

同创·同享·同成长

美联储降息如何影响A股

汇 报 人：严梦圆

部 门：浙商期货研究中心

日 期：2024年3月8日



浙商期货
ZHESHANG FUTURES

打造研究型衍生品综合服务商

□ 历史表现

- 历史上美联储第一次降息前后，A股在降息前半年内的走势都要强于后半年。

□ 传导逻辑

- 美联储降息对A股的影响主要是走利率传导和资金流动两条路径。

✓ 利率传导：美国货币政策方向会影响国内的宏观政策，从而影响国内基本面，再传导至A股估值。

✓ 资金流动：美联储决策影响10Y美债收益率、中美利差和人民币汇率走势，影响资金流动。

1、10Y美债收益率提前于联邦目标利率见顶，且与流入中国市场的境外资金成反比；标准化后的10Y美债利率处于“-1”以下时，往往对应买入A股的机会区间。

2、10Y美债收益率回落影响10Y美债-10Y中债走弱，中美经济预期变化提升A股市场流动性。

3、美联储降息会导致美元贬值，人民币相对升值带动人民币资产升值，从而提升A股市场吸引力。

□ 未来展望

- 本轮A股表现可能与历史降息前后A股的走势不同，A股在美联储第一次降息前半年的表现或弱于后半年。

✓ 利率传导角度：受基本面差异影响，中美政策劈叉，基本面对A股的负面影响可能已经提前反应；

✓ 资金流动角度：前半年，预计10Y美债收益率还未回落至相对低位，标准化后的10Y美债收益率处于中性区间，中美经济差距缩小但未出现反转，人民币汇率和中美利差波动，A股以波动为主；后半年，10Y美债收益率继续回落，若10Y美债-10Y中债走弱，人民币汇率升值，则A股会出现趋势性上涨；若10Y美债-10Y中债和人民币汇率走势波动，则A股外部压力缓解，但难以出现趋势性上涨。

- 一、历史分析
- 二、传导逻辑
- 三、未来展望



1

历史分析



关注我们

下载APP

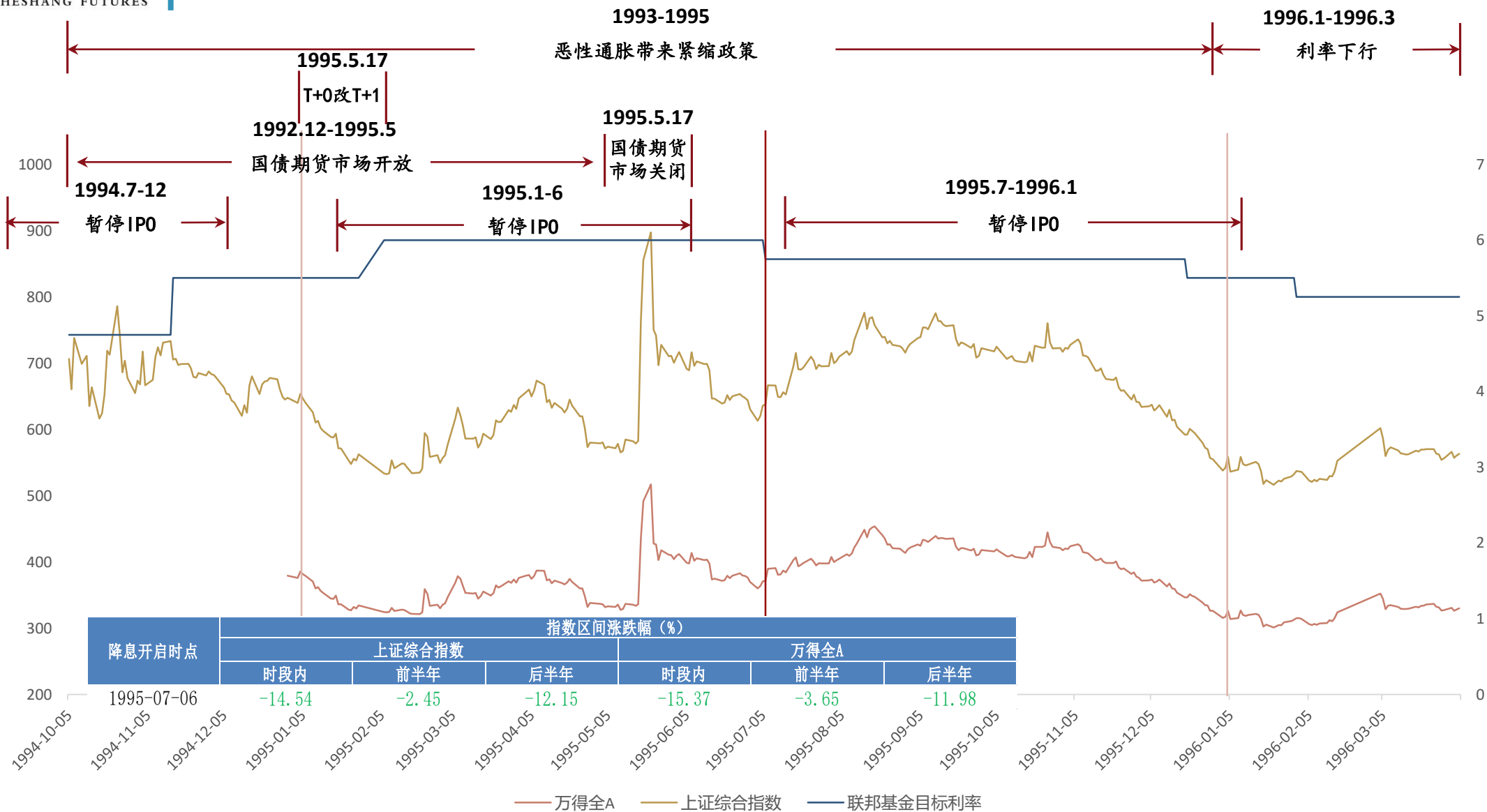
客服服务热线: 400-700-5186

历史分析：美国降息与A股表现

- 为探寻美国降息与A股之间的关系，我们将历史上万得全A和上证综指与联邦基金目标利率作图并进行统计。从统计结论来看，四次美国降息前半年内A股的走势都要强于后半年。



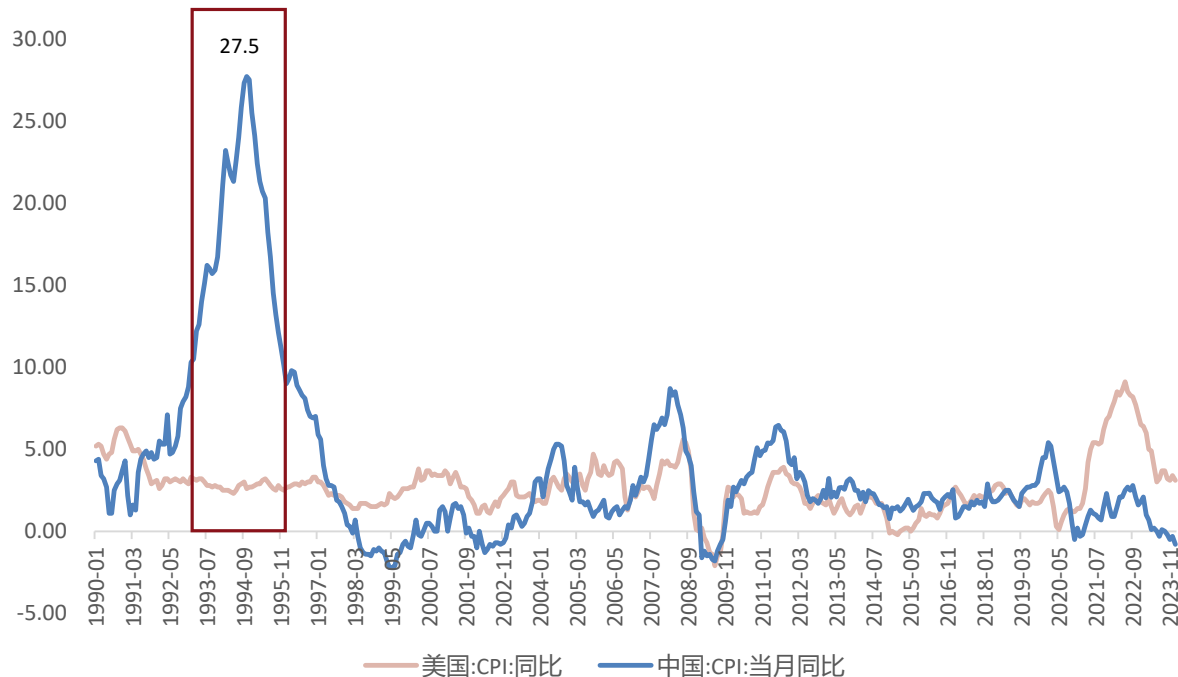
万得全A、上证综指和联邦基金目标利率（1995.1-1996.1）



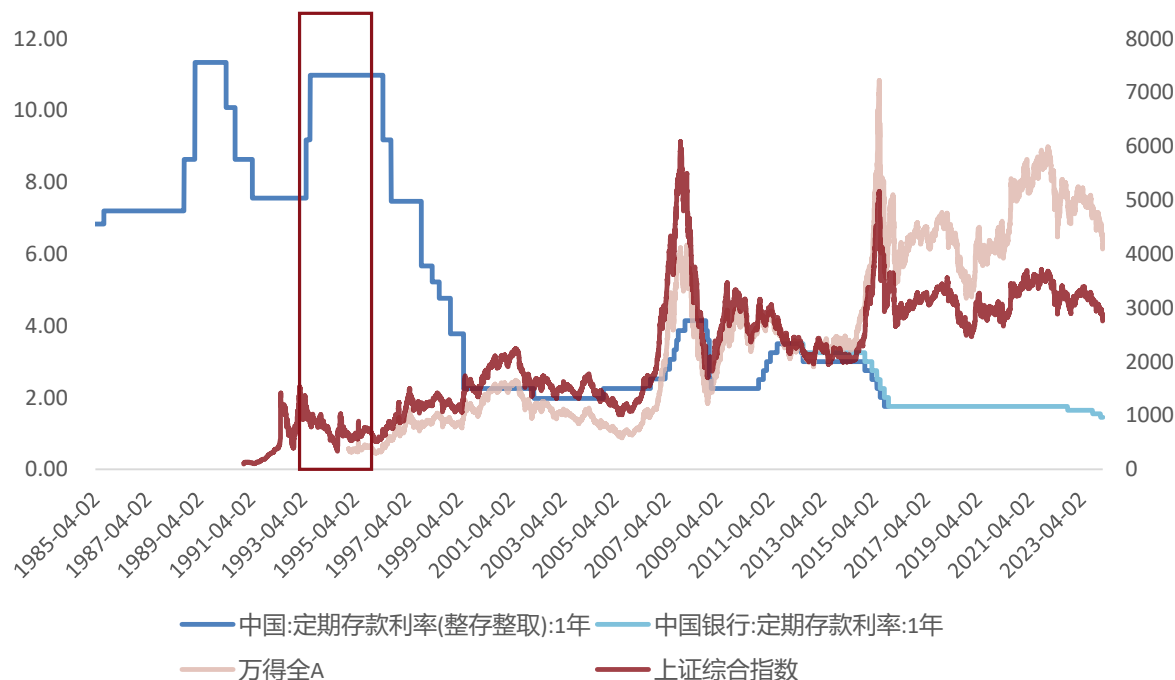
主因一：恶性通胀带来紧缩的货币政策

- 恶性通胀带来紧缩政策压制A股走势。1993年至1995年期间，货币超发和粮价上涨引发了恶性通货膨胀，中国CPI同比维持10%以上，最高达27.5%，受此影响，93年5月货币政策收紧，定存利率最高上升至10.98，至96年4月上证综指累计下跌近400点，跌幅35%。

1993-1995年中国处于恶性通胀时期



紧缩的货币政策下压制A股走势



主因二：政策对A股的短期影响

- 除了通胀高企的影响外，政策在短期对A股也有着明显的影响。
- ✓ IPO暂停：1995年美联储开启第一次降息前后半年内，A股共经历了2次IPO暂停，其中前半年内1次，后半年内1次。
- ✓ 国债期货市场开放：1992年12月2日，上交所首次推出了国债期货合约，1993年10月转向社会公众开放，到1995年国债期货市场吸引了大量投资资金，A股市场缺乏资金支撑持续下行，直至1995年5月17日中国证监会暂停国债期货交易，A股开启了3个交易日的短线暴涨。
- ✓ T+0改为T+1：自1995年1月1日起，沪深两市的A股和基金交易由“T+0”回转交易方式改回了“T+1”交收制度，影响A股下跌。

政策对A股短期走势的影响

政策内容	开始	结束	涨跌幅	
			上证综指	万得全A
IPO暂停	1995-01-19	1995-06-09	18.36%	16.13%
	1995-07-05	1996-01-03	-12.60%	-12.80%
国债期货市场开放	1993-10-25	1995-05-17	-28.81%	-11.37%
国债期货交易暂停	1995-05-17	1995-05-19	47.85%	47.29%
T+0改为T+1	1995-01-01	1996-01-01	-14.29%	-13.99%

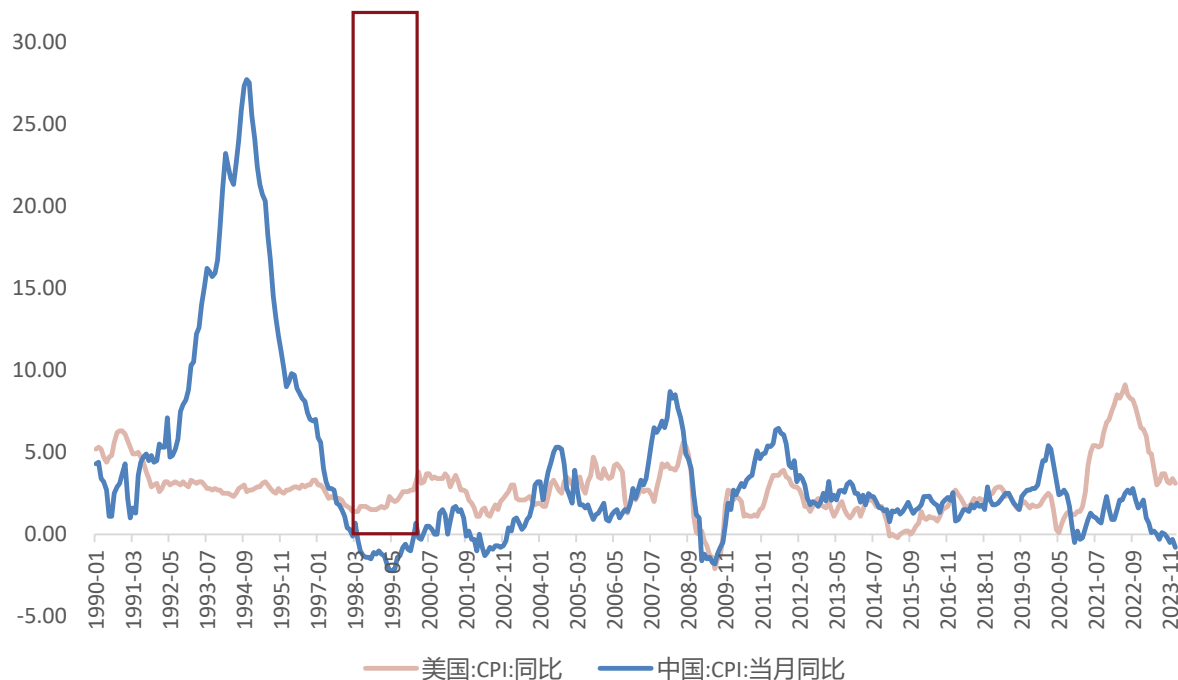
万得全A、上证综指和联邦基金目标利率（2000.7-2001.7）



主因一：政策环境转向宽松

- 宏观政策环境转向宽松。1998年中国经济处于经济周期底部，内需持续走弱；同时受97年亚洲金融危机影响，外需大幅走弱，有效需求不足导致了通缩的出现。在此影响下，财政和货币政策转向积极，98年8月发行2700亿特别国债，98-99年进行了2次降准（法定存款准备金率下调幅度高达7个百分点）和4次降息（1年定期存款利率下调342bp）；
- 此外，通缩背景下各项利好政策陆续出台。包括改革股票发行体制等六项盘活市场的政策建议、总理关于资本市场的八点意见等。

1998-2000年中国经济处于低谷期，有效需求不足导致通缩出现



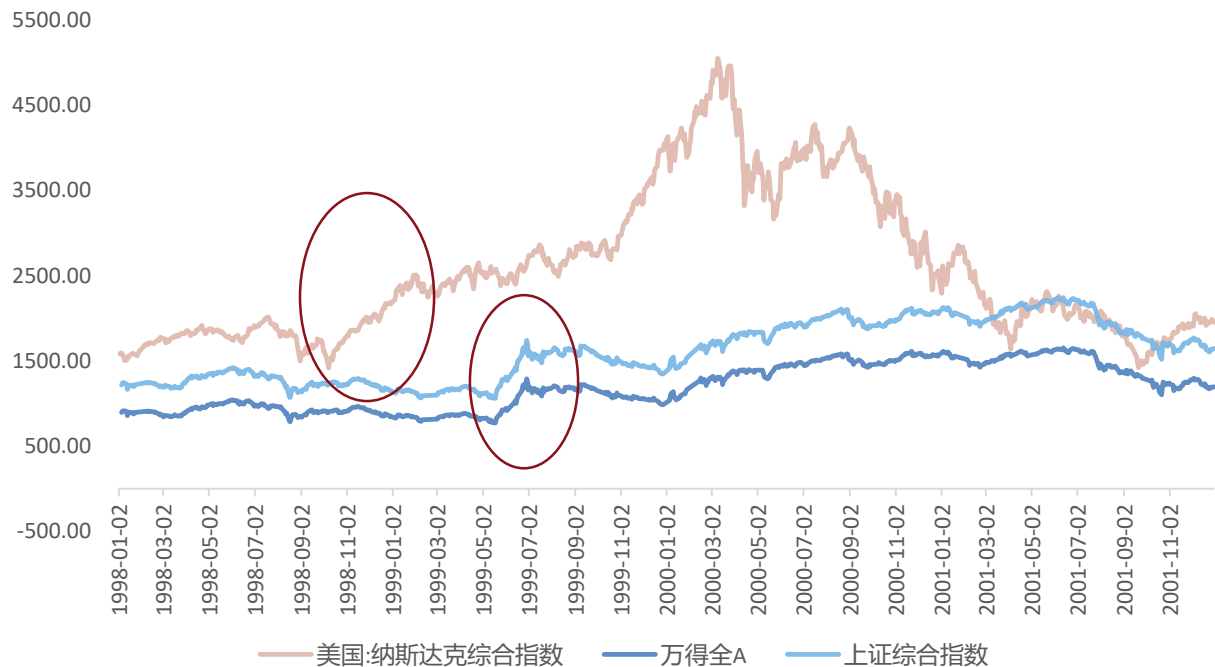
利率低位叠加互联网概念，A股走牛



主因二：互联网概念股崛起

- 随着各项利好政策的发酵和部分经济数据的企稳，互联网概念股在美股科技股大繁荣的影响下于1999年5月19日正式启动。从全球视角来看，90年代全球互联网科技加速发展，随着“.Com”商业模式的兴起，互联网科技公司纷纷上市，美股迎来互联网科技股大繁荣，在A股互联网概念股行情启动前，纳斯达克指数上涨了66.7%。“519”行情期间，翻倍股票共37只，按照申万一级行业分类，主要集中在电子行业（6只）、计算机行业（3只）、通信行业（2只）和传媒行业（1只），翻倍股个数在全行业名列前茅。

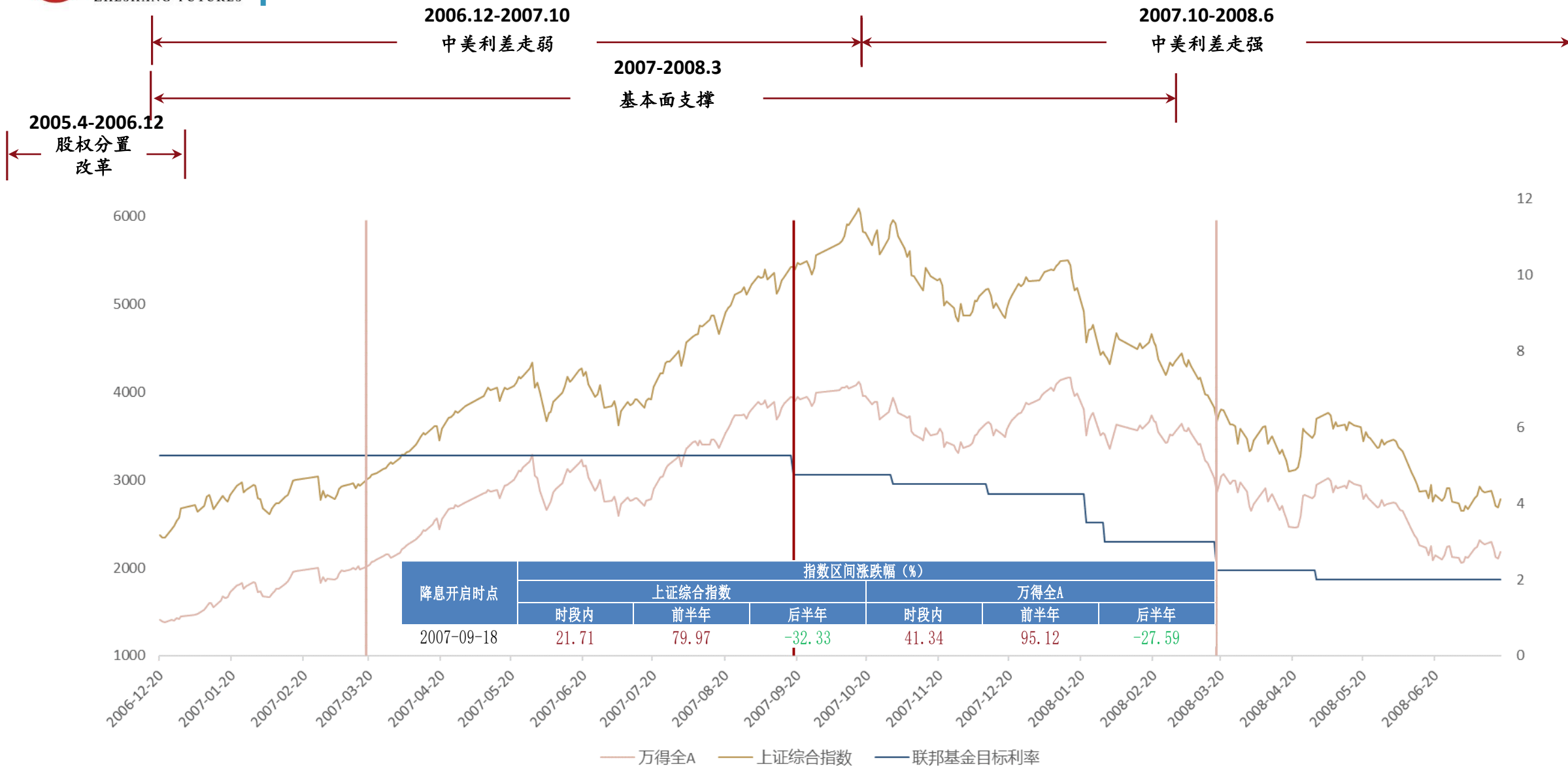
美股互联网科技股大繁荣带动A股互联网概念股崛起



“519”行情期间股价翻倍股票

序号	代码	简称	收盘价		区间涨跌幅	申万一级行业
			1999-05-19	1999-06-30		
1	000800.SZ	上海贝岭	14.50	37.2	156.21%	电子
2	600009.SH	深科技	16.20	40.99	153.02%	电子
3	000651.SZ	风华高科	16.80	41.64	147.86%	电子
4	000063.SZ	方正科技	10.80	26.10	141.67%	电子
5	600002.SH	云赛智联	7.47	15.28	104.55%	电子
6	600117.SH	ST中安	6.39	12.89	101.72%	电子
7	000048.SZ	同方股份	26.10	68.09	160.88%	计算机
8	600179.SH	神州数码	4.10	8.84	115.61%	计算机
9	000016.SZ	东软集团	20.21	43.00	112.77%	计算机
10	600893.SH	ST鹏博士	6.14	13.65	122.31%	通信
11	600653.SH	中兴通讯	26.31	55.00	109.05%	通信
12	000559.SZ	东方明珠(退市)	18.00	36.86	104.78%	传媒

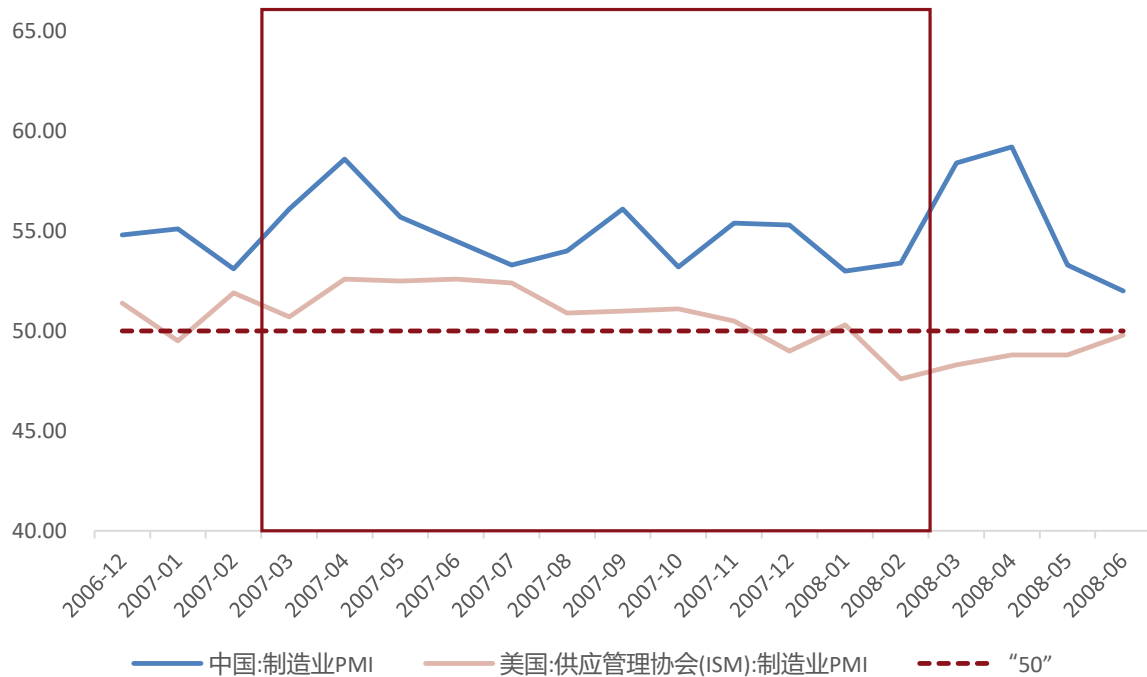
万得全A、上证综指和联邦基金目标利率（2007.3-2008.3）



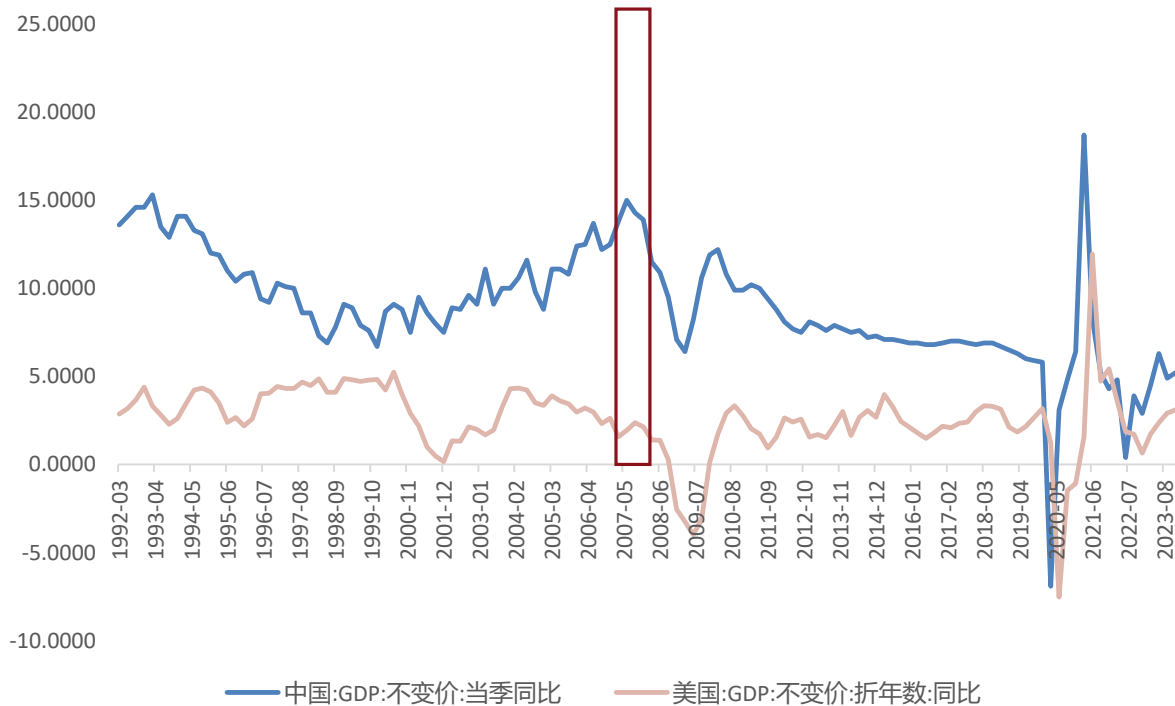
主因一：基本面支撑

- 中国经济维持高速增长。2007年3月-2008年3月，我国GDP增速在10%以上；PMI一直处于扩张区间；工业企业利率季度增速在16.5-43.8%；社零增速在16.9-19.1%；CPI增速在3-8.3%。

2007-2008年中国PMI始终处于扩张区间



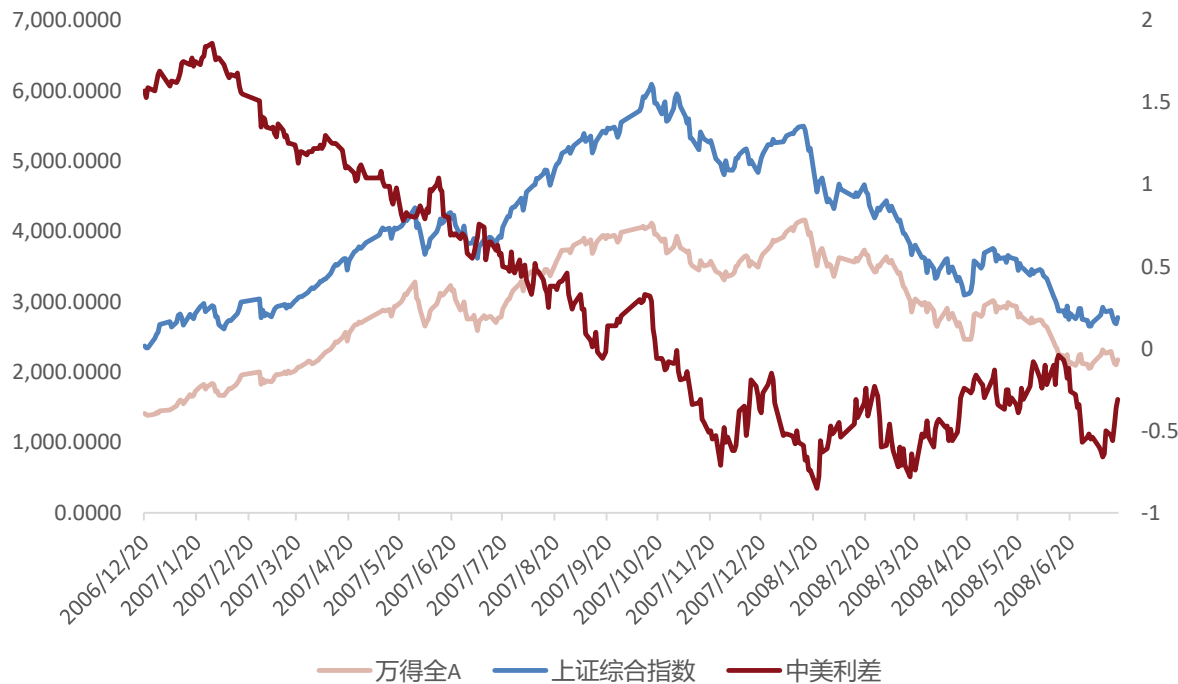
2007-2008年中国维持高速增长



主因二：流动性影响

- 受基本面影响，中美利差走弱。在此期间，中美利差与A股的走势关系较为明显，当10Y美债-10Y中债走弱时，A股呈现上涨趋势；当10Y美债-10Y中债走强时，A股呈现回落趋势。从流动性的角度来看，中美利差走弱时，偏股型基金份额增加明显，意味着预期中国经济较美国更强势，A股流动性提升。

中美利差影响A股走势



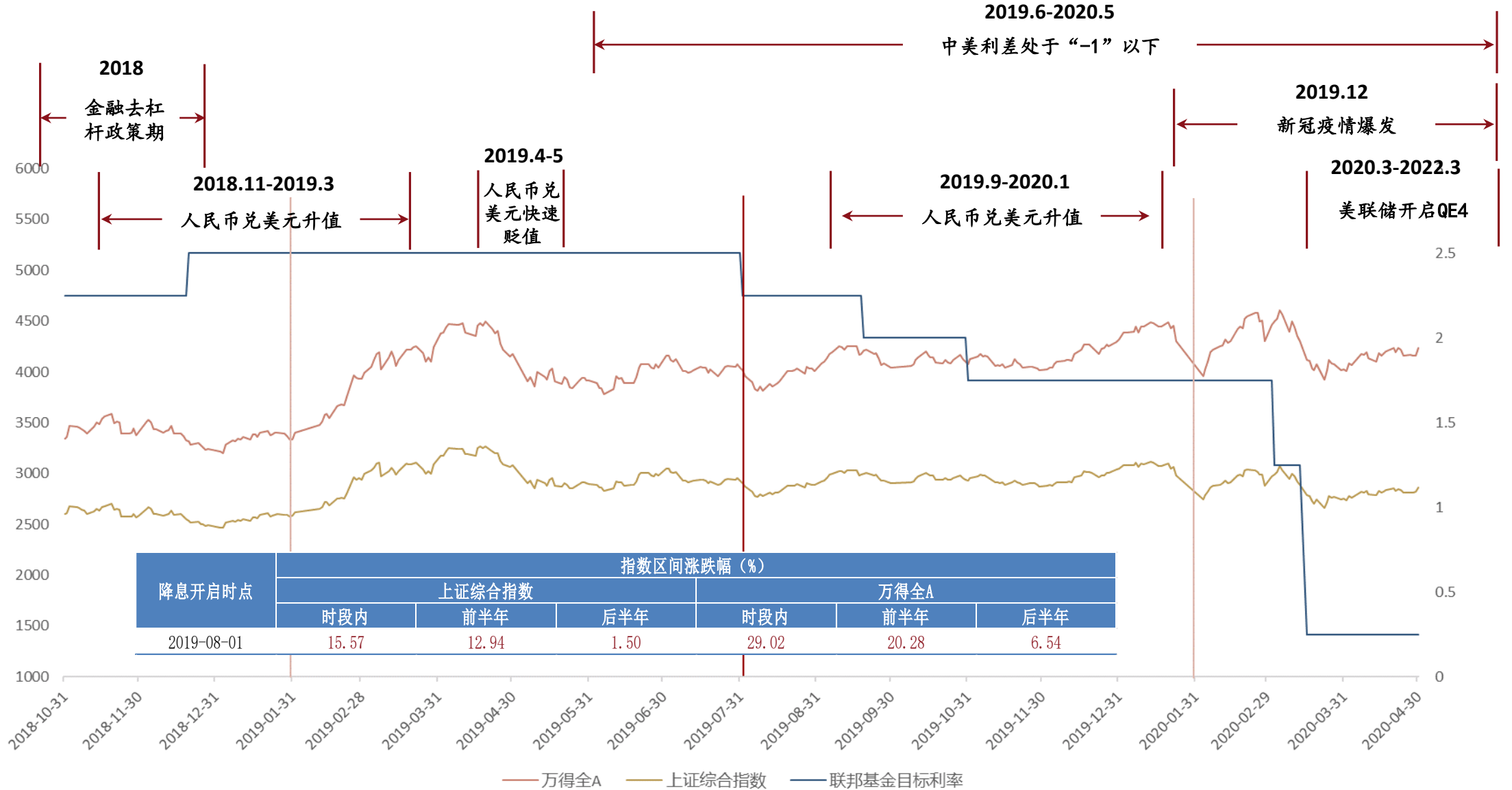
偏股型基金份额变化



主因三：政策影响



万得全A、上证综指和联邦基金目标利率（2019.1-2020.1）



主因：资金流动影响

- 本轮美联储开启降息前后，A股走势与基本面的相关度并不高。2019年8月降息前半年，中国制造业PMI基本位于荣枯线下方，而A股则呈现上涨，万得全A在此阶段涨幅超20%。
- 中美利差走弱的情况下驱动A股走强，其背后是资金的流入。本次中美利差的走弱主要源于美国经济的走弱，偏股型基金份额在中美利差进入-1以下后开始增加。

中美利差走弱驱动指数走强



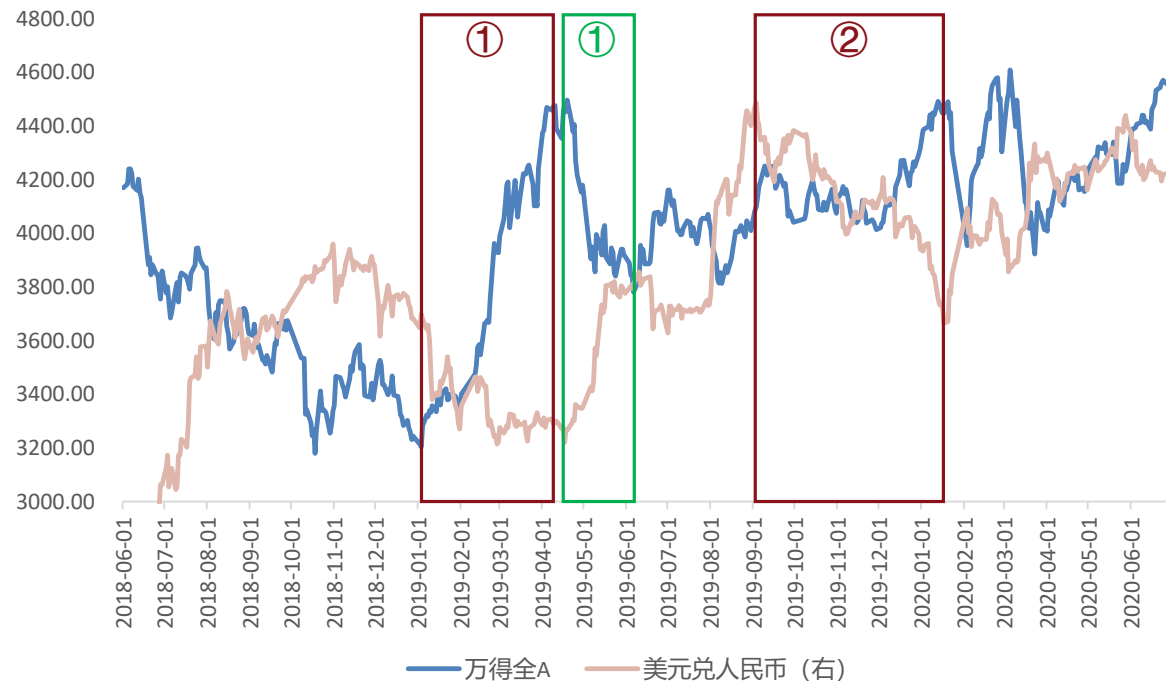
中美利差走弱吸引长期资金流入



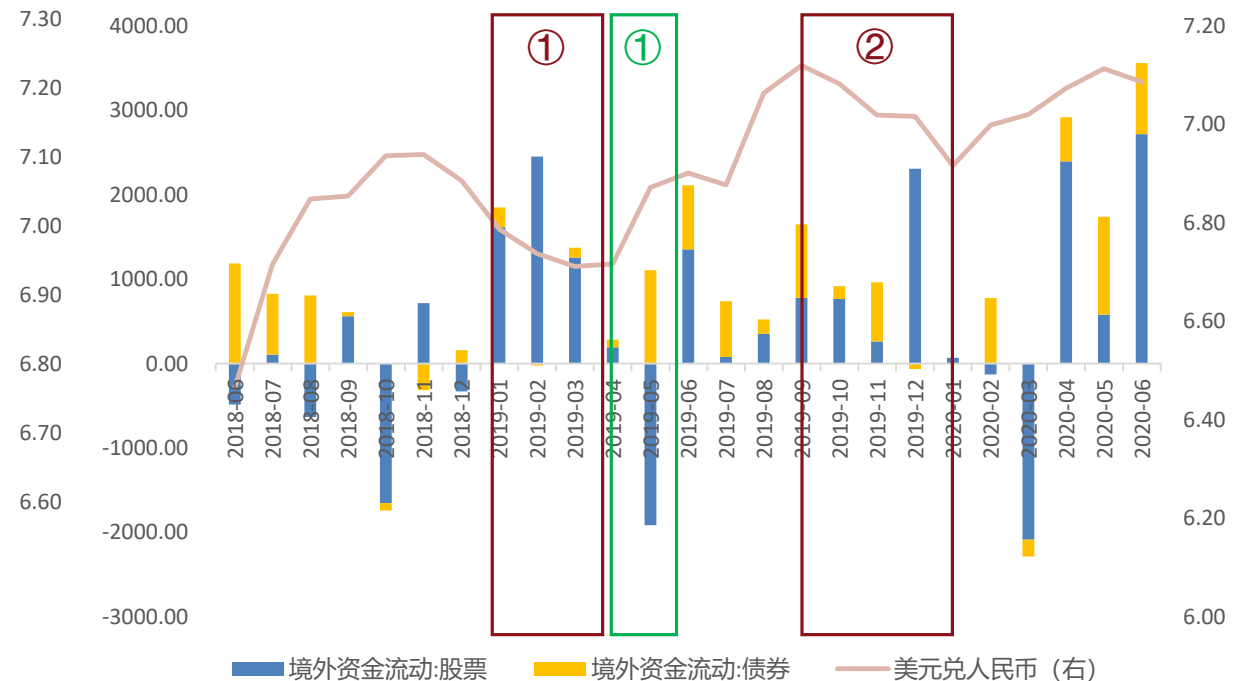
主因：资金流动影响

- 人民币汇率升降影响着人民币资产的最终价值从而影响外资进出。从美联储降息前后来看(2019.8.1第一次降息)，万得全A与人民币兑美元之间出现了3次非常明显的负相关走势，其中降息前2次，降息后1次，其背后的逻辑是人民币升值/贬值使A股对境外资金的吸引力增强/削弱，根据统计数据，对比人民币升值阶段①和②，外资分别流入A股市场5322和4116亿元，对应2个阶段万得全A分别收涨32%和6%；而人民币贬值阶段①，外资流出1720亿元，万得全A收跌11%。

人民币快速变化影响A股走势



人民币快速变化影响境外资金流动

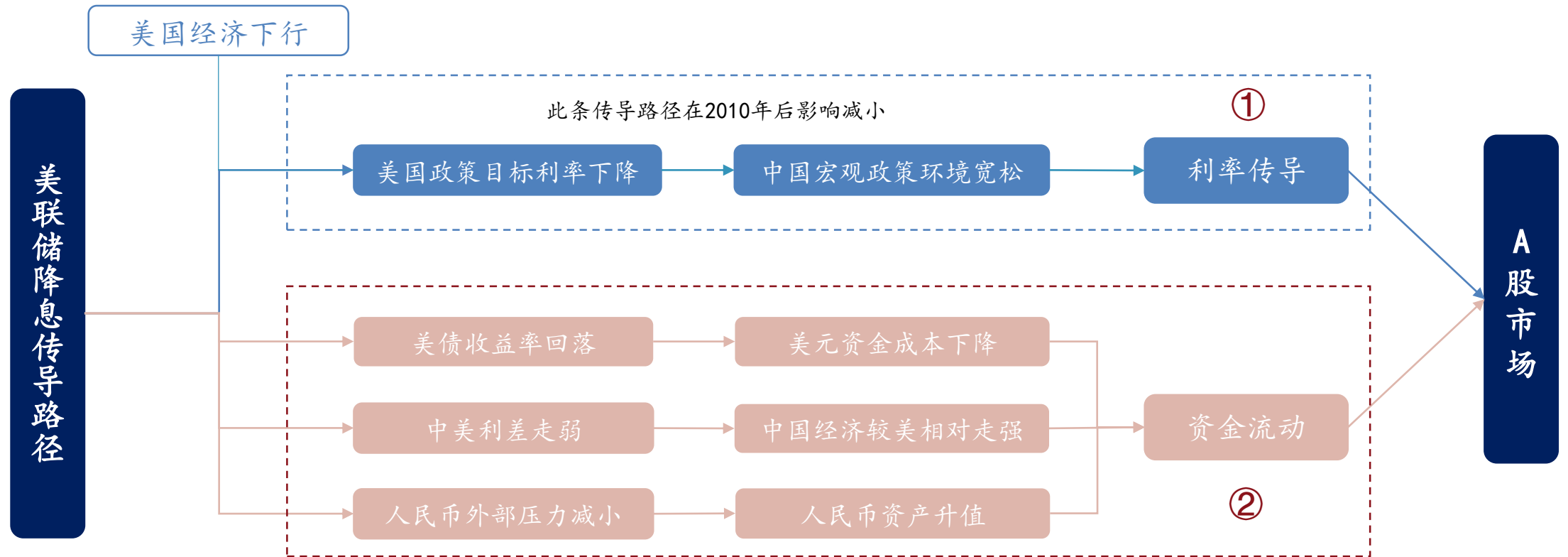


2 传导逻辑



美联储降息影响A股市场的两条路径

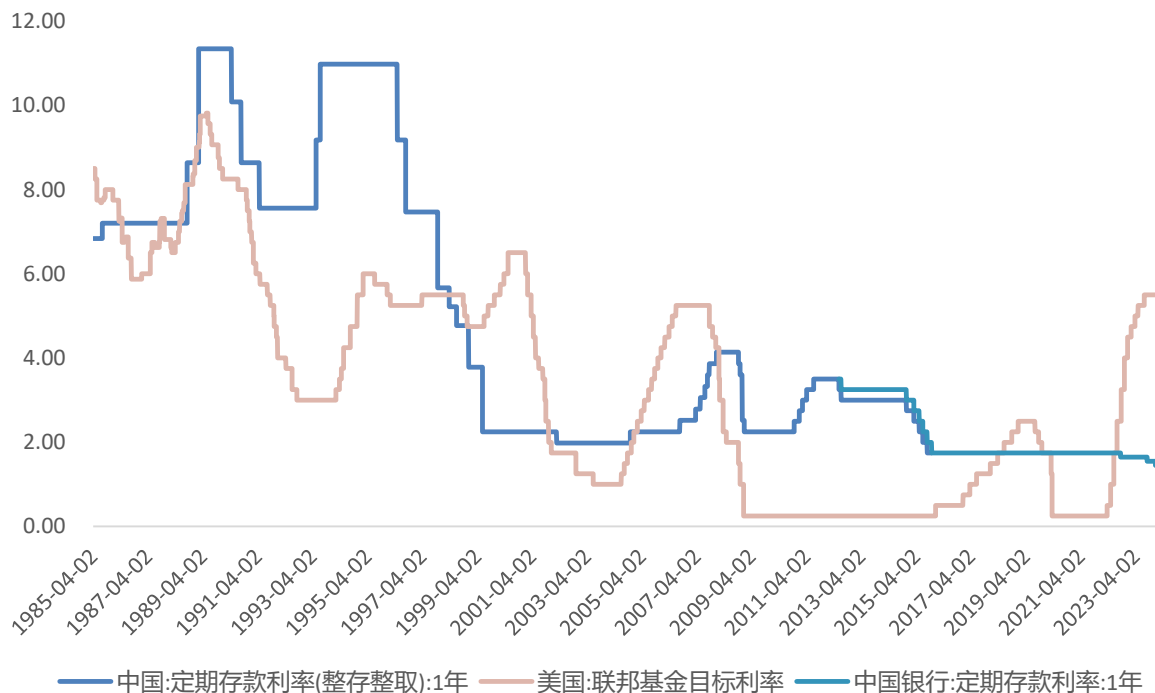
- 美联储降息如何影响A股市场可分为两条传导路径：利率传导和资金流动影响。具体来看，利率传导是指美联储作为全球最具影响力的央行，其货币政策方向会影响各国的宏观政策，即当联邦政策目标利率下降时，会推动国内金融条件放松，改善国内基本面从而影响A股市场；而资金流动影响分为3部分，第一部分是美债收益率，由于美元作为全球定价的锚，10Y美债收益率可以看作是资金成本；第二部分是中美利差，代表中国和美国经济预期差；第三部分是人民币汇率，影响着A股最终资产收益。



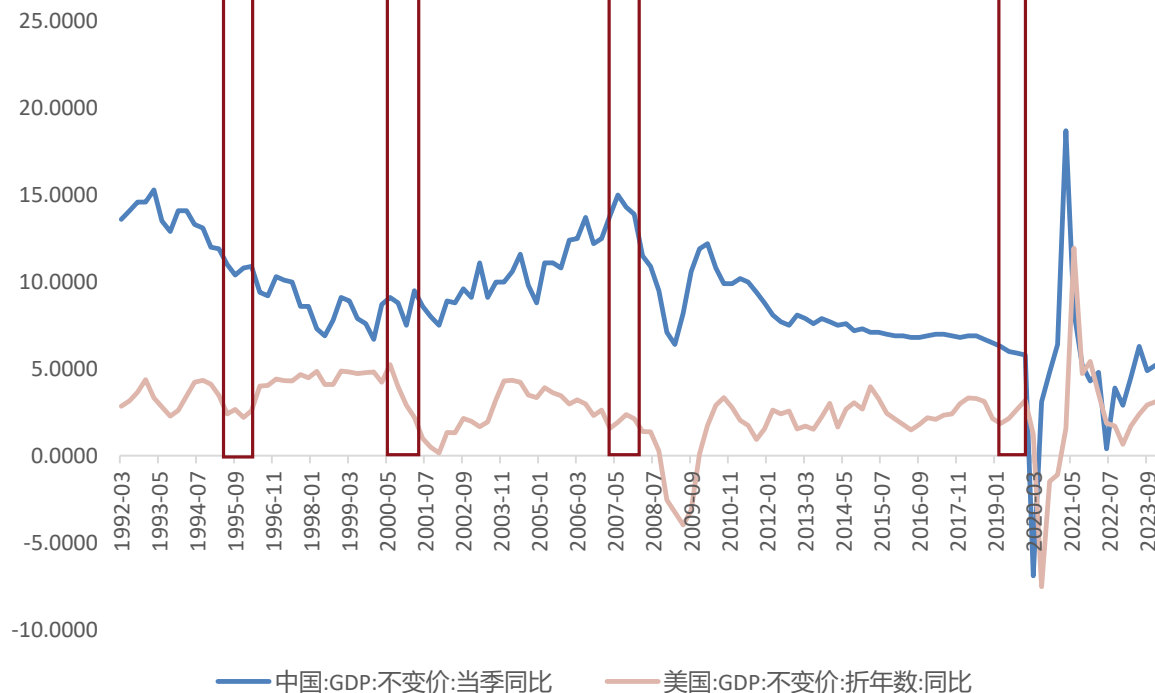
路径一：利率传导

- 美联储作为全球最具影响力的央行，其货币政策方向会影响各国的宏观政策。当联邦政策目标利率下降时，会推动国内金融条件放松，降低利率中枢水平，改善国内基本面从而影响A股市场。
- 中美政策同步时期：2010年以前，美国政策一般提前于国内政策，美联储开启降息前半年国内还处于加息阶段。特例1993年
- 中美政策差异时期：主要集中在2010年以后，受4次QE影响。

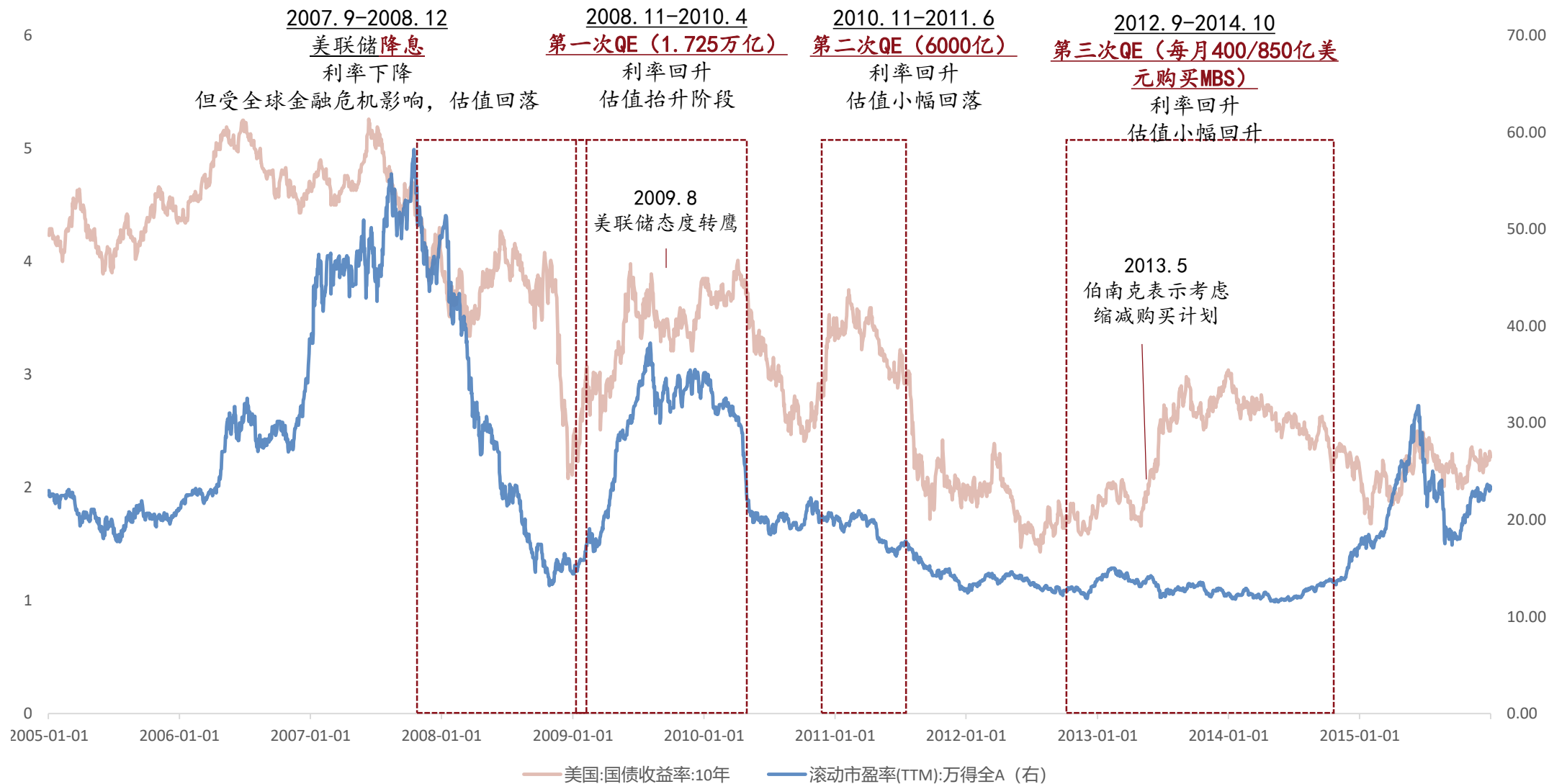
中美货币政策在历史上存在异同时期



中美经济周期也存在异同



美国货币政策变化对A股估值的影响



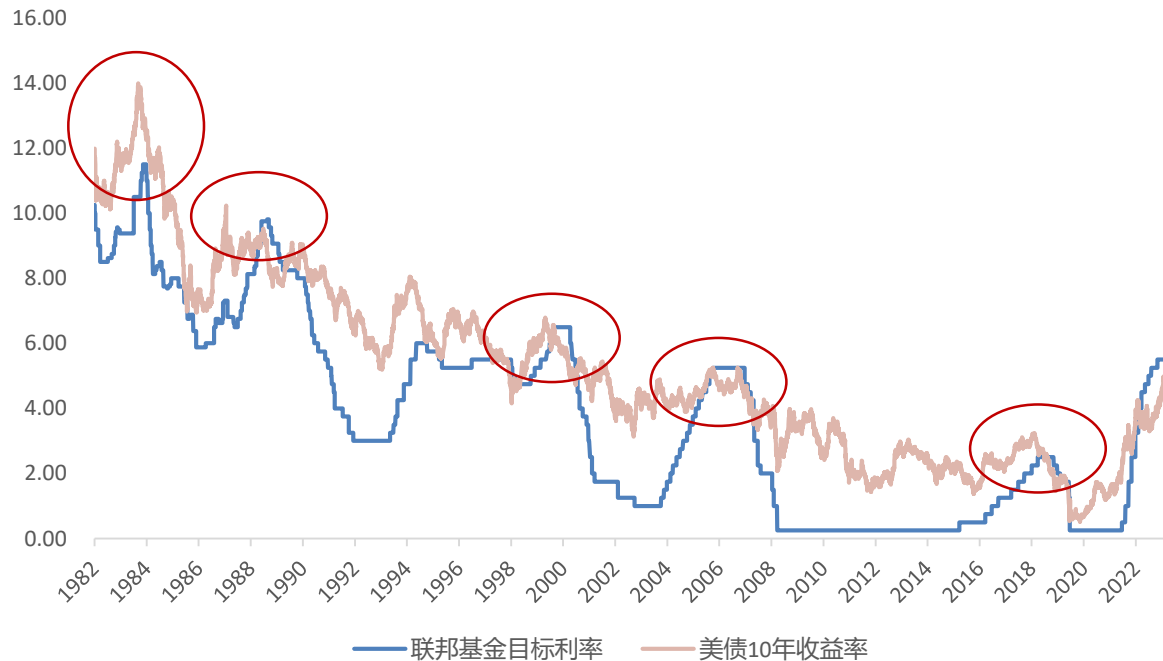
美国货币政策变化对A股估值的影响



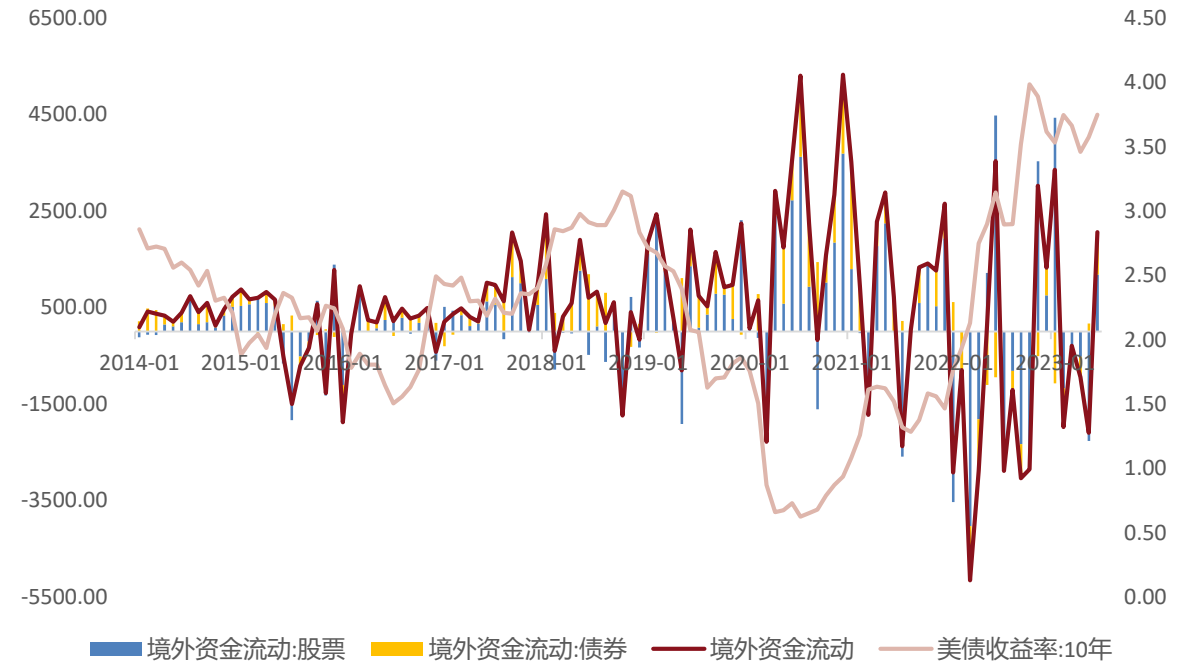
路径二：资金流动影响（美债收益率回落）

- 美联储降息将带来美元资金成本的下降。10Y美债收益率可视作全球市场的资金成本。从历史数据来看，美债10Y收益率皆提前于政策利率见顶，从现阶段来看，意味着美债10Y收益率顶部已过。
- 美元资金成本下降至相对低位时预计将为A股带来更多资金流入的可能性。美国市场资金成本下降，叠加美联储降息影响下全球流动性改善，海外投资者更有可能将资金转移到中国市场。2020年以美联储为首的海外央行大放水之后，流入中国市场的境外资金显著增加；而2022年以美联储为首的海外央行快速收紧货币政策之后，流出中国市场的境外资金也出现相应增加。

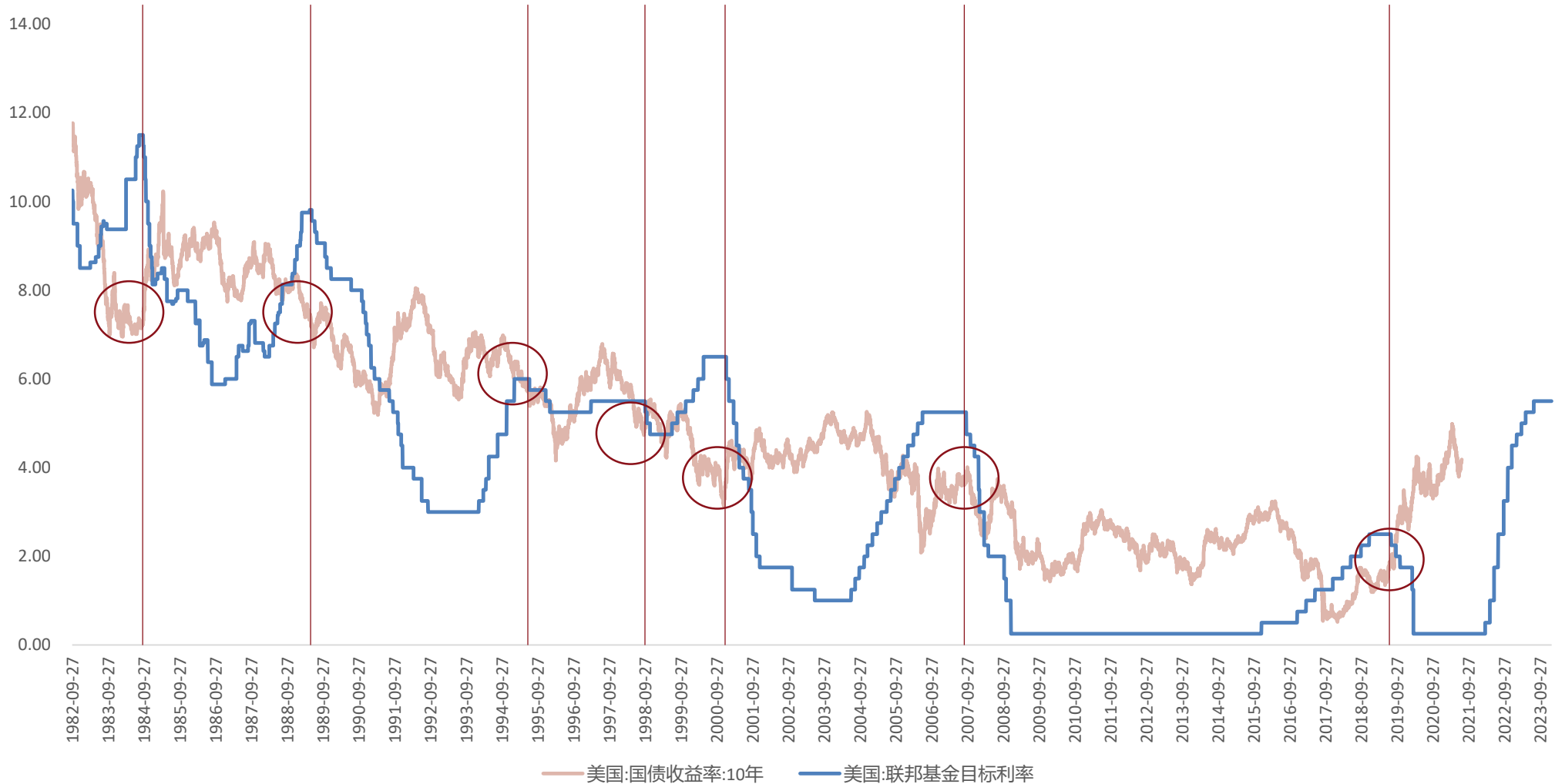
美债收益率提前于政策利率见顶



资金成本下降促进外资流入中国市场

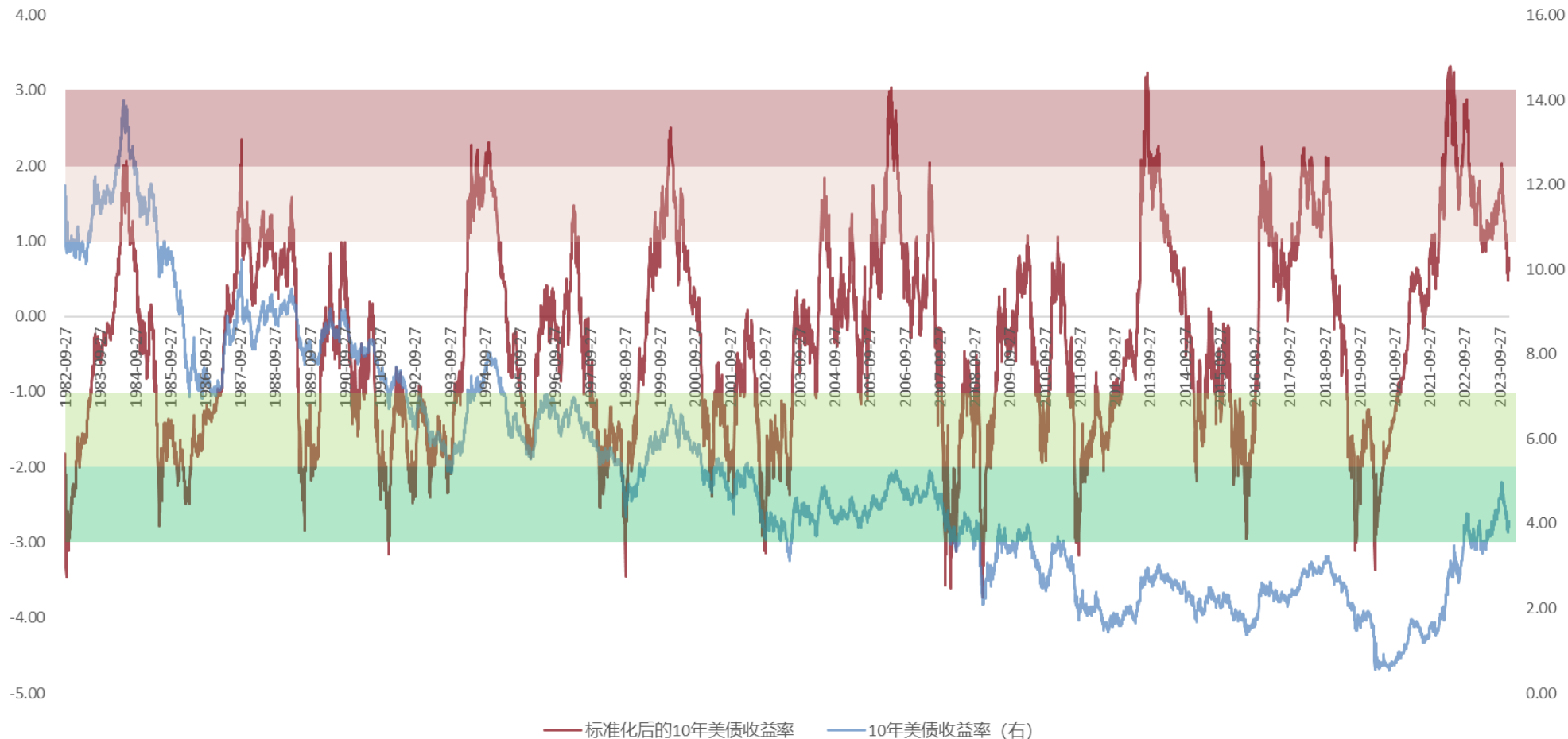


10Y美债收益率会受美联储降息预期影响提前回落

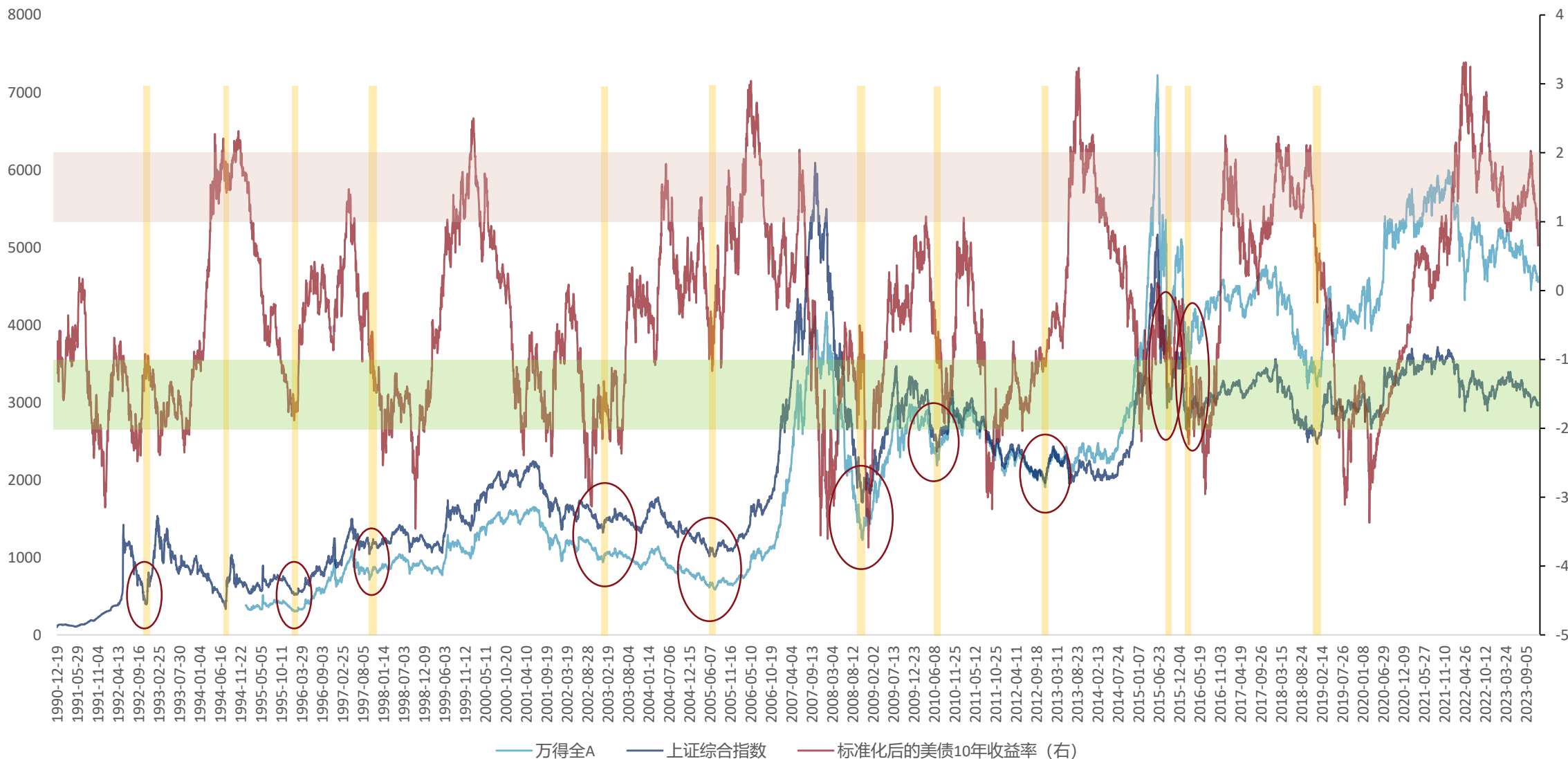


标准化10年期美债利率

- 美元流动性会对A股产生直接或间接的影响，在此选用美国10年期国债收益率来衡量美元流动性，但美国10年期国债收益率整体呈现不断下行的趋势，很难看出它的边际变化，因此需要对它进行调整。调整的方式是将其与均值和标准差做标准化处理，窗口期为2年。



A股历史底部往往标准化后的10年期美债利率处于“-1”以下



A股历史底部往往标准化后的10Y美债利率处于“-1”以下

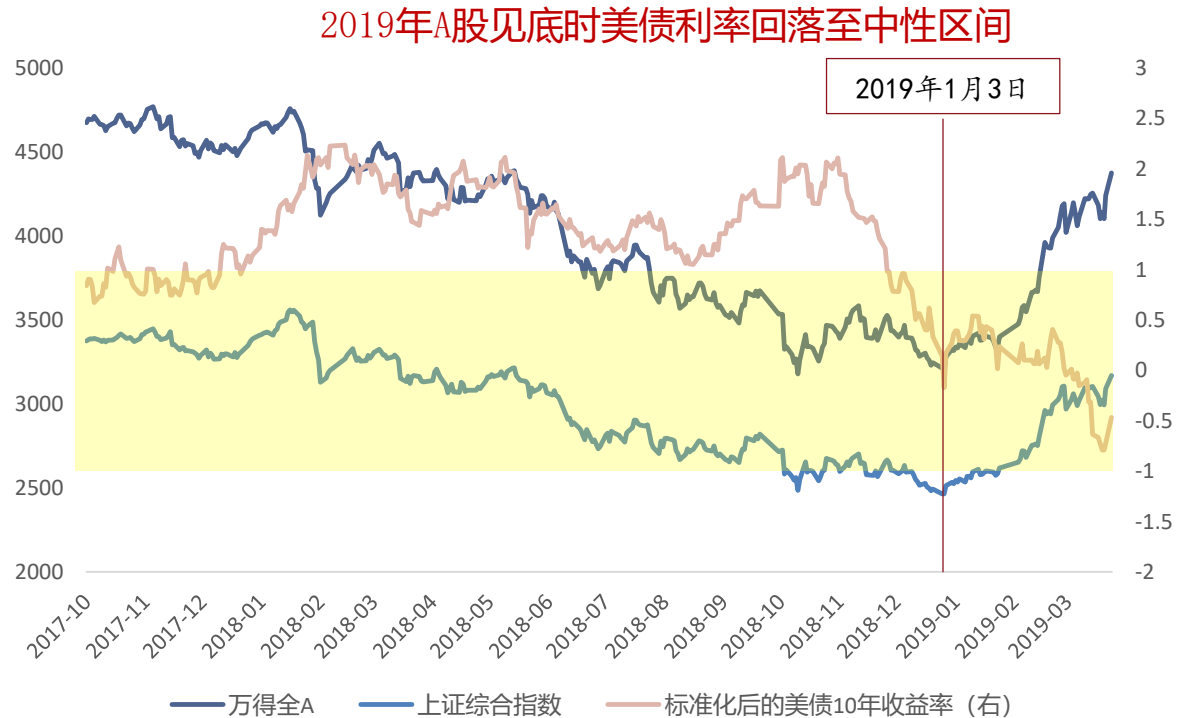
➤ 从历史上美国的10Y国债收益率与A股的关系来看，在A股的12个历史底部中，有10次标准化后的10Y美国国债收益率处于-1以下。只有2次特例：

1、1994年A股见底时标准化后的10年期美债利率仍处于高位，此次A股见底回升与国内政策影响相关。

1994年7月29日，证监会和国务院有关部门发布稳定和发展股票市场措施，措施内容包含年内暂停新股发行上市、严控上市公司配股规模和采取措施扩大入市资金范围，在“三大政策”的影响下，A股见底回升。

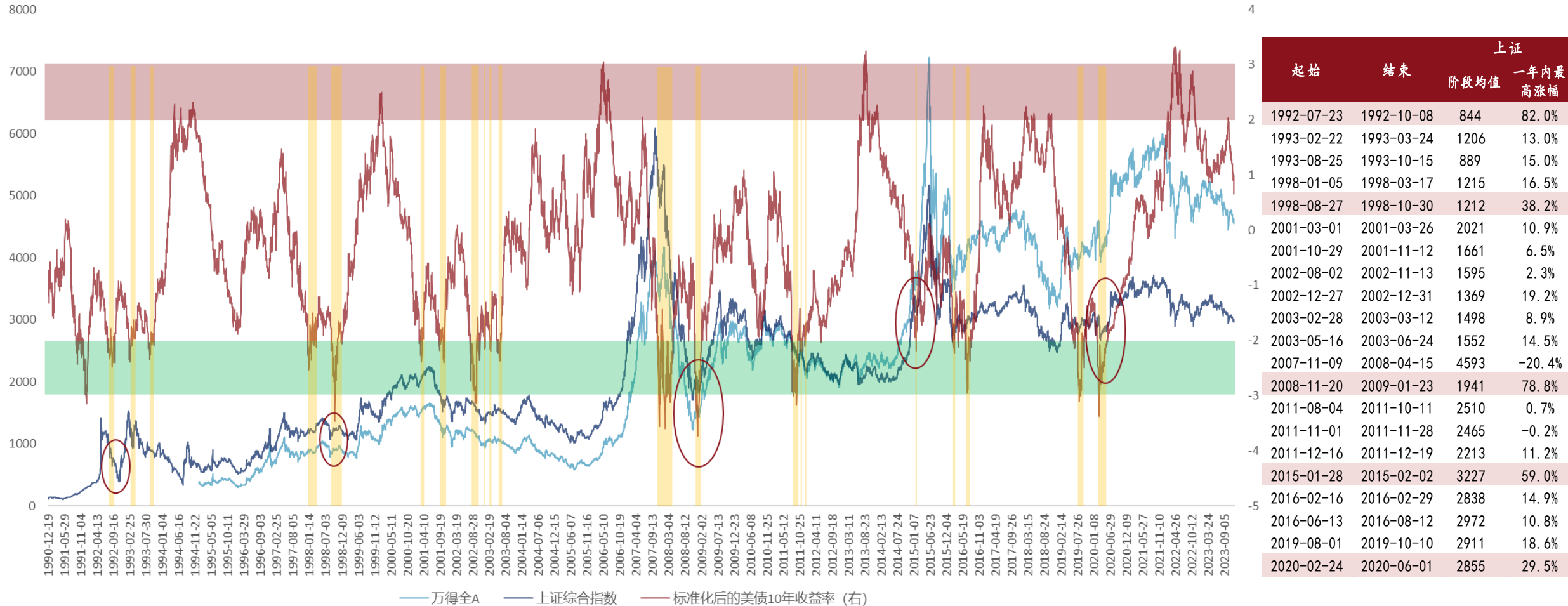
2、2019年A股见底时标准化后的10年期美债收益率虽没进入“-1”区间，但也回落至中性区域。

2018年12月中美双方取消当年加征的关税，2018全年至2019年1月央行累计降准250bp，缓解了18年股市风险偏好和流动性压力，本轮A股底部与经济底部同时确立。



10年期美债利率在“-2”以下的“深度机会”区间

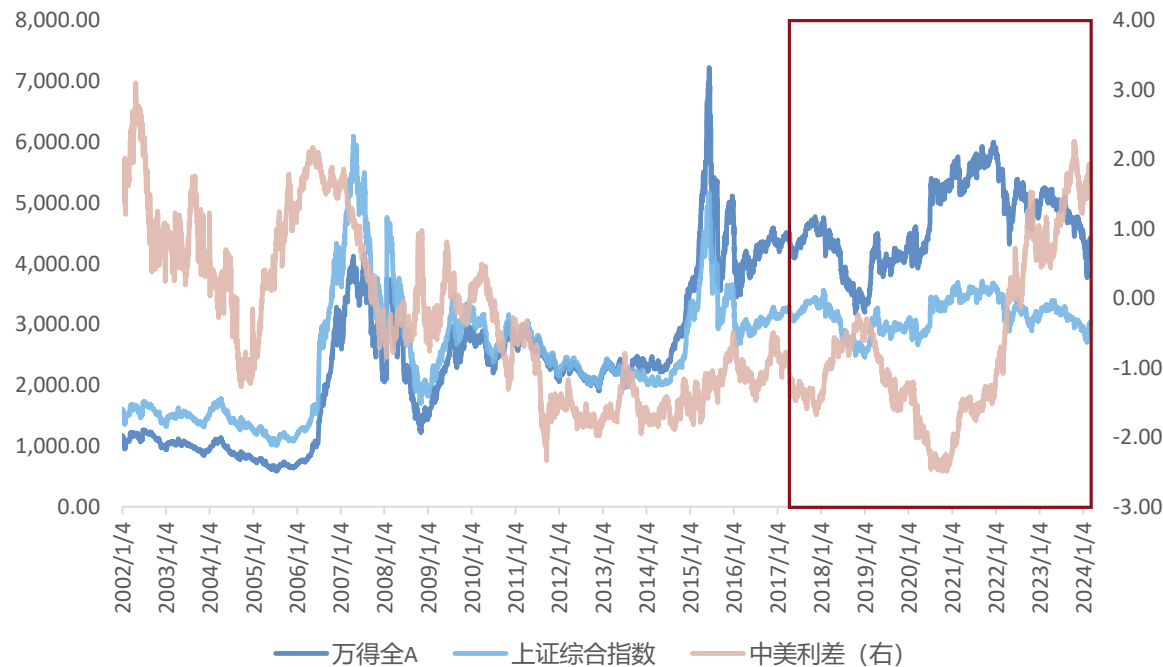
- 1991年后，在标准化后的10Y美债利率处于“-2”以下的情况中，A股在其后一年内出现上涨的概率超过90%，其中后一年中上证综指涨幅接近或大于30%的情况出现了5次；而A股在其后一年内出现下跌的次数为2次，分别在2007年底至2008年上半年和2011年底。



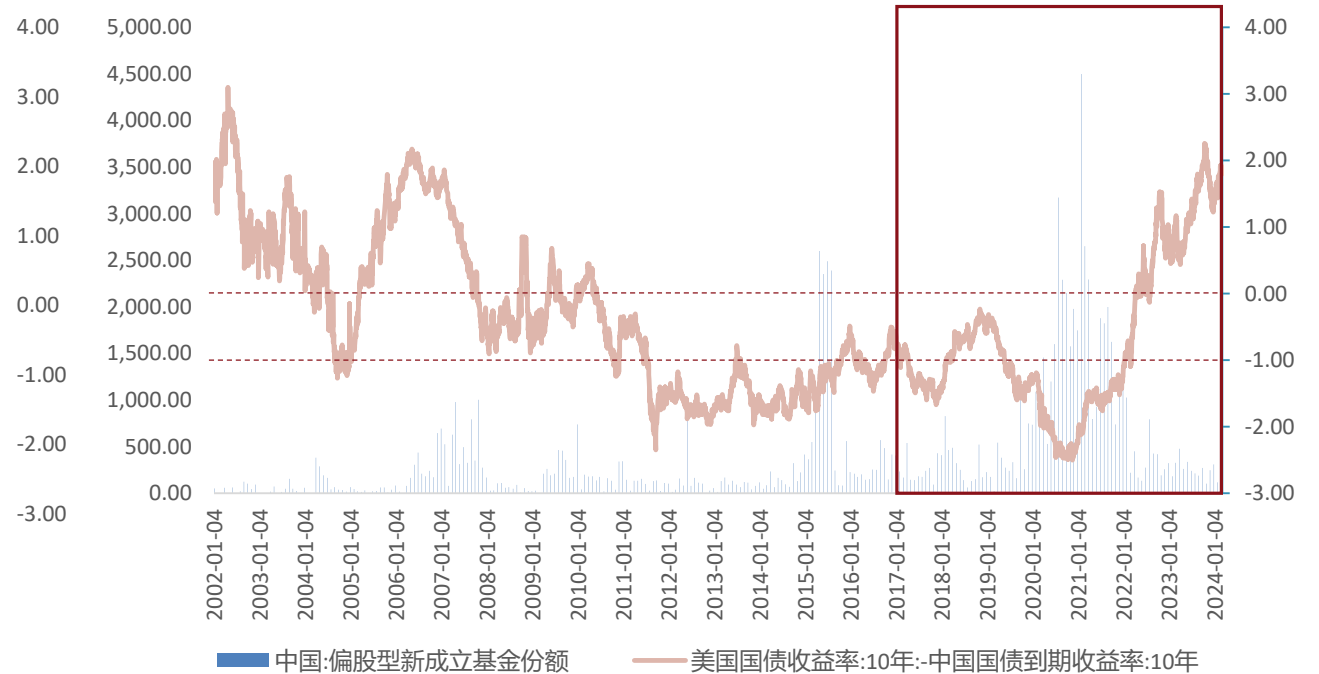
路径二：资金流动影响（中美利差走弱）

- 美国高利率的影响滞后体现，美国经济走弱导致中美利差走弱，从而吸引长期资金流入A股市场。自2016年底陆股通完全开通后，中美利差与A股呈现较明显负相关，其背后是新增长期资金的流入，偏股型新成立基金份额在中美利差回落至-1以下后会出现增加。

2016年后中美利差和指数呈现较明显负相关



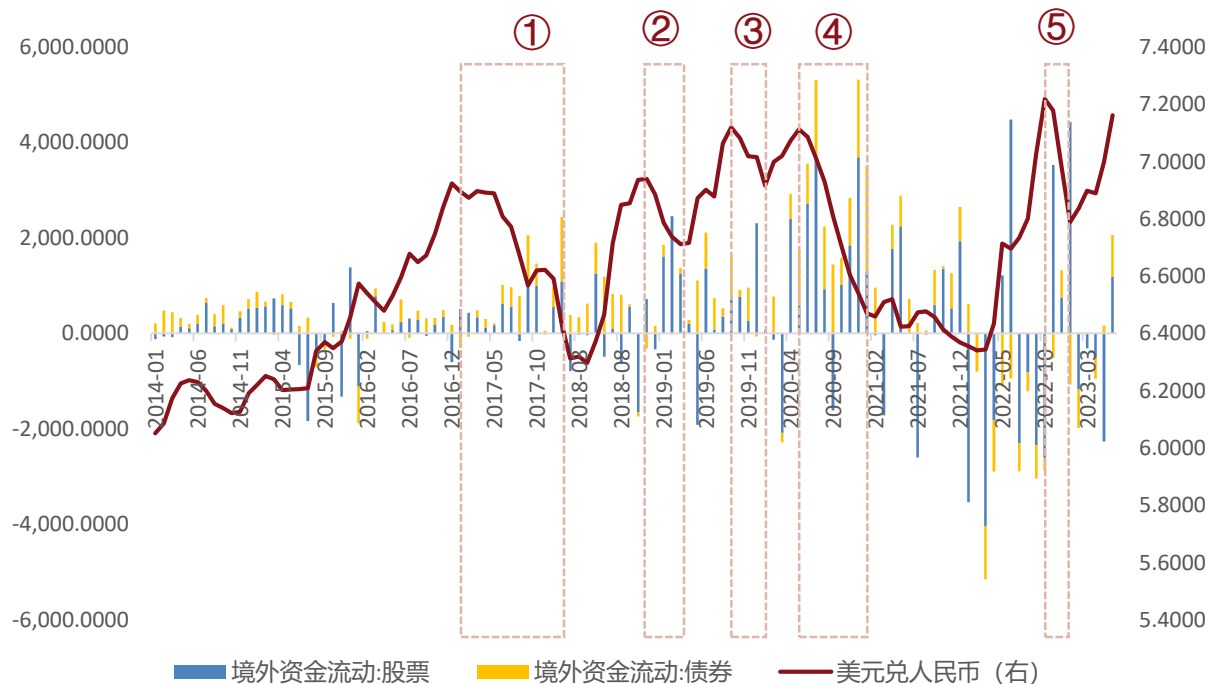
2016年后中美利差和偏股型基金也呈现较明显负相关



路径二：资金流动影响（人民币升值）

- 美联储降息可能导致美元贬值，人民币相对升值，从而使A股市场更具吸引力。而基本面的因素也有助于对外资的持续“引流”。根据统计，2020年以美联储为首的海外央行大放水之后，对新兴市场资金流动大幅增长，其中有大部分流入中国股票市场。
- 人民币快速升值的背后实际是内外需共振走强。如下图④区间（2020年5月到2021年2月），我国经济 and 内需共振复苏，同时出口由负转正后持续上升，带动人民币快速升值，对应A股上涨。

人民币升值促进外资流入中国市场

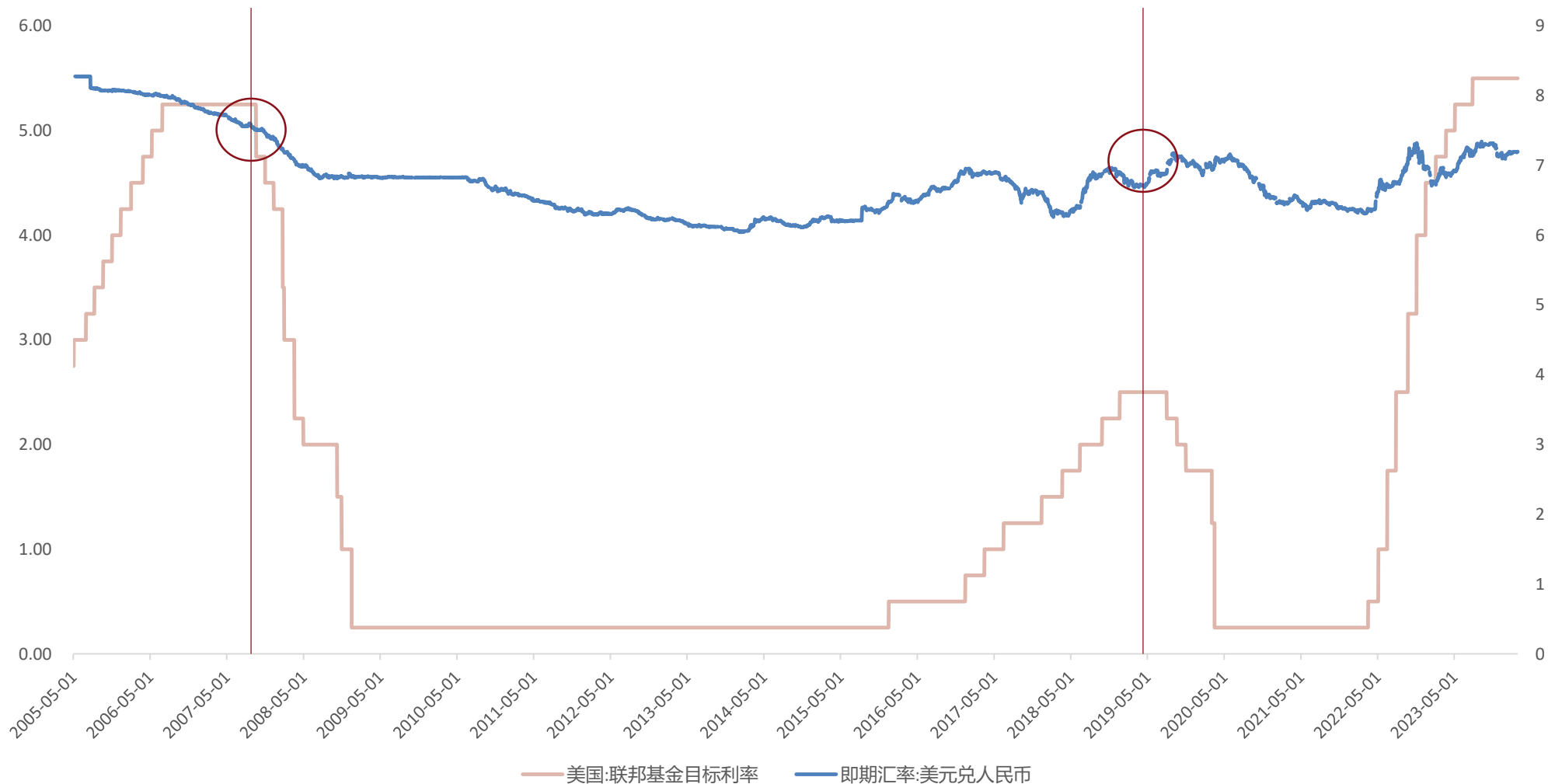


人民币升值区间内A股表现均较好



人民币贬值压力受市场受美联储降息预期影响

➤ 美联储降息预期也影响人民币汇率走势，因而人民币贬值压力缓解会提前于美联储第一次正式降息。



3

未来展望



关注我们

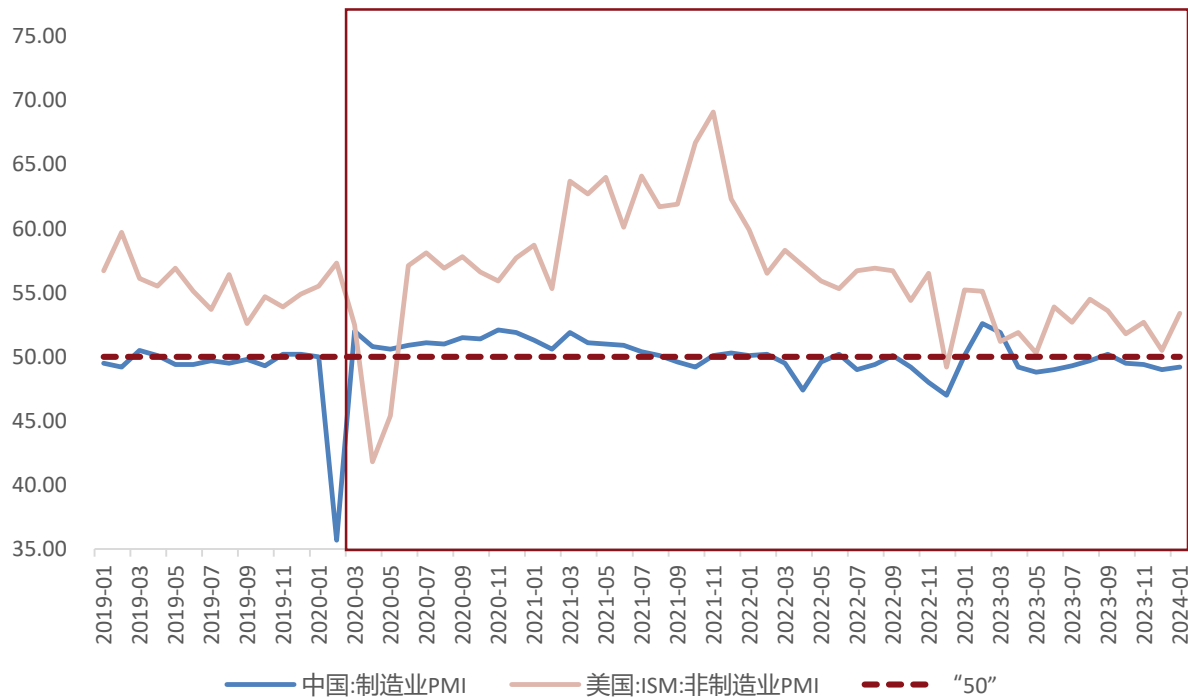


下载APP

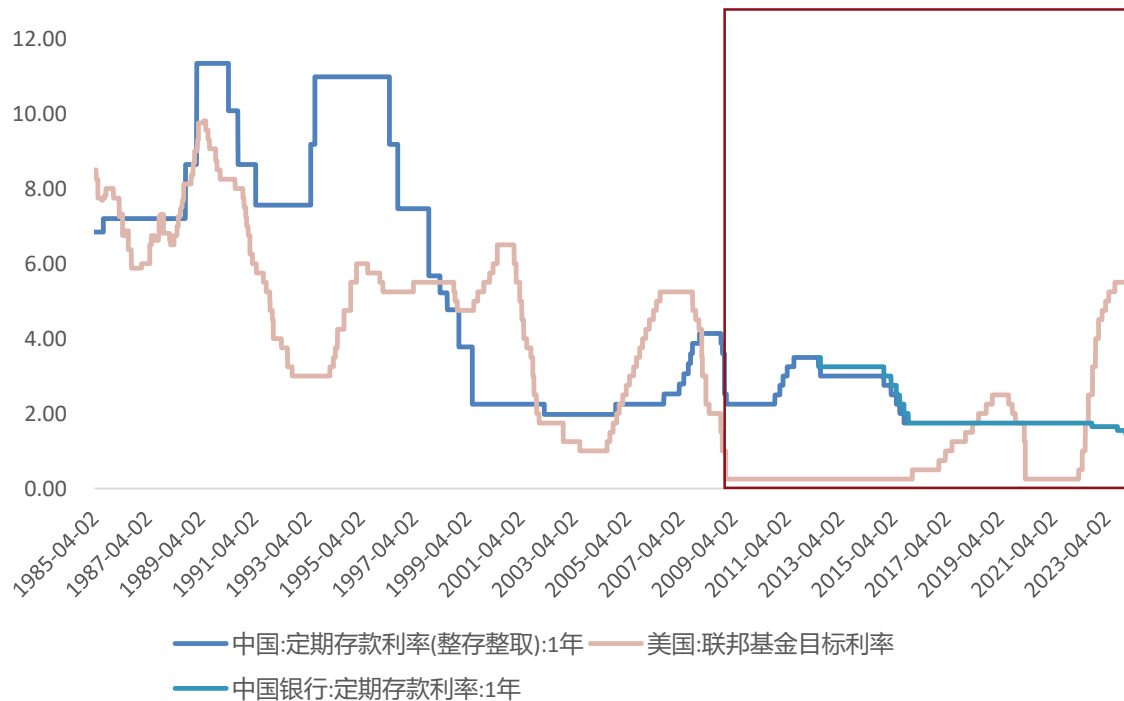
客服服务热线: 400-700-5186

- 受基本面差异影响，中美政策劈叉，基本面对A股的负面影响可能已经提前反应。
- ✓ 美联储推出第四次QE后，中美经济差异明显扩大，到2022年3月退出QE4后，中美经济差已经有所缩小，不过差异仍存，截至2024年1月美国非制造业PMI仍处于扩张区间，而中国制造业PMI则处于紧缩区间。在此情况下，中美政策也出现劈叉，美联储2022年3月-2023年7月快速加息，目前维持高利率，而中国则在2022年年底选择降息。

QE4后中美经济明显劈叉



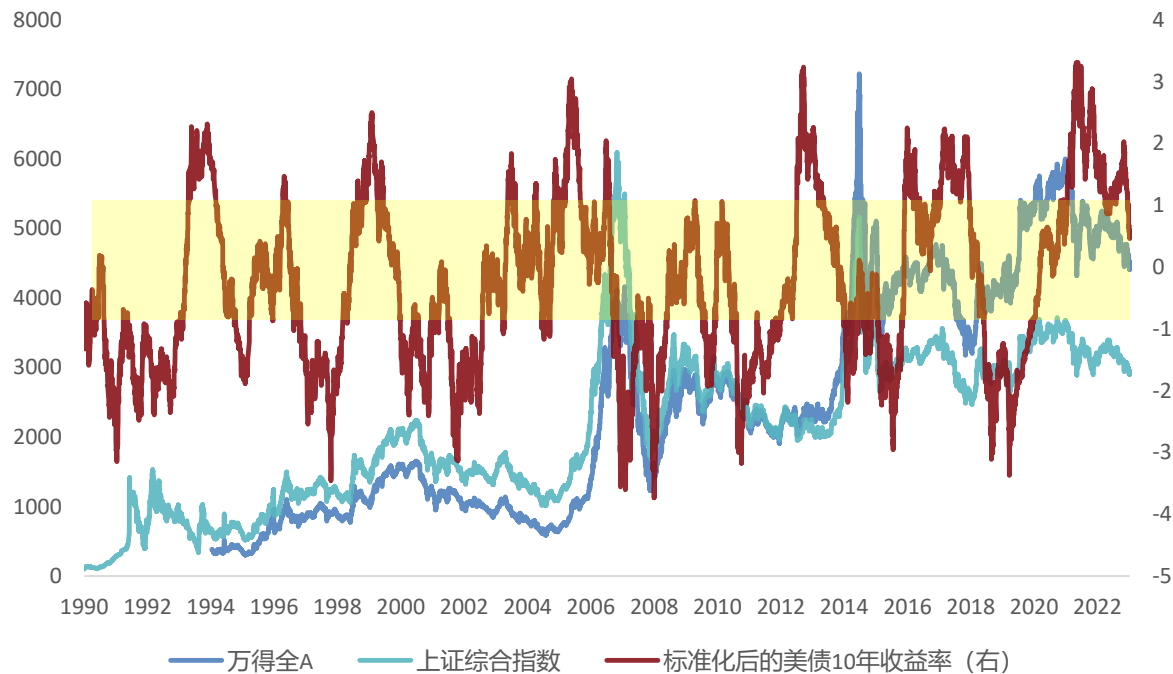
四次QE阶段中美政策劈叉明显



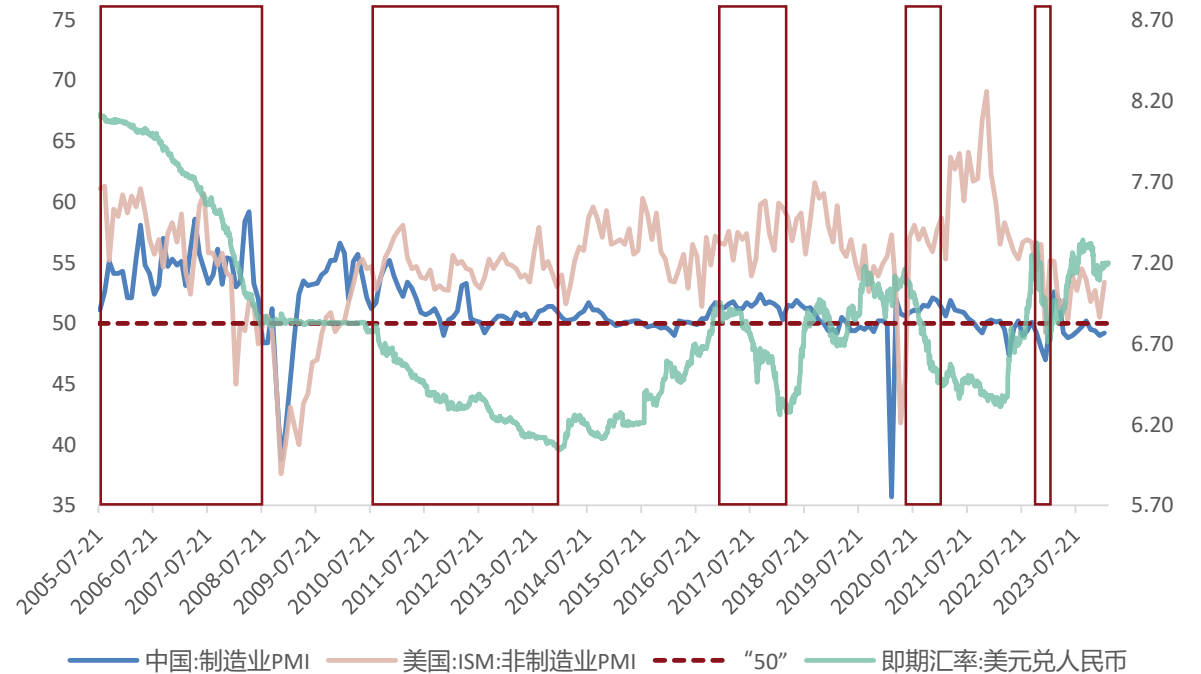
未来展望：资金流动角度

- 受市场对美联储降息预期影响，10Y美债收益率和人民币汇率已经出现一定回落。
- ✓ 10Y美债收益率回落至相对低位时，外资流入更明显；目前标准化后的10Y美债收益率处于中性区间，等待回落至“-1”下方机会区间后再买入A股可能更具性价比；
- ✓ 中美经济劈叉，压制人民币回升幅度，还需等待中美经济差异缩小，且中国经济回升至扩张区间内。从2005年7月21日的汇改后，历史上的5次人民币快速升值基本都触发了中美经济差缩小且中国经济回升至扩张区间两个条件。

标准化后的10Y美债收益率目前处于中性区间



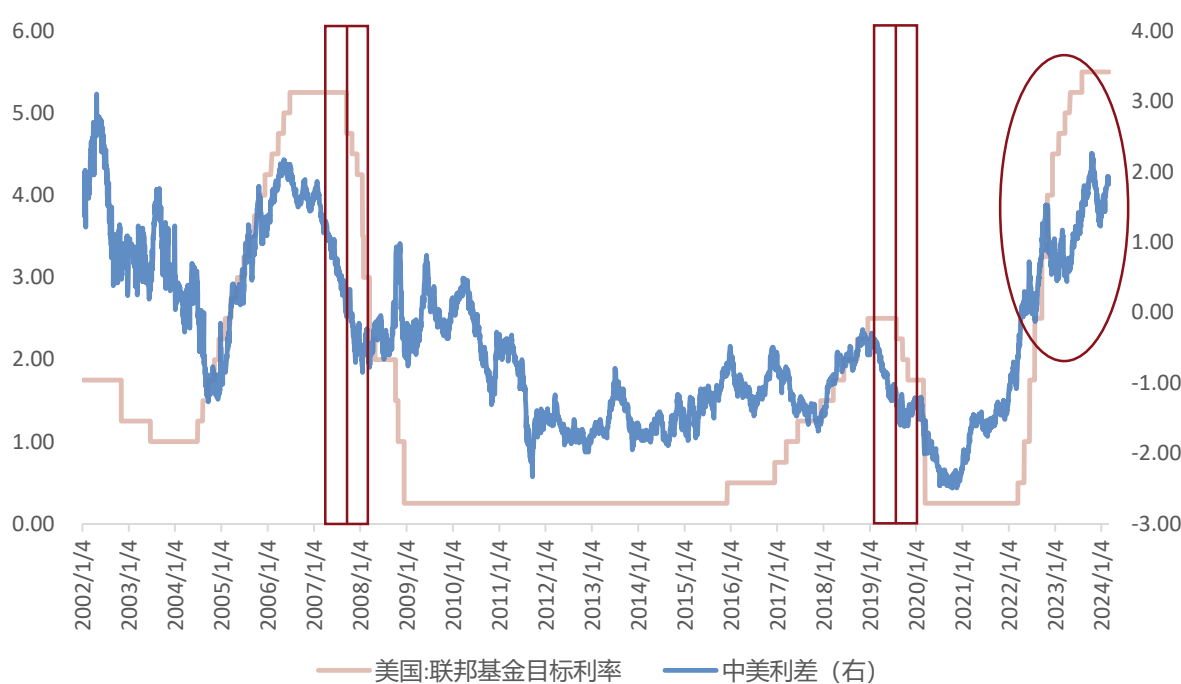
中美经济差异影响人民币汇率走势



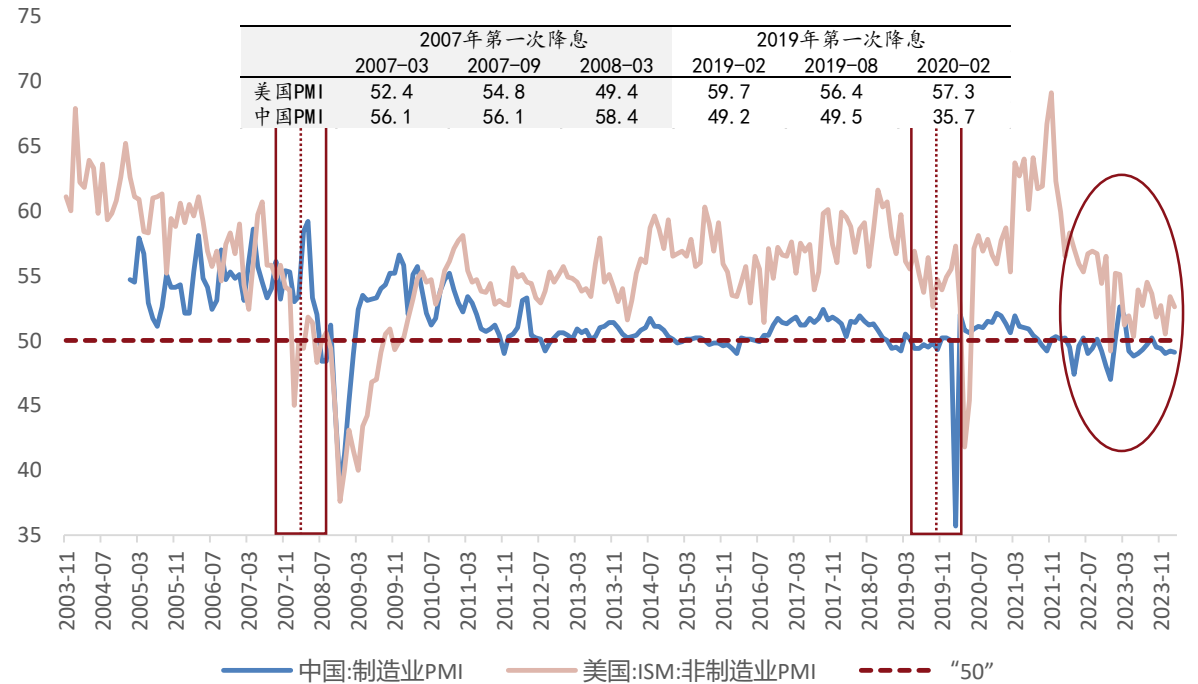
未来展望：资金流动角度

- 受中美经济强弱影响，从2023年底至今中美利差再度出现回升。
- ✓ 从历史上来看，10Y美债-10Y中债走弱的时间均提前于第一次降息开启时点，其背后逻辑主要与中美经济表现相对强弱相关。2020-2022年，受QE4影响，中美经济差扩大，中美利差走强。在2022年3月QE4退出后，中美经济差距逐渐缩小，中美利差上升过程中出现波动，其中2023年3月中美PMI出现反转，中美利差回落；2023年10月受暂停加息预期影响，中美利差回落。后续来看，若中美经济出现反转，中美利差走弱，将吸引资金流入A股。

美联储第一次降息前中美利差已经走弱

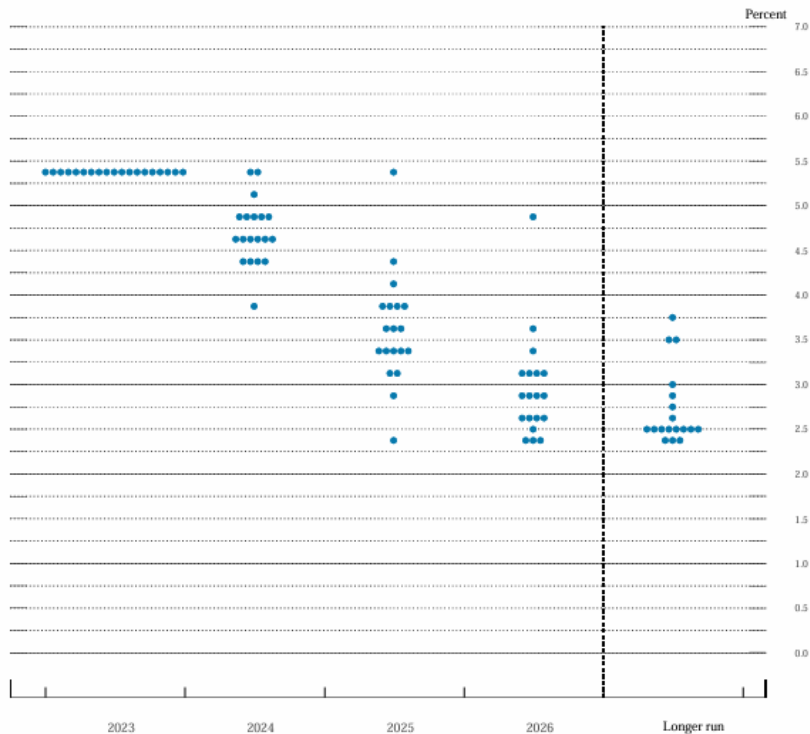


中美经济差异影响人民币汇率走势



- 本轮A股表现可能与历史走势不同，第一次降息前半年表现或弱于后半年。受基本面差异影响，中美政策劈叉，中国宏观政策环境目前已经偏向宽松。根据2013年12月的点阵图，美联储最有可能在下半年开启第一次降息。第一次降息前半年，预计10Y美债收益率还未回落至相对低位，标准化后的10Y美债收益率处于中性区间，中美经济差距缩小但未出现反转，人民币汇率和中美利差波动，A股以波动为主。

2023年12月美联储点阵图



CME目标利率变动概率-20240225

会议日期	距会议时间 (日)	目标利率变动概率(%)									
		下降									持平
		300-325bps	325-350bps	350-375bps	375-400bps	400-425bps	425-450bps	450-475bps	475-500bps	500-525bps	
2024-03-20	30.00									10.5	89.5
2024-05-01	72.00								2.5	29.1	68.5
2024-06-12	114.00							1.7	20.2	51.9	26.1
2024-07-31	163.00						1.1	13.2	39.9	35.9	9.9
2024-09-18	212.00					0.8	9.9	33.1	37.1	16.6	2.5
2024-11-07	262.00				0.4	5.7	22.4	35.3	26.0	9.0	1.2
2024-12-18	303.00			0.3	3.9	16.8	30.9	29.2	14.7	3.8	0.4

- 第一次降息后半年，预计美国高利率环境带来的影响或将逐步体现，存在**两种假设路径**：
- **路径一：若10Y美债收益率继续回落，10Y美债-10Y中债走弱，人民币汇率升值，则A股会出现趋势性上涨。**
 - ✓ 10Y美债收益率回落，A股估值压力缓和；在标准化后的10Y美债收益率回落至“-1”下方机会区间后，A股对外资的吸引力增加；
 - ✓ 中美利差走势存在不确定性，若中美经济强弱出现反转，10Y美债-10Y中债走弱，则A股流动性提升；
 - ✓ 人民币走势存在不确定性，若中美经济差异缩小，且中国经济回升至扩张区间，人民币快速拉升带动人民币资产升值，会吸引外资流入A股。
- **路径二：若10Y美债收益率继续回落，10Y美债-10Y中债和人民币汇率走势波动，则外部流动性压力缓解，但A股难以出现趋势性上涨。**
 - ✓ 若中美经济强弱维持现状，10Y美债-10Y中债波动，则A股流动性不会出现明显提升；
 - ✓ 若中美经济差异仍存，或中国经济未回升至扩张区间，人民币汇率波动，外资流入不明显。

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。