

# 新湖宏观金融（黄金）专题： 历次美联储降息周期美股、美债及黄金表现

本专题试图通过对20世纪90年代以来历次美联储降息前后的背景进行研究分析，观察降息前后美国经济、美股、美债及黄金等资产的表现，力求对9月即将到来的美联储降息周期内的美股、美债及黄金的表现有更好的认识和预判。

图 1 20 世纪 90 年代以来美国联邦基金利率及美国经济情况



资料来源：Ifind、新湖研究所

20 世纪 90 年代以来，美联储在这 30 多年内总共进行了 7 次降息，同时在这段时间内，美国一共经历了 4 次衰退。我们通过归纳分析，结合这 7 次降息前后美国经济的表现以及美联储降息的特点，将美联储的降息分为“突发型降息”和“预防型降息”两类，并且通过对比发现：从资产价格的收益来看，在“突发型降息”情形下，由于黄金的避险属性使得其在危机发生时表现更好；而在“预防型降息”情形下，美股的表现更加优异。

表 1 美国 90 年代以来历次降息时间表

美联储降息周期						联邦基金利率（%）			
开始时间	结束时间	衰退期间	持续时间（月）	降息次数	距离加息结束（月）	开始利率	结束利率	降息幅度	平均降息幅度（bp）
1989.6	1992.9	1990. 7-1991.3	39	23	3	9.75	3.00	-6.75	-29
1995.7	1996.1		6	3	5	6.00	5.25	-0.75	-25
1998.9	1998.11		1	3	18	5.50	4.75	-0.75	-25
2001.1	2003.6	2001.3-2001.11	30	13	7	6.50	1.00	-5.5	-42
2007.9	2008.12	2007.12-2009.6	15	10	14	5.25	0.00	-5.25	-53
2019.7	2019.10		3	3	7	2.25	1.50	-0.75	-25
2020.3	2020.3	2020.2-2020.4	0.4	2	-	1.50	0.00	-1.5	-75

资料来源：FED、新闻媒体、新湖研究所

在正式了解美国 1990 年以来的降息情况前，我们简单对时任美联储主席——格林斯潘的政策导向以及他对美国货币政策体系带来的变化稍作了解，这对我们理解美联储降息政策很有帮助。

格林斯潘是美联储历史上任期第二长的主席，其任期从 1987 年 8 月至 2006 年 1 月底，时间超过 18 年，在他的任期初期强化了中介利率目标的重要性，并开启了美联储领先于通胀数据的“先发制人”操作策略。并且由于这一操作策略在其任期内的成功尝试，使得美联储初步具备引导和塑造市场预期的功能，这对于后来大幅减弱美国联邦基金的波动率、显著提升美联储政策的有效性提供了基础性的作用。美联储逐步对 M1 这一数量目标进行弱化，同时仍坚定使用联邦基金区间利率这一中介目标。

## 一、美国历次降息路径对比

### （一）1989-1992 降息

20 世纪 80 年代美国经济、政策经历了大开大合的 10 年，同时在这期间国际政治格局也发生了变化，1990-1991 年美国再次陷入衰退。美国财政和货币政策在 80 年代随着美国经济和全球政治的巨大变化而大幅波动。八十年代初期的紧缩导致了 1982 年的美国经济衰退以及持续到 1985 年美元升值；而此后签订的广场协议，货币政策重新转向宽松，以及愈演愈烈的针对他国的贸易壁垒政策，又给了美国工业新的希望。在这之后，适逢美国政府削减开支和政府债务，叠加格林斯潘上台伊始的提前紧缩政策，美国经济总需求在 1990-1991 年期间出现了大幅的削减，包括当时投资火热的汽车产业在内的主要部门被动减少支出。在国际政治上，经历了两德统一、苏联解体以及中欧经济巨变等，全球政治经济格局的动荡加剧了美国国内经济所面临的困难。即使在当时美国意图通过战争来解决国内经济，发动了海湾战争，并通过军费收入使得经常账户逆差大幅缩窄，但仍然无法阻止经济走向衰退的深渊。

美联储在衰退之前的 1989 年 6 月开启降息，累计降息 23 次共计 675bp 直至 1992 年 9 月，这也是 20 世纪 90 年代以来降息时间持续最长且降幅最大的降息周期。在这之前，格林斯潘基于对通胀的提前预判，使得美联储在 1987-1989 年间上调了联邦基金利率。

图 2 20 世纪 90 年代以来降息时间持续最长且降幅最大的降息周期



资料来源：Ifind、新潮研究所

在 1989 年的第一季度，大宗商品价格持续上涨，美联储在 2 月仍加息 50bp 意图控制通胀，3 月后经济数据有所走弱，但联储议息会议纪要显示“尚未看到通胀减缓的确定性证据，因此维持利率水平不变”。4 月中旬大宗商品价格开始回落，失业率抬升，迫使美联储在 1989 年 2 月加息完成的仅仅 3 个月之后便开始降息。

## （二）1995.7-1996.1

美联储在 1994 年 2 月-1995 年 2 月累计加息 7 次，合计抬升联邦基金利率 300bp，从 3.0%提升到 6.0%，这也是美联储第一次正式地以利率为中介目标而非货币供给量作为货币紧缩的锚，这一次的利率上调是格林斯潘对 1993 年下半年起对经济走向过热抱有警惕的预防式加息，而这一次联储主席对潜在的未来通胀上行的担忧有些过度，失业率的连续下行并未转化为核心通胀的上行，故在 1995-1996 年对联邦基金利率进行了反向的微调。1995 年上半年通胀反弹的最高峰值仅为 3.2%，此后回落至 3.0%附近并相当平稳地保持至 1995 年年底。在这期间，失业率在 1995 年 2 月降至比 1992 年年底低 2 个百分点，这段时间内失业率的回落整体没带来新一轮核心通胀的反弹。这种独特的现象令美联储不得不在 1995 年 7 月、12 月和 1996 年 1 月分别小幅下调 25BP，对相当于通胀而言过高的联邦基金利率水平进行反向调整。

图 3 在美联储降息前，美国 PMI 落入 50 以下



资料来源：Ifind、新潮研究所

具体来看，1995 年 4 月美国失业率开始逆转上行，ISM 制造业 PMI 也在 5 月首次落入收缩区间，经济下行的压力使得美联储在 7 月降息 25 个 bp。7 月联储议息会议纪要显示“由于经济增长放缓程度大于预期、潜在通胀压力减弱，因此部分官员表示适度放松政策是可取的”。

1995 年底的再度降息主要是因为财政收缩压力。在 7 月“预防式”降息的半年后，美国政府因新财年预算未能达成一致而两度关门，FOMC 会议纪要显示美联储认为新财年财政政策大概率紧缩从而拖累美国经济增长，因此在 12 月和来年 1 月分别再次降息 25 个 bp。

（三）1998.9-1998.11

1998 年亚洲金融危机发生，但此次金融危机几乎没对美国形成实质性冲击，1997-1998 年美国实际 GDP 的增速分别为 4.5%和 4.4%，创下 80 年代以来的新高。但由于长期资本管理公司（LTCM）的高杠杆操作受到俄罗斯宣布延期偿还所有对外债权的影响，导致 LTCM 持有的债券价值暴跌，产生巨额亏损，使得其亏损在短短半年内达到了 90%。美联储为了应对金融风险潜在传导的经济下行压力而提前降息，同时在其协调下，组织 14 家国际银行组成财团注资超 37 亿美元购买了 LTCM90%的股权，美国国内金融风险上升。

图 4 亚洲金融危机冲击下美联储的突发式降息



资料来源：Ifind、新潮研究所

美股自 1998 年 7 月以来一度回撤 20%。美联储从当年 9 月开始连续降息 3 次共 75bp，以防止国内金融风险的进一步蔓延。在本轮降息期间，美联储担心的市场恐慌和流动性枯竭并没有发生，其对 LTCM 的救助起到了稳定市场信心的作用。这一事件也拉开了美联储主动应对金融系统性风险的时代序幕。

（四）2001.1-2003.6



鉴于经济增长维持强势以及对日渐升温的通胀的担忧，美联储在 1999 年中开始实施了为期一年的连续加息，合计加息 175bp，将联邦基金目标基金利率抬升至 6.5%。

但由于通胀并未如加息刚开始预期的大幅上行，本轮紧缩很快带来了实际利率的明显抬升，对金融市场形成了较为明显的估值压迫。当时恰逢全球化背景下的互联网浪潮推动科技股集中的纳斯达克指数出现飙升，从 1999 年 10 月中旬至 2000 年 3 月上旬的 5 个月时间内，纳指最高累计涨幅接近 90%，但连续的加息，特别是 2000 年 2 月-5 月间合计 100bp 的加息，令美国科技股随着经济展望降温的同时遭遇了估值和盈利的双重打击，指数开启暴跌。

股市的持续下跌使得美国居民收入和预期急速恶化，美国经济增速从 2000 年的 4.8% 跌至 2001 年二季度的 1.0%。此后突发的 911 恐怖袭击事件令美国经济雪上加霜，美国 2000 年 Q4 实际 GDP 同比增速降至 0.4%，全年 GDP 实际增速创下 1992 年以来的新低，美国经济陷入短暂的衰退。

图 5 经济下行叠加美股大跌下的降息



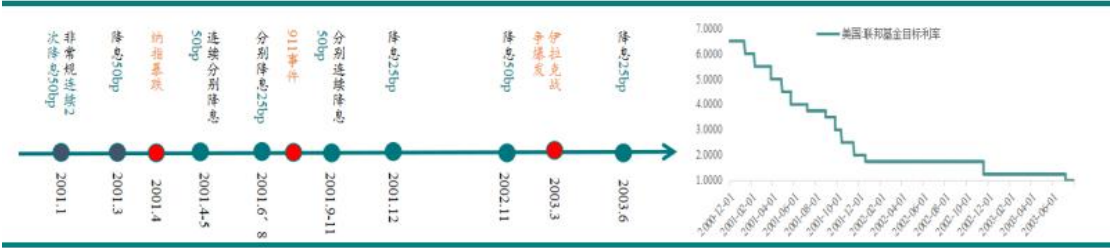
资料来源：Ifind、新潮研究所

面对企业盈利下降、金融市场动荡抑制消费需求，叠加恐怖袭击引起的恐慌，美联储启动了新一轮大幅度的降息，2001 年内连续降息合计达 475bp，至 2003 年年中利率低至 1% 的水平，联邦基金利率合计下降 550bp。

在 2000 年下半年经济增速大幅回落的背景下，美联储在 2001 年 1 月非常规地进行了 2 次 50bp 的降息，并在 3 月再降 50bp。4 月纳指暴跌，使得美联储继续以 50bp 的力度连续 2 月下调联邦基金利率。当年 6 月和 8 月降息幅度原本已经收窄为 25bp，但又由于 911 事件的发生，美联储在 9-11 月分别连续以 50bp 的力度下调利率。除此之外，美联储还向银行体系迅速提供了充足的流动性，在 911 事件发生的后一天（9.12），美联储资产规模较前一周急剧扩张 926 亿美元，周增速高达 14.5%，这有效避免了金融体系恐慌和流动性枯竭。此次救助的规模

远大于 1998 年长期资本管理公司破产期间的救助规模。

图 6 此轮降息历时 2 年 6 个月，降息幅度达 550bp



资料来源：新闻报道、Ifind、新潮研究所

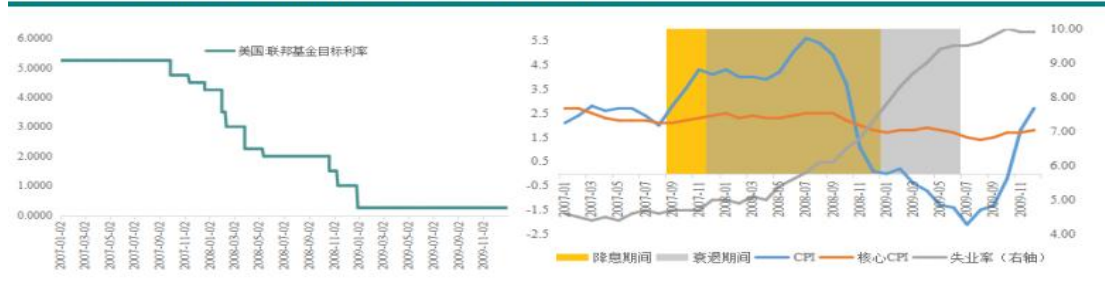
经过一整年的宽松政策，美国联邦基金的目标利率已从年初的 6.5% 下降至年末的 1.75%。2002 年美国的经济有所企稳，美联储暂停加息。但在 2002 年下半年美国经济增长再度小幅下滑，以及伊拉克战争爆发令美联储担忧国内流动性紧张，美联储在 2002 年 11 月和 2003 年 6 月分别降息 50 和 25bp，这使得美国联邦基金利率下降到 1%。

（五）2007.9-2008.12

在 2001 年中国加入 WTO 后全球化的深入推进令美国经济在维持相对较高增速的同时可以在很大程度上摆脱高通胀的潜在约束。在美国 2000-2001 年短暂的经济衰退之后，美联储采取了相当宽松的货币政策，对过度金融化也采取了放任的态度，选择性地容忍了房地产市场和资产证券化市场相结合的巨大金融泡沫的形成。意识到房地产泡沫即将破灭时，美联储在 2004 年又过快地实施了一轮货币紧缩政策，加速了金融风险的集中爆发。由于此前美联储对商业银行经营风险监管过于宽松，令局部性的美国次贷危机很快演变为全美范围内的银行危机，并通过全球范围内的分支机构迅速蔓延，进一步传导为全球性的金融危机。

全球金融危机引发的风险导致美联储经典的“逆周期调节”货币政策传到框架失效，为尽快避免影子银行“有毒资本”侵蚀银行资本、流动性冲击以及经济衰退这三大风险，以至于再度出现美国大萧条（1929-1933）时期全球衰退的极端局面，美联储采取了非常规的货币行政。自 2007 年 9 月-2008 年 4 月，美联储共实施了 7 次降息，其中 1 月分别降息 75bp 和 50bp，3 月降息 75bp，联邦基金利率目标从 5.25% 降至 2.0%，并在此水平保持了半年。但这次非常规的大幅降息并没有对次贷危机蔓延造成的银行危机和金融危机起到良好的阻断效果。

图 7 次贷危机下美联储紧急降息，失业率在降息后半程迅速上扬



资料来源：Ifind、新湖研究所

在 2008 年第三季度，随着雷曼兄弟的破产，更多具有系统重要性的金融机构被卷入次贷危机，美国经济全面下行的趋势越演越烈，居民消费和私人投资剧烈萎缩，当季实际 GDP 同比仅为 0.2%，四季度进一步下滑至-2.5%，达到深度衰退的情形。经济的迅速衰退使得美联储在 2008 年 10 月再次连续降息 50bp，到了 2008 年年底，美国经济全面衰退已成定局，美联储最终决定降息至零下限，并将联邦基金利率目标定位 0-0.25%。在此期间，美联储启动了包括大规模国债及 MBS 购买在内的四轮 QE，美联储资产规模快速扩大。

#### (六) 2019.7-2020.3

在 2011-2019 年，美国经济经历了罕见持续长达 9 年的“大缓和”时期，年均实际 GDP 增长为 2.4%。在逐步削减购债计划近 3 个季度之后，美联储于 2014 年 9 月宣布将于 10 月结束 QE，并发布“货币政策正常化原则与计划”，正式考虑将利率抬升至正常水平附件，并开启美联储“缩表”计划，以减少美国银行体系中的过剩流动性。

进入 2018 年，由于一季度美国经济增长较好，考虑到美国国际经和通胀的即时表现，鲍威尔在 2018 年连续 4 次合计加息 100bp。但金融条件收紧过快最终导致 2019 年美国又出现了大经济增长大幅低于预期，叠加贸易紧张局势，美联储最终不得不在 2019 年 7 月、9 月和 10 月又逆转进行了降息，货币政策正常化进行也就此中断。

图 8 2019 年美联储进行预防式降息，但由于新冠疫情冲击又直接降低 150bp



资料来源：Ifind、新湖研究所

2020 年由于新冠疫情的影响引发全球风险资产剧烈回调，美联储在 3 月初非常规降息 50bp，随后在 3 月中旬继续讲将联邦基金利率下调 100bp 并启动量化宽松和一系列流动性便利操作。美股创纪录暴跌以及四次“熔断”均发生在这一阶段，一个月内跌幅高达 34%，日内跌幅超 5% 的情形出现过 4 次。

## 二、美国历次降息下美国股、债及黄金走势

根据上述划分的六个降息周期以及降息前后的美国经济的背景，我们可以把美联储的历次降息分为“预防型降息”和“突发型降息”，考虑到不同历史时期美国经济呈现不同的特征，因此我们根据这一分类观察降息前后美股、美债及黄金等表现。我们将下图中序号为 1、2、4、6 的降息时段定义为“预防型降息”；将 3、5、7 定义为“突发型降息”。

表 2 美联储降息周期分类

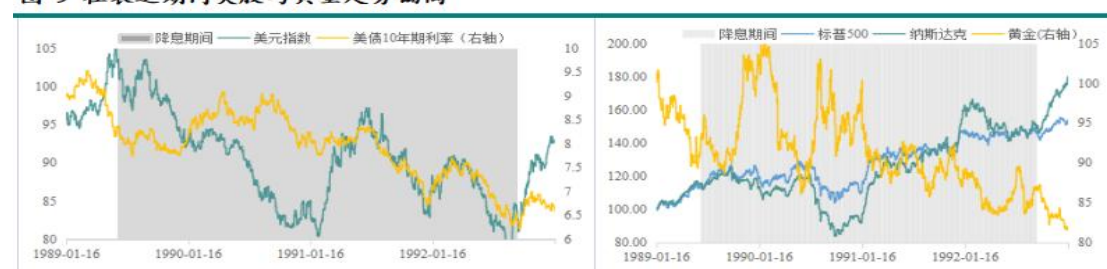
美联储降息周期						
序号	开始时间	结束时间	衰退期间	持续时间(月)	降息次数	降息类型
1	1989.6	1992.9	1990. 7-1991.3	39	23	预防型
2	1995.7	1996.1		6	3	预防型
3	1998.9	1998.11		1	3	突发型
4	2001.1	2003.6	2001.3-2001.11	30	13	预防型
5	2007.9	2008.12	2007.12-2009.6	15	10	突发型
6	2019.7	2019.10		3	3	预防型
7	2020.3	2020.3	2020.2-2020.4	0.4	2	突发型

资料来源：新闻报道、新潮研究所

### （一）“预防型降息”下的资产表现

美国在 1990 年下半年陷入经济衰退，在这期间股票大跌，但随着美联储高强度大幅度的降息，标普 500 及纳斯达克在 1991 年第一季度就收复了跌幅，并在后续的降息进程中一路走高。金价在美联储降息的前半程冲高，并且得益于其避险作用，在美国发生经济衰退的前期再度走强，随后走低。从整个降息周期来看，美股的涨幅大于黄金。10 年期美债收益率跟随降息周期下行，美元在整个降息周期整体呈现下跌态势。

图 9 在衰退期内美股与黄金走势偏离



资料来源：Ifind、新潮研究所



在 1995 年下半年及 1996 年初的这一轮降息周期内，美债收益率和美元指数同步走低。由于在这一周期内，美国并未发生衰退，美股并未发生明显回调，黄金呈现震荡走势，在降息后半程有小幅拉升。

图 10 1995-1996 年降息期内美股上涨，黄金价格变动不大



资料来源：Ifind、新湖研究所

在 20 世纪之初的这轮降息，主要原因还是在于美国经济进入下行，同时叠加美国互联网科技股泡沫破裂导致美股大跌带来市场恐慌。美联储在 3 月并未因股票市场的剧烈波动而暂停加息，反而顶住压力再度加息 50bp。随着美股持续下跌侵蚀了私人部门财富，还对居民收入预期造成影响，进而制约了居民消费和企业投资。在这段时间内，美元和美债收益率均走低。互联网科技股泡沫破裂作为导火索，引发市场恐慌情绪，黄金的避险属性使得金价在这段降息周期内上涨超过 50%。

图 11 互联网泡沫叠加美国经济下行迫使美联储降息，期间金价涨幅达 50%



资料来源：Ifind、新湖研究所

## (二) “突发型降息”周期内的资产价格表现

美联储的突发型降息一般发生在全球性金融风险或者灾难性事件期间。在 1998 年亚洲金融危机期间美联储开启的这轮降息持续时间较短，平均每次降息幅度也较小，并且由于美国本身经济状况并未恶化叠加美联储采取的行动较快，迅速稳定了金融市场，本轮亚洲金融危机对美国经济的冲击较小。在降息期间，

美元和美债收益率均走低。美国股市在亚洲金融危机发生伊始小幅下降，金价走高，随后股市掉头下上，金价波动反而加剧。

图 12 亚洲金融危机对美国本土经济影响较小



资料来源：Ifind、新湖研究所

在 2008 年次贷危机期间，美联储在 1 年半的时间内紧急降息 525 个 bp，同时分别在 2008 年、2010 年和 2012 年启动了三轮量化宽松政策，美联储还购买了大规模的美国长期国债，向市场投放巨额流动性。在 2007 年初到 2009 年底的美联储降息期间，美债 10 年期国债收益率持续走低，美元震荡走弱。美股在金融危机期间遭受的冲击较大，黄金在降息期间的涨幅接近 20%，同时由于宽松的货币和财政政策，黄金的货币属性使得其作为货币锚的价格中枢不断上行。

图 13 次贷危机期间金价走势好于美股



资料来源：Ifind、新湖研究所

在 2019 年 7 月和 10 月，由于对于美国经济衰退的担忧，美联储进行“预防型降息”，随后在 2020 年 3 月爆发的新冠疫情，迫使美联储在当月进行“突发性降息”：连续降息 2 次累计降息 150bp，将美国联邦基金利率降至 0.25%。在 2019 年的这轮“预防型降息”期间美债收益率下行，但是美元指数、美股以及黄金价格波动不大。在 2020 年 3 月的这轮“突发性降息”期间，由于对于经济前景的不确定性巨幅增加，市场恐慌情绪迅速飙升，全球市场经历流动性冲击，“现

金为王”，流动性好的资产均被抛售，导致除了美元以外的所有资产均大幅下跌。

图 14 2020 年 3 月流动性冲击下除美元所有的资产普跌



资料来源：Ifind、新潮研究所

### 三、本轮降息周期展望

从预防型及突发型的降息周期来看，在“突发型降息”期间，由于黄金的避险属性使得其在危机发生时表现更好，而在“预防型降息”期间，美股的表现更佳。但同时还是要警惕如 2020 年 3 月发生的流动性冲击期间，“现金为王”策略下，除美元以外的所有资产普跌的风险。

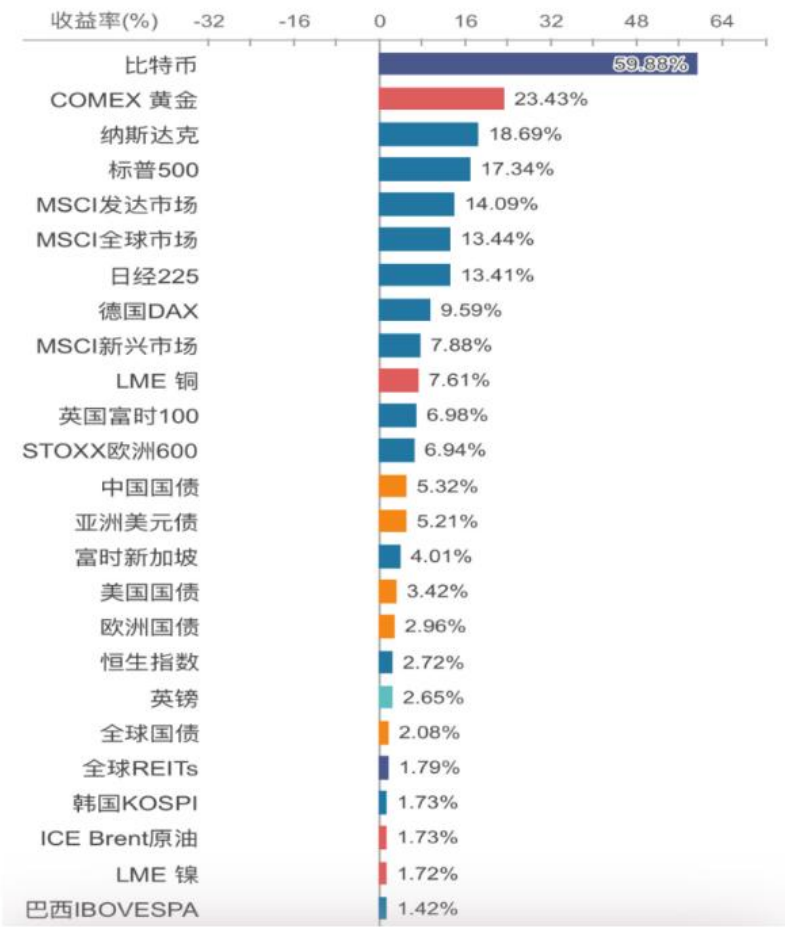
本轮降息从 2023 年底市场就开始有所预期，但是截至当前，美联储仍未动手。主要的原因在于疫情期间，美国向市场投入了大量的流动性，导致通胀高企，虽然联邦基金利率持续维持在较高水平，但由于财政政策力度给力，使得美国金融条件仍然宽松，美国经济显示出强大的韧性。市场对美国经济的预期从 2023 年底的衰退，到年中的“软着陆”甚至“不着陆”，又到现在对于美国经济走弱的担忧，叠加美联储的预期管理，使得市场对美联储降息在某段时期内提前交易，又在其他时间段过于悲观。

7 月以来随着美国通胀数据的进一步下行、失业数据大幅不及预期以及制造业等数据的全面走弱，市场对美联储降息的预期逐渐乐观。但随着越来越多的经济数据低于预期，由此引发投资者对美国衰退的担忧。特别是 7 月中旬美股二季度财报季中大量的科技及消费龙头企业业绩均不及预期，进一步引发了市场的恐慌情绪，叠加日本央行在 7 月底超预期加息，导致大量日元套息交易逆转引发了全球范围的非典型流动性冲击。当前来看，美国经济有走弱迹象，但远未到达衰退边缘。7 月就业数据受到天气以及外来劳动力增加的影响，美国居民和企业的资产负债表仍然健康，即使出现衰退迹象，美联储也可以通过快速降息来缓解经

济压力，8月初市场反应稍显过度。随着美国7月消费零售数据大超预期，市场对美国经济走弱的担忧大幅缓解，投资者对美联储9月降息的预期也从50bp下降至25bp。综合近期美国经济的走势和美联储表态，美联储在9月的降息很可能是“预防型降息”。

从历史上看，在“预防型降息”情形下，美股的表现一般更优。但由于近两年央行购金大量增加对黄金需求产生重大影响，叠加8月初流动性冲击使得美股大幅回调，截至目前，年内金价表现较美股更佳。

图 15 年初至今全球大类资产表现



资料来源：WIND、新潮研究所

短期看，市场关注鲍威尔在本周全球央行年会的表态，当前美国经济仍不明朗，市场对于美联储降息幅度和节奏仍有较大分歧，叠加美国总统大选进程的推进，市场不确定因素仍然较多，金价及美股波动均可能加剧。

风险提示：

美国经济数据不及预期、美联储降息幅度不及预期。



分析师：李明玉

执业资格号：F0299477

投资咨询号：Z0011341

审核人：李强

撰写日期：2024 年 8 月 22 日

### 免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担

保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。