

宏观专题报告

2024年8月8日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

宏观金融研究团队

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

黎伟

从业资格证号: F0300172

投资咨询证书号: Z0011568

项麒睿

从业资格证号: F03124488

投资咨询证书号: Z0019956

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

股指期货: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指期货: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

中国低利率周期大类资产价格及影响机制探讨

各国在低利率周期不同阶段大类资产的表现略有不同, 但其亦有共性之处。

利率快速下行期, 在不考虑全球化性质较为明显的大宗商品和黄金外, 债券收益往往表现最好, 股票和地产因对经济衰退的担忧, 往往表现相对较差。这点与过去三年中国市场表现基本吻合。

利率低位震荡甚至零利率时期, 因市场最差的时候基本过去, 叠加较为宽松的货币环境, 股票资产往往表现较优, 但地产因其流动性更差, 其调整时间往往长于股市。债券市场因利率变动空间有限, 持续维持低收益水平。

利率触底回升期, 伴随经济的不断复苏, 股票市场正式进入上行加速周期, 配置价值往往最高。

随着中国利率逐步进入低位平台震荡期, 预计股票类权益资产将逐步构筑底部, 中国债券收益率将逐步缩水, 人民币兑美元汇率亦将逐步筑底。同时随着美国经济增速不断放缓、通胀压力减轻, 美国预计将正式进入降息周期, 美债配置吸引力将逐步凸显。

黄金长期估值主要取决于信用货币体系中信用的相对强弱。由于当前美国政府债务占GDP比重持续走高反映出美政府偿债能力和美元信用下降, 长周期下黄金货币属性持续增强推动其估值上移, 但短期其多头交易拥挤度偏高, 且美国大选后地缘政治存趋缓可能, 可考虑回调后进行配置。

美国尽管经济增速明显放缓, 7月失业率4.3%甚至触发了历史衰退阈值(三个月移动均值比过去一年低点高0.5%), 但若拉长时间看, 该失业率依旧处于过去50年中低水平, 我们认为美国经济韧性依旧不弱, 产生实质性衰退的概率整体偏低, 叠加其降息周期的到来, 这将有利于后期大宗商品的表现。

具体中长期配置建议为: 美债>A股>黄金>商品>国债>外汇。

正文目录

一、 央行货币政策框架演进——利率调控机制	2 -
1.1 央行货币政策框架调整动因	2 -
1.2 7月以来央行货币政策框架演进之利率调降	4 -
二、 央行调降利率对市场的短期影响	6 -
2.1 A股：配置吸引力边际增强	6 -
2.2 债券：整体仍处较强格局，但波动有限	6 -
2.3 人民币：整体平稳，双向波动弹性增加	7 -
2.4 实体经济：短期提振明显，长期仍需经济预期回升配合	7 -
三、 低利率周期对市场的长期影响	8 -
3.1 美国低利率周期各大类资产价格变化及影响机制	8 -
3.1.1 美国低利率周期大类资产表现	8 -
3.1.2 低利率周期对股市传导影响	10 -
3.1.3 低利率周期对无风险利率传导影响	12 -
3.1.3 低利率周期对汇率传导影响	14 -
3.2 日本低利率周期各大类资产价格变化及影响机制	15 -
3.2.1 日本低利率背景	15 -
3.2.2 日本低利率周期大类资产表现	15 -
3.3 中国低利率周期各大类资产价格变化及影响机制	17 -
3.3.1 中国低利率周期大类资产表现	17 -
3.3.2 中国房地产行业环境与美日对比	18 -
3.3.3 中国房地产行业对未来利率的影响	20 -
3.4 低利率周期大类资产配置建议	21 -

图表目录

图 1：我国现有利率体系和调控框架	- 3 -
图 2：美国联邦基金目标利率	- 9 -
图 3：美国联邦基金目标利率、美国道琼斯工业平均指数	- 11 -
图 4：美国联邦基金目标利率、美国房价指数	- 12 -
图 5：美国联邦基金目标利率、美国 3 个月国债收益率	- 12 -
图 6：美国联邦基金目标利率、美国 10 年国债收益率（2000-2004 年）	- 13 -
图 7：美国联邦基金目标利率、美国 10 年国债收益率（2006-2024 年）	- 13 -
图 8：美国联邦基金目标利率、美元指数	- 14 -
图 9：日本央行政策利率和 10 年期国债收益率走势	- 15 -
图 10：中国利率下行期大类资产表现	- 17 -
图 11：中日城镇化率对比（%）	- 19 -
图 12：中美日居民杠杆率对比（%）	- 19 -
图 13：中美日 65 岁以上人口比重（%）	- 19 -
图 14：中美日地产行业占 GDP 比重	- 20 -
图 15：一般政府债务占 GDP 比重（%）	- 20 -
表 1：6 月 19 日陆家嘴论坛：中国“支持性”货币政策框架演进方向 ..	- 4 -
表 2：7 月下旬中国人民银行货币政策工具使用情况	- 4 -
表 3：历次利率周期各大类资产表现	- 9 -
表 4：日本低利率时代不同时期大类资金年均收益率	- 16 -
表 5：2021 年至今中国各大类资产涨跌幅	- 18 -

今年以来，中国经济增速有所放缓，主要矛盾仍是内需不足。在此背景下，7月底政治局会议延续稳增长基调，再提加强逆周期调节力度，明确指出“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本的稳中有降”。

目前，国内居民资产负债表仍处于降杠杆过程中，经济及居民收入预期不佳，导致居民更倾向于将资金投向债券等低风险资产。同时，4月起“手工补息”高息揽储行为在市场利率自律定价机制下得到约束，企业通过票据融资、高息存款的套利行为减少，部分存贷款流向理财、货币基金等现金管理类产品。综合影响下，大量资金涌入债券市场，结合上半年政府债券发行节奏偏慢，导致债券市场供求关系失衡，“资产荒”引发长期收益率持续较快下行。对此，央行自4月以来持续提示长债风险，并表示会逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，但并未显著改善长期国债利率跌势。

从外部环境来看，7月以来美国公布的多项经济数据走弱，美国经济动能边际减弱带动通胀压力减轻，美联储9月降息预期愈发强烈，中国货币政策进一步推动融资成本下降的外部制约有所减弱，降息窗口打开。

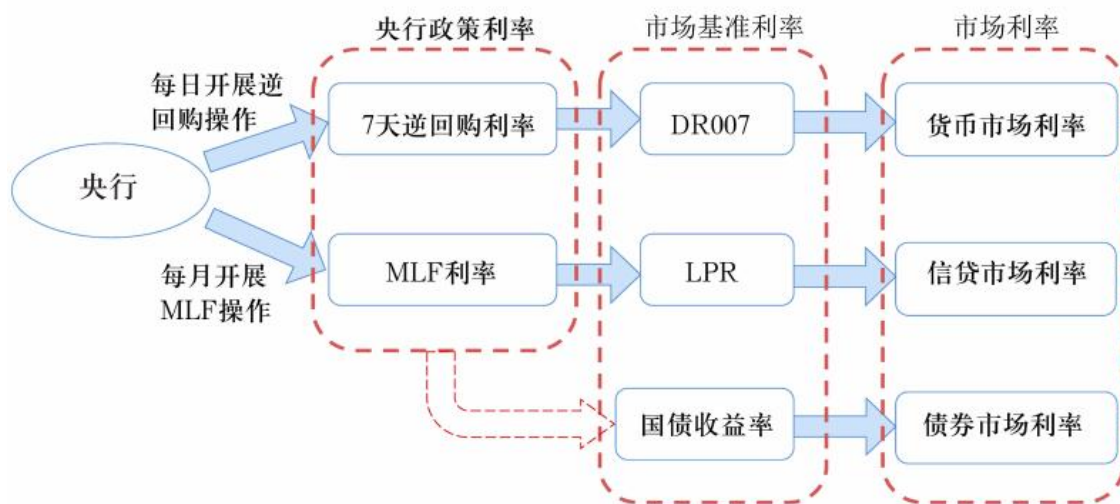
一、央行货币政策框架演进——利率调控机制

6月19日，中国人民银行行长潘功胜在2024陆家嘴论坛上提出，保持支持性货币政策立场，优化货币政策调控的中间变量，逐步淡化对数量目标的关注；进一步健全市场化的利率调控机制；逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱；健全精准适度的结构性货币政策工具体系；提升货币政策透明度，健全可置信、常态化、制度化的政策沟通机制，做好政策沟通和预期引导。

1.1 央行货币政策框架调整动因

我国央行自2012年起就推动货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主的转型。经过多年利率市场化改革及演变，目前我国已形成以公开市场操作（OMO）利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率、以SLF利率作为利率走廊上限和超额存款准备金利率作为利率走廊下限构建利率走廊机制有效运行的央行政策利率体系。通过OMO利率引导货币市场资金利率走势，通过MLF利率直接为中长期的存、贷款利率等提供锚点。

图 1：我国现有利率体系和调控框架



图片来源：中国人民银行

但经过数年运行，中国现有货币政策的可控性、可测性以及实体经济的相关性均有所下降，传统的数量型指标如信贷增速、社融增速对经济的指示意义逐渐减弱。我国政策利率传导机制也存在一定问题，如政策利率品种较多，OMO、MLF 和 LPR 利率均为政策利率或具有政策利率功能，不同货币政策工具之间的利率关系也比较复杂，不利于市场和社会群众理解，同时也一定程度上加大了央行的管理难度。此外，随着利率体系市场化程度加深，MLF 和 LPR 逐渐与市场利率脱钩。后期若逐步退出一些政策利率，利率政策的自主性将进一步提升，如 MLF 逐步告别政策利率，余额逐步缩减，并以降准置换。

同时，今年以来，在“资产荒”背景下，部分市场机构为增厚收益集中购买长久期资产，长期债券需求显著上升，短期内供给则相对偏少，长期债券收益率一路下行。央行 4 月以来持续提示长端利率风险，但近期 10 年国债利率已经下破 2.2%，30 年期国债利率一度下破 2.3%，整体仍低于 2.5%-3% 的央行合意水平，央行对利率定价做出进一步引导和纠偏的必要性也有增强，核心是为了实现“防风险”。

在此政策利率体系背景下，中国人民银行行长潘功胜在 2024 陆家嘴论坛上提出央行“支持性”货币政策框架将发生演进，未来将以 7 天期逆回购利率为主要政策利率，其他期限货币政策工具利率淡化政策利率色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。央行以短期政策利率(OMO 利率)为中枢逐步形成价格型调控为主的货币政策框架：以 OMO 政策利率为操作目标，通过二级市场国债买卖、逆回购等方式调节市场流动性，将市场短期利率稳定在 OMO 利率附近，配合利率走廊引导市场形成长期利

率。

表 1：6 月 19 日陆家嘴论坛：中国“支持性”货币政策框架演进方向

序 号	调 整 方 向
1	继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注，将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。
2	央行以短期政策利率（OMO 利率）为中枢逐步形成价格型调控为主的货币政策框架：以 OMO 政策利率为操作目标，通过二级市场国债买卖、逆回购等方式调节市场流动性，将市场短期利率稳定在 OMO 利率附近，配合利率走廊引导市场形成长期利率。
3	在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，作为基础货币投放渠道和流动性管理工具以充实货币政策工具箱，与其他工具综合搭配，进而实现增量资金更加精准的投向，共同营造适宜的流动性环境。

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

1.2 7 月以来央行货币政策框架演进之利率调降

考虑到二季度以来国内基本面修复放缓，稳增长迫切性提高。同时，美联储降息预期不断增强，减轻对国内宽松货币政策的约束，降息的窗口有所打开。在“以内为主、内外均衡”的总体考量下，7 月 8 日起，央行先后进行了下调 7 天期逆回购利率，开展临时正/逆回购，并对应调降了 LPR、SLF、MLF 利率，阶段性减免 MLF 质押品等操作，一系列货币政策组合拳接连落地，商业银行也随之下调存款利率。

具体情况如下：

表 2：7 月下旬中国人民银行货币政策工具使用情况

日 期	调 整
2024 年 7 月 8 日	即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日 16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。
2024 年 7 月 22 日	即日起，公开市场 7 天期逆回购操作（OMO）调整为固定利率、数量招标。同时，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，即日起，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80% 调整为 1.70%。
	7 月贷款市场报价利率（LPR）1 年期和 5 年期利率均下调 10 个基点。1 年期 LPR 为 3.35%，上月为 3.45%；5 年期以上 LPR 为 3.85%，上月为 3.95%。
	下调常备借贷便利（SLF）利率 10 个基点，自 2024 年 7 月 22 日起，隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别调整为 2.55%、2.70%、3.05%。
	为增加可交易债券规模，缓解债市供求压力，自本月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免 MLF 质押品。
2024 年 7 月 25 日	增开 2000 亿元 1 年期 MLF 操作，并调降 MLF 利率 20BP。此次中标利率为 2.30%，

此前为 2.50%。

工农中建交五大行同时下调存款挂牌利率。**截至 7 月 29 日，国有六大行和 12 家全国性股份制银行完成今年首轮人民币存款挂牌利率下调。**本次降息长短利率下调幅度更大，两年、三年、五年期定期存款下调幅度普遍在 0.2 个百分点。

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

本轮政策发布，不仅体现出“稳增长”的需求，更是对新货币政策框架的具体实践：

首先，央行宣布将公开市场 7 天期 OMO 操作调整为固定利率、数量招标，此前名义上是采用价格招标，但中标利率实际由央行决定。本次明确调整为“数量招标”，利率由央行决定，也进一步强化了 7 天期 OMO 利率的政策利率定位。

第二，此次 7 天期 OMO 利率调降 10BP 后，LPR 报价同步下调 10BP，央行又在 3 天后的增开 MLF 操作中下调其中标利率 20BP，LPR 报价“换锚”，现在的利率传导链条变为“7 天期 OMO 利率→LPR→存贷款利率”，MLF 政策利率色彩淡化。这体现了 7 天期 OMO 利率作为央行主要政策利率，未来将更多的成为利率调整基准轴，这也符合央行之前“未来 LPR 报价改革——强化 LPR 的最优惠贷款利率地位”的提法。

第三，央行开展临时隔夜正回购或临时逆回购操作，同时将隔夜正、逆回购利率与 7 天期 OMO 利率“绑定”，该机制使市场资金发生波动时，通过正/逆回购调整市场流动性，使 R007 不至于过度向下/上偏离 7 天期 OMO 利率，强化了 7 天期 OMO 利率的影响力，使央行货币政策框架向以 OMO 利率作为中枢的价格型调控进一步靠拢。

第四，7 月 22 日 SLF 利率跟随 7 天期 OMO 利率同步下调 10BP，一方面，降低银行资金成本，缓解由于 LPR 下降导致的息差缩小的压力；另一方面，收窄了利率走廊，有利于给市场传递更加清晰的货币政策信号。未来中国利率走廊宽度仍有较大的收窄空间。

第五，今年以来，受长期债券供给偏慢及市场上优质投资标的短缺等因素影响，长债收益率持续较快下行，央行此前也多次提醒“注意长债风险”。因此央行此次阶段性减免 MLF 质押品，能够有效释放市场存量长期债券，进一步调整债券市场供求。与此同时，MLF 利率与 7 天期 OMO 利率和 LPR 利率的非对称下调，也是让其与政策利率保持合理利差，引导国债收益率曲线形态回归正常。

第六，六大行及股份制银行存款利率快速跟随贷款利率下调，则是银行根据市场

资金供求变化和自身经营情况作出的市场化调整行为。

央行此次降息等措施释放了稳增长信号，同时也指向央行明确将 7 天期 OMO 利率锚定为政策利率，这会提升利率市场短期利率向长期利率传导的效率，也有利于未来央行对债券公开市场供求关系乃至市场流动性的把握更为精细，保持正常向上倾斜的收益率曲线以及市场对投资的正向激励作用。

二、央行调降利率对市场的短期影响

2.1 A 股：配置吸引力边际增强

过去 15 年股票市场和债券市场形成此消彼长互相替代关系大约占比 60%，因此一般认为中国 A 股与中国债券间存在股债跷跷板现象。在短期角度，在市场套利机制和收益率曲线的作用下，利率下调对债市影响是直接的，国债价格具有上涨动力，对于股指端仍有较为明显的短期流动性溢出效应。

但下半年，股指配置相对债券的相对吸引力边际增强。未来央行对债券公开市场供求关系乃至市场流动性的把握将更为精细，预计长期国债收益率在央行预期引导下有望逐渐回升至合意区间，未来债券端或将很难出现前期大幅上涨行情，债券端对股指流动性挤出效应将边际减弱。同时伴随着降息逐渐有效加强逆周期调节，将提高经济整体增长和复苏预期，经济预期收益将得到持续回升，进一步引导股指迎来相对强势行情。

2.2 债券：整体仍处较强格局，但波动有限

就当前而言，经济、物价预期依然偏弱，7 月底中央政治局会议明确提出“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本的稳中有降”。下半年中国政府债券发行节奏可能会有所加快，但由于目前市场风险偏好并未发生根本性变化，预计债券总供给仍是有限的。

下半年债券市场仍将面临经济弱修复、资金面宽松、资产荒的格局，社会融资成本下行仍是主基调。当前通过约束银行“手工补息”高息揽储、适当增加人民币汇率双向波动弹性遏制套息交易等方式，能够减轻货币政策内外约束，扩大政策空间，因此在本轮政策利率调降后，市场对年内央行进一步下调政策利率的预期仍比较高。这意味着，从基本面和货币政策预期角度来看，下半年债市所处环境依然友好，债

市整体仍处于较强格局。

不过，4月以来央行就多次提示长债收益率偏低风险，7月开始央行先后进行了面向公开市场业务一级交易商开展国债借入以及阶段性减免MLF质押品的操作，进一步调整债券市场供求。若长债利率持续突破前低，则可能触发央行买债操作落地。因此，随着未来央行预期引导力度加大，长期国债收益率有望维持在一个相对低的波动区间，预计下半年10年期国债收益率向下突破2%的难度较大。

2.3 人民币：整体平稳，双向波动弹性增加

7月以来，随着美国就业、经济数据走弱，美联储9月降息预期愈发强烈，“降息交易”导致美债收益率的下行和美元指数的回落，外部环境为国内货币政策的宽松提供了有利条件。因此7月下旬我国降息后，人民币汇率并未出现明显贬值趋势，稳汇率和宽货币的矛盾边际改善。

此外，近期避险情绪上升导致外汇套息交易平仓，作为套息交易融资货币的日元相对表现更好。由于亚洲货币相对美元的汇率具有同步性，人民币在交易层面，借日元升值之势，积蓄的反弹压力借机释放，这也是近期人民币汇率走强的重要因素。

下半年，在强势中间价的作用下，叠加国内政策对内外均衡的重要考量，以及未来央行对长端国债收益率乃至市场流动性的把握将更为精细，人民币整体将保持平稳波动，在全球主要汇率中表现出防守性。但值得注意的是，随着美国大选和美联储降息启动时间点的临近，美元与非美货币利差稳定性会有所下降，下半年人民币汇率双向波动弹性将有所增加，升值条件或与美国经济与利率下行周期重合。

2.4 实体经济：短期提振明显，长期仍需经济预期回升配合

自7月22日OMO、LPR、SLF统一下调10BP后，7月25日央行宣布MLF调降20BP，同时，国有六大行宣布下调存款挂牌利率，根据存款期限下调10-20BP不等。可以看出，虽然央行货币政策面临需兼顾多元目标的约束，但政策层面仍在积极寻求操作空间，释放出明确的稳增长信号，旨在引导实体经济融资成本下行，提振市场信心。

本轮降息对实体经济的影响可从供需两端进行分析。

从供给端来看，在2024年上半年社融增速较低的背景下，降息举措有助于减轻企业债务利息负担，激发民间投资内生动能，促进稳就业、助力稳投资。

从需求端来看，对于居民部门，降息意味着消费贷款成本的下行和居民存量房贷

利率的向下重定价，短期内有助于刺激需求恢复，加快居民消费回暖，并能在一定程度上平缓按揭贷款早偿压力。但从长期来看，降息对内需的长期促进作用仍需经济及居民收入预期回升配合。

8月1日召开的中国人民银行2024年下半年工作会议上，央行在部署下一阶段工作时提出，加大金融对实际经济的支持力度，把着力点更多转向惠民生、促消费。这表明以本次降息为起点，新一轮稳增长政策有望开启，年内降准、降息等总量工具仍值得期待。降准方面，随着MLF逐步告别政策利率，余额逐步缩减，未来或通过降准置换，考虑到8月份至12月MLF到期规模逐步增大，且7-12月政府债券月均新增规模或高达约0.9万亿元，为避免短期流动性紧张和利率波动过大，央行降准予以对冲仍存在必要性。降息方面，若本次7月降息效果未及预期，且外部环境改善信号更趋明确，则四季度政策利率的进一步调整可期。

三、低利率周期对市场的长期影响

3.1 美国低利率周期各大类资产价格变化及影响机制

3.1.1 美国低利率周期大类资产表现

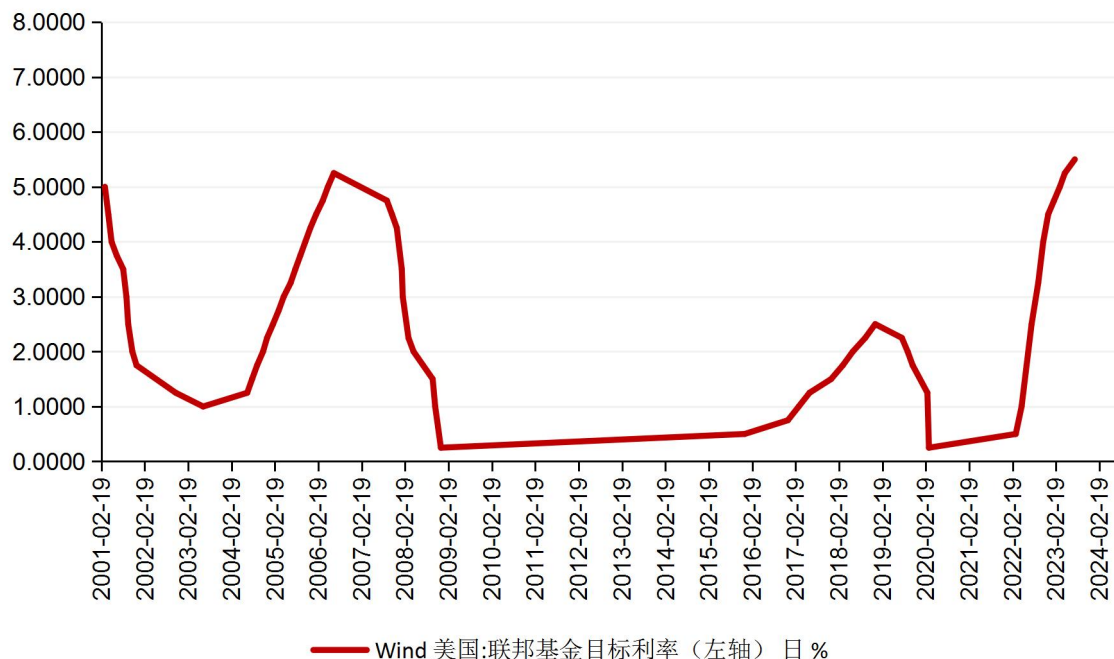
以联邦基金目标利率上限低于或等于1.5%来划分，美国历史上共有三次低利率时期，均发生在本世纪：

第一次低利率时期从2002年11月至2004年9月。在1999年美国出现过热信号后，美联储于1999年至2000年连续加息6次，将利率提升至6.5%，但未能预见到随后互联网泡沫破灭带来的衰退。2001年起，美联储开启降息周期，通过13次降息，将联邦基金利率从6.5%降至1%，自此正式进入低利率时期。期间对经济虽有刺激但效果有限，直到2004年才开始进入加息周期。

第二次低利率时期从2008年10月至2018年3月。2007年至2008年，美联储为应对次贷危机，连续7次降息，将联邦基金目标利率从5.25%降至2%，但当时低估了危机的严重性。2008年10月至2015年底，美联储进一步降息至0.25%的历史低点，并实施量化宽松政策，应对雷曼兄弟倒闭引发的全球金融危机。2015年12月至2018年3月，美联储逐步加息，将利率上调至1.75%，尽管加息步伐缓慢，但标志着货币政策正常化的开始。

第三次低利率时期从 2020 年 3 月开始至 2022 年 5 月。自 2020 年 3 月新冠疫情爆发，美联储迅速应对，将联邦基金目标利率降至接近零的超低水平，并实施量化宽松政策。该政策自 2020 年 3 月持续至 2022 年 3 月，期间美国经济经历了失业率飙升和 GDP 负增长，但随着疫苗普及和财政刺激，经济逐步复苏。2022 年 5 月，面对通胀压力，美联储开始加息，标志着低利率周期的结束，美国经济步入正常化阶段。

图 2：美国联邦基金目标利率



图片来源：WIND、国联期货研究所

我们将整个利率周期分为利率下行期（2000.5-2002.10、2006.7-2008.11、2019.1-2020.3）、低位平台震荡期（2002.11-2004.9、2008.12-2016.12、2020.4-2022.3）、利率回升期（2004.10-2006.6、2017.1-2018.12、2022.4-2024.7）三个阶段。此三个阶段各大类资产的表现如下：

表 3：历次利率周期各大类资产表现

	资产	指标	利率下行期	低位平台震荡期	利率回升期
第一次	股票	道琼斯工业指数	-22.33%	20.05%	10.61%
	地产	美国 20 大中城市房价指数	29.03%	28.01%	20.72%
	债券	中信 10 年期国债期货指数	-	-	-
	商品	CRB 商品指数	6.20%	59.36%	19.82%
	贵金属	美黄金	15.87%	32.04%	46.53%

	外汇	美元指数	-2.93%	-17.95%	-2.54%
第二次	股票	道琼斯工业指数	-16.37%	123.84%	-5.63%
	地产	美国 20 大中城市房价指数	-23.40%	24.49%	4.04%
	债券	中信 10 年期国债期货指数	-	30.55%	-0.70%
	商品	CRB 商品指数	-22.52%	-21.40%	-12.67%
	贵金属	美黄金	16.59%	40.62%	-2.14%
	外汇	美元指数	0.50%	18.29%	4.14%
第三次	股票	道琼斯工业指数	-6.05%	58.22%	17.78%
	地产	美国 20 大中城市房价指数	4.46%	37.65%	8.96%
	债券	中信 10 年期国债期货指数	12.54%	-8.56%	-11.46%
	商品	CRB 商品指数	-28.00%	142.15%	-5.78%
	贵金属	美黄金	24.61%	22.39%	26.56%
	外汇	美元指数	3.01%	-0.61%	5.79%

数据来源：WIND、国联期货研究所

美国历次利率下行期中，贵金属表现往往最好，股票和商品表现整体较为一般；利率低位震荡期中，股票、贵金属和地产市场表现均较为稳定，三次均取得明显正收益，商品波动相对较大，但最大涨幅往往出现在该时期；利率上行周期中，股票市场仍能取得正收益，但收益相对之前有明显回落，商品和债券市场在多数情况下表现较为一般。

3.1.2 低利率周期对股市传导影响

美国每次低利率周期的开始都是对经济衰退和危机的直接响应，通过降低联邦基金目标利率来刺激经济。2002 年是互联网泡沫破灭后的经济衰退；2008 年是全球金融危机；2020 年是新冠疫情的冲击。

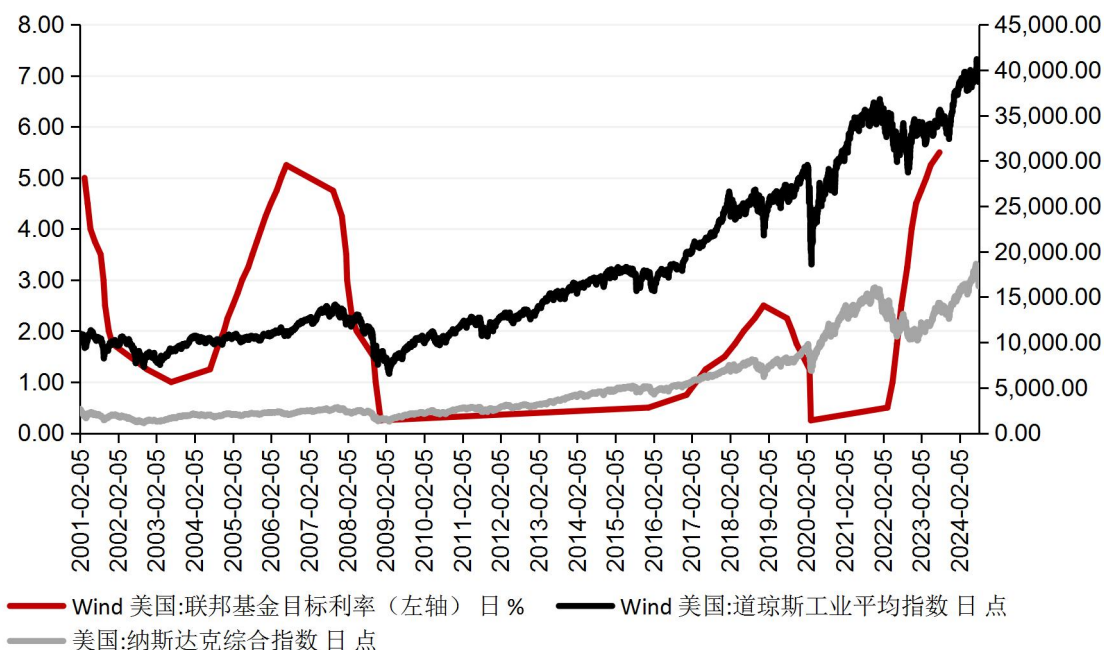
第一次低利率政策实施前，美国金融市场指数走低趋势明显。纳斯达克指数从 5000 点附近下跌至 1600 点附近，9·11 事件加剧了美国金融市场的悲观预期，2002 年 10 月纳指已降至 1114，比最高点下跌 71.8%。低利率政策实施后，纳斯达克指数缓慢回升至 2000 点左右，之后几年中一直未能显著提高。在此次低利率周期，低利率政策对金融资产价格的推高作用十分有限。但是本轮超低利率政策对房地产市场价格存在明显持续推高的作用，美国房地产市场的泡沫主要产生于这一时期，也为 2007

年的次贷危机埋下了隐患。

第二次低利率政策实施前，次贷危机导致纳斯达克指数暴跌至 1268 点，跌幅超 55%；道琼斯工业平均指数也从 14000 点大跌至 6400 点。美联储实施超低利率政策后，市场指数迅速回升，纳斯达克指数至 2018 年第三季度更达到 8000 点以上，金融资产价格显著上涨。在此次低利率周期，股票市场明显跑赢房地产价格水平，主要在于利率对于房地产需求端的影响比对供给端更为灵敏，利率下降后，短期房地产需求将增加，在原房地产存量水平上，房地产价格将会存在上升趋势。但是长期来看降低利率将促进开发商扩大生产，逐渐会抵消一部分需求改变带来的价格增长。

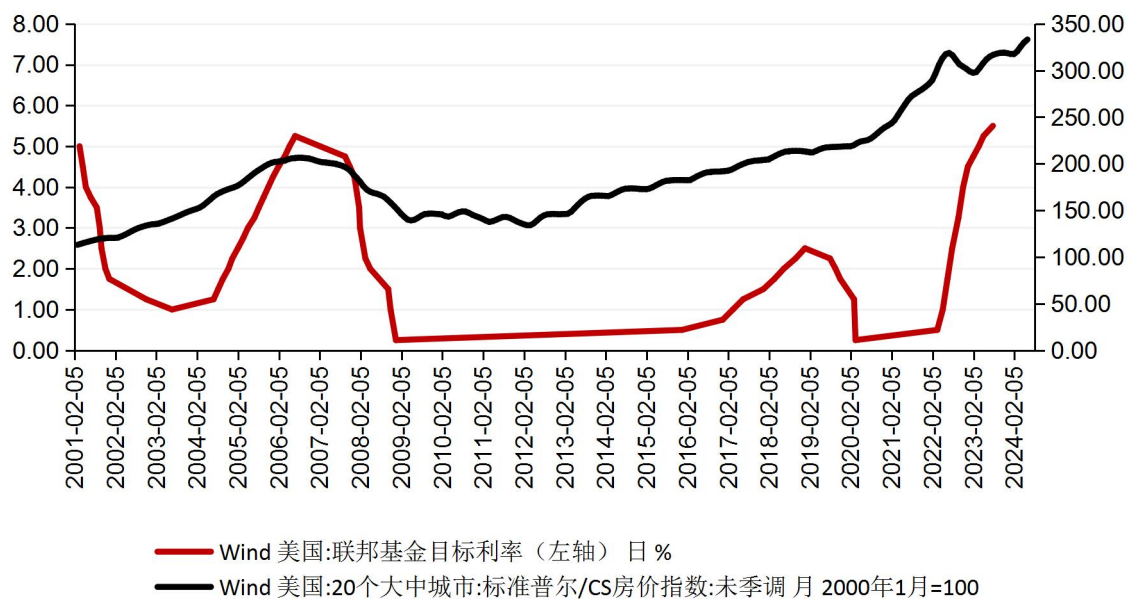
第三次低利率实施前新冠疫情导致纳斯达克指数自 9817 点大跌至 6860 点，降幅达 30%。美联储在 2020 年 3 月连续两次降息，进入新一轮超低利率时期。美联储的超低利率政策随后稳住了金融市场的跌势，纳指迅速回升并超越疫情前水平。低利率引发的资本过剩推高了资产价格，特别是科技股，例如苹果、特斯拉和英伟达等公司市值激增，可能为未来经济埋下高估值泡沫的风险。美国房地产市场在此次低利率周期同样经历了显著的增长。低利率政策降低了借贷成本，刺激了购房需求。此外，疫情期间对更大居住空间的需求增长，以及远程工作趋势的兴起，也推动了房地产市场的活跃。投资者寻求在房地产市场中避险，尤其是在股市波动时，进一步推高了房价。

图 3：美国联邦基金目标利率、美国道琼斯工业平均指数



图片来源：WIND、国联期货研究所

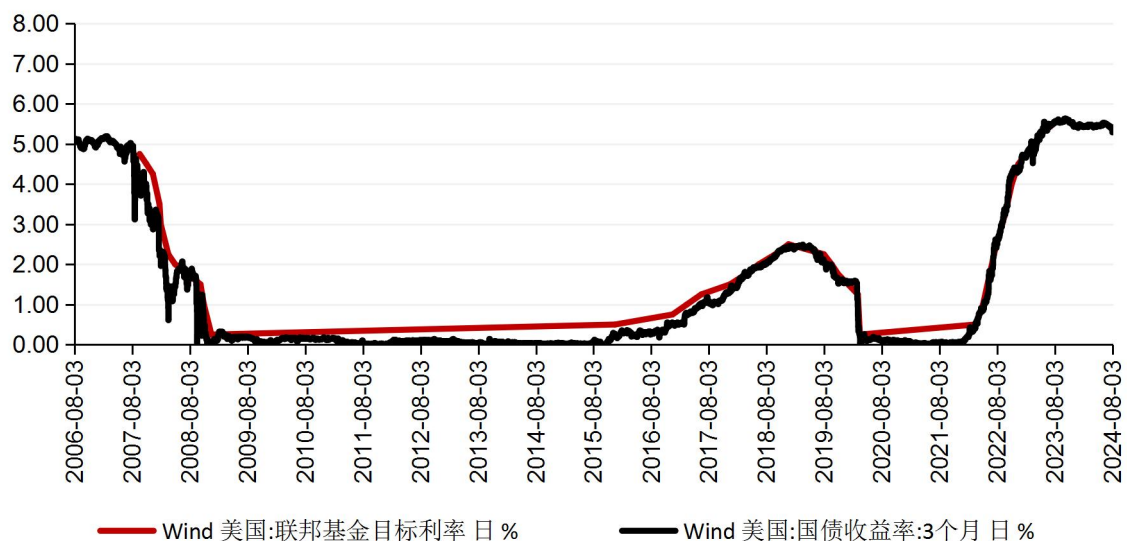
图 4：美国联邦基金目标利率、美国房价指数



图片来源：WIND、国联期货研究所

3.1.3 低利率周期对无风险利率传导影响

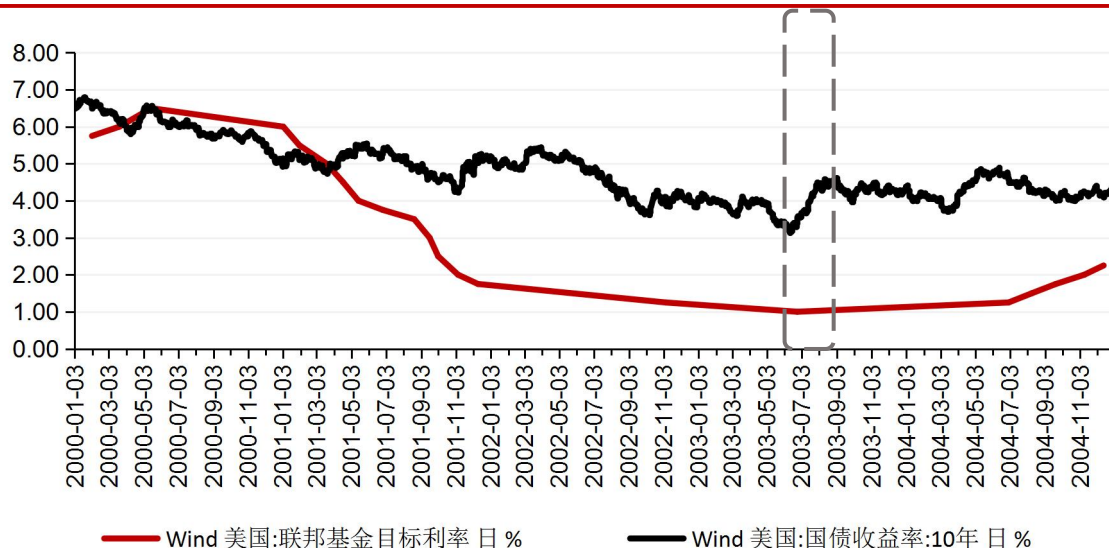
图 5：美国联邦基金目标利率、美国 3 个月国债收益率



图片来源：WIND、国联期货研究所

美国短期国债收益率作为金融市场的无风险利率基准，从历史数据来看，联邦基金利率的实际结算利率与美国三个月期国债收益率之间的变动趋势具有高度的一致性，这反映出市场利率能够迅速响应并与政策利率保持一致，从而确保货币政策的意图能够及时且有效地传导至整个金融市场，因此，短期国债收益率是评估货币政策传导效率的直接且关键的指标。

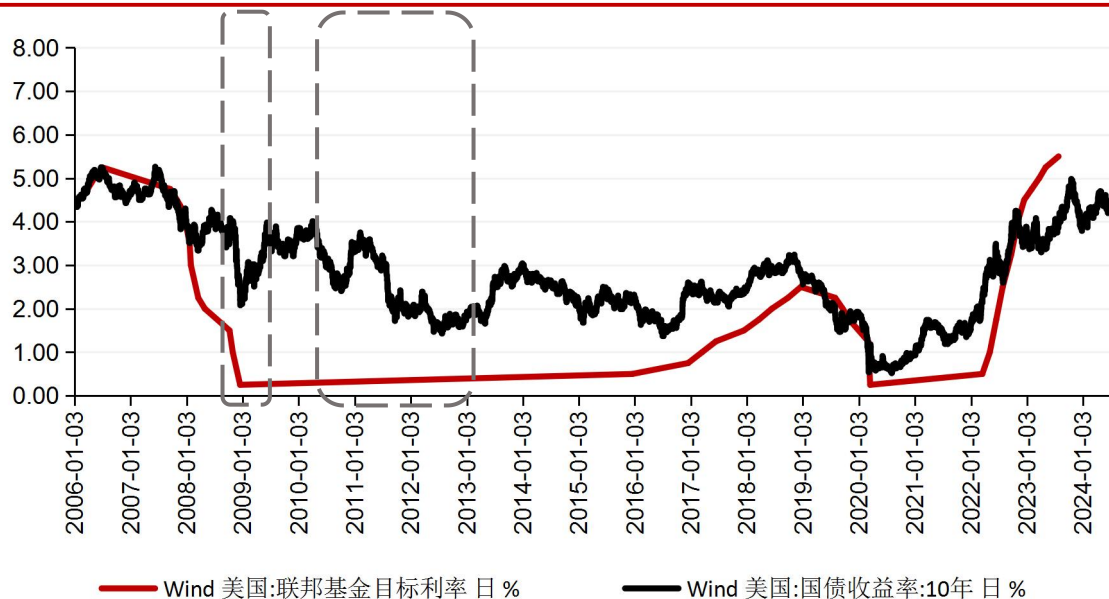
图 6：美国联邦基金目标利率、美国 10 年国债收益率（2000 年-2004 年）



图片来源：WIND、国联期货研究所

在长端利率方面，在政策利率快速下行期，因对经济衰退的担忧，市场风险偏好往往较低，从而抬升无风险资产价格，无风险资产收益率随之回落；随着利率触及超低区域后，经济预期逐步触底回升，市场风险偏好开始抬升，无风险资产此阶段往往表现一般。2003 年 6 月，美联储宣布降息至最低点 1% 后，美国 10 年期国债作为最主要的无风险收益资产，其收益率从最低点 3.13% 上升至 4% 左右。2008 年 12 月美联储将利率降至 0.25% 后，美国 10 年期国债收益率从 2.08% 低点飙升，在 2009 年 6 月达到近 4%，翻了一番。

图 7：美国联邦基金目标利率、美国 10 年国债收益率（2006 年-2024 年）



图片来源：WIND、国联期货研究所

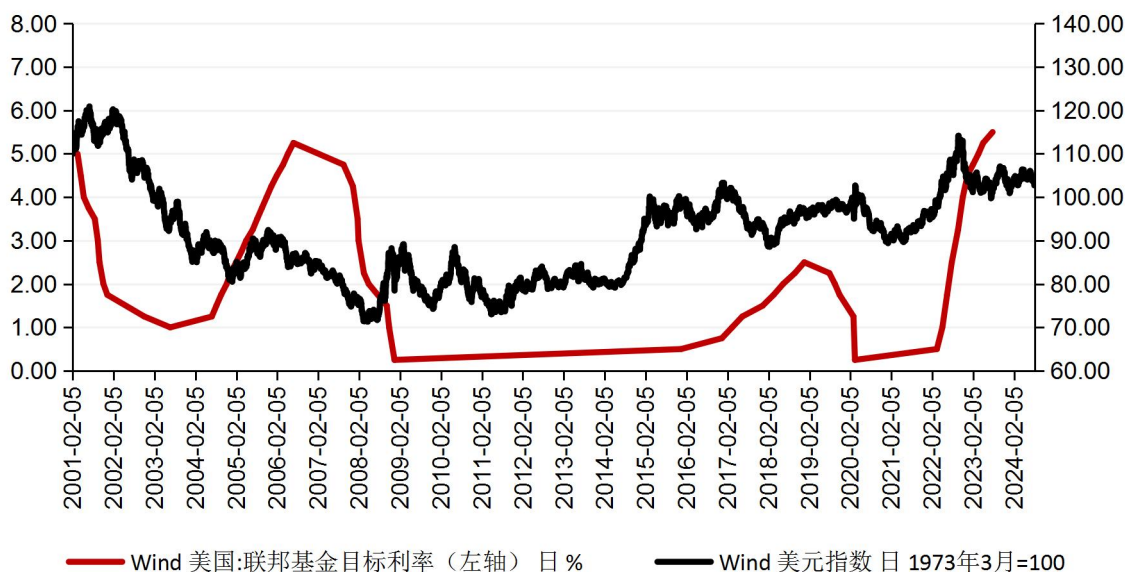
然而，随着低利率环境的持续，低利率政策导致市场参与者更倾向于投资风险资产的现象逐渐消失。自 2010 年 4 月起，国债收益率开始回落，到 2012 年 7 月已降至 1.5% 以下，显示出长期下降的趋势。

短期维度下国债收益率有所上升并不足以掩盖在低利率政策环境下国债收益率总体上保持稳定，甚至在长期内跟随政策利率呈现下降趋势的现象。这表明，在长期视角下，通过风险偏好变化来实现货币政策传导的效果并不显著。相反，长期国债收益率的变动更多地受到收益率曲线形态变化的影响，货币政策的传导机制可能更依赖于收益率曲线的动态调整。

3.1.3 低利率周期对汇率传导影响

2002 年 1 月，尽管美联储此时已连续 11 次降息，但美元指数仍达到近 120。超低利率政策实施后，美元指数才开始下降。2004 年 12 月，美元指数已跌至 80 左右。在第二次低利率周期低利率政策导致 2009 年至 2014 年间美元指数持续低于 100，最低触及 75 点左右，降低了美元汇率，刺激出口但同时减弱了美元国际吸引力。

图 8：美国联邦基金目标利率、美元指数



图片来源：WIND、国联期货研究所

为稳固美元地位，美联储与多国央行建立货币互换协定，增强离岸市场美元流动性。2020 年尽管美联储实施了超低利率政策，但美元依然展现出强势，与汇率机制理论预测相反，从 116 点激增至 125 点。这一现象背后的原因在于，汇率受多方面因素影响，并非单一由美国利率决定。在全球范围内，欧元区和日本等地区早已实行负利率政策，加之新冠疫情对全球经济的冲击，尤其是美国疫情相对滞后，使得美元作

为避险资产的需求激增，从而推高了其价值。全球经济的不确定性增加了市场对美元的依赖，导致即便在低利率环境下，美元仍旧保持强势地位。

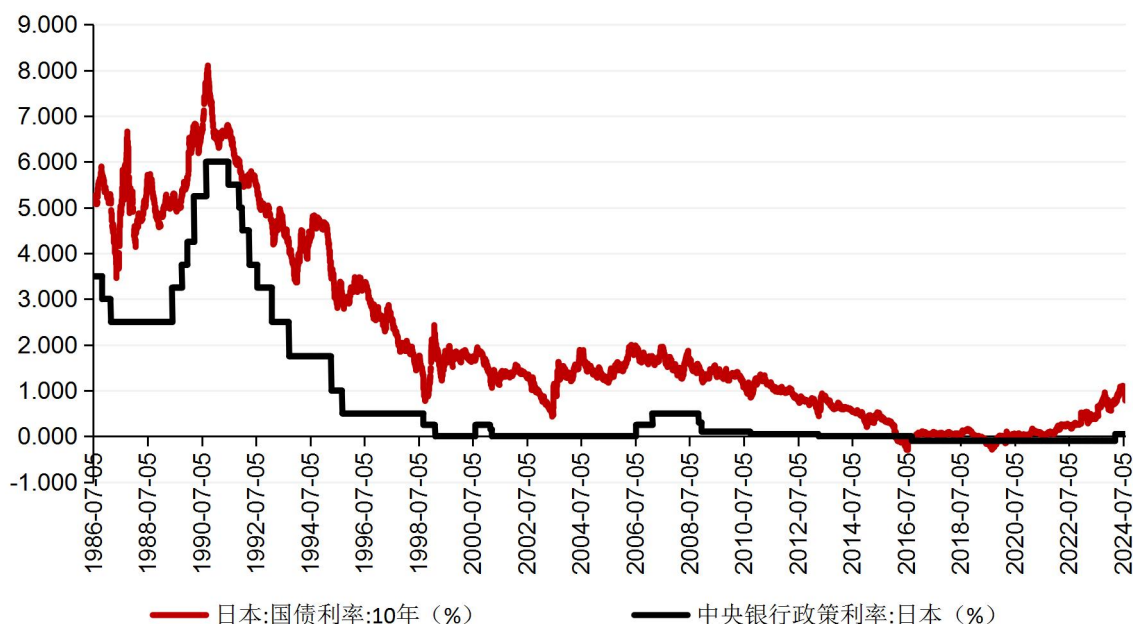
3.2 日本低利率周期各大类资产价格变化及影响机制

3.2.1 日本低利率背景

上世纪 80 年代末 90 年代初，日本政府主动收紧经济政策刺穿泡沫，股市房市等资产价格迅速下跌，企业及居民资产负债表受伤严重，经济衰退迹象明显。自 1991 年至 1995 年日本央行连续下调政策利率，由 6% 逐步下调至 0.5%，其后在亚洲金融危机影响之下，其于 1999 年 2 月将政策利率下调至 0%，正式开启零利率时代。此后长达 25 年的时间里其政策利率从未突破 0.5%，2016 年甚至将政策利率下调至 -0.1% 的负利率，直至 2024 年 3 月随着通胀压力的抬升正式退出负利率政策。

市场利率方面，日本 10 年期国债收益率自 1999 年起便长期低于 2%，且在 2016-2020 年间在零值附近来回震荡，2020 年疫情后有逐步回升趋势。经济增长低迷、通缩压力较大是日本政府长期维持零利率甚至负利率的主要原因，在 1999 年至 2019 年间日本 GDP 年平均增速仅有 0.88%，CPI 同比平均仅有 0.1%。

图 9：日本央行政策利率和 10 年期国债收益率走势



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.2.2 日本低利率周期大类资产表现

我们以更市场化的 10 年期国债收益率为基准，将日本整个低利率周期分为利率

下行期（1990 年初-2003 年 6 月）、利率平台震荡期（2003 年 7 月-2008 年 6 月）、迈向零利率时期（2008 年 7 月-2015 年 12 月）、负利率时期（2016 年 1 月-2020 年 3 月）、利率回升期（2020 年 3 月至今）五个阶段，观察其在不同阶段各大类资产的实际表现。

表 4：日本低利率时代不同时期大类资金年均收益率

资产	指标	利率下行期 8%-1% (1990. 1-2003. 6)	低位平台震荡期 1%-2% (2003. 7-2008. 6)	迈向零利率时期 2%-0% (2008. 7-2015. 12)	负利率时期 -0. 1%-0 (2016. 1-2020. 3)	利率回升期 0%-1% (2020. 3-至今)
股票	日经 225	-5. 70%	9. 60%	4. 93%	-0. 24%	28. 25%
地产	日本房价指数	-1. 89%	-3. 20%	-1. 07%	0. 94%	3. 50%
债券	综合债券指数	7. 7%	1. 6%	2%	1. 4%	1. 3%
商品	CRB 商品指数	8. 77%	24. 40%	-8. 27%	-7. 29%	34. 50%
贵金属	美黄金	-1. 27%	33. 61%	1. 90%	11. 77%	13. 11%
外汇	日元兑美元	1. 46%	2. 20%	-1. 73%	2. 59%	-10. 25%

数据来源：WIND、国联期货研究所

1990 年至 2003 年 6 月，日本市场利率进入快速下行周期，此阶段：**商品>债券>外汇>贵金属>地产>股票**，在该周期内债券年化收益率达近 8%，日经 225 和日本房价指数则分别大幅下跌近 80%和 30%。其内在机制为利率下行初期经济衰退压力相对较大，与本国关系密切的大部分风险资产表现均较差，股票市场由于流动性更好，往往率先反应市场的衰退预期。

2003 年 7 月至 2008 年 6 月，经历利率的大幅下行后，日本 10 年期国债收益率进入 1%至 2%的低位平台震荡期。此阶段：**贵金属>商品>股票>外汇>债券>地产**。贵金属和大宗商品的大涨主要受益于美元指数的大幅下行；日本股票市场的好转则由于前长达近 13 年市场的大幅下挫已基本消化掉市场的悲观预期，在地方政府持续量化宽松的货币政策下，股票市场开始反弹。日本地产由于居民杠杆率高企、城镇化水平持续处于近 80%的高位、老龄化严重，叠加地产等固定资产自身流动性相对较差，导致其调整的时间相对股票市场更长。

2008 年 7 月至 2015 年 12 月，全球金融危机、欧债危机等因素影响之下，日本市场利率再度进入下行周期，10 年期国债收益率真正意义触及 0%的水平。此阶段：**股**

票>债券>贵金属>外汇>地产>商品，该阶段日本地产继续取得负收益，但有明显构筑底部的迹象。金融危机打出日本股市最坏的悲观预期，叠加市场零利率、2013 年安倍“三支箭”等政策带动日本经济持续温和回升，日经 225 指数正式开启上行周期。

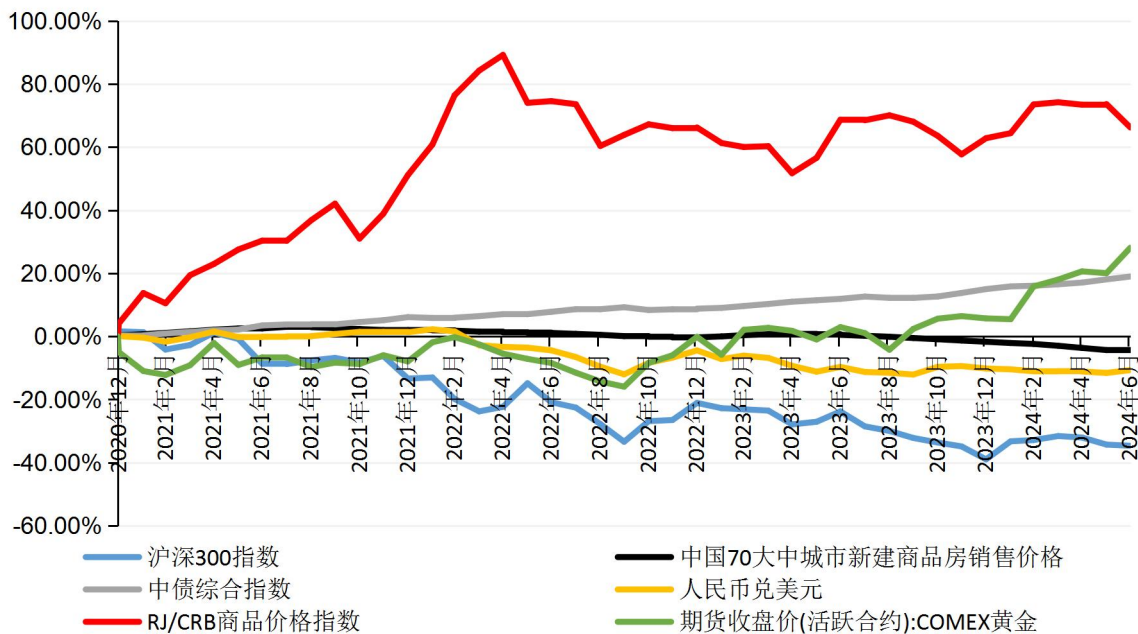
2016 年 1 月至 2020 年 3 月，因经济复苏情况不及预期，日本央行正式执行负利率，10 年期国债收益率在-0.1%至 0%小区间震荡。此阶段：贵金属>外汇>债券>地产>股票>商品，除商品外，其余资产均表现尚可，股票资产此阶段整体以震荡行情为主，贵金属和外汇表现最优。

2020 年 3 月至今，尽管日本央行政策利率在该阶段前期仍旧维持负利率，但市场化更明显的 10 年期国债收益率开始逐步回升。此阶段除外汇之外其余资产均取得明显正收益，且股票和商品最优，与日本经济的逐步复苏相匹配。具体表现排序为：商品>股票>贵金属>地产>债券>外汇。

3.3 中国低利率周期各大类资产价格变化及影响机制

3.3.1 中国低利率周期大类资产表现

图 10：中国利率下行期大类资产表现



数据来源：WIND、国联期货研究所

对于中国而言，此轮利率下行周期始于 2021 年初，10 年期国债收益率由近 3.5% 的高点回落至当前近 2%左右的较低水平。2022 年 4 月之前大宗商品和债券是表现最好的两种资产，股票、外汇和黄金收益率均为明显负值。2022 年 5 月后，黄金和债

券是表现稳定的两种资产，股票、地产、商品和外汇表现相对较差，收益均取得明显负值。

其背后逻辑在于随着国内地产主动去杠杆、恒大融创等地产商暴雷频发，居民对地产行业信心缺失，叠加美国加息、地缘事件频发等海外宏观环境的不确定性增加，国内经济出现明显放缓，股票市场作为经济的晴雨表，亦随之出现大幅回落。股市和地产此阶段表现均相对较差，债券市场由于市场风险偏好下降及居民资产负债表降杠杆而表现较优，黄金由于美元信用的逐步缺失、地缘事件的频发出现明显上涨。2022年4月之前商品的大涨则源于全球为刺激经济推出大量货币宽松政策，叠加疫后“逆全球化”趋势不断增强，商品供给端恢复不足，大宗商品随之出现大幅上行。

表 5：2021 年至今中国各大类资产涨跌幅

资产	指标	2021. 1-2022. 4	2022. 5-2024. 6
股票	沪深 300 指数	-23. 76%	-14. 3%
地产	中国 70 大中城市新建商品房销售价格	1. 5%	-5. 74%
债券	中债综合指数	6. 43%	11. 79%
商品	CRB 商品指数	84. 24%	-9. 78%
贵金属	美黄金	-2. 56%	31. 45%
外汇	人民币兑美元	-2. 81%	-8. 1%

数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3.2 中国房地产行业环境与美日对比

此轮国内经济 2021 年以来的调整中地产占据很重要的原因，我们这里着重分析当前中国地产行业与 90 年代日本和 2007 年次贷危机前的美国的异同。

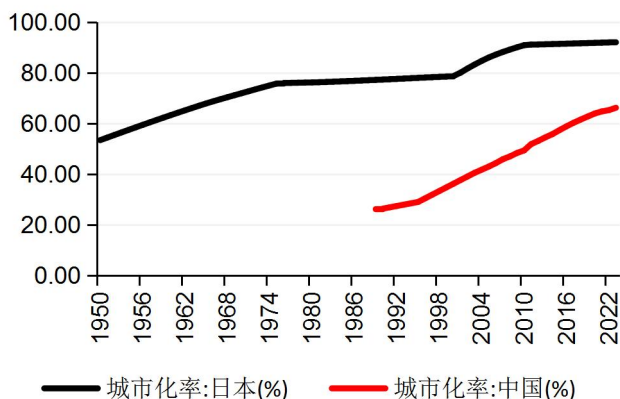
(1) 中国城镇化率和居民杠杆率更低

过去 20 余年，中国城镇化水平快速提升。截至 2023 年底，中国城镇化率水平在 66.16%，仅相当于日本 1963 年至 1964 年水平，近两年地产行业出现明显调整，但整体城镇化趋势并未有明显减速迹象，距离 1975 年日本城镇化进程放缓拐点仍有 9 至 10 个百分点的提升空间，中国地产潜在需求依旧有明显支撑。

居民杠杆率方面，中国居民平均杠杆率相对美日两国依旧偏低，美日地产危机爆发前其居民杠杆率分别在 100%和 67%左右，当前中国居民杠杆率仅有 62%左右，明显

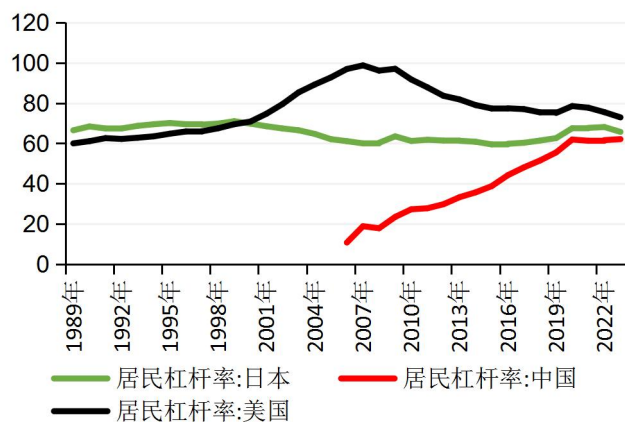
低于前者。

图 11：中日城镇化率对比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 12：中美日居民杠杆率对比（%）

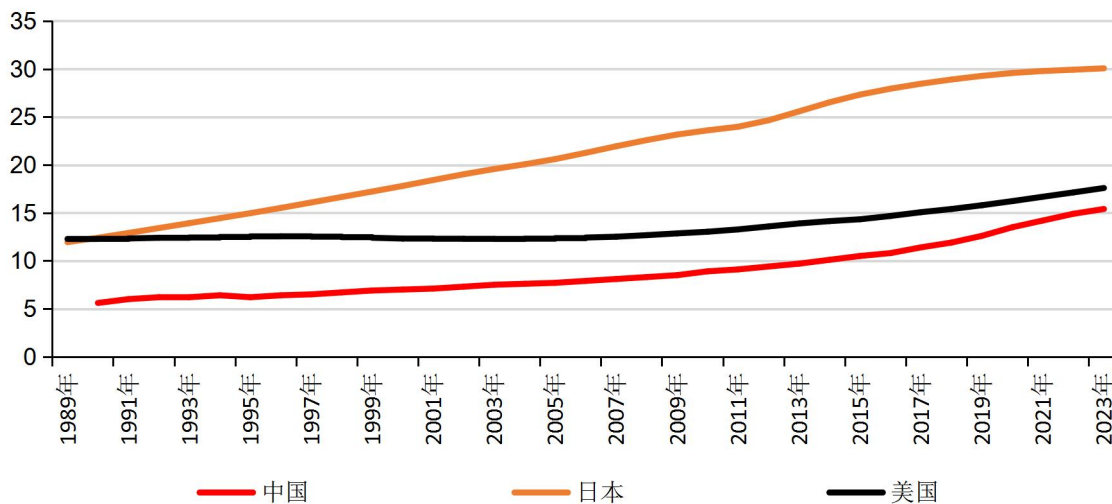


数据来源：WIND、国联期货研究所

（2）中国老龄化程度略高于美日地产危机前

从人口结构分布上看，当前中国 65 岁以上人口占比在 15.4%，略微高于美日地产危机爆发前的 12.5%和 12.4%，但明显低于两国当前 17.6%和 30%的水平。

图 13：中美日 65 岁以上人口比重（%）

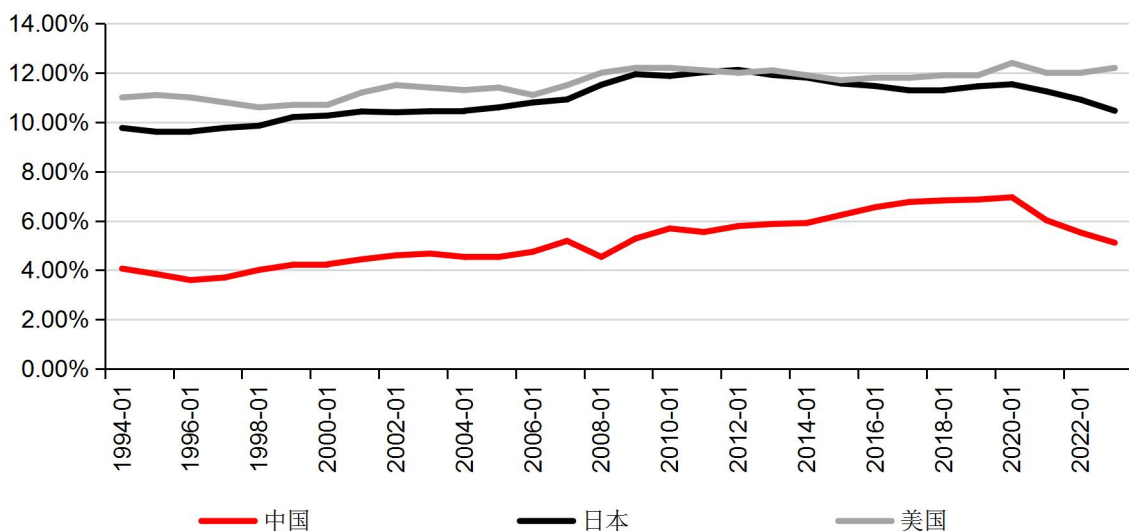


数据来源：WIND、国联期货研究所

（3）中国地产行业占 GDP 比重更低

房地产业 GDP 占整个 GDP 比重上看，中国于 2020 年 12 月触及 6.95%的高点后逐步回落，截至 2023 年底仅有 5.11%左右，该值不足美国与日本的 50%，从这个角度上看，此轮中国地产行业的调整对整个经济的影响应明显低于日本和美国地产危机的影响。

图 14：中美日地产行业占 GDP 比重

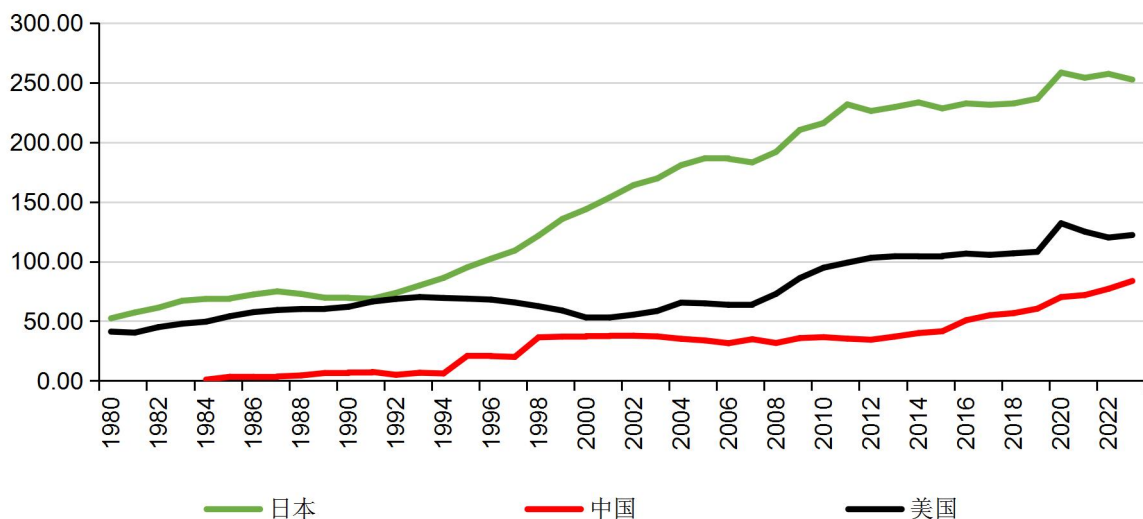


数据来源：WIND、国联期货研究所

(4) 一般政府债务占 GDP 比重更低

从政府债务角度，尽管近几年中国政府债务持续上行，截至 2023 年底，一般政府债务占全国 GDP 比值在 83.64%，但该值与美日存在明显距离，其中美国一般政府债务占 GDP 比重在 122.15%，日本更是高达 252.36%，从该角度看我国发生债务风险的概率极低。

图 15：一般政府债务占 GDP 比重 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

3.3.3 中国房地产行业对未来利率的影响

对于当前的中国市场而言，地产调整与政府债务偏高是压制市场持续处于低利率

的重要因素。然而与美日两国相比，当前中国地产所面临问题的严重程度明显低于该两国，其居民杠杆率、城镇化率、地产行业 GDP 占全国 GDP 比重均明显低于后两者，因此地产调整时间亦会大幅缩小，对整体经济的影响亦会更低。基于此，我们预计中国利率下行周期正在进入尾声，后期将逐步进入低位平台震荡期。

3.4 低利率周期大类资产配置建议

综合而言，各国在低利率周期不同阶段大类资产的表现略有不同，但其亦有共性之处。

利率快速下行期，在不考虑全球化性质较为明显的大宗商品和黄金外，债券收益往往表现最好，股票和地产因对经济衰退的担忧，往往表现相对较差。这点与过去三年中国市场表现基本吻合。

利率低位震荡甚至零利率时期，因市场最差的时候基本过去，叠加较为宽松的货币环境，股票资产往往表现较优，但地产因其流动性更差，其调整时间往往长于股市。债券市场因利率变动空间有限，持续维持低收益水平。

利率触底回升期，伴随经济的不断复苏，股票市场正式进入上行加速周期，配置价值往往最高。

随着中国利率逐步进入低位平台震荡期，预计股票类权益资产将逐步构筑底部，中国债券收益率将逐步缩水，人民币兑美元汇率亦将逐步筑底。同时随着美国经济增速不断放缓、通胀压力减轻，美国预计将正式进入降息周期，美债配置吸引力将逐步凸显。

黄金长期估值主要取决于信用货币体系中信用的相对强弱。由于当前美国政府债务占 GDP 比重持续走高反映出美政府偿债能力和美元信用下降，长周期下黄金货币属性持续增强推动其估值上移，但短期其多头交易拥挤度偏高，且美国大选后地缘政治存趋缓可能，可考虑回调后进行配置。

美国尽管经济增速明显放缓，7 月失业率 4.3% 甚至触发了历史衰退阈值（三个月移动均值比过去一年低点高 0.5%），但若拉长时间看，该失业率依旧处于过去 50 年中低水平，我们认为美国经济韧性依旧不弱，产生实质性衰退的概率整体偏低，叠加其降息周期的到来，这将有利于后期大宗商品的表現。

具体中长期配置建议为：美债>A 股>黄金>商品>国债>外汇。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600