



2024年5月

聯準會降息會如何影響 資產表現？

固定收益？上漲（也許）。股票？則視情況而定。隨著美國聯準會有望於今年進行降息，我們可以如何從過去的降息週期，了解市場可能會有何反應？我們分析了自1980年代以來的每個降息期間，發現債券的表現最佳。

根據市場預期，美國聯準會在2024年降息的可能性似乎極高。較不確定的則是降息的確切時間和幅度，以及降息對主要資產類別的影響為何。

為了解降息對資產報酬的潛在影響，我們仔細分析自1980年代以來每個降息期間的相關數據。綜觀我們所分析的九個週期，固定收益的表現最佳，平均來說每個類別的報酬均高於現金。股票表現則取決於美國經濟是否陷入衰退。

我們將於下文闡述分析結果，或可為未來數月可能發生的情況提供一些線索。多數市場參與者認為降息即將在未來數月內發生 - 儘管預期的時間點因美國經濟出乎意料的強勁表現，以及年初較預期為高的通膨數據而有所推遲。至於我們的觀點？我們認為聯準會可能在年中左右開始下調利率，儘管實際開始時間可能會再延後。

重點

- 多數市場參與者認為聯準會可能在未來數月內降息 - 儘管預期的時間點因美國經濟出乎意料的強勁表現而有所推遲。
- 降息對各個資產類別來說意味著甚麼？我們對過去的降息週期進行分析，結果顯示債券繳出的回報最佳；股票表現則取決於美國經濟是否陷入衰退。
- 美國政府債是少數在幾乎所有降息週期均繳出正報酬的資產類別之一，無論在經濟衰退前或是在經濟保持正成長的情況下皆然。
- 在聯準會降息及經濟保持正成長時，股票表現明顯較佳，但在經濟衰退前的降息週期，股票則轉為負報酬。



Martin Hochstein
資深經濟學家



擁抱
利率變化

降息對經濟的影響攸關資產報酬

如同所有央行，聯準會通常會透過降息試圖使經濟維持健康的成長步調，同時控制通膨。但歷史經演顯示，其政策行動並不一定總是有效 - 而這可能影響不同資產類別的表現。

我們把過去的降息週期（或稱時期）分為兩類，以進行分析：

1 經濟衰退前降息，即聯準會降息但未能阻止經濟陷入衰退。

2 預防性降息，即下調利率以應對如：股市下跌（1987年）、國際金融穩定性風險（1998年）或刺激停滯的經濟增長（1984年，1995年），而聯準會的政策行動成功防止經濟衰退。

那麼，各類別資產報酬的狀況如何呢？

固定收益：表現最佳

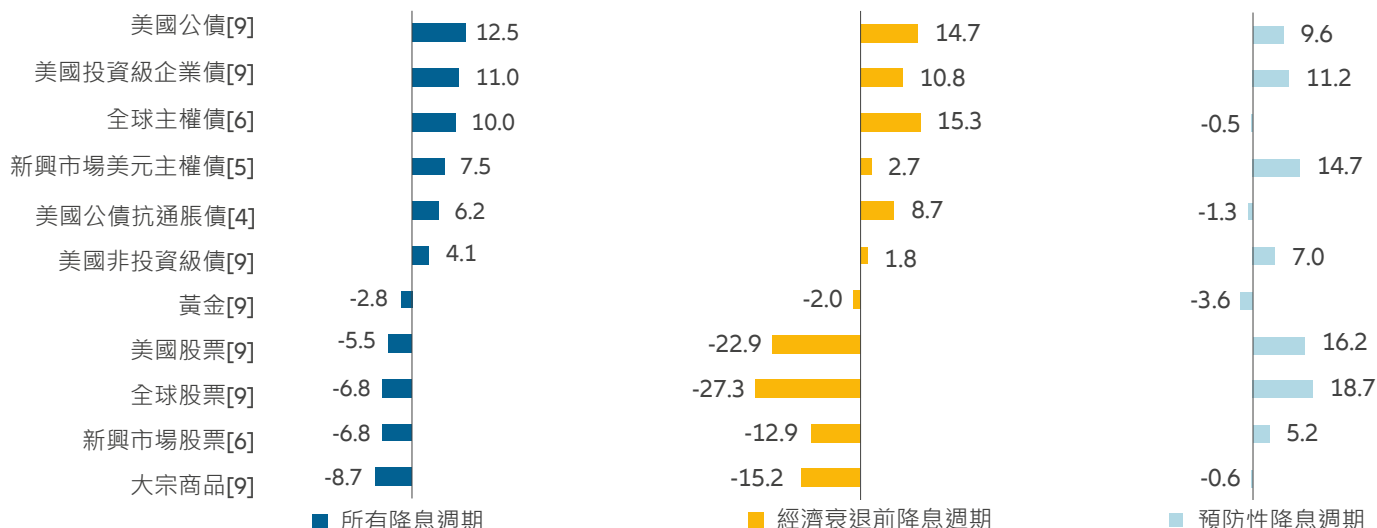
- 綜觀我們所分析的降息週期，美國公債表現最佳：美國政府債是少數在幾乎所有降息週期均繳出正回報的資產類別之一，無論是經濟衰退前或預防性降

息（見圖1）。相對於現金的超額報酬只有一次（1998年）為負值。除此以外，所有年期的債券收益率均顯著下跌。此外，除了一個降息週期（1987年）外，收益率曲線（10年期對比2年期）均呈陡峭化，反映市場預期未來經濟成長將會轉強。

- 美國投資級企業債繳出不錯報酬**：回顧九個降息時期，投資級企業債在七個時期表現優於現金，並於六個時期表現優於美國公債。例外狀況是2007年至2008年的全球金融危機及新冠疫情（兩者均屬經濟衰退前降息週期）。在首次降息前的三至六個月，相對美國公債的利差普遍會放寬並有所上升，成為聯準會政策變化的潛在領先指標。
- 美國非投資級債表現不一**：在所有經濟保持正成長的預防性降息週期，非投資級債均提供相對於現金的超額報酬，但在最近兩個經濟衰退前的降息時期中則為負值。平均來說，在大部份降息時期以及首次降息後的第一年期間，非投資級債券表現不如美國公債。
- 新興市場美元主權債表現好壞紛呈**：在自1995年以來的五個降息週期當中，新興市場美元政府債在三個週期表現領先現金及美國公債，但在全球金融危機和新冠疫情期間表現較弱。在自1995年以來的大部份降息時期，其表現領先美國投資級債及美國非投資級債。

圖1：在降息週期期間，美國公債為表現較佳者

聯準會降息週期（1981年至2019年）期間，相對現金的超額報酬（%）



註：括號內為1981年至2019年期間的相關降息週期次數。經濟衰退前降息週期為：1981年、1989年、2001年、2007年、2019年；預防性降息週期為：1984年、1987年、1995年、1998年。除全球主權債及全球 / 新興市場股票（美元非對沖報酬）外，所有報酬均以當地貨幣計算。

資料來源：安聯環球投資全球經濟和策略部門、彭博、Refinitiv（數據截至2024年2月）

股票：表現分歧

在聯準會開始降息後的最初幾個月，美國股票的平均超額報酬大致持平。然而，週期內的整體表現主要取決於聯準會能否成功防止經濟衰退（見圖2）。

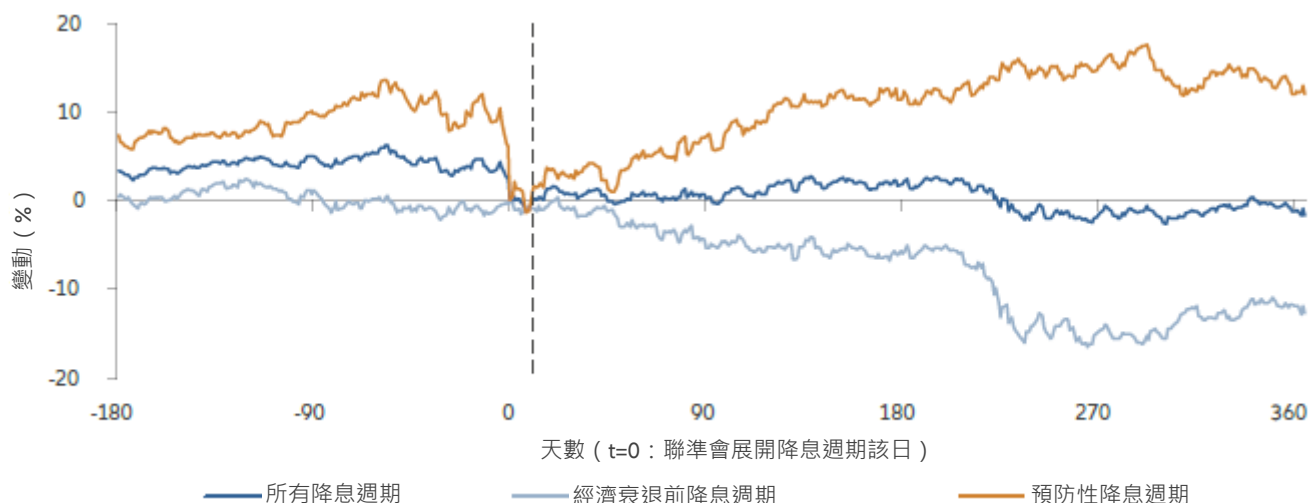
- 在聯準會降息且經濟保持正成長時，股票表現明顯較佳：在預防性降息週期期間，股票普遍繳出正報酬。然而在聯準會降息未能奏效、經濟陷入衰退的情況下，股票報酬則轉為負值。

- 美國以外的股票市場同樣表現分歧：全球已開發市場及新興市場的表現同樣在經濟衰退前及預防性降息週期之間存在類似的分歧。綜觀所有降息時期，已開發市場股票的表現略遜於美股，而新興市場股票大多數領先美股。

- 美股的風格偏向：平均而言，成長股（預期成長遠高於整體市場）表現優於價值股（估值低於其相關基本面）。此外，大型股的報酬優於小型股。

圖2：股票在降息期間的表現取決於經濟是否陷入衰退

標普500指數相對現金的超額報酬



資料來源：安聯環球投資全球經濟和策略部門、彭博（數據截至2024年2月）

貨幣及大宗商品：表現不一

美元走勢取決於其他央行（不只聯準會）是否降息。若只有聯準會降息，美元相對其他貨幣通常貶值。反之，當聯準會及其他央行均下調利率時，美元則會走高。在第二種狀況中，日圓和瑞士法郎等被視為「避險資產」的貨幣通常多有不錯表現，因為廣泛的降息通常發生在經濟衰退期間或金融穩定風險升溫時，故會引發更大的避險情緒。

在利率較低的期間，大宗商品普遍表現較為疲軟。該資產類別在九個週期當中有七個繳出負報酬。平均而言，黃金表現多為較和緩的虧損。

為可能出現的波動作好準備

投資人可能亦需作好準備，以應對降息前的市場波動。我們發現在過去的五個週期中，美國股市和債市的隱含波動率在聯準會首次降息前60至90天內大多走升。

另一個造成波動的可能原因，是近期市場情緒可能就貨幣政策重新訂價而走低，預期降息幅度較地或時程較晚。目前的市場定價預測未來12個月降息約100個基點，略高於過去降息週期前夕的歷史平均預期，以及今年3月聯邦公開市場委員會的最新點陣圖中預測2024年的降息幅度。我們的分析發現，自1989年以來，除了一個降息週期外，聯準會最終降息幅度均高於市場初步預期。平均而言，政策利率（聯邦基金目標利率）下降了435個基點（見圖3）。

圖3：過去的聯準會降息週期往往帶來顯著的利率下降，並持續超過一年

週期開始時間	週期天數	聯邦基金目標利率變動（%）	週期類別
1981年6月	562	-11.500	經濟衰退前
1984年10月	686	-5.875	預防性
1987年10月	114	-0.750	預防性
1989年6月	1,187	-6.750	經濟衰退前
1995年7月	209	-0.750	預防性
1998年9月	49	-0.750	預防性
2001年3月	903	-5.500	經濟衰退前
2007年9月	455	-5.000	經濟衰退前
2019年7月	229	-2.250	經濟衰退前
平均	488	-4.35	

註：週期長度是由首次降息日期至最後一次降息日期計算。由於此分析聚焦正統的貨幣寬鬆政策，因此不包括2008年後的量化寬鬆時期。
資料來源：安聯環球投資環球經濟和策略部門、彭博（數據截至2024年2月）

面對降息，靈活性是關鍵

那麼，投資人應從我們的分析中得出甚麼啟示？若聯準會成功實現經濟軟著陸，即利率及通膨回落且並無出現經濟衰退，風險性資產（尤其是股票市場）在未來數月可能仍有表現的空間。然而，若未能成功軟著陸，無論是經濟衰退、通膨再度升溫抑或繼續加息，都可能影響股市表現，而其已延續了去年的漲勢。

美國公債的表現將會與聯準會降息的時間和幅度（不論是落後、符合或超出市場預期），以及當前通膨趨勢息息相關。

整體而言，我們的分析強調，在未來數月對主要資產類別採取靈活策略的重要性，因為市場正為聯準會四年多以來首次降息作準備，此舉可能預示市場將會出現新的投資趨勢。



聯準會降息會如何影響資產表現？

安聯證券投資信託股份有限公司 | 地址：台北市104016中山北路2段42號8樓 | 客服專線：(02)8770-9828

【安聯投信 獨立經營管理】

投資涉及風險。投資的價值和收益可能會上升也可能下降，投資者可能無法收回全部投資本金。過往表現不代表未來表現。本文屬於行銷溝通，僅基於提供資訊為目的。本文不構成購買、出售或持有任何有價證券的投資意見或推薦，也不應被視為出售要約或招攬購買任何有價證券之要約。本文中所表達的觀點和意見如有變更，恕不另行通知，這些觀點和意見是發行時本公司或其關係企業之觀點和意見。本文所使用之數據來自各種被認定為可靠的來源，但無法保證其正確性或完整性，本公司對於因使用這些數據而引起的任何直接或間接損失不承擔任何責任。不論形式為何，複製，發布，提取或傳輸本文內容都不被允許。本文所述之投資機會未考慮任何特定人士的特定投資目標、財務狀況、知識、經驗或特定需求，因此無法獲保證。投資人不能以本文取代其本身之判斷，且應完全為其投資及交易決定負責。

Admaster: 3547369