

总量研究

历次降息前后金价表现复盘

——《光大投资时钟》第十三篇

要点

核心观点：

考虑到美国大选临近、非农数据降温、通胀上行风险可控，今年9月将是美联储降息的关键窗口期，降息交易将为催化金价上涨的又一关键因素。复盘1970年以来美联储12次降息操作前后的金价表现，降息前1-3个月黄金价格迎来普遍上涨，平均金价涨幅为8%；但降息实质性落地后，金价上涨和下跌概率参半，取决于后续美国经济基本面变化。若降息后，美国经济增速回升、二次通胀风险可控，降息操作将难以催化金价进一步上涨，金价或存在回调风险。

但另一方面，在全球“去美元化”、国际储备体系多样化的进程中，新兴国家央行购金潮的持续涌现，使得金价处于“跌不动”的局面，中长期内金价仍然处在上行阶段。

降息交易将进一步催化金价上涨

观察1970年以来美联储12次降息的前金价表现，降息前1-3个月黄金价格迎来普遍上涨，平均金价涨幅为8%。1970-1982年黄金牛市期间，金价平均最大涨幅为19%；1983-2000年黄金熊市期间，金价平均最大涨幅为3%；2000-2019年黄金牛市期间，金价平均最大涨幅为6%。

从时点来看，降息前金价高点均领先于降息首日，领先时间在1-42天不等，平均均为11天。

历史上降息周期开启后，金价表现如何？

观察过去12次降息阶段，金价上涨和下跌概率各占一半，降息期间金价最大涨幅达到43%，最大跌幅达到24%。降息开启后，金价走势主要有三类：一是，降息期间金价上涨，历史上占比接近一半；二是，降息后金价先涨后跌；三是，降息后金价先跌后涨。

总结来看，降息开启后金价走势具有较大的不确定性，主要受以下因素影响：

一是，通胀水平是否回落。若降息后，通胀水平与名义利率共同回落，实际利率下行空间难以打开，持有黄金的吸引力不足。

二是，美元指数能否同步下行。美元指数的变化取决于美国相对其他经济体，

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001

021-52523880

liuxc@ebsecn.com

相关研报

变与不变：资产配置中的黄金价值——《光大投资时钟》第十二篇（2024-04-19）

光大投资时钟：动态风险预算篇——《光大投资时钟》第十一篇（2024-04-01）

市场情绪的上行动力是什么？——《光大投资时钟》第十篇兼光大宏观周报（2024-03-24）

金价为何再创新高？——《光大投资时钟》第九篇（2024-03-05）

资产配置或是波动市场中的有效解药——《光大投资时钟》第八篇（2024-01-10）

主权基金七问七答——《光大投资时钟》第七篇兼光大宏观周报（2023-12-24）

光大投资时钟：触发式策略篇——《光大投资时钟》第六篇（2023-12-07）

金价重回上涨通道，后市如何演绎？——大类资产配置系列第七篇兼光大宏观周报（2023-12-03）

尤其是欧洲经济基本面和货币政策的表现。若欧洲先于美联储步入降息周期，则有望支撑美元指数，进而导致金价承压。

从三大视角看当前市场情绪——《光大投资时钟》第五篇兼光大宏观周报（2023-11-19）

三是，美国经济走向。从历史经验看，在预防性降息的背景下，若降息后美国经济增速回暖，不仅降息难以持续，同时也意味着实际利率上行，不利于金价表现。

市场情绪,看不见的另一只手——《光大投资时钟》第四篇（2023-09-04）

四是，黄金储备需求变化。过去美国降息周期内的5次金价下跌中，有3次下跌均源于黄金储备抛售，分别受“黄金非货币化”、冷战结束等因素影响，本质上源于美国政治、经济形势企稳，包括国际收支好转、劳动生产率提升等，带动美元信用回升，导致黄金储备需求下降。

风险提示：美国经济超预期韧性，地缘风险反复。

目录

一、降息交易将进一步催化金价上涨	3
二、历史上降息周期开启后，金价表现如何？	4
三、风险提示	11

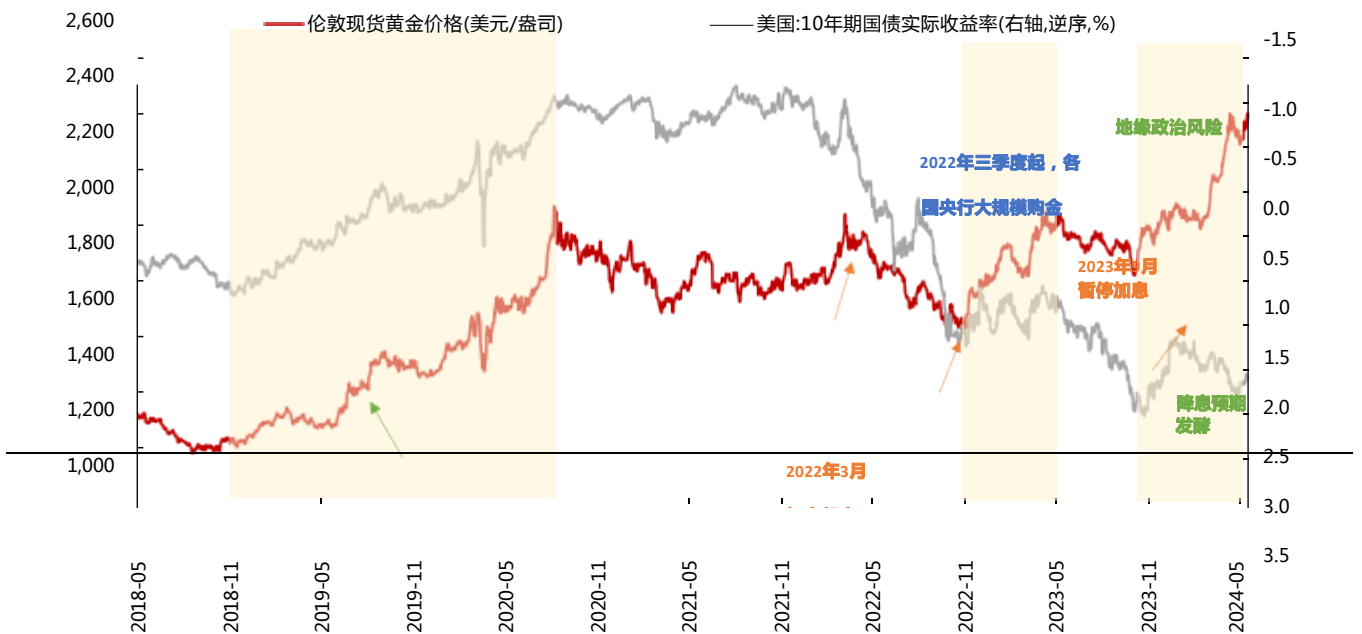
图目录

图 1：2018 年以来，黄金价格走势复盘	3
图 2：1970 年以来美联储历次降息前黄金价格表现	4
图 3：1970 年以来美联储历次降息后黄金价格表现	4
图 4：1980 年前后金价上涨主要受高通胀影响	5
图 5：1980 年 5-6 月短暂降息期间，金价快速上涨	5
图 6：1985-1987 年间，美元指数下跌推动金价上涨	5
图 7：1985 年-1986 年降息期间，金价整体上涨	5
图 8：1995 年-1996 年降息期间，金价整体上涨	6
图 9：1995 年降息后，美国经济增速逐步回升，金价承压	6
图 10：2007 年-2008 年，次贷危机推动降息开启	6
图 11：2019 年-2020 年降息期间，金价整体上涨	6
图 12：1974 年-1976 年降息期间，金价先涨后跌	7
图 13：降息后，1975 年二季度起美国经济复苏和美元指数上行，导致金价承压	7
图 14：1987 年-1988 年降息期间，金价先涨后跌	7
图 15：1987 年降息后，伴随着美国经济复苏，金价开始下跌	7
图 16：1984 年降息期间，美元指数走强，导致金价承压	8
图 17：1981-1985 年，美国占全球 GDP 比重提升，带动美元指数持续上行	8
图 18：1970 年-2000 年期间，黄金储备经历几轮抛售期	8
图 19：1989 年-1992 年降息期间，金价先涨后跌	8
图 20：1998 年降息期间，金价整体走弱	9
图 21：1990 年代，通胀走弱不利于金价表现	9
图 22：1981 年-1982 年降息期间，金价先跌后涨	9
图 23：1981 年-1982 年，通胀回落带动实际利率上行	9
图 24：2001 年-2003 年降息期间，金价先跌后涨	10
图 25：2001 年降息开始时，美元指数上行和通胀回落导致金价承压	10
图 26：2018 年以来，黄金价格走势复盘	11

一、降息交易将进一步催化金价上涨

今年以来，地缘冲突与降息预期交易成为主导金价波动的关键因素。2023年9月以来，随着美联储暂停加息，降息预期持续发酵，推动金价回归上行通道。2024年1月至2024年2月中旬，受美国经济、通胀数据超预期影响，降息预期回落，推动黄金价格阶段性回调。2024年2月下旬至3月上旬，受美国经济数据放缓、美联储表态偏鸽影响，黄金价格快速上涨。3月中旬之后，受美国通胀反复影响，降息预期回调、美债实际利率上行，但黄金价格并未跟随性回调，反而在3月底之后加速上涨，主要与中东地缘局势紧张带来的避险情绪升温有关。4月中旬后，随着中东地缘冲突缓和，金价自高位回落。

图 1：2018 年以来，黄金价格走势复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：黄色区域为金价上涨时段；数据截至 2024 年 5 月 17 日

向前看，鉴于美国大选临近、非农数据降温、通胀上行风险可控，今年 9 月份将是美联储降息交易的关键窗口期，降息交易将会成为催化金价上涨的又一关键因素。

本文重点复盘 1970 年以来美联储 12 次降息操作前后金价的表现，以供参考。

观察过去 12 次降息前金价表现，降息前 1-3 个月黄金价格迎来普遍上涨，平均金价涨幅为 8%。1970-1982 年黄金牛市期间，金价平均最大涨幅为 19%；

1983-2000 年黄金熊市期间，金价平均最大涨幅为 3%；2000-2019 年黄金牛市期间，金价平均最大涨幅为 6%。

从时点来看，降息前金价高点均领先于降息首日，领先时间在 1-42 天不等，平均为 11 天。

图 2：1970 年以来美联储历次降息前黄金价格表现

降息时段	首次降息时点	降息前金价上涨时点	降息前金价高点距降息日天数	降息前金价最大涨幅	降息当日黄金价格(美元/盎司)	
1	1974.12-1976.01	1974-12-09	1974-09-26	21	31%	181
2	1980.05-1980.06	1980-05-22	1980-05-01	8	7%	501
3	1981.11-1982.11	1981-11-02	1981-08-04	42	18%	430
4	1984.09-1984.12	1984-09-20	1984-09-05	6	1%	339
5	1985.12-1986.08	1985-12-18	1985-12-11	1	2%	320
6	1987.11-1988.02	1987-11-04	1987-10-02	7	5%	466
7	1989.06-1992.09	1989-06-06	1989-05-22	1	2%	365
8	1995.07-1996.01	1995-07-06	1995-05-22	20	3%	384
9	1998.09-1998.11	1998-09-29	1998-08-28	4	9%	296
10	2001.01-2003.06	2001-01-03	2000-10-27	7	4%	267
11	2007.09-2008.12	2007-09-18	2007-08-17	1	9%	715
12	2019.08-2020.03	2019-08-01	2019-06-20	13	4%	1407

资料来源：Wind，光大证券研究所

二、历史上降息周期开启后，金价表现如何？

观察过去 12 次降息阶段，金价上涨和下跌概率各占一半，降息期间金价最大涨幅达到 43%（对应 2001-2003 年降息周期），最大跌幅达到 24%（对应 1974-1976 年降息周期）。

图 3：1970 年以来美联储历次降息后黄金价格表现

降息时段	降息持续时间(月)	降息首日黄金价	最后一次降息黄金	降息期间金价涨幅	降息期间金价最大涨幅	降息后金价走势
1	1974.12-1976.01	181	137	-24%	8%	降息后金价先涨后跌
2	1980.05-1980.06	501	582	16%	16%	降息后金价上涨
3	1981.11-1982.11	430	411	-5%	12%	降息后金价先跌后涨
4	1984.09-1984.12	339	309	-9%	3%	降息后金价先涨后跌
5	1985.12-1986.08	320	381	19%	21%	降息后金价上涨
6	1987.11-1988.02	466	441	-5%	7%	降息后金价先涨后跌
7	1989.06-1992.09	365	342	-6%	16%	降息后金价先涨后跌

8	1995.07-1996.01	7.0	384	406	6%	6%	降息后金价上涨
9	1998.09-1998.11	1.6	296	294	-1%	2%	降息后金价先涨后跌
10	2001.01-2003.06	30.1	267	348	30%	43%	降息后金价先跌后涨
11	2007.09-2008.12	15.2	715	838	17%	41%	降息后金价上涨
12	2019.08-2020.03	7.2	1407	1616	15%	19%	降息后金价上涨

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：降息期间金价最大涨幅为降息期间金价最高点/降息首日金价

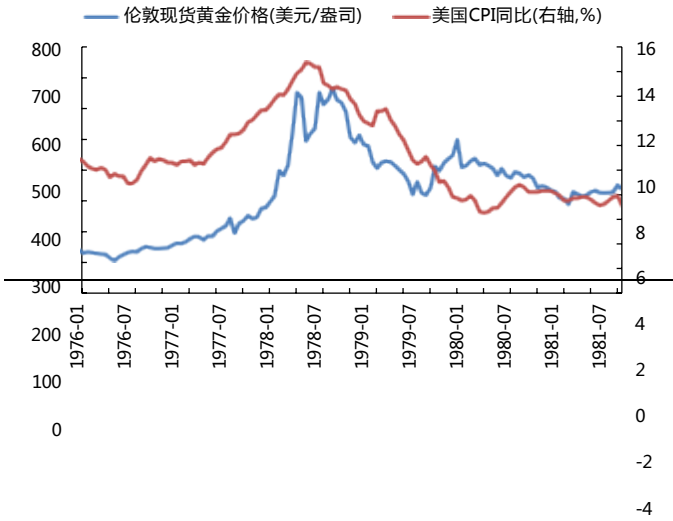
具体而言，降息开启后，金价走势主要有三类：

一是，降息期间金价持续上涨。过去 12 次降息期间共有 5 次。

1980 年，这一时期美国经济处在滞胀阶段，对应黄金牛市。1980 年 5 月-6 月美联储短暂放松货币政策，降息期间金价上涨幅度达到 16%，但受后续通胀反复、地缘冲突的影响，美联储自 1980 年 8 月起快速收紧货币政策，将基准利

率自 1980 年 6 月的 9.5% 持续提升至 1981 年 5 月的 20%，远高于当时的通胀水平。长期高利率叠加石油危机解除，通胀压力消退带来黄金牛市的终结。

图 4：1980 年前后金价上涨主要受高通胀影响



资料来源：Wind，光大证券研究所

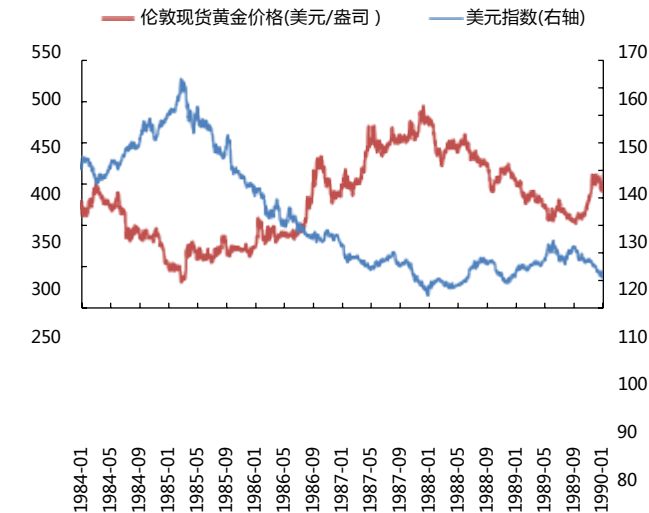
图 5：1980 年 5-6 月短暂降息期间，金价快速上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：灰色区域为降息期间

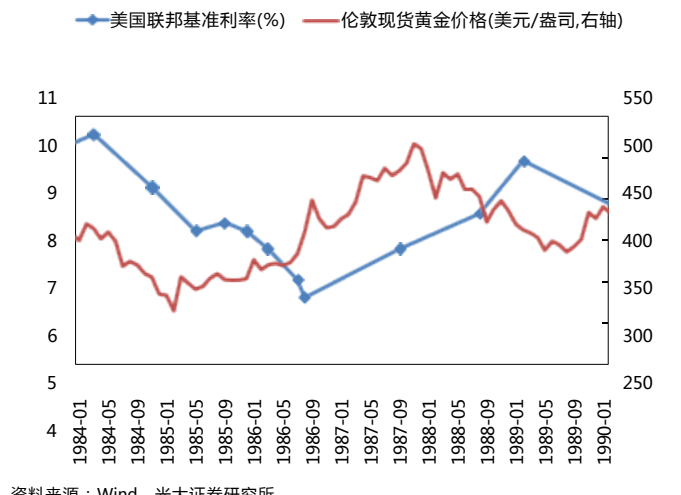
1985-1986 年，正值广场协议签订后，美元快速贬值，美元指数自 1985 年 3 月开始持续下跌，直至 1987 年底。叠加美联储持续降息，对黄金价格形成强支撑。这一阶段，金价最大涨幅达到 21%。

图 6：1985-1987 年间，美元指数下跌推动金价上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：1985 年-1986 年降息期间，金价整体上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所

1995-1996 年，这一时期美联储降息主要源于预防性诉求，金价上涨幅度较为温和，仅为 6%。在降息后，美国经济增速开始回升，失业率下降，金价后续转为下跌。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/518066041141006071>