



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

风物长宜放眼量，长风破浪会有时

2019 年 8 月 26 日

摘要:

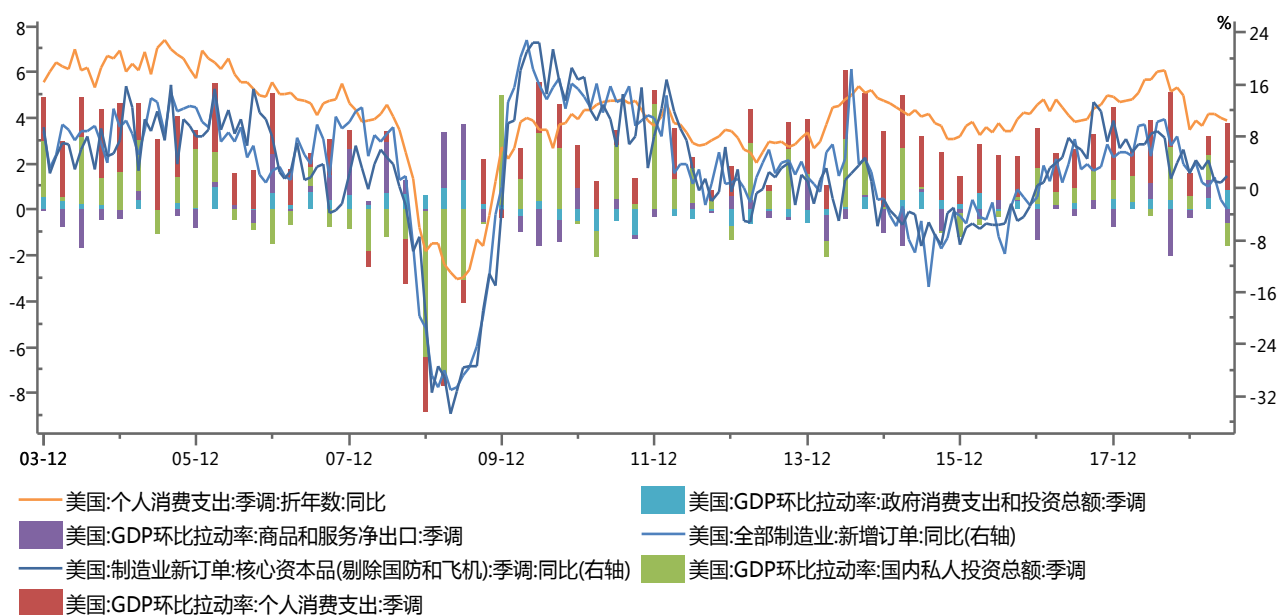
- 8 月 1 日，美联储十年来首次降息 25 个基点。美联储意识到美国经济的宏观前景变得更加不确定，但仍将其宽松周期视为“中期调整”，而非衰退时期的降息。但市场对经济前景的预期非常悲观，而且目前与历史上降息初期的经济指标相比，红色的报警指标比较多，而表现良好的绿色指标比较少，虽然黄色的关键指标仍表现稳健，但随时都有恶化的可能。
- 从美联储前五次降息周期的特点看，可以很明显的分为两种类型：一种是典型的降息周期，具有时间长、频率高和幅度大的特点，平均降息周期长达 29 个月、次数达到 15 次，空间达到 500 个 BP；而另一种非典型的降息周期，则刚好相反具有时间短、频率低和幅度小的特点，平均降息周期只有 4.5 个月、次数只有 3 次，空间只有 75 个 BP。
- 作为美国经济最为显著的先行标准，8 月 14 日美国 10 年期国债收益率和 2 年期收益率盘中出现倒挂，代表着经济扩张的结束，但随后衰退开始的时间并不确定，从历史经验看，这一领先期大约在 1-2 年时间，平均值为 18 个月。从 6 月点阵图看，此轮降息的幅度应有限，降息次数也较少，而且还有不少委员反对降息，这当然不能让市场感到满意。美国在被股市高估值、财政高赤字、贸易高逆差、债务高水平绑架的背景下，选择更宽松的货币政策是大概率事件。
- 由于中国经济周期领先于美国 1 年左右，前期已经降息不少，因而目前选择了稳健的货币政策。虽然近期的 MLF 挂钩的 LPR 降低了 6 个 BP 至 4.25%，但人民币贷款平均加权利率仍高达 5.66%，从支持实体经济的发展看，银行贷款利率仍有下降空间。而从负债端看，对吸储能力差的中小银行而言，负债端成本的居高不下，对资产端的利率下行构成严重阻碍。但从历史经验上看，当 PPI 同比和企业利润的下行影响到就业时，中国货币政策的放松也是可以预期的。
- 从目前的情况看，中国利率水平要高于发达国家且国家稳定而投资风险可控，对国际资本的吸引力明显增强；股市经历前几年的大幅度调整，整体市盈率水平也低于发达经济体，且 2018 年底中国境内上市公司总市值只占 GDP 的 48.3%，远低于美国 148.5% 的水平。从国际经验上看，发达经济体在经济增速下滑的过程中，都经历了股市的大幅度上涨。未来几年的中国资本市场、特别是股票市场将迎来自身的“黄金发展期”。

一、美联储开启降息周期后美国经济离衰退还有多远？

今年以来，全球经济增长持续疲软，多个国际组织下调了对世界经济增长的预测。7月，国际货币基金组织（IMF）在最新的《世界经济展望》报告中将2019年和2020年的全球经济增长预测分别下调至3.2%和3.5%，比4月份的预测值均下调0.1个百分点，这已经是IMF第四次下调世界经济增长预测。随着各国央行对全球经济放缓担心的上升，已有二十余个国家和地区实施降息。虽然降息的国家中以新兴经济体居多，但也不乏美国、加拿大、澳大利亚、新西兰等发达经济体。各国央行正在放松货币政策以支持本国经济，全球长期利率已降至历史低位，与未来低通胀和低增长率的预期相符。全球央行的货币政策转向，目的在于希望通过重返宽松以刺激经济。如欧央行在7月下旬召开的货币政策会议上就表示，预期关键利率至少到2020年上半年将“保持或低于当前水平”。这是自2017年6月以来欧央行首次在货币政策声明中明确释放可能降息的信号。市场普遍预期，欧央行将在9月份降息10-20个基点，同时将重启量化宽松措施。

而在8月1日，美联储十年来首次降息25个基点。美联储鲍威尔列举了降息的三个原因：国际贸易不确定性增加、全球经济增长放缓、以及美国通货膨胀率持续维持在2%以下。但鲍威尔的言论看似对降息不是特别积极，并暗示降息只是“周期中段调整”，即**美联储意识到美国经济的宏观前景变得更加不确定，但仍将其宽松周期视为中期调整，而非衰退时期的降息**。从图1中我们可以看出，从上一次经济衰退期间美国GDP的环比拉动率来看，个人消费和国内私人投资的贡献皆为负，与之相对应的是个人消费和制造业订单的大幅度下滑，而净出口和政府消费和投资的贡献反而为正。目前，美国个人消费支出还维持在相对高位，而制造业订单虽有所下滑，但离衰退时的水平还相去甚远。

图1 目前美国消费和投资数据显示美国并未出现经济衰退



数据来源：Wind

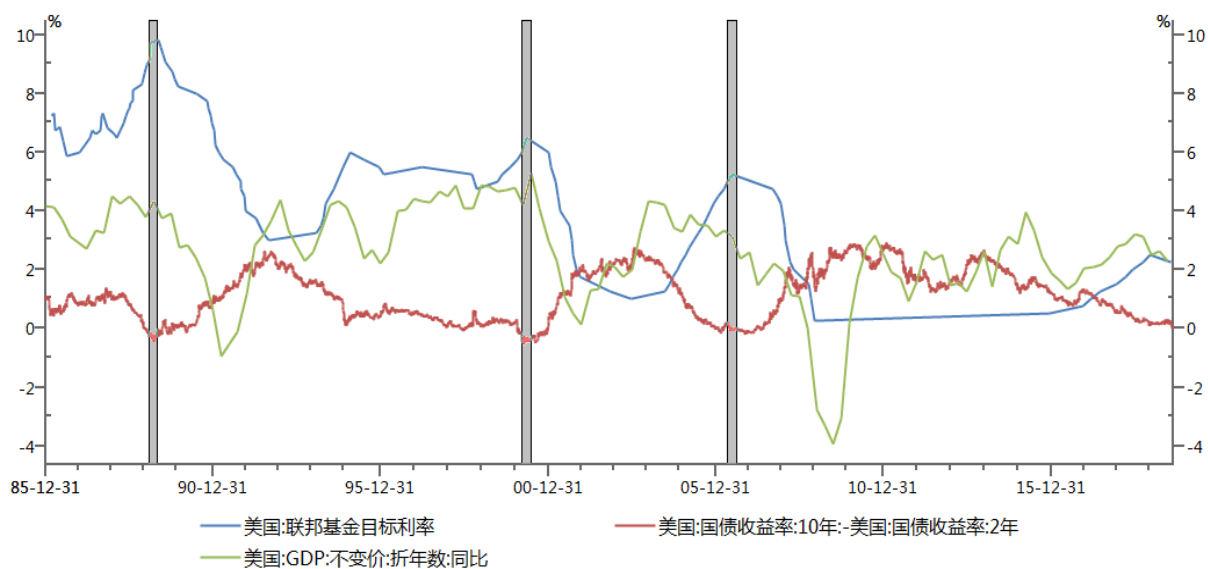
资料来源：WIND 第一创业整理

从债券市场的表现看，8月14日美国10年期国债收益率盘中一度跌至1.623%，处在2年期收益率1.624%之下，出现倒挂。作为美国经济最为显著的先行标准，美国国债期限利差倒挂一般代表着经济扩张的结束，但随后衰退开始的时间并不确定，从历史经验看，这一领先期大约在1-2年时间，平均值为18个月。

表1 美债10-2年收益率倒挂与经济衰退、美联储降息之间关系

倒挂开始时间	倒挂持续时间	衰退开始时间	倒挂领先衰退时间	降息开始时间	降息次数	降息结束时间	降息区间
1988.12.13	132天	1990.7	18个月	1989.6.6	24次	1992.9.4	9.75-3%
2000.2.1	222天	2001.3	13个月	2001.1.3	13次	2003.6.25	6.5-1%
2005.12.27	199天	2007.12	23个月	2007.9.18	9次	2008.12.16	5.25-0.25%
平均值	184天	---	18个月	---	15次	---	---

图2 美国国债收益率曲线的倒挂是经济出现衰退最为显著的先行指标



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

而2019年7月1日的降息，与前五次降息周期开始时的经济指标相比，有着很大的不同，主要表现在以下几点：首先从金融市场的指标看，无论债市、股市还是汇市，表现都不好，显示投资者对经济前景的看法较为悲观；其次，是工业生产、制造业订单的表现较差；再次零售的数据表现也不好；最后是劳动参与率较低，显示愿意寻找工作的人比以前减少了，劳动力结构问题较为突出。值得高兴的是，失业率、工作时间和消费者信心指数仍处在高位，个人消费支出、PMI新订单、核心资本

品订单以及新房销售等关键数据，仍处于表现尚可状态。因此，虽然近期关键数据并未显示出衰退迹象，但我们认为，美国经济增长已经见顶，并且已经开始放缓。25BP 的降息幅度，只具有象征意义，对经济和金融市场的影响不大。如果美联储真的希望刺激经济和市场，可能需要承诺实施更多的宽松政策，或者开始更深入、更快的降息。

表 2 目前与历史上降息周期初期经济指标的对比

经济指标	2019. 7	不同之处	2007. 9	2001. 1	1998. 9	1995. 7	1989. 6
失业率 (%)	3. 7	偏低	4. 7	4. 2	4. 6	5. 7	5. 3
劳动参与率 (%)	63	偏低	66	67. 2	67. 2	66. 6	66. 5
平均每周制造业工作时间(小时)	41. 5	偏高	41. 3	40. 46	41. 3	41. 1	40. 9
个人消费支出季度同比 (%)	3. 89	居中	2. 29	2. 30	5. 37	3. 15	2. 99
不含汽车销售的零售同比 (%)	3. 71	偏低	4. 31	6. 26	3. 63	4. 84	---
汽车销售同比 (%)	2. 34	偏低	4. 37	-2. 59	3. 37	9. 79	---
密歇根消费者信心指数	98. 4	偏高	83. 4	94. 7	100. 9	94. 4	95. 8
工业总体产出指数同比 (%)	0. 48	偏低	2. 97	0. 39	4. 72	3. 93	0. 85
PMI 新订单指数	50. 8	居中	54. 4	38. 4	49. 4	52. 7	45. 6
制造业新增订单同比 (%)	-1. 55	偏低	2. 54	-5. 4	0. 1	5. 07	---
核心资本品订单同比 (%)	1. 91	居中	-3. 8	-5. 57	-0. 43	4. 43	---
新房销售同比 (%)	4. 53	居中	-32. 48	7. 22	2. 86	21. 87	-10. 46
10 年-3 个月国债期限利差	-0. 09	偏低	0. 53	-0. 12	0. 07	0. 68	-0. 16
穆迪 BBB/AAA 信用利差	0. 99	偏高	0. 85	0. 78	0. 69	0. 63	0. 94
标普 500 指数同比变化 (%)	7. 25	偏低	13. 61	-6. 31	8. 92	23. 47	19. 6
JPY/USD 汇率	108. 25	偏低	115. 03	132. 7	134. 37	87. 23	143. 73

资料来源：WIND 第一创业整理

从前五次降息周期的特点看（表 3 显示），可以很明显的分为两种类型：一种是典型的降息周期，具有时间长、频率高和幅度大的特点，平均降息周期长达 29 个月、次数达到 15 次，空间达到 500 个 BP；而另一种非典型的降息周期，则刚好相反具有时间短、频率低和幅度小的特点，平均降息周期只有 4.5 个月、次数只有 3 次，空间只有 75 个 BP。典型降息周期和非典型降息周期具有很明显的区别，但从表 2 中，也可以看出典型降息周期的非典型降息周期，在第一次降息时，在经济指标的表现

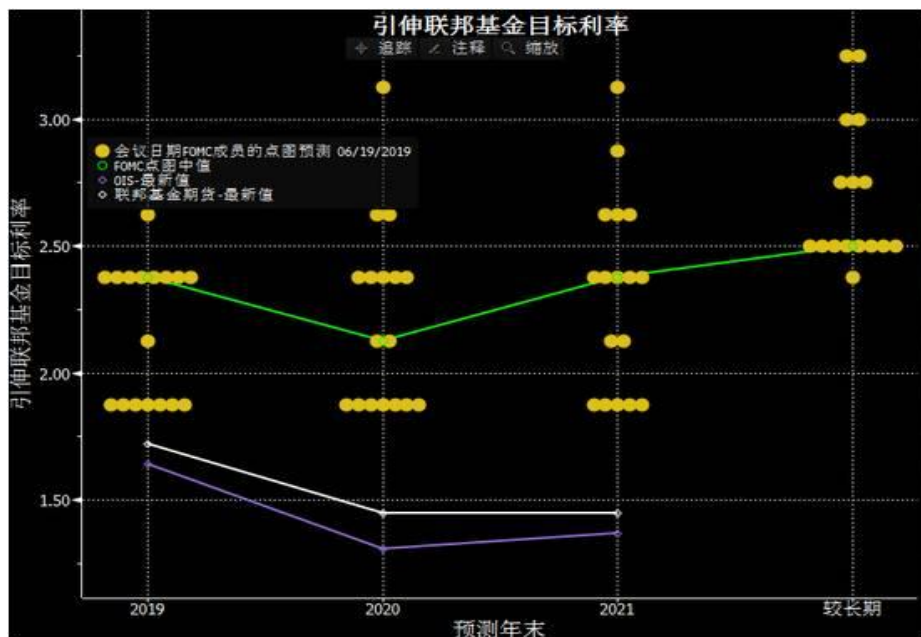
上并无明显区别，也就是说，刚开始降息时，市场并不能从经济指标上判断这次降息的性质。但是从美联储每 3 个月公布的点阵图中，投资者可以看到美联储决策成员对未来基准利率水平的展望。

表 3 美联储前五轮降息周期的特点

	降息周期	利率水平	时间（月）	次数	幅度（BP）
典型 降息 周期	07.9—08.12	5.25—0.25	16	10	500
	01.1—03.6	6.5—1.0	30	13	550
	89.6—92.9	9.8—3.0	42	24	680
	平均	---	29.3	15.7	577
非典型 降息 周期	98.9—98.11	5.5—4.75	3	3	75
	95.7—96.1	6.0—5.25	6	3	75
	平均	---	4.5	3	75

资料来源：WIND 第一创业整理

从 6 月 20 日美联储公布的点阵图中，7 位委员认为美联储今年降息两次，1 位认为降息一次，剩下的 8 位委员认为今年应维持利率不变，仅 1 位认为应加息。2020 年，7 位委员认为降息两次，2 位



认为降息一次，剩下的 5 位委员认为今年应维持利率不变，其它 3 位认为应加息；到 2021 年认为升息的委员达到 5 位。从点阵图看，此轮降息的幅度应有限，降息次数也较少，这当然不能让市场感到满意和安心。因为从表 2 中，我们已经看出，市场对经济前景的预期非常悲观，而且目前与历史上降息初期的经济指标相比，红色的报警指标比较多，而表现良好的绿色指标比较少，

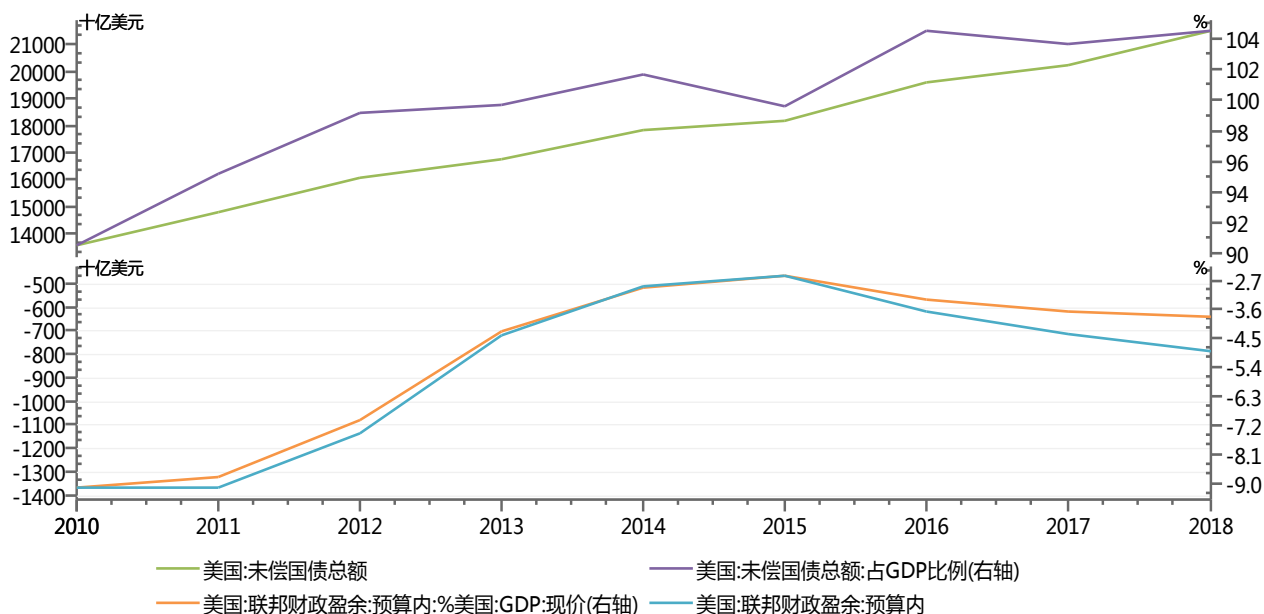
虽然黄色的关键指标仍表现稳健，但随时都有恶化的可能。8 月 22 日美国 MARKIT 公司公布的 PMI 只有 49.9%，是 10 年来的首次。虽然该指标的重要性弱于 ISM 的 PMI 指数，但也显然美国经济的走弱趋势。

而从美国的债务情况看，也不容乐观。2018 年底美国未偿国债规模达到 21.5 万亿美元，未偿国债占 GDP 的比例达到 104.55%。2018 年底，外国投资者持有美国国债 6.26 万亿美元，占比达到 29.1%；其中，中国持有 1.12 万亿美元美国国债，占比 17.96%，仍位居第一位，第二名日本占比为 16.62%。

2018 年美国财政赤字为 7853.1 亿美元，占 GDP 的比例为 3.82%。美国国会预算办公室 21 日发布报告说，自 2020 财年（始于 2019 年 10 月 1 日）至 2029 财年，美国联邦政府年均财政赤字将超过 1 万亿美元。报告预计，2019 财年联邦财政赤字为 9600 亿美元；2020 财年至 2029 财年，年均联邦财政赤字为 1.2 万亿美元，联邦财政赤字占国内生产总值（GDP）比例将介于 4.4% 和 4.8% 之间，高于过去 50 年 2.9% 的平均水平。

美国在被股市高估值、财政高赤字、贸易高逆差、债务高水平绑架的背景下，选择宽松的货币政策是大概率事件。特别是欧洲、日本已经陷入了负利率的泥潭之中，而美国利率正常化的步伐被打断后的降息空间明显是不够的。因此，在 8 月 20 日公布的美联储会议纪要中，已经开始提及负利率的作用，实质上在美联储内部就负利率问题的讨论已经由来已久，显示在全球负利率资产迅速增长情况下，美联储也不得不做最坏的打算。8 月 21 日，德国以纪录低位的 -0.11% 票面利率发行 8.24 亿欧元的 30 年期国债，目前全球负收益率债券总额已达到 15 万亿美元，占全球所有政府债券比例高达 25%。而 2016 年 4 月，全球市场负利率债券规模总计才刚刚接近 7 万亿美元。可见，全球负利率资产增长速度之快，是超出大家的预期的。

图 3 美国的巨额债务负担也是其选择宽松货币政策的原因之一



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

二、从经济周期的角度看中国货币政策为什么坚持稳健而不跟风降息？

从历史角度看，在前四轮美联储降息周期中，中国和美国的货币政策基本保持同步（图 4 所示）。而对于第四轮降息周期而言，中国先是升息而后受到次贷危机影响又开始迅速降息，最终也跟上了美国的降息步伐。但从 09 年以后，受四万亿投资影响中国经济迅速回暖，中国的经济周期开始领先于美国，率先升息然后又降息。特别是在 13 年以后，中国经济周期开始明显领先于美国，从图 5 显示

的 OECD 综合领先指数看，中国的经济周期要领先美国 1 年左右，而美国又领先欧洲半年左右。从 12 年 6 月至 15 年 10 月，中国 8 次降息，1 年期定期存款利率由 3.0% 下降到 1.5%。1 年期贷款基础利率 LPR 从 14 年年中的 5.77% 下降到目前的 4.25%，正是由于前期的降息才会使中国货币政策以稳为主，而对应中国的经济周期也正处在底部区域。

图 4 美国降息周期与中国货币政策利率变化的对比

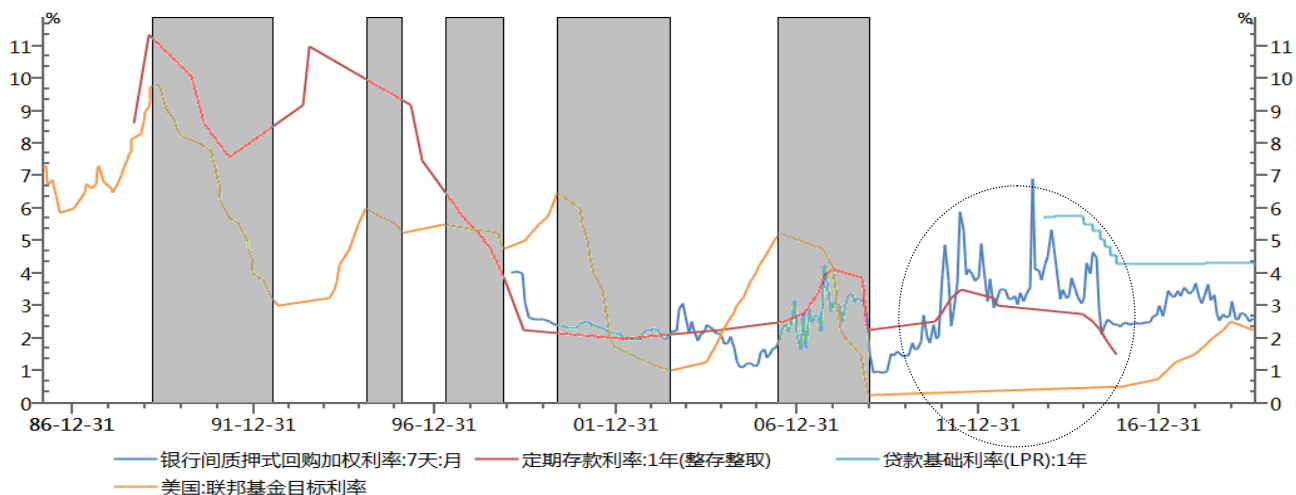
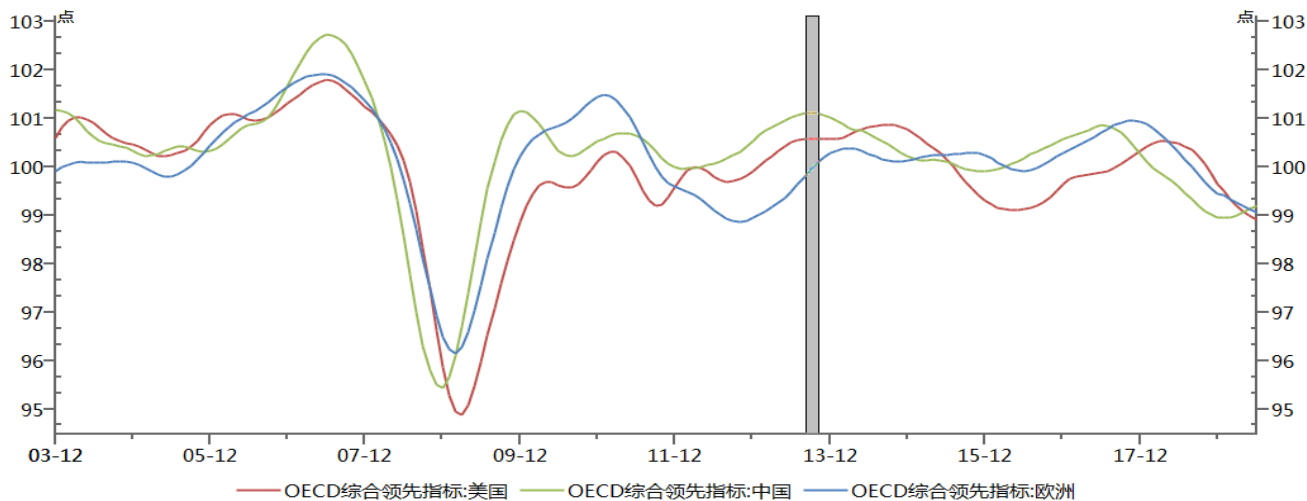


图 5 中国与欧美 OECD 综合领先指数的对比

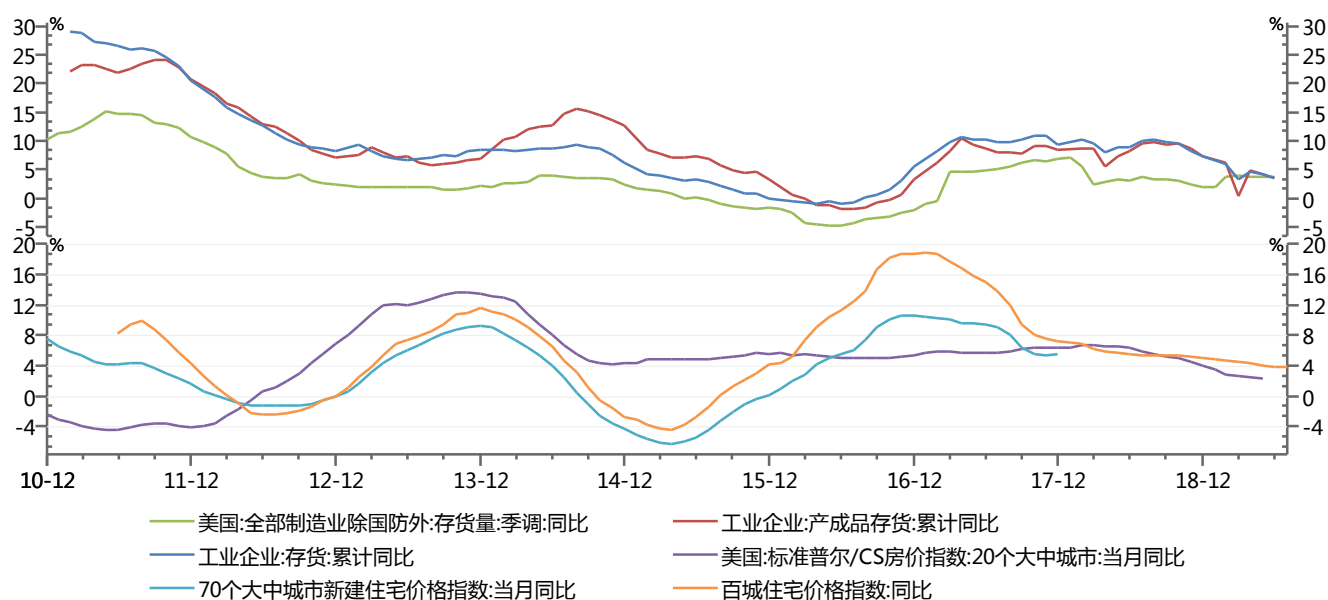


资料来源：WIND 第一创业整理

从历史角度看，10 年以来的库存周期，中国和美国基本保持同步（图 6 所示）。而对于房地产周期而言，由于中国受到结构性供给侧改革的影响，在 15 年以后，中国开始明显领先于美国。究其原因，以房地产去库存和产能过剩行业的去产能为代表的中国结构性供给侧改革的启动，是 15 年以后中国经济周期领先美国的关键因素。15 年初至 16 年末，伴随着房价的快速上涨，房屋新开工面积同比增速反映稍慢，在 15 年末至 16 年初快速上升由负转正后，至今与房地产投资增速均处于高位；而与此形成明显对比的是房地产待售面积同比增速的快速下滑，如图 7 中所示由正转负，下滑有 40 个

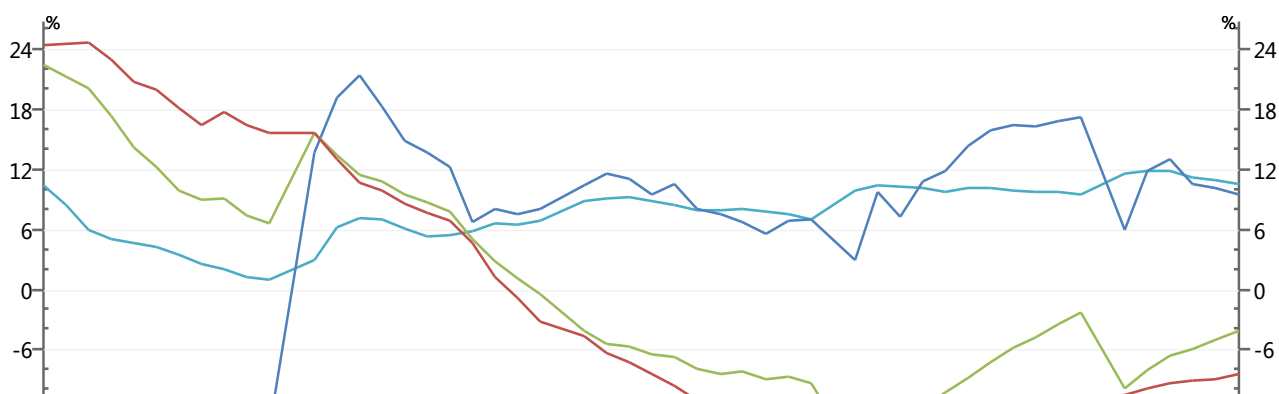
百分点之多。而以房屋新开工面积和房地产待售面积计算的房地产库存，由15年初一直下滑至18年初，连续下滑三年后才企稳回升，显示出房地产去库存的成功。

图6 中国和美国库存和房地产周期的对比



数据来源: Wind

图7 中国 2016-2017 年房地产去库存非常成功



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10456

