

宏观专题

以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？

在前期报告《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了》中，我们判断本轮紧缩周期大概率已告终结，未来全球流动性将重回宽松。在此背景下，大类资产将如何表现？本报告通过回溯历史上美欧货币政策由紧转松后大类资产走势的规律，并结合当前现状，对未来大类资产走势予以展望。

1、美欧央行全面转鸽，全球流动性即将重回宽松。3月以来，美联储和欧央行转为强鸽，美联储预计年内不会加息，并将提前结束缩表；欧央行同样预计年内不会加息，并推出了新一轮定向长期再融资操作。此外，美联储和欧央行双双下调各自经济预期。往后看，近期市场对于美联储降息和重新扩表的预期逐渐升温，中国则年内再降准和“降息”可期，倾向于认为，本轮紧缩周期大概率已告终结，全球流动性重回宽松在即。

2、以史为鉴，历史上流动性由紧转松的时期，大类资产表现有何规律？

- **美国：**1985年以来，美联储货币政策经历了4次由紧到松的切换，期间美股多数上涨，10Y美债收益率普遍下行，美元指数走势无一致规律。
- **欧洲：**1999年以来，欧央行货币政策经历了3次由紧到松的切换，期间欧股普遍下跌，10Y德债收益率普遍下行，欧元兑美元多数下跌。
- **新兴市场：**历次美联储结束加息之后，新兴市场股市多数上涨，新兴货币汇率普遍升值。
- **大宗商品：**历次美联储结束加息之后，黄金短期走势无一致规律，中长期趋于上涨；原油走势无一致规律。

3、主要大类资产未来走势展望：基于前述历史规律和当前现状，我们对美元、美股、美债、黄金、原油、人民币等大类资产走势的展望如下：

- **美元：**鉴于美欧货币政策不再分化（均松），叠加美欧经济分化收窄（2018年以来欧元区经济持续放缓，美国才刚走弱），美元大概率趋贬。
- **美股：**流动性宽松和风险偏好的回暖有望支撑美股短期继续走高，而随着美国经济逐步走弱，美股中长期大概率趋于下跌。
- **美债：**考虑到流动性迎来宽松和美国经济将持续放缓，10Y美债收益率有望重回下行通道。
- **黄金：**美元趋贬，叠加美国实际利率水平趋于走低，意味着黄金价格上涨获得了有利支撑。
- **原油：**受制于全球需求放缓、美国页岩油增产、OPEC减产对油价的提振效果难以持续，中长期来看，原油价格大概率易跌难涨。
- **人民币：**当前，利差、通胀等传统因素已不是关键变量，汇率更多地变成了大国博弈的工具。判断人民币汇率后市，主要看美元走势和我国央行的容忍度。综合看，人民币汇率大概率贬中趋稳、难“破7”。

风险提示：1.美国经济超预期走强或走弱；2.中美贸易谈判超预期恶化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 王梅邨

邮箱：wangmei@gszq.com

相关研究

- 1、《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了》
2019-03-21
- 2、《美联储释放“强鸽”信号，全面转向尚需等待》
2019-01-31
- 3、《美国加息VS中国“降息”，全球流动性和大类资产何去何从？》2018-12-20
- 4、《宏观专题：油价暴跌后何去何从？分析框架给出的6条线索》2018-11-26



内容目录

美欧央行全面转鸽，全球流动性将重回宽松	4
美联储预计年内不会加息，并将提前结束缩表	4
欧央行预计年内不会加息，并推出新一轮 TLTRO	5
本轮紧缩周期大概率已经结束，全球流动性将重回宽松	6
历史上流动性由紧转松之后，大类资产表现复盘	8
美国市场：股市涨、债券收益率下行、美元无一致规律	8
欧洲市场：股市跌、欧元跌、债券收益率下行	10
新兴市场：股市多数上涨，货币普遍升值	13
商品市场：黄金中长期趋于上涨，原油无一致规律	14
主要大类资产未来走势展望	16
美元：大概率趋贬	16
美债：收益率有望继续下行	16
美股：短期有望走高，中长期大概率下跌	17
黄金：上涨获得有利支撑	17
原油：中长期易跌难涨	18
人民币：贬中趋稳，难“破 7”	19
风险提示	19

图表目录

图表 1: 美联储预计 2019 年不会加息，2020 年加息一次	4
图表 2: 美联储近 4 次经济预期对比（红色表示预期调整）	5
图表 3: 3 月欧央行经济预期与上次的对比	5
图表 4: 历史上美联储暂停加息 1 年后，基本不会重新启动	6
图表 5: 美国非金融企业资产负债率和杠杆率都已达历史高位	6
图表 6: 历史上企业偿债压力触及临界值后，美国 GDP 增速均大幅下行	6
图表 7: 欧央行前两轮 TLTRO 的具体信息	7
图表 8: 欧央行第二轮 TLTRO 将于 2 年内集中到期	7
图表 9: 纽约联储调查的美联储资产负债表重新扩张的时点	7
图表 10: 市场对美联储降息的预期不断升温	8
图表 11: 1985 年以来，美联储货币政策经历了 4 次由紧到松的切换	8
图表 12: 1989 年和 1995 年美联储结束加息前后标普 500 指数走势	9
图表 13: 2000 年和 2006 年美联储结束加息前后标普 500 指数走势	9
图表 14: 1989 年和 1995 年美联储结束加息前后 10Y 美债收益率走势	9
图表 15: 2000 年和 2006 年美联储结束加息前后 10Y 美债收益率走势	9
图表 16: 1989 年和 1995 年美联储结束加息前后美元指数走势	10
图表 17: 2000 年和 2006 年美联储结束加息前后美元指数走势	10
图表 18: 历次美联储结束加息前后美国大类资产表现汇总（单位%）	10
图表 19: 1999 年以来，欧央行货币政策经历了 3 次由紧到松的切换	11
图表 20: 2000 年和 2008 年欧央行结束加息前后斯托克 600 指数走势	11
图表 21: 2011 年欧央行结束加息前后斯托克 600 指数走势	11
图表 22: 2000 年和 2008 年欧央行结束加息前后欧元兑美元走势	12
图表 23: 2011 年欧央行结束加息前后欧元兑美元走势	12
图表 24: 2000 年和 2008 年欧央行结束加息前后 10Y 德债收益率走势	12
图表 25: 2011 年欧央行结束加息前后 10Y 德债收益率走势	12

图表 26: 历次欧央行结束加息前后欧洲大类资产表现汇总 (单位%)	12
图表 27: 美联储结束加息前后 MSCI 新兴市场股票指数走势	13
图表 28: 美联储结束加息前后 MSCI 新兴市场股票指数走势	13
图表 29: 美联储结束加息前后 MSCI 新兴市场货币指数走势	13
图表 30: 历次美联储结束加息前后新兴市场大类资产表现汇总 (单位%)	14
图表 31: 1989 年和 1995 年美联储结束加息前后 COMEX 黄金走势	14
图表 32: 2000 年和 2006 年美联储结束加息前后 COMEX 黄金走势	14
图表 33: 1989 年和 1995 年美联储结束加息前后 WTI 原油走势	15
图表 34: 2000 年和 2006 年美联储结束加息前后 WTI 原油走势	15
图表 35: 历次美联储结束加息前后大宗商品表现汇总 (单位%)	15
图表 36: 2 月以来美德 10Y 国债利差持续收窄	16
图表 37: 当前美欧经济超预期指数之差已跌至负值	16
图表 38: 美联储结束加息后 10Y 美债收益率趋于下行	16
图表 39: 美国经济下行将带动 10Y 美债收益率下行	16
图表 40: 经济放缓的背景下美股难以持续上涨	17
图表 41: 黄金价格与美国实际利率走势基本相反	17
图表 42: 黄金价格与美元指数走势基本相反	17
图表 43: 伴随 10Y 美债收益率下行, 美国实际利率趋于走低	18
图表 44: 全球需求放缓将对原油价格形成压制	18
图表 45: EIA 原油库存持续增加指向原油需求放缓	18
图表 46: OPEC 减产的同时美国原油增产	18
图表 47: OPEC 减产后全球原油供需实现紧平衡	18
图表 48: 人民币贬中趋稳	19

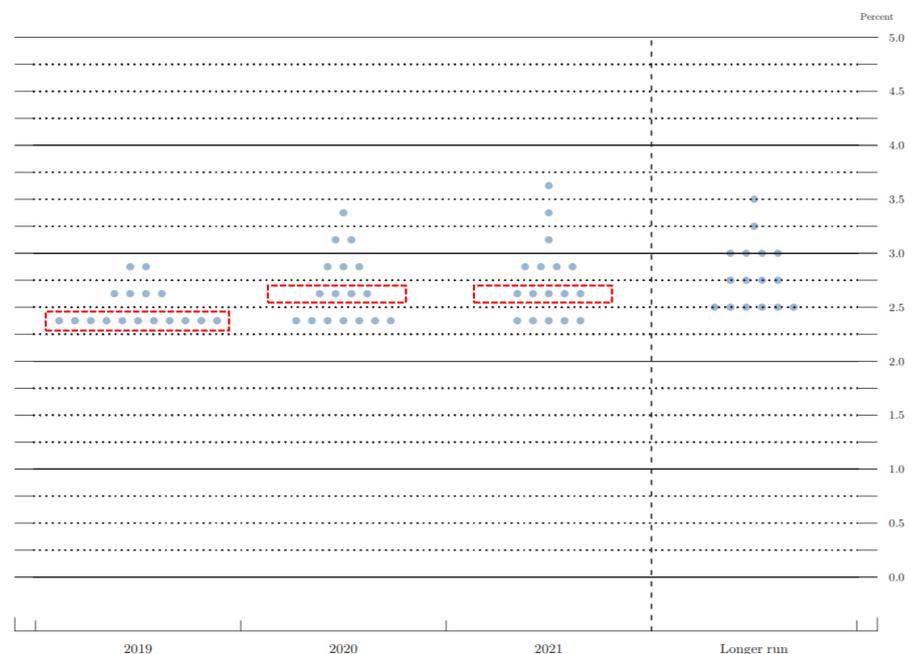
2019年3月以来，美联储释放了年内不会加息的信号，并决定提前结束缩表；欧央行同样预计年内不会加息，并推出了新一轮宽松举措（定向长期再融资操作，TLTRO）。在前期报告《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了》中，我们判断本轮紧缩周期大概率已告终结，未来全球流动性将重回宽松。在此背景下，大类资产将如何表现？本报告通过回溯历史上美欧货币政策由紧转松后大类资产走势的规律，并结合当前现状，对未来大类资产走势进行展望。

美欧央行全面转鸽，全球流动性将重回宽松

美联储预计年内不会加息，并将提前结束缩表

3月21日，美联储FOMC会议按兵不动，预计年内不会进行加息，2020年还将加息1次，同时将于9月提前结束缩表。在会议声明中，美联储对经济增长的表述由“稳固增长”修改为“开始放缓”，对劳动力市场的表述由“继续增强”修改为“依然强劲”，对薪资增长的表述由“强劲增长”修改为“稳固增长”，对家庭支出的表述由“强劲增长”修改为“增长放缓”，同时首次认为“整体通胀下降”。种种措辞的修改表明，美联储对美国经济下行的担忧在加剧。此外，美联储已经连续两个季度下调了2019和2020年GDP增速预期，并首次上调了近3年失业率预期。

图表 1: 美联储预计 2019 年不会加息，2020 年加息一次



资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 2: 美联储近 4 次经济预期对比 (红色表示预期调整)

经济指标	公布月份	2019 年	2020 年	2021 年	长期
实际 GDP 增速	2019 年 3 月	2.1	1.9	1.8	1.9
	2018 年 12 月	2.3	2.0	1.8	1.9
	2018 年 9 月	2.5	2.0	1.8	1.8
	2018 年 6 月	2.4	2.0	-	1.8
失业率	2019 年 3 月	3.7	3.8	3.9	4.3
	2018 年 12 月	3.5	3.6	3.8	4.4
	2018 年 9 月	3.5	3.5	3.7	4.5
	2018 年 6 月	3.5	3.5	-	4.5
PCE 通胀	2019 年 3 月	1.8	2.0	2.0	2.0
	2018 年 12 月	1.9	2.1	2.1	2.0
	2018 年 9 月	2.0	2.1	2.1	2.0
	2018 年 6 月	2.1	2.1	-	2.0
核心 PCE	2019 年 3 月	2.0	2.0	2.0	-
	2018 年 12 月	2.0	2.0	2.0	-
	2018 年 9 月	2.1	2.1	2.1	-
	2018 年 6 月	2.1	2.1	-	-

资料来源: FED, 国盛证券研究所

欧央行预计年内不会加息, 并推出新一轮 TLTRO

3月7日, 欧央行公布3月议息会议声明, 大幅下调了经济和通胀预期。其中, 对于2019年的GDP增速预期由2018年12月预测的1.7%大幅下调至1.1%, 失业率由7.8%上调至7.9%, 整体通胀和核心通胀分别由1.6%、1.4%下调至1.2%、1.2%。

利率前瞻指引方面, 欧央行将前次会议的“预计至少在2019年夏天前将保持利率不变”修改为“预计至少在2019年底将保持利率不变”, 暗示年内不会加息。再投资的前瞻性指引方面, 欧洲央行声明维持此前表述不变, 即“再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间, 且会持续足够长的时间, 以维持有利的流动性条件和货币宽松的充裕程度。”除此之外, 欧央行还决定推出新一轮的定向长期再融资操作(TLTRO-III)。

图表 3: 3月欧央行经济预期与上次的对比

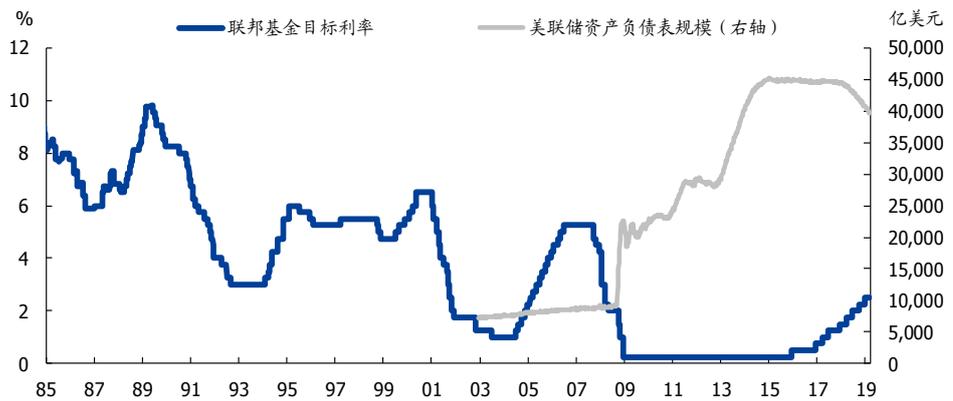
	2019年3月预测			2018年12月预测		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
GDP 增速	1.1	1.6	1.5	1.7	1.7	1.5
失业率	7.9	7.7	7.5	7.8	7.5	7.1
整体通胀	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8
核心通胀	1.2	1.4	1.6	1.4	1.6	1.8

资料来源: ECB, 国盛证券研究所

本轮紧缩周期大概率已经结束，全球流动性将重回宽松

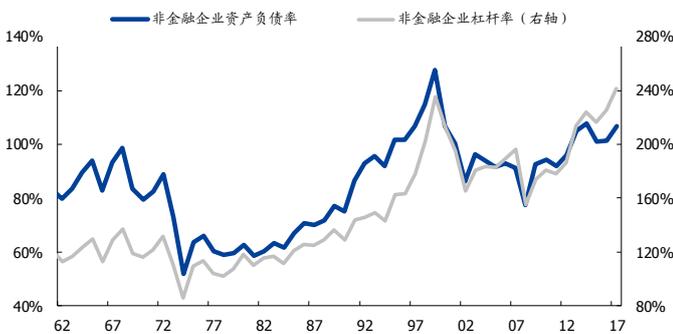
美联储本轮加息周期大概率已告终结。根据历史经验，美联储一旦暂停加息超过1年，基本不会重新启动。此外，美国非金融企业部门的债务压力已逼近临界值，中长期来看美国经济存在超预期下行的风险。倾向于认为，美联储2020年继续加息的可能性较小，若下半年美国经济大幅下行，不排除美联储会在年内开启降息（关于美联储货币政策的详细分析，请参阅我们3月21日发布的报告《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了》）。

图表4：历史上美联储暂停加息1年后，基本不会重新启动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：美国非金融企业资产负债率和杠杆率都已达历史高位



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：历史上企业偿债压力触及临界值后，美国GDP增速均大幅下行



资料来源：Wind，Bloomberg，国盛证券研究所

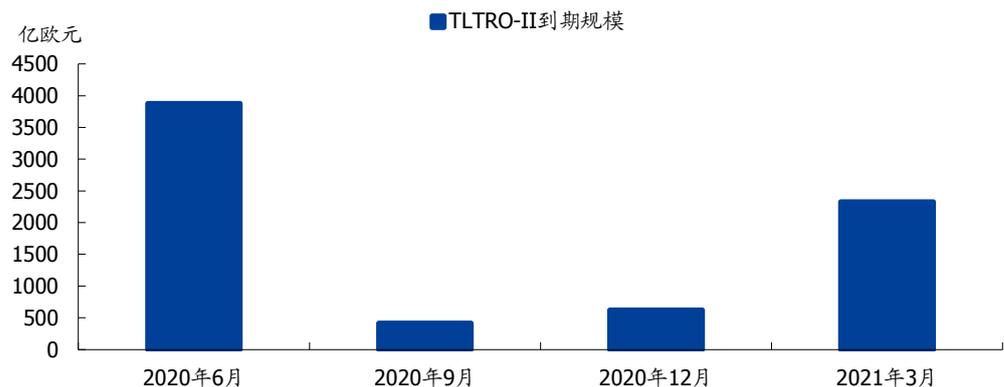
预计TLTRO-III的效果有限，欧央行未来可能会进一步宽松。定向长期再融资操作(TLTRO)相当于给银行提供廉价资金，用于向企业和居民发放贷款（不包括住房按揭贷款）。欧央行曾于2014年、2016年推出过两轮TLTRO，其中第一轮TLTRO已于2018年9月全部到期，第二轮TLTRO大部分将于2020年到期，因此，本轮TLTRO相当于是续作，对银行贷款的刺激效果可能较为有限。此外，TLTRO需要商业银行主动向央行申请，在企业盈利下滑、风险溢价抬升的背景下，预计欧元区银行放贷意愿仍将保持低迷，也即TLTRO-III难以带来欧元区流动性的明显改善。若欧元区经济未来进一步下滑，鉴于基准利率已降至0%，不排除欧央行会重启QE。

图表 7: 欧央行前两轮 TLTRO 的具体信息

	具体实施方案
TLTRO-I	第一轮 TLTRO 于 2014 年 6 月宣布, 期限四年, 利率固定为主要再融资利率+ 10BP, 银行最多可以借到未偿还合格贷款额的 7%。第一轮 TLTRO 共进行了 8 次拍卖, 所有资金的到期时间都是 2018 年 9 月。银行对实体经济放贷越多, 就有资格获得更多 TLTRO 资金, 如果没有按要求发放贷款, 银行必须提前偿还资金。第一轮 TLTRO 的最后一次拍卖于 2016 年 6 月 23 日完成, 银行获取的资金总额达 4320 亿欧元。
TLTRO-II	第二轮 TLTRO 于 2016 年 3 月宣布, 期限四年, 利率上限为主要再融资利率(0%), 下限为存款便利利率(-0.4%)。银行的借款成本与放贷数量挂钩: 如果一家银行充分改善了对实体经济的放贷, 它就可以通过支付“负利率”获得利息, 而不是支付利息。银行最多可以借到未偿还合格贷款额的 30%。在发放两年后, 银行可以在每个季度选择是否提前偿还资金。由于融资条件更有利, 大量第一轮 TLTRO 在到期前已经置换为第二轮 TLTRO。欧元区银行在第二轮 TLTRO 获取的资金总额超过 7000 亿欧元。
TLTRO-III	从 2019 年 9 月开始, 至 2021 年 3 月结束, 每次操作(贷款)期限均是两年, 具体方案尚未确定。

资料来源: ECB, 国盛证券研究所

图表 8: 欧央行第二轮 TLTRO 将于 2 年内集中到期



资料来源: ECB, 国盛证券研究所

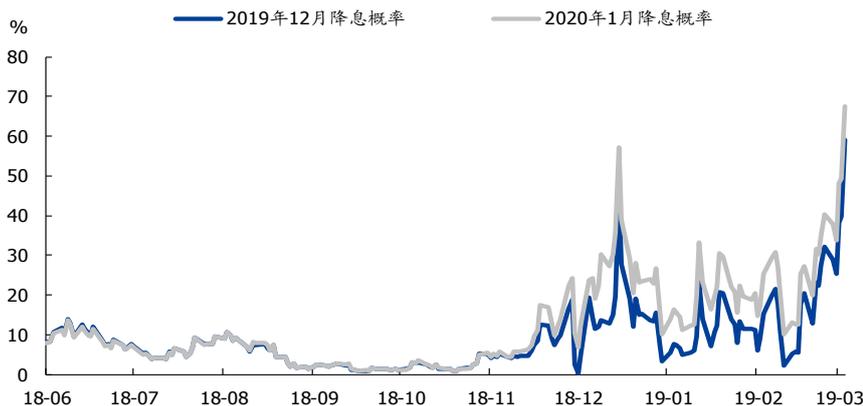
当前市场对美联储重启宽松的预期持续升温。纽约联储 2018 年 12 月对一级交易商和市场参与者的调查报告显示, 一级交易商和市场参与者一致认为美联储资产负债表将在 2020 年或 2021 年开始重新扩张, 具体时点的中性预期分别在 2020 年 2 季度和 2021 年 1 季度。此外, 美国利率期货市场的交易数据显示, 市场预期美联储 2019 年末或 2020 年初实施降息的概率在迅速提升, 目前 2019 年 12 月降息的概率已达 59%, 2020 年 1 月降息的概率已达 68%。

图表 9: 纽约联储调查的美联储资产负债表重新扩张的时点

	25 分位数	中位数	75 分位数
一级交易商	2020 Q1	2020 Q2	2021 Q2
市场参与者	2020 Q2	2021 Q1	2022 Q2

资料来源: NYFed, 国盛证券研究所

图表 10: 市场对美联储降息的预期不断升温



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

美欧之外，中国货币已然宽松，年内再降准和“降息”可期。美联储全面转鸽将为我国货币政策宽松进一步释放空间。维持此前判断，2019年《政府工作报告》强调“M2、社融增速应与名义GDP增速匹配”，今年货币政策将更注重相机抉择和逆周期调节，后续降政策利率可期、但降基准利率难，也大概率再降准2-3次（预计最快4月份）。

历史上流动性由紧转松之后，大类资产表现复盘

美国市场：股市涨、债券收益率下行、美元无一致规律

1985年以来，美联储货币政策经历了4次由紧到松的切换。我们以美联储结束加息作为货币政策由紧转松的标志，观察时点选择最后一次加息的时间。1985年以来，美联储经历了4次加息周期的结束，最后一次加息的时点分别在1989年2月、1995年2月、2005年5月、2006年6月。

图表 11: 1985年以来，美联储货币政策经历了4次由紧到松的切换



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_13556



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>