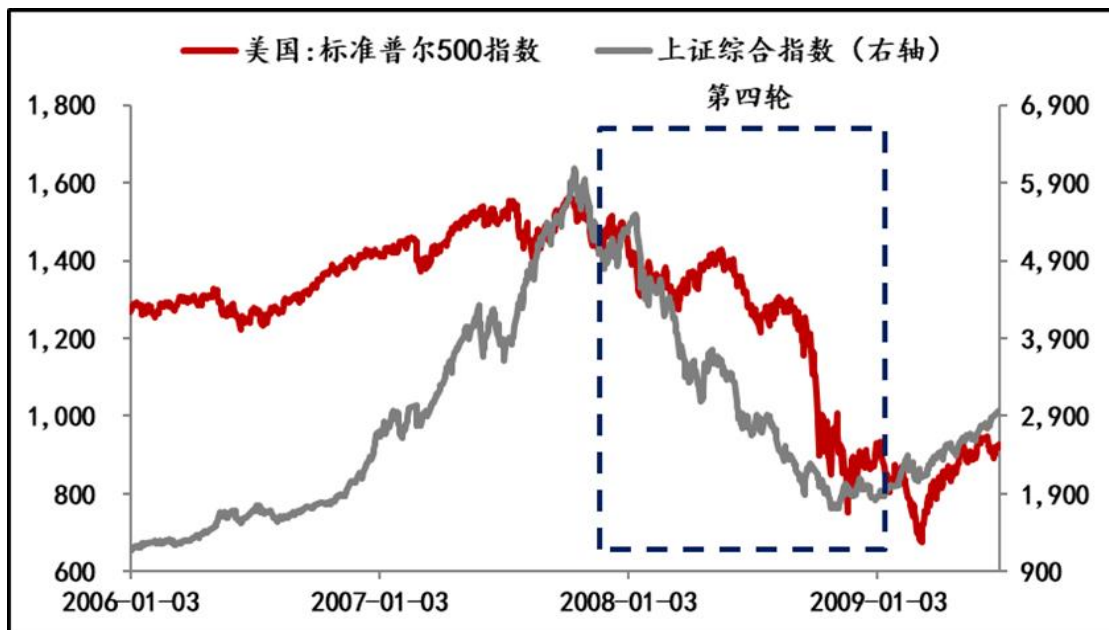
- 虽然在美联储第三、第四轮降息周期内，中美两国股市呈现高度一致性下跌走势，但美联储降息只是对A股市场造成扰动的外部因素，关键决定A股市场走势的因素仍在A股自身的内部条件。
- 1996年为对冲国内经济下行压力，央行纷纷降息，并配合众多利好政策出台，A股市场不断走牛，催生了1996年1月-2001年6月长达四年多的牛市。
- 2001年6月，国家发布《减持国有股充实社保方案》，当时市场最为关注的就是“国有股”减持问题，引发股民对股市“抽水”的恐慌，直接压垮了A股的牛市，股指也从2245点一路下跌到998点。
- 回看2001年-2003年期间A股市场的基本面环境，2001年以后，在地产和出口同时改善的刺激下，中国经济不断加速，实体企业ROE不断上升。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心 (注: 前面两轮联储降息周期A股尚未上市)

国内A股在预期降息阶段表现向好，而实际降息阶段则取决于自身基本面好坏

- 2008年美股和A股呈现同步性下跌，两国股市如此强的相关性根源在于美国次贷危机波及全球，中国经济也遭受重创。我国央行继美联储之后也开启了降息周期，4个月内5次降息，但仍然无法改善市场对经济的悲观预期，而A股也在这一期间大幅走低。
- 2007年底-2008年10月，A股市场出现的单边大幅下跌，出现在中国和美国经济环境共振性走弱的背景下，导火索是美国的次贷危机，而期间两国央行纷纷降息也是为了对冲经济下行的无奈之举。股市的下跌与美联储降息无关，而是受制于自身基本面环境太差。



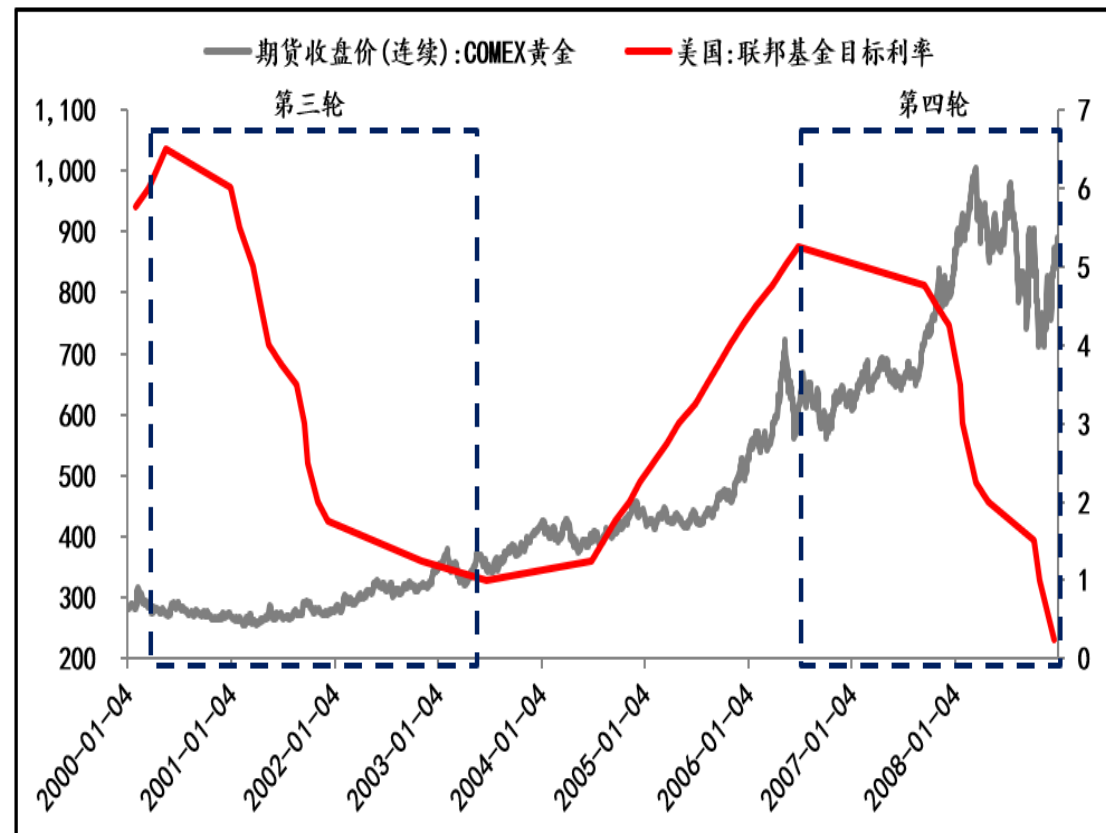
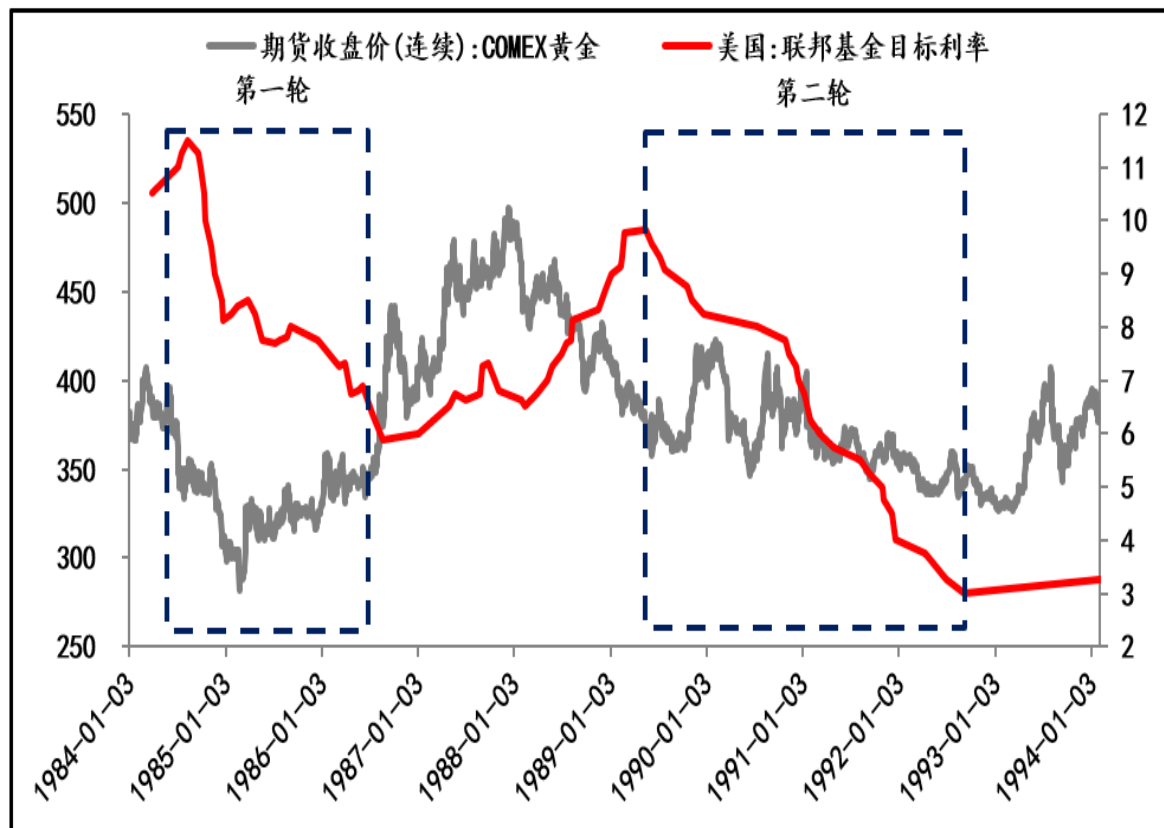
降息对大宗商品影响并没有稳定的规律，而黄金是最为确定性的做多机会

- 梳理黄金在美联储过去四轮降息周期前后的基本表现发现：在过去第1、2、3轮降息预期阶段，黄金价格均表现为小幅下降，降幅分别为1.60%、1.88%和3.21%，而在第4轮降息周期前，黄金却大涨了21.3%。
- 在美联储正式进入降息周期后，黄金通常呈现较大幅度上涨，在第1、3、4轮降息周期中，金价分别取得了12.40%、30.30%和17.28%的涨幅。因而，黄金在美联储降息周期内是极佳的做多品种选择。
- 在美联储第二轮降息周期前后（1989年6月-1992年9月），黄金均表现为下跌，主要源于供需面的扰动。20世纪80年代，冷战式微，黄金的政治避险功能弱化、无息成本的弱势凸显，黄金出现供过于求现象，从而导致这一阶段的金价大幅承压。

黄金在联储过去四轮降息周期前后表现统计		
降息轮次	预期降息阶段涨跌情况	实际降息周期涨跌情况
第一轮	-1.60%	12.40%
第二轮	-1.88%	-6.26%
第三轮	-3.21%	30.30%
第四轮	21.30%	17.28%

资料来源：Wind，信达期货研发中心

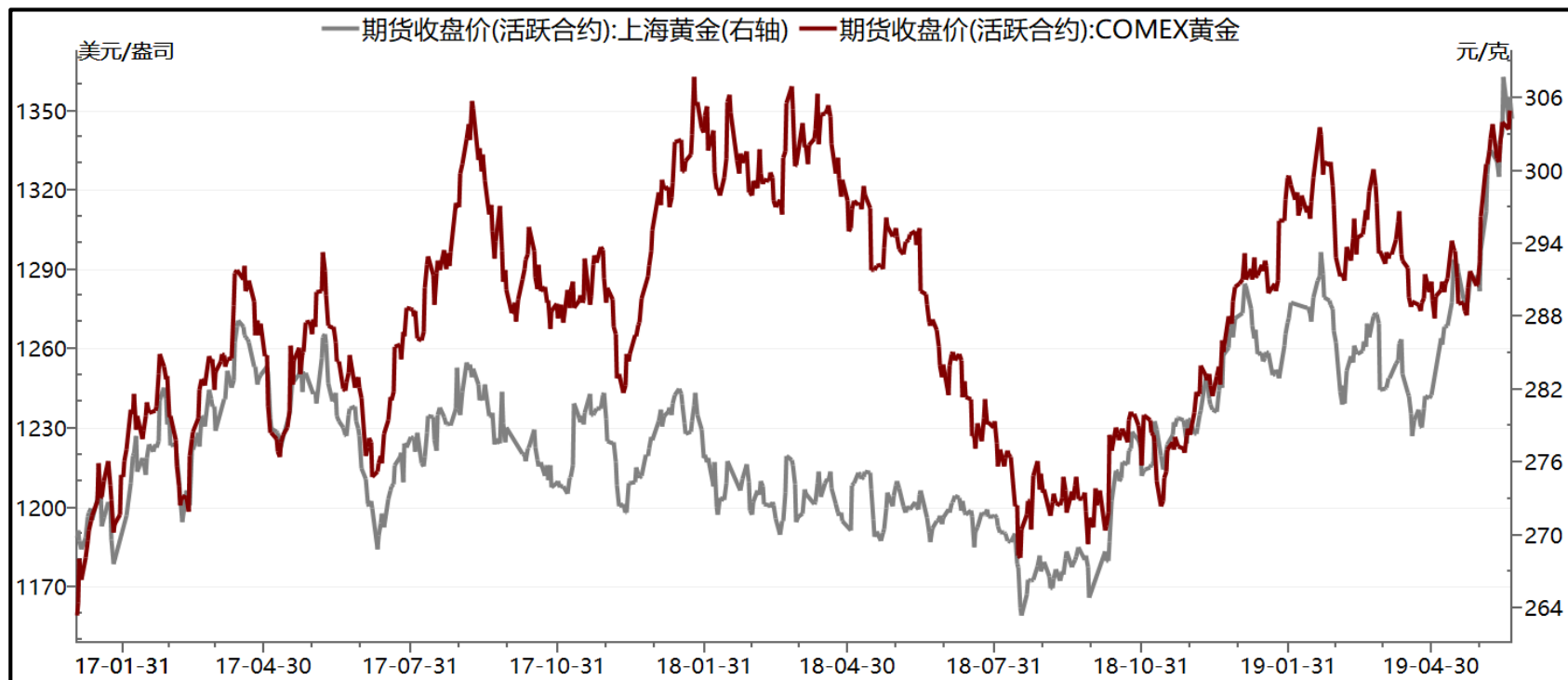
降息对大宗商品影响并没有稳定的规律，而黄金是最为确定性的做多机会



资料来源：Wind，信达期货研发中心

黄金短期涨幅已接近饱和，但后续上涨的空间仍然较大

- 国际贸易形势的不确定性催生，紧接着由贸易前景不确定强化了对全球经济前景的担忧等避险情绪，及市场预期全球央行货币政策走向宽松等因素促发了金价近期大幅上涨。
- 6月18日，习近平与特朗普通话，约定将在月底G20日本大阪峰会期间会晤，市场预期中美双方有望重回谈判，避险情绪有所缓和。此外，美债收益率已经对未来美联储降息已有充分预期。因而，我们认为黄金短期的涨幅已接近饱和，需重点关注风险因素缓和對金价造成的阶段性扰动。
- 目前仍处于美联储降息预期阶段，一旦联储真正启动降息，这对金价而言仍是较好的做多机会，COMEX黄金价格有望突破1400美金，上方空间继续存在。

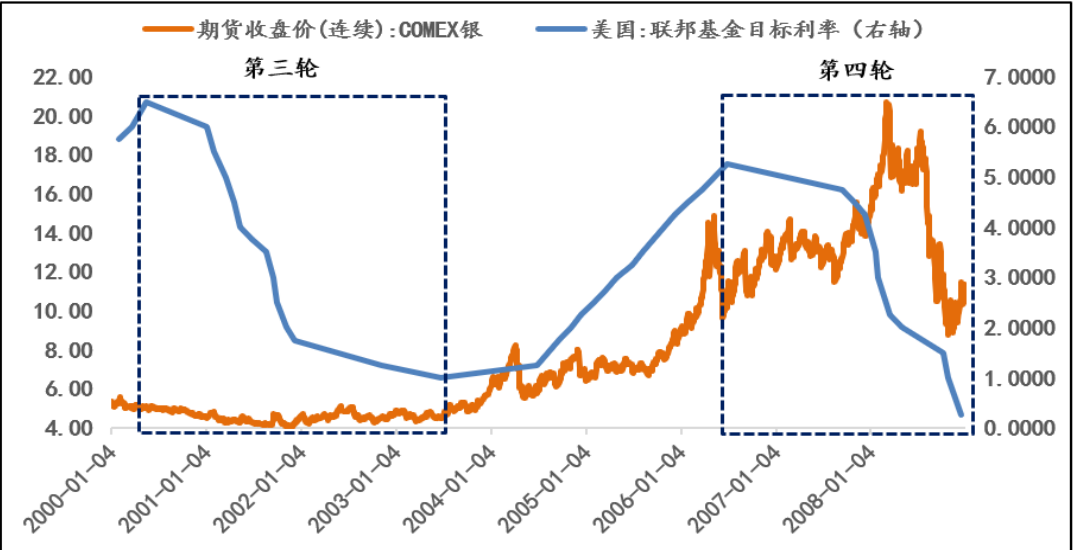


资料来源：Wind，信达期货研发中心

与黄金的走势相反，白银在降息周期内的表现偏向弱势

- 相比于黄金而言，白银的避险属性明显要弱，这一点可从过去四轮美联储实际降息周期内二者完全分化的走势背后得到印证。
- 对于白银而言，反映降息背后是需求疲软的商品属性将盖过其避险属性，进而对白银价格形成较大的压制。

白银在联储过去四轮降息周期中的表现统计		
降息轮次	预期降息阶段涨跌	实际降息周期涨跌
第一轮	-8.05%	-28.26%
第二轮	0.76%	-32.30%
第三轮	-12.10%	1.67%
第四轮	23.56%	-15.76%



资料来源：Wind，信达期货研发中心

降息对原油的影响并无明显规律可言，核心在于自身供需面矛盾

- 油价在预期降息阶段主要表现为小幅上涨。除了第3轮降息周期前下跌5.82%外，第1、2、4轮降息预期阶段均表现为上涨。
- 在正式降息后，油价在过去4轮降息周期中的表现却不太一致。其中，在第1、4轮降息周期中均出现了大幅下跌，而在第2、3轮降息周期中则呈现为上涨。由此可见，油价的表现更多需要关注其自身供需方面的影响，美联储降息与否对油价的影响不无明显的规律可言。

原油在联储过去四轮降息周期前后表现统计		
降息轮次	预期降息阶段涨跌	实际降息周期涨跌
第一轮	0.78%	-48.41%
第二轮	1.64%	6.40%
第三轮	-5.82%	6.96%
第四轮	10.87%	-46.51%

资料来源：Wind，信达期货研发中心

有色金属在降息周期中表现偏弱，降息背后需求的走弱对价格形成压制

- 从历次美联储降息周期中基本金属价格表现看，不管是降息预期阶段还是正式降息周期内，铜、铝、锌等有色金属的表现主要以下跌为主。全球央行流动性放水对有色金属的价格支撑要弱于需求走弱对金属价格的压制。美联储降息，一方面经济的放缓将会抑制金属的消费需求，从而对价格形成压力；另一方面美国经济的减弱，也会对市场投资者的信心形成负面冲击。

LME铜在联储过去四轮降息周期前后表现统计

降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	——	-10.15%
第二轮	-7.35%	3.25%
第三轮	-5.84%	-3.65%
第四轮	4.26%	-59.75%

LME铝在联储过去4轮降息周期前后表现统计

降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	——	——
第二轮	-12.55%	-31.76%
第三轮	-0.85%	-9.05%
第四轮	-5.31%	-38.40%

LME锌在联储过去4轮降息周期前后表现统计

降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	——	——
第二轮	-2.68%	8.83%
第三轮	13.22%	-3.82%
第四轮	214.00%	-68.79%

LME铅在联储过去4轮降息周期前后表现统计

降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	——	——
第二轮	-2.68%	8.83%
第三轮	13.22%	-3.82%
第四轮	214.00%	-68.79%

LME锡在联储过去4轮降息周期前后表现统计

降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	——	——
第二轮	-1.25%	-34.27%
第三轮	-5.61%	-10.22%
第四轮	88.36%	-26.21%

LME镍在联储过去4轮降息周期前后表现统计

降息轮次	预期降息阶段涨跌幅	实际降息周期涨跌幅
第一轮	——	——
第二轮	-9.81%	-40.38%
第三轮	-39.63%	36.32%
第四轮	46.67%	-68.75%

资料来源：Wind，信达期货研发中心

【报告联系人】

研究，我们只提供最专业的！

宏观金融组

郭远爱（负责人）

投资咨询资格编号：Z0013488

执业编号：F3021290

电话：18758264396（微信—>>

座机：0571-28132630

邮箱：guoyuanai@cindasc



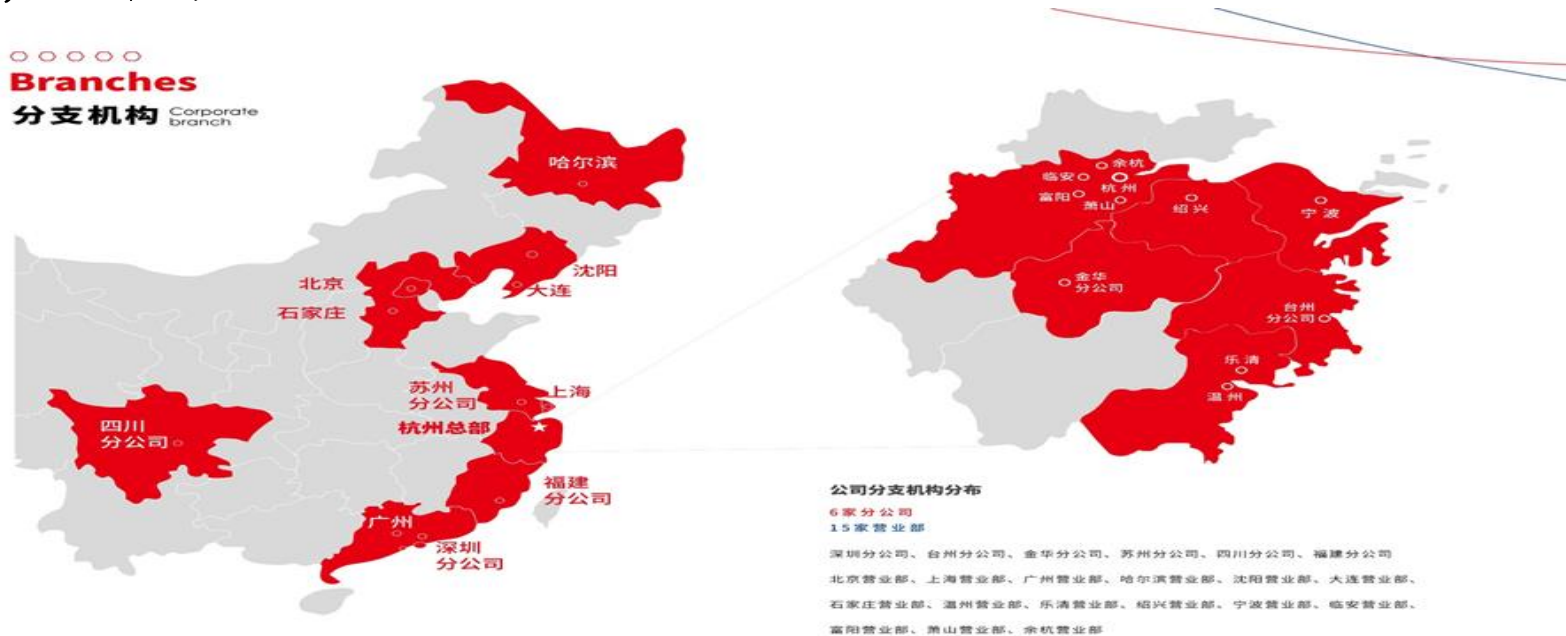
欢迎公私募机构、产业及其他机构等咨询交流

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。



地址：杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦1125室、1127室、12、16层

邮编：310004

电话：0571-28132578

网址：www.cindaqh.com