

QE 重启，大类资产如何配置？

摘要

- **QE 对资产价格的影响主要是体现在两个方面：一是影响时效上，时长往往不会超过三个月，长期内基本面仍然是主导因素；二是影响标的上，对股票资产影响主要在前期，即股市往往在 QE 消息落地前上涨，而对债市主要影响在后期，即债市往往要在 QE 消息落地后上涨。**
- 此次欧央行 QE 的背景是：全球经济下行，欧元区经济增速明显放缓，通胀水平不断走弱，持续远离欧央行 2% 的政策目标，且欧元区 GDP 同比增速徘徊于 2016 年低位，欧央行进一步推行货币宽松政策的必要性增强。
- 本次欧洲央行 QE 购买规模较小，但没有预设截止时间，超出市场预期。美联储 9 月 18 日也将开始新一轮议息，降息是大概率事件。在全球流动性宽松的大背景下，大类资产又该如何配置？欧央行上轮 QE 情景可供参考。
- 总体上，QE 在消化阶段的影响反而大于实施初期，股票强于债券强于大宗商品，欧元贬值，黄金震荡。
- 具体而言，股票内部分化比较明显，欧洲股市更为获益；债市短期内欧元区利率持续走低，美国、日本利率则先升后降；黄金和外汇在消化期波动比较剧烈，QE 的正式开启反而对其影响不大。
- 投资策略：当前 QE 消息已经落地，利率呈现下行趋势，配置上有利于债市。而股市则将进入震荡区间，原因在于经济基本面疲弱，股市前期上涨又反映了宽松预期。此外还可以加配黄金等资产。
- 风险提示：全球经济超预期下行、沙特黑天鹅事件影响扩散。

西南证券研究发展中心

分析师：朱斌
执业证号：S1250515070001
电话：021-68415861
邮箱：zhbin@swsc.com.cn

相关研究

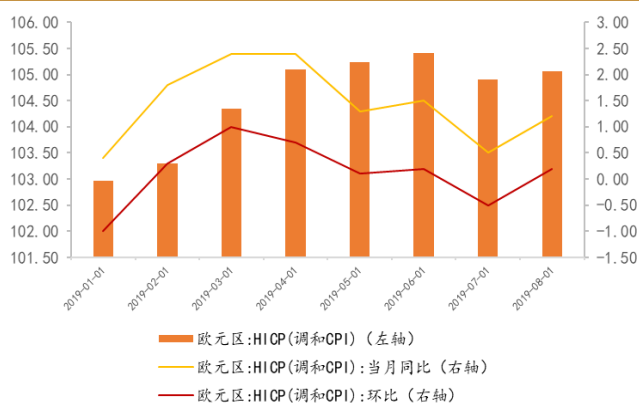
1. 策略点评：秋季躁动的下半场（2019-09-18）
2. 策略点评：外资取消限额，A 股影响几何？（2019-09-11）
3. 策略周报：灵魂之问 炒房还是炒股？（2019-09-05）
4. 策略点评：政策转向促行情全面开花（2019-09-05）
5. 策略专题：业绩增速下降明显，底部探明尚需时日——2019 年 A 股中报业绩分析（2019-09-03）
6. 策略周报：趋势的力量（2019-09-02）
7. 策略专题：外资流入与结构性行情持续（2019-08-28）
8. 策略点评：特朗普的困局与贸易战的结局（2019-08-25）
9. 策略专题：北上资金的持股特征及最新变化——2019 年 1-7 月陆股通持股分析（2019-08-19）
10. 策略点评：绝地反击之后，A 股怎么走（2019-08-19）

2019年9月12日，欧洲央行宣布重启QE，并将开始实施利率分级制度，在新的QE结束后才会考虑加息。欧央行将于11月1日起重启资产购买计划，规模为每月200亿欧元。欧洲央行维持主要再融资利率在0%不变，维持边际借贷利率在0.25%不变。

事实上，欧央行8月利率决议已经为本月降息做好了铺垫。当时的政策声明显示，欧央行将前瞻指引调整为“计划将基准利率保持在目前或更低水平（原为目前水平）至少到2020年上半年”，以保证通胀在中期内趋近2%的目标。如有必要，将继续维持有利的流动性环境及足够的货币宽松度，并计划评估政策选项，包括利率分层制度和新一轮资产购买计划。

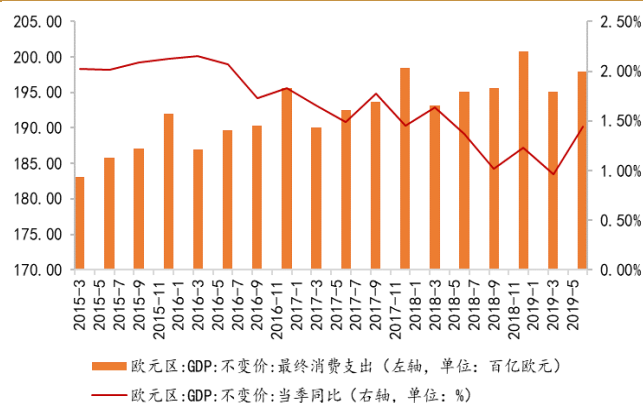
欧央行采取货币宽松政策主要是为了应对经济下行压力。从修改前瞻指引到全新的政策选项评估，欧央行开始着手为应对经济下行压力和通胀低迷做好政策准备。受全球经济下行影响，欧元区经济增速明显放缓，通胀水平不断走弱，持续远离欧央行2%的政策目标。欧元区第二季度GDP环比增长1.46%，同比增长1.44%，徘徊于2016年以来的低位。因此，欧央行进一步推行货币宽松政策的必要性增强。

图1：2019年欧元区CPI远离2%预期



数据来源：Wind，西南证券整理

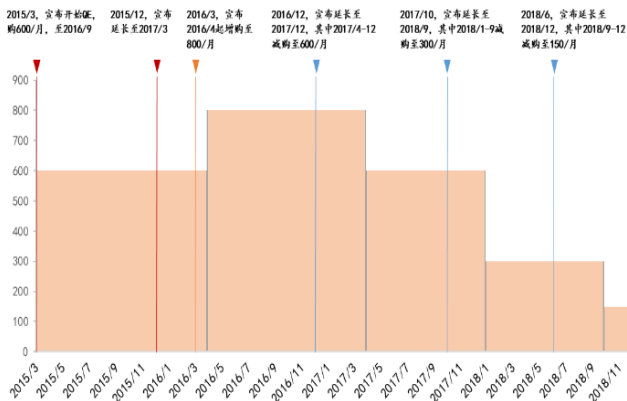
图2：2015年以来欧元区GDP及同比增速



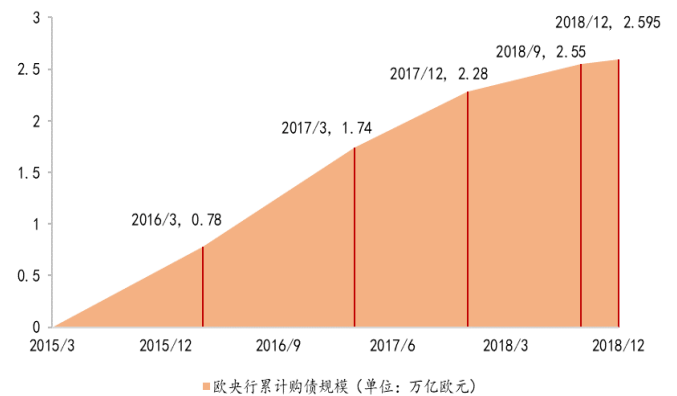
数据来源：Wind，西南证券整理

本次欧洲央行QE购买规模较小，但没有预设截止时间，这点超出市场预期。美联储9月18日也将开始新一轮议息，降息是大概率事件。在全球流动性宽松的大背景下，大类资产又该如何配置？

欧央行上一轮QE中资产表现或有借鉴意义。欧央行上一轮QE于2015年3月开始，经过多次延期调整，最终于2018年12月底正式结束，历时近四年，累计购债总规模约2.6万亿欧元。与此次情况类似的是，2015年1月22日欧央行表示将于当年3月开启QE计划，彼时离正式开启购债有一个半月左右的时间，本次QE于9月12日宣告，将于11月1日正式开启，间隔时间同样是一个半月左右。

图 3：欧央行 2015 年 QE 时间及数量调整


数据来源：新京报，西南证券整理

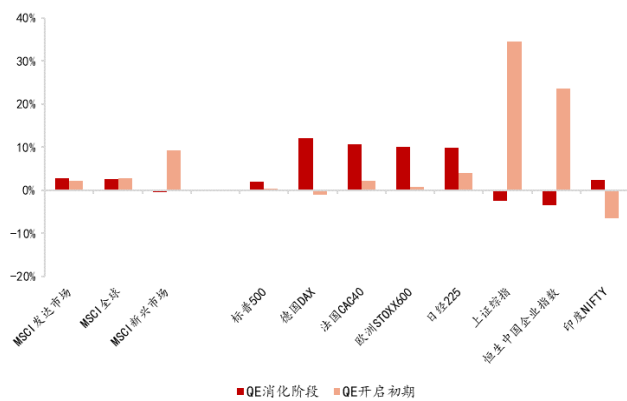
图 4：欧央行 2015 年 QE 总量变化


数据来源：新京报，西南证券整理

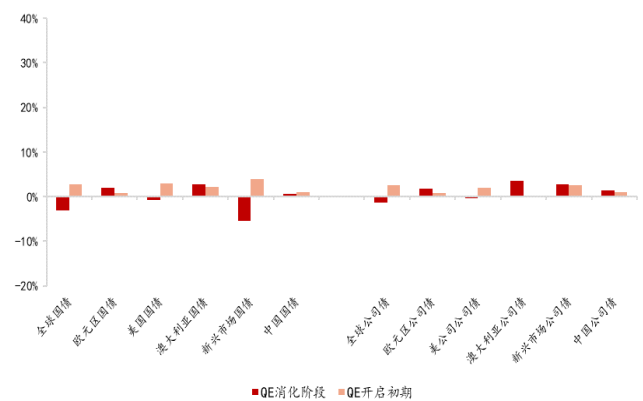
那么 QE 之后，市场究竟会作何反应呢？

从历史表现来看，QE 短期内对资产价格影响较大，一般股市会在 QE 消息落地前上涨，而债券则会在 QE 消息落地后上涨。从中长期来看，基本面和风险偏好因素又会占据越来越重要的地位，因此我们主要关注 QE 初期资产价格的变动情况。

欧央行上一轮 QE 大致可以分为两个阶段：第一阶段从 2015 年 1 月 22 日欧洲央行行长德拉吉宣布每月 600 亿美元购债计划开始，到正式购债之前结束，是市场对 QE 消息的消化阶段；第二阶段则从 2015 年 3 月 9 日启动主权债券购买开始，为了方便对比时长和第一阶段保持大致相同，因此到 4 月 30 日结束。总体上，QE 在消化阶段的影响反而大于实施初期，股票强于债券强于大宗商品，欧元贬值，黄金下跌。

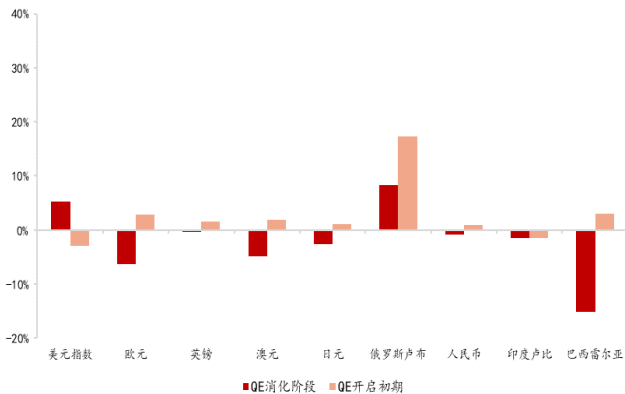
图 5：欧央行上一轮 QE 短期内权益市场变动情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：欧央行上一轮 QE 短期内债券市场变动情况


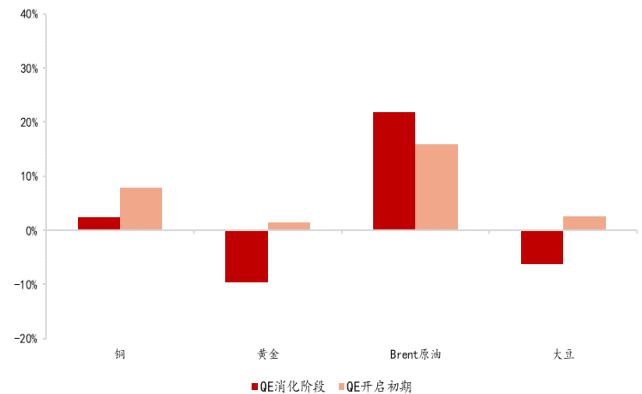
数据来源：富时债券指数，西南证券整理

图 7：欧央行上一轮 QE 短期内外汇变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

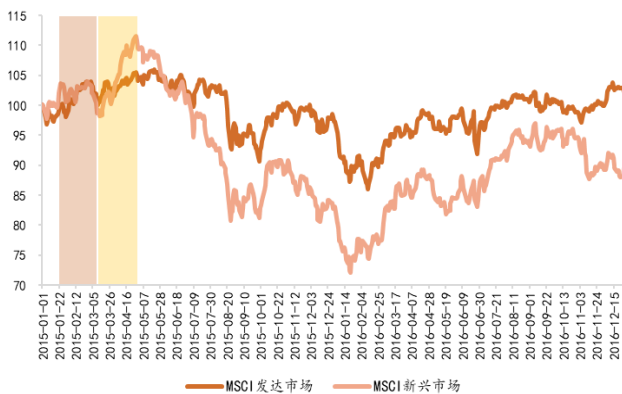
图 8：欧央行上一轮 QE 短期内大宗商品变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

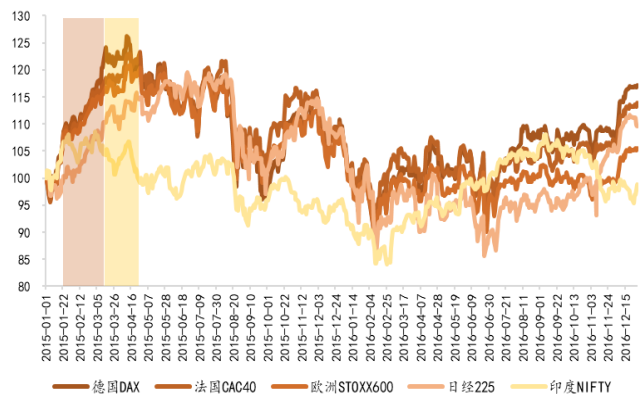
具体而言，股票内部分化比较明显，欧洲股市更为获益。德国股市、法国股市和欧洲股市在消化阶段分别上涨了 12.2%、10.7%和 10.1%，但在 QE 开启初期显得“后劲”略有不足。印度股市在消化阶段小涨 2.4%，在开启初期回调 6.6%。上证综指受益于 2015 年牛市收益最高，与欧洲央行 QE 关系不大。

图 9：MSCI 发达市场和新兴市场走势（2015.1.1=100）



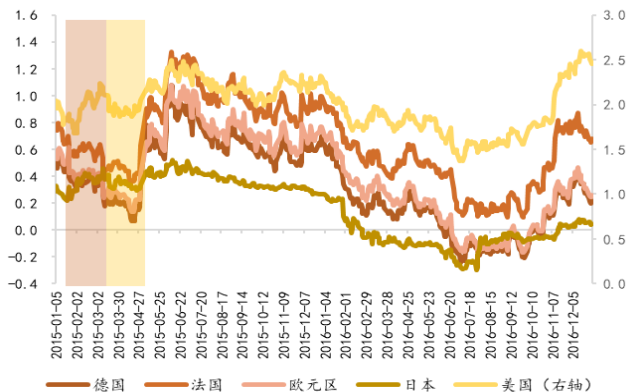
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：各国股市走势（2015.1.1=100）

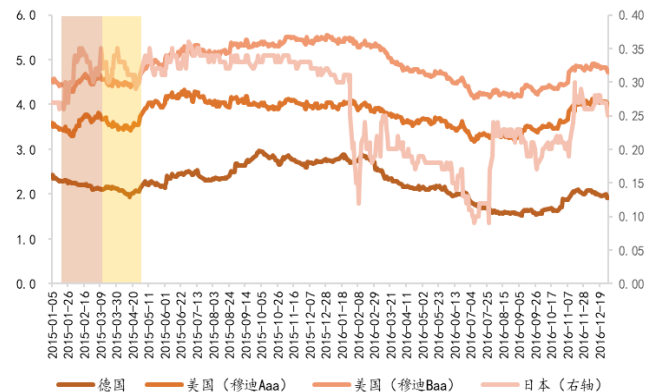


数据来源：Wind，西南证券整理

债市方面，短期内欧元区利率持续走低，美国、日本利率则先升后降。消息的消化阶段，德国、法国和欧元区 10 年期国（公）债利率分别下降了 21、8.4 和 26.2 个 BP，美、日 10 年期国债利率分别上行 30 和 10 个 BP；德国公司债利率下降了 19 个 BP，美国 Aaa 和 Baa 级公司债利率上行 27 和 17 个 BP，日本公司债利率上行 3BP。利率的变动直接带来同时段富时欧元区国债市值上涨 2.1%，公司债市值上涨 1.8%；全球国债市值下跌 3.2%，公司债市值下跌 1.3%。而 QE 启动后，利率普遍开始下行，利好全球债市。

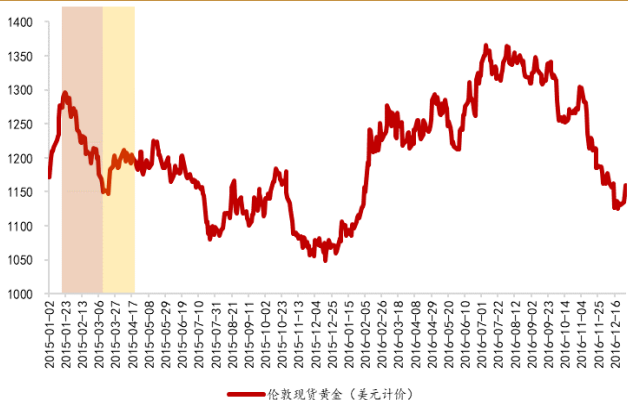
图 11：10 年期国债/公债利率走势 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

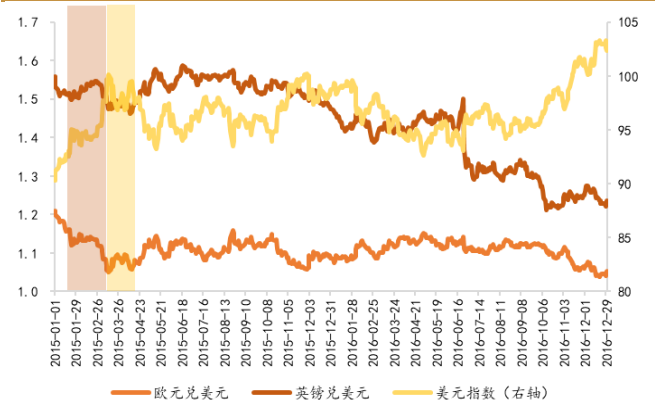
图 12：公司债走势 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

黄金和外汇在消化期波动比较剧烈，QE 的正式开启反而对其影响不大。在德拉吉公开购债计划的一个半月内，黄金价格承压，欧元走弱，美元走强；之后欧央行 QE 的预期被市场逐渐消化，黄金、外汇价格小幅反转，走势与欧央行购债行动相关性渐弱。

图 13：伦敦黄金（美元计价）走势


数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：外汇走势


数据来源：Wind，西南证券整理

投资策略：当前 QE 消息已经落地，利率呈现下行趋势，配置上有利于债市。而股市则将进入震荡区间，原因在于经济基本面疲弱，股市前期上涨又反映了宽松预期。此外还可以加配黄金等资产。

风险提示：全球经济超预期下行、沙特黑天鹅事件影响扩散。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn