

全球货币宽松下的资产价格重估

张志前 高级研究员

主要观点

- ▶ 2019年以来全球主要经济体央行纷纷进入了降息周期，中国虽没有跟随降息，但是实际的无风险利率也已大幅下行。
- ▶ 宽松的货币政策将利好权益类资产，股票、房地产、贵金属等很多资产的价格将面临重估。
- ▶ 降息将会导致基准利率下行，无风险利率和信用风险利率紧随其后，美国国债和信用债的投资价值凸显。
- ▶ 全球货币宽松，理论上讲将推升大宗商品的价格。但是，本轮降息可能对大宗商品价格影响有限。
- ▶ 在坚持“房住不炒”的严格调控下，资金将更加眷顾股票市场，这对A股市场将是长期实质性的利好。
- ▶ 随着QFII/RQFII 额度取消，中国A股市场将更加开放和成熟，有可能走出一轮慢牛行情。

目 录

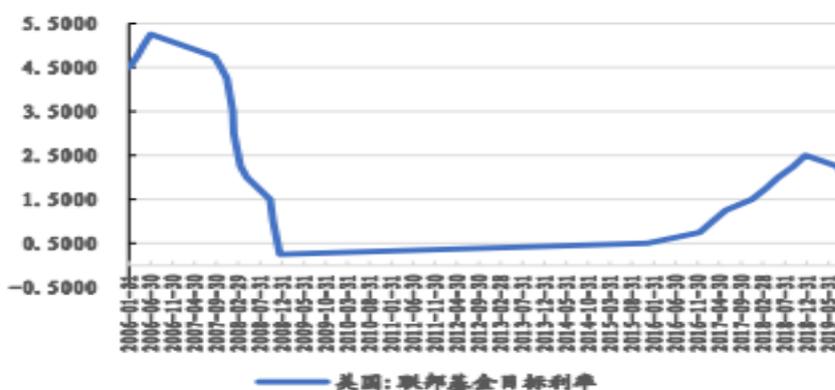
一、货币政策再现宽松	3
(一) 美联储开启降息周期	3
(二) 全球进入货币宽松	4
二、降息对资产价格的影响	5
(一) 降息对美国股市的影响	5
(二) 降息对债券价格的影响	6
(三) 降息对大宗商品的影响	7
三、降息对中国股市的影响	8
(一) 中国会否跟随降息	8
(二) 降息对房地产的影响	9
(三) 降息对 A 股市场的影响	9
四、开放条件下 A 股市场	10
(一) 取消 QFII/RQFII 额度	10
(二) 全球定价下的 A 股走势	11

一、货币政策再现宽松

(一) 美联储开启降息周期

2019年8月1日，美联储在结束为期两天的政策会议后发布声明，将联邦基金利率目标区间下调25个基点至2%-2.25%。这次降息距2018年底的加息仅隔半年多一点，美联储的货币政策出现了180度的大逆转。“一石激起千层浪”，美联储的降息引发了很多国家央行的跟随。世界上多数央行已进入降息周期，全球货币宽松已成为市场的共识。

图1 美国联邦基金利率走势图



就在美联储降息的同一天，巴西央行宣布降息50个基点，成为美联储降息后第一个跟随降息的國家。此后，8月7日，泰国、新西兰和印度三个国家的央行在同一天宣布降息。其中，泰国央行将基准利率下调了25个基点至1.5%，为2015年以来的首次降息；新西兰为年本年度第2次降息，而其降息幅度达到了50个基准；印度央行继今年2月、4月和6月累计降息75个基点之后，年内进行了第4次

下调基准利率 35bp 至 5.4%，创下 2010 年以来的新低。8 月 8 日，菲律宾央行宣布降息 25 个基点，8 月 9 日，秘鲁央行宣布将参考利率降息 25 个基点至 2.5%，成为三天之内第五个降息的國家。

（二）全球进入货币宽松

实际上，早在美联储降息之前，一些国家已经开始降息。2019 年以来，多国央行纷纷宣布降息，有发达经济体，也有新兴经济体。2 月 7 日，印度央行首先宣布将基准利率下调 25 个基点至 6.25%，自 2017 年 8 月以来首次下调基准利率。此后，包括埃及、乌克兰、新西兰、澳大利亚、俄罗斯、韩国等多个国家的央行陆续开启了各自的降息周期。截至 2019 年三季度末，全球已有 20 多个经济体先后降息。值得一提的是，欧洲和日本央行虽然尚未降息，但仍然维持着宽松的货币政策，并且预计未来或将进一步宽松。

2019 年以来，受贸易战等多重因素影响，全球经济呈现持续下行态势。作为反映经济发展先行指标的 PMI 持续走低，8 月，美、欧、日平均 PMI 从年初的 51.9% 下降至 48.9%。美国 Markit 制造业 PMI 初值自 2009 年 9 月以来首次跌至 50% 的荣枯线之下。在此背景下，欧元区和中国的制造业就业下滑压力较大。市场对未来全球经济的乐观预期持续下降，预计全球制造业和服务业表现将从分化逐渐收敛、共同向下，中短期内难以出现显著反弹。今年 7 月，国际货币基金组织（IMF）将 2019 年全球经济增长预期由 3.3% 下调至 3.2%，这是自

2009 年以来全球经济最低增速；而经合组织（OECD）则将 2019 年全球经济增速由 3.2%调低至 2.9%，并将 2020 年增速预测由 3.4%降至 3.0%。

二、降息对资产价格的影响

（一）降息对美国股市的影响

从理论上说，降息利好权益类资产。这也是特朗普总统一再要求美联储降息的重要原因之一，但是，这次降息美国股市并没有买账，依然我行我素，按着原有的节奏发展。自 2008 年金融危机之后，美股从 2009 年 3 月初重新恢复上涨至今，已历经 10 年有余的慢牛行情。目前美国股市处于历史的高点。即使美联储再次祭出宽松的政策，美国股市依然表现出明显的滞涨。近一年来，美股波动明显加大，在 2018 年 10 月初到 2018 年 12 月底期间，标普 500 和道琼斯指数曾下跌了 20%，纳斯达克指数更是下跌了 23%。这一方面反映出市场对中美贸战的担忧，同时说明市场已经开始对美国经济失去信心。

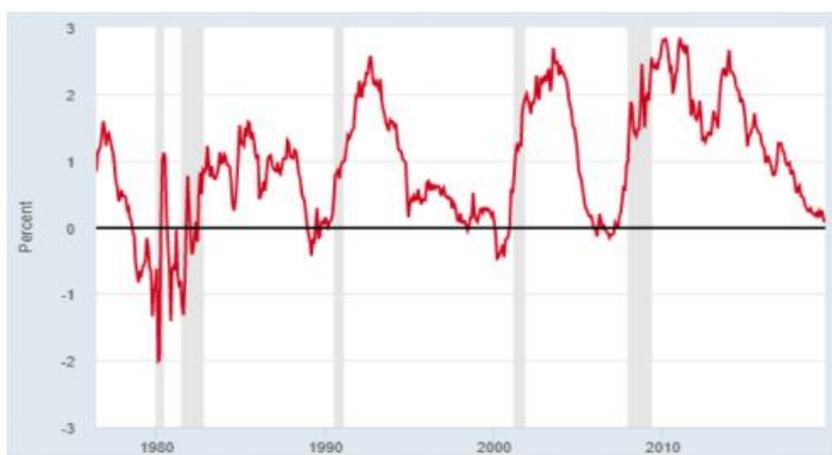
进入 2019 年，美国三大指数虽出现了一定幅度的反弹，将之前的跌幅逐步收复且略创新高，但回升力度主要体现在 2019 年初，之后更多表现为震荡。由此可以看出，2019 年年初的回升更多是修复 2018 年四季度的短期超跌，上升力量已现衰减迹象。虽然特朗普希望通过大幅度的降息恢复市场对美股的信心，但从历史数据看，美联储降息并不会必然带来美国股市的上涨，有时候甚至会出现下跌。从

当前的美国经济情况和美股所处的位置看，降息对美国股市的刺激作用将十分有限，甚至可能会发生相反的作用。如果继续降息导致债务领域发生风险甚至危机，美股可能还会出现下跌。

（二）降息对债券价格的影响

降息将会导致基准利率下行，无风险利率和信用风险利率紧随其后，债券价格抬升，因此在降息周期内，美国国债和信用债的投资价值凸显。历史经验表明，欧、美债市有较强的联动性。过去一年10年期美债收益率从3.2%下降至1.5%，出现了国债收益率倒挂。除了美国经济边际走弱之外，另一个重要原因就是欧洲负利率的外溢效应。市场普遍预期全球经济下行，各大央行货币宽松的概率提升，从而提前买入国债以获取交易性收益，导致利率下行。由于债券本身就是一种金融资产，利率过度下行也意味着国债市场可能存在一定的泡沫，而国债收益率倒挂则预示着美国经济存在衰退风险。

图2 美国10Y国债收益率减2Y国债收益率差值



与美股市场的反应不同，从历史数据看，欧洲股市和新兴经济体股市在美联储降息初期的表现要强于美股，且在降息初期时的收益率中值可为正，但随着美联储降息的推进，以上两个指标均出现回撤。这背后的逻辑或主要在于各个经济体降息周期的启动时点不同会导致前期的收益率略有差别，但随着全球降息潮的扩散，美国与新兴经济体相关利差收窄，与此同时，降息对美国经济的刺激效用相对更强，美股往往在后期相对于其他市场表现更强。从今年各国的表现来看，新兴市场国家的股市对降息相对敏感。美联储两次降息都引发了新兴经济体股市的一定反弹。这也说明，新兴经济体的发展潜力依然巨大。

（三）降息对大宗商品的影响

美联储降息，全球货币宽松，理论上讲将推升大宗商品的价格。从大宗商品价格的历史走势看，美联储降息，大宗商品价格尤其是基础工业品价格有可能率先出现上涨。但是，本轮降息可能对大宗商品价格影响有限。首先，在全球经济下行的趋势下，美国经济增速仍在发达国家之中名列前茅，而近期公布的经济数据较为亮眼。在这种情况下，美元指数不存在大幅下行的基础，除非美国经济数据在随后几个月急转直下。由于美元没有大幅走软的基础下，以美元计价的大宗商品很难从中获益。其次，面对贸易战，人口老龄化等内生因素对经济的冲击，货币政策的作用愈来愈弱，部分国家已经陷入了“流动性陷阱”，这种情况下，宽松的货币政策很难对经济起到药到病除的效

果，对大宗商品的需求提振也有限，因此市场反应较为平淡，唯有黄金因前期涨幅较大，且美元走强而大幅回落。原油市场目前受到沙特原油设施遇袭事件冲击，后续中东局势依旧是影响油价的关键。

三、降息对中国股市的影响

（一）中国会否跟随降息

今年以来中国经济下行压力加大。在世界各国央行纷纷进入降息周期之后，虽然中国央行还没有宣布降息，但是从年初至今的无风险利率也已经大幅下行。与此同时，人民银行还通过推行 LPR 改革实现了实质性降息的目的。8月16日，国常会提出改革完善贷款市场报价利率形成机制，在原有1年期品种基础上，增加5年期以上的品种，由各报价银行以公开市场操作利率（MLF为主）加点方式进行报价后，全国银行间同业拆借中心根据报价计算得出贷款市场报价利率并发布，为银行贷款提供定价参考。新的 LPR 价格形成机制不仅达到了降低贷款利率的效果，同时也有助于畅通利率传导路径。

随着全球化经济一体化的加深，世界各国货币政策操作也在趋同。从历史数据看，当美国经济出现周期性下行而开启降息周期时，中国往往在其后也会开启降息。同时，由于美国经济内生性较强且增速中枢较平缓，美国降息或加息进程中波动较小。中国在美国开启降息或加息周期时虽然整体跟随美国，但在美国目标利率保持平稳时由于我国自身通胀及经济周期的高波动性，利率上会有独立操作。同时，由

于中美贸易战在短时间内无法得到彻底解决，中国经济转型也需要较长的时间，因此，中国货币政策将继续保持宽松，迟早也会进入降息周期，但是降息的幅度有限，可能会更多运用财政政策来解决结构性问题。

（二）降息对房地产的影响

房地产是对利率非常敏感的行业，降息将会刺激房地产市场和房价，但是，由于中国房地产仍处于政府严格调控之下，房地产市场和房价难有大的起色。中央持续强调“房子是用来住的，不是用来炒”的调控理念，严控各路资金流入房地产。央行新一期的利率市场化操作 LPR 出炉，其中一年期利率为 4.2%，比上一次降低了 0.5 个基点，而 5 年期利率保持不变。5 年期利率主要都是房贷利率，其目的就是要保持房贷利率不降。从这些操作中可以看出，中央对楼市调控的决心依然十分坚决，并在资金中设立了各种防火墙，防止资金违规流入房地产市场。所以，我们认为，这次全球降息和货币宽松，对中国的房地产市场影响不大，中国的房地产已经不再是投资者的最佳选择。

（三）降息对 A 股市场的影响

降息对中国 A 股来说，是长期和实质性的利好：一是中国上市公司的财务负担较重，降息可以缓解上市公司的财务负担；二是降息有助于刺激需求，改善企业盈利增长预期；三是降息可以提振投资者的风险偏好，增加对权益资产的配置。从历史经验来看，A 股市场在

央行启动降息后的前三个月内反应迟钝，而在首次降息后的半年内上涨概率较大。与此同时，由于中国降息滞后于美国，人民币利率仍高于美国，中美保持一定利差也可以保证人民币资产有足够的吸引力。中国的出口增速仍然高于进口增速，贸易顺差仍在扩张，确保了人民币没有大幅贬值的基础。中美目前仍存在较大利差，足以抵御美国市场利率波动的冲击。这样持有人民币资产的收益率将会高于美国。

四、开放条件下 A 股市场

（一）取消 QFII/RQFII 额度

长期以来，中国 A 股主要是散户投资者的市场，投机炒作是中国股市的主流，这导致 A 股市场总是在大起大落的波浪中反复。中国的投资者对美国股市连续十年的慢牛行情艳羡不已。目前中国的 A 股市场还是一个相对封闭的市场。中国 A 股市场要实现慢牛，就必须对外开放，引进国外先进的机构投资者，改变 A 股市场的投资者结构和投资理念。可喜的是，今年 9 月 10 日，国家外汇管理局已经取消了合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金进行证券投资，不再需要就投资额度进行备案和审批。此次 QFII/RQFII 额度的全面取消，将成为中国资本市场对外开放进程中的关键一步。

短期来看，QFII/RQFII 额度取消为 A 股市场带来的增量资金有

限，对市场并无显著的提振作用。目前 QFII/RQFII 的总额度使用率仅为三分之一，并未用尽，并且互联互通的逐渐完善抑制了 QFII/RQFII 渠道的效用，因为互联互通没有准入条件的限制，但是 QFII/RQFII 的资质限定仍然存在。同时，北上资金累计净流入逾万亿元，规模远超 QFII 额度使用。此外，从市场表现来看，历次提升 QFII 总额度对 A 股市场的提振作用有限。但是从中长期来看，QFII/RQFII 总额度的取消，将助力完善市场机制和优化投资者结构，中国 A 股将会逐步放在全球视野中，由全球的投资者进行定价。

（二）全球定价下的 A 股走势

在韩国和中国台湾等地的资本市场上，外资持有大蓝筹股的比例都很高，他们的股市相对稳定，股指的波动幅度相对较小。同时，在这样的市场环境下，投机炒作的赚钱效应必将削弱，质量因子的溢价效应会得到显著提高。借鉴他们的经验，随着 A 股市场国际化进程的进一步推进，市场成熟度也会逐步提高，整个交易换手率将在后期显著降低。实际上，从 2015 年开始，A 股的换手率不断走低，交易出现较大的分化。大盘蓝筹股交易相对活跃，而垃圾股、概念股相对沉寂。随着中国资本市场的进一步开放，以及 A 股被纳入明晟、富士罗素等国际指数，大量外资将进入中国资本市场，A 股市场的投资者结构和理念将发生变化，投资者将会更加专注于个股的质量，垃圾股将会被逐步挤出市场。

新中国成立 70 年来，尤其是改革开放 40 多年来，中国经济发展创造了世界的奇迹。目前，中国已经是世界第二大经济体，虽然短期看，中国经济发展面临一些困难和挑战，经济下行压力比较大，但是从长期来看，中国经济已经形成了一片汪洋大海，经济结构非常完整，经济的韧性和回旋余地很大。相信中国一定可以战胜短期的艰难险阻，未来依然可以继续保持较高的增长率。随着中国经济的转型和发展，上市公司，特别是处于一些高科技和新兴行业的公司盈利能力和质量将会得到进一步提升。中国 A 股经过多年的调整已经处于历史的底部，不论从估值水平还是发展的角度看，A 股都处于波浪的谷底位置。有远见的投资者要紧紧抓住当前中国资本市场的这一战略机遇期，选择一批在行业竞争中胜出的头部公司进行配置，相信一定会获得比较丰厚的回报。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。