

2019年06月09日

证券研究报告

宏观固收报告



全球降息潮下如何配置资产

摘要

- **近期全球货币政策进入宽松期，全球央行出现降息潮。**掌管最大经济体货币政策的美联储降息预期明显上升。随着美国经济下行压力上升，美联储官员对货币政策表态明显鸽派。6月4日，美联储主席鲍威尔表示“会采取适当的行动去维持经济扩张”，而圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储“可能很快就会合理”下调基准利率。而除美联储之外，马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚和印度在5月以来先后推出降息措施，欧央行行长德拉吉也表示适度宽松的货币政策是必要的，欧央行必要时也会采取降息。全球进入降息潮。全球降息潮背后是全球经济下行压力上升。
- **全球降息潮下出现股债双牛，美债利率大幅下跌，但目前利率水平已经较为充分的反应了降息预期，短期继续下降可能性有限。**过去一个月，美国国债利率大幅下行，美国10年期国债利率从一个月前的2.47%下行至本周末的2.09%，累计下降38bps。除美国之外，欧元区、英国、澳大利亚等国债利率也普遍显著下行。利率下行后，全球股市普遍在上周走强。但目前资本市场已经隐含着较为充分的降息预期，从利率下行对基本面促进作用来看，我们认为短期降息预期或不会继续加强，因而从预期角度来看，利率继续下行空间有限。目前美国利率市场隐含未来1年降息2-3次的预期，随着利率快速下行，美国经济存在3季度下行压力减缓的可能，因而短期内降息预期不会进一步加强，利率继续下行空间有限。而经济放缓带动通胀走弱可能推升实际利率，抑制黄金价格。在平衡资产配置需求下，债市收益率下降可能驱动资金进入股市，因而对美股形成支撑。
- **国内政策或继续宽松，利好债市。**央行行长易刚在G20财长会议期间接受媒体采访时表示如果中美贸易摩擦升级，中国有足够政策空间来应对，包括调整利率和存款准备金率。因而我们预计随着外部不稳定性上升和内需走弱，国内政策将更为宽松。随着公开市场资金在6、7月集中到期，我们预计央行将在6月再度降准，而在外部利率普遍下行环境下，不排除央行进一步降低银行间利率的可能，以及降低公开市场操作利率的可能。经济基本面下行与信用扩张有限可能进一步对股市形成抑制，但政策持续宽松，特别是短端利率如果出现下行，将打开利率下行空间，因而我们认为债市将继续走强，第一阶段可能会接近去年末低点位置。而在人民币汇率方面，央行引导市场打破在7附近的一致预期，离岸汇率近日显著贬值。但我们认为从中外利差的角度，近日利差扩大不意味着人民币汇率会趋势贬值，但短期事件冲击下，汇率从阶段性破7可能在上升。
- **中美贸易战依然是最大的市场风险。**中美贸易战依然是市场最大的风险。本月G20会议对中美贸易走向具有关键影响，但近期信息繁杂，预判中美贸易战走势超出了我们的能力。我们从情景假设角度分析，如果中美在G20会议期间同意重启谈判，这将提升风险情绪，但由于短期对基本面影响有限，因而不会影响当前资产价格走势。但如果中美冲突显著加剧，则可能导致避险情绪大幅上升，因而导致风险资产明显下挫。
- **风险提示：**中美贸易冲突超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-577581229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 从房价与房租的关系说起 (2019-06-09)
2. 回望近百年前贸易战的启示 (2019-06-04)
3. 哪些园区平台最符合IPO上市条件？——基于144家国家级经开区平台的筛选 (2019-06-03)
4. 供需双缩经济放缓，我国完善反制制度 (2019-06-02)
5. 企业景气度走弱，呼唤更为有效的稳增长政策 (2019-05-31)
6. 警惕信用再度收缩的风险——月度经济预测 (2019-05-30)
7. 从周期的视角理解美国通胀 (2019-05-28)
8. 企业盈利疲弱，需求继续放缓 (2019-05-28)
9. 稳定需求，加快创新 (2019-05-26)
10. 全球经济与贸易减速的新解释——全球央行跟踪第9期 (2019-05-22)

1 全球进入货币宽松期，呈现降息潮

近期全球货币政策进入宽松期，全球央行出现降息潮。掌管最大经济体货币政策的美联储降息预期明显上升。随着美国经济下行压力上升，美联储官员对货币政策表态明显鸽派。6月4日，美联储主席鲍威尔表示“会采取适当的行动去维持经济扩张”，而圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储“可能很快就会有理由”下调基准利率。而市场预期中，美联储在6月或7月降息概率已经上升至50%以上，也就是说，美联储可能很快进入降息通道。而除美联储之外，马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚和印度在5月以来先后推出降息措施，欧央行行长德拉吉也表示适度宽松的货币政策是必要的，欧央行必要时也会采取降息。全球进入降息潮。

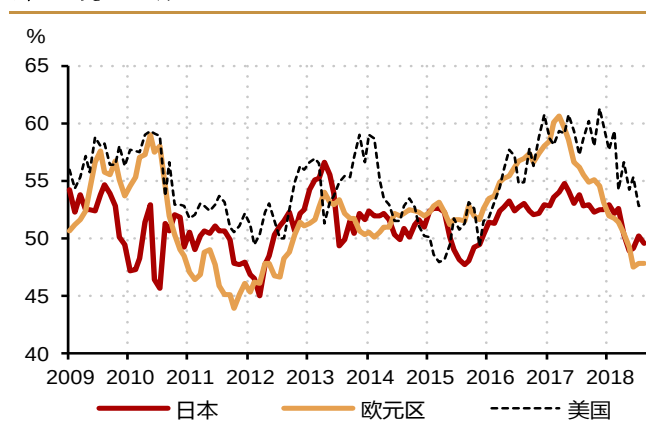
图 1：近期全球降息潮

时间	国家/地区	货币政策变化
6月7日	欧元区	欧洲央行行长德拉吉表示核心通胀将在中期上升，适度的货币宽松政策是必要的；距离政策正常化仍旧遥远，部分委员提出降息或重启QE的可能性；欧洲央行必要时可以降息，如果降息则有可能使用利率分级制度
6月7日	印度	印度央行宣布降息25个基点至5.75%，为年内第三次降息。
6月5日	澳大利亚	澳洲联储将基准利率下调25个基点至1.25%，为近三年来首次降息。
6月4日	美国	美联储主席鲍威尔表示，并不知道全球贸易摩擦等近期事件何时能够解决，美联储正密切关注事件对美国经济前景的影响，“会采取适当的行动去维持经济扩张”。市场将此认为是对降息持开放态度。而圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储“可能很快就会有理由”下调基准利率。
5月9日	菲律宾	菲律宾央行调降基准利率25bps
5月8日	新西兰	新西兰央行调降基准利率25bps
5月7日	马来西亚	马来西亚央行调降基准利率25bps

数据来源：Wind，西南证券整理

全球降息潮背后是全球经济下行压力上升。全球货币政策普遍宽松的大背景是全球经济放缓。发达国家经济持续走弱，美国制造业 PMI 显著下行，19 年 5 月 ISM 和 Markit 两个 PMI 均有所下行，其中 Markit 制造业 PMI 较上月下行 2.1 个百分点，创下 2012 年以来的新低。而 5 月非农数据也显示美国就业市场明显走弱，5 月新增非农就业人口 7.5 万人，显著低于预期。欧洲方面，德国央行将 2019 年经济增速预测从 1.6% 大幅调降至 0.6%，经济同样呈现明显放缓态势。而随着全球贸易保护主义和中美贸易战加剧，全球贸易开始萎缩，进入到负增长区间，这对各国经济都产生下行压力，需要宽松的货币政策进行对冲。

图 2：美日欧制造业 PMI



数据来源：Wind，西南证券整理

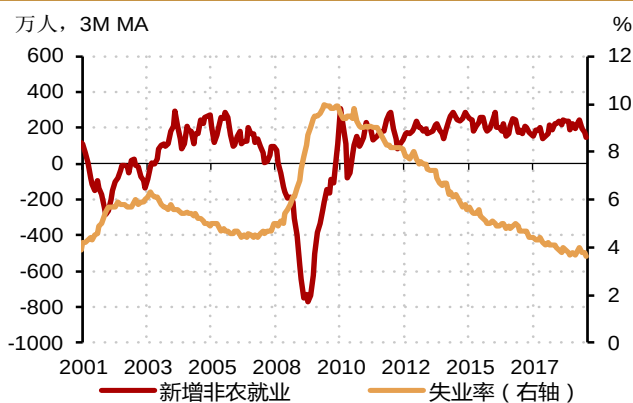
图 3：全球贸易增速与 PMI



数据来源：Wind，西南证券整理

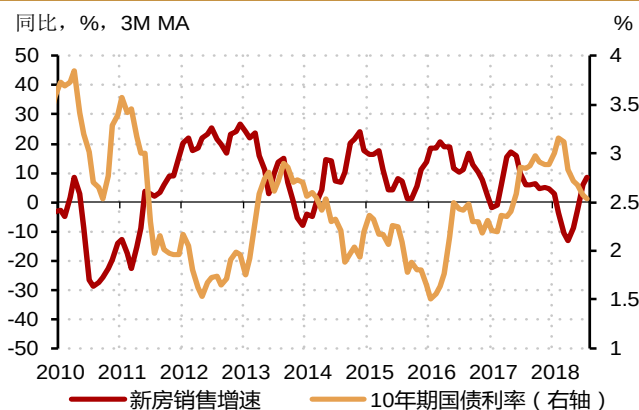
全球经济放缓的总趋势决定货币政策趋势为宽松，但美联储宽松政策却是在于经济相互影响的环境下波动前进。总体上看，全球经济目前处于下行通道中，因而货币政策总体处于宽松通道中。但近期货币政策加速宽松推动利率水平明显下行，而利率加速下行将对利率敏感部门形成一定支撑，例如美国利率快速下行对房地产和耐用消费品需求形成支撑，这将减轻短期经济下行压力，因而也将短暂减缓货币政策宽松幅度。例如去年 11 月之后，美联储快速将 2019 年加息预期从 3 次引导至零次，伴随着利率水平大幅度下降，对美国经济形成支撑，因而 1 季度美国经济表现优于预期，这一定程度上减小了美联储货币政策在 4 月和 5 月上旬进一步宽松的预期。因而未来这种货币政策在波动中宽松的状况会持续，当前政策宽松预期加速之后，可能会在 3 季度迎来美国经济相对平稳期，进而在 3 季度减缓货币政策加码宽松的速度。

图 4：美国就业市场走弱



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：美股利率变化直接影响美国房地产需求

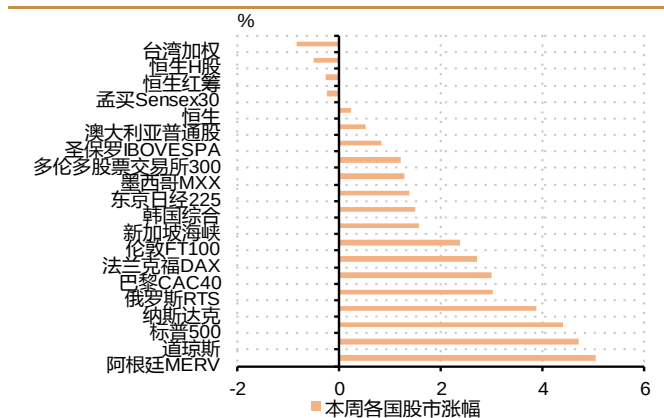


数据来源：Wind，西南证券整理

2 全球降息潮对资产价格影响

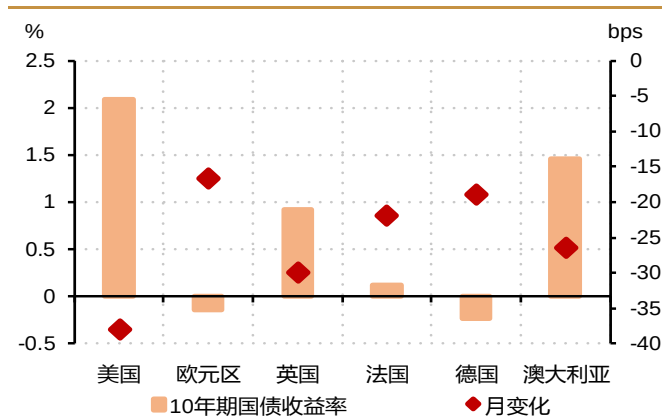
全球降息潮下出现股债双牛，美债利率大幅下跌。货币宽松加码推动全球利率水平下行，在资产价格上最直接的体现是债券上涨。过去一个月，美国国债利率大幅下行，美国 10 年期国债利率从一个月前的 2.47% 下行至本周末的 2.09%，累计下降 38bps。除美国之外，欧元区、英国、澳大利亚等国债利率也普遍显著下行，过去一个月分别累计下行 16.7bps、30.1bps 和 26.5bps。虽然基本面走弱，但是货币宽松预期增强，货币宽松预期对股市形成支撑，本周全球股市普遍上涨，美国三大股指分别累计上涨 4.7%、4.4% 和 3.9%，欧洲股市也普遍有较为可观的周涨幅。

图 6：本周各国股市涨幅



数据来源：Wind，西南证券整理

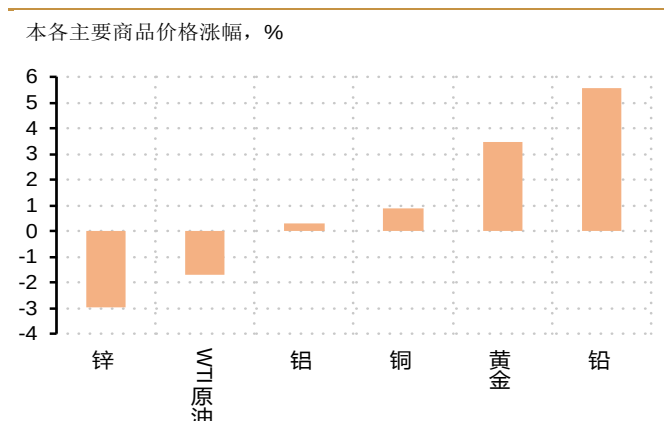
图 7：过去一个月全球 10 年期国债利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

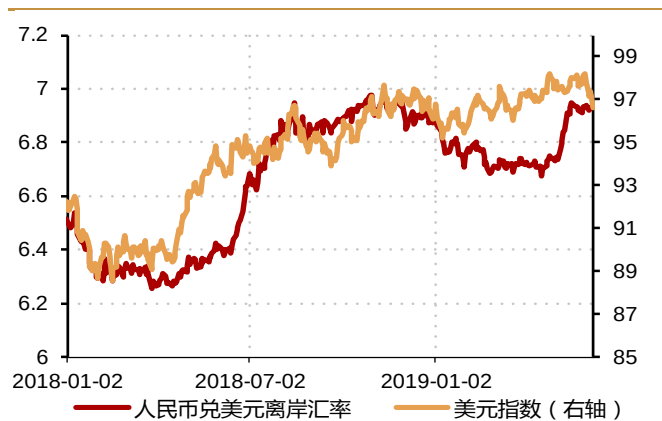
黄金价格上涨，其它大宗下跌，非美货币升值。随着利率水平快速下行，黄金价格再度上涨，伦敦现货黄金价格从 5 月 21 日的 1271.2 美元/盎司上升至 6 月 7 日的 1340.7 美元/盎司，本周累计上涨 3.5%。而其它大宗商品价格大多平稳，其中油价继续下跌，WTI 原油价格本周累计下跌 1.7%。美联储政策宽松带动美元汇率小幅走弱，非美货币普遍有所升值。上周美元指数累计下跌 1.2%，而欧元、英镑、加元等汇率普遍较美元有所升值。

图 8：本周各国股市涨幅



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：过去一个月全球 10 年期国债利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

但目前资本市场已经隐含着较为充分的降息预期，从利率下行对基本面促进作用来看，我们认为短期降息预期或不会继续加强，因而从预期角度来看，利率继续下行空间有限。目前市场已经隐含着较为充分的降息预期。如果按 1 年期国债利率与联邦基准利率之差来计算，目前利率隐含着未来一年降息 2-3 次。而近期美国利率快速下行可能减缓 3 季度经济下行压力，因而短期内降息预期或不会继续加强。从这个角度来看，目前利率水平短期已经反映了较为充分的降息预期，因而短期来看，我们预计美国利率水平或难以进一步下行。

利率水平对降息已经有较为充分的反映，短期进一步下行空间有限，这意味着后续资产价格走势可能产生分化。首先，利率水平不再进一步更意下行意味着债市短期继续上涨空间有限，美债牛市或短暂休息；其次，由于利率水平短期下行空间有限，而经济走弱可能带动通胀下行，因而实际利率存在上升可能，这将对黄金价格形成抑制，因而黄金价格短期继续上涨可能乏力。这儿的风险在于贸易战背景下，各国央行可能加大黄金储备来多元化外汇储

备资产配置，另外，贸易战也可能推升美国通胀，降低美国实际利率，这两个因素如果超预期，黄金价格则存在超预期上涨的可能。再次，短期利率下行可能对权益市场形成支撑，在平衡资产配置力量之下，债券市场收益率的下降可能推动资金进入股权市场，对权益市场形成支撑。

图 10：当前美债隐含着未来 1 年 2-3 次降息预期



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：黄金价格与美国实际利率走势明显负相关



数据来源：Wind，西南证券整理

3 国内政策或继续宽松，利好债市

央行引导市场打破 7 附近一致预期，货币波动幅度或加大。央行行长易刚本周在接受媒体采访时表示，他并不认为人民币汇率的某个具体数字更重要，贸易摩擦可能会给人民币带来暂时性的贬值压力。央行在引导市场打破汇率在 7 附近的一致预期。离岸人民币兑美元汇率随后显著贬值，一度贬值至 6.96 附近。从基本面的角度来看，近期美联储降息预期上升拉低外部利率，中美利差走阔，因而基本面并不支持人民币汇率贬值，但短期风险时间可能推动人民币汇率波动加大，特别是中美贸易冲突加剧，可能短期导致人民币汇率贬值，破 7 的可能性在上升。

图 12：离岸市场汇率贬值幅度更大



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：中美利差再度扩大并不支持汇率持续贬值



数据来源：Wind，西南证券整理

经济继续放缓，资本或难以持续流入，股市或持续承压。外部不稳定性上升和内需走弱共同驱动经济放缓，基本面走弱对权益市场形成抑制。同时，汇率波动加大，这不利于外资稳定流入，对股市的支撑也将减弱，因而股市可能持续承压。相对来说，银行结构改变情况下，中小银行受资金来源下降限制，市场份额可能下降，这有利于大型商业银行，因而可能对银行板块带来机会。

债市继续走强，空间取决于货币政策。一方面，外部利率明显下行，这对国内债市形成利好；另一方面，经济继续走弱，驱动债市继续上升。因而债市将延续强市。但虽然外部利率明显下行，国内利率是否随之下行取决于央行货币政策。外部利率下行会扩大中外利差，驱动资金流入国内，但这是否会形成流动性宽松取决于央行货币政策，如果央行保持公开市场充足投放，这将会通过宽松流动性驱动债市上行；但如果央行回笼流动性对冲，则中外利差扩大也难以驱动国内债市行情。因而最终控制权在央行，债市上涨空间由央行货币政策决定。特别是长端利率下行空间，事实上有短端利率决定，目前期限利差已经低于历史平均水平，短端利率对长端利率下行空间形成约束，如果长端利率下行空间打开，需要央行引导短端利率下行。

央行货币政策或进一步宽松，短端利率存在进一步下降可能。央行行长易刚在 G20 财长会议期间接受媒体采访时表示如果中美贸易摩擦升级，中国有足够政策空间来应对，包括调整利率和存款准备金率。因而我们预计随着外部不稳定性上升和内需走弱，国内政策将更为宽松。随着公开市场资金在 6、7 月集中到期，我们预计央行将在 6 月再度降准，而在外部利率普遍下行环境下，不排除央行进一步降低银行间利率的可能，以及降低公开市场操作利率的可能。因而债市可能继续强势，去年末利率低点将是第一阶段目标，如果央行进一步调降短端利率水平，长端利率可能由更大幅度下行。

图 14：我国期限利差与 10 年期国债利率

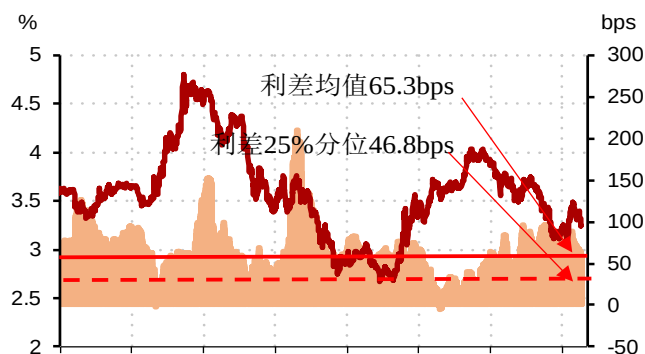
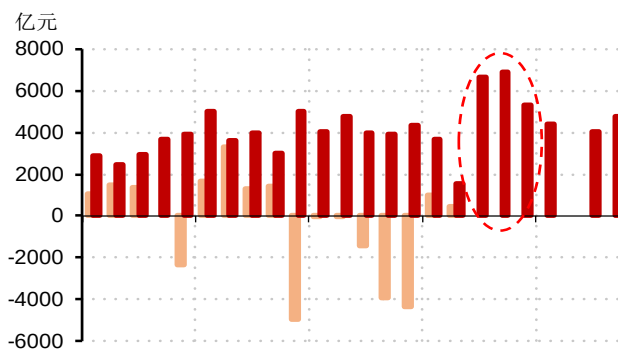


图 15：MLF 集中到期与季末资金需求可能驱动央行近期降准



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_12146

