

美国低利率周期下资产对冲途径有哪些？



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——川财投研看世界系列之二十六（20200909）

核心观点

❖ **美国进入了低利率周期。**今年新冠疫情爆发以来，为了缓解美国市场的流动性危机，美联储将利率调整到 0%-0.25% 区间，而后开始了新一轮扩大资产负债表的周期；另一方面，美联储推出了多种宽松的货币工具。在目前全球疫情基数仍然较大的情况下，美国经济短期内难以企稳，叠加美联储提高了通胀容忍度，预计美联储宽松的货币政策仍将持续较长的时间，美国未来一段时间仍处于低利率区间。

❖ **预计美股波动偏大的周期尚未结束。**美联储开启的低利率周期一定程度上会加速美股泡沫的推升和破灭。在今年 2 月下旬至 3 月的短时大幅回撤之后，由于美联储释放了大量流动性，使得美股在今年 4 月以来整体反弹幅度过大，现阶段美股三大指数处于历史估值较高位置。今年 9 月 4 日以来，美股三大指数出现较为明显的震荡和波动。考虑到美股现阶段估值较高，疫情对美国经济现阶段的复苏企稳仍构成挑战，叠加美国大选使得政治不确定性大幅上升，预计美股的震荡和波动还未结束，建议对现阶段美股持偏谨慎的态度。

❖ **考虑到美国处于低利率阶段，叠加美股市场处于波动较高的区间，黄金仍有较好的避险价值。**今年 8 月初伦敦金曾达到 2075 美元/盎司。但由于多头拥挤和美联储宽松政策曾经一度不及预期，叠加疫苗研发的利好，今年 8 月伦敦金最低跌至 1862 美元/盎司。现阶段伦敦金已回升至 1900 美元/盎司以上的水平。考虑到美联储现阶段表示将提高通胀容忍度，美国大概率仍将维持较宽松的货币政策，实际利率还将趋于下行，叠加全球政治不确定性进一步上升，黄金仍具有一定的上涨空间。

❖ **预计以有色金属为代表的大宗商品仍有一定的上涨机会。**今年上半年受到疫情影响，有色金属价格普遍在今年 3 月下旬跌至低谷，今年 4 月以来随着各行业复工对有色金属需求的提高，以及美联储的货币宽松政策的影响，有色金属价格开始回升。考虑到美联储开启的低利率周期，以及后期疫情逐步好转促使需求恢复，预计有色金属中长期将会出现较好的上涨机会。

❖ **美国处于低利率周期，美元指数走弱，利好资金流向以上证指数为代表的新兴市场股市。**现阶段上证指数估值仍然偏低。此外，中国疫情防控形势良好，同时国内经济政策支撑较好，预计上证指数中长期有较好的上涨机会。

❖ **一些欧洲和新兴市场货币走势处于较强势的区间。**考虑到美国开启低利率周期，且美国经济受疫情影响较大，预计美元指数未来一段时间仍保持较弱势的状态。预计现阶段欧元、澳元、加元和韩元等货币走势将处于偏强势的区间。

❖ **风险提示：**经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/09/09

分析师

陈 雳

证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠

证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟

证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道
177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、美国进入低利率周期	5
1.1 2020 年以来美联储的主要货币宽松政策	5
1.2 美联储采取“平均通胀目标制”	6
二、美国经济恢复仍存阻力，短期内货币政策难以进入紧缩周期	7
2.1 美国当前疫情对经济恢复仍然构成挑战，货币政策仍然偏松	7
2.2 美国经济短期内难以企稳，宽松的货币政策仍将延续	9
三、美国低利率环境下的风险和对冲资产	12
3.1 美股震荡和波动尚未结束	12
3.2 黄金仍有较好的避险价值	15
3.3 以有色金属为代表的大宗商品的上涨机会	17
3.4 以 A 股为代表的新兴市场股市的上涨机会	17
3.5 欧洲和新兴市场货币的阶段性走强	21

图表目录

图 1:	美国疫情感染总人数	8
图 2:	美国疫情每日新增人数	8
图 3:	纽约州新冠疫情感染每日新增人数	8
图 4:	加利福尼亚州新冠疫情感染每日新增人数	8
图 5:	佛罗里达州新冠疫情感染每日新增人数	9
图 6:	德克萨斯州新冠疫情感染每日新增人数	9
图 7:	美国 GDP 环比折年率 (%)	9
图 8:	美国 CPI 当月同比 (%)	10
图 9:	美国核心 CPI 当月同比 (%)	10
图 10:	美国 ISM 制造业 PMI	10
图 11:	美国 ISM 非制造业 PMI	10
图 12:	美国 MARKIT 制造业 PMI	11
图 13:	美国 MARKIT 服务业 PMI	11
图 14:	美国失业率 (%)	11
图 15:	美国新增非农就业人数 (千人)	11
图 16:	标普 500、道琼斯工业和纳斯达克指数走势	12
图 17:	标普 500 指数 PE、PB 和 EPS	12
图 18:	标普 500 指数 PE、PB 和 EPS	13
图 19:	标普 500 指数的 ROA 和 ROE(%)	13
图 20:	纳斯达克指数 PE、PB 和 EPS	14
图 21:	纳斯达克指数的 ROA 和 ROE(%)	14
图 22:	道琼斯工业指数 PE、PB 和 EPS	15
图 23:	道琼斯工业指数的 ROA 和 ROE(%)	15
图 24:	伦敦金走势 (美元/盎司)	16
图 25:	10 年期美债收益率 (%)	16
图 26:	美国十年期通胀指数国债收益率 (%)	16
图 27:	LME 镍、锡、铜价格走势 (美元/吨)	17
图 28:	LME 铅、铝、锌价格走势 (美元/吨)	17
图 29:	上证指数走势	18
图 30:	上证指数 PE 走势	18
图 31:	香港三大指数走势	19
图 32:	香港三大指数 PE 走势	19
图 33:	恒生 H 股金融业指数走势	20
图 34:	恒生 H 股金融业指数 PE 走势	20
图 35:	恒生科技指数走势	21
图 36:	恒生科技指数 PE 走势	21
图 37:	美元指数走势	22
图 38:	美元兑韩元、港币、人民币等外汇走势	22
图 39:	美元兑瑞郎、加元、日元外汇走势	22
图 40:	英镑、欧元、澳元及新西兰元兑美元外汇走势	23

表格 1： 2020 年以来的美联储货币政策.....	5
-----------------------------	---

一、美国进入低利率周期

1.1 2020 年以来美联储的主要货币宽松政策

今年新冠疫情爆发以来，为了缓解美国市场的流动性危机，美联储出台了诸多货币政策和货币工具。今年 3 月 15 日，美联储宣布降息 100 个基点，将利率从 1%-1.25% 调整到 0%-0.25%，而后开始了新一轮扩大资产负债表的周期；另一方面，为了应对新冠疫情给美国企业带来的压力，美联储采用了多种新的货币政策工具，例如 PMCCF（初级市场公司信贷工具）、SMCCF（二级市场公司信贷工具）和 TALF（定期资产抵押证券贷款工具）等。在目前全球疫情基数仍然较大的情况下，预计美联储的宽松的货币政策仍将持续较长的时间。

表格 1. 2020 年以来的美联储货币政策

时间	美联储货币政策
1 月 29 日	为了促进就业最大化和物价稳定，美联储决定维持利率水平在 1.50-1.75%。
3 月 3 日	为了稳定股市的激烈震荡，美联储提前 2 周召开会议，宣布将基准利率下调 0.5%。
3 月 15 日	美联储宣布将基准利率下调至 0%-0.25%，并在未来几个月至少增加 5000 亿美元公债持仓和 2000 亿美元的抵押支持债券持仓。
3 月 17 日	美联储正式宣布恢复商业票据融资机制，这是 2008 年金融危机以来美联储第一次使用该项工具。恢复商业票据融资机制后，美联储可以绕过银行，直接向美国企业放贷。
3 月 19 日	美联储推出了货币市场共同基金流动性工具（MMLF），并且对金融机构的贷款时限将达到 1 年。
3 月 20 日	美联储将分别向澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典央行投放 600 亿美元流动性，向挪威、新西兰和丹麦央行分别投放 300 亿美元流动性。并且这些美元的流动性至少将会持续六个月。
3 月 23 日	美联储宣布本周将资产购买计划拓展为每天 1250 亿美元（分别为 750 亿美元国债和 500 亿美元 MBS）。
3 月 31 日	美联储宣布建立针对外国和国际货币当局的临时回购协议工具（FIMA 回购工具），该项货币工具用以支持包括美国国债市场在内的金融市场稳定运转。
4 月 1 日	美联储宣布将对银行机构的杠杆率进行调整，并提高对银行机构向家庭和企业提供信贷的能力。
4 月 9 日	美联储宣布推出 2.3 万亿美元信贷计划以此来提振美国经济。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

4月30日 为了更好地支持中小企业，美联储将扩大“大众贷款项目”的范围。

5月4日 纽约联储表示将在5月初开始购买企业债券ETF。

6月8日 美联储宣布扩大“主街贷款计划”，以覆盖更多的中小型企业。

6月11日 美联储表示当下经济低迷程度较为不确定，将致力于使用所有工具。

6月16日 美联储宣布将通过二级市场企业信贷工具（SMCCF）购买公司债。

6月26日 美联储表示鉴于全球新冠疫情使美国经济陷入严重的衰退，将至少在9月之前禁止金融机构提高股息或者回购股票对于贷方。

6月29日 美联储正式启动5000亿美元的贷款计划，以支持大型企业发行新债。

7月29日 美联储宣布将联邦基准利率维持在0%-0.25%，直到美国经济已经度过新冠疫情的影响。

8月19日 美联储表示疫情造成的经济压力仍然较大，但是美联储8月会议纪要中并没有明确表示将扩大量化宽松，也没有讨论美联储延长购买资产的期限

8月27日 为了支持劳动力市场和经济在新冠疫情后复苏，美联储采取“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于2%。

资料来源：搜狐财经，新浪财经，Wind，川财证券研究所

1.2 美联储采取“平均通胀目标制”

2020年8月27日，在全球关注度极高的杰克逊霍尔全球央行年会中，美联储主席鲍威尔发表了题为“货币政策框架评估”的演讲，表明了美联储最新的货币政策观点。鲍威尔表示，为了支持劳动力市场和经济在新冠疫情后复苏，美联储的新策略是采取“平均通胀目标制”，允许通胀率适度高于2%。2020年9月3日，芝加哥联储银行行长埃文斯表示，将支持承诺将利率维持在0%附近，并且表示只要在通胀率上升不超过2.5%，在失业率没有下降至6.5%之前都不会加息。

我们认为美联储货币政策短期内难以进入紧缩周期，预计未来较长时间美国利率都将保持在较低位的水平。由于新冠疫情带来的冲击，持续疲软的通胀给美

国经济带来了风险，如果流动性收紧，美联储提升利率，将导致企业还债压力上升，从而给经济的发展带来较强的压力。为了保持足够的量化宽松程度和预期的就业水平，美联储需要保持宽松的利率环境。在此次会议中，美联储的新策略是希望将通胀在一段时间内“平均”增长 2%。这也是美联储自 2012 年以来对货币政策框架进行的最大一次调整。预计在“平均通胀目标制”实施后，美联储将利率维持在偏低的历史水平。

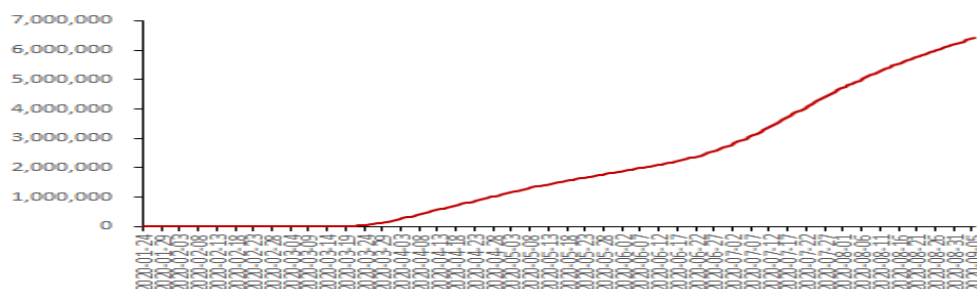
二、美国经济恢复仍存阻力，短期内货币政策难以进入紧缩周期

2.1 美国当前疫情对经济恢复仍然构成挑战，货币政策仍然偏松

今年 9 月 5 日，美国累计确诊人数为 640 万，当日新增人数达到了 29090 例，环比今年 7 月中旬二次爆发高点增速下降 60%。今年 8 月以来，随着美国采取了较为严格的防空措施和加大了检测力度，美国的每日新增感染人数近两周以来均控制在 5 万人以下，今年 9 月 5 日，美国单日疫情新增感染人数 29090 例，这是美国自今年 6 月疫情二次爆发以来，首次单日新增病例降至 3 万例以下。截至今年 9 月 5 日，之前疫情较为严重的纽约州、加利福尼亚州、佛罗里达州和德克萨斯州每日新增感染人数分别是 807 例、4625 例、3656 例和 3877 例，跟今年 6 月疫情高峰时期相比，有着较为显著的减小。但考虑到当前美国感染基数仍然较大，叠加今年 9 月各大高校学生返校和企业复产复工，疫情仍有反弹的可能性。

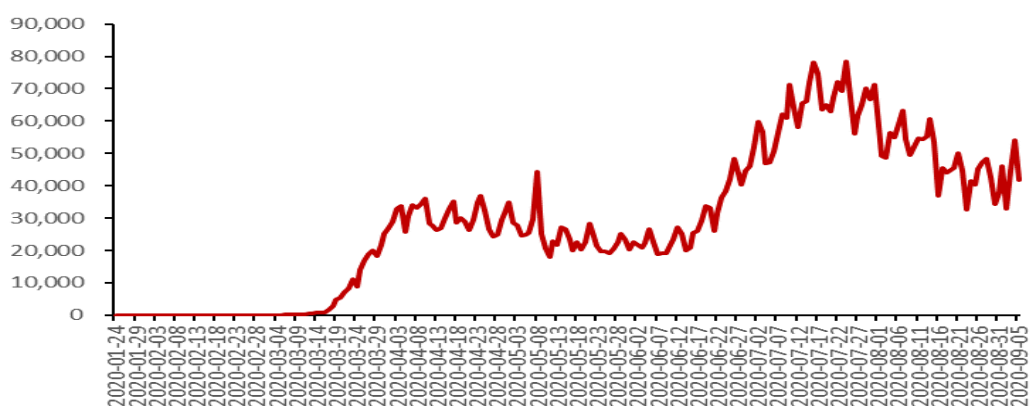
疫苗方面，目前美国生物科技公司莫德纳、辉瑞等进展出现向好趋势，但是疫苗大幅有效使用至市场还需要一定时间，以及效果还有待进一步的验证。今年 8 月 27 日，美国疾控中心已经向美国的 50 个州和 5 个一线城市的卫生局官员发布了最新的通知，如果顺利首批疫苗接种最快将可能在今年 10 月下旬和 11 月初进行接种。考虑美国疫情和抗疫措施的进展，预计短期内美联储货币政策难以进入紧缩周期。

图 1: 美国疫情感染总人数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 2: 美国疫情每日新增人数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 3: 纽约州新冠疫情感染每日新增人数



图 4: 加利福尼亚州新冠疫情感染每日新增人数



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_2615

