

宏观研究/动态点评

2019年07月11日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 物价上涨压力仍可控》2019.07
- 2 《宏观: 央行连续 7 个月增持黄金意欲何为?》2019.07
- 3 《宏观: PMI 低位, 仍看好人民币风险资产价值重估》2019.06

全球市场应该进入防御模式还是进攻模式?

——点评鲍威尔国会讲话

鲍威尔讲话确认了美联储七月底大概率降息

7月10日鲍威尔参加众议院听证会, 发言要点如下: 1) 6月非农就业并未改变美联储货币政策前景; 2) 贸易争端和全球经济增长仍存在不确定性, 美国经济前景近几周末出现改善; 3) 存在通胀疲软风险, 并且风险比美联储当前预期的更加持久。此前美联储认为低通胀是暂时的; 4) 美联储将以适当举措保持经济增长。我们在6月议息点评《最早美联储降息可能在7月》提出了7月可能降息的判断, 鲍威尔此次讲话再度释放了降息信号。

美元在波动中走入弱势长周期, 背后逻辑在于美国生产要素占优结束

布雷顿森林体系解体后, 美元共经历两轮完整的大周期, 我们认为目前处于第三轮美元周期的拐点位置, 未来将走入弱势长周期。美元周期的波动伴随着资本流入或流出美国, 而这与供给侧长周期生产要素密切相关, 资本总是会选择一个经济体相比其他经济体在供给侧的某一项或几项突出优势。我们判断未来美元走入弱势周期的背后逻辑就在于美国生产要素占优的结束, 随着美国经济见顶回落, 新一轮科技周期及生产要素占优被证伪, 资本可能会在未来10年左右持续流入新兴市场。

宽松预期导致美股继续反弹, 七月底真正降息或面临利好兑现的下行风险

我们认为, 美联储降息的根本原因是美国经济出现了下行压力。我们在去年11月年度策略报告中已判断随着朱格拉周期见顶以及科技周期证伪, 美国经济可能在18年四季度至19年一季度见顶。对于未来的降息来说, 我们认为市场首先会反应流动性宽松的预期, 但经济下行的预期市场也终归会反应, 在这种情况下, 降息对美国经济支撑作用减弱, 市场也会在利好兑现下出现下行压力。可类比的历史是次贷危机之后, 虽然美国通过降息遏制经济下行, 但市场最终还是反应经济下行的预期, 出现较大幅度回调。

商品和黄金短期看好, 中期逻辑更看好黄金

鲍威尔鸽派发言一定程度上佐证市场降息预期, 美元贬值带动商品和黄金同时出现上涨。我们认为商品较难持续, 商品价格的中期基本面逻辑没有支撑, 全球经济前景依旧悲观, 增长趋势向下意味着需求回落。反观黄金, 我们认为黄金中长期将是牛市, 受益于美元贬值和实际利率下行。结合美元周期历史规律, 我们预计美元将逐步进入一个7-10年的贬值周期; 同时美联储转鸽后, 全球流动性拐点预期导致实际利率下行, 利好黄金。

中国是否跟随美联储降息, 取决于二季度 GDP

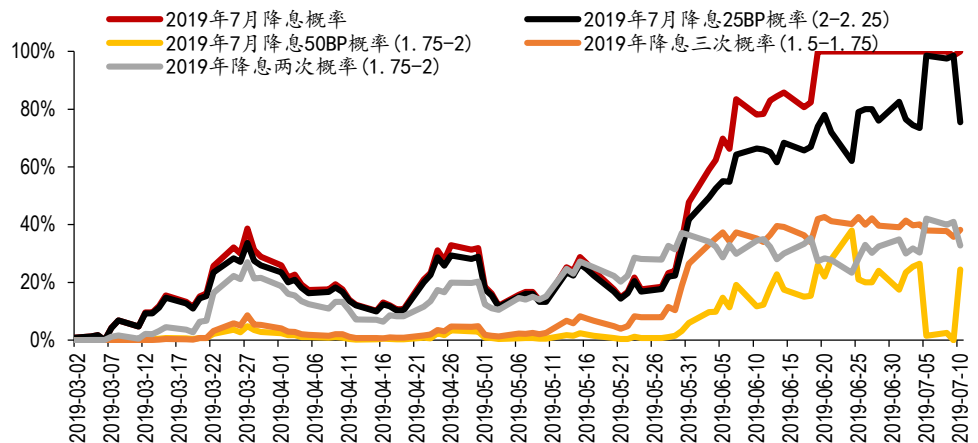
我们认为目前整体CPI上行压力仍可控, 年内CPI高点突破+3%的概率不大, 对当前货币政策不构成明显制约。对于中国是否跟随美联储降息, 我们判断主要取决于7月15日即将公布的我国二季度GDP数据。若二季度GDP增速达到+6.3%, 我们认为这在市场预期内, 反映了经济韧性较强, 央行降息概率不大。如果Q2 GDP超预期下行至+6.2%或+6.1%, 我们判断央行可能采取利率市场化降息, 即下调7天逆回购及MLF政策利率、引导LPR下行, 效果相当于既降政策利率也降基准利率。由于是降成本逻辑推动的利率下行, 我们对10年期国债收益率只看到3%, 下行空间不大。

A股中期还是看人民币升值和资本流入, 货币宽松预期只能反弹

我国以开放促改革, 未来我国生产要素占优过程或将导致人民币的升值。我们认为人民币核心风险资产价值重估的逻辑中最应该关注的就是人民币汇率, 虽然贸易摩擦可能对汇率有短期扰动, 但中长期汇率升值会与核心风险资产价值重估互为正向加强。A股中期的最主要的正面逻辑还是美元周期走弱、国内加大改革开放背景下的人民币升值和资本流入。货币政策宽松预期大概率只能驱动一定程度的反弹, 难以带来大幅度的反转。

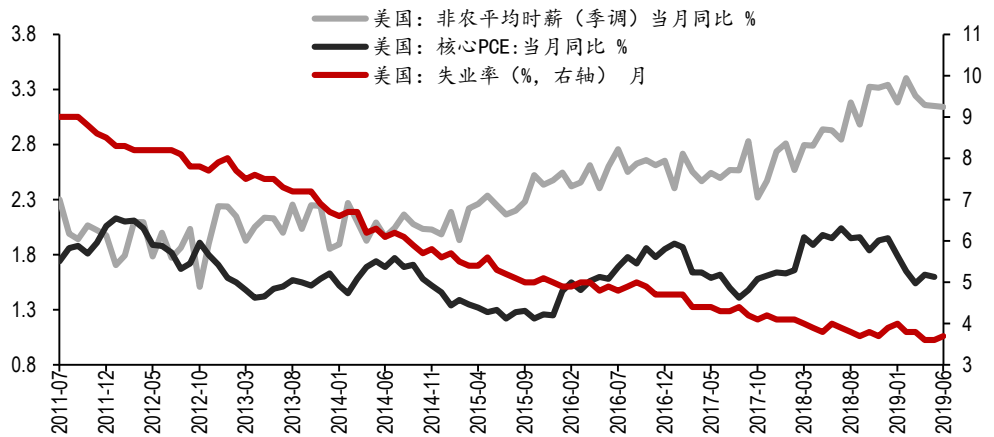
风险提示: 猪价上涨过快导致通胀压力加大, 中国货币政策面临两难。

图表1： 鲍威尔讲话确认了我们此前认为美联储七月降息的判断；在鲍威尔讲话后，7月10日联邦基金利率期货隐含的7月降息概率由此前的98.5%回升至100%



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表2： 5月核心PCE为1.6%，美国通胀持续低迷；美联储对于通胀的看法发生较大转变，此前美联储认为低通胀是暂时的，而此次鲍威尔发言则承认存在通胀疲软的风险，并且风险比美联储当前预期的更加持久



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：猪价上涨过快导致通胀压力加大，中国货币政策面临两难。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_11503

