美国负利率阴霾下的大类资产展望

2020 年 06 月 23 日

事件

■ **美国低利率重现：**美联储表示预计联邦基金利率将在 2022 年前都维持在当前的 0%-0.25%区间。如果短期供给复苏后，因为长期需求的低迷，全球经济开始进入衰退，美联储大概率会效仿金融危机后的操作，承诺更长期地维持零利率来对经济做出正面刺激。

观点

■ **从缓解流动性风险到挽救经济：**若美国最终不得不采取负利率政策、或者承诺在通胀和失业率达到目标水平前一直维持零利率，应该更为接近欧洲 2014 年的情况，是因为经济衰退压力加剧，而非因为股市大幅下跌。尽管目前美股反弹情况乐观，依然不能忽视长期通胀低于目标、经济陷入衰退的风险。换言之，**美联储采用低利率的目标，已经从最初的缓解疫情后资本市场的短期流动性风险，切换为减缓长期经济陷入衰退的风险。**

■ **我们对目前利率环境下的全球大类资产有以下展望：**

- **大宗商品：低利率和流动性宽松在初期助长大宗商品价格上涨，但长期价格仍然回落。**美联储扩表后期因为流动性逐渐收紧、全球经济仍没有完全回到正轨，大宗商品价格快速走低。避险情绪导致黄金相对大宗商品整体有超额收益。但黄金长期的运行趋势，还是取决于大宗商品的价格走势。

- **股票市场：低利率对股市的有正面刺激，但不一定同样适用于负利率。低利率环境下，全球必选消费股可能更受青睐。**

- **债券市场：**未来美债仍有收益率曲线平坦化的风险。2008 年 10 月-11 月快速降息至零利率期间，期限利差的扩宽是因为短端利率快速下行；在此后，对利差造成主要影响的依然是长端利率的走势。若长端利率不能因经济复苏而大幅反弹，那么美债收益率曲线可能被再次压平。

- **美元：**贬值压力加剧。虽然 2008 年下半年美元因避险资金回流美国、其他国家增持美债等原因而走强，但是本次美联储前所未有的扩表幅度和大量的垃圾资产购买操作将对美元信用造成一定负面影响。同时，主要美债持有国的减持行为和套利资金的流出也将对美元造成贬值压力。

■ **美股的低利率或负利率政策将对中国资本市场产生溢出影响：**

- **股票市场：**预计外资对于 A 股消费的态度将现内部分化。外资对估值溢价过高的部分食品饮料和医药个股的青睐程度将会下降。但溢价程度合理的标的预计还会持续受到全球资金喜爱。

- **债券市场：**与美国利差较大的中国长端国债对全球资金将会有更大的吸引力。全球资金流入长端国债，将在一定程度上压低收益率，有望带来国债价格上行。

- **人民币：**本次疫情后，央行在货币宽松方面表现得相对克制。如果美元贬值风险上升，人民币资产对全球资金的吸引力将有望上升，带来海外资金流入。

■ **风险提示：**美国疫情好转后，中美关系依然是下半年外资流入的主要风险因素。年底新兴市场若出现第三轮疫情爆发，将引发全球资金整体减配。

证券分析师　陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理　冯涵若
021-60199780
fenghr@dwzq.com.cn

相关研究

1、《三分钟看中观：5 月挖机和汽车销量增速均扩大，猪价反弹》2020-06-17
2、《策略点评 20200616：风格切换的拐点》2020-06-16
3、《美股依然乐观，港股颇具吸引：美股依然乐观，港股颇具吸引》2020-06-14
4、《三分钟看中观：面板价格止跌》2020-06-10
5、《策略点评 20200605：外资对消费板块的偏好将现内部分化》2020-06-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 美国是否可能进入政策负利率？ 4
1.1. 似乎很难突破零利率下限的美国 4
1.2. 低利率的目标：从缓解流动性风险到挽救经济 7
2. 美国基准利率接近 0%时期的大类资产表现 10
2.1. 大宗商品：低利率和流动性宽松助长了价格上涨 10
2.2. 股票市场：低利率对股市的正面刺激不一定同样适用于负利率 13
2.3. 债券市场：收益率曲线仍有平坦化风险 15
2.4. 美元贬值压力将会加剧，人民币资产后续有望获得全球资金的偏好 19
3. 我们从美国低利率环境下的大宗商品表现中获得了什么启示？ 19
4. 国内市场会受到什么影响？ 20
5. 风险提示 21

图表目录

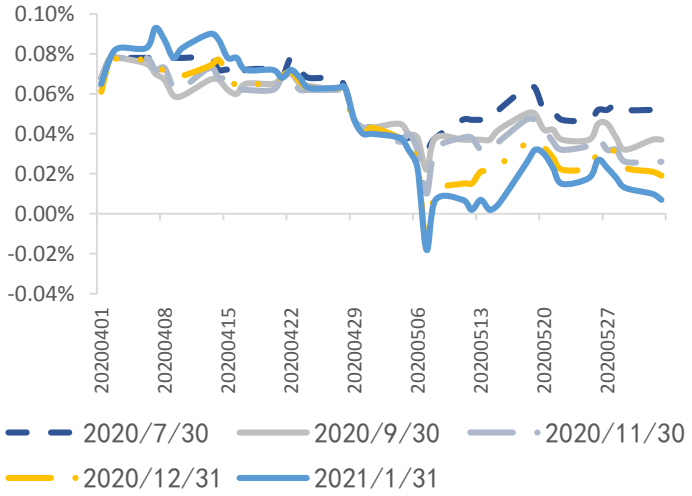
图 1：联邦基金期货隐含收益率在 5 月 7 日短暂地跌破零 4
图 2：一个月和三个月 Libor 下跌 4
图 3：全球负收益债券规模在 2020 年 4 月占全球债券规模的 21% 5
图 4：欧洲负利率导致银行利差压缩 6
图 5：美国货币市场基金规模极高 6
图 6：SARS 疫情高点前后中国、香港指数表现 7
图 7：H1N1 疫情高点前后美国、墨西哥指数表现 7
图 8：Ebola 疫情高点前后尼日利亚指数表现 7
图 9：Zika 疫情高点前后巴西指数表现 7
图 10：美联储 6 月经济预期中，2020 年预期 PCE 仅为 0.8 8
图 11：市场通胀预期大幅低于 2%目标 8
图 12：欧洲股市在启用负利率前上涨 9
图 13：大宗商品的表现体现出了 2014 年经济乏力的环境 9
图 14：2014 年美国的原油进口量减少至当时的历史低位 12
图 15：2008-2015 大宗商品走势 12
图 16：2010—2013 年，WTI 原油期货多头投机单增多 13
图 17：2009-2011 年美国国家债务风险提高 13
图 18：推出负利率政策后，欧洲和日本的股票指数都出现了一定程度的调整 13
图 19：欧元区消费股和基准指数 pe 14
图 20：欧元区消费股和基准指数 eps 增速 14
图 21：日本消费股和基准指数 pe 14
图 22：日本消费股和基准指数 eps 增速 14
图 23：对美国利差造成主要影响的是长端利率的走势 15
图 24：日本消费股和基准指数 pe 16
图 25：日本消费股和基准指数 eps 增速 16
图 26：不同时点的美国收益率曲线（整体越蓝越平坦） 17
图 27：日本、中国持有美债规模 18
图 28：其他主要国家持有美债规模 18
图 29：中国长端利率依然较高 18
图 30：中国、英国较年初减持美债 20

1. 美国是否可能进入政策负利率？

1.1. 似乎很难突破零利率下限的美国

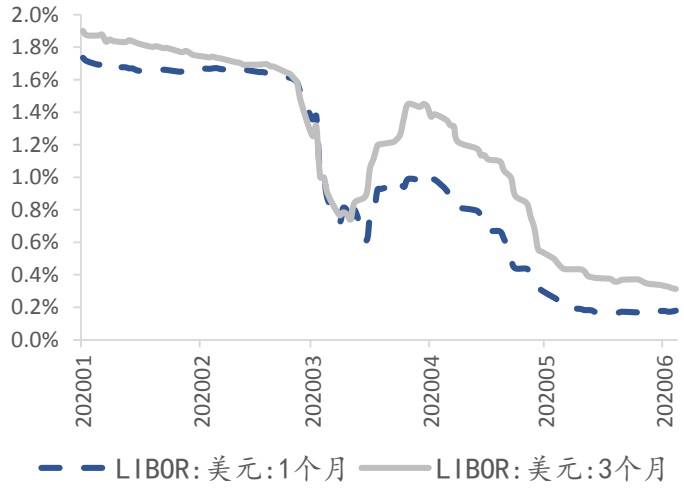
5 月 29 日，鲍威尔在普林斯顿大学格里斯沃尔德经济政策研究中心主办的在线活动上重申，美联储不打算将利率降至负值。而已越过诸多“红线”、目前将联邦基金利率目标范围保持在 0%-0.25%的美联储是否有可能使用政策负利率，无疑是目前全球投资者最为关心的问题之一。交易员们曾在 5 月大举押注负利率，导致 2020 年 12 月和 2021 年 1 月到期的联邦基金期货合约隐含收益率在 5 月 7 日短暂地跌破零值。这表明，市场一度认为美联储可能会在 2021 年年中之前将关键利率下调至目前 0% - 0.25%的区间以下，这是前所未有的情况。市场的一种担忧是，经济崩溃可能引发通货紧缩或价格螺旋式下降（当然，隐含收益率跌破 0%也有一些技术性原因。由于当时一个月和三个月 Libor 急剧下跌，基于 Libor 等其他利率的资产收益率跌至负值的风险上升，使得银行纷纷倾向于购买联邦基金期货。多头逼空的行情迫使做空联邦基金期货的交易员出逃止损）。

图 1：联邦基金期货隐含收益率在 5 月 7 日短暂地跌破零



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：一个月和三个月 Libor 下跌



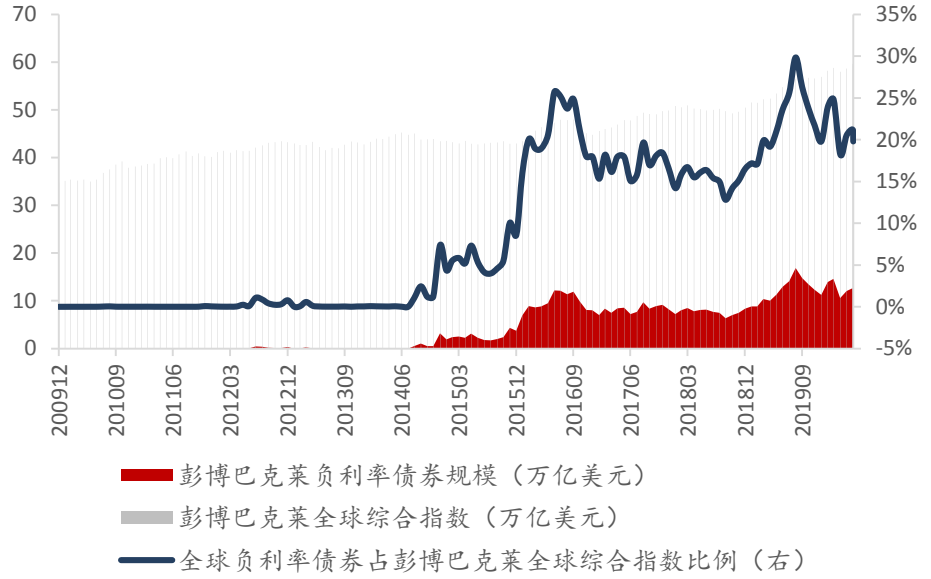
数据来源：Wind，东吴证券研究所

美联储主席鲍威尔多次驳斥了负利率政策的预期。鲍威尔表示，负利率对美国来说不是一项合适或有用的政策，其是否有效的证据“相当复杂”。前主席伯南克也指出，在金融危机引发的衰退期间，美联储官员曾经考虑了多种工具，但最终也没有使用它们。达拉斯联储总裁卡普兰表示，低于零的利率将对货币市场和金融中介机构造成“巨大损害”；旧金山联储总裁威廉姆斯认为，决策者已经拥有他们所需要的工具，不必将利率降至零以下。美联储副主席克拉里达在 2019 年 3 月表示，美联储在 2008-2009 年的金

请务必阅读正文之后的免责声明部分

融危机中研究了将利率降至零以下的可能性，发现这种做法“不可取”。同时，研究也显示，不同的银行业务体系导致负利率政策不一定适用于所有地区，而实施 QE 会也削弱负利率的效果。因此美联储应该也会慎重选择，在重启 QE 的情况下，可能不会直接采用政策负利率，更可能选择类似 2008 年后维持 0%利率同时采取 QE 的政策操作，或者动用政策工具箱中的其他工具。比如更大规模的债券购买和更严格的利率指引，来对抗经济衰退的风险。收益率曲线控制（Yield Curve Control）——即美联储为不同期限的政府债券设定特定的收益率水平——可能是另一种控制信贷成本的有效方式。

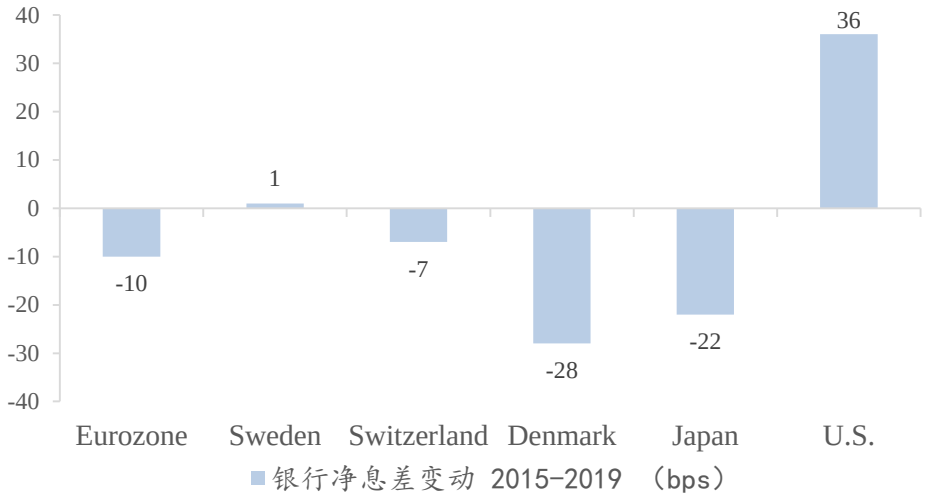
图 3：全球负收益债券规模在 2020 年 4 月占全球债券规模的 21%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

负利率在欧元区及日本的实施效果差强人意（详情请参考我们 2019 年 12 月的报告《零点之下：全球负利率会深化还是终结？》）。**这一非常规政策能对经济带来多大的正面效益尚不清楚，而市场普遍担心负利率会对金融市场产生较大危害。**在 2010 年的一份备忘录中，美联储工作人员阐述了负利率对银行和货币市场基金的影响。一些经济学家认为，利率下调的幅度是有限的，否则就会开始伤害银行利润，并通过银行系统对经济造成负面影响。如果商业银行将负利率转嫁给客户，可能会引发存款迅速外流。储户会纷纷选择持有现金，以避免向银行支付利息。那么银行系统的流动性就会降低，导致银行进一步缩减放贷活动，来减少高风险贷款、避免代价高昂的违约。同时，负利率的存在会使债务变得格外廉价，经济活动将越来越依赖廉价债务，从而使经济体越来越无法摆脱负利率。负利率持续时间越长，企业的杠杆率就越高，金融体系的抗冲击能力也会下降，更容易受到宏观经济冲击的影响。在去年 10 月的美联储会议记录中，官员们认为存在“金融体系严重复杂化或扭曲的风险”。

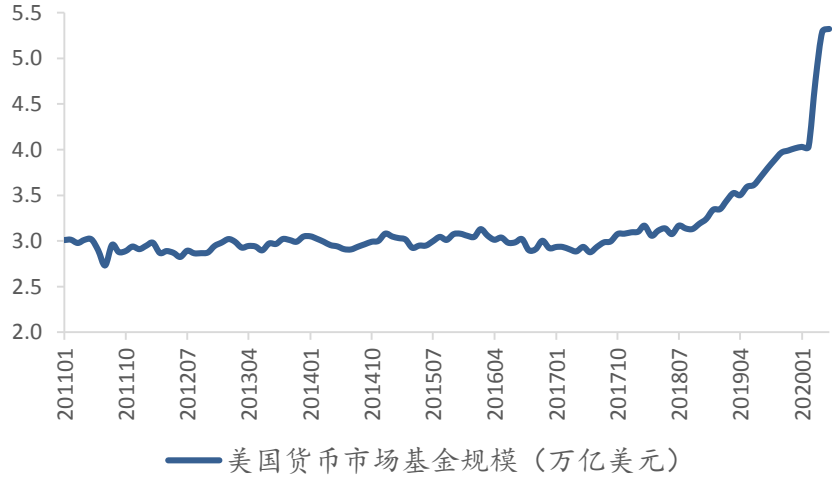
图 4：欧洲负利率导致银行利差压缩



数据来源：European Banking Authority Risk Dashboard，Federal Financial Institutions Examination Council (U.S.)，SNL Financial，东吴证券研究所

此外，负利率会对退休计划和养老基金造成极大负面影响，因为这些储蓄工具的回报与政府债券收益率高度相关。同时，美国与日欧不同的一大特点是，美国对货币市场基金的依赖超过其他经济体，截至 2020 年 4 月，美国货币市场基金的规模约为 5.3 万亿美元。这些基金的资产净值是固定的：如果今天投入一美元，将来至少会得到一美元。如果货币市场基金为投资者创造的利息收入随着利率降至零以下而消失，投资者就可能会转而寻求其他收益，从而引发巨大的赎回风险。

图 5：美国货币市场基金规模极高



数据来源：Office of Financial Research，东吴证券研究所

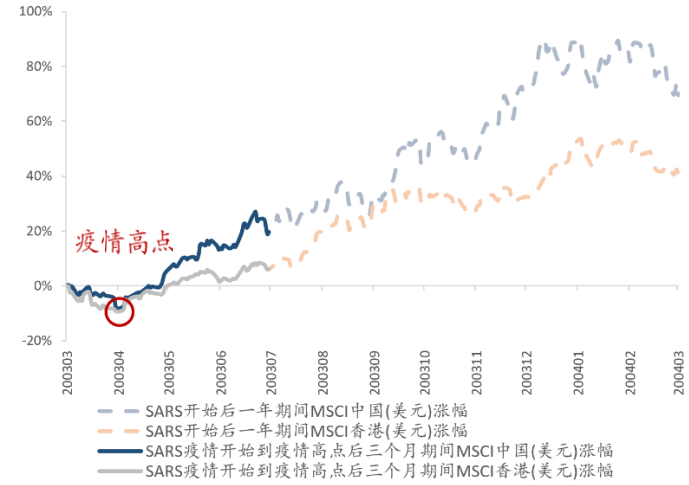
请务必阅读正文之后的免责声明部分

最后，虽然特朗普一再呼吁美联储考虑负利率，但目前还不能确定，法律是否允许这种政策。2008 年，美联储从国会获得明确授权，可以向商业银行支付存放在央行的准备金余额的利息。但目前尚不清楚这种权力是否可以延伸到对储备设定负利率。

1.2. 低利率的目标：从缓解流动性风险到挽救经济

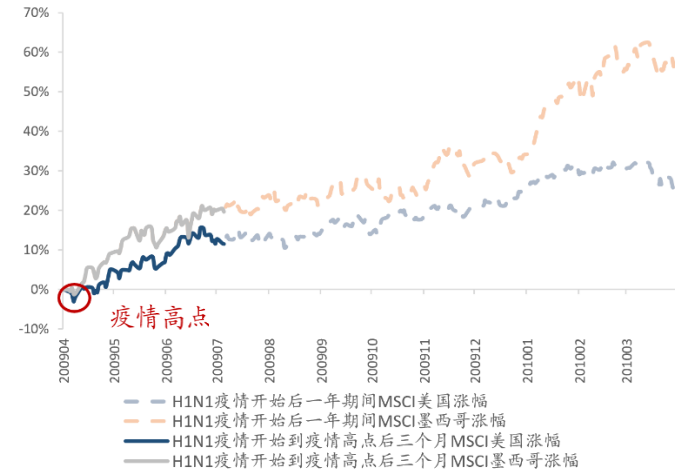
从权益市场的表现来看，3 月 23 日美股触底后的反弹仍在延续。我们回顾了 2003 年 SARS、2009 年 H1N1、2014 年 Ebola 和 2016 年巴西 Zika 病毒对当地市场指数的冲击。疫情往往只在高峰时期（使用 Bloomberg Story Count 数量判断）对疫情地区的指数产生了较大负面冲击，疫情高点后的三个月中，受影响的地区指数均出现了显著反弹。

图 6：SARS 疫情高点前后中国、香港指数表现



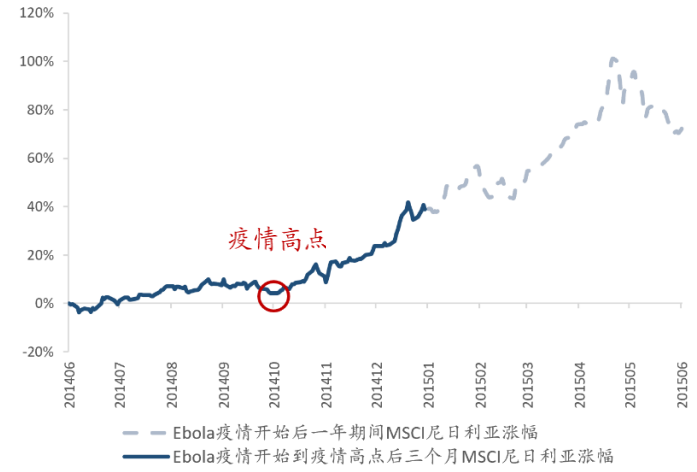
数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图 7：H1N1 疫情高点前后美国、墨西哥指数表现



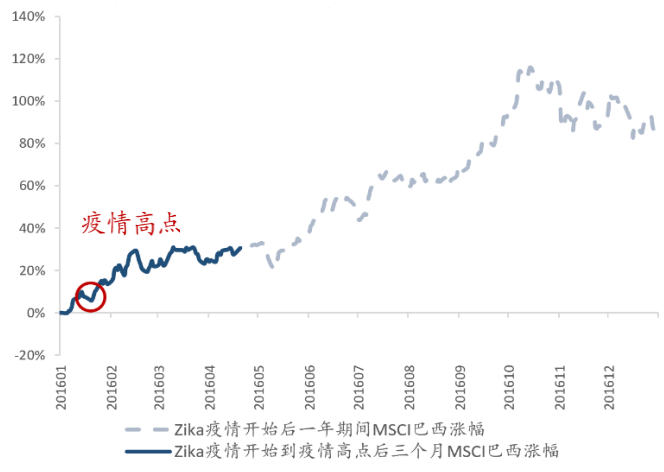
数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图 8：Ebola 疫情高点前后尼日利亚指数表现



数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图 9：Zika 疫情高点前后巴西指数表现



数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

然而，本次疫情无论是从影响规模还是持续时间层面，对美国经济的影响可能都更为明显。虽然 5 月非农就业和消费数据表现超预期，各州的复工也在陆续进行，但民众对失业的担心程度依然较高。同时通胀预期也离目标相距甚远。美联储 6 月经济预期中，2020 年预期 PCE 仅为 0.8。鲍威尔在 6 月的 FOMC 发布会上表示："我们甚至还没考虑过考虑加息（we're not thinking about raising rates or thinking about thinking about raising rates.）"，并表示预计利率将在 2022 年前都维持在当前的 0%-0.25%区间。**如果后续公布的经济数据不及预期，或者短期供给复苏后，因为长期需求的低迷，全球经济开始进入衰退，美联储大概率会效仿金融危机后的操作，承诺更长期地维持零利率来对经济做出正面刺激。**

图 10：美联储 6 月经济预期中，2020 年预期 PCE 仅为 0.8

Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]				Range[3]			
	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	-6.5	5.0	3.5	1.8	-7.6–-5.5	4.5–6.0	3.0–4.5	1.7–2.0	-10.0–-4.2	-1.0–7.0	2.0–6.0	1.6–2.2
December projection	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0–2.2	1.8–2.0	1.8–2.0	1.8–2.0	1.8–2.3	1.7–2.2	1.5–2.2	1.7–2.2
Unemployment rate	9.3	6.5	5.5	4.1	9.0–10.0	5.9–7.5	4.8–6.1	4.0–4.3	7.0–14.0	4.5–12.0	4.0–8.0	3.5–4.7
December projection	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5–3.7	3.5–3.9	3.5–4.0	3.9–4.3	3.3–3.8	3.3–4.0	3.3–4.1	3.5–4.5
PCE inflation	0.8	1.6	1.7	2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8	2.0	0.5–1.2	1.1–2.0	1.4–2.2	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8–1.9	2.0–2.1	2.0–2.2	2.0	1.7–2.1	1.8–2.3	1.8–2.2	2.0
Core PCE inflation[4]	1.0	1.5	1.7		0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8		0.7–1.3	1.2–2.0	1.2–2.2	
December projection	1.9	2.0	2.0		1.9–2.0	2.0–2.1	2.0–2.2		1.7–2.1	1.8–2.3	1.8–2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–1.1	2.0–3.0
December projection	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6–1.9	1.6–2.1	1.9–2.6	2.4–2.8	1.6–1.9	1.6–2.4	1.6–2.9	2.0–3.3

数据来源：FOMC，东吴证券研究所

图 11：市场通胀预期大幅低于 2%目标



数据来源：FRED，东吴证券研究所

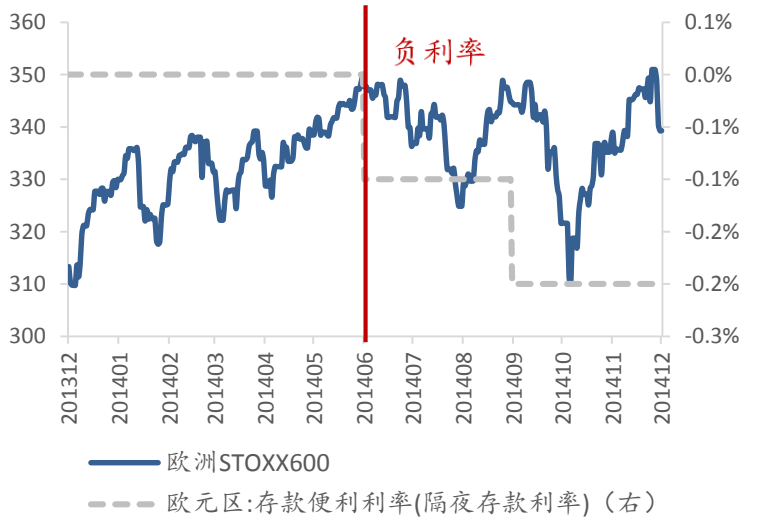
请务必阅读正文之后的免责声明部分

通过对欧洲进入负利率前 6 个月前的大类资产表现分析，可以看出，欧洲的负利率政策也并非是为了拯救股市下跌，而是为了挽救因通缩而长期低迷的经济。

欧央行正式实施负利率政策前的 6 个月中，欧洲市场指数则没有明显下跌，甚至有一定程度上涨。这是由于 **2014 年欧元区采取负利率是因为经济基本面长期走弱，因此短期内在股市中没有过于显著的反映。**同时，欧元区在 2008 年至 2014 年期间，已经经历了一系列降息、SMP 和 LTRO，因此 2014 年年初市场对于欧央行负利率政策的落地早有预期，流动性宽松的预期在真正启用负利率前的 6 个月中给欧股带来了一定上涨动能，而在实施后股市反而下跌（图 12）。

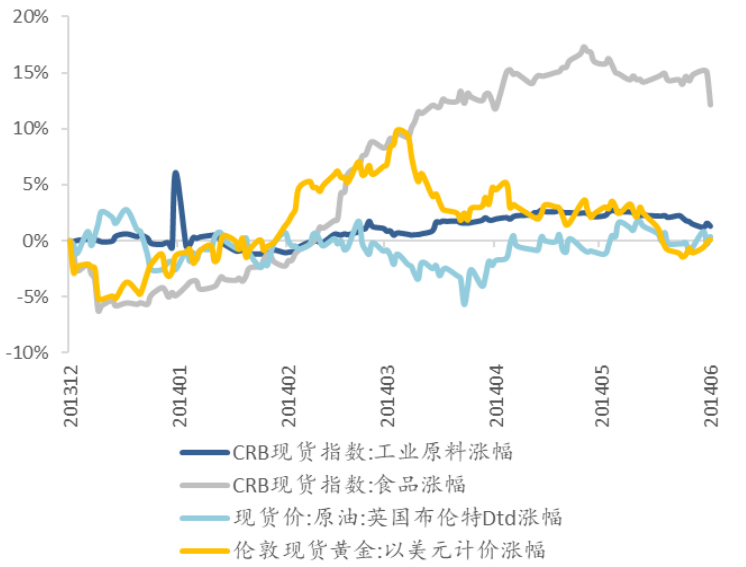
然而大宗商品的表现体现出了当时经济乏力的环境。2014 年 6 月欧央行正式实施负利率政策前的 6 个月中（图 13），原油价格低迷，而下跌的原油价格也是导致欧元区走向负利率的主要驱动因素：2013 年能源价格的下跌降低了欧元区进口产品的成本，因此压低了欧元区的通胀水平，持续的通货紧缩也加重了债务负担。黄金价格方面，2013 年 12 月美国退出 QE 后下跌明显，2014 年初乌克兰局势恶化催生了短期的上涨趋势，但随后依然遭受年内国际原油的暴跌的拖累，出现显著下跌。反而跟消费相关性更大的食品价格出现了短期的上涨（放长来看全年依然是下跌）。**由于经济环境的严重恶化，无论是大宗商品整体，还是避险资产黄金，都没有逃脱受经济影响而下跌的风险。**

图 12：欧洲股市在启用负利率前上涨



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：大宗商品的表现体现出了 2014 年经济乏力的环境



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们认为，若美国最终不得不采取负利率政策、或者承诺在通胀和失业率达到目标水平前一直维持零利率，应该更为接近欧洲 2014 年的情况，是因为经济衰退压力加剧，而非因为股市大幅下跌。尽管目前美股反弹情况乐观，依然不能忽视长期通胀低于目标、经济陷入衰退的风险。换言之，**美联储采用低利率的目标，已经从最初的缓解疫情后资本市场的短期流动性风险，切换为减缓长期经济陷入衰退的风险。**

因此，我们认为美国在 2008 年末至 2015 年维持极低利率时期的大类资产表现有一定借鉴意义。

2. 美国基准利率接近 0%时期的大类资产表现

次贷危机爆发后，美联储在自 2008 年下半年之后 6 年的时间里推出了四轮规模合计为 4 万亿美元的 QE，并将联邦利率维持在 0%-0.25%的超低水平。2013 年 12 月，在酝酿多月后，美联储在当年最后一次利率决议中宣布，开始缩减每月的购债规模，直至 2014 年 9 月彻底退出 QE。接近于 0%的利率水平一直维持到 2015 年 12 月 16 日，因经济指标好转，美联储将联邦基金利率上调 25 个基点，达到 0.25%-0.5%，启动新一轮加息周期。

2.1. 大宗商品：低利率和流动性宽松助长了价格上涨

美联储的 QE 和降息从以下几个方面影响大宗商品行情：

1）QE 释放大量的美元流动性，带来大宗商品流动性行情；

2）低利率环境降低了债券的收益率，导致更多资金流入大宗商品市场；

3）理论上来说，降息和 QE 应该刺激经济，带来需求复苏，推动大宗商品价格上涨；

因此采用低利率初期，美联储的货币和财政政策对原油、黄金等大宗商品价格起到了明显推升作用。

然而，总体来看，在美联储保持低利率期间，大宗商品受流动性宽松影响在初期表现较好，但长期来看，仍跟经济周期走势趋同。美联储扩表后期，随着流动性逐渐收紧、全球经济仍没有完全回到正轨，大宗商品价格快速走低。

从原油和黄金的具体表现来看，情况如下：

原油：由于流动性放大，2010－2013 年期间，WTI 原油期货投机单总持仓量大幅

增长，多头投机显著超过空头。

然而，2014 年 6 月开始，原油价格快速走低。主要原因在于美联储逐步退出量化宽松，流动性行情结束。**且除美国外的全球经济并没有得到根本的好转。欧洲、日本及新兴经济体均表现疲软，欧元区进入负利率，日本开始实施无限期 QE，导致原油的需求量降低。**同时，美国的页岩油气革命导致了美国原油产量的增加。2014 年 12 月美国原油产量已经达到 910 万桶/日，2014 年的进口量减少至当时的历史低位，使国际原油价格大幅下降。此外，OPEC 在 2014 年下半年举行了 3 次大会，但均未形成减产决定，也对原油价格形成重压。

黄金：流动性宽松也导致**黄金作为经济下行时期的避险资产**在美国基准利率降低至 0%**初期上涨**，此外还有几点原因：

1）2009-2011 年美国国家债务呈爆炸式增长，引发市场极度担忧。

2）2009 年 4 月，H1N1 在墨西哥、美国、中国大规模爆发。

3）2009 年 12 月印度储备银行向 IMF 购买了 200 公吨黄金，释放了发展中国家央行对黄金的投机需求。

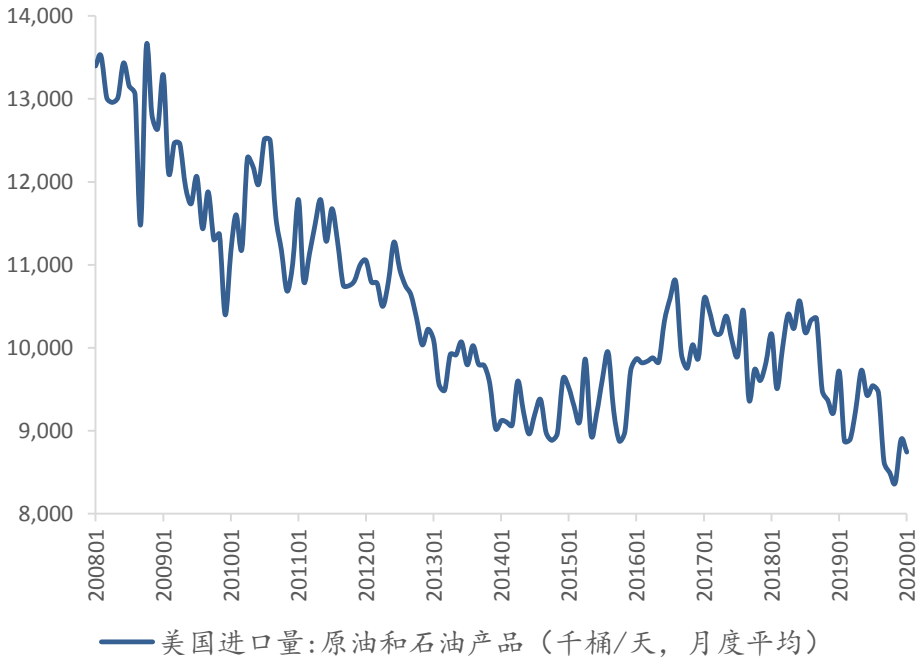
而从 2012 年开始，**有两个原因阻碍了黄金的上行趋势。**

1）**美联储的政策预期：**2012 年 2 月开始，因为美联储称不会进行第三轮 QE，金价出现下跌趋势；2013 年 6 月，市场开始讨论美联储减少购债规模，美联储 12 月会议正式开始缩减 QE，金价跌破 1200 美元/盎司的水平。2014 年 3 月，美联储宣布放弃在失业率降至 6.5%之下后很长一段时间内保持利率不变的承诺；8 月-9 月，美国经济持续复苏，且 ISIS 等地缘政治危机开始消退，对黄金价格形成重压。

2）黄金与大宗商品走势的联动性：黄金即使作为避险资产，其价格走势也与大宗商品整体的价格息息相关，即使受到避险情绪等因素干扰，与其他大宗商品价格也没有出现过长期脱钩，一直呈正相关趋势，与全球经济周期联动性明显。当市场出现大规模恐慌的时候，黄金也会无可避免地被抛售。**经济危机和经济衰退并不意味着黄金价格会持续上行，黄金长期的运行趋势，还是取决于大宗商品的价格走势。而不可否认的是，无论走向趋势如何，避险情绪确实会导致黄金相对大宗商品有超额收益（可以理解为 alpha）。**

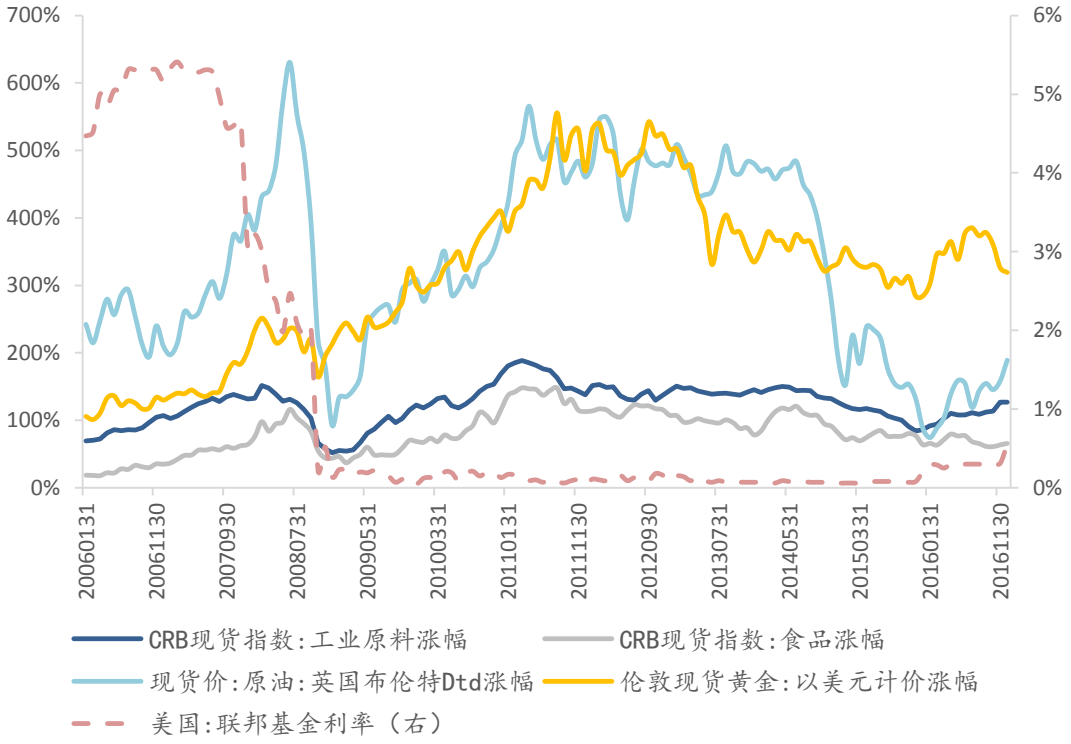
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：2014 年美国的原油进口量减少至当时的历史低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

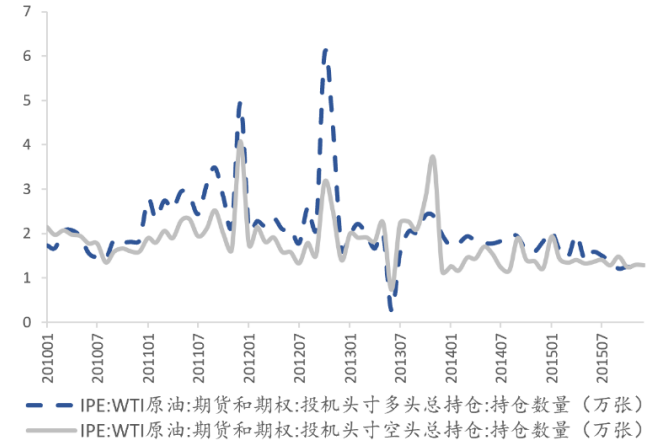
图 15：2008-2015 大宗商品走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 16：2010—2013 年，WTI 原油期货多头投机单增多



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：2009-2011 年美国国家债务风险提高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 股票市场：低利率对股市的正面刺激不一定同样适用于负利率

从指数走势来看，2009-2015 年美国的低利率确实对因金融危机而遭受重创的美国股指形成了推升作用。风险偏好提升，同时流动性宽松帮助经济复苏。市场仅在 2011 年因被标普调低主权债前景评级而出现较大幅下跌。

然而低利率对股市的正面刺激不一定同样适用于负利率。

如果参考欧元区、日本的经验，推出负利率政策后，由于对经济的悲观预期，两者的股票指数都出现了一定程度的调整，尤其是日本，长期来看，并没有涨幅明显回升的趋势，正如前文所说，QE+负利率的组合可能弊大于利。**市场能够得到的正面刺激相对较弱，而经济衰退预期增强的负面影响占得上风，从而抑制权益市场的表现。**

图 18：推出负利率政策后，欧洲和日本的股票指数都出现了一定程度的调整

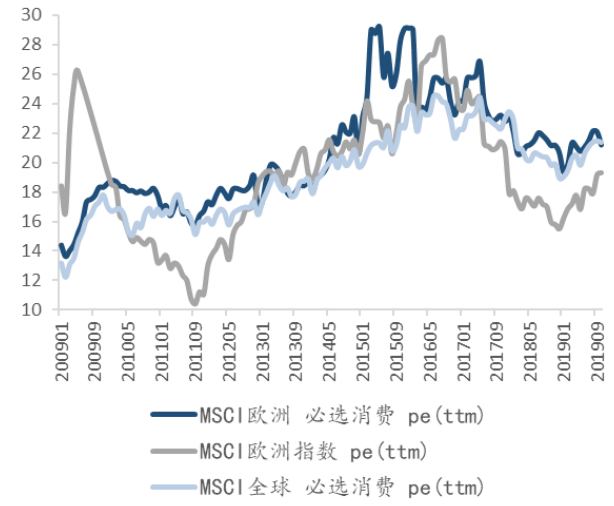


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

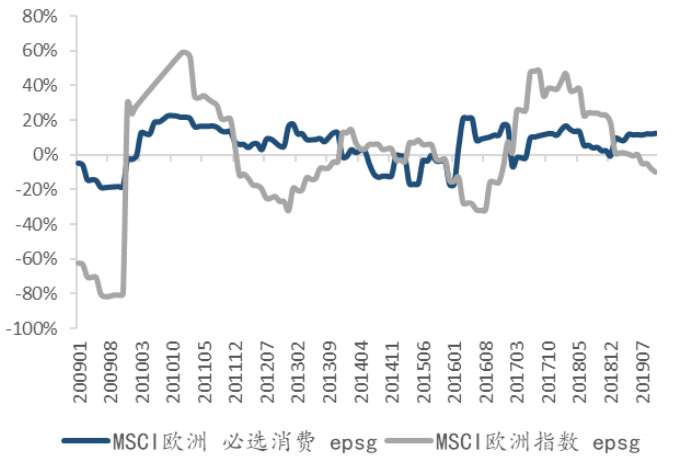
如果美国长期将政策利率维持在 0%附近，或者进入负利率，那么未来一段时间，全球消费股可能更受青睐。根据桥水基金 co-chief investment officer Bob Prince 的判断，“bacon and eggs”类的必选消费股可能依然有一定上行空间，相比债券的吸引力稍高。极低利率或者负利率可能导致大量资本流入稳定滋息资产，把它们作为一种替代性资产，使得传统意义上稳定的消费板块股票的市盈率越来越高。从实施负利率地区的经验来看，以日本及欧元区为代表的地区，开始实施负利率前后出现了明显的消费类股票估值被撬动、超越当地基准指数 pe 的现象，尽管消费板块的 eps 增速并没有显著超越基准，而是比基准指数的 eps 增速表现更加稳定。

图 19：欧元区消费股和基准指数 pe



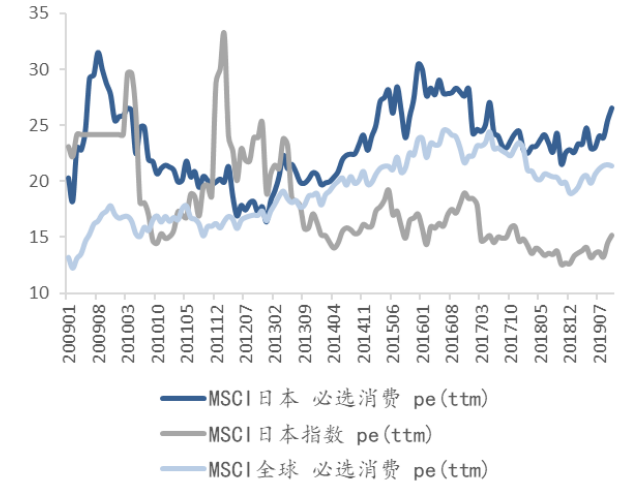
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 20：欧元区消费股和基准指数 eps 增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 21：日本消费股和基准指数 pe



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 22：日本消费股和基准指数 eps 增速



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

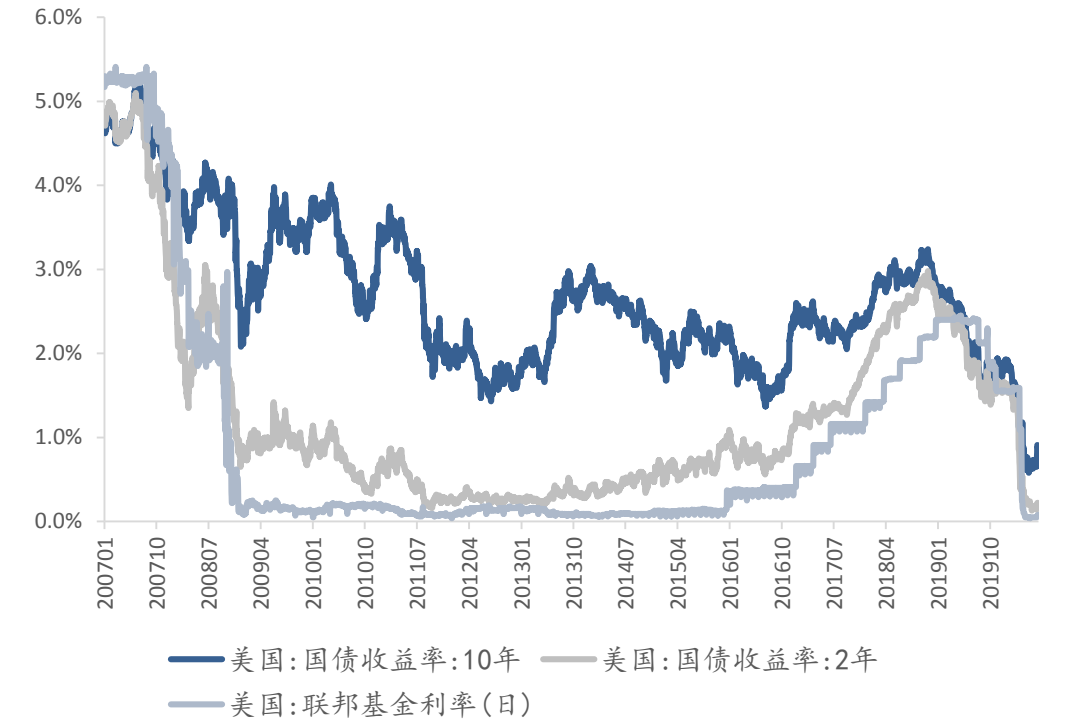
请务必阅读正文之后的免责声明部分

那么 A 股市场的必选消费板块是否也会进一步获得全球追逐稳定性资金的流入？我们认为将出现一定内部分化。从中美消费龙头相对行业指数（申万行业和标普 500 行业）的估值溢价对比来看，海天味业等 A 股的必选消费龙头溢价倍数已经过高。**预计外资对此类估值溢价过高的部分食品饮料个股的青睐程度将会下降。**不过，A 股可选消费板块的家电和一部分白酒龙头的 eps 增速稳定性显著高于海外对标龙头，我们认为这部分标的还会持续受到全球资金喜爱（参考我们的报告《外资对消费板块的偏好将现内部分化》）。

2.3. 债券市场：收益率曲线仍有平坦化风险

从债券市场来看，**2008 年 10 月-11 月美联储接连降息期间，短端利率快速下行，10y-2y 美债期限利差拓宽，后期由于长端利率下行，利差又有所收窄。**而 2009 年 1 月后，由于经济预期好转，长端利率开始上行，期限利差再次拓宽。此后的期限利差波动主要受到长端利率的直接影响，当长端利率走高时，利差走宽，长端利率走低时，利差收窄。这一现象维持到 2014 年初，美联储正式开启缩表，同时受到政策利率加息预期影响，短端利率开始逐渐上升。而因为全球经济环境仍然较为低迷，欧元区进入负利率，长端利率走低，利差开始长期收窄。

图 23：对美国利差造成主要影响的是长端利率的走势

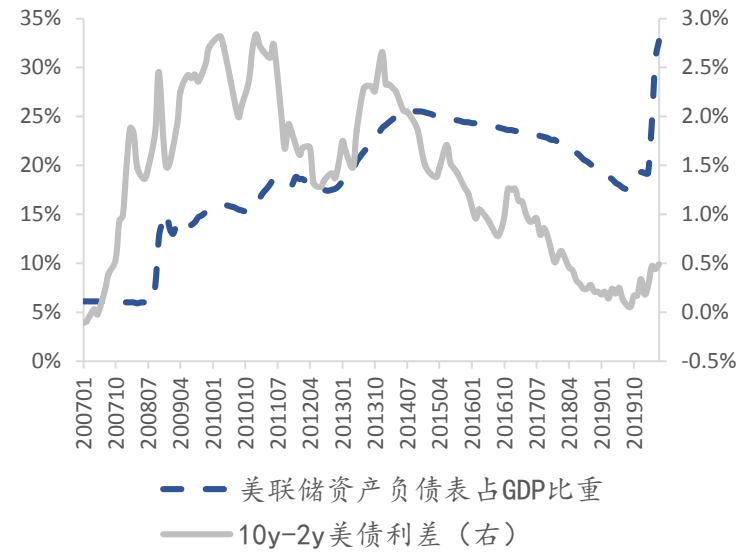


数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

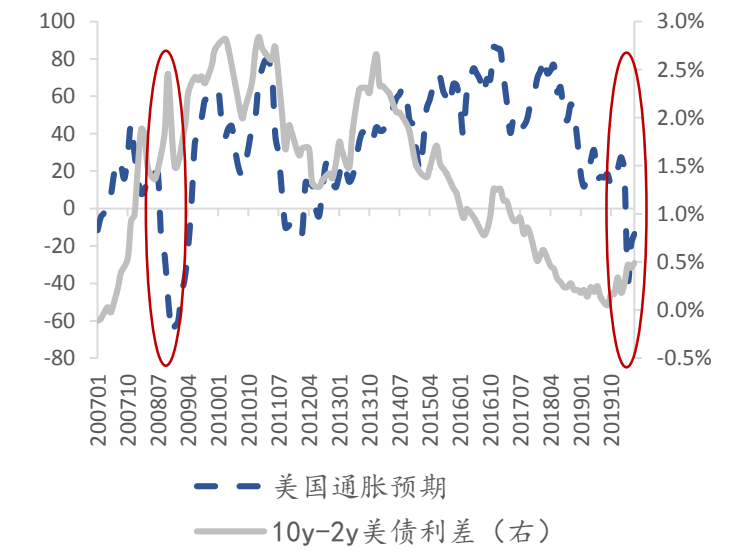
从2008年末至2015年美国政策利率长期维持在0%-0.25%时期的经验来看，在2008年10月-11月快速降息至零利率期间，期限利差的扩宽是因为短端利率快速下行；**在此后，对利差造成主要影响的依然是长端利率的走势。而长端利率走势的驱动因素主要是市场对于长期经济形势的预期。**因此，虽然市场上有诸多关于美联储的货币政策对期限利差影响的解读，但是**从美联储资产负债表规模和期限利差的关系来看，两者并不存在明显的相关性。**QE期间，十年期美债收益率并不一定大幅下行，比如2012年9月-2014年9月的QE3期间，长端利率在2012年底-2014年初持续走高，期限利差也大幅拓宽。这是由于美国经济回升情况较好，市场对通胀的预期逐步走高。可以看出，**美国通胀预期与期限利差的相关性较为明显，几乎是同升同降。**而2008年末快速降息至零利率期间，两者同升同降的趋势短期内会呈现脱钩状态，这是因为这一时期内，期限利差的走宽是因为短端利率快速下行，而非长端利率上升。本次2020年3月快速降息至零利率期间这一现象也再次重现，截至6月5日，10y-2y美债期限利差为69bp，相比年初的30bp有所拓宽，收益率曲线呈现陡峭化趋势。

图24：日本消费股和基准指数pe



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：日本消费股和基准指数eps增速



数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 26：不同时点的美国收益率曲线（整体越蓝越平坦）

	美国:国债收益率:1个月	美国:国债收益率:1年	美国:国债收益率:2年	美国:国债收益率:10年	美国:国债收益率:30年
2007-12-31	2.8%	3.3%	3.1%	4.0%	4.5%
2008-11-14	0.1%	1.1%	1.2%	3.7%	4.2%
2008-12-22	0.0%	0.4%	0.9%	2.2%	2.6%
2009-12-31	0.0%	0.5%	1.1%	3.9%	4.6%
2010-12-31	0.1%	0.3%	0.6%	3.3%	4.3%
2011-12-30	0.0%	0.1%	0.3%	1.9%	2.9%
2012-12-31	0.0%	0.2%	0.3%	1.8%	3.0%
2013-12-31	0.0%	0.1%	0.4%	3.0%	4.0%
2014-12-31	0.0%	0.3%	0.7%	2.2%	2.8%
2015-12-31	0.1%	0.7%	1.1%	2.3%	3.0%
2016-12-30	0.4%	0.9%	1.2%	2.5%	3.1%
2017-12-29	1.3%	1.8%	1.9%	2.4%	2.7%
2018-12-26	2.4%	2.6%	2.6%	2.8%	3.1%
2019-12-31	1.5%	1.6%	1.6%	1.9%	2.4%
2020-06-12	0.1%	0.2%	0.2%	0.7%	1.5%

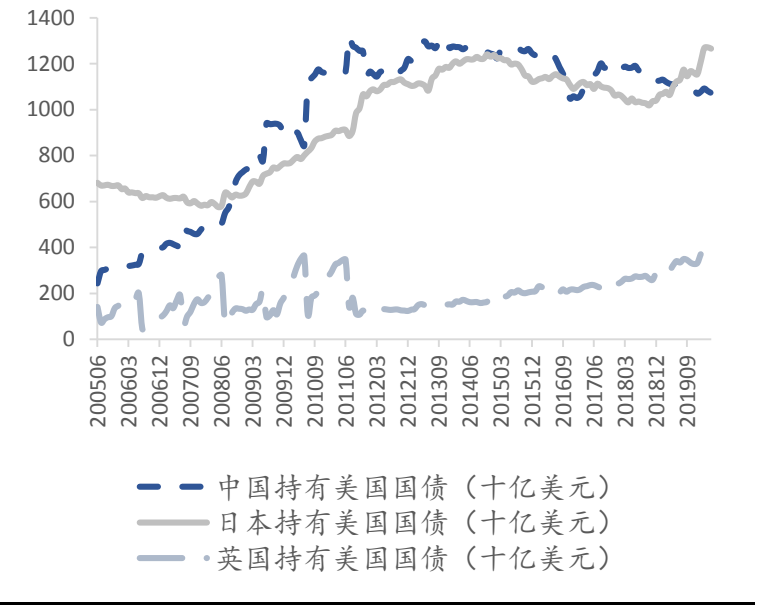
数据来源：Wind，东吴证券研究所

这一陡峭的趋势能否长期维持？**我们认为，本次由于美联储快速降息、短期内短端利率断崖式下行，从而出现的利差拓宽只是短期的现象。**长期来看，利差的拓宽还是要依靠经济预期好转、长端利率上行。如果美国经济回升情况较差，那么未来期限利差再度收窄，收益率曲线平坦化趋势重现的可能性也依然较大。从目前美国的通胀预期来看，市场和官方对于经济快速修复的预期并非十分强烈；大幅低于 2008 年金融危机时期的 10 年期国债收益率也预示着，市场对于未来一段时期的经济增速较为悲观。短端利率短期内大幅下降拉宽利差的效应消失后，若长端利率不能因经济复苏而大幅反弹，那么**未来美债仍有收益率曲线平坦化的风险。**

若美国长端债利率长期下行，保险、养老基金等传统金融机构无疑将艰难度日，由于负债久期长于资产久期，可能出现资产收益无法覆盖负债成本的现象。在 2018 年年末美债利率走低后，我们看到中国等无风险收益率高于美国的国家开始减持美国国债，而日本、部分欧元区国家依然在增持美债。这是因为，即使美债收益率走低，其与负利率国家的利差使得套息交易仍然可以进行。然而，如果美国经济衰退风险加大，收益率曲线平坦化导致长端利率大幅下行，会使全球的套息交易的机构无钱可赚，从而大量卖出美债。虽然美债的收益率可能因被大量抛售而从负值回升，但是美债顺差国的激烈行为无疑也会对全球金融系统造成冲击，使资本市场的运作模式陷入难以预测的领域。**如果美联储在未来推出 YCC，则应该是为了帮助收益率曲线保持一定的陡峭程度。**

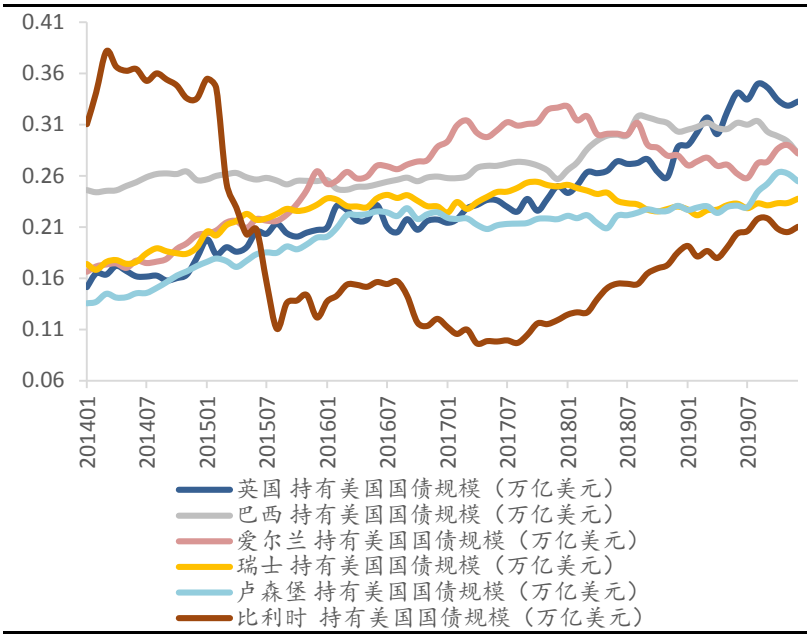
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 27：日本、中国持有美债规模



数据来源： Bloomberg，东吴证券研究所

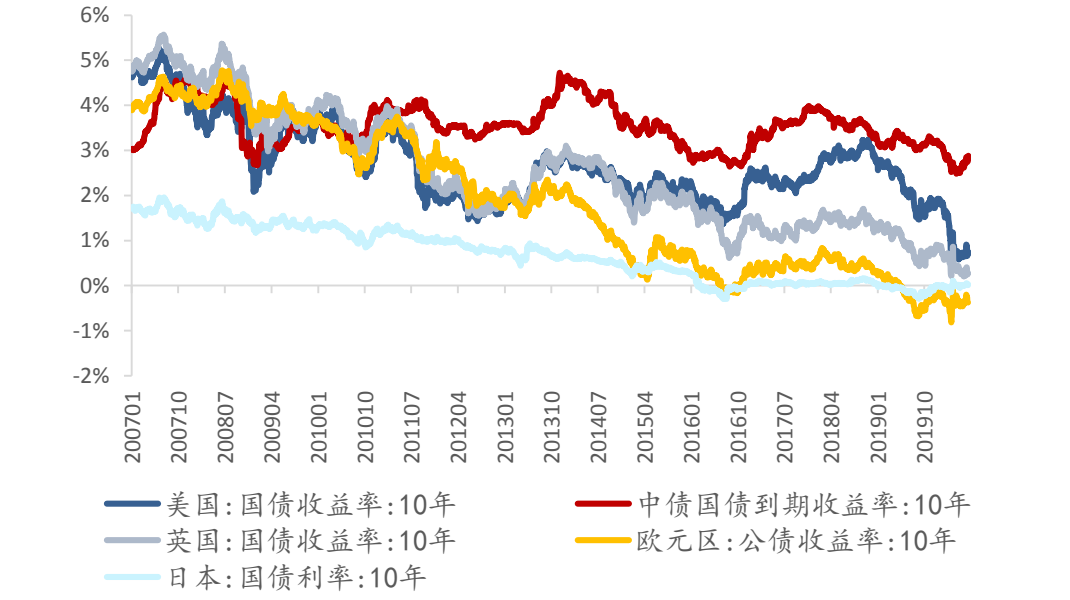
图 28：其他主要国家持有美债规模



数据来源： Bloomberg，东吴证券研究所

由于未来美债仍有收益率曲线平坦化的风险，我们认为与美国利差较大的中国长端国债对全球资金将会有更大的吸引力。全球资金流入长端国债，将在一定程度上压低收益率，有望带来国债价格上行。

图 29：中国长端利率依然较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.4. 美元贬值压力将会加剧，人民币资产后续有望获得全球资金的偏好

2008 年下半年，美元维持了相对强劲的走势，但是我们认为本次美联储扩表后有几个因素跟以往不同，可能导致美元贬值压力增大。

1） 前所未有的扩表速度：3 月初以来，美联储资产负债表规模已从疫情前的 4.4 万亿美元飙升至超过 7 万亿美元，未来可能会突破 10 万亿美元，这一速度是前所未见的。

2）美联储为缓解流动性危机首次购买了垃圾资产：并且美联储目前可以下场购买单个企业债，并且就算购买后评级被下调也无需卖出。这是此前从未出现过的操作，在一段时间内预计会加剧对美元的信用伤害。

3）美国国债的主要持有国在卖出：2008 年时，因为极差的全球经济环境，中国大幅增持了相对安全的美国国债，在一定程度上促进了美元的升值。而目前利率水平较高中国和英国等美债的主要持有国在减持美债，这一情况和 2008 年时期是大相径庭的。

4）套利资金流出：如果美国的债券收益率长期维持在极低水平或者甚至转负，此前偏好美国市场的套息资金能获取的利差也将越来越小。如果这部分资金流出，支撑美元的力量也会减弱。

总体来看，美元下行的风险大于 2008 年时期，所以我们认为人民币资产后续的吸引力有上行风险。目前美股已经走高，高收益债券的收益率也已经下降，石油价格也出现了上升，因此年底人民币资产的吸引力也有望增大。

3. 我们从美国低利率环境下的大宗商品表现中获得了什么启示？

- 大宗商品：低利率和流动性宽松在初期助长了价格上涨，但长期价格仍然回落。在美联储保持低利率期间，大宗商品受流动性宽松影响在初期表现较好。不过长期来看仍跟经济周期走势趋同——美联储扩表后期因为流动性逐渐收紧、全球经济仍没有完全回到正轨，大宗商品价格快速走低。避险情绪导致黄金相对大宗商品整体有超额收益。但经济危机和经济衰退并不意味着黄金价格会持续上行。黄金长期的运行趋势，还是取决于大宗商品的价格走势。

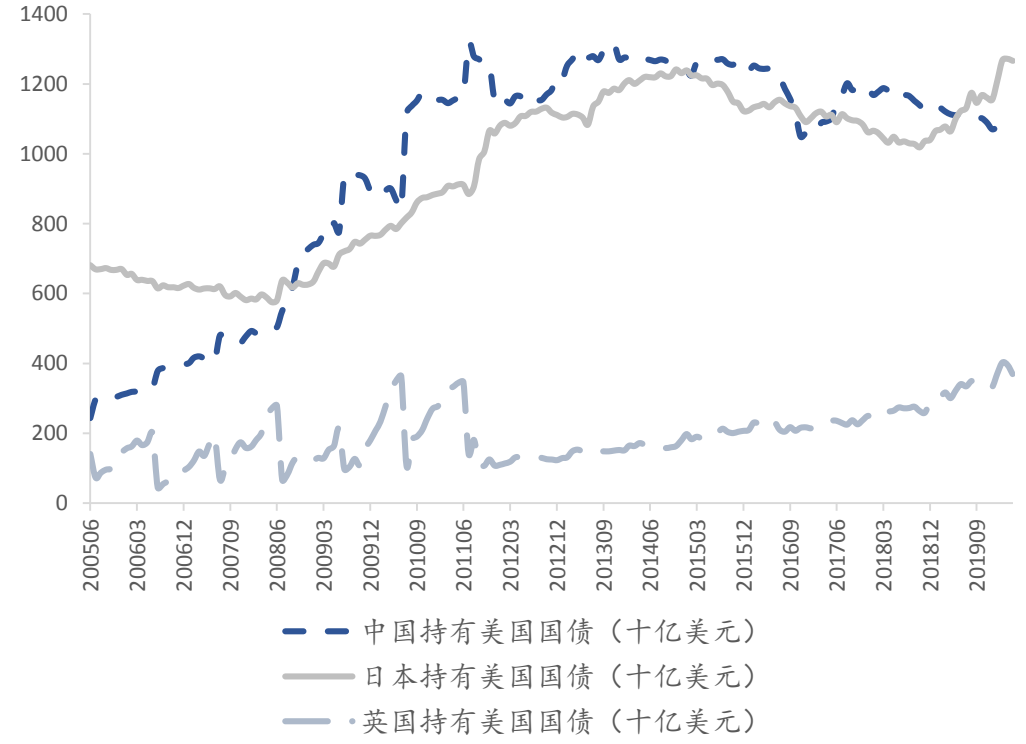
- 股票市场：低利率对股市的有正面刺激，但不一定同样适用于负利率。从指数走势来看，2009-2015 年美国的低利率对美国股指造成了一定程度的推升作用，然而参考欧元区、日本的经验，推出负利率政策后一段时期内，两者的股票指数都出现了一定程度的调整，并没有涨幅明显上升的趋势。**低利率环境下，全球消费股可能更受青睐。**

- 债券市场：未来美债仍有收益率曲线平坦化的风险。2008 年 10 月-11 月快速降息至零利率期间，期限利差的扩宽是因为短端利率快速下行；**在此后，对利差造成主要影**

响的依然是长端利率的走势。若长端利率不能因经济复苏而大幅反弹，那么美债收益率曲线可能被再次压平。

- **美元：贬值压力加剧。**虽然 2008 年下半年美元因避险资金回流美国、其他国家增持美债等原因而走强，但是本次美联储前所未有的扩表幅度和大量的垃圾资产购买操作将对美元信用造成一定负面影响。同时，主要美债持有国的减持行为和套利资金的流出也将对美元造成贬值压力。

图 30：中国、英国较年初减持美债



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

4. 国内市场会受到什么影响？

我们认为，如果美国不得不采取负利率政策、或者承诺在通胀和失业率达到目标水平前一直维持零利率，对中国市场也将带来一些溢出效应。

- **股票市场：外资对于 A 股消费的态度将现内部分化。预计外资对估值溢价过高的部分食品饮料个股的青睐程度将会下降。**但 A 股可选消费板块的家电和一部分白酒龙头的 eps 增速稳定性显著高于海外对标龙头，预计还会持续受到全球资金喜爱。

- **债券市场：与美国利差较大的中国长端国债对全球资金将会有更大的吸引力。**全球资金流入长端国债，将在一定程度上压低收益率，有望带来国债价格上行。

- **人民币：**本次疫情后，央行在货币宽松方面表现得相对克制。如果美元贬值风险上升，人民币资产对全球资金的吸引力将有望上升，带来海外资金流入。

5. 风险提示

美国疫情好转后，中美关系依然是下半年外资流入的主要风险因素。大多数海外投资者仍然把美方对中方的技术封锁作为 2020 年中国经济最大的风险。

年底新兴市场若出现第三轮疫情爆发，将引发全球资金整体减配。同时，若 8 月后中国经济增速恢复正常，触及增长天花板，将减弱对外围市场的吸引力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

