

下一轮机会在股市 - 美联储12月议息点评

摘要

12月FOMC会议，美联储保持利率不变，预计明年利率平稳。美联储12月议息会议，维持联邦基金利率目标区间在1.50%-1.75%不变，维持超额准备金利率在1.55%不变，维持贴现利率在2.25%不变，均符合市场预期。

此次会议并没有什么超预期的地方。前瞻指引，美联储对当前货币和利率环境相对满意，并表示通胀要持续高于2%才会考虑加息，态度较为鸽派。

市场和美联储对降息预期并不一致。最新点阵图和经济预测显示，2020年美联储继续维持利率不变，2021年加息一次。彭博市场预期，美联储会在明年3季度将降息25个基点，2021年并无加息预期。

美联储对2020-2022年美国经济增长预测基本保持不变，小幅下调长期失业率预期。经济和失业率预期表明美联储认为经济企稳，未来就业市场保持强劲。

点评：

首先，本次会议美联储已经明确暂停中周期利率调整，并强化了预防式降息已经结束，货币政策进入观察期的事实。其次11月全球制造业同步改善，美国衰退概率指数显著下行。若中美贸易不进一步恶化，明年上半年降息概率渺茫。但我们认为美国经济确实处于后周期(Late-Cycle)，货币政策对美国经济的效应逐渐减弱，未来整体货币政策易松难紧。叠加大选年的不确定性，明年下半年美国经济有继续放缓的压力。我们预计明年三季度美联储重启降息。

大类资产配置，我们认为下一轮机会在股市，最看好新兴市场。本轮预防式降息较为类似于美国1998年的那一轮预防式降息周期。根据1998年的经验，我们预计新的周期下，股票>房地产>农产品>贵金属>债券>原材料。股市上，新兴市场>港股>美股>发达市场。其中，新兴市场本币汇率有望企稳，叠加低估值效应，明年有望吸引资金回流。

各国指数	收市价	一周变动%	年初至今%
香港恒生指数	26994	3.0%	-9.8%
恒生中国企业指数	10615	2.8%	-9.3%
上证综合指数	2916	0.6%	-11.8%
创业板指数	1721	0.7%	-1.8%
道琼斯工业指数	27911	0.9%	12.9%
标准普尔500指数	3142	0.9%	17.5%
纳斯达克指数	8654	1.0%	25.4%
罗素2000指数	1632	1.1%	6.3%
富时100指数	7254	1.6%	-5.6%
法国CAC 40指数	5878	1.3%	10.6%
德国DAX 30指数	13186	1.0%	2.1%
日经225指数	23425	0.5%	2.9%
波罗的海干货指数	1460	-8.7%	6.9%
预期估值	PE	PB	股息率%
香港恒生指数	10.7	116.5%	3.8%
恒生中国企业指数	8.5	110.2%	3.9%
上证综合指数	11.7	134.5%	2.6%
道琼斯工业指数	18.9	397.2%	2.3%
MSCI新兴市场指数	14.0	159.7%	2.9%
波幅指数	收市价	一周变动%	年初至今%
VIX指数	14.9	2.8%	35.1%
HSI波动率指数	15.9	-1.1%	8.8%
外汇	收市价	一周变动%	年初至今%
美汇指数	97.2	-0.3%	5.5%
美元兑人民币	7.0	0.1%	8.1%
欧元兑美元	1.1	0.3%	-7.3%
英镑兑美元	1.3	0.3%	-2.4%
利率	收市价	一周变动%	年初至今%
5年期国债	1.6	0.4%	-25.7%
10年期国债	1.8	-0.6%	-25.2%
三个月Shibor	3.0	0.2%	-38.3%
三个月Libor	1.9	-0.2%	11.4%
商品	收市价	一周变动%	年初至今%
纽约期油	59.1	1.2%	-2.1%
布伦特期油	64.3	1.5%	-3.8%
黄金现货	1474.7	-0.1%	13.2%
三月期铜	6156.0	4.6%	-15.1%

Victor Bo Huang (黄博)

(852) 2509 2621

victor.huang@gtjas.com.hk

事件

12月 FOMC 会议，美联储保持利率不变，预计明年利率平稳。美联储 12 月议息会议，维持联邦基金利率目标区间在 1.50%-1.75% 不变，维持超额准备金利率在 1.55% 不变，维持贴现利率在 2.25% 不变，均符合市场预期。最新点阵图和经济预测显示，2020 年美联储继续维持利率不变，2021 年加息一次。其次，美国经济增长预测基本保持不变，小幅下调长期失业率预期。

本次议息会后声明要点如下：

1) 此次会议并没有什么超预期的地方。最大变化是删除了 10 月会议声明中的“uncertainties about this outlook remain”，增加了“The Committee judges that the current stance of monetary policy is appropriate to support sustained expansion of economic activity, strong labor market conditions, and inflation near the Committee's symmetric 2 percent objective”。前瞻指引，美联储对当前货币和利率环境相对满意，并表示通胀要持续高于 2% 才会考虑加息，态度较为鸽派。

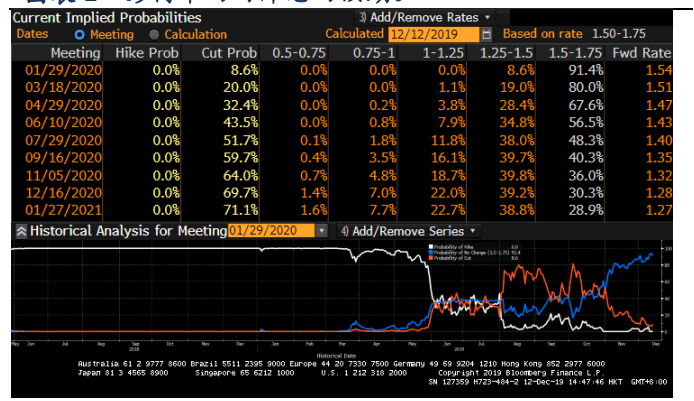
2) 市场和美联储对降息预期并不一致。美联储点阵图显示，2020 年维持利率不变，2021 和 2022 年各加息一次。新闻发布会上，鲍威尔再次强调加息的先决条件是通胀持续高于 2%。相反，彭博市场预期，美联储会在明年 3 季度将降息 25 个基点，2021 年并无加息预期。

图表 1：美联储点阵图



资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

图表 2：彭博市场对降息的预期。



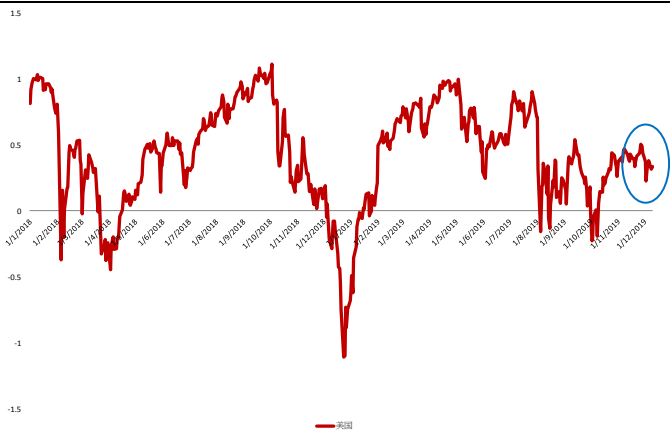
资料来源：Bloomberg, 国泰君安国际

3) 经济和失业率预期表明美联储认为经济企稳，未来就业市场保持强劲。此次，美联储对 2020-2022 年经济预测维持 2.0%/1.9%/1.8% 增长不变；维持核心 PCE 通胀路径 1.9%/2.0%/2.0% 不变。失业率小幅下调，从 9 月的 3.7%/3.8%/3.9% 小幅下调至 3.5%/3.6%/3.7%，长期失业率预期也从 4.2% 下调至 4.1%。

点评

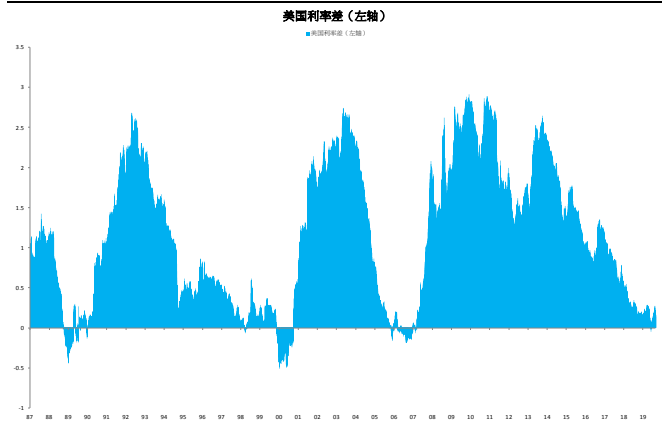
首先，本次美联储强化了中周期利率调整已经结束的态度。今年以来，美联储连续降息三次，共降息75个基点，同时启动每月600亿美元的扩表计划后，修复了利率倒挂问题，短期流动性获得显著改善。向前看，美联储已经明确暂停中周期利率调整和预防式降息已经结束，预计短期内不会再次降息，货币政策进入观察期的事实。

图表3：美国金融市场流动性



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

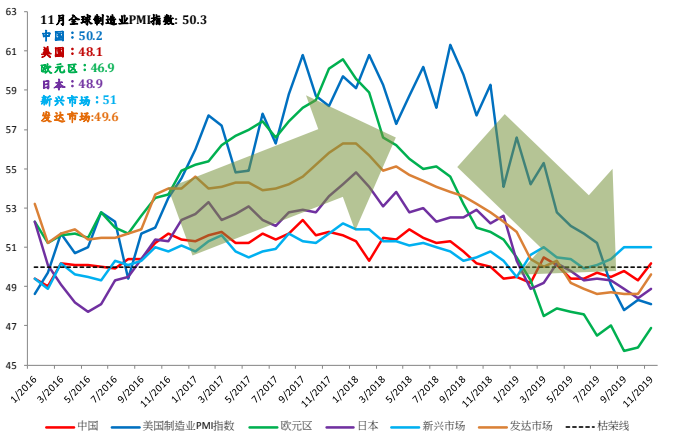
图表4：美国10年-2年期国债息差



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

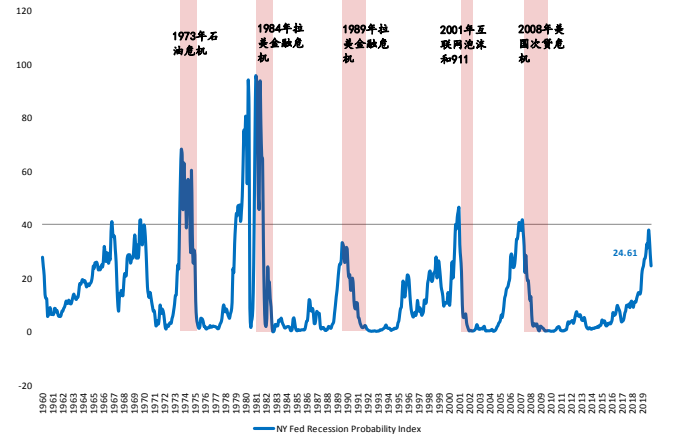
其次，全球制造业同步改善，若中美贸易不进一步恶化，明年上半年降息概率渺茫，但整体货币政策易松难紧。数据显示，11月全球制造业同步改善，美国综合经济领先指数（CLI）和美国衰退概率指数显著下行，意味着市场预期明年美国经济衰退风险正在下行。我们认为只要中美贸易摩擦不再加剧，明年上半年美联储难以降息。但是，从就业数据、消费数据、以及债务杠杆看，美国经济确实处于后周期（Late-Cycle）。未来货币政策对美国经济的
效果会越来越弱，同时特朗普的减税2.0计划预计难产。叠加明年大选年的
不确定性。明年下半年美国经济有继续放缓的压力。美联储重新回到加息轨
道的机会渺茫，货币政策易松难紧。我们预计明年三季度美联储重启降息。

图表 5：全球制造业 PMI 指数



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

图表 6：美国衰退概率指数

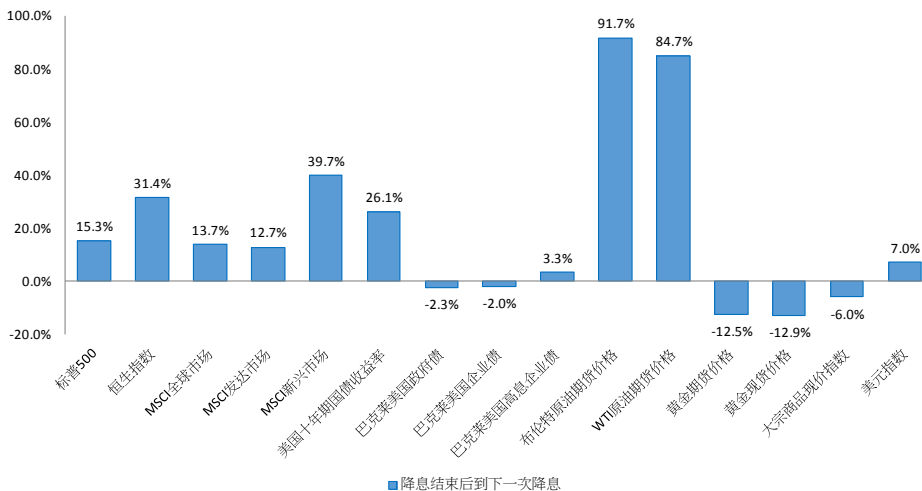


资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

大类资产配置

我们认为本轮预防式降息较为类似于美国 1998 年的那一轮预防式降息周期。我们认为下一轮机会在股市，最看好新兴市场。1998 年 9-11 月同样经历 3 次所谓预防式降息后，美联储进入观望状态，直到 8 个月后当通胀持续高于 2%，1999 年 7 月再度开启加息周期。向前看，短期内直接受益于利率下行的资产债券、黄金、房地产信托未来走势会受到拖累。根据 1998 年的预防式周期停止后大类资产表现，原油>股票>房地产>债券>大宗商品>贵金属。股市上，新兴市场>港股>美股>发达市场。新的周期下，我们预计股票>房地产>农产品>贵金属>债券>原材料。其中，新兴市场本币汇率有望企稳，叠加低估价值效应，明年有望吸引资金回流。（参考报告[近期投资策略看点 2019.8.15](#)【[鉴古知今，历年降息周期内美股走势](#)】，[近期投资策略看点 2019.6.20](#)【[美联储降息时间点及对大类资产和港股影响](#)】）

图表 7：1998 年降息结束后 8 个月大类资产表现



资料来源: BLOOMBERG, 国泰君安国际

风险

中美贸易谈判存在不确定性，增加市场波动机会。本周日12月15日美国原定暂停征税的截止日，后续是否会继续延期征税，市场需要密切关注该不确定因素。如果届时不能延期征税，外围市场将重新波动。

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_8380

