

理解全球资产齐涨的逻辑

报告摘要

● 主题评论：理解全球资产齐涨的逻辑

- 进入2019年以来，全球大类资产齐涨，呈现出“股债双牛”、“金铜双飞”等非常规组合，A股反弹势能的积蓄爆发在此背景下呈现。全球大类资产齐涨显然是基本面所不能解释的，年初以来，全球经济增长放缓迹象凸显，美、欧、日、韩、中经济数据皆呈下滑，基本面角度支持的是避险资产。
- 全球大类资产齐涨的原因主要在于，全球货币政策转向宽松的态势愈发明朗，12月和1月美、欧、日、中四大央行的资产负债表显著扩张。流动性改善能够塑造牛市，但当前流动性宽松预期已在资产价格上得到相当充分的体现，对流动性改善的预期差应开始增添警觉。

● 海外重点事件追踪：

- 美联储公布1月会议纪要，显示今年或结束缩表。美联储对今年是否暂停加息看法存在分歧，但几乎全体一致支持今年公布停止缩表的计划。
- 美联储将重新审议官方通胀目标框架，不排除做出相应更改。美联储向国会递交半年度货币政策报告，预计资产负债表的长期规模将“远超”本世纪金融危机前水平。
- 美国新公布多项数据皆显疲软。12月核心耐用品订单意外两月连跌，表明商业投资意愿持续回落。1月成屋销售创三年新低。
- 欧元区2月制造业PMI跌破荣枯线，创68个月新低。主要受德国拖累，主因亚洲、尤其中国的汽车订单下降，法国则表现良好。
- 欧央行1月会议纪要继续释放鸽派信号。欧央行正考虑就新一轮定向长期再融资操作展开讨论，来为银行提供新的廉价长期贷款。

● 大类资产走势回顾：

- 汇率：英镑和人民币表现突出。受累于美国经济数据疲弱，美元小幅贬值。上周8名工党议员因对其领袖不满而退党，这又给英国政局增添了不确定性，使得英镑反弹的持续性存疑。
- 商品：油铜大涨，黄金小涨。中美贸易的积极前景及美元走弱，支撑油价进一步上扬和铜价大幅上涨；而避险资产黄金依然小幅上扬，受到美元走弱和全球货币政策转鸽的支持。
- 股债：美股连涨九周，美债收益率小幅下行。由于经济数据疲软，日债、德债收益率下行更为显著，10年期美日、美德利差均有扩大。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn



目录

一、主题评论：理解全球资产齐涨的逻辑	3
二、海外重点事件追踪	5
1、美联储公布1月会议纪要，显示今年或结束缩表	5
2、美联储将重新审议官方通胀目标框架	5
3、美国新公布多项数据皆显疲软	6
4、欧元区2月制造业PMI跌破荣枯线	6
5、欧央行1月会议纪要继续释放鸽派信号	6
三、大类资产走势回顾	6
1、汇率：英镑和人民币表现突出	6
2、商品：油铜大涨，黄金小涨	7
3、股债：美股连涨九周，美债收益率小幅下行	7

图表目录

图表 1：年初以来主要经济体 PMI 跌破荣枯线	3
图表 2：中国从美国、韩国、日本进口均大幅收缩	3
图表 3：欧元区通胀仍无启动迹象	4
图表 4：去年12月以来央行资产负债表显著扩张	4
图表 5：去年12月以来央行资产负债表显著扩张	5
图表 6：上周英镑和人民币表现最突出	7
图表 7：人民币贬值预期处于低位	7
图表 8：上周原油价格进一步上涨	7
图表 9：上周金价小幅上扬、铜价大幅上涨	7
图表 10：上周英国股指下跌	8
图表 11：上周美日、美德利差小幅扩大	8



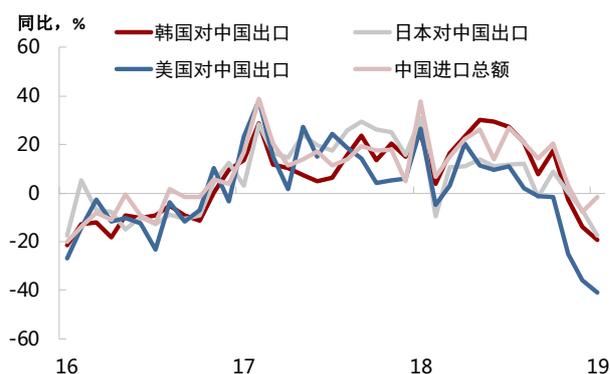
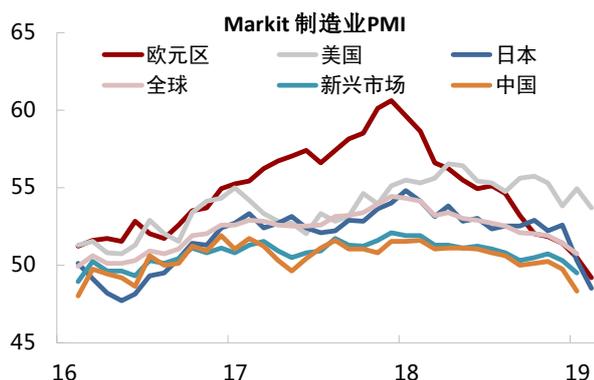
一、主题评论：理解全球资产齐涨的逻辑

进入2019年以来，全球大类资产齐涨，呈现出“股债双牛”、“金铜双飞”等非常规组合，A股反弹势能的积蓄爆发在此背景下呈现。截至上周末，全球风险资产大幅反弹：上证综指反弹12.4%、标普500指数反弹11.4%、MSCI新兴市场指数反弹9.6%、英国富时指数上涨6.7%、日经指数上涨7.1%，布伦特原油价格反弹23.3%，铜价上涨12%。而避险资产也同步上涨：黄金价格进一步上扬3.3%，创2018年5月以来新高；美元指数小幅上涨，处于96.5高位；10年美债收益率小幅走低，处于2.65%低位。

全球大类资产齐涨显然是基本面所不能解释的。事实上，年初以来，全球经济增长放缓迹象凸显，美、欧、日、韩、中经济数据皆呈下滑，基本面角度支持的是避险资产。年初以来，日本、欧元区、新兴市场及中国的Markit制造业PMI均跌破荣枯线，创多年新低，美国经济虽相对一枝独秀，但同样呈现走弱势头（图表1）。尤其是，作为全球贸易晴雨表的BDI指数骤跌50%，全球贸易的收缩放缓（中国是其中重要一环）对出口导向型经济体产生了显著拖累：去年4季度德国GDP季调环比0增长，仅较第三季度的-0.2%小幅回升，欧洲经济的火车头面临持续放缓的可能；1月日本出口同比下滑8.4%，创26个月来新低，其中对华出口同比暴跌17.4%；1月韩国出口同比下滑5.8%，对中国出口同样暴跌达19%。全球经济的“金丝雀”开始敲响警报（图表2）。

图表 1：年初以来主要经济体 PMI 跌破荣枯线

图表 2：中国从美国、韩国、日本进口均大幅收缩



来源：Wind, Bloomberg, 莫尼塔研究

全球大类资产齐涨的主要原因是，全球货币政策转向宽松的态势愈发明朗，12月和1月美、欧、日、中四大央行的资产负债表显著扩张。

1) 美联储态度的转折点是1月4日鲍威尔在美国经济学会表示，“美联储将时刻准备着调整政策立场”、如果必要会毫不犹豫地调整缩表。1月议息会议上，委员们几乎全体一致支持今年公布停止缩表的计划。事实上，美欧央行需要重新审视失业率与通胀的关系，全球低通胀、低利率的时代并未逝去。目前美国和欧元区失业率均已处于历史低位，美联储加息的重要考量是失业率走低将推升通胀，进而影响经济增长的稳定性，欧央行酝酿今年加息也是处于同样的考虑。然而，在美联储加息8次之后，去年11月美国核心PCE也只有1.88%，今年1月圣路易斯联储对未来五年通胀的预期只有2%，仍显著低于2014年之前2.5%的中枢。欧元区核心调和CPI也只是在1%附近摆动（图表3），全球通胀低迷有其长期结构性原因。

2) 近期市场对欧洲经济的看法更空，很大程度上来源于欧洲经济的火车头——德国，呈现出经济持续疲软迹象。去年3季度德国经济陷入收缩，彼时市场将其归结为汽车发动机排放新标带来的短期冲击，然而，4季度德国经济依然偏软、11月以来工业生产指数进一步大幅下挫、PMI持续走低，都意味着德国经济放缓背后有更深层的因素，包括贸易战背景下全球贸易链的回撤、美国对欧洲汽车加征

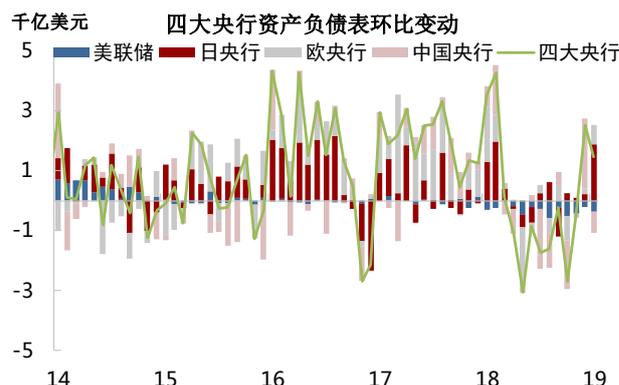
关税的威胁、及其相对传统的产业结构。在此情形下，欧央行如期释放鸽派信号，1月议息会议纪要显示，欧央行正在考虑就新一轮定向长期再融资操作展开讨论，来为银行提供新的廉价长期贷款。

3) 去年12月及今年1月，以美元计价的欧、美、日、中四大央行资产负债表环比大幅扩张，流动性利好在事实层面也已兑现。除了“其它资产”项目的暂时扩张，人民币汇率升值也助推了12月中国央行以美元计价资产负债表的显著扩张。今年1月日央行、欧央行的扩表成为主要贡献力量。这奠定了全球资产齐涨的基础（图表4）。

图表 3：欧元区通胀仍无启动迹象



图表 4：去年 12 月以来央行资产负债表显著扩张



来源：Wind，莫尼塔研究

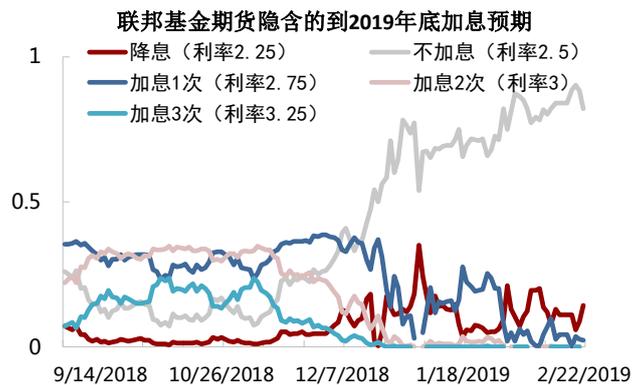
全球大类资产齐涨的终结因素或在于流动性改善的预期差。当前流动性宽松预期已在资产价格上得到相当充分的体现，对预期差应开始增添警觉。

1) 美联储对加息决策仍有分歧。目前市场对美联储今年不加息的预期已达到80%以上，降息概率接近15%（图表5），但从1月美联储议息会议纪要来看，委员们对是否结束加息仍存有分歧。随着美股收复失地，美债收益率下行减轻对实体经济压力，美国经济的风险点有所减少。一旦美联储对加息的指引重新增强，或将对全球市场造成大幅扰动。

2) 欧央行保留加息选项，日央行宽松空间不足。目前欧央行仍保留着年内加息的选项，且市场对年内加息仍给出了超过22%的概率。考虑到，德国作为欧元区财政状况最好的国家，有能力通过提高财政刺激力度提振经济；去年以来欧元汇率的大幅贬值，对这个出口导向型经济体也会提供正面支撑。因此，尚不排除欧央行在今年晚些时候启动加息的可能性。至于日央行，其加码量宽的空间已很有限，相对来说进一步减量QQE的概率较高。

3) 中国央行的货币宽松空间，仍受制于金融监管和稳定宏观杠杆率。尽管1月中国社融信贷数据创下新高，但这与年初银行“早投放、早收益”的诉求相联系，背后也是银行对后续贷款需求和利率预期下降的担忧。考虑到金融监管、封堵非标和稳杠杆的基调尚未转变，中国央行货币宽松的空间只是在边际上有所拓宽，社融、M1等金融数据仍有反复可能。

图表 5：去年 12 月以来央行资产负债表显著扩张



来源：Bloomberg, 莫尼塔研究

二、海外重点事件追踪

1、美联储公布 1 月会议纪要，显示今年或结束缩表

周四，美联储FOMC公布2019年1月货币政策会议纪要，主要内容包括：1、面对多种经济前景的风险，货币政策的行动应该有耐心，几乎全体一致支持今年公布停止缩减资产负债表规模的计划，释放了今年有望结束缩表的信号；2、今年是否加息并不确定，有些人认为，若经济形势符合预期，可能有必要继续加息；3、金融市场是制定货币政策的考虑因素，官员们担忧去年末的金融市场动荡，强调要监控市场动向及其对经济前景的影响。会议纪要公布后，美股先跌后涨再转跌，美元走强，美国国债收益率上行。

会议纪要公布前，市场重点关注是否会释放暂停加息和缩表的信号。相比较于1月份会议删除了进一步逐步加息的表述，本次美联储对今年是否暂停加息看法并不一致，而是存在分歧。同时，纪要也给出了明确的缩表结束时间，目前美联储的资产负债表规模为4.03万亿美元，如果按照每月500亿美元的速度收缩，最终的资产负债表规模大致在3.5万亿美元左右，比此前市场预计的规模要大。停止缩表后，将会调整资产内部构成，将MBS到期的资金转为投资国债，最终长期目标是持有的资产以国债为主，尽量减少MBS持仓。

2、美联储将重新审议官方通胀目标框架

周五，美联储向国会递交半年度货币政策报告，重申FOMC将在未来利率政策调整方面保持耐心，预计资产负债表的长期规模将“远超”本世纪金融危机前水平。联储称，去年下半年美国经济保持稳步增长，今年GDP增速可能略低于3%。关于国内外风险，联储指出包括投资者的风险偏好恶化、中国经济放缓，称全球环境和经济形势更疲软，“政策前景比早前更不确定”。美联储半年报公布后，美国国债收益率跌幅扩大，刷新日内低位。

美联储副主席和纽约联储主席相继发言，细致点评了影响美国货币决策的通胀走势，并敦促美联储在今年重新审议官方通胀目标的框架，不排除做出相应更改。周五，美联储三号人物、FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯参加2019年货币政策论坛小组讨论，发表题为“高压经济下的通胀前景”的演讲，认为对通胀的上行和下行风险都应保持警惕。“美联储必须对通胀的可持续高涨保持警惕，需要确保趋紧的劳动力市场不会触发持续的通胀激增。值得用同等力度来警惕的还有，通胀预期不能被锚定在过低水平”。之后，美联储二号人物、美联储副主席克拉里达就美联储的工具和沟通机制发表

讲话，再次强调应锚定通胀预期。旧金山和圣路易斯联储主席也相继表态称：通胀预期的重要性凸显，虽然通胀尚未失控，但不应对偏高或偏低的通胀预期感到自满。

3、美国新公布多项数据皆显疲软

此前由于美国政府部分关门影响数据发布，商务部于2月21日才公布12月耐用品订单初值。美国12月耐用品订单环比初值1.2%，低于预期的1.7%。扣除飞机非国防资本的核心资本品订单环比下跌0.7%，为连续第二个月下滑。去年8月以来的五个月里，耐用品订单增速低于预期的情况已出现四次，体现了美国商业投资意愿的持续回落，经济增长势头出现减弱迹象。

美国1月成屋销售总数年化494万户，低于预期和前值500万户，打破了去年12月所创的2015年11月以来最低纪录，成为三年来多来首个年化销售低于500万户的月份。但NAR（全美地产经纪商协会）首席经济学家Lawrence Yun预计成屋销售未来不会进一步下滑，1月疲软是相对于历史正常水平，处于周期性的低位。温和上涨的房价以及家庭收入增长将提升业主供房的能力，未来几个月将吸引更多买家。

4、欧元区2月制造业PMI跌破荣枯线

欧元区2月制造业PMI初值为49.2，2013年6月以来首次跌破荣枯线，创下了68个月新低。欧元区制造业的低迷主要受德国所拖累，德国制造业PMI初值47.6，为74个月新低，主要原因是亚洲尤其是中国的汽车业订单出现下降；法国的制造业PMI则表现良好，初值51.4，创5个月新高。服务业与商业信心是本次数据的亮点，欧元区服务业PMI初值52.3，创下3个月新高，商业信心则升至4个月新高。

5、欧央行1月会议纪要继续释放鸽派信号

周四，欧洲央行公布了1月议息会议纪要。在1月份的议息会议上，欧央行维持三大利率和前瞻性指引不变，并且释放出偏鸽派的信号，认为经济前景风险偏向下行，仍需要大规模刺激政策维持通胀，到期债券再投资将一直持续到首次加息后很长一段时间。本次公布的会议纪要进一步表明了欧央行的鸽派态度，纪要内容显示由于英国脱欧和贸易冲突的高度风险，经济放缓持续的不确定性正在增加，欧元区经济增速可能会在几个季度内低于潜在增速。因此有可能需要新的刺激措施，欧央行正在考虑就新一轮定向长期再融资操作展开讨论，来为银行提供新的廉价长期贷款。

尽管欧央行并没有对前瞻性指引做出改变，依然保持利率至少到今夏不变，保留了今年下半年加息的可能性，但就目前欧央行的鸽派态度以及欧洲经济的表现来看，欧央行首次加息的时间点可能要往后推迟更多。另外，欧元区一直以来对财政的监管较为严格，如果经济进一步下行，不排除会放松对财政赤字限制政策的可能性。今年以来，财政刺激已经被许多欧元区国家纳入新一年的政策考量，德、法、意均计划在2019年实施至少相当于国民收入0.4%的财政刺激，未来刺激的规模有可能会扩大。

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_14059



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn