

从美联储降息看大类资产走势

宏观事件点评

2019 年 08 月 02 日

报告摘要：

● 7月美联储降息不是简单的“预防式降息”

如果以失业率作为衡量指标，美国就业市场目前看上去仍是一片繁荣，目前失业率处于半个世纪以来低位，下降时间创有史以来最长纪录。与就业密切相关的消费也仍然保持较高景气。但这里的要害在于，失业率是一个滞后指标，更多的是反映过去一段时间美国经济的表现，不能代表未来的真正动向。而先行指标每周工时已连续三季度下降，揭示出美国企业正在收缩生产经营！因此，这次降息并不是“预防式降息”，而是顺应经济基本面变化的必然举措。

● 中国货币政策有宽松空间但不必然实施

在内外压力交织的情况下，短期内，中国经济存在三大隐忧。其一，社融存量增速存在回落压力，去年 8-9 月地方政府专项债发行放量造成基数较高，对社融存量同比增速构成拖累；其二，内生融资需求仍然较弱，根据我们构建的“私人部门广义信贷”指标，目前经济内生融资增速仍低于名义 GDP 增速；其三，经济仍然存在下行压力，下半年经济增长弱于上半年是大概率事件。如果只看这些情况，中国央行确实并不缺少宽松的理由，我们的货币政策空间确实也比前期更大了，但有空间并不必然意味着有实施条件。真正实施宽松需要综合考虑促增长、稳物价、防风险、调结构等多种因素。

● 利率债市场有小机会无大机会

中国经济下行压力未解除，7 月政治局会议要求保持流动性合理充裕，我们预计下半年可能对中小银行实施一次定向降准，这符合金融供给侧改革的既定方向，也是继续完善“三档两优”准备金框架的内在要求。因此，国债收益率仍有下降空间。但在稳健货币政策基调不变和避免“大水漫灌”的要求下，全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都是看不到的，这意味着债券大牛市并不现实。总体看，到三季度末，我们预计 10 年期国债收益率下行到 3% 左右，利率债是可以牵手的小机会而不是大机会。

● 风险提示：

全球经济加速放缓、美联储鸽派不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

这次美联储的降息预期始于6月议息会议。在那次会议上，美联储虽然维持联邦基金利率目标在2.25%-2.5%不变，但承认商业固定投资疲软，就业市场和制造业有收缩迹象，认为不确定性和风险上升。尤其值得注意的是，有8名官员预计2019年至少降息一次，释放出十足的鸽派信号。自那次会议到这次会议，芝加哥商业交易所的“联储观察工具”显示，美国联邦基金利率期货隐含的7月降息概率始终保持在100%不变。

进一步地，美联储在过去七个月时间里实现了由加息到降息的转变，其背后的原因在于，从2018年下半年以来，受减税效果衰减和贸易摩擦加剧影响，美国设备投资、库存周期、商品出口等重要指标不断下行，美国经济放缓已经相当明显。

通常而言，美联储降息发生在经济数据不断恶化的阶段，可以称之为“衰退式降息”。与之相对，经济数据尚好时的降息行动，就可以称之为“预防式降息”。

主张这次降息是“预防式降息”的理由似乎很充分。如果以失业率作为衡量指标，美国就业市场目前看上去仍是一片繁荣，目前失业率处于半个世纪以来低位，下降时间创有史以来最长纪录。与就业密切相关的消费也仍然保持较高景气。

但这里的要害在于，失业率是一个滞后指标，更多的是反映过去一段时间美国经济的表现，不能代表未来的真正动向。而先行指标每周工时已连续三季度下降，揭示出美国企业正在收缩生产经营！因此，这次降息并不是“预防式降息”，而是顺应经济基本面变化的必然举措。

从2018年一季度起，贸易保护主义在全球范围内肆虐，终结了全球经济同步复苏，引发了全球经济的放缓。作为应对，全球货币政策趋向宽松。今年以来，在美联储降息之前已有印度、新西兰、澳大利亚、俄罗斯、韩国等20多个经济体先后降息。

目前欧洲经济放缓压力比美国有增无减，德国制造业PMI已连续7个月位于荣枯线下方，工业信心指数连续5个月为负，英国“硬脱欧”进一步加大了欧洲政治经济的风险。欧央行在美联储之后降息是大概率事件。

实际上，在这次全球宽松潮里，美联储降息既不是开始，也不是结束。

在内外压力交织的情况下，短期内，中国经济存在三大隐忧。其一，社融存量增速存在回落压力，去年8-9月地方政府专项债发行放量造成基数较高，对社融存量同比增速构成拖累；其二，内生融资需求仍然较弱，根据我们构建的“私人部门广义信贷”指标，目前经济内生融资增速仍低于名义GDP增速；其三，经济仍然存在下行压力，下半年经济增长弱于上半年是大概率事件。

如果只看这些情况，中国央行确实并不缺少宽松的理由，我们的货币政策空间确实也比前期更大了，但有空间并不必然意味着有实施条件。真正实施宽松需要综合考虑促增长、稳物价、防风险、调结构等多种因素。

短期内，我国货币政策并不具备实施大幅宽松的条件，原因至少有以下几条。

第一，中美经贸磋商正在进行，政策应对仍需等待最终谈判结果。我们的政策主基调是“积极财政政策”和“稳健货币政策”组合，具体措施和力度仍需根据中美磋商的不同

结果而适当调整。

第二，短期内加码宽松刺激政策，可能再次推高我国金融风险 and 固化经济结构扭曲，使过去几年的努力付之东流。一个重要的风险源和扭曲点就是房地产，对于居民消费和企业投资来说，房地产既有拉动效应也有挤出效应，2018 年挤出效应已经大于拉动效应。

第三，考虑到全球经济放缓和贸易不确定性，我们还需要预留一些政策空间，用于缓解 2020 年的经济下行压力。

短期内美元可能保持相对强势地位。美联储 7 月议息会议虽然如期降息，但并没有给出明确的后续政策路径，相对于市场预期偏鹰派。叠加短期内欧洲政治经济风险隐患上升，欧元和英镑双双走弱，美元指数短期内可能保持在 95-100 的相对强势区间。

但中期看，美元走弱的概率较大。根据经济景气指标持续下行、每周工时不断减少、经济放缓迹象越来越多等基本事实，我们有一个重要判断——美国失业率即将迎来拐点，将进入上行周期。在全球经济持续放缓和美国失业率触底回升共振影响下，我们预计今年 12 月美联储再降息一次，明年降息进程可能提速，美元指数可能回落到 90-95 的区间。

黄金本质上是美元信用体系的对标，美国经济及货币的相对强弱为决定黄金价格的关键性因素，同时，避险情绪也会对金价造成较大影响。美国经济进一步放缓并进入降息周期，对黄金持续构成利好。此外，美国失业率掉头回升后，美国国内政治经济风险和地缘政治风险隐患都会加大，也利好金价上涨。总体看，预计中期内黄金仍有一波行情，可以作为重要的抓手。

至于原油、铜、铝等大宗商品，虽然中期内美元指数走弱构成利好，但同时也面临全球经济加速放缓下需求疲弱的利空，目前判断这些商品是否迎来牛市还为时尚早。

中国经济下行压力未解除，7 月政治局会议要求保持流动性合理充裕，我们预计下半年可能对中小银行实施一次定向降准，这符合金融供给侧改革的既定方向，也是继续完善“三档两优”准备金框架的内在要求。因此，国债收益率仍有下降空间。但在稳健货币政策基调不变和避免“大水漫灌”的要求下，全面降准、降息、汇率大幅贬值等举措短期内都是看不到的，这意味着债券大牛市并不现实。

总体看，到三季度末，我们预计 10 年期国债收益率下行到 3% 左右，利率债是可以牵手的的小机会而不是大机会。

这次美联储降息当天，美股主要指数下跌接近 2%。下跌的原因主要有两个：一是本次降息 25 个 BP 符合市场预期，已经反映在此前美股的上涨中；二是美联储声明和鲍威尔讲话比市场预期更为鹰派，市场对 9 月降息预期明显下降。

从去年年初起，美股波动增大，市场开始出现“美股见顶”预期。至今尚未兑现，主要与在失业率不断下降、薪资持续增长、居民资产负债状况良好等支撑下，美国经济仍具有较强韧性有关，但美股的投资收益已经开始下降。下半年伴随美国失业率触底回升和经济进一步放缓，美股将成为一个重要的风险源。

“包商事件”打破了商业银行的刚兑信仰，“城投信仰”也不再是铁板一块。从我们

观测到的情况看，“包商事件”发生后，城投债等级利差已经出现分化，不出意外，下半年城投债走势还将继续延续分化的特征。类似权益市场，在城投债投资策略上，拥抱城投债中的“核心资产”可能是一个更好的选择。

社会消费品零售总额增速，是市场上判断宏观经济中消费情况的重要指标。但是很多人对这个指标有一个认识上的误区，实际上，社会消费品零售不仅包括居民消费，也包括非居民消费，非居民部门包括部队、机关、企事业单位、农村集体等各类社会团体。2018年，居民和非居民在商品零售中大体上各占一半。

过去一年多，社会消费品零售总额增速曾不断下降，主要归因于非居民部门消费不断下滑，而这一块下半年具有边际改善空间。另外，自去年10月个税起征点提高以来，居民部门消费实际上是稳中回升的。这表明，减税降费对消费是有促进作用的，作用就体现在居民部门消费上。我们测算个人所得税减税可拉动商品零售0.34个百分点，所以下半年居民消费还有进一步回升空间。

总体看，下半年消费增长中枢有望继续回升，将成为中国经济的重要亮点所在。从这一视角看，机构投资者抱团“核心资产”是一种理性行为，下半年消费行业相对收益可能仍然不错。

这一次与2014年存在诸多不同。首先是外部环境不同，当时全球仍处于弱复苏环境，而这一次全球经济正在放缓；其次是中国经济增长目标不同，当时具有很强的稳增长诉求，而这一次中央更加重视高质量发展，并明确表示“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；最后是中国货币政策应对不同，当时是连续多次降息，这次的重点是推进贷款利率市场化。因此，这一次很难复制上一次牛市的故事。

未来股市行情的持续改善，需要经济基本面真正改善和新一轮政策窗口期打开，二者至少居其一。短期内最好是垂手以待，无为胜有为。

今年水果涨价只是一个暂时现象，主要是受去年苹果、梨主产区低温冻害导致产量减少影响，6月中旬以来，随着西瓜等夏季时令水果上市，价格已经明显回落，对通胀的影响将趋于衰减。

猪肉确实是影响通胀走势最大的一个因素，受非洲猪瘟疫情与猪周期叠加影响，猪肉价格还将进一步上涨。但我们测算后发现，即便考虑猪肉价格上涨的影响，今年的通胀走势也无需担忧，目前CPI阶段性高点已现，三季度总体小幅回落，全年突破3%是小概率事件。

2004~2017年，中国商品房平均销售价格累计上涨235%，年均上涨9%。其中，除2008年下跌1.7%外，其他年份商品房均价涨幅最低也有5.7%，最高则高达23.2%。这一期间，房价快速上涨主要源自高储蓄高货币下的资产保值焦虑。中国的人口红利和高增长带来了高投资高储蓄，然而中国金融市场发展相对滞后使得资产保值工具相对匮乏，住房成为了中国家庭的核心资产。

由于育龄女性人数和生育率下降，我们预计中国出生人口数将持续减少。2019年将降至1400万人左右，2020年将降至1350万人左右。25~44岁人口作为房地产的购买主

力，其人数下降使得房地产的真实需求进入了下降周期。与此同时，在“房住不炒”和防范化解重大风险的要求下，房地产调控将维持避免房价大起大落的微妙平衡。总体看，房地产作为投资品的时代已经过去了。

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_11017

