



2024年4月

聯儲局減息如何影響 資產回報？

定息收益？回報上升（也許）。股票？則視情況而定。預期美國聯儲局將於今年減息，我們可以怎樣從過去的減息週期了解市場可能作出的反應？我們分析自1980年代以來的每個減息期間，發現債券表現最佳。

市場預期，美國聯儲局在2024年減息的可能性似乎極高。較不確定的是減息的確實時間和幅度，以及減息對主要資產類別的影響。

為了解其對資產回報的潛在影響，我們仔細分析自1980年代以來每個減息期間的相關數據。綜觀我們所分析的九個週期，定息收益的表現最佳，平均來說，每個範疇的回報均高於現金。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端倪。大部份市場參與者都相信聯儲局即將減息 — 即使美國經濟出乎意料地強勁，加上年初的通脹數據超出預期，導致市場推遲預期的減息時間。我們的觀點？我們認為聯儲局可能在年中左右開始下調利率，儘管有可能在較後時間才開始減息。

重點

- 大部份市場參與者都認為聯儲局可能在未來數月減息 — 即使美國經濟出乎意料地強勁，導致市場推遲預期的減息時間。
- 對各個資產類別來說，減息意味著甚麼？我們對過去的減息週期進行分析，結果顯示債券的回報最佳；股票表現則取決於美國經濟是否陷入衰退。
- 美國政府債券是少數在幾乎所有減息週期均錄得正回報的資產類別之一，無論在經濟衰退前，抑或在經濟保持正增長的減息週期。
- 在聯儲局減息及經濟保持正增長時，股票表現顯著較佳，但在經濟下行前的減息週期，股票則錄得負回報。



Martin Hochstein
高級經濟師



駕馭
利率變化

減息對經濟造成影響，繼而影響資產回報

如同所有央行，聯儲局通常透過減息，致力使經濟維持健康的增長步伐，同時控制通脹。然而，回顧歷史，其政策行動並不一定有效 — 而這可能影響資產類別的表現。

我們把過去的減息週期（或減息時期）分為兩類，以進行分析：

1 經濟衰退前減息，即聯儲局減息，但未能阻止經濟陷入衰退。

2 防禦性減息，即下調利率以應對股市下挫（1987年）、國際金融穩定風險（1998年）或刺激呆滯的經濟增長（1984年，1995年）— 而聯儲局的政策行動成功防止經濟衰退。

那麼，對資產回報有何變化？

定息收益：表現最佳

- 綜觀我們所分析的減息週期，美國國債表現最佳：美國政府債券是少數在幾乎所有減息週期均錄得正回報的資產類別之一，無論在經濟衰退前抑或防禦

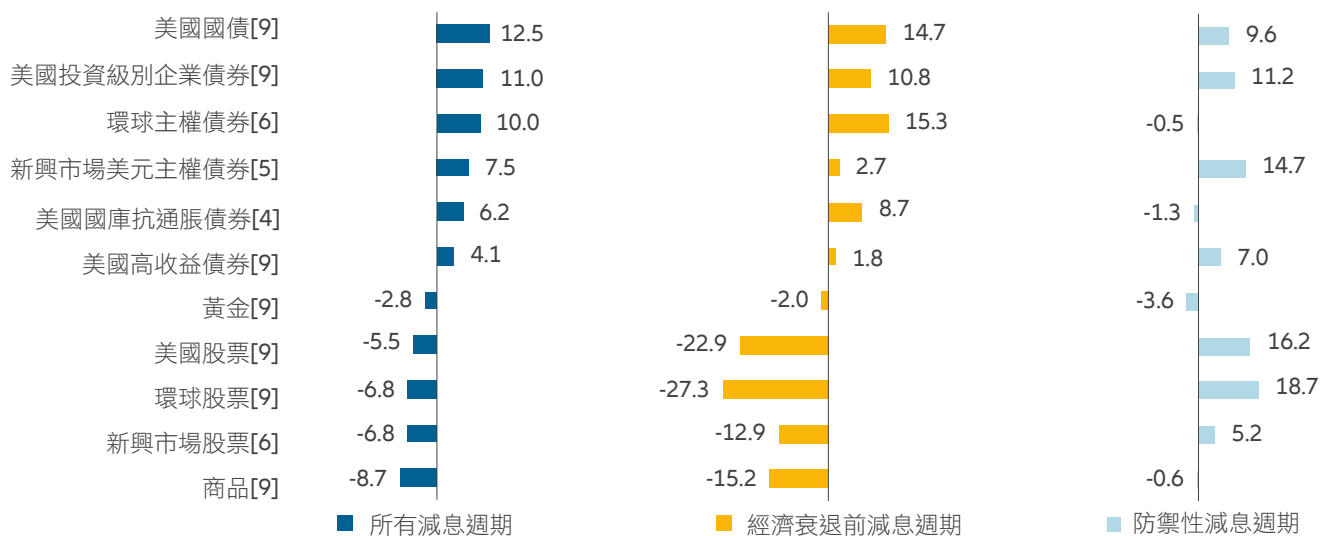
性減息（見圖1）。相對現金的超額回報只有一次（1998年）錄得負水平。除此以外，所有年期的債券收益率均顯著下跌。此外，除了一個減息週期（1987年）外，收益率曲線（10年期對比2年期）均走斜，反映市場預期未來經濟增長將會轉強。

- 美國投資級別企業債券錄得可觀的回報：環顧九個減息時期，投資級別企業債券在七個時期表現優於現金，並於六個時期表現優於美國國債。2007年至2008年的環球金融危機及新冠疫情（兩者均屬經濟衰退前減息週期）則例外。在首次減息前的三至六個月，相對美國國債的息差普遍擴闊並錄得升幅，可見這是聯儲局政策變動的潛在領先指標。

- 美國高收益債券表現反覆：在所有經濟保持正增長的防禦性減息週期，高收益債券均提供相對於現金的正超額回報，但在最後兩個經濟衰退前的減息時期，回報均處於負水平。平均來說，在大部份減息時期，以及首次減息後的第一年期間，高收益債券表現遜於美國國債。

- 新興市場美元主權債券的往績好淡紛呈：自1995年以來的五個減息週期當中，新興市場美元政府債券在三個週期表現領先現金及美國國債，但在環球金融危機和新冠疫情期間，表現顯著遜色。自1995年以來的大部份減息時期，其表現領先美國投資級別及美國高收益債券。

圖1：在減息週期期間，美國國債表現領先所有資產類別
聯儲局減息週期（1981年至2019年）的超額回報vs現金（%）



註：括號內為1981年至2019年期間的相關減息週期數目。經濟衰退前減息週期：1981年、1989年、2001年、2007年、2019年；防禦性減息週期：1984年、1987年、1995年、1998年。除環球主權債券及環球/新興市場股票（美元非對沖回報）外，所有回報均以當地貨幣計算。資料來源：安聯投資環球經濟和策略部、彭博、Refinitiv（數據截至2024年2月）。

股票：表現分歧

在聯儲局開始下調利率後的首數個月，美國股票的平均超額回報大致持平。然而，週期內的整體表現主要取決於聯儲局能否成功防止經濟衰退（見圖2）。

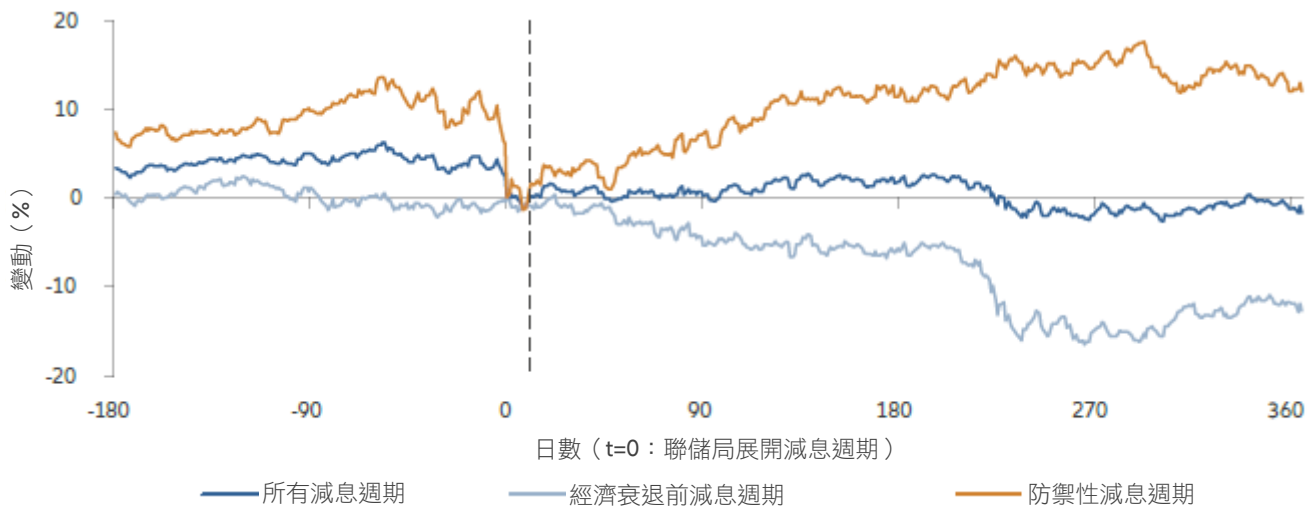
在聯儲局減息及經濟保持正增長時，股票表現顯著較佳：在防禦性減息週期期間，股票普遍錄得正回報。然而，在聯儲局減息失效，經濟繼而陷入衰退的情況下，股票錄得負回報。

- **美國以外的股票市場同樣表現分歧：**環球已發展市場及新興市場出現類似的分歧 — 經濟衰退前及防禦性減息週期的表現存在差異。綜觀所有減息時期，已發展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，增長股（預期增長遠高於整體市場）表現優於價值股（估值低於其相關基本因素）。此外，大型股的回報優於小型股。

圖2：在減息期間，股票表現取決於經濟是否陷入衰退

標準普爾500指數的超額回報對比現金



資料來源：安聯投資環球經濟和策略部、彭博（數據截至2024年2月）

貨幣及商品：好淡紛呈

美元走勢取決於其他央行（不只聯儲局）是否減息。若只有聯儲局減息，美元兌其他貨幣通常下跌。相反，當聯儲局及其他央行均下調利率時，美元便會走高。就後者而言，日圓和瑞士法郎等被視為「避險資產」的貨幣通常亦造好，因為在經濟下行期間或金融穩定風險出現時，利率普遍下調，觸發避險意欲升溫。

在利率下調期間，商品普遍表現呆滯。該資產類別在九個週期當中，有七個週期錄得負回報。平均而言，黃金錄得溫和虧損。

準備應對可能出現的市場波動

投資者可能亦需作好準備，以應對減息前的市場波動。我們發現，在過去五個週期聯儲局首次減息前的60至90天，美國股票和債券市場的引伸波幅普遍上升。

若市場進一步就貨幣政策重新定價，反映減息幅度較低或延遲減息，削弱短期市場氣氛，便可能導致波幅加劇。目前的市場定價預測未來12個月減息約100點子，略高於過去減息週期前夕的歷史平均預期，以及聯邦公開市場委員會最新「點陣圖」預測2024年的減息幅度。我們的分析發現自1989年以來，除了一個減息週期外，聯儲局最終下調利率的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）下跌435點子（見圖3）。

圖3：過去的聯儲局減息週期通常大幅下調利率，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 | 防禦性 |
| 1987年10月 | 114 | -0.750 | 防禦性 |
| 1989年6月 | 1,187 | -6.750 | 經濟衰退前 |
| 1995年7月 | 209 | -0.750 | 防禦性 |
| 1998年9月 | 49 | -0.750 | 防禦性 |
| 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：週期長度是由首次減息日期至最後一次減息日期計算。由於分析專注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：安聯投資環球經濟和策略部、彭博（數據截至2024年2月）

面對減息，靈活性至為關鍵

那麼，投資者應從我們的分析中得出甚麼結論？若聯儲局成功實現經濟軟著陸，即利率及通脹回落而並無出現經濟衰退，風險資產（尤其是股票市場）在未來數月可能仍有表現造好的空間。然而，若未能成功軟著陸 — 無論是經濟衰退、通脹再度升溫抑或繼續加息，都可能窒礙股市表現，而股市已延續去年的升勢。

美國國債的表現將會與聯儲局減息的時間和幅度（不論是滯後、符合或超出市場預期），以及當前通脹趨勢息息相關。

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，因為市場正為聯儲局四年多以來首次減息作準備 — 此舉可能預示市場將會出現新的投資趨勢。



與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋

 安聯投資



讚好我們專頁 [安聯投資 - 香港](#)



聯繫LinkedIn帳戶 [Allianz Global Investors](#)



訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)



關注微信公眾號 [安聯投資香港](#)

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。