

## 美联储降息后全球大类资产走势

### ——太平洋证券宏观专题研究

#### 宏观研究报告

证券分析师：杨晓

电话：010-88325259

E-MAIL: yangxiao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090004

#### 核心观点：

本轮始自 2015 年底，到目前已经加息 9 次的加息周期很可能已经步入尾声，年内有望开启新一轮降息周期。尽管每次降息的背景以及各类资产表现存在差异，但仍然存在一些共性，本文总结了 1980 年开始历次降息周期后不同时间跨度下全球大类资产的表现规律。

降息初期美国整体增长乏力，通胀短暂回升，失业率低位走高，房地产、制造业萎缩迹象明显。降息周期开启后经济往往步入衰退，宽松的流动性刺激通胀短期回升，但下行趋势未得到根本性改变，十二个月内核心 CPI 同比平均降低 0.23%。就业市场表现同样不佳，降息开始十二个月后失业率平均上升 0.8 个百分点，工资增速同比降低 0.92 个百分点。期限利差逐步回升，六个月内涨幅达 73bp。

总体来看，债券>大宗商品>股票。降息开始后 3 个月内，国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、大宗商品以及新兴国债表现最佳。降息开始后 6 个月内，国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、新兴公司债、原油以及美国国债表现最佳。降息周期开始后 12 个月内，国债>公司债>股票>大宗商品，其中中国国债、美国国债、新兴公司债以及美国公司债表现较好。

股票方面，全球股市下跌明显，新兴>发达，香港>日本>美国>欧洲。根据标普 GICS 行业分类，核心消费品和医疗保健板块十二个月内均能取得正收益，公用事业三个月内平均年化收益率可达 31%，能源、电信板块短期也有小幅上涨。

债券方面，国债>公司债。美国国债以及美国公司债收益稳定，新兴市场公司债短期收益最佳。

大宗商品方面，原油、贵金属短期内涨幅明显。黄金等贵金属作为避险资产收益较好，工业金属、农产品表现不佳。

风险提示：降息节奏不及预期

## 目录

<b>一、近期动态与周期划分</b> .....	<b>4</b>
(一)、6月非农数据超预期，降息仍不可避免 .....	4
(二)、阶段划分与加息末/降息初期背景 .....	5
<b>二、降息初期的宏观背景</b> .....	<b>7</b>
(一)、通货膨胀 .....	8
(二)、经济增长 .....	9
(三)、劳动力市场 .....	11
(四)、房地产市场 .....	11
(五)、制造业 .....	12
(六)、期限利差 .....	13
<b>三、降息初期大类资产表现</b> .....	<b>14</b>
(一)、股市 .....	16
(二)、债市 .....	18
(三)、大宗商品 .....	20

## 图表目录

图 1 联邦基金利率走势及相对高点.....	6
图 2 降息初期通胀下行压力增加.....	9
图 3 降息初期增长动能不足.....	10
图 4 联邦基金利率与产出缺口呈明显负相关.....	10
图 5 降息周期开始后失业率逐步攀升.....	11
图 6 房地产市场对利率较为敏感.....	12
图 7 降息初期制造业 PMI 与工业总产值同比双双回落.....	13
图 8 降息初期期限利差通常处于低位.....	14
图 9 降息后 3 个月内国债表现优于其他大类资产.....	15
图 10 降息后 6 个月内公司债表现稳定.....	15
图 11 降息后 12 个月内股市基本回升至降息开始水平，大宗商品涨势不再.....	16
图 12 全球主要股指相对表现（2002 年 1 月为 1）.....	17
图 13 降息开始后全球股市随即下跌，港股、新兴市场上涨趋势明显.....	18
图 14 降息开始后核心消费品、医疗保健等板块表现优秀.....	18
图 15 降息后美国国债表现较为稳定.....	19
图 16 美国、新兴市场公司债表现同样优异.....	20
图 17 大宗商品中原油中期表现亮眼.....	21
表 1: 1980 年以来历次加息周期与降息周期.....	6
表 2: 降息开始后主要宏观/市场指标变化.....	7
表 3: 降息开始后全球主要股指表现.....	17
表 4: 降息开始后全球国债表现.....	19
表 5: 降息开始后全球公司债表现.....	20
表 6: 降息开始后大宗商品表现.....	21

本文总结美联储降息初期经济条件，并分析 3 个时间维度全球大类资产走势变化。

美联储降息初期经济条件：

**整体增长乏力，通胀短暂回升，失业率低位走高，房地产、制造业萎缩迹象明显。**降息周期开启后经济往往步入衰退，流动性的宽松使得短期内通胀回升，但下行趋势未得到根本性改变，十二个月内核心 CPI 同比平均降低 0.23%。就业市场表现同样不佳，降息开始十二个月后失业率平均上升 0.8 个百分点，工资增速同比降低 0.92 个百分点。期限利差逐步回升，六个月内平均涨幅达 73bp。

美联储降息初期全球大类资产表现：

**总体来看，债券>大宗商品>股票。**降息开始后 3 个月内：国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、大宗商品以及新兴国债表现最佳。降息开始后 6 个月内：国债>公司债>大宗商品>股票，其中中国国债、新兴公司债、原油以及美国国债表现最佳。降息开始后 12 个月内：国债>公司债>股票>大宗商品，其中中国国债、美国国债、新兴公司债以及美国公司债表现较好。

**股票方面，全球股市下跌明显，新兴>发达，香港>日本>美国>欧洲。**根据标普 GICS 行业分类，核心消费品和医疗保健十二个月内均能取得正收益，公用事业三个月内平均年化收益率可达 31%，能源、电信板块短期也有小幅上涨。

**债券方面，国债>公司债，**美国国债以及美国公司债收益稳定，新兴公司债短期收益最佳。

**大宗商品方面原油短期收益较高，黄金等贵金属作为避险资产也往往受到青睐。**

## 一、近期动态与周期划分

### (一)、6 月非农数据超预期，降息仍不可避免

就业和通胀是美联储制定货币政策时重点关注的两项经济指标。5 月美国 CPI 环比 0.1%，同比 1.8%，均低于市场预期。6 月美国失业率同比 3.7%，较预期的 3.6% 高出 0.1 个百分点。6 月新增非农就业 22.4 万个，大幅好于预期的 16.5 万，5 月新增数据下修至 7.2 万，过去 3 个月均值上升至 17.1 万。

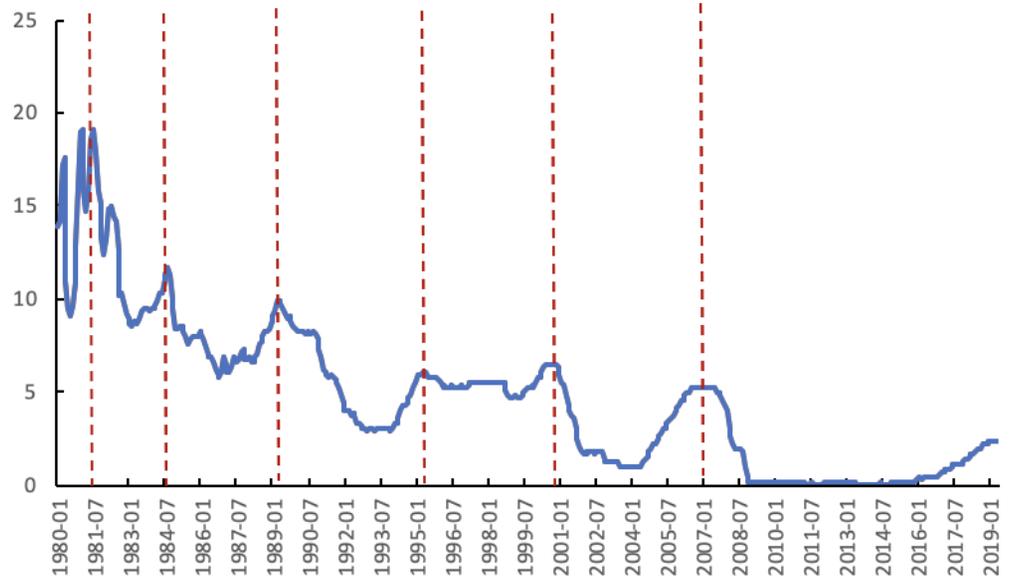
尽管相对强劲的非农数据削弱了美联储降息预期，但市场普遍认为美联储在 7 月底将降息 25 个基点。芝加哥商品交易所的利率期货显示，7 月 31 日议息会议上降息 25 个基点的概率仍然高达 95.1%，但降息 50 个基点的概率从 29.2% 骤降至 4.9%。

在美国当地时间 6 月 19 日结束的议息会议中，美联储决定将联邦基金利率区间维持在 2.25%-2.5% 不变，但政策声明中删除对利率政策保持“耐心”的表述，同时下调对今年通胀水平的预测。在本次会议上，FOMC 的投票结果为 9:1，1 名委员希望立即降息 25 个基点，这是 16 个月以来 FOMC 首次出现货币政策表决的不一致。而在未来货币政策预期上，美联储也出现明显分歧：根据最新的点阵图预测，17 名美联储决策层官员中，有 8 人预计今年年底前降息，8 人预计维持不变，仅有 1 人预期加息。种种迹象表明，本轮始自 2015 年底，到目前已经加息 9 次的加息周期已经步入尾声，年内有望开启新一轮降息周期。

## **(二)、阶段划分与加息末/降息初期背景**

1980 年以来，美国共经历了 6 次较为完整的加息和降息周期，一个完整的加息降息周期持续时长在 18-48 个月之间，本轮加息周期始于 2015 年 12 月，到目前已有 43 个月，堪称历史最长加息周期。降息幅度方面，除 1995 年 7 月小幅降息 0.75% 以外，其余 5 次降息幅度均超过 5%。目前联邦基金目标利率为 2.5%，较低的联邦基金目标利率限制了美联储货币政策的操作空间。

图 1 联邦基金利率走势及相对高点



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

表 1：1980 年以来历次加息周期与降息周期

	开始时间	结束时间	持续月份	加息次数	平均加息间隔 (月)	联邦基金目标利率			
						开始	结束	加息幅度 (%)	平均每次加息幅度 (%)
加息周期	1980-08	1980-12	4	7	0.57	9.50	20.00	10.50	1.50
	1983-05	1984-08	15	5	3.00	8.50	11.75	3.25	0.65
	1988-03	1989-02	11	12	0.92	6.50	9.75	3.25	0.27
	1994-02	1995-02	12	7	1.71	3.00	6.00	3.00	0.43
	1999-06	2000-05	11	6	1.83	4.75	6.50	1.75	0.29
	2004-06	2006-06	24	17	1.41	1.00	5.25	4.25	0.25
			43	9	4.78	0.25	2.50	2.25	0.25
降息周期	1981-06	1982-12	18	12	1.50	20.00	8.50	-11.50	-0.96
	1984-10	1986-08	22	13	1.69	11.75	5.88	-5.87	-0.45
	1989-07	1992-12	37	23	1.61	9.75	3.00	-6.75	-0.29
	1995-07	1996-01	6	3	2.00	6.00	5.25	-0.75	-0.25
	2001-01	2003-06	29	13	2.23	6.50	1.00	-5.50	-0.42
	2007-09	2008-12	14	10	1.40	5.25	0.25	-5.00	-0.50

资料来源：Bloomberg，太平洋证券研究院

降息开始时间：

1981 年 6 月：为了应对 1980 年开始的高通胀，美联储在 4 个月内大幅加息 10.5 个百分点，此期间美国通胀由 13.5% 迅速下降到 4%。美联储在 1981 年 6 月重启降息，在随后的 18 个月内降息 11.5 个百分点。

1984年10月：为了应对里根政府减税带来的通胀走高，美联储于1983年5月开始收紧货币政策，美国非农数据迅速下滑，美联储于1984年10月重新开启降息周期。

1989年7月：1987年美联储的降息救市导致通胀开始上扬，随后美联储在11个月内连续加息12次。此轮紧缩使得美国经济增长放缓，美联储于1989年7月放开流动性，随后的油价上涨和第一次海湾战争带来的相关不确定性严重影响了经济活动，使得本轮降息周期持续至1992年12月。

1995年7月：1995至1996年期间，尽管劳动力市场表现尚可，金融市场处于“非理性繁荣”，为了防范潜在的经济衰退风险以及潜在的金融危机风险，美联储于1995年7月开始削减利率。

2001年1月：此轮加息周期为1999年6月至2000年5月，持续11个月，并于2000年12月开启降息周期。1999年GDP强劲增长，失业率降至历史低点，通胀稳中有升。为了抑制互联网热潮带来的资产泡沫和经济过热倾向，美联储再次启动紧缩政策。

2007年9月：此轮加息周期为2004年6月至2006年6月，持续24个月，并在2006年6月至2007年6月的12个月时间内保持联邦基金利率不变。在此期间美国经济复苏强劲，需求快速上升拉动通胀抬头，2004年开始美联储收紧政策，连续17次加息。在美联储加息之后，美国房地产泡沫被刺破，成为2008年金融危机的导火索。

## 二、降息初期的宏观背景

**整体增长乏力，通胀短暂回升，失业率低位走高，房地产、制造业萎缩迹象明显。**降息周期开启后经济往往步入衰退，流动性的宽松使得短期内通胀回升，但下行趋势未得到根本性改变，十二个月内核心CPI同比平均降低0.23%。就业市场表现同样不佳，降息开始十二个月后失业率平均上升0.8个百分点，工资增速同比降低0.92个百分点。期限利差逐步回升，六个月内平均涨幅达73bp。

表 2：降息开始后主要宏观/市场指标变化

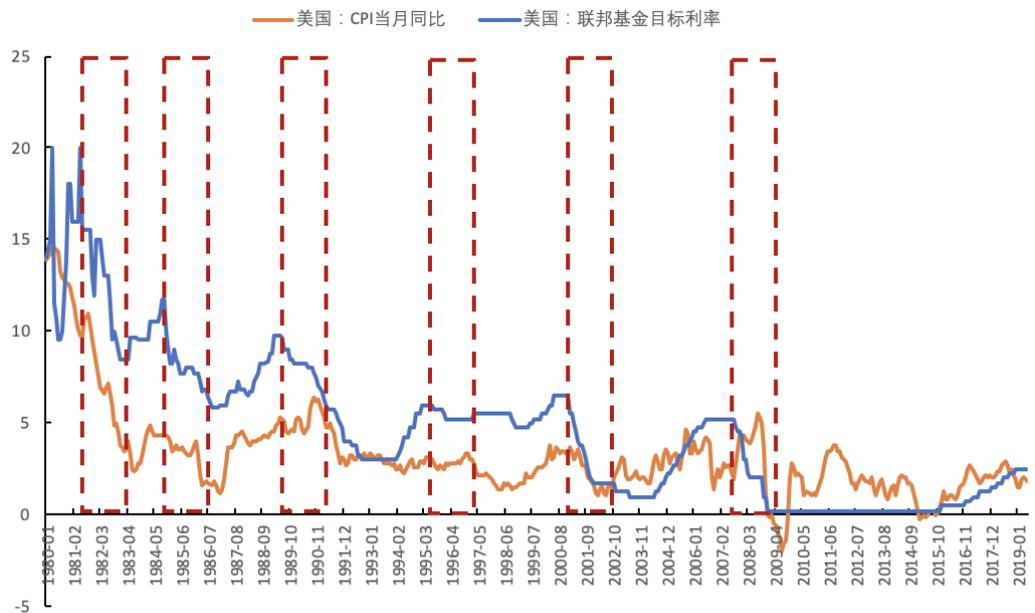
变化幅度	开始	结束	联邦基金目标利率(%)	核心CPI同比(%)	失业率(%)	工资增速(%)	GDP同比(%)	新屋开工(千套)	新屋销售(千套)	PMI	工业总产值同比(%)	期限利差:10年-2年(bp)
降息开始后三个月	1981-06	1981-09	0.00	2.40	0.10	-0.81	1.36	-134	-77	-8.2	-2.46	-10
	1984-10	1985-01	-1.75	-0.60	-0.10	0.15	-1.22	121	-42	-0.5	-2.18	89
	1989-07	1989-10	-0.50	-0.20	0.10	0.26	-0.28	-17	-86	0.9	-0.79	-17
	1995-07	1995-10	0.00	0.10	-0.20	0.27	0.03	-92	-69	-4.0	-0.68	-15
	2001-01	2001-04	-1.00	0.10	0.20	-0.57	-0.86	49	-27	0.4	-1.99	51
	2007-09	2007-12	-0.50	0.30	0.30	-0.64	-0.25	-146	-67	-2.0	-1.30	47
	平均值		-0.63	0.35	0.07	-0.22	-0.20	-36.50	-61.33	-2.2	-1.57	24
降息开始后六个月	1981-06	1981-12	-3.50	0.10	1.00	-3.48	-1.67	-135	42	-12.9	-5.90	146
	1984-10	1985-04	-1.75	-0.60	-0.10	-0.05	-2.2	231	-67	-2.6	-2.88	79
	1989-07	1990-01	-0.75	-0.10	0.20	-0.08	-1.03	124	-111	1.3	-1.85	-8
	1995-07	1996-01	-0.50	0.00	-0.10	-0.81	-0.16	6	-51	-5.2	-2.41	4
	2001-01	2001-07	-1.75	0.10	0.40	-0.52	-1.88	70	-56	1.2	-2.31	80
	2007-09	2008-03	-2.50	0.30	0.40	-0.68	-1.07	-178	-151	-2.7	-3.18	138
	平均值		-1.79	-0.03	0.30	-0.94	-1.34	19.67	-65.67	-3.5	-3.09	73
降息开始后十二个月	1981-06	1982-06	-2.50	-0.90	2.10	-4.83	-3.98	-143	-45	-12.4	-6.03	86
	1984-10	1985-10	-2.00	-1.10	-0.30	0.50	-2.22	244	-32	0.1	-3.85	81
	1989-07	1990-07	-1.00	0.60	0.30	-0.14	-1.62	-256	-189	0.7	3.60	11
	1995-07	1996-07	-0.50	-0.30	-0.20	1.32	1.53	11	5	-1.0	1.44	10
	2001-01	2002-01	-3.75	0.00	1.50	-1.24	-2.21	98	-56	5.2	-2.21	161
	2007-09	2008-09	-2.75	0.30	1.40	-1.12	-2.22	-363	-253	-6.2	-11.01	110
	平均值		-2.08	-0.23	0.80	-0.92	-1.79	-68.17	-95	-2.3	-3.01	77

资料来源: Bloomberg, 太平洋证券研究院

### (一)、通货膨胀

通胀疲软，下行压力加大。美联储往往在通胀下行时开启降息周期。目前美国宏观数据与就业情况表现良好，但通胀仍然低于美联储2012年定下的2%的通胀目标，历次降息周期开始后通胀仍有下行趋势，若通胀数据进一步下滑，美联储可能于本月被迫开启降息周期。

图 2 降息初期通胀下行压力增加

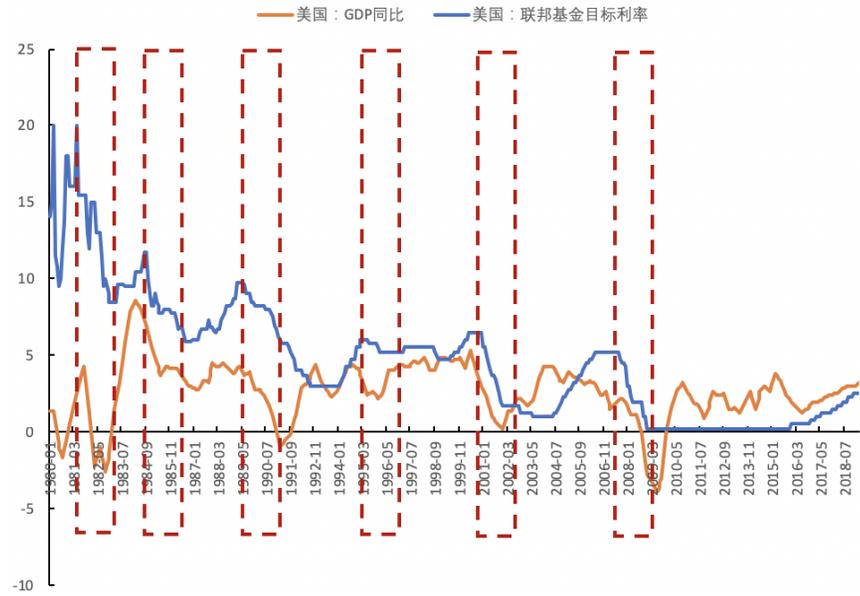


资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

## (二)、经济增长

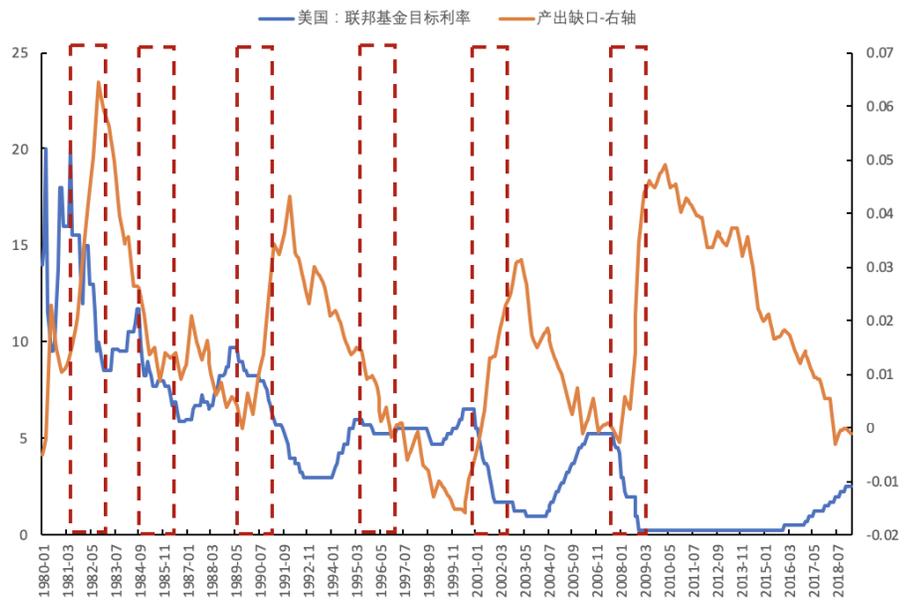
增长动能不足，衰退迹象初显，产出缺口拉大。降息初期增长放缓，但距离衰退仍有一段时间，降息开始六个月后 GDP 同比平均下降 1.34 个百分点。若以  $(1 - \text{实际 GDP} / \text{潜在 GDP})$  来衡量产出缺口，可以发现产出缺口与联邦基金利率之间有显著的负相关关系，即当经济过热时，产出缺口减小，美联储提高联邦基金利率。当经济衰退时，产出缺口拉大，美联储降低联邦基金利率。目前美国产出缺口接近于 0 且有触底反弹趋势，有一定衰退迹象，因此本轮加息周期或将接近尾声。

图 3 降息初期增长动能不足



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

图 4 联邦基金利率与产出缺口呈明显负相关

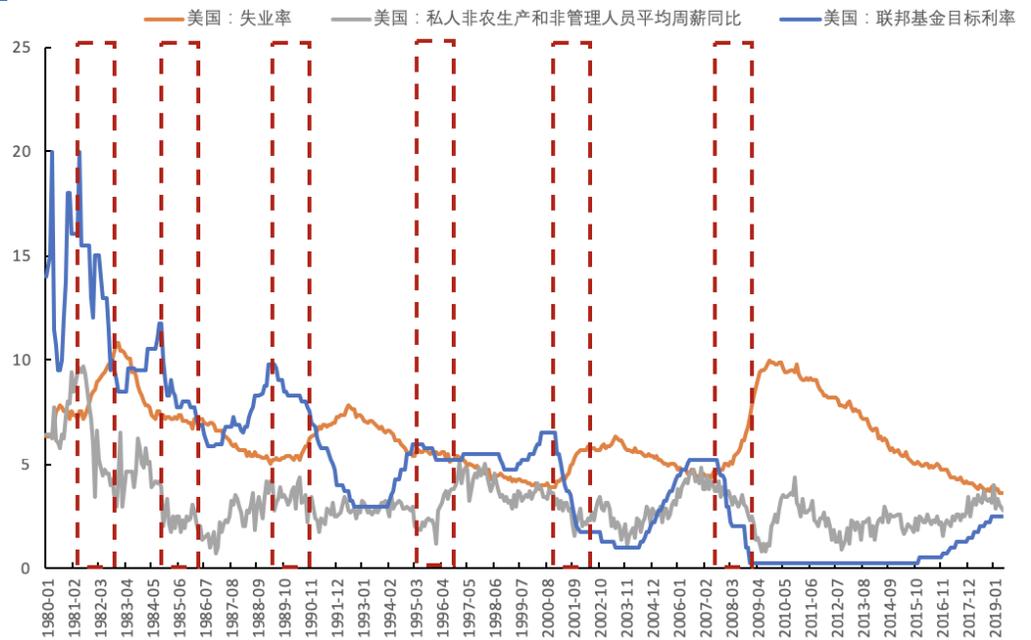


资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

### (三)、劳动力市场

工资增速缓慢，失业率相对较低但存在上升潜力。美联储历次结束加息转向降息时，失业率大多处于相对低点，而不是等到失业率上升时才开启降息。历史经验来看，降息开始 3 个月内失业率没有明显变化，降息周期开始六个月后失业率平均上升 0.3 个百分点，之后逐渐攀升。

图 5 降息周期开始后失业率逐步攀升

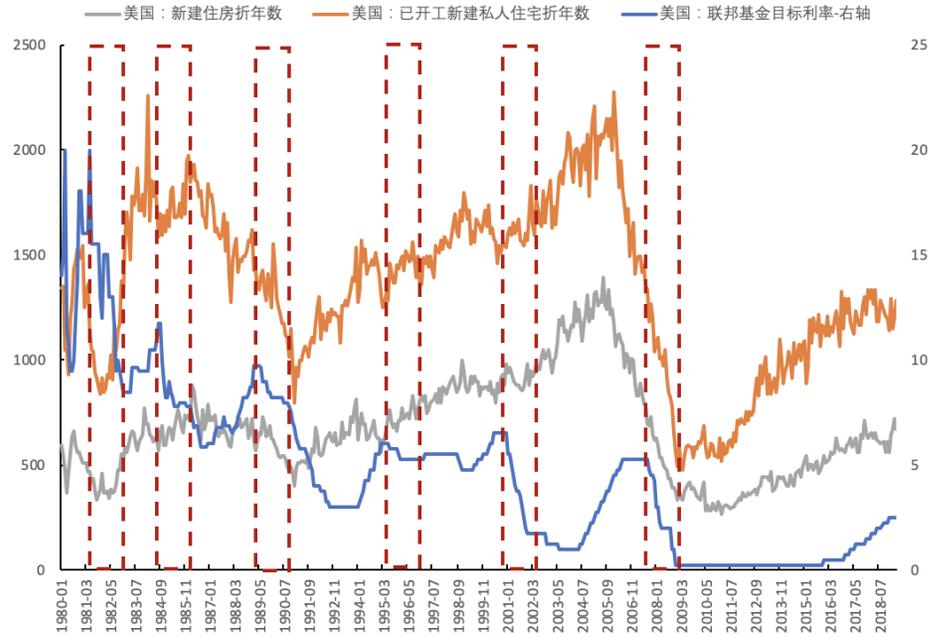


资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

### (四)、房地产市场

开工、销售数据下降明显，一段时间后触底回升。房地产市场中的开工、销售受房贷利率影响，而房贷利率与联邦基金利率相关性较高，房贷利率在加息末降息初期处于高位，此时新屋销售与开工均呈现下降趋势。降息周期开启后，房贷利率随之回落，大多数降息周期内，开工、销售数据一段时间后开始触底回升。

图 6 房地产市场对利率较为敏感

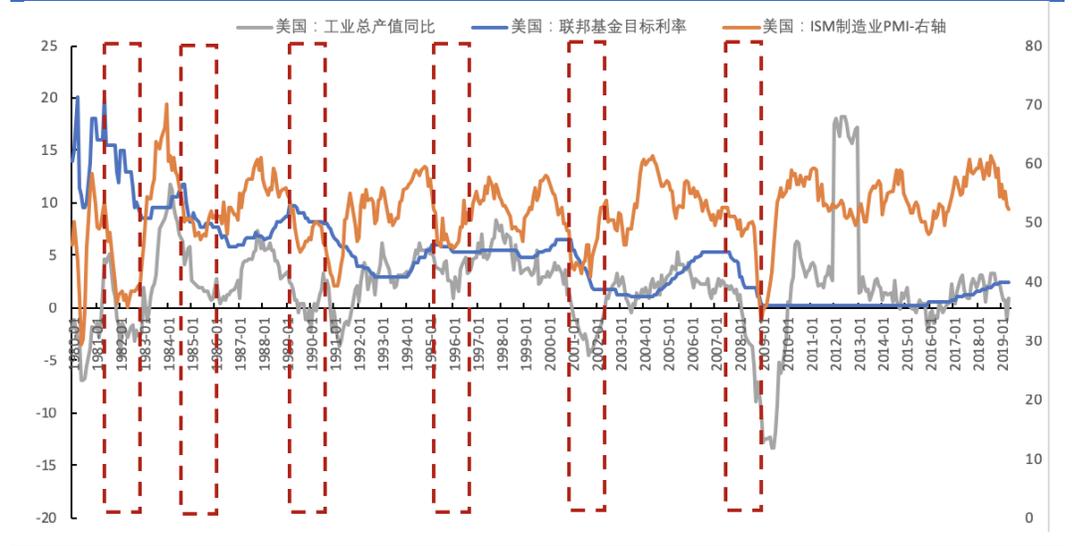


资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

### (五)、制造业

**制造业数据疲弱，萎缩迹象明显。**降息初期由于利率高企，企业融资渠道受阻，制造业企业经营状况不佳，六个月内工业总产值同比平均下降 3 个百分点。ISM 制造业 PMI 平均下降 3.5 个百分点，且往往跌落至枯荣线以下。而随着降息周期的开始，企业融资环境得到改善，一段时间后制造业开始触底回升。

图 7 降息初期制造业 PMI 与工业总产值同比双双回落

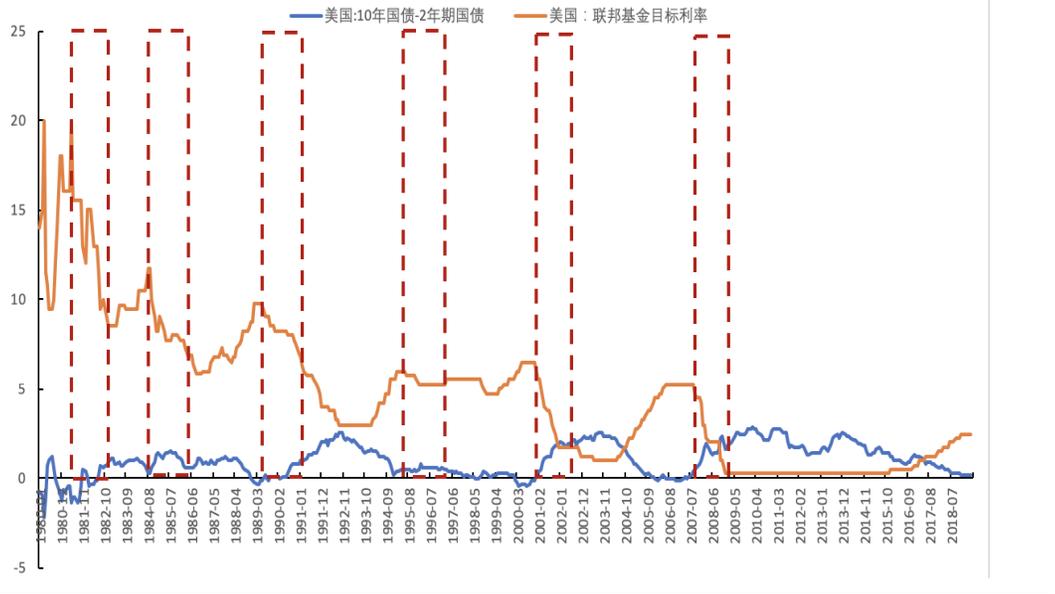


资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

#### (六)、期限利差

降息初期期限利差收窄甚至出现倒挂。历史上美债期限利差倒挂后往往出现经济衰退期,但期限利差倒挂并不意味着美国经济会马上步入衰退,期间有一定时滞,这个时间长短往往受到经济衰退的强弱与美国货币政策应对等因素的影响,而降息后期限利差明显升高。目前美国 10 年期国债收益率与 2 年期国债收益率之差已经下降至 20bp 以下,若美联储保持联邦基金目标利率不变,未来很可能出现期限利差倒挂现象,经济陷入衰退的风险也将增大。

图 8 降息初期期限利差通常处于低位

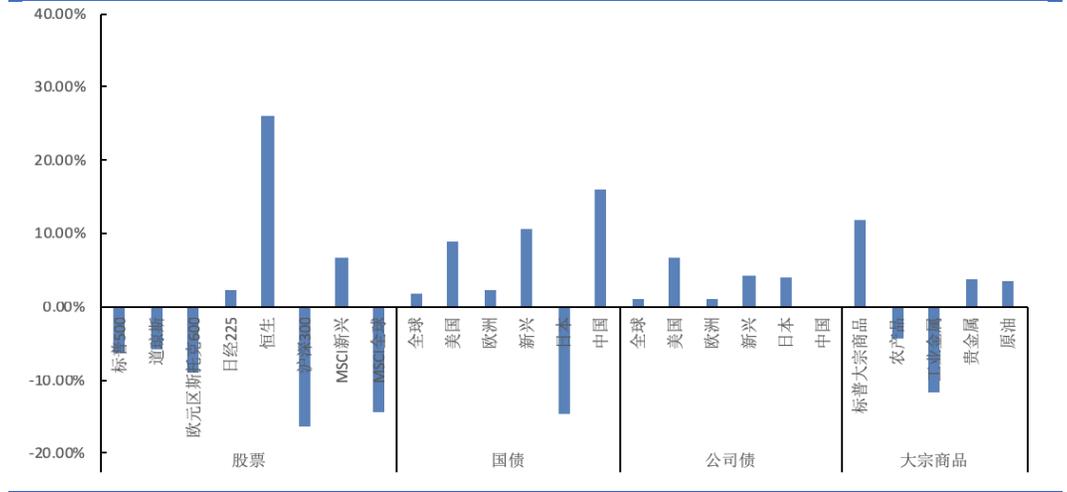


资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

### 三、降息初期大类资产表现

降息周期开启后 3 个月内大类资产表现: 国债>公司债>大宗商品>股票, 其中中国国债、大宗商品以及新兴国债表现最佳, 三个月平均年化收益率分别为 15.9%, 11.8%, 10.6%。大部分股市都出现了不同程度的下跌, 除日本国债外的其他债券均有正向收益, 贵金属、原油等大宗商品短期内表现也较为良好。由于港股于 1984 年底出现了较为反常的大幅上涨, 而其余时间表现不佳, 因此并未将其考虑在内。

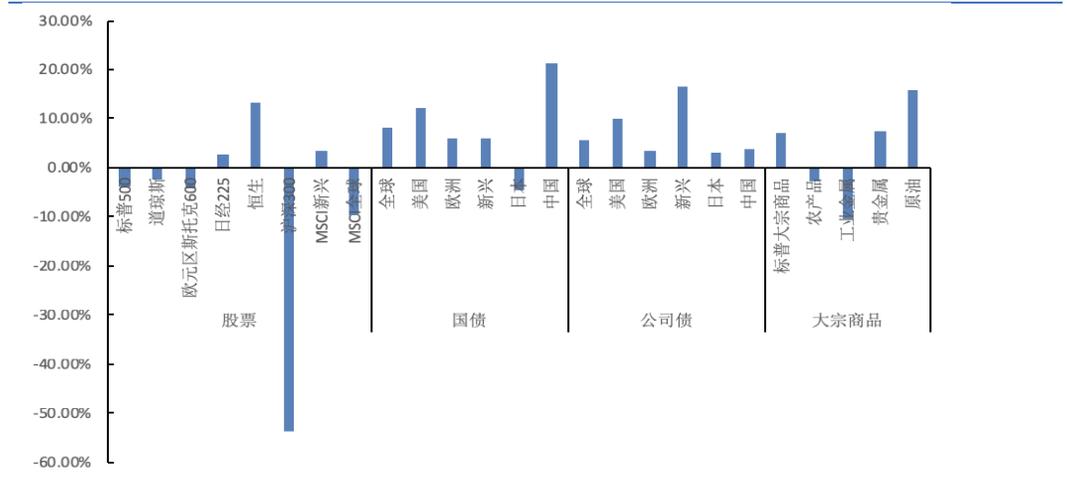
图 9 降息后 3 个月内国债表现优于其他大类资产



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

降息周期开启后 6 个月内大类资产表现: 国债>公司债>大宗商品>股票, 其中中国国债、新兴公司债、原油以及美国国债表现最佳, 六个月平均年化收益率分别为 16.5%, 15.7%, 13%, 8.9%。

图 10 降息后 6 个月内公司债表现稳定

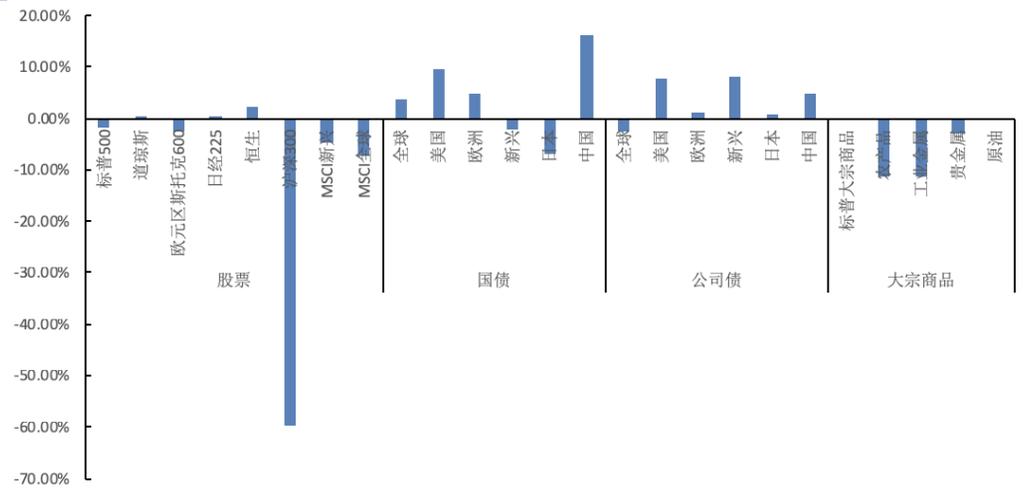


资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

降息周期开始后 12 个月大类资产表现: 国债>公司债>股票>大宗商品, 其中中国国债、美国国债、新兴公司债以及美国公司债表现优秀, 年化收益率分别为 16.12%,

9.7%，8.2%，7.7%。相较于降息开启时，此时大部分股市已经开始回暖，美股及日本股市基本以回升至降息前水平，全球市场表现仍然不佳。债券方面，随着股市的反弹各类债券表现有所回落，总体表现仍然领先。农产品、工业金属等大宗商品依旧表现疲软，贵金属、原油已有回升迹象。

图 11 降息后 12 个月内股市基本回升至降息开始水平，大宗商品涨势不再



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

分地区看，新兴>发达，新兴市场>美国>欧洲>日本。在美联储降息、全球经济衰退的背景下，大量资金撤离美元资产转而投向收益率较高的新兴市场，造成了新兴市场股债双涨的现象。美国、欧洲股市表现不佳，债市稳中有升。

### (一)、股市

全球股市下跌明显，新兴>发达，香港>日本>美国>欧洲。降息开始前的一段时间内，市场上不断增强的降息预期短时间内能够刺激股市短暂上涨，但不断变化的预期同时使得股市震荡加剧。在降息开始后市场投资者已经对于降息形成免疫，其提振市场信心的作用也大大下降，而持续的降息也预示着经济很可能陷入衰退，此时即使释放流动性往往也难以挽救下行危机。

另一方面，美联储降息也将利好新兴市场，利率的下降降低了美元及美元相关资产对于投资者的吸引力，大量资金开始撤离美元资产，而新兴市场货币及股市的

吸引力明显增加。

图 12 全球主要股指相对表现 (2002 年 1 月为 1)



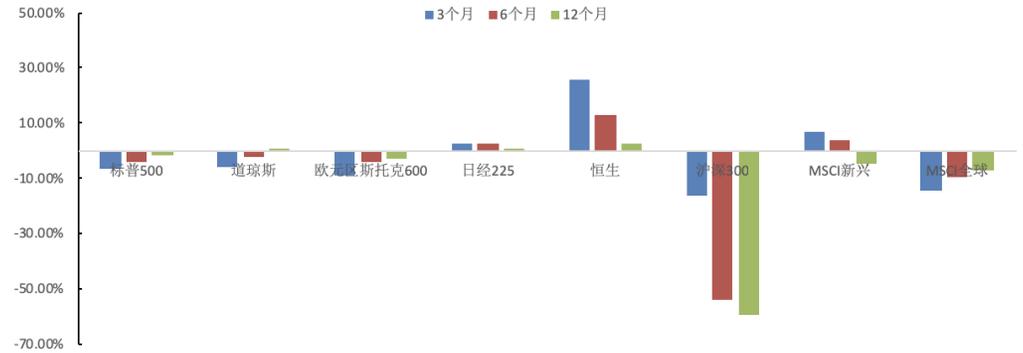
资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

表 3: 降息开始后全球主要股指表现

年化收益率	开始时间	结束时间	标普500	道琼斯	欧元区斯托克600	日经225	恒生	沪深300	MSCI新兴	MSCI全球
降息开始后 三个月	1981-06	1981-09	-38.53%	-42.68%	N/A	-19.35%	-70.32%	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-01	36.82%	29.01%	N/A	28.99%	226.94%	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1989-10	-6.45%	-2.32%	-10.57%	6.99%	26.24%	N/A	81.29%	-11.98%
	1995-07	1995-10	14.57%	4.05%	-7.67%	25.58%	14.66%	N/A	-24.85%	-6.61%
	2001-01	2001-04	-30.00%	-5.48%	-19.68%	2.65%	-52.24%	N/A	-44.11%	-30.84%
	2007-09	2007-12	-14.44%	-16.96%	1.65%	-30.83%	10.25%	-16.28%	14.21%	-8.16%
平均值			-6.34%	-5.73%	-9.07%	2.34%	25.92%	-16.28%	6.63%	-14.40%
降息开始后 六个月	1981-06	1981-12	-12.76%	-19.77%	N/A	-4.66%	-34.30%	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-04	17.23%	8.57%	N/A	21.94%	124.37%	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1990-01	-9.58%	-5.20%	14.95%	13.20%	14.54%	N/A	62.67%	-2.63%
	1995-07	1996-01	28.05%	31.30%	25.95%	55.74%	44.40%	N/A	3.88%	12.86%
	2001-01	2001-07	-21.38%	-6.58%	-26.73%	-26.59%	-41.49%	N/A	-36.65%	-26.68%
	2007-09	2008-03	-24.94%	-22.12%	-31.44%	-44.32%	-29.13%	-53.87%	-15.96%	-21.92%
平均值			-3.90%	-2.30%	-4.32%	2.55%	13.06%	-53.87%	3.48%	-9.59%
降息开始后 十二个月	1981-06	1982-06	-18.20%	-15.09%	N/A	-9.02%	-31.23%	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-10	13.17%	8.95%	N/A	20.11%	78.69%	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1990-07	12.70%	15.99%	20.94%	-3.32%	14.16%	N/A	22.31%	4.94%
	1995-07	1996-07	23.11%	24.11%	22.27%	55.20%	19.71%	N/A	6.29%	15.88%
	2001-01	2002-01	-17.26%	-8.89%	-23.21%	-27.78%	-33.39%	N/A	-13.53%	-21.53%
	2007-09	2008-09	-23.61%	-21.91%	-30.66%	-32.92%	-33.62%	-59.80%	-34.69%	-28.44%
平均值			-1.68%	0.53%	-2.67%	0.38%	2.39%	-59.80%	-4.90%	-7.29%

资料来源: Bloomberg, 太平洋证券研究院

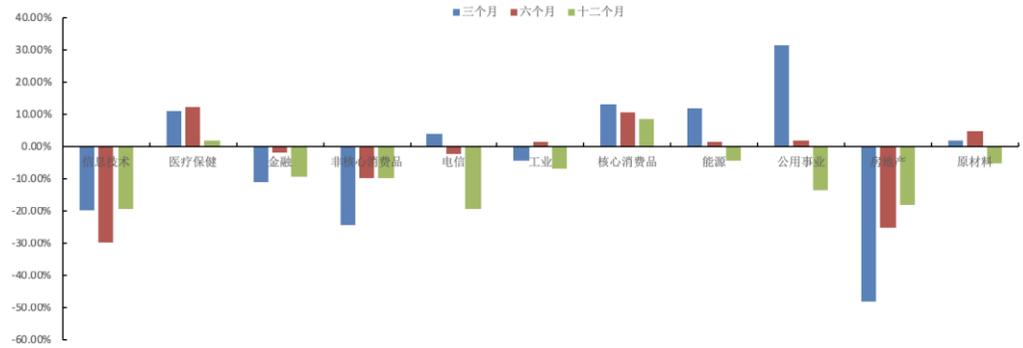
图 13 降息开始后全球股市随即下跌，港股、新兴市场上涨趋势明显



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

板块方面，根据标普 GICS 行业分类，仅有核心消费品和医疗保健十二个月内取得正收益，公用事业三个月内平均年化收益率可达 31%，能源、电信板块短期也有小幅上涨。

图 14 降息开始后核心消费品、医疗保健等板块表现优秀



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

## (二)、债市

债市表现：国债>公司债。具体来看，国债方面：美国国债>新兴国债>欧洲国债>日本国债，公司债方面：新兴公司债>美国公司债>日本公司债>欧洲公司债。

降息开始后国债表现不俗，美国国债在不同时间跨度下均具有较为稳健的收益，六个月平均年化收益率达到 12.2%。新兴市场国债短期收益较高，三个月平均年化收

益率为 10.6%，长期回落也较为明显，十二个月后平均收益率下降至-2%。美联储停止加息往往预示着美国经济下行压力增大，此时市场避险情绪回升，国债等避险资产收益率下行。

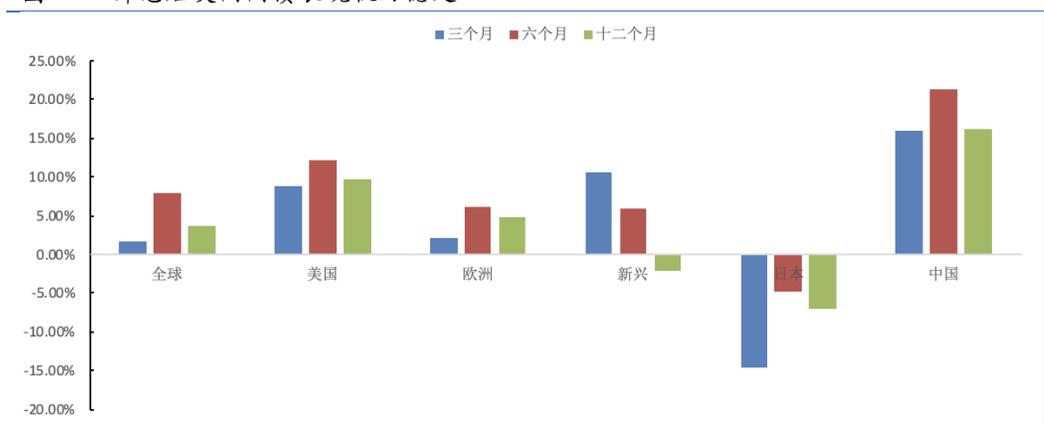
与国债类似，加息结束、降息开始后美国公司债在不同时间跨度下同样有着较为稳定的正收益，三个月、六个月以及十二个月平均年化收益率分别为 6.67%，9.98%，7.74%。而新兴市场公司债在 3-6 个月内有较大回撤，但也均能取得正收益。

表 4：降息开始后全球国债表现

年化收益率	开始时间	结束时间	全球	美国	欧洲	新兴	日本	中国
降息开始后 三个月	1981-06	1981-09	N/A	-8.34%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-01	N/A	22.64%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1989-10	-1.26%	5.28%	N/A	N/A	-19.01%	N/A
	1995-07	1995-10	4.68%	15.68%	N/A	N/A	-41.79%	N/A
	2001-01	2001-04	-12.40%	1.09%	0.08%	N/A	-16.54%	N/A
	2007-09	2007-12	15.78%	16.82%	4.30%	10.62%	18.58%	15.94%
	平均值			1.70%	8.86%	2.19%	10.62%	-14.69%
降息开始后 六个月	1981-06	1981-12	N/A	14.90%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-04	N/A	15.40%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1990-01	1.74%	1.80%	N/A	N/A	-19.15%	N/A
	1995-07	1996-01	5.72%	15.55%	N/A	N/A	-30.87%	N/A
	2001-01	2001-07	-4.12%	7.43%	5.25%	N/A	-9.73%	N/A
	2007-09	2008-03	28.51%	17.86%	6.92%	5.96%	40.94%	21.21%
	平均值			7.96%	12.16%	6.08%	5.96%	-4.70%
降息开始后 十二个月	1981-06	1982-06	N/A	13.59%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-10	N/A	18.32%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1990-07	7.71%	5.88%	N/A	N/A	-11.34%	N/A
	1995-07	1996-07	4.65%	5.11%	N/A	N/A	-15.83%	N/A
	2001-01	2002-01	-2.94%	6.60%	5.65%	N/A	-11.73%	N/A
	2007-09	2008-09	5.29%	8.73%	4.12%	-2.02%	10.92%	16.12%
	平均值			3.68%	9.70%	4.89%	-2.02%	-6.99%

资料来源：Bloomberg, 太平洋证券研究院

图 15 降息后美国国债表现较为稳定



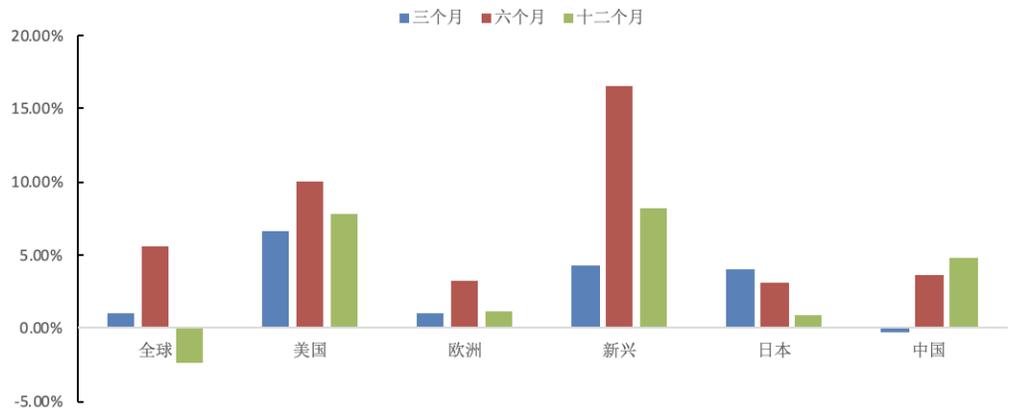
资料来源：Bloomberg, 太平洋研究院整理

表 5: 降息开始后全球公司债表现

年化收益率	开始时间	结束时间	全球	美国	欧洲	新兴	日本	中国
降息开始后 三个月	1981-06	1981-09	N/A	-23.55%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-01	N/A	26.36%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1989-10	N/A	6.81%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1995-07	1995-10	N/A	17.68%	N/A	14.51%	N/A	N/A
	2001-01	2001-04	-6.11%	4.61%	2.40%	-9.89%	4.76%	N/A
	2007-09	2007-12	8.15%	8.11%	-0.36%	8.38%	3.16%	-0.23%
	平均值			1.02%	6.67%	1.02%	4.33%	3.96%
降息开始后 后六个月	1981-06	1981-12	N/A	9.02%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-04	N/A	15.97%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1990-01	N/A	2.40%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1995-07	1996-01	N/A	17.92%	N/A	52.86%	N/A	N/A
	2001-01	2001-07	2.08%	10.92%	7.30%	-7.86%	3.46%	N/A
	2007-09	2008-03	9.19%	3.65%	-0.81%	4.55%	2.64%	3.59%
	平均值			5.63%	9.98%	3.24%	16.51%	3.05%
降息开始后 十二个月	1981-06	1982-06	N/A	11.92%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1984-10	1985-10	N/A	20.64%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1989-07	1990-07	N/A	6.74%	N/A	N/A	N/A	N/A
	1995-07	1996-07	N/A	5.79%	N/A	29.85%	N/A	N/A
	2001-01	2002-01	1.88%	8.15%	6.12%	-1.03%	1.30%	N/A
	2007-09	2008-09	-6.73%	-6.78%	-3.89%	-4.09%	0.35%	4.75%
	平均值			-2.43%	7.74%	1.12%	8.24%	0.83%

资料来源: Bloomberg, 太平洋证券研究院

图 16 美国、新兴市场公司债表现同样优异



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理

### (三)、大宗商品

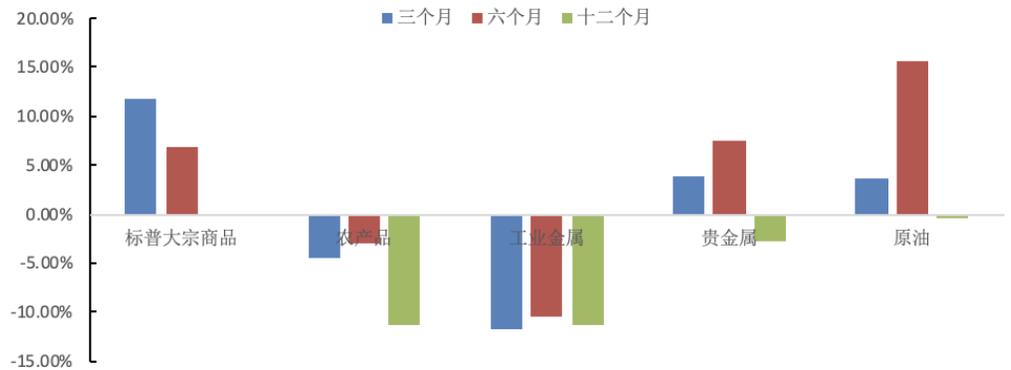
农产品、工业金属疲软，十二个月内均取得负收益，贵金属、原油表现抢眼，二者六个月平均年化收益率分别为 7.4%，15.7%。降息开启后制造业萎靡不振，农产品、工业金属等大宗商品持续走低，而低利率环境中黄金等贵金属作为避险资产受到青睐。

表 6: 降息开始后大宗商品表现

年化收益率	开始时间	结束时间	标普大宗商品	农产品	工业金属	贵金属	原油
降息开始后 后三个月	1981-06	1981-09	-7.94%	-25.26%	-5.77%	16.53%	-16.10%
	1984-10	1985-01	-10.68%	-16.66%	18.87%	-33.38%	-16.87%
	1989-07	1989-10	24.89%	-2.21%	9.28%	-2.59%	6.84%
	1995-07	1995-10	13.68%	35.38%	-25.02%	-2.63%	-4.99%
	2001-01	2001-04	-4.75%	-31.52%	-21.60%	-8.01%	-22.34%
	2007-09	2007-12	55.81%	13.79%	-46.15%	52.95%	75.06%
	平均值		11.84%	-4.42%	-11.73%	3.81%	3.60%
降息开始后 六个月	1981-06	1981-12	-21.53%	-25.92%	-5.45%	-11.57%	-5.75%
	1984-10	1985-04	-11.59%	-10.58%	6.60%	-15.78%	-8.16%
	1989-07	1990-01	22.63%	-8.08%	-20.49%	16.18%	29.98%
	1995-07	1996-01	23.17%	30.63%	-21.72%	10.24%	12.23%
	2001-01	2001-07	-21.01%	-22.22%	-28.74%	-6.02%	-13.63%
	2007-09	2008-03	50.02%	18.53%	6.64%	51.48%	79.65%
	平均值		6.95%	-2.94%	-10.53%	7.42%	15.72%
降息开始后 十二个月	1981-06	1982-06	-7.95%	-26.11%	-21.64%	-26.50%	-8.75%
	1984-10	1985-10	0.85%	-8.17%	0.50%	-4.33%	-6.95%
	1989-07	1990-07	9.61%	-8.71%	12.69%	-1.17%	-8.06%
	1995-07	1996-07	9.76%	14.24%	-20.62%	0.67%	18.79%
	2001-01	2002-01	-26.85%	-23.67%	-15.59%	0.53%	-30.42%
	2007-09	2008-09	13.94%	-15.12%	-23.68%	13.92%	33.23%
	平均值		-0.11%	-11.26%	-11.39%	-2.81%	-0.36%

资料来源: Bloomberg, 太平洋证券研究院

图 17 大宗商品中原油中期表现亮眼



资料来源: Bloomberg, 太平洋研究院整理



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。