

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。

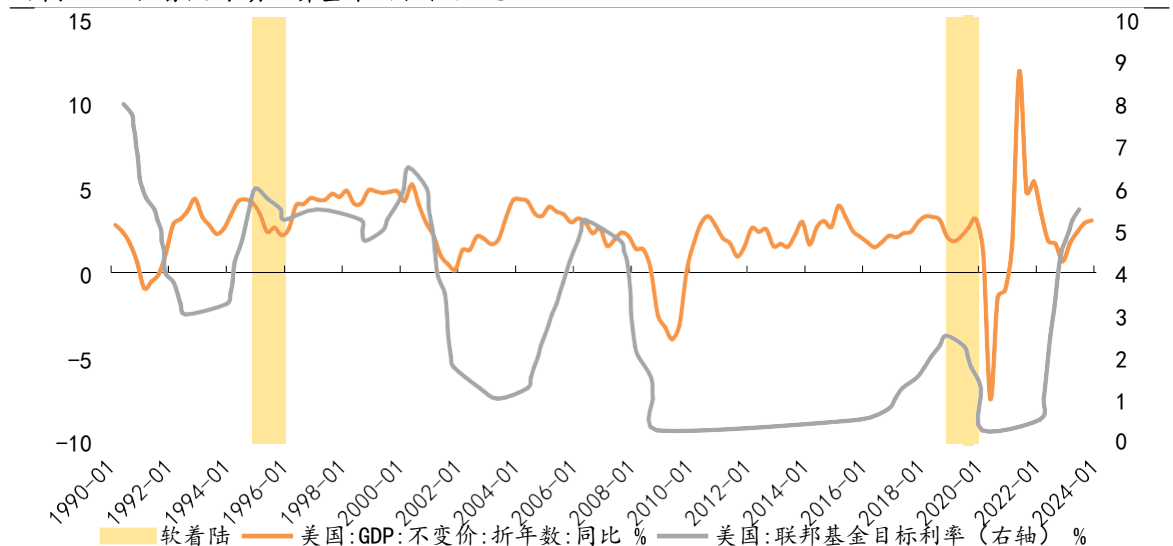
美国软着陆降息的副作用开始显现，根源是中美经济货币仍处于双背离阶段。从经济层面看，美联储将 2024 年美国 GDP 增长预期从 2023 年 12 月的 1.4% 大幅上调至 2.1%，经济韧性再度显现；而国内 1-2 月经济虽略好于预期，出口、投资、工业生产较强；地产销售延续下探，但开发投资降幅近一年来首次收窄；消费、物价低位运行。且高频显示 3 月地产销售依旧低迷，开复工晚于往年，经济依旧弱势运行，仍待政策发力。从货币层面看，美联储虽确认利率顶，暗示年内三次降息，最快 6 月降息，但相较于 2023 年 12 月的 7 次 175BP 降息、最快 3 月降息已有明显收窄，降息的必要性明显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

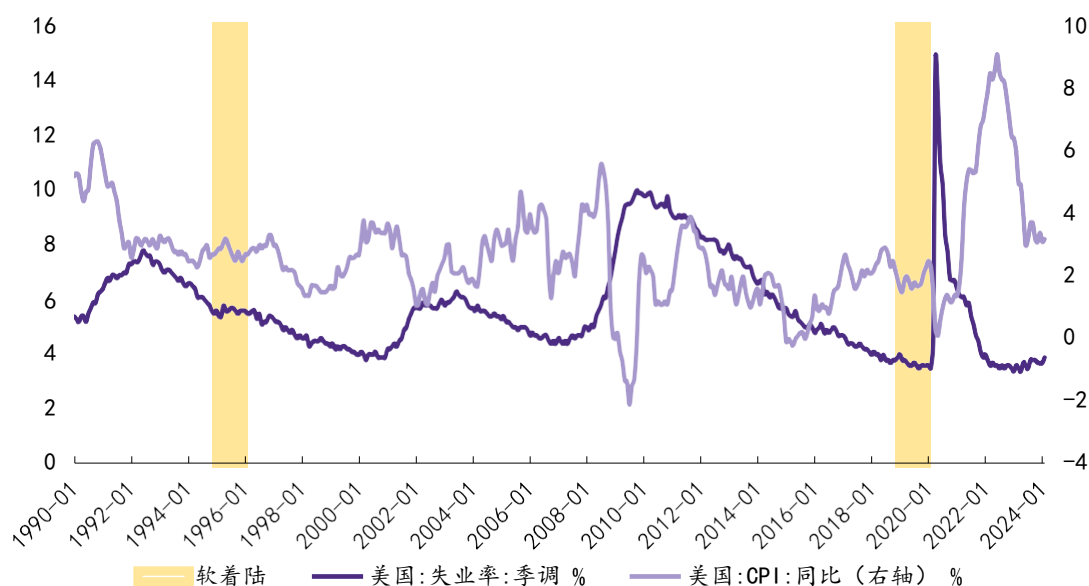
由此可见，随着美国进入新一轮软着陆降息周期，将会对全球大类资产产生重要影响。本文将基于对 1995 年和 2019 年两轮的美国软着陆降息的内外大类资产复盘和总结，以期今年的大类资产配置策略提供参考。

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



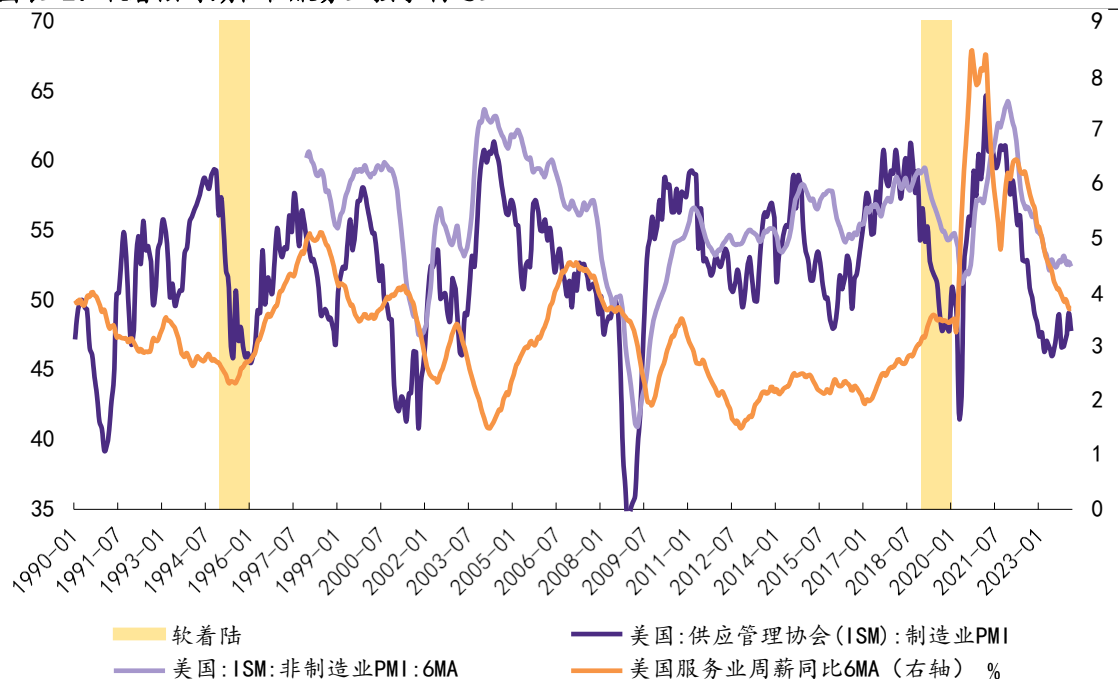


资料来源：wind 资讯，

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。

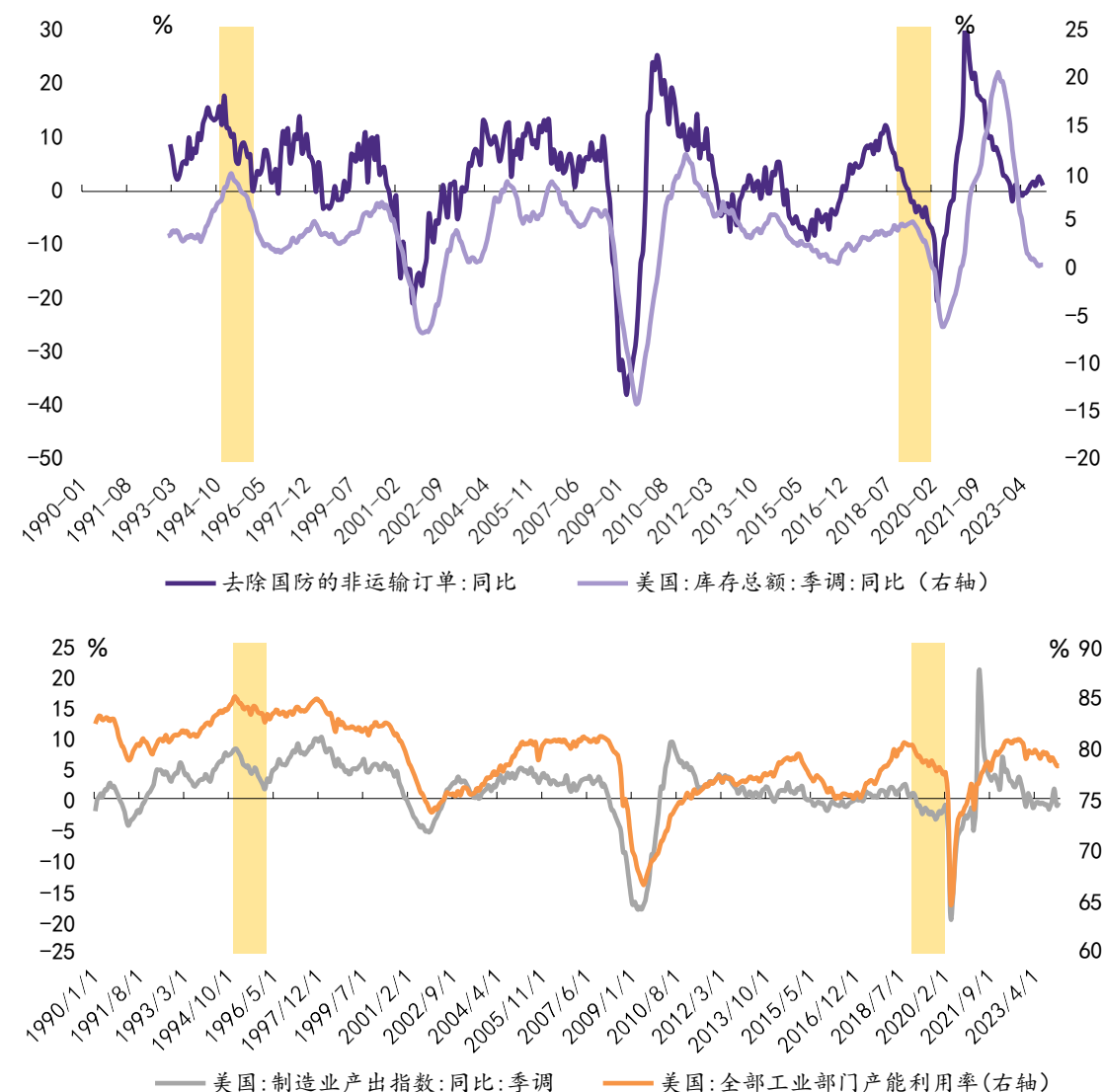
图表 2：软着陆时期往往服务业强于制造业



资料来源：wind 资讯，

从工业生产来看，相较于衰退时期的快速下行，软着陆期间美国产能利用率和产出更多是温和去化，需求（耐用品订单）和库存的调整也较为缓慢。1995 年软着陆时期伴随着需求下行，库存周期持续探底，但直到 2 年后 1997 年美国才开始出现库存周期拐点。2019 年时期也是这样，2019 年 3 季度才开始出现库存去化，若无疫情打断，正常应该在 2021 年才能看到库存周期拐点。

图表 3：软着陆时期库存产能去化缓慢，需求仍有韧性



资料来源：wind 资讯，

2、海外资产：美国股债双牛，商品走势分化，美元仍有韧性

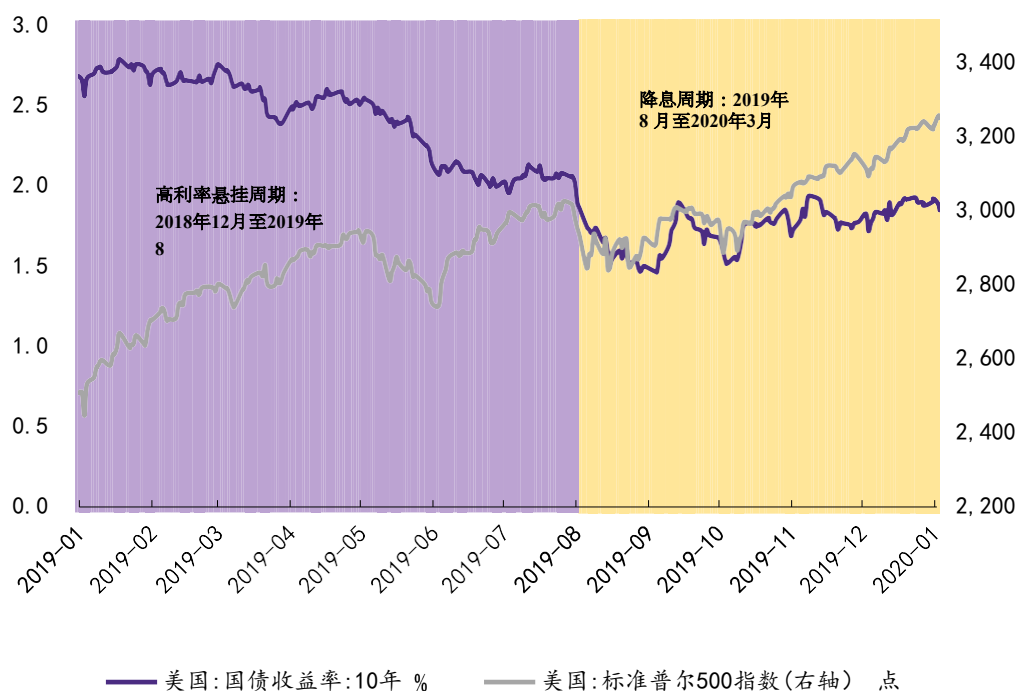
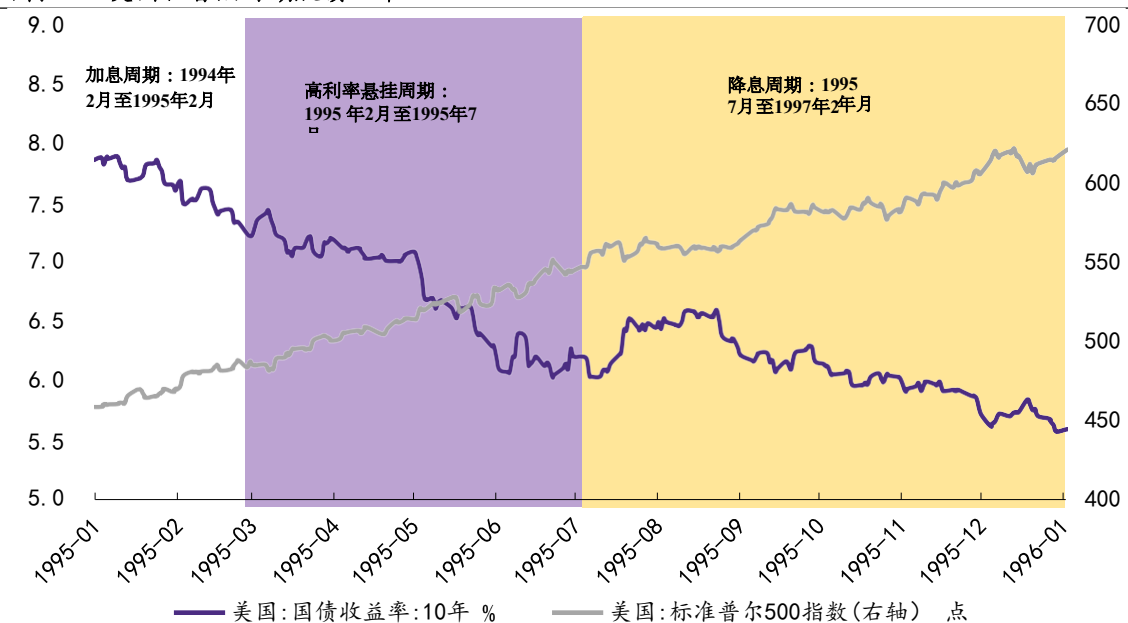
2.1、美国股债：同步走牛，且股牛持续性好于债牛

美国软着陆时期往往会出现股债的同步走牛，主因是在软着陆降息时期，股票会出现

戴维斯双击，经济好支撑 EPS，降息有助于提振 PE；债牛则是因为软着陆时期预防式降息预期，引导实际利率下行，进而催生债牛行情。

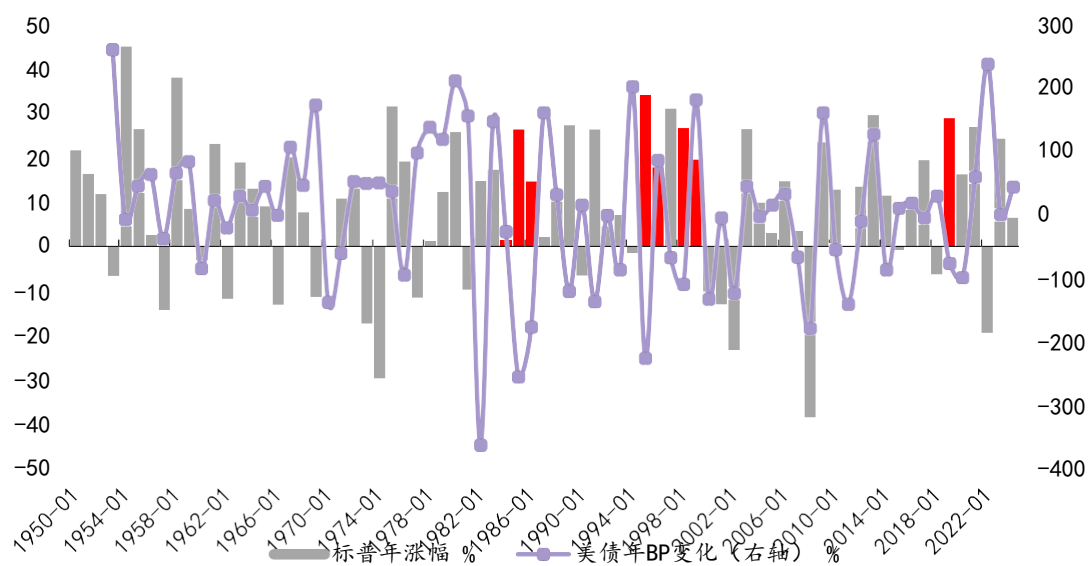
但从行情持续性来看，债牛持续性不及股牛。主因是软着陆降息时期，基本面仍有支撑，降息幅度和节奏都不如衰退式降息，进而对债牛的空间形成制约。

图表 4：美国软着陆时期股债双牛



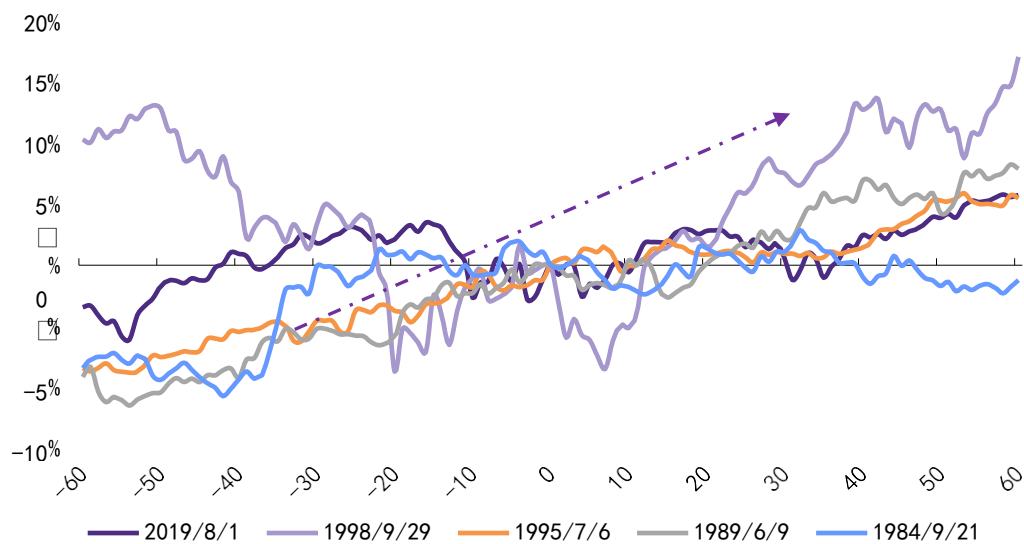
资料来源：wind 资讯，

图表 5：软着陆降息时股债双牛，但债牛不如股牛



资料来源: wind 资讯,

图表 6: 软着陆降息前后美股往往有不错的表现



资料来源: wind 资讯,

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

	软着陆降息	保健	金融	信息技术	电信服务	核心消费	工业	能源	公用事业	非核心消费	原材料	房地产
开始日期	2019/8/31	1046.74	445.65	1393.25	166.58	621.27	636.24	422.09	315.97	940.4687	354.28	242.44
结束日期	2020/2/12	1214.51	516.01	1785.01	191.03	659.83	718.21	415.03	350.46	1046.859	381.26	255.58
		16.0%	15.8%	28.1%	14.7%	6.2%	12.9%	-1.7%	10.9%	11.3%	7.6%	5.4%
开始日期	1998/9/30	323.23	258.39	331.83	215.5	204.86	193.59	182.77	160.89	186.952	126.67	
结束日期	1998/11/30	354.59	308.58	394.69	242.11	245.27	220.21	185.45	159.12	224.0837	135.21	
		9.7%	19.4%	18.9%	12.3%	19.7%	13.8%	1.5%	-1.1%	19.9%	6.7%	
开始日期	1995/7/31	126.33	128.01	148.62	113.7	117.7	123.87	116.16	111.68	117.1346	119.47	
结束日期	1996/1/31	162.88	157.12	144.25	139.65	140.18	140.25	125.77	127.4	120.5817	124.96	
		28.9%	22.7%	-2.9%	22.8%	19.1%	13.2%	8.3%	14.1%	2.9%	4.6%	
开始日期	1989/9/30	68.33	82.76	70.58	92.56	58.93	75.36	82.42	95.71	75.8588	78.8	
结束日期	1990/5/31	77.01	72.89	78.06	95.02	65.34	79.97	91.94	94.71	74.2625	75.15	
		12.7%	-11.9%	10.6%	2.7%	10.9%	6.1%	11.6%	-1.0%	-2.1%	-4.6%	
平均		16.8%	11.5%	13.7%	13.1%	14.0%	11.5%	4.9%	5.7%	8.0%	3.6%	5.4%

资料来源：wind 资讯，

2.1、大宗商品：铜价先升后降，原油窄幅震荡，黄金走势分化

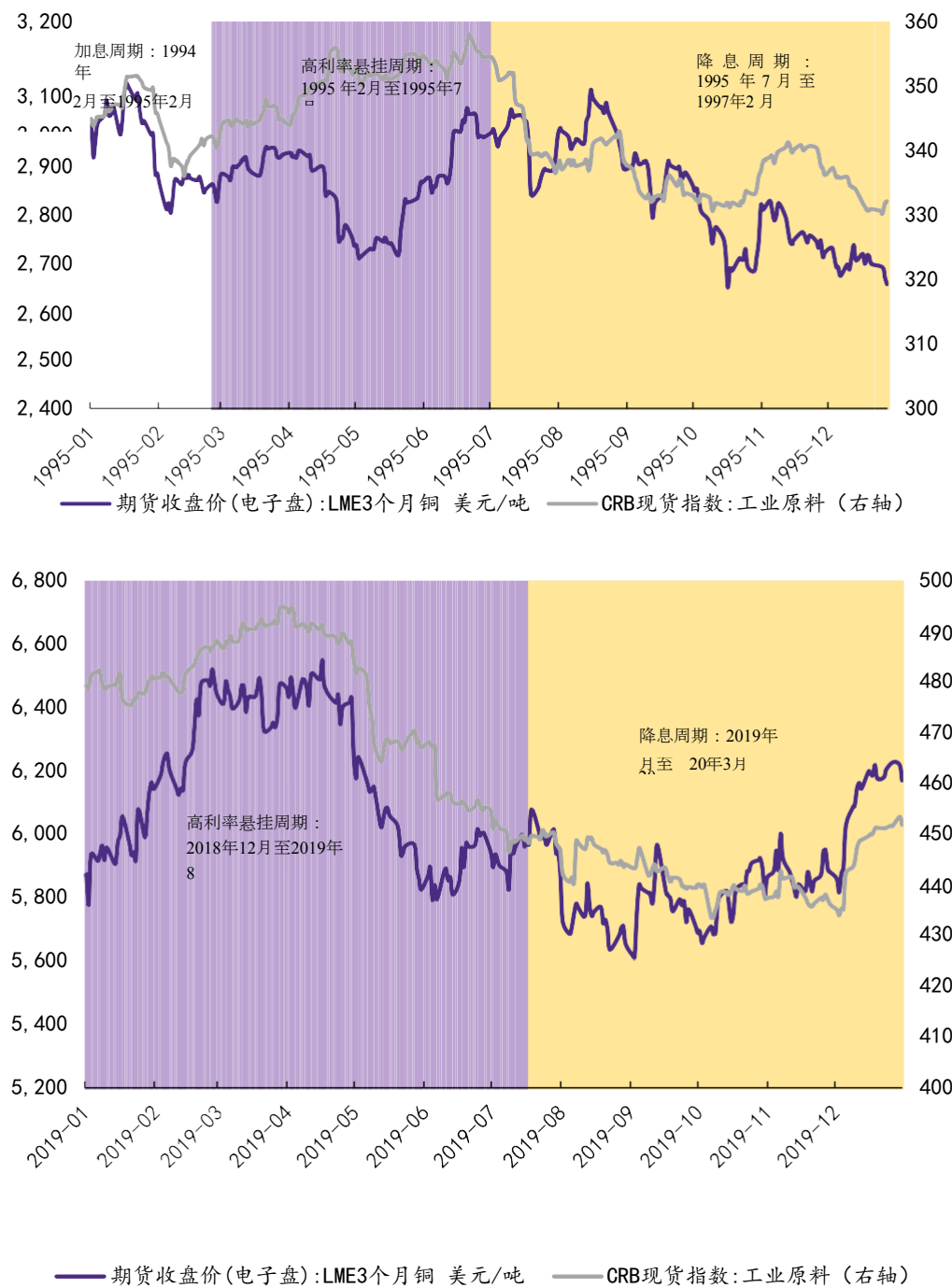
铜、黄金和原油等主要大宗商品在软着陆期间表现较为分化，主因是定价主导因子不同。铜看制造业，黄金看降息和避险，原油看需求。

铜在软着陆降息周期先升后降。1995 年和 2019 年时期，美国整体库存触顶后持续去库，铜价先是受益于降息预期有所回升。之后降息落地+库存去化，铜价有所回落：2019 年时期，LME 铜价完成了从 5800-6400-5600 的震荡走势；1995 年时期，铜价完成了从 2700-3000-2600 的走势。

原油在软着陆降息周期窄幅震荡。原油主要看供需格局，在软着陆时期需求缓降，油价走势较为震荡，并没有太大的行情。1995 年时期在 17-19 美元区间波动，2019 年时期则是在 50-60 美元区间震荡。

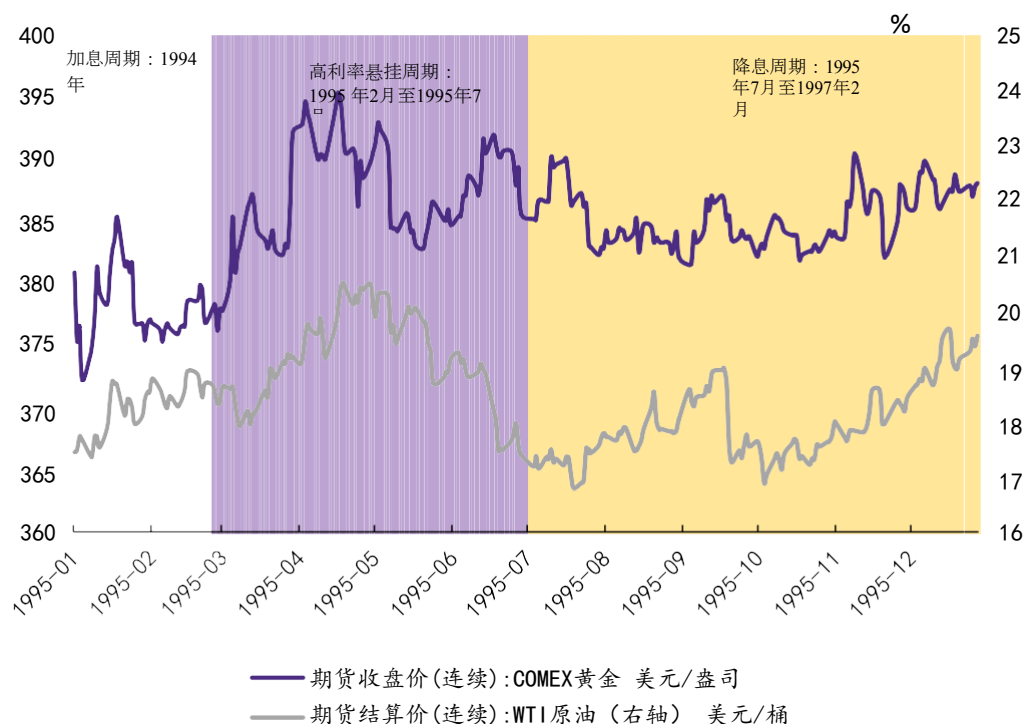
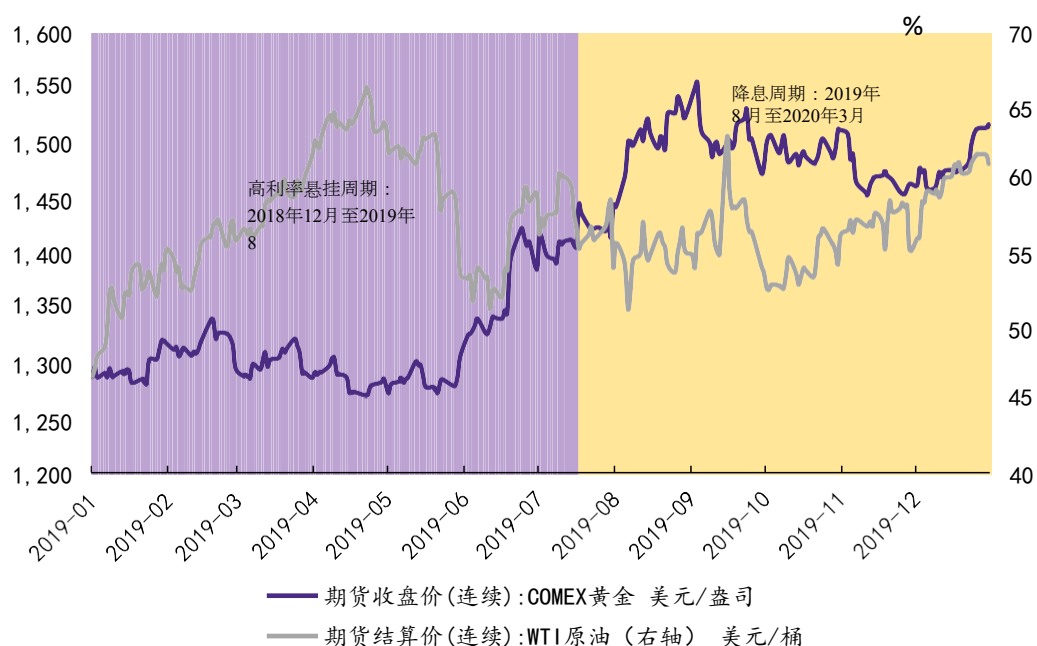
黄金在软着陆降息周期走势较为分化，1995 年涨幅有限，2019 年开启黄金时代。黄金影响因素较为多元，除了美国利率水平以外，还有避险情绪的影响。1995 年时期整体降息预期虽然打开但空间有限，黄金涨幅并不突出。2019 年时期则不同，中美贸易博弈下，地缘政治不确定性大幅增加，同时 2019 是全球大降息，包括美联储在内全球有 28 个经济体降息，避险情绪和全球央行转向推动了 2019 年时期的黄金行情，黄金从年初 1300 美元的价格上涨突破 2000 美元/盎司的价格。

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



资料来源: wind 资讯,

图表 9：2019 年黄金迎来行情，原油则更多保持震荡



资料来源：wind 资讯，

2.2 、 美元指数：高位运行，不贬反升

美元指数在软着陆降息周期仍有韧性。1995 年时期美元跟基本面的关系较小，主要是克林顿政府开始了强美元的政策，扭转了 1985 年广场协议以来的弱美元态势，因此全年美元走强，当年从 81 的历史低位上行至 85，随后开启五年的上行周期，在 2000 年时期达到了 119 的高位。2019 年时期软着陆时期经济韧性叠加避险情绪，使得整体美元维持在 95-97 的位置震荡运行。

图表 10：软着陆时期美元指数表现韧性



资料来源：wind 资讯，

3、国内资产：股债震荡上行，商品涨跌不一，人民币一波三折

在 1995 年和 2019 年两轮美国经济软着陆周期中，A 股多震荡上行，其中在美联储结束加息后先涨后跌、重启降息后呈 N 型走势；中债走势并非与美联储降息线性相关，更多受到国内股债博弈、中美利差博弈的共同影响，随着利率中枢震荡下行，中债在此期间表现不错；国内定价大宗商品则间接受受益于美联储结束加息提振商品需求进而加速库存周期轮动，价格弹性提升；人民币汇率多在美联储结束加息后呈先升值-后贬值-再走强，走势一波三折。

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

美国软着陆周期		第一轮								第二轮								第三轮			
		上轮加息结束				下轮降息开启				上轮加息结束				下轮降息开启				上轮加息结束			
		1995/1/31				1995/7/5				2018/12/19				2019/7/31				2023/7/27			
		T+30	T+90	开 始	降 息	T+30	T+90	T+180	T+360	T+30	T+90	开始降息	T+30	T+90	T+180	T+360	T+30	T+90	至今		
A股涨跌幅 (%)	上证指数	4.1	24.2	13.1	23.7	14.2	-8.8	78.9	1.6	10.6	13.8	1.9	-1.2	-4.8	22.7	-3.1	-7.9	-5.4			
	深证成指	5.3	-9.0	-10.4	21.0	9.2	-0.6	249.6	2.0	17.9	23.9	4.8	4.7	11.7	65.1	-5.9	-12.9	-12.8			
	创业板指	-	-	-	-	-	-	-	-1.7	13.6	21.4	7.8	8.9	28.5	107.8	-6.1	-13.6	-14.7			
	上证50	-	-	-	-	-	-	-	4.2	12.5	21.5	0.4	-0.2	-4.0	30.8	-1.6	-11.4	-6.7			
	沪深300	-	-	-	-	-	-	-	3.8	15.1	22.6	1.5	0.5	-0.5	43.8	-3.8	-13.0	-9.3			
	中证1000	-	-	-	-	-	-	-	-2.5	13.9	13.1	6.2	1.2	6.1	28.7	-5.8	-7.0	-13.3			
中债收益率变 动 (%)	1年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.35	-0.04	-0.08	-0.01	-0.01	-1.48	-0.17	0.27	0.56	-0.06			
	3年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.24	0.06	-0.03	-0.15	-0.08	-1.49	-0.13	0.09	0.24	-0.16			
	5年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.16	0.08	-0.06	-0.05	-0.02	-1.15	-0.08	0.08	0.13	-0.21			
	10年期	-	-	-	-	-	-	-	-0.24	-0.03	-0.19	-0.10	0.01	-0.63	-0.02	0.00	0.02	-0.33			
汇率涨跌幅	美元兑人民币	0.1🇺🇸	1.6🇺🇸	1.6🇺🇸	-0.1🇺🇸	-0.2🇺🇸	-0.4🇺🇸	0.0🇺🇸	2.3🇺🇸	1.1🇺🇸	0.1🇺🇸	-3.4🇺🇸	-2.1🇺🇸	-2.9🇺🇸	6.1🇺🇸	-2.6🇺🇸	-0.3🇺🇸	-1.2🇺🇸			
国内定价大宗 商品	螺纹钢	-	-	-	-	-	-	-	8.9🇨🇳	8.6🇨🇳	13.9🇨🇳	-11.0🇨🇳	-9.6🇨🇳	-15.5🇨🇳	10.6🇨🇳	-1.8🇨🇳	4.5🇨🇳	-6.5🇨🇳			
	焦煤	-	-	-	-	-	-	-	6.0🇨🇳	13.1🇨🇳	16.5🇨🇳	-3.7🇨🇳	-12.2🇨🇳	-25.4🇨🇳	17.0🇨🇳	13.3🇨🇳	32.5🇨🇳	9.6🇨🇳			
	焦炭	-	-	-	-	-	-	-	5.1🇨🇳	8.7🇨🇳	8.6🇨🇳	-8.7🇨🇳	-13.7🇨🇳	-22.8🇨🇳	27.9🇨🇳	2.6🇨🇳	14.9🇨🇳	-6.4🇨🇳			

资料来源：wind 资讯，

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

A 股在美国软着陆周期中整体呈震荡上行走势。其中在高利率悬挂周期中先涨后跌，在美联储启动降息后呈 N 型走势，最终 A 股多在美联储第三轮降息或者中美共振宽松情况下反转上行：

第一轮美国经济软着陆周期（1995 年）：A 股在美联储加息结束后先涨后跌，启动降息后呈 N 型走势，多在美联储第三次降息前后反转上行，期间上证指数表现占优。股市走势方面，1995 年国内股市还处于发展初期，与美国经济周期和美联储货币周期相关性相对较低，更多受到游资炒作和国内政策的影响。所以此轮美联储结束加息后，A 股随着游资做多、“3.27”国债期货事件、国债期货交易暂停、股市扩容发行 55 亿股票而出现剧烈波动，但整体而言还是呈现震荡上行趋势，期间上证指数上行了 13.1%；美联储开启降息后，股市呈现 N 型走势。先是在美联储启动首次降息、并购题材大肆炒作、国内经济持续高增的形势下反弹上行，随后开始深度调整，最后 1996 年 1 月美联储第三次降息后 A 股再度止跌上行。美联储启动降息后 T+30/T+90/T+180/T+360 内上证指数分别上涨了 23.7%、14.2%、-8.8%、78.9%；**宽基指数方面**，上证指数相对深证成指而言表现占优，上证指数在美联储降息前的高利率悬挂周期相对抗跌，在美联储开启降息后的涨幅更大。

第二轮美国经济软着陆周期（2019 年）：受中美货币政策转向、中美贸易摩擦形势催化，A 股美联储加息结束后呈先涨后跌趋势，且振幅较大，在启动降息后呈窄幅 N 型走势，股市在美联储第三次降息后反转上行。期间大盘指数先涨、小盘指数后至，金融、消费、成长风格接力上行，下游消费板块、成长板块轮番演绎。股市走势方面，在此轮美联储结束加息后，上证指数走势呈现一波三折，震荡上行，期间指数上涨了 13.8%；A 股先是在年初到 4 月中旬受美联储结束加息、国内政策宽松和社融大超预期的国内外利好因素共同催化而大幅上涨。随后从 4 月中旬起到 6 月初，受 419 政治局会议上政策预期转向、叠加 5 月初中美贸易摩擦再起，市场开始高位调整。此后在 6 月初到 7 月底，随着中美重启经贸磋商进度的反复波折，市场行情先扬后抑；美联储开启降息后，股市呈现窄幅 N 型走势：8 月初到 9 月上旬，A 股随着中美共振宽松、中美经贸磋商再度重启开始回暖。随后在 9 月下旬至 11 月底，股市在国内经济承压、海外经济衰退的背景下再度调整。最后自 12 月中美贸易摩擦缓和后股市再度反弹上行；**宽基指数方面**，在美联储结束加息后，上证 50、沪深 300 等大盘指数前期率先反弹，深证成指后来居上。在美联储启动降息后，T+30 内各宽基指数均有所反弹，其中创业板指、中证 1000 等小盘指数表现占优，此后创业板指持续保持优势；**风格表现方面**，在美联储结束加息后，金融、消费风格全程占优。在美联储启动降息后，成长、消费接力上行；**行业表现方面**，在美联储结束加息后，T+30 内食品饮料、家电率先反弹，随后食品饮料、农林牧渔、家用电器等下游消费，电子、国防军工、计算机等成长板块和非银金融表现突出。在美联储启动降息后，T+30 内电子、计算机等成长行业领涨上行，随后电力设备、电子等成本板块和医药生物、美容护理、社会服务等消费板块接力演绎。

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/605303221330011134>