

2019年08月12日 星期一

美联储降息，或引发中国央行 跟进



联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68556039

市场回顾

- 人民币跌破7整数位关口
- 美国十年期国债收益率跌破1.6%，为2016年以来新低
- 美联储十年来首次降息
- 金价续创逾六年新高
- 波动率指数近年内新高

评述：全球市场的重要指标，无一例外展现“危机模式”。资金涌向黄金，日元，美债避险。波动率指数飙升，全球市场受到震荡，股票，大宗商品急速下滑。这种变化产生于市场之前埋下的伏笔——资产价格和风险的极度不匹配。当然，扣动扳机的那一下，或许就是美联储降息。而美联储降息的后果是什么？这也是这篇报告试图阐述的。

目录

市场回顾	1
市场策略	3
美联储降息的后果.....	3
海外经济	5
花旗经济意外指数.....	6
OECD 综合领先指标	6
主要经济体 GDP 增速.....	6
主要经济体 CPI 同比.....	6
主要经济体实际利率.....	7
发达与新兴市场股市表现.....	7
全球主要股市表现.....	7
国际贸易.....	7
十年期国债收益率比较.....	8
非美货币升贬值.....	8
国内经济	9
中国 GDP	9
中国 GDP 与 CPI	9
中国 CPI 与 PPI 同比增速.....	9
人民币远期汇率与中美利差.....	9
中国 CPI-PPI 同比剪刀差.....	10
中国实际利率	10
中国 TED 利差.....	10
M2 货币供应	10
基础货币与货币乘数.....	11
M1、M2 增速与剪刀差	11

市场前景

美联储降息的后果

市场对美联储行动的思考在短期总是浮于表面。比如以下的思维过程：经济不佳→降息→刺激经济→GDP上升→企业利润上升→股价上涨。由此，简单的把降息当作一种了“利好”。

实际上，如果更加深入的思考到美联储为何降息，或许就会想到，这当然是美联储预计经济将会疲软，或者是发现经济已经疲软，于是希望遏制住这一趋势。从这个角度看，我们就应该试图看到，经济前景有多差？如何比较降息的幅度与现在经济和股价的表现？

简单回溯历史我们就会发现，2007年9月18日，美联储将利率从5.25%下调50个基点至4.75%，之后两周标普500指数上涨达6%。然而，更值得注意的是，在2007年首次降息后，美联储继续降息十次。而标普500指数随着降息不断下跌到历史低点，幅度超过50%。（见图1）

图1，标普500指数（白线），美联储利率（黄线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

降息的影响未必如同市场直接观察的那么简单。因为经济系统不是一台按照图标和规则运行的机器。中央银行的官员在运作这台机器的时刻也存在着极

多的不确定性。央行的目标也并非能够轻易实现——否则就不会有经济周期和衰退了。

经济周期是决定股票收益的最强大力量。但经济周期并不直接影响股价，而是通过间接的手段影响股价。借用一个著名的比喻，市场是狗，而经济周期是牵着狗绳的主人。似乎小狗在乱跑，却总是围绕经济周期波动。

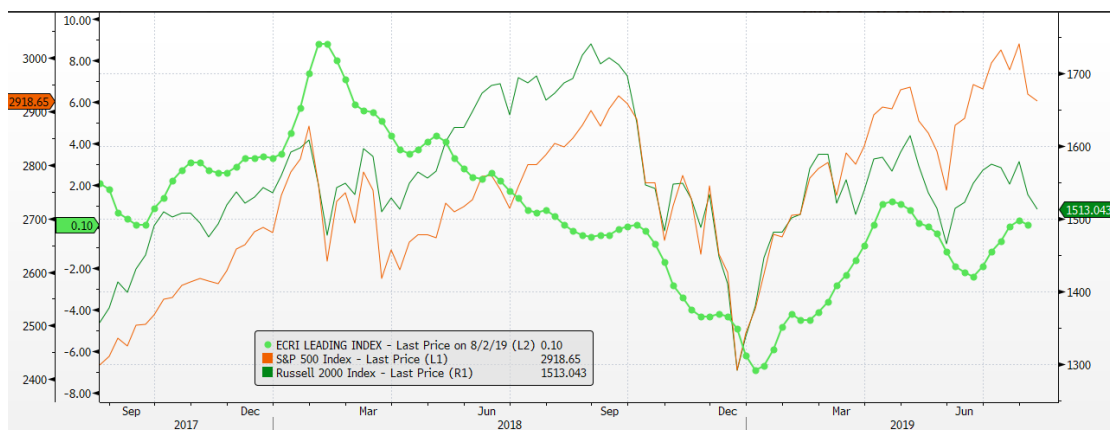
经济周期才是美联储利率决策的重要因素。甚至可以认为，经济周期主导了美联储的利率政策。经济周期是一种宏观的，并非精确量化的现象，是总体经济数据表现出的繁荣/萧条的交替。

经济周期领先指标具备着充分的经济学和常识基础。例如，生产是需要时间的。比如飞机公司从收到订单到交付飞机，至少有3-5年的时差。那么，我们可以通过飞机公司的订单，预测未来三五年的飞机公司生产和利润状况。推而广之，全世界的产业链从订单到生产都有不可避免的时滞性，这是产生经济周期的重要因素。

领先指数有效的另一个理由是，一部分经济活动更容易调整。比如，经济复苏时，企业家会先让员工加班而非招聘新员工。由此可以认为员工加班时间是很好的先行指标。

需要注意的是，各国所谓的经济景气调查，比如投资者和消费者对未来的看法。汗牛充栋的实证研究表明，这类景气调查问卷对经济周期并没有预测能力——因为，人们的心理状态，以及由此导致的行为，会在很短的时间发生巨大的改变。

图2，标普500指数（黄线），罗素2000指数（绿线），美国经济周期先行指数（绿点）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

当然，股市的反映比经济周期指数更为领先，这也顺利成章。但经济周期指标并非价格指标，更多是由生产活动等非价格数据构造的指标。目的不在于率先评估股市，而在于衡量美联储政策。通过构造的美国经济领先指标可以看出，此刻美联储的降息，更多是应对经济周期向下的变化。换言之，降息对美国股票市场的正面影响，很有可能被经济周期的变化所抵消。

而更重要的是，美联储降息对中国市场的影响。首先我们要思考的是，为何全球央行的行为并不互相独立，并且市场往往用“加息潮”或“降息潮”以形容这些央行的行为？

很重要的原因是，套利行为。资本管制只是增加了套利行为的门槛。在贸易全球化的时代，总是存在着各种方式让资本相对自由的流动。因此，各国的汇率和利率之间，是互相存在一个相对稳定的区间的。于是乎，各国央行的决策也互相联动。从这个角度看，美联储的降息，也大幅增加了中国央行降息的可能性。

图4，远期人民币（白线），中美两年期国债利差（蓝线）



资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图5，美联储利率（白线），美国十年期国债利率（黄线）



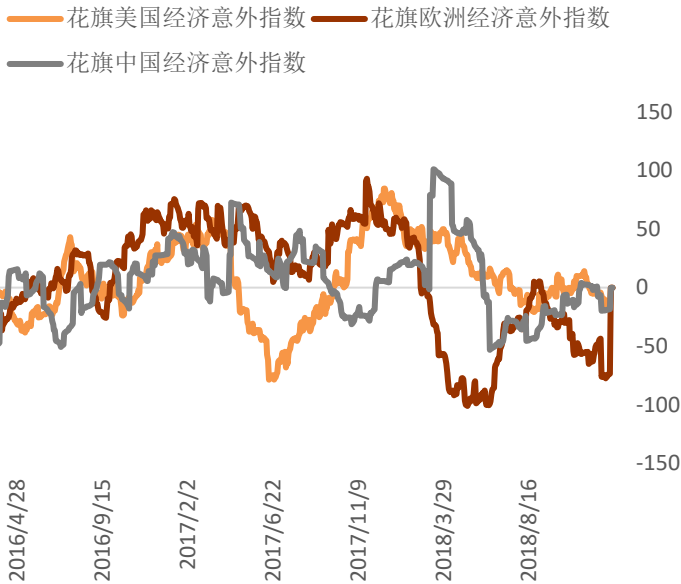
这次美联储降息伴随着美债利率下行。从利率平价模型角度观察，美债利率下行要么拉动人民币升值，要么带动中国央行降息。一般而言，降息会让套系资本离开，从而减少资本利得进而产生贬值。但是，在人民币破七贬值而中美利差反而扩大的时刻，央行的降息并不容易让套息资本离开，因为中国的利率相对美国足够的高。也就是说，即使在汇率水平变化不大的情况下，中国依然有极大的降息空间。甚至，如果央行不降息，最后市场的交易也会推动央行的这一行为。

实际上，具体到国内政策上，也几乎为中国央行降息铺好了道路——楼市去杠杆。政策密集的减缓乃至停止房地产的融资，而一度占据中国融资需求半壁江山的房地产信贷一旦减弱，也势必带来实际利率的走低。进而也令央行降息的可能性大幅增加。

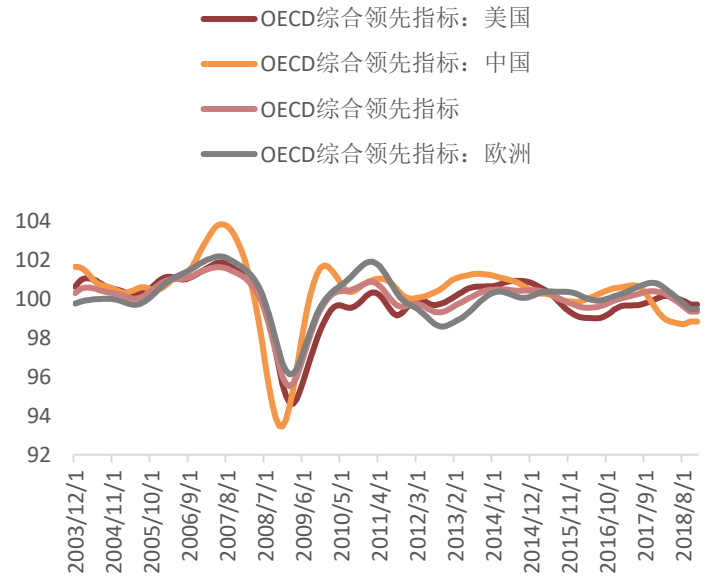
一言蔽之，美联储降息，未必带动美国经济好转，可能促使中国央行降息。

海外经济

图表1 花旗经济意外指数回落

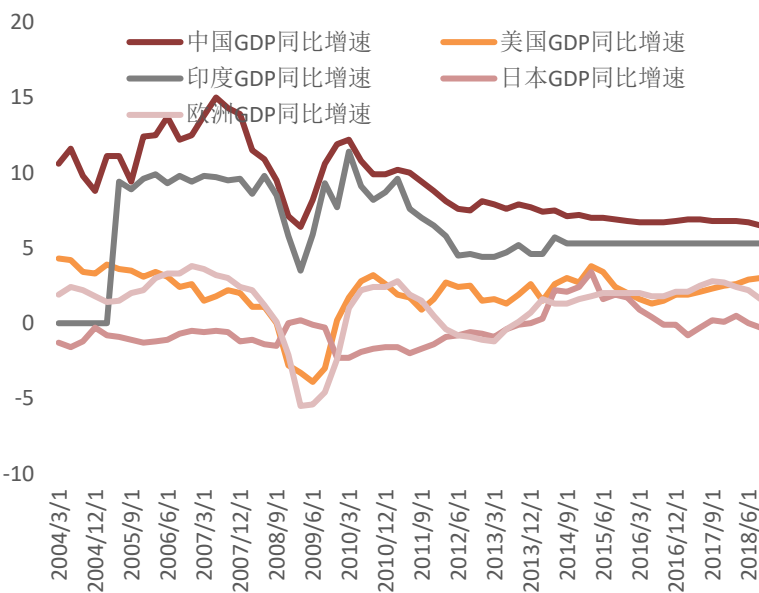


图表2 OECD综合领先指标趋稳

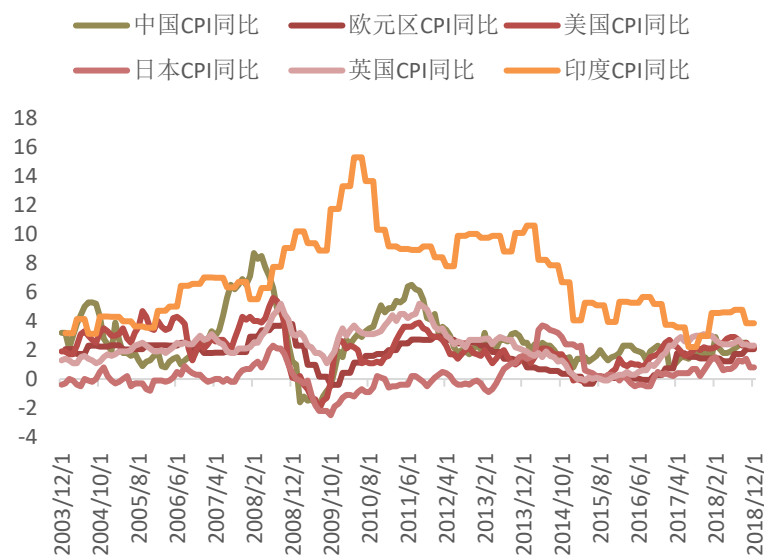


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表3 主要经济体 GDP 增速趋稳

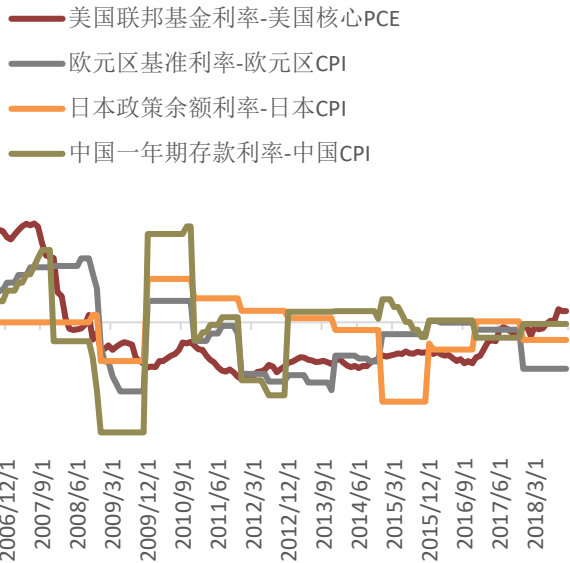


图表4 主要经济体 CPI 同比小幅上升

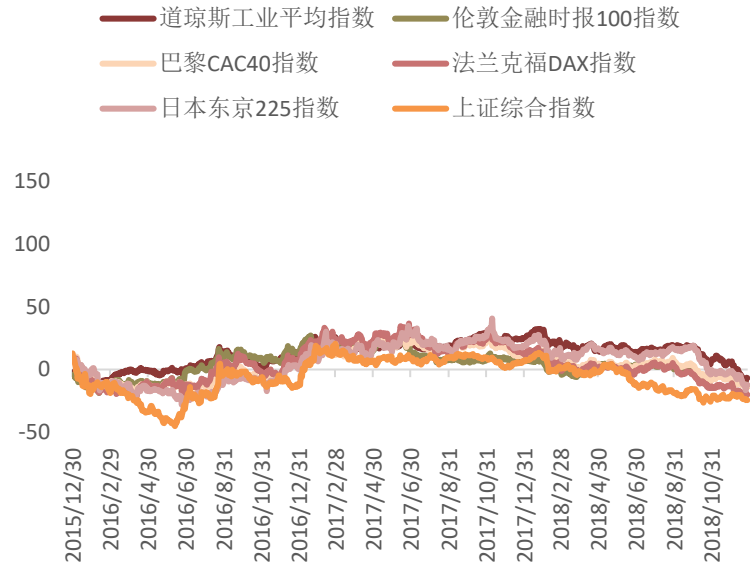


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表5 主要经济体实际利率低位

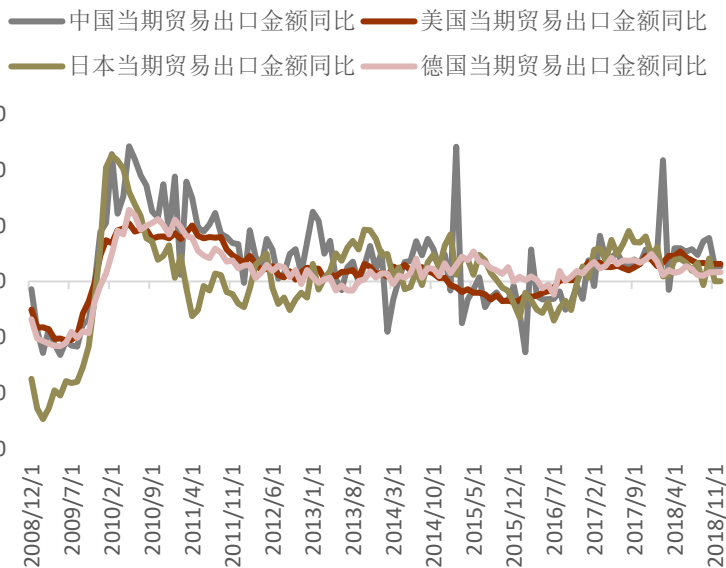


图表6 全球主要股市同比表现

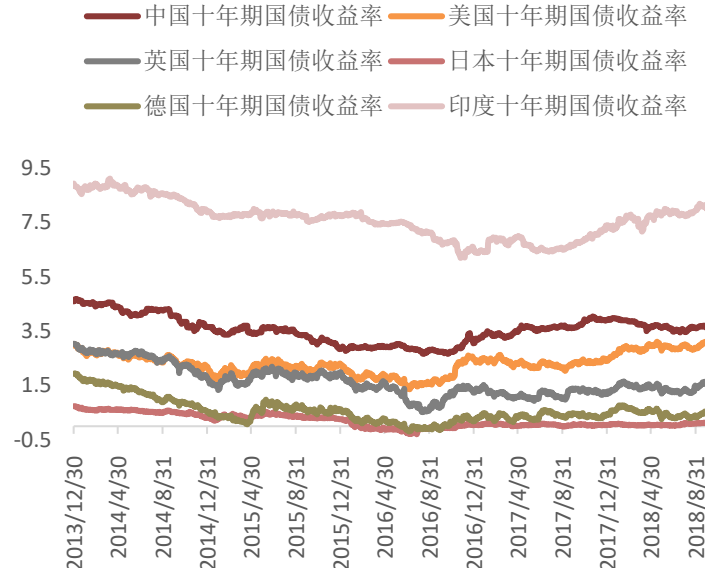


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表7 国际贸易尚可

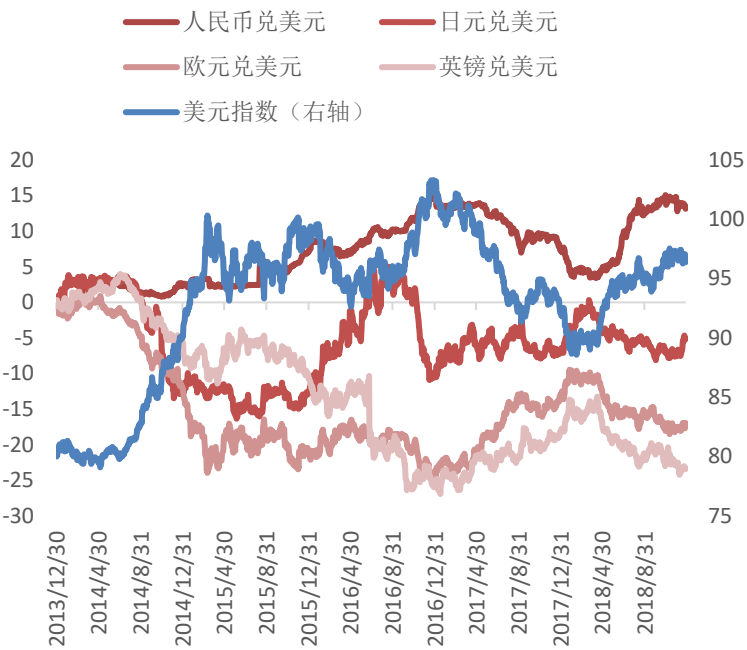


图表8 十年期国债收益率均小幅下行

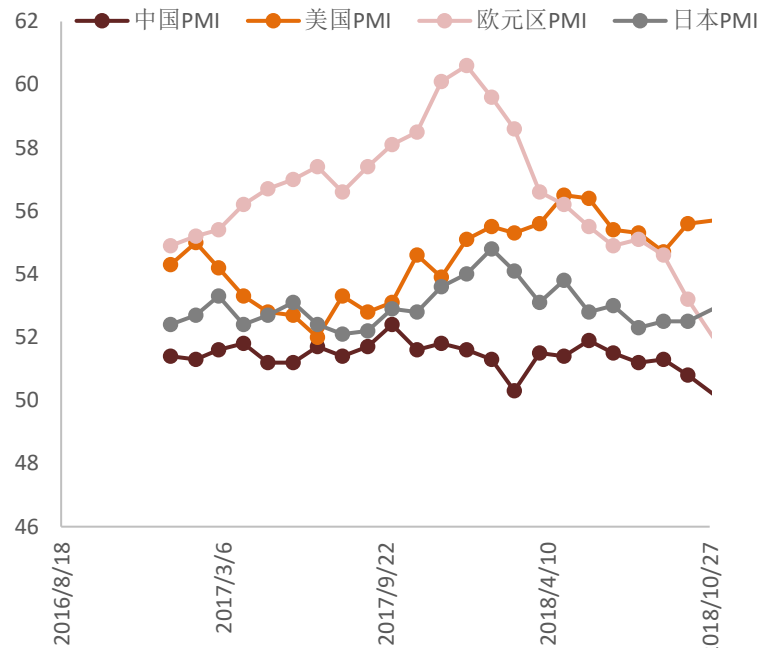


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表9 非美货币贬值加剧



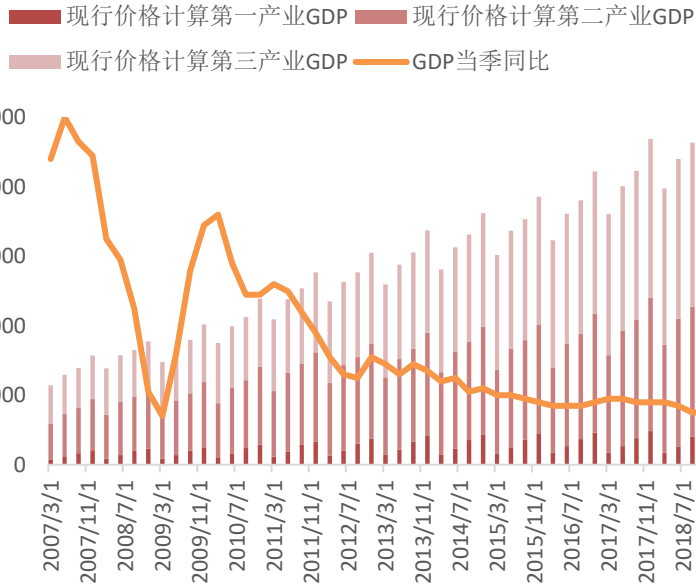
图表10 各国 PMI 指数回落



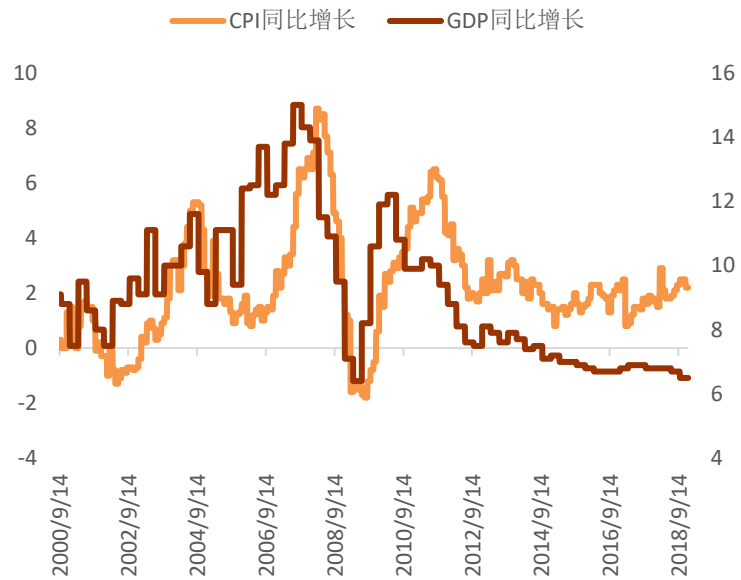
资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

国内经济

图表 11 中国 GDP 增速放缓

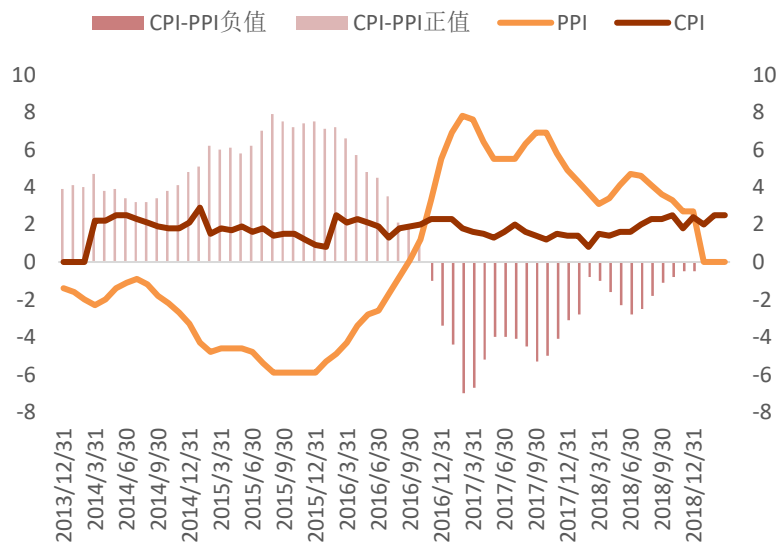


图表 12 中国 CPI 与 GDP 同比增速开始背离

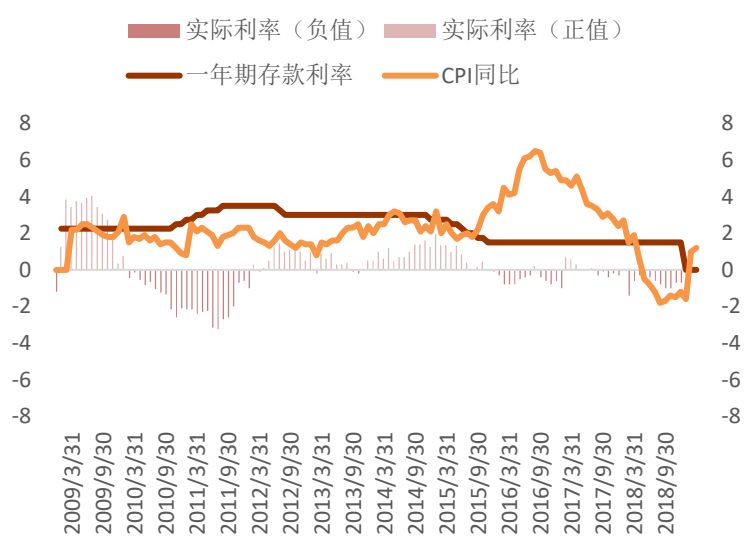


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 13 中国 CPI 与 PPI 同比增速趋同

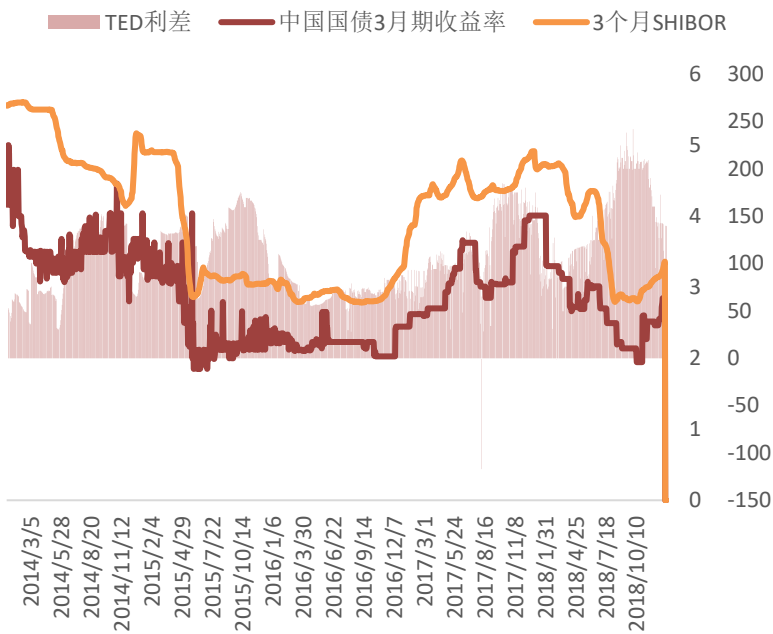


图表 14 中国实际利率依然为负值

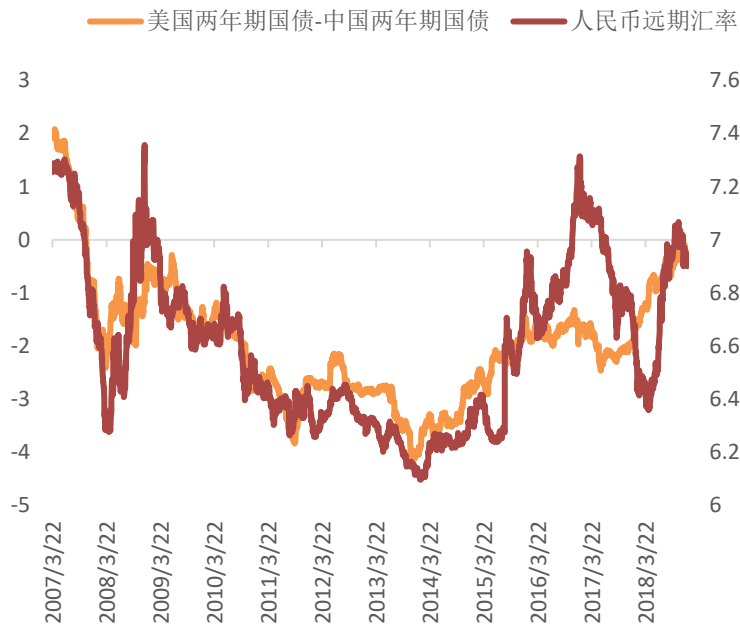


资料来源：Bloomberg、铜冠金源期货

图表 15 中国 TED 利差暗示银行融资偏难

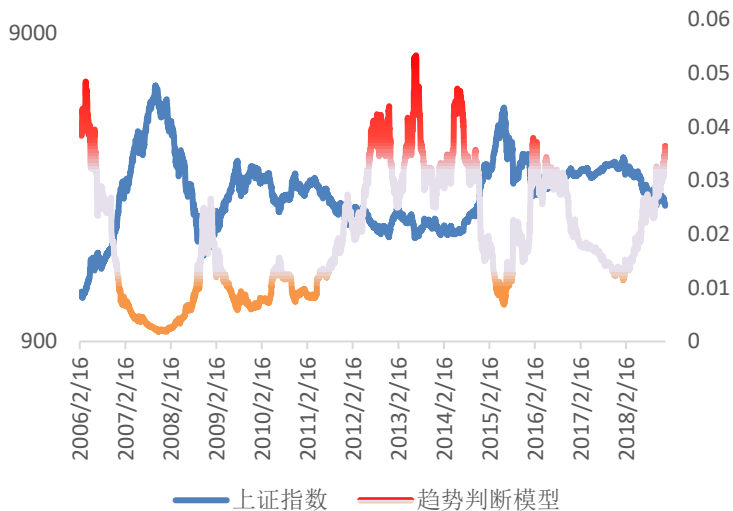


图表 16 利率平价暗示人民币还会贬值

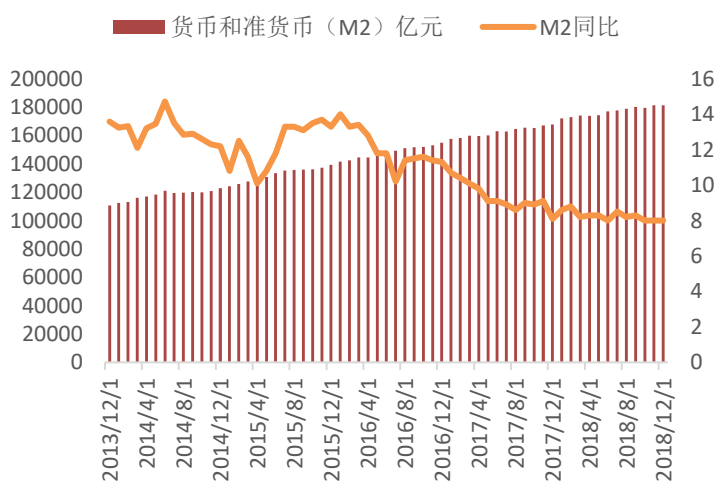


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 17 股市模型认为价值投资可行

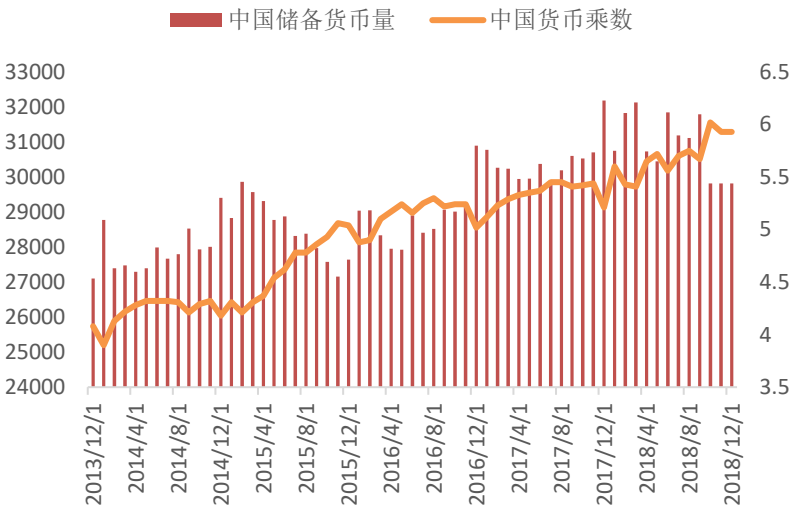


图表 18 M2 货币供应继续萎缩

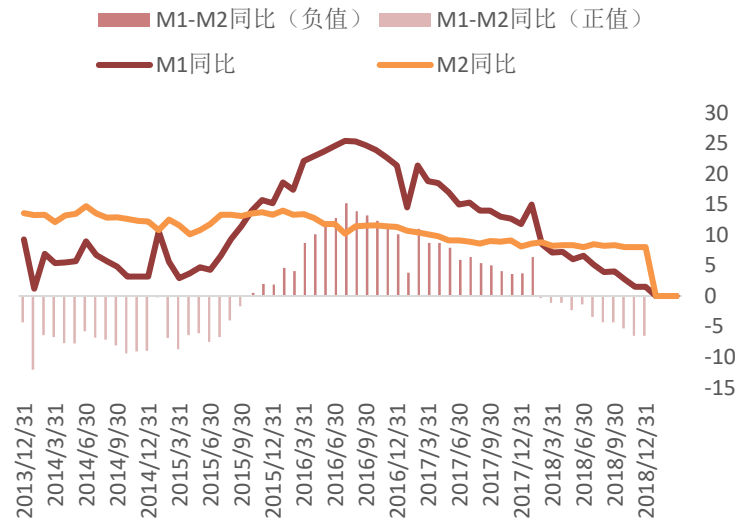


资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

图表 19 货币乘数居高不下



图表 20 M1-M2 差值仍为负



资料来源: Bloomberg、铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688

深圳营业部

深圳市福田区彩田路 3069 号星河
世纪大厦 A 栋 2908 室
电话：0755-82874655

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号期货
大厦 2506B
电话：0411-84803386



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。