

宏观点评

美联储要降息了，中国呢？大类资产怎么走？

事件：2019年6月4日，美联储主席和副主席释放降息信号。

核心结论：

1. 美联储年内有望降息 1-2 次，首次最快在 7 月（更有可能是 9 月）。6月4日，美联储主席和副主席双双表示，“将采取适当政策支持经济增长”，被普遍解读为要降息，最新联邦利率期货隐含的年内降息概率也已超过90%、降息2次及以上的概率超过70%（历史看，概率超过7成就会真正发生）。鉴于美联储一直强调保持耐心，且美国经济短期内尚难陷入衰退，倾向于认为，美联储年内可能会降息1-2次，首次更有可能在9月（届时美国经济是否真正走弱能得到确认），第二次（如有）可能要等到12月。

2. 降息主因是美国经济走弱，全球货币已然正式重回宽松。年初以来，最能表征美国经济动能的私人消费和私人固定资产投资增速显著下滑（参加报告《美国一季度GDP超预期的表与里》），5月美国制造业PMI也回落至52.1%（创2016年10月以来新低），趋弱的经济导致美联储不断变鸽。对比之下，欧央行的紧缩还没开始就已结束（原计划年内要加息），并推出了新一轮定向长期再融资操作（TLTRO-III），6月4日澳大利亚则率先降息。可以说，全球“降息潮”有望就此正式拉开序幕。

3. 我国货币延续宽松，降准可期（最快6月），降息可能性也逐渐加大（不排除降准利率）。综合看，三大因素促使我国货币将继续宽松：其一，美联储降息通道打开，无疑为我国货币政策宽松进一步释放了空间；其二，5月以来，中国PMI、企业盈利、就业状况等数据明显走弱；其三，5月底银行接管事件，事实上打破了刚兑，引发短期流动性冲击。数据显示，6-8月同业存单到期量较高（分别为1.7、1.1、1.5万亿），但5月27日以来，同业存单发行利率迅速攀升，而且中小行同业存单发行成功率大降（截至6月4日，仍未回升至50%以上）。维持此前判断，我国货币政策将延续宽松，后续降准降息可期。具体到6月，我们预计，鉴于短期流动性冲击较大，央行可能窗口指导大行买入中小行的同业存单和二级债，中期借贷便利（MLF）有望加量续作甚至降价（下调），以及6月还是可能降准。值得指出的是，如果后续下调了存贷款基准利率，这可能是一个比较差的情况（毕竟，现在几乎只有房贷利率还和基准利率挂钩，因此，降基准也就意味着再松地产）。

4. 往后看，中美货币政策的实际走向，中美贸易谈判将是关键变量。5月以来中美贸易冲突再度升级，并有愈演愈烈的态势，贸易摩擦也成为拖累全球经济的重要因素。事实上，去年底以来，包括美联储、IMF、世界银行等在内的主要机构都把全球经济下滑归因于本次美国挑起的贸易摩擦。

5. 以史为鉴，美联储开启降息后，大类资产将怎么走？重申此前报告的观点（《以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？190324》），过去5轮美联储首次降息前后，大类资产表现如下：美元指数短期普遍下跌，中长期表现不一；标普500指数短期普遍上涨，中长期表现不一；10Y美债收益率短期表现不一，中长期普遍下行；COMEX黄金短期表现不一，中长期普遍上涨；WTI原油短期多数上涨，中长期多数下跌。

后附：历史上美联储首次降息后大类资产表现图

风险提示：美联储货币政策立场发生摇摆；中美贸易摩擦超预期演化。

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

相关研究

1、《利率“两轨并一轨”怎么并？》2019-06-02

2、《5月PMI再回线下的5大信号》2019-05-31

3、《央行2019年一季度货币政策报告的7大信号》
2019-05-19

4、《美国一季度GDP超预期的表与里》2019-04-27

5、《以史为鉴：全球流动性重回宽松，大类资产何去何从？》2019-03-24

6、《美联储全面转鸽，是时候讨论降息甚至QE了一
2019年3月FOMC会议点评》2019-03-21

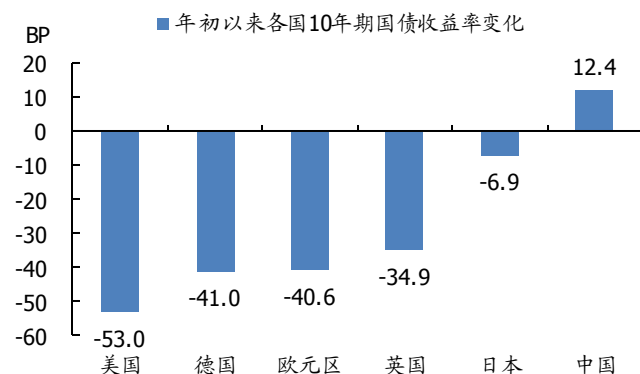


图表 1: 历史上美联储首次降息后大类资产表现

降息时间	观察区间	美元指数	标普 500	10Y 美债	COMEX 黄金	WTI 原油
1984 年 10 月	后 1 个月	-1.15	2.38	-0.88	-2.65	-2.97
	后 3 个月	3.43	2.23	-0.99	-10.80	-10.84
	后 6 个月	1.86	10.43	-0.89	-5.07	-4.49
	后 12 个月	-9.53	10.83	-2.32	-5.41	-2.33
1989 年 6 月	后 1 个月	-4.17	-0.43	-0.25	5.69	1.32
	后 3 个月	-0.04	9.84	-0.17	-1.39	-8.14
	后 6 个月	-6.12	8.88	-0.55	12.54	-1.07
	后 12 个月	-9.61	12.17	0.24	-0.87	-15.20
1995 年 7 月	后 1 个月	0.92	0.89	0.45	-0.49	1.96
	后 3 个月	3.91	4.96	0.07	-0.52	-0.40
	后 6 个月	4.13	12.05	-0.45	1.74	14.05
	后 12 个月	7.98	21.05	0.68	-0.93	20.44
2001 年 1 月	后 1 个月	-0.14	0.14	0.03	-0.82	11.39
	后 3 个月	4.75	-17.89	-0.20	-4.64	-6.46
	后 6 个月	8.39	-8.23	0.23	0.30	-7.32
	后 12 个月	6.23	-13.84	0.01	2.78	-27.11
2007 年 9 月	后 1 个月	-1.96	1.34	0.02	6.57	9.77
	后 3 个月	-2.29	-4.86	-0.30	10.85	11.19
	后 6 个月	-9.50	-15.24	-1.06	39.40	35.21
	后 12 个月	-0.29	-17.64	-0.76	6.14	24.13

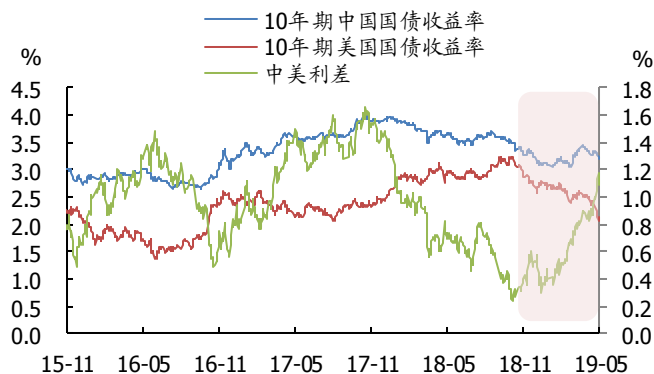
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所 注: 10Y 美债数据为期间收益率变动幅度, 其它为涨跌幅

图表 2: 除中国外, 年初以来各国 10 年期国债收益率普降



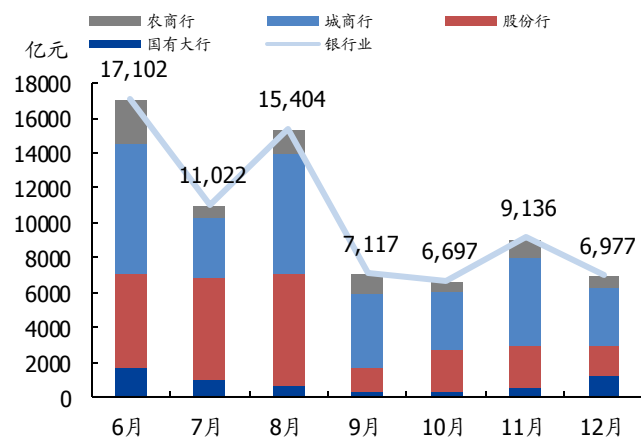
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2019 年 2 月以来中美利差持续扩大



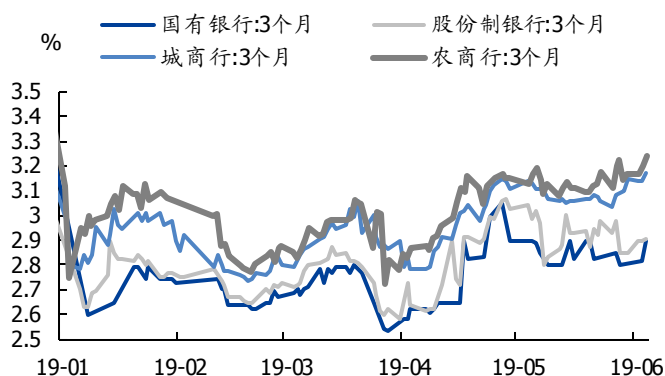
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 6-8月, 同业存单到期压力较大



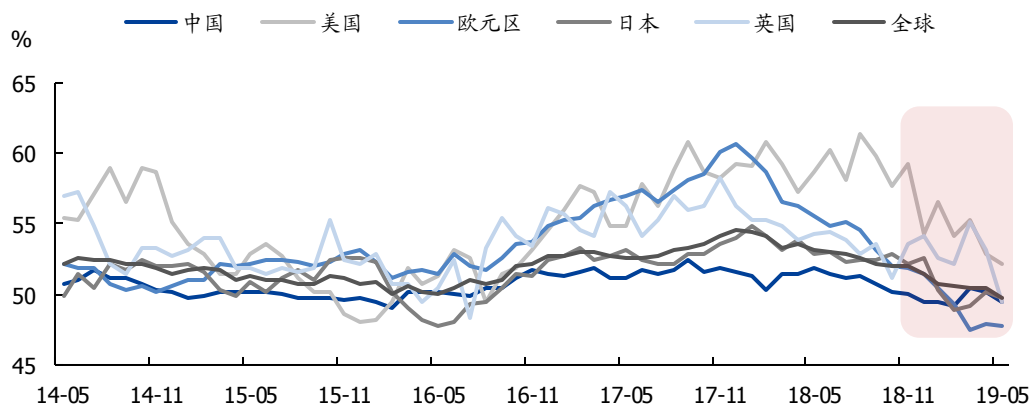
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 5月底以来同业存单发行利率迅速攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 5月国内外制造业 PMI 普降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

美联储货币政策立场发生摇摆; 中美贸易摩擦超预期演化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%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_12191

