

交銀金融

2024年10月號 第196期

環球金融市場部研究組

美聯儲降息周期開啟： 大類資產表現的歷史回顧與走勢預判

摘要

- ✦ 美聯儲9月議息會議正式結束為期兩年半以來的貨幣緊縮，9月美聯儲點陣圖預示了本輪降息將在2026年達到長期中性水平（2.9%）。
- ✦ 美聯儲主席鮑威爾重申美國經濟軟著陸概率大，本次降息更側重於預防性，並稱市場將迎來一個更高利率環境的新常態。
- ✦ 1980年以來美聯儲共進行10輪降息周期，按基本面是否出現經濟衰退，分為紓困性和預防性兩種。紓困性降息持續時間長，累計降息幅度大；預防性降息持續時間短，單次降息幅度較小。
- ✦ 從歷史經驗看，美股在預防性降息周期跑贏其他大類資產，美債則為收益最穩健的投資產品，美匯指數受避險情緒影響漲跌不一，而黃金在降息周期前期能實現穩健收益。
- ✦ 預計美國經濟將實現軟著陸，在下任美國總統或實施通脹性財政政策影響下，權益類資產表現（美股>日股、歐股）好於固收類資產表現（短期歐債>短期美債>中長期美債）好於美匯指數與黃金，原油走勢仍需進一步觀望。

一、美聯儲9月議息會議結束緊縮貨幣政策，基本確立本輪降息周期的終點及性質

- ✦ 自7月美國非農就業數據意外回落，並觸發預示經濟衰退的「薩姆規則」後，美聯儲貨幣政策顯著轉向支撐就業市場。9月美聯儲議息會議大幅調降聯邦基金利率區間50個基點，正式開啟降息周期，美聯儲主席鮑威爾稱對通脹可持續回落至2%及經濟最終實現軟著陸具有信心，但強調7月非農就業數據意外回落，影響美聯儲的轉向政策，暗示本次大幅降息是彌補二季度以來勞動力市場顯著降溫的反應，並非是未來降息路徑的新常態。
- ✦ 美聯儲9月點陣圖反應了當前票委對經濟形勢演化及本輪降息重點及性質的判斷。

從9月點陣圖來看，美聯儲官員預測2024年底聯邦基金利率的中值是4.375%，即本年還將再降息50個基點；而2025年底為3.375%，即明年再降100個基點；2026年底則為2.875%，即後年再降50個基點。

✚ 美聯儲點陣圖預測每季度發布一次，隨基本面進展而變動頻繁，如6月點陣圖考慮到當時通脹水平仍然較高，曾預測本年僅有1次降息25個基點操作，因此對中長期利率路徑的實際參考價值不大。但9月點陣圖對今年四季度降息路徑有較大的參考價值，即11、12月美聯儲大概率是每次降低25個基點，並傳達出偏向中性的訊號，即強調經濟軟著陸的信心，同時也關注就業方面的風險。明年開始，隨著新任美國總統就任，雖然本土經濟衰退概率較低，但國際貿易及地緣政治的局勢會面臨較大的不確定性，因此不能排除美聯儲預防性地在2025年提前完成降息周期。

✚ 從美聯儲本輪降息的節奏來看，顯然更側重預防性，降息的終點將是回歸長期中性水準（即既不緊縮也不寬鬆）：美聯儲每年舉行8次常規議息會議，根據9月點陣圖釋放的訊號，明年、後年美聯儲大概率將是間隔著降低利率，每次降低25個基點，直至2026年上半年前將美國聯邦基金利率降至2.9%，共計250個基點，降息速度不快，顯然更側重於預防性，反映美聯儲目前確實轉向關注就業下行的風險，但預判的總體基調還是較為樂觀的。9月最新預測的經濟活動中，2024-2026年失業率預測僅略高於自然失業率，因此降息的終點是回歸長期利率，即既不緊縮也不寬鬆的中性水準。考慮到美聯儲當前預判的長期利率是2.9%左右，如鮑威爾於9月會議後的新聞發布會上所聲稱的，市場可能要轉向適應一個更高利率的新常態。

特別是從衰退概率來看，目前主要觸發的兩個指標：一是9月初美債孳息曲線（主要是指2yr-10yr及3m-10yr利差）結束倒掛並陡峭化。二是7月失業率抬升至觸發「薩姆法則」。但前者主要反應市場對短端政策利率回歸正常化的預判，並非必然來自基本面的實際情況，後者的問題在於本輪失業率的抬升主要源於勞動供給的擴張（與拜登任內的移民大量流入相關），而非勞動力需求的顯著回落，故而對經濟衰退的預測性不高。

✚ 總的來說，美聯儲9月轉向降息確認了本輪降息的終點在長期中性水準附近（意味著美聯儲當前認為經濟衰退的概率較低）。此外，我們認為本次美聯儲降息將會與其歷史上預防性降息的節奏相似，單次降息的平均幅度將基本維持在25個基點左右，單次大幅降息的緊迫性不強。

圖 1-1：美聯儲最新預測顯示利率將降至長期水平，失業率及 CPI 至 2026 年趨近自然水平附近

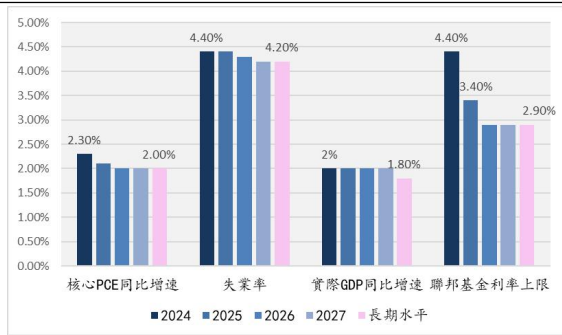
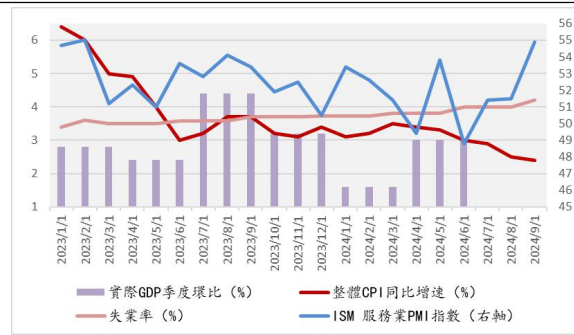


圖 1-2：美國經濟基本面表現總體穩健，美聯儲本輪降息操作側重預防性



數據來源：Bloomberg，美聯儲

圖 1-3：美聯儲點陣圖變動較為頻繁，可見美聯儲降息節奏逐步前置，而預測的長期利率水平有所提升



圖 1-4：今年以來大類資產中現貨金、美股跑贏，美債利率曲線結束倒掛，美匯指數則區間波動



數據來源：Bloomberg

二、美聯儲降息周期大類資產價格如何走向——歷史經驗復盤

(一) 美聯儲的降息周期：紓困性降息 VS 預防性降息

美聯儲降息可簡單分為紓困性及預防性兩種。紓困性降息周期，即實體經濟出現衰退跡象（並在美聯儲降息前後進入衰退），美聯儲為實現其物價穩定和最大就業的雙重使命，讓貨幣政策回歸寬鬆狀態，以支持經濟民生發展。預防性降息周期，即經濟的宏觀基本面仍然穩健，但由於存在一定的內外部逆風因素，促使美聯儲降低利率以對沖可能的不利影響。

自 1980 年以來美聯儲共計進行了 10 輪降息周期，其中紓困性降息與預防性降息各 5 輪。如下表可以看出，紓困性降息持續時間較長，整體及單次降息幅度都較大；而預防性降息更加靈活，不僅持續時間短，而且降息總幅度及單次的幅度都較小。

✦ **展望後市，美聯儲本輪降息周期或比最新點陣圖預測的持續時間更短。**美國經濟軟著陸概率較高，美聯儲單次大幅降息的迫切性較低，但不排除內外部的逆風因素導致美聯儲加速將政策利率回歸至合適的中長期水平。此外，由於美聯儲過往的預防式降息的單次幅度都不大（基本為 25 個基點），且周期持續時間都比較短，考慮到經濟基本面的穩健及潛在通脹性財政政策的影響，美聯儲本輪降息周期的實際時長可能會較 9 月點陣圖所預計的兩年半更短，而實際降息幅度也會較其預期的 250 個基點為少。

表 2-1：1980 年以來的 10 輪降息周期中，紓困式降息持續時間長、單次降息幅度大；預防性降息周期較短，單次降幅較小，基本在 25 個基點左右

首次降息時間	末次降息時間	持續時長 (月)	開始利率	結束利率	降息幅度 (基點)	降息次數	單次降息平均幅度 (基點)	降息類型	降息原因
1981.6	1982.12	19	20.00%	12.00%	1150	9	127	紓困性	緩衝經濟的嚴重滯脹，期間出現衰退 (1981.7-1982.11)
1984.10	1986.8	23	11.75%	5.88%	587	10	59	預防性	壓制強美元對貿易逆差及財政赤字的強化作用，維護長期經濟結構平衡
1987.10	1988.2	5	7.25%	6.50%	75	3	25	預防性	應對“黑色星期一”股災對金融市場的衝擊
1989.6	1992.9	40	9.75%	3.00%	675	20	34	紓困性	貿易財政雙赤字加劇，經濟出現衰退 (1990.7-1991.3)
1995.7	1996.1	7	6.00%	5.25%	75	3	25	預防性	防止拉美國家的金融危機蔓延至美國本土
1998.9	1998.11	3	5.50%	4.75%	75	3	25	預防性	防止亞洲金融危機蔓延至美國本土
2001.1	2003.6	30	6.50%	1.00%	550	12	46	紓困性	應對科技泡沫破裂對國民經濟的衝擊，期間經濟衰退 (2001.3-2001.11)
2007.9	2008.12	16	5.25%	0.25%	500	8	63	紓困性	緩和國際金融危機對經濟的不利影響，期間經濟衰退 (2007.12-2009.6)
2019.7	2019.10	4	2.50%	1.75%	75	3	25	預防性	全球貿易環境面臨不確定性，通脹下行
2020.3	2020.3	1	1.75%	0.25%	150	1	150	紓困性	應對新冠疫情帶來的經濟衰退，期間經濟衰退 (2020.2-2020.4)

數據來源：Bloomberg、美國全國經濟研究所 (NBER)

(二) 1980 年以來美聯儲降息時的大類資產表現：歷史回顧

回顧 1980 年以來 10 輪美聯儲的降息周期，全球大類資產價格的表現如下：

✦ **權益類資產方面，預防性降息周期的美股表現亮眼，歐、日股走勢基本與美股同向變動。**在預防性降息周期（除 1987 年美國「黑色星期一」股災之外），受經濟基本面穩健及資金寬鬆的影響，包括納斯達克、道瓊斯及標普指數在內的美股基本都能實現 20% 以上的復合年增長。而紓困性降息周期受到基本面顯著走弱的影響，美股在降息周期整體表現較差，特別是本世紀以來的三次經濟衰退中，美國本土權益類資產價格都出現了累計超過 10% 的下跌。當經濟出現硬著陸時，隨著美聯儲貨幣政策的寬鬆效果顯現及經濟部分指標轉好，美股或在某一時點出現企穩回升跡象，但總體來看紓困性降息周期前半段美股基本跑輸其他大類資產。

此外，由於美國為全球最大的經濟體，且美國股票市場的影響力較大（彭博數據顯示截至今年 9 月底，美股市值佔全球股市市值約 48%），美國股市表現對全球投資者情緒以及資金流向影響較大，所以美股表現與發達地區的權益資產價值具有較強

相關性：在美聯儲降息周期內，歐股、日股走勢基本與美股同向變動。而新興市場權益類資產表現波動性較大，受地區經濟基本面的情況及不同財政、貨幣政策的影響而具有一定的獨立性。

✦ **固收類資產方面，美聯儲降息周期內各期限美債價格普遍上漲，固收類產品為回報率最穩健的投資產品。**具體來看，紓困性降息周期中，受到短線降息預期及中長期增長修復的影響，2年期及10年期美債息都會結束倒掛並趨於陡峭化，短期限美債價格增幅大於中長期限美債；在預防性降息周期，除各期限美債利率普遍下行之外，由於美元資金面寬鬆及經濟基本面較穩健，信用風險溢價下行，投資級美國企業債券回報率抬升，甚至能夠跑贏權益類資產。從歷史經驗來看，由於各國經濟相互依賴及國際資金自由流動，德、法、英債息與美聯儲降息周期有一定關聯性，在美聯儲降息周期都隨美債息下降而偏向下行，但其主要還是受到各國經濟表現及貨幣政策影響，需結合各國基本面及經濟政策情況作具體分析。

✦ **外匯市場方面，美匯指數漲跌不一，具體取決於美國經濟基本面與全球的對比，全球避險情緒變化及美聯儲降息節奏與幅度及其他央行貨幣政策的分化程度。**從歷史經驗來看，美元作為避險資產，若出現重大風險衝擊事件或帶動美元避險買盤上升，則美匯指數或呈現與聯邦基金利率相反的走勢，如1995年四季度拉美金融危機、2008年底次貸危機升級令全球金融體系出現危機，及2020年3月新冠疫情衝擊全美期間，儘管美聯儲展開降息操作，美匯指數在避險情緒高漲的背景下維持上行。另一方面，過去10輪美聯儲降息周期中有六輪周期內美匯指數總體下行，可見若無黑天鵝事件的負面衝擊，美匯指數基本上會伴隨著政策利率下行及經濟基本面走弱而回落。

此外，歷史經驗顯示，美聯儲降息周期內歐元基本與美匯指數反向變動，而英鎊走勢雖然與美匯指數也基本呈現反向變化，但其獨立性較強。日圓基本與美匯指數反向變動，但日圓作為低息融資貨幣，受全球套息交易潮影響，幣值波動性更大；此外，若出現重大風險衝擊事件（如2008年底的全球金融危機及2020年的新冠疫情），風險情緒惡化推升日圓避險買盤增加，則日圓兌美元匯率會受到一定提振。

✦ **大宗商品方面，黃金價格在美聯儲降息周期前期基本能夠保持上升，原油走勢則漲跌不一。**黃金價格在5輪降息周期先漲後跌，3輪降息周期波動上行，可見黃金作為美債的無息替代品，受到美元利率下行及降息周期前期避險情緒升溫的影響，黃金價格表現在美聯儲降息周期的前半段基本能夠實現穩定上升。特別是在美國本土有黑天鵝事件發生時，黃金價格的上漲幅度更大，在2001年（互聯網泡沫破裂）以及2007年（次貸危機擴散為國際金融危機）的兩次降息周期中，黃金價格的累計升幅都高達近30%。

此外，原油的價格波動性較強，其影響因素除經濟增長帶來原油的需求外，OPEC+

能對原油供給施加較大的影響，因此油價的影響因素較複雜，需結合具體情況分析。但總體而言，過去10輪美聯儲降息周期內，有7輪降息周期內油價是先漲後跌，可見隨基本面探底及風險情緒回落，市場對原油需求的前景預期回落是令油價下行的主導因素之一。

圖 2-2：美股在美聯儲預防性降息周期大體能夠實現較快成長，在紓困性降息周期基本跑輸

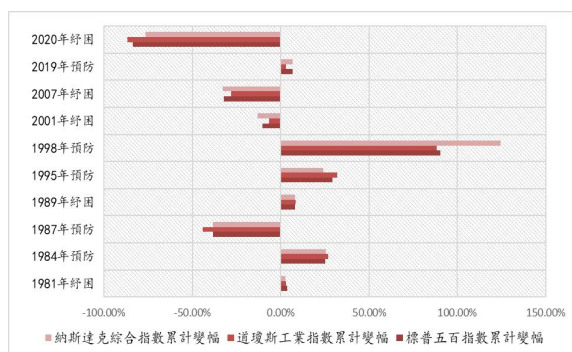
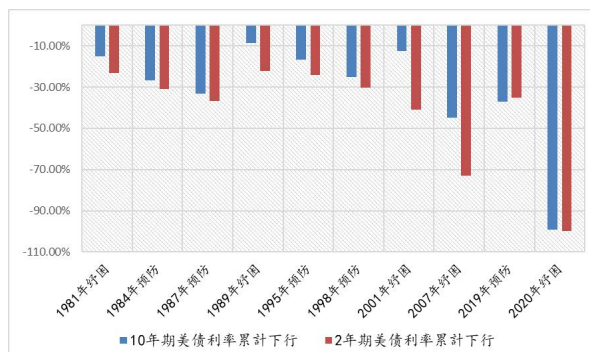


圖 2-3：美聯儲降息周期內各期限美債利率普遍下行，價格上升，固收類產品回報穩健



數據來源：Bloomberg

圖 2-4：德、法、英債息與美聯儲降息周期有一定關聯，基本隨美債利率下行而偏向下行

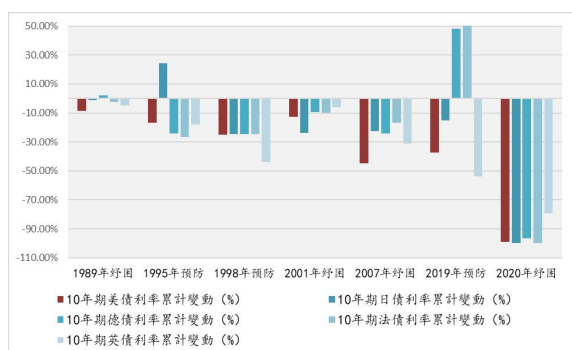


圖 2-5：以 2008 年國際金融危機為例，重大不利事件衝擊下，避險買盤會拉動美匯指數與政策利率反向變動



數據來源：Bloomberg

圖 2-6：若無黑天鵝事件衝擊，美匯指數基本隨政策利率下降而走弱

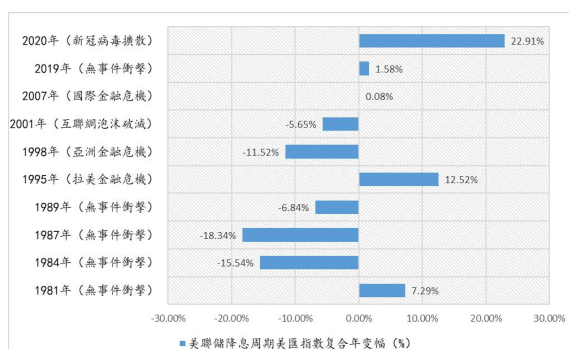
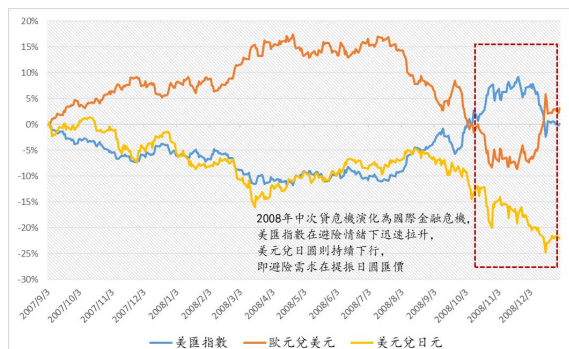


圖 2-7：歐元兌美元基本與美匯指數反向波動，日圓在避險情緒升溫時獲得一定提振 (單位：匯率累計變幅，%)



數據來源：Bloomberg

圖 2-8：歷史上看，在美聯儲降息周期前半段，避險情緒升溫及利率下行讓金價通常上漲

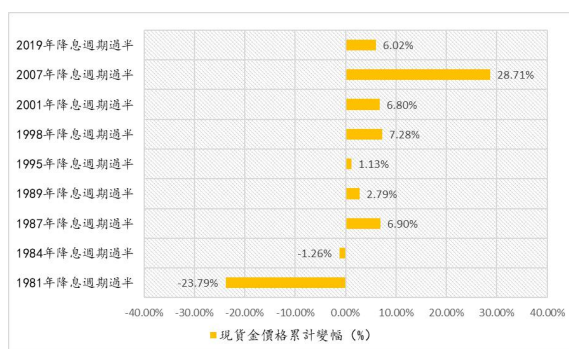


圖 2-9：原油供需前景是影響油價的主要因素，在過去美聯儲降息周期原油價格漲跌不一 (以 2001 年為例)



數據來源：Bloomberg

圖 2-10：1980 年以來的 10 輪降息周期中，權益類、固收類、外匯及大宗商品價格表現（復合年變幅，%）

	1981.6 1982.12	1984.10 1986.8	1987.10 1988.2	1989.6 1992.9	1995.7 1996.1	1998.9 1998.11	2001.1 2003.6	2007.9 2008.12	2019.7 2019.10	2020.3
標普500指數	3.88%	25.12%	-38.22%	8.13%	29.46%	87.61%	-11.44%	-31.47%	7.60%	-88.28%
道瓊斯工業指數	3.05%	27.09%	-44.07%	8.53%	32.17%	84.01%	-7.05%	-27.70%	3.74%	-90.65%
納斯達克綜合指數	2.64%	25.46%	-38.21%	8.21%	24.06%	134.70%	-15.47%	-32.06%	7.65%	-83.60%
日經225指數	3.51%	33.49%	-4.41%	-18.19%	86.13%	15.10%	-15.37%	-37.35%	17.45%	-76.51%
斯托克歐洲600指數			-49.86%	-0.99%	26.11%	27.89%	-20.47%	-38.56%	7.03%	-85.51%
MSCI新興市場指數				14.41%	7.74%	152.01%	-0.09%	-38.93%	-6.10%	-88.62%
美國十年期國債利率	-15.10%	-26.63%	-33.34%	-8.69%	-16.73%	-24.79%	-13.94%	-44.76%	-41.68%	-99.87%
美國兩年期國債利率	-23.20%	-31.06%	-36.80%	-22.30%	-24.11%	-26.83%	-42.14%	-72.88%	-38.01%	-100.00%
日本十年期國債利率				-0.97%	24.44%	-24.43%	-23.61%	-22.39%	-15.07%	-100.00%
英國十年期國債利率				-4.72%	-18.07%	-44.01%	-6.22%	-31.08%	-53.86%	-79.34%
德國十年期國債利率				2.13%	-24.10%	-24.64%	-9.27%	-24.15%	48.18%	-96.58%
法國十年期國債利率				-2.38%	-26.78%	-24.79%	-9.98%	-16.72%	725.26%	-100.00%
美國投資級企業債到期收益率指數	26.55%	23.93%	31.55%	12.47%	14.15%	15.48%	11.35%	-1.39%	11.56%	-58.87%
美國企業債OAS信用利差				7.10%	-5.22%	-18.13%	-17.51%	175.50%	-7.76%	1024089.47%
美匯指數	7.29%	-15.54%	-18.34%	-6.84%	12.52%	-11.52%	-5.65%	0.08%	1.58%	22.91%
歐元兌美元匯率	-7.45%	20.38%	21.42%	9.42%	-9.03%	14.38%	8.34%	2.37%	-3.52%	-10.55%
英鎊兌美元匯率	-14.08%	10.10%	24.91%	3.67%	-8.92%	-6.32%	4.12%	-22.33%	7.31%	-27.27%
美元兌日圓匯率	3.43%	-21.60%	-27.54%	-5.05%	49.34%	-34.60%	1.88%	-17.08%	-1.16%	-8.41%
紐約期油匯率	-35.67%	-27.81%	-38.62%	2.79%	3.37%	-55.40%	4.88%	-38.13%	-22.91%	-100.00%
布蘭特期油價格	3.03%			4.47%	2.65%	-52.35%	7.09%	-36.40%	-20.66%	-99.99%
現貨金價格	-3.48%	5.78%	-14.50%	-0.96%	9.67%	22.23%	10.07%	21.72%	30.59%	-8.87%
預防性降息周期										
重大外部風險事件衝擊										

數據來源：Bloomberg

三、本輪美聯儲預防性降息周期，大類資產的走向如何？

（一）權益類資產料將穩定增長，美股將領漲其他地區的權益類資產

✦ 預計本輪降息周期內美股或將實現穩定增長，並將領漲其他大類資產。

美國金融市場出現系統性風險的概率較低：《巴塞爾協議三》實施以來，金融監管效能提升，全球銀行體系的穩定性得到提升。另外，雖然美聯儲雖自 2022 年 3 月起開始快速加息，但利率型工具（即美聯儲不斷抬升聯邦基金利率目標區間水平）承擔了抑制總需求的主要職能，而數量型工具（計劃的每月縮減國債持倉規模）對資金面的抽水作用並不大，因此緊縮政策組合雖然累計加息 525 個基點，但對美國金融環境實際影響較小，造成「雷聲大雨點小」的效果。芝加哥聯儲的全美金融條件指數（National Financial Conditions Index, NFCI）顯示，2024 年美國金融環境較 2021 年有所收緊，但資金面整體仍然非常寬鬆。

此外，目前美國的經濟基本面仍相對強勁：在通脹持續放緩的情況下，美國經濟仍維持健康的擴張步伐，消費者支出持續增長，服務業也一直處於擴張區間，勞動力

市場漸進可控地從過熱邁向供需平衡，OPEN AI 等人工智能熱潮帶動科技股實現快速增長，經濟最終實現軟著陸的概率大。歷史經驗顯示美聯儲預防性降息周期，資金面轉向寬鬆及經濟基本面持穩的雙重因素影響下，美國三大股市指數基本能實現雙位數的年化增長，預期美國權益類資產在本輪預防性降息周期將實現穩定較高收益。特別是10月以來市場轉向「特朗普交易」，金融、製造業、傳統能源等板塊面臨對政策估計的利好，而原材料、房地產、耐用消費品等順周期行業也將實現較強增長，各板塊上漲動能更加均衡。

此外，發達市場權益類資產都將實現不同程度的上漲，但考慮到基本面偏向弱化或央行降息節奏靠後，整體漲幅或不及美股。

資金面的寬鬆及風險情緒緩和有助於歐洲各國股市實現不同程度的上漲，但漲幅或不及美股：歐元區方面，歐洲央行此前剛剛召開10月議息會議，如期在本年第三次降息25個基點，相關決議獲得管委會全票通過。歐洲央行行長拉加德稱通脹回落進展良好，但歐元區經濟指標基本遜於預期，重點強調了經濟下行的風險，言論相當鴿派。今年以來包括德國、法國等大國在內的歐元區國家經濟趨向弱化，製造業PMI指數持續萎縮，二季度企業投資、居民消費也環比下滑，國際貿易方面也將面臨特朗普一旦當選為美國總統後或令關稅抬高的潛在風險。

綜合以上情況，ECB降息的幅度及節奏將總體大於美聯儲，資金面的寬鬆及風險情緒緩和有助於歐元區各國股市估值修復，並實現不同程度上漲，但考慮到歐元區經濟相對美國已經明顯走弱，且歐元區受到中東（出入歐洲的大量貨輪要途徑胡塞武裝打擊的紅海）及俄烏地緣政治衝突的影響更大，歐股整體漲幅將不及美股。

日本央行加息態度觀望，美國經濟穩固及短期內美元強勢料將提振日股表現：日本薪資及物價雖持續上行，但其主要原因在於日圓貶值以及大宗商品價格上行帶動能源及食品進口成本高企，除食品及能源外的本土性通脹趨勢尚需確認。此外，鑒於日本當局希望避免貨幣政策決策給金融系統帶來巨大衝擊，且行長植田和男和新任首相石破茂對進一步加息的態度不甚積極，因此預計日本央行貨幣政策的正常化（即下一次加息）最早將在明年1月。

此外，日本作為外向型經濟體，出口額佔日本GDP總量的比重高達20%，海外經濟體基本面穩健將提振日本外需，進而利好日本經濟及股市。另外，日本作為全球最大淨債權國（根據日本財務省最新數據，截至2024年6月底日本對外淨資產為544萬億日圓），美元強勢帶來的本幣貶值會抬升日本上市企業投資收益的日圓折算價值，有助於提升其財報表現，因此日圓匯率與日股表現通常具有較強的負相關關係。且根據日本交易所數據顯示，海外投資者對日本股票的持股比例及交易金額分別接近32%與70%，可見外資流向對日股走勢影響大，而歐美等主要地區利率的下行有助於國際資金流入日本，提振日股表現。

圖 3-1：目前美國金融環境仍較為寬鬆，出現系統性風險概率小

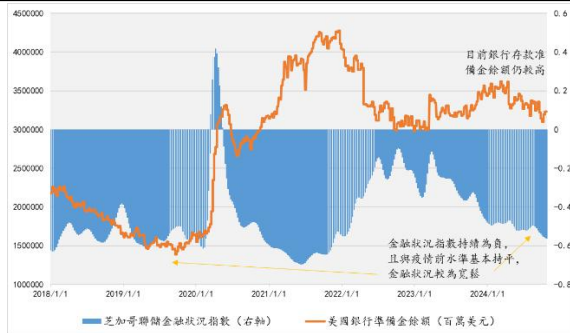
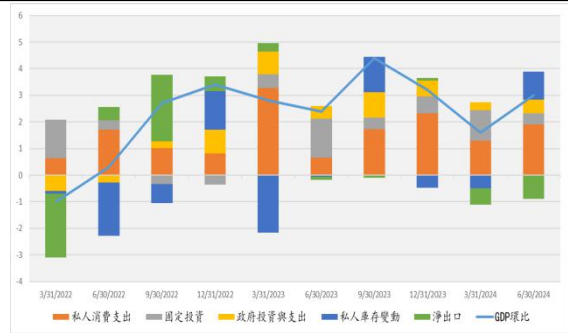


圖 3-2：美國經濟基本面仍然相當強勁，經濟實現軟著陸概率高



數據來源：Bloomberg

圖 3-3：今年以來美股各個板塊增長較為均衡，9月以來「特朗普交易」及美聯儲降息將帶來新的上行動能

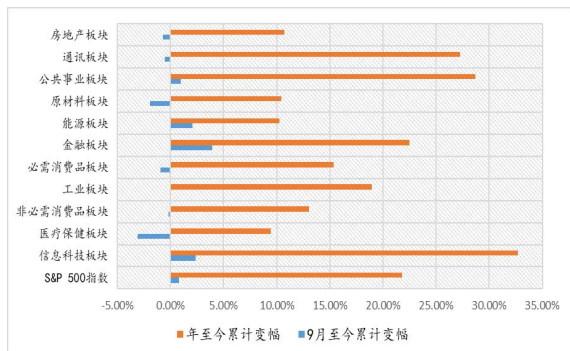
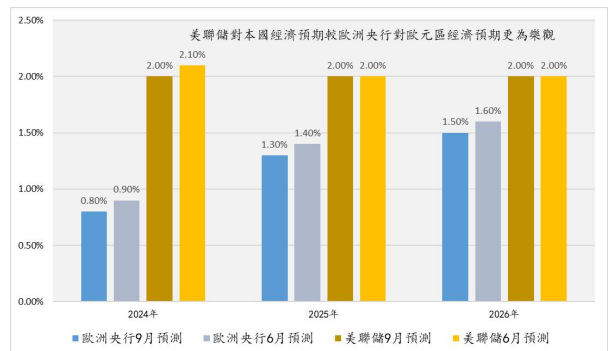


圖 3-4：歐洲央行在最新預測中全面下調未來兩年經濟增長數字，歐洲央行降息迫切性強於美聯儲

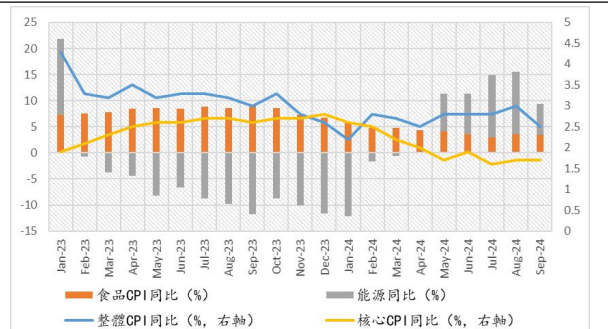


數據來源：Bloomberg

圖 3-5：歐元區經濟狀況不及美國強勁，今年以來歐股漲勢總體弱於美股



圖 3-6：日本物價上漲仍以食品及能源通脹為主，本土原生性通脹趨勢仍需進一步確認



數據來源：Bloomberg

圖 3-7：作為海外投資大國，本世紀以來日股走勢與美元兌日圓匯率有較強的正相關關係

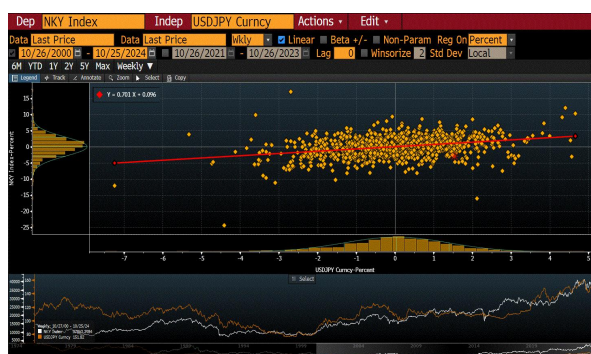
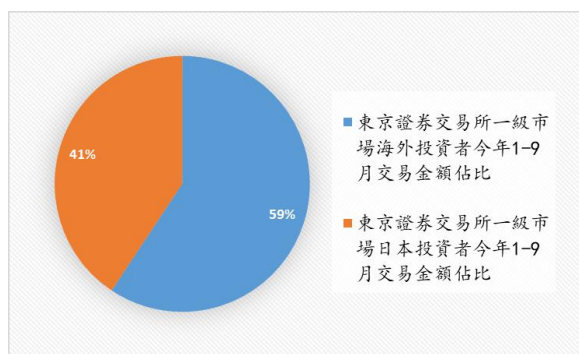


圖 3-8：今年前三季度，東京證券交易所一級市場外資交易金額佔總量比重接近六成，外資流向對日股影響大



數據來源：Bloomberg，日本交易所

（二）固收類產品具相當投資價值，短期限美債及歐債料將提供穩定收益

✚ 固收類產品方面，美聯儲降息周期各期限美債息都普遍下行，當中短期限美債價格增幅顯著，為穩健且高收益的投資產品。目前美債利率曲線已從深度倒掛轉向正常化，但10年期-2年期美債利差仍然遠小於前一個降息周期的平均水準。其中，短期限美債更對政策敏感，利率下行主要由美聯儲降息驅動，利率降幅相對較大（即價格升幅更大）。歷史經驗顯示，美聯儲降息周期2年期美債價格基本能實現10%以上的復合年升幅，是穩健且高收益的投資產品。本輪預防性降息周期內預計短期限美債能夠提供穩定的投資收益，因此具備相當的資產配置價值。

此外，由於中長期限美債利率受到美國政府債務存量水平、經濟增長前景、避險情緒變化等因素影響較大，特別共和黨總統候選人特朗普推崇高關稅、對內大幅減稅的政策或會抬升政府債務壓力，可能會抑制較長期限美債價格的上行空間，其回報率相較更短期限的美債存在一定的不確定性，因此本輪降息周期內預期短債價格表現或將優於長債。

✚ 此外，由於歐洲央行明顯更加鴿派，預計歐債價格也將偏強，德國、意大利、西班牙等國的短期公債具備相當的資產配置價值。歐洲央行10月議息會議是今年第三次降息25個基點，考慮到歐元區整體通脹在9月已經回落至1.7%，及歐元區經濟持續偏弱，歐洲央行行長拉加德在記者會上表示經濟增長的下行風險在提升。除此前加息帶來的滯後效應外，中東及俄烏地緣緊張擴大化、特朗普若當選美總統後的關稅政策都將對歐元區經濟施加負面影響，歐洲央行後續降息的緊迫性會強於美聯儲：至2025年6月前，市場對美聯儲降息幅度的預期是107個基點，而對歐洲央行降息幅度預期則為128個基點。因此預計利率敏感的短期限歐債價格表現會較美

債偏強，除德國國債之外，意大利、西班牙等短期限公債與德國國債利差會有所縮窄，也具有一定的資產配置價值。

圖 3-9：短期限美債利率則受到貨幣政策影響較大，美聯儲降息周期內價格升幅將相對顯著

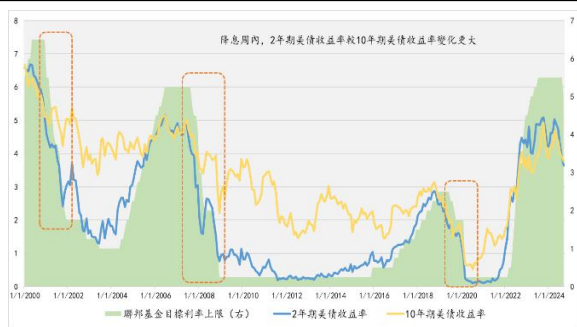
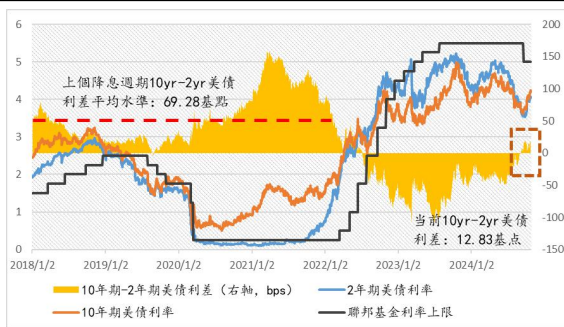


圖 3-10：美債利率從深度倒掛轉向正常化，但 10 年期-2 年期美債利差仍小於過去一個降息周期的平均水平



數據來源：Bloomberg

圖 3-11：市場預期歐洲央行明年年中前還將降息至少 5 次，多於美聯儲的 4 次左右

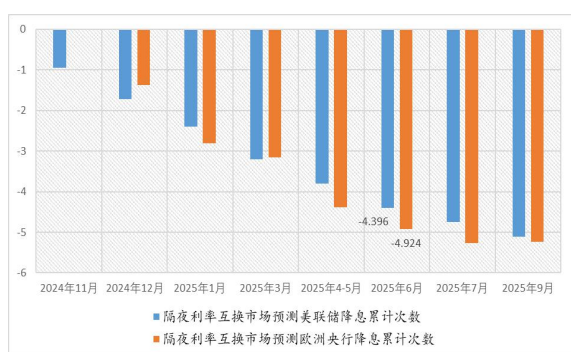
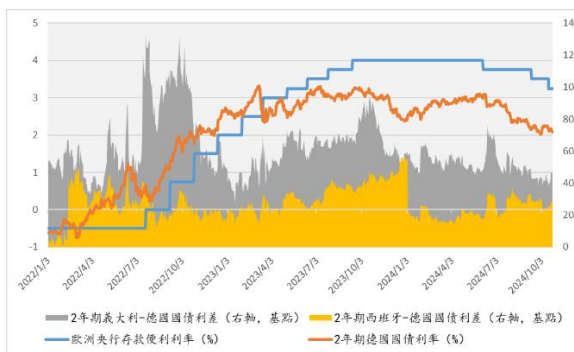


圖 3-12：歐洲央行進入降息軌道，德債利率下行，意大利、西班牙等國國債與德國國債利差收窄



數據來源：Bloomberg

(三) 至 2025 年一季度，美匯指數料將維持偏強走勢，其他非美貨幣大體走軟

✚ 外匯方面，即使美聯儲持續降息，多個因素仍能支持美匯指數在至少 2025 年一季度前保持偏強：一是美國經濟基本面相對亞太及歐洲等地區仍然保持相對強勢，美聯儲最終實現軟著陸的概率相當大；二是隨著時間臨近 11 月 5 日的美國總統大選，民主共和兩黨候選人的支持率不相伯仲，選情非常膠著。而博彩民調網站顯示特朗普勝率已逾六成，若特朗普當選，則其加徵關稅及大幅減稅的總體政策會推高美國國內通脹及政府債務，抬升利率水平，維持美元強勢；三是地緣政治緊張面臨全線擴張的態勢，中東、俄烏及亞太均面臨衝突擴大化或升級的可能性，且美國大選結果落地後美國國內政權能否得以平穩交接也存在風險，預計避險買盤也會為短線美

元提供上行動力。

- ✚ 另一方面，美元強勢下其他非美貨幣基本走軟，留意商品貨幣波動性將會放大。日本央行、歐洲央行、英國央行、中國央行等主要地區或國家央行出於緩衝經濟下行風險的考慮，紛紛進入降息周期或維持寬鬆的貨幣政策，日圓、歐元、英鎊、人民幣的相對弱勢將持續，值得注意的是日圓匯率同時也與避險情緒相關密切，關注美國大選結果是否會帶來重大風險事件，屆時或將提振日圓的避險買盤，這或在一定程度上支持日圓匯價。此外，鑒於澳洲就業市場仍然緊俏、通脹水平仍然偏高，澳洲央行短期內減息機會不大，澳元或能維持在相對高位，但需留意商品貨幣的波動性會在避險情緒升高過程中進一步放大。

圖 3-13：9 月底以來美國經濟基本面向好、美債息抬升及避險情緒高漲均推升美元

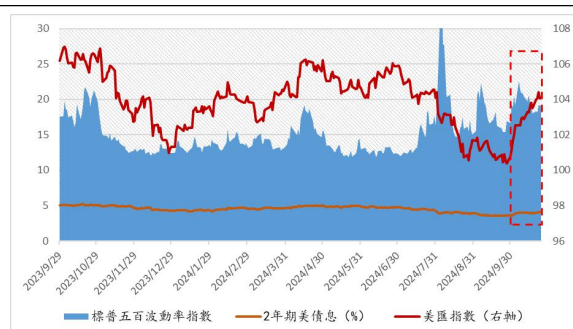
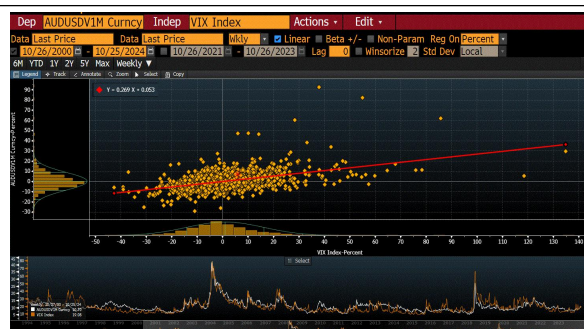


圖 3-14：澳元波動性會隨避險情緒抬升而升高（圖為本世紀以來 VIX 指數與 AUD/USD1 個月 ATM 期權波動性的回歸情況）



數據來源：Bloomberg

（四）地緣政治不確定性高企，黃金避險買盤及新興國家的購金行動料將支持金價上行

- ✚ 地緣政治局勢動盪、央行降息及新興國家的購買黃金料將在本輪降息的前期為黃金價格帶來一定升幅。從歷史來看，在美聯儲降息的前期金價基本都能實現一定增長。而當前俄烏、中東局勢緊張且美國大選選情膠著，避險情緒料持續高漲。加之全球「去美元化」進程持續，新興市場國家央行正在增持黃金儲備以應對經濟及政治不確定性和市場波動，給金價帶來較強支持。且隨著歐美等主要央行開始降息，美債等生息資產利率下行料將進一步提振金價，預計直至明年一季度黃金價格將獲得較強的支撐。至 2025 年一季度，由於美國大選塵埃落地，黃金或將回吐部分漲幅。
- ✚ 以史為鑒，原油價格走勢主要與原油供需關係較大，與全球利率走向無明顯關係，原油走勢或將持續波動。需求方面，中國及美國作為全球兩大原油進口國，均已步入降息周期，未來還將進一步減息以刺激經濟發展，進而釋放更多原油需求，給油

價帶來支持，但政策落地生效具有一定的滯後，且其對經濟產生的實際效果也有待觀察。供給方面，除中東局勢發展不確定外，OPEC+年底撤回自願性減產措施的力度也有待確認，未來原油供給量仍不明朗，因此原油價格或將持續波動，具體的走勢仍需觀望。

圖 3-15：避險情緒及去美元化考慮下，今年新興市場央行購金總量抬升，成為支持金價的重要力量

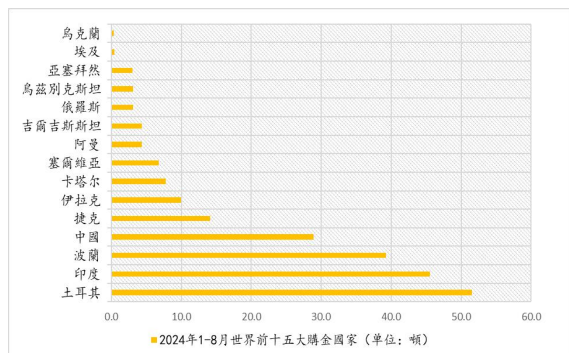
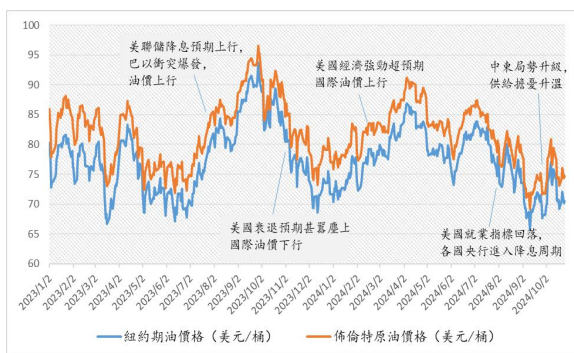


圖 3-16 今年以來，受到地緣政治衝突及基本面數據影響，國際原油價格持續波動



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。