



2024年03月26日

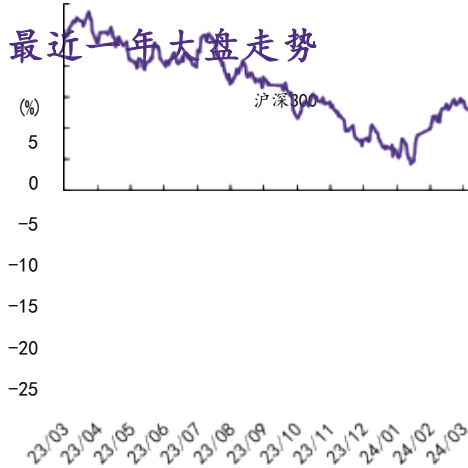
## 美联储软着陆降息周期的大类资产策略

—策略专题

## 投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001

yangqq@cfsc.com.cn



## 相关研究

- 1、《指数震荡成交降速趋缓，北证A股整体向下调整》2024-03-24
- 2、《IPO 严把发行上市准入关，近端次新股走势继续分化》2024-03-24
- 3、《央行扰动 VS AI 催化，把握 A

## 核心要点

超级央行周尘埃落定，美国软着陆降息渐近，最快在 6 月。通过复盘 1995 年和 2019 年两轮软着陆降息，结合当前大类资产表现，预计美国股债双牛、黄金和铜空间可期、原油窄幅震荡，美元韧性犹存；国内股债震荡上行、人民币一波三折、大宗商品涨跌不一。当前资产排序为美股>A 股>黄金、铜、原油>美债>中债>美元指数>人民币汇率。

短期警惕人民币汇率和财报扰动，A 股有震荡调整压力，关注业绩改善的石化、汽车、家电、农林牧渔、通信等和受益于国产大模型兴起的算力、存力、应用等主题性成长。

## 坐标类比：1995 年和 2019 年两轮软着陆降息

1990 年之后，美国有两轮比较明显的经济软着陆降息周期，分别是 1995 年和 2019 年。在这两轮周期中，美国经济基本面韧性显现、服务业多强于制造业、库存产能去化缓慢但需求仍有韧性，之后逐步迎来降息。

## 海外大类资产：美国股债双牛，商品走势分化，美元仍有韧性

前两轮美国经济软着陆周期中，美国股债同步走牛，且股牛持续性好于债牛；海外大宗商品走势不一，铜价先升后降，原油窄幅震荡，黄金走势分化；美元指数高位运行，不贬反升。

## 国内大类资产：股债震荡上行，商品涨跌不一，人民币一波三折

前两轮美国经济软着陆周期中，A 股整体呈震荡上行走势，在美联储结束加息后先涨后跌，启动加息后多为 N 型走势；中债受股债博弈、中美利差博弈影响而震荡上行；国内定价商品走势分化，价格弹性提升。其中螺纹钢、焦煤先升后降再小幅回升，而焦炭则窄幅先升后降；人民币呈升值-贬值-再走强的一波三折走势。

## 资产排序：美股&gt;A 股&gt;黄金、铜、原油&gt;美债&gt;中债&gt;美元指数&gt;人民币汇率

在当前软着陆降息周期锚定的背景下，  
美债上行压力有限，可逐步布局；美股  
偏震荡，看好 AI 和芯片，6 月降息概  
率提

升，逐步关注小盘和金融地产；经济韧性与降息交易博弈，美元指数高位运行，贬值空间有限；黄金、铜、原油等空间逐步打开。

A 股短期遭遇人民币汇率和财报扰动，有震荡调整压力，但后续行情仍值得期待。中债高位震荡，静待信用拐点。人民币汇率短期承压，但贬值压力可控。商品关注供给紧约束机会，关注煤炭、化工细分等。

### ■ 微观交易：两融交易持续升温，北向再度外流

融资余额大幅增加，融资交易占比持续上行。北向资金受日央行加息扰动再度外流，海外看涨情绪降温。内外资共同流入电子、汽车、家电、机械设备等，分歧主要在医药生物、计算机、有色金属、食品饮料等。

### ■ 投资日历：海外关注联储官员发言和 3 月 PCE，国内关注工业企业利润

海外：日央行会议纪要、美联储官员发言和美国通胀数据。

国内：工业企业利润数据对于企业盈利预期的修正。

### ■ 风险提示

- (1) 联储降息预期突变；
- (2) 国内经济不及预期；
- (3) 外部风险冲击加剧

## 正文目录

1、 坐标类比： 1995 年和 2019 年两轮软着陆降息 .....	5
2、 海外资产： 美国股债双牛， 商品走势分化， 美元仍有韧性 .....	7
2.1、 美国股债： 同步走牛， 且股牛持续性好于债牛 .....	7
2.2、 大宗商品： 铜价先升后降， 原油窄幅震荡， 黄金走势分化 .....	10
2.3、 美元指数： 高位运行， 不贬反升 .....	12
3、 国内资产： 股债震荡上行， 商品涨跌不一， 人民币一波三折 .....	13
3.1、 A 股： 美联储结束加息后先涨后跌， 启动加息后多为 N 型走势 .....	14
3.2、 中债： 受股债博弈、 中美利差博弈影响而震荡上行 .....	16
3.3、 商品： 涨跌不一， 价格弹性提升 .....	17
3.4、 人民币汇率： 一波三折， 先升值-后贬值-再走强 .....	18
4、 资产排序： 美股>A 股>黄金、 铜、 原油>美债>中债>美元指数>人民币汇率 .....	19
4.1、 海外： 美国股债双牛， 金铜空间可期， 原油窄幅震荡， 美元仍有韧性 .....	19
4.2、 国内： 股债震荡上行， 人民币汇率短期承压， 商品关注供给紧约束机会 .....	20
5、 市场复盘： 宽基指数震荡下行 .....	22
6、 情绪总览 .....	24
6.1、 交投活跃度： 市场交投情绪持续升温 .....	24
6.2、 恐慌： 国内加速恶化， 国外大幅缓解 .....	25
6.3、 内资： 融资余额大幅增加， 融资交易占比持续上行 .....	26
6.4、 外资： 北向资金再度净流出， 海外看涨情绪降温 .....	27
7、 资金行业选择： 内外资聚焦电子、 汽车、 家电、 机械设备等行业 .....	28
8、 投资日历： 海外关注美联储官员发言和 PCE， 国内关注工业企业盈利 .....	29
9、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1： 软着陆时期经济基本面韧性显现 .....	5
图表 2： 软着陆时期往往服务业强于制造业 .....	6
图表 3： 软着陆时期库存产能去化缓慢， 需求仍有韧性 .....	7
图表 4： 美国软着陆时期股债双牛 .....	8
图表 5： 软着陆降息时股债双牛， 但债牛不如股牛 .....	8
图表 6： 软着陆降息前后美股往往有不错的表现 .....	9
图表 7： 从行业表现来看， 软着陆降息更利好保健、 信息电信等成长板块 .....	10
图表 8： 1995 年和 2019 年时期铜价和 CRB 工业指数均呈现先上后下的走势 .....	11

---

图表 9: 2019 年黄金迎来行情, 原油则更多保持震荡 .....	11
图表 10: 软着陆时期美元指数表现韧性 .....	13
图表 11: 前两轮美国经济软着陆周期中的国内大类资产表现汇总 .....	13

图表 12: A 股在美联储加息结束后先涨后跌, 在降息启动后呈 N 型走势 ..... 15

图表 13: 前两轮美国经济软着陆周期中的 A 股表现 ..... 15

图表 14: 美债收益率与大盘指数, 金融、消费风格指数和消费、成长行业指数负相关性较强 ..... 16

图表 15: 美国经济软着陆周期中: 利率中枢在美联储加息结束后震荡下移, 中债震荡上行 ..... 17

图表 16: 美国经济软着陆周期: 国内定价大宗商品在美国软着陆周期中走势分化, 价格弹性有所提升 ..... 18

图表 17: 美国经济软着陆周期中: 人民币汇率成升值-贬值-再升值的一波三折走势 ..... 19

图表 18: 与前两轮不同, 此轮美联储结束加息后 A 股先跌后涨, 后续有望持续震荡上行 ..... 20

图表 19: 与前两轮类似, 中债受股债博弈、中美利差博弈影响震荡上行 ..... 21

图表 20: 与前两轮不同, 此轮美联储结束降息后人民币汇率先贬值再震荡企稳, 短期有贬值压力, 长期有望震荡上行 ..... 21

图表 21: 与前两轮类似, 国内定价大宗商品价格更多受到库存周期变化而波动 ..... 22

图表 22: 宽基指数涨跌幅 (%) ..... 22

图表 23: 申万行业涨跌幅 (%) ..... 23

图表 24: 行业估值水平 ..... 23

图表 25: PE&PB 静态估值 ..... 24

图表 26: 成交额与换手率变化趋势 ..... 25

图表 27: 50 隐波大幅上行 ..... 26

图表 28: VIX 指数大幅下行 ..... 26

图表 29: 融资余额大幅增加 ..... 26

图表 30: 融资交易占比持续上行 ..... 26

图表 31: 偏股型基金新发规模小幅上升 ..... 27

图表 32: 偏股型基金可用现金大幅增加 ..... 27

图表 33: 北向资金再度净流出 ..... 27

图表 34: iShare 中国 ETF 看涨情绪回落 ..... 28

图表 35: 内外资分歧与共识 (单位: 亿元) ..... 29

图表 36: 双周宏观日历 ..... 30

本周超级央行周尘埃落定，美国软着陆降息渐近，加剧全球汇率市场波动。日央行取消 YCC 并退出负利率，开启货币正常化，但加息不及市场预期（预期 25BP，实际 10BP），日元短期贬值。英央行和澳央行利率不变，瑞士央行降息 25BP，联储上调了经济预期，软着陆降息确认，美元指数重回 104 的高位。叠加美国议员再提中国问题、地缘风险担忧升温，和人民币中间价调降，周五人民币汇率急贬，短期加剧北向流出压力。

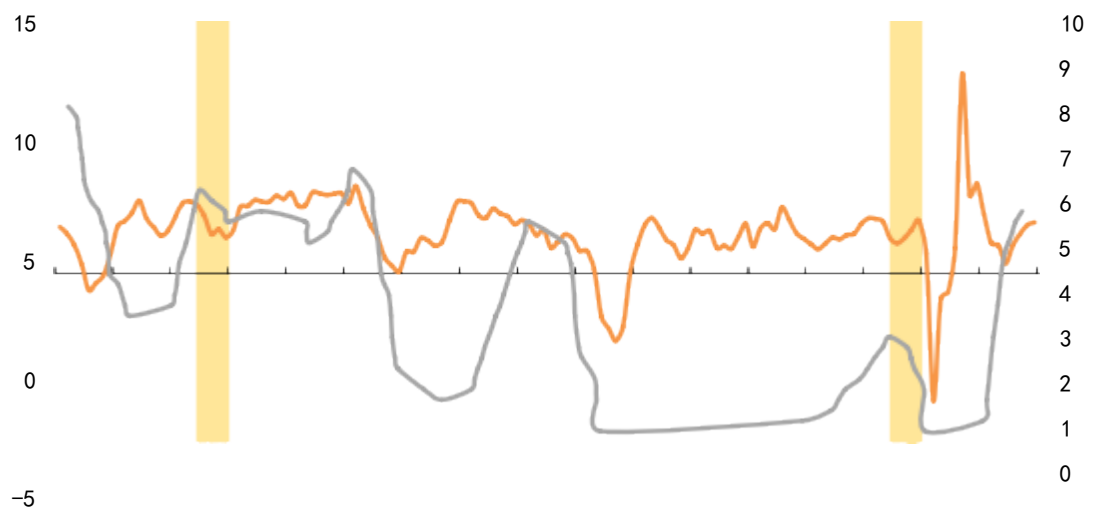
美国软着陆降息的副作用开始显现，根源是中美经济货币仍处于双背离阶段。从经济层面看，美联储将 2024 年美国 GDP 增长预期从 2023 年 12 月的 1.4% 大幅上调至 2.1%，经济韧性再度显现；而国内 1-2 月经济虽略好于预期，出口、投资、工业生产较强；地产销售延续下探，但开发投资降幅近一年来首次收窄；消费、物价低位运行。且高频显示 3 月地产销售依旧低迷，开复工晚于往年，经济依旧弱势运行，仍待政策发力。从货币层面看，美联储虽确认利率顶，暗示年内三次降息，最快 6 月降息，但相较于 2023 年 12 月的 7 次 175BP 降息、最快 3 月降息已有明显收窄，降息的必要性明显降低。而国内基本面偏弱，时隔 8 年“双降”和 2 月 5 年期 LPR 大降 25BP 创历史记录，足见货币宽松的紧迫性。

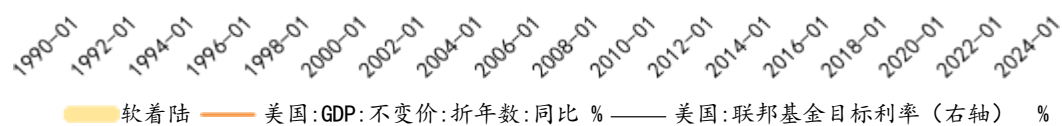
由此可见，随着美国进入新一轮软着陆降息周期，将会对全球大类资产产生重要影响。本文将基于对 1995 年和 2019 年两轮的美国软着陆降息的内外大类资产复盘和总结，以期今年的大类资产配置策略提供参考。

## 1、坐标类比：1995 年和 2019 年两轮软着陆降息

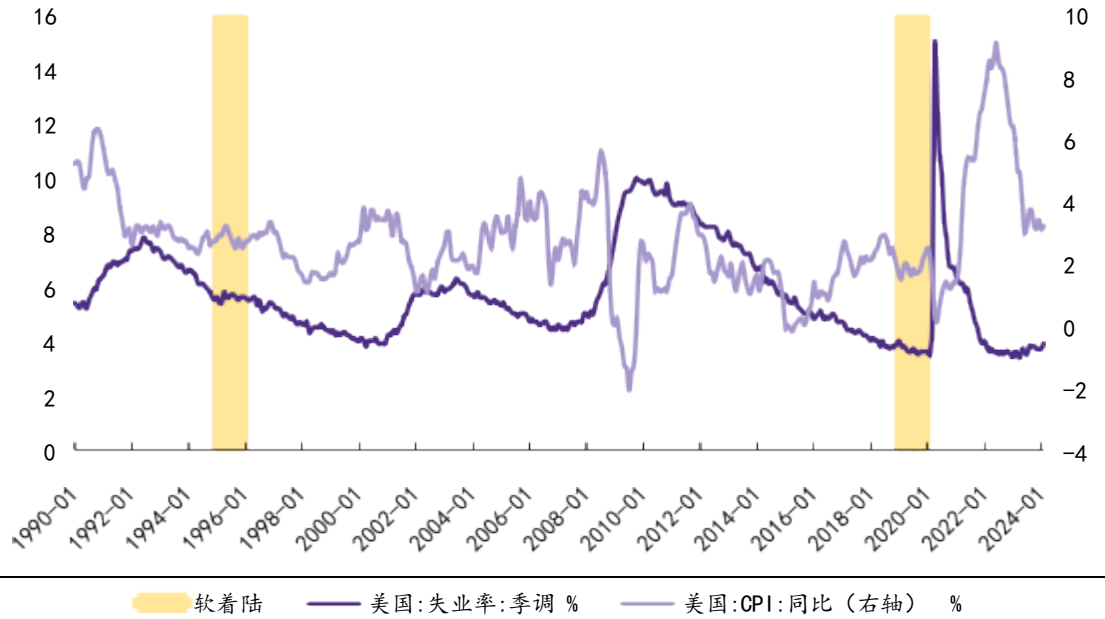
1990 年之后，美国有两轮比较明显经济软着陆降息周期，分别是 1995 年和 2019 年。在这两轮周期中，经济均通过了加息的考验，实现软着陆，之后逐步迎来降息。

图表 1：软着陆时期经济基本面韧性显现









资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

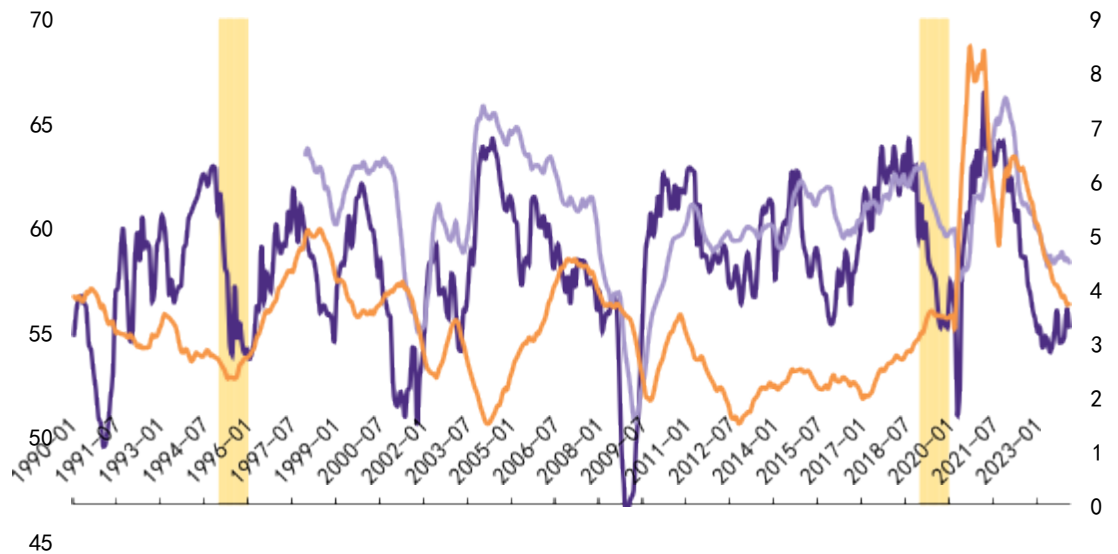
从整体经济来看，软着陆时期往往有低失业率低通胀的特点，经济增速均未走负。

2019-2020 年期间，失业率平均 3.8%，而通胀平均只有 1.8%；1995-1996 年期间，失业率平均 5.59%，通胀平均 2.8%，虽然读数相对于现在较高，但是失业率和通胀均较之前的高位均有明显的下行。

从经济结构来看，软着陆时期往往服务业韧性强于制造业，且制造业回调也相对有限。

因为 ISM 服务业 PMI 2000 年才开始统计，因此我们用服务业周薪增速来大概替代一下服务业 PMI 数据，可以看到在 1995 年软着陆时期，服务业有一定韧性，周薪增速出现了回升，而制造业持续走弱；2019 年时期，制造业和服务业同步走弱，但是服务业下行幅度较缓，体现在薪资增速上表现为 2019 年时期服务业周薪增速走平，并没有明显回落。

图表 2：软着陆时期往往服务业强于制造业



40

35



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

以上内容仅为本文档的试下载部分, 为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文, 请访问: <https://d.book118.com/487146005046006056>