

# 旬度经济观察

## ——全球“Risk On”模式或暂告一段落

韦志超<sup>1</sup> 袁方(联系人)<sup>2</sup>

2019年2月10日

### 内容提要

2018年圣诞节以来,全球资本市场显著的从 Risk Off 模式转向 Risk On 模式,但这一模式从2月起可能将暂告一段落。

这是因为,一方面市场对美联储加息态度逆转的预期已经较足,另一方面未来更主要的矛盾可能是全球经济基本面的下行。

中国春节期间消费数据不佳,暗示经济下行趋势未结束,仍需政策呵护。

风险提示: (1) 贸易摩擦加剧; (2) 地缘政治风险

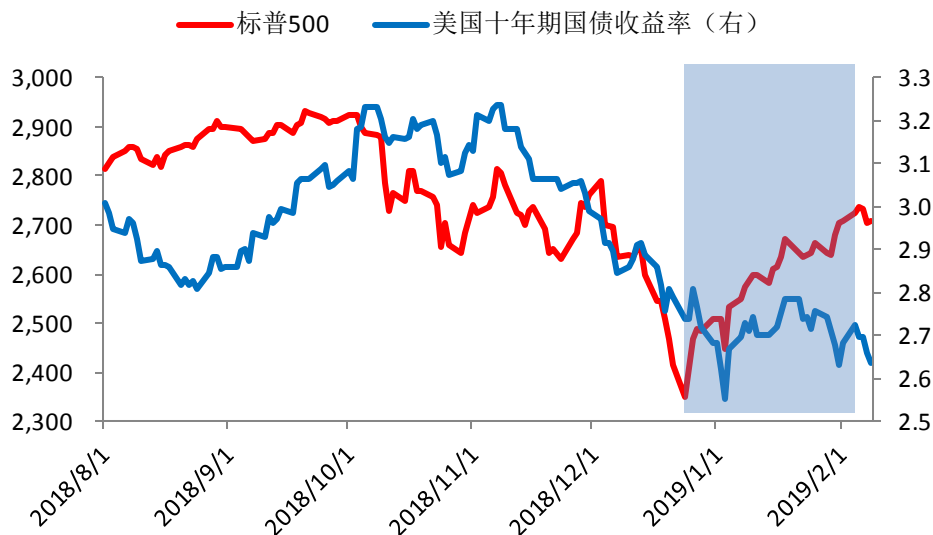
1 高级宏观分析师, weizc@essence.com.cn, S1450518070001

2 助理宏观分析师, yuanfang@essence.com.cn, S1450118080052

## 一、全球资本市场的“Risk On”模式或暂告一段落

2018年圣诞节至2019年2月初，全球资本市场显著的从Risk Off模式转向Risk On模式，这一转变在各类资产上都有相应的体现。美国股市从低点反弹了16.4%左右；同时，美国十年期国债收益率从低点的2.55%回升，最高反弹至2.79%左右。

图1：点、%

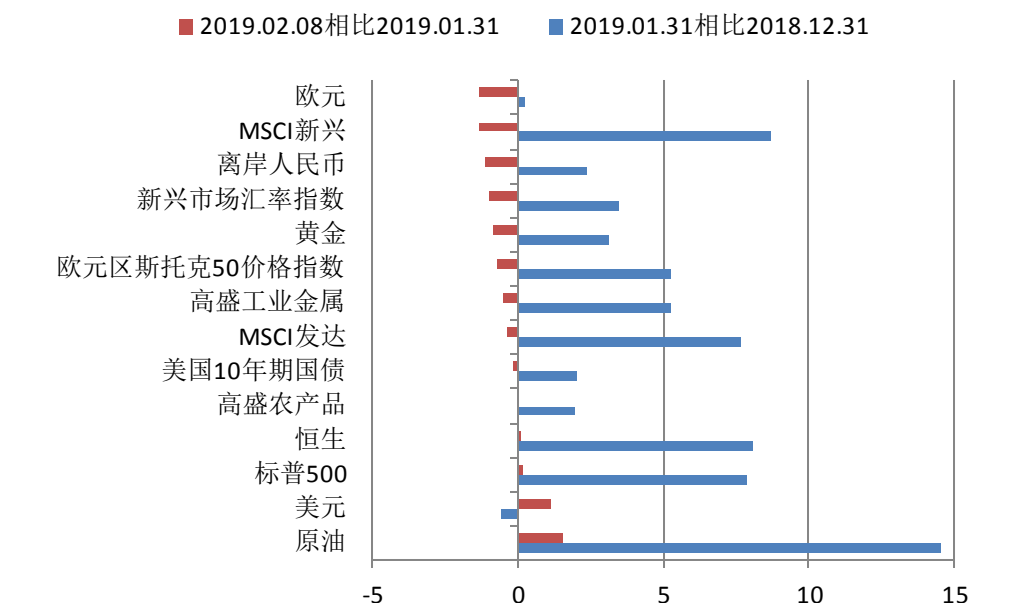


数据来源：Wind，安信证券

这一模式从2月初以来发生了一定的变化。除了原油和美股，大部分风险资产在2月初的收益率为负值，这与风险资产在1月份的强劲表现形成了较为鲜明的对比。另外，作为避险资产的黄金的价格，经历了12-1月的大涨后，也在2月初出现了回落。

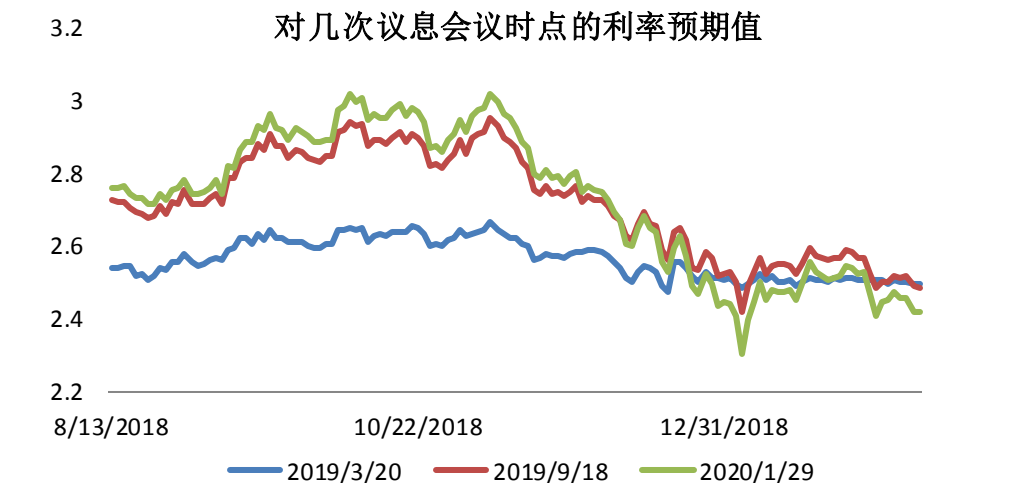
这一模式的变化，是暂时的还是会持续一段时间，值得关注。我们倾向于认为，全球资本市场的“Risk On”模式或暂告一段落。这是因为，一方面市场对美联储加息态度逆转的预期已经较足，另一方面未来更主要的矛盾可能是全球经济基本面的下行。

图2: 各类资产价格变化, %



数据来源: Wind, 安信证券

图3: %



数据来源: Wind, 安信证券

导致全球资本市场从圣诞节前的“Risk Off”模式转向“Risk On”模式最核心的因素，是美联储态度的逆转。但是，这一预期可能已经被市场充分消化。首先，美联储官员在2月的发言仅有一次，这与1月份官员的密集发声大相径庭，这可能意味着美联储觉得市场预期已经较为充分，没必要再频繁发声引导市场预期。

期了。其次，市场对 2019 年利率的预期，已经从 2018 年 11-12 月的大幅向下调整，进入到 2019 年 1-2 月的窄幅震荡，这可能说明市场对美联储态度转变的预期已经较足。

表 1：2018 年 10 月以来美联储官员表态汇总

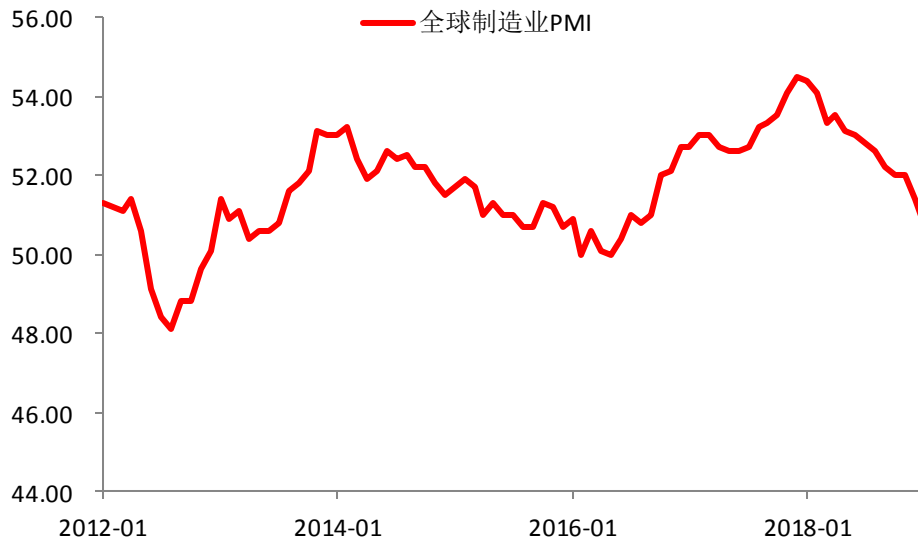
日期	人物	职务	派别	内容提要
2018-10-03	Jerome Powell	美联储主席	中性	距离中性利率还远得很
2018-10-03	Patrick Harker	费城分行	中性	2019 年和 2020 年分别加息两次
2018-10-10	John Williams	纽约分行	鹰派	2019 年继续加息，将接近中性利率
2018-10-24	Raphael Bostic	亚特兰大分行	中性	2019 年要加息一到两次
2018-11-13	Mary C. Daly	旧金山分行	中性	2019 年加息两次
2018-11-27	Richard Clarida	美联储副主席	中性	利率接近“中性利率”
2018-11-28	Jerome Powell	美联储主席	中性	目前利率仅在中性利率以下一点
2018-12-03	Randal Quarles	联邦储备委员会	中性	中性利率是 2.5-3.5%
2018-12-04	John Williams	纽约分行	鹰派	未来一年将继续加息
2018-12-07	James Bullard	圣路易斯分行	鹰派	美联储应该暂停加息
2018-12-07	Lael Brainard	联邦储备委员会	中性	美联储还是会渐进加息
2018-12-20	Jerome Powell	美联储主席	中性	美联储会非常谨慎加息

2019-01-03	Robert Kaplan	达拉斯分行	中性	一两个季度内 <b>不加息</b>
2019-01-04	Jerome Powell	美联储主席	中性	美联储会“非常 <b>耐心</b> ”
2019-01-04	Raphael Bostic	亚特兰大分行	中性	2019年 <b>要加息</b> 一次
2019-01-10	Jerome Powell	美联储主席	中性	四次提及“保持 <b>耐心</b> ”
2019-01-10	Richard Clarida	美联储副主席	中性	三次提及“保持 <b>耐心</b> ”
2019-01-10	Eric Rosengren	波士顿分行	鹰派	美联储应该“灵活且有 <b>耐心</b> ”，如经济好可以两次
2019-01-10	James Bullard	圣路易斯分行	鸽派	美联储已经到达此轮加息周期的末尾
2019-01-14	Richard Clarida	美联储副主席	中性	美联储会“非常 <b>耐心</b> ”
2019-01-14	Janet Yellen	前美联储主席	鸽派	未来 <b>不会加息</b>
2019-01-15	Esther George	堪萨斯分行	鹰派	加息上需要更 <b>耐心</b> 、谨慎
2019-01-18	Charles Evans	芝加哥分行	鹰派	现在是 <b>暂停加息</b> 的良好时机
2019-01-18	John Williams	纽约分行	鹰派	利率政策需要 <b>耐心</b>
2019-01-30	FOMC			删除进一步渐进加息的表述
2019-01-30	Jerome Powell	美联储主席	中性	目前利率属于中性附近
2019-02-07	James Bullard	圣路易斯分行	鹰派	美联储 <b>不需要进一步加息</b>

数据来源：安信证券

另外，市场的主要矛盾可能逐渐转向对经济基本面下行的关注上。2月1日公布的全球制造业 PMI 继续下行 0.7% 至 50.7%，逐渐逼近 2015 年底的读数。欧盟委员会于 2 月 7 日发布报告，将 2019 年欧元区增长预期从 1.9% 下调至 1.3%，将德国经济增长预期从 1.8% 下调至 1.1%，将意大利增长预期从 1.2% 调降一个百分点至 0.2%。就在同一天，印度央行意外降息，进一步说明政府对经济的担忧已经落实到行动上了。2 月 8 日，澳洲联储发布声明，大幅下调经济增长预期，将截至 2019 年 6 月的 GDP 增速预期由 3.25% 下调至 2.5%，并暗示未来降息概率增大。这一系列事件，都说明市场对 2019 年全球经济下行的担忧在不断累积。

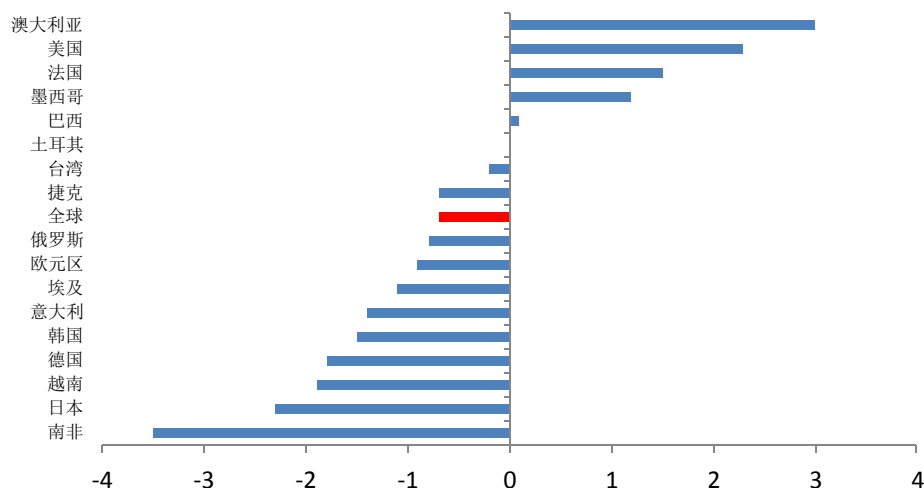
图4：点



数据来源：Wind，安信证券

图5：点

## 各国制造业PMI（1月-12月）



数据来源：Wind，安信证券

全球各项资产在 2 月的表现显示，市场已经开始对全球经济下行做出反应。首先，即使美国经济最近仍有韧性（制造业 PMI 反弹、非农就业大超预期），但除了原油外的大宗商品价格仍然走弱，说明市场依然看淡全球需求。其次，除了美国经济读数较强，其他经济体大都较弱，这与美元指数走强、欧元和新兴市场汇率走弱相对应。再次，各国 1 月制造业 PMI 与 12 月制造业 PMI 的差值和各国 2 月股市指数的表现呈明显的正相关关系。

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\\_14326](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14326)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn