

# 美债日元黄金角逐 谁是避险“王者”

□本报记者 张枕河

当市场波动性上升时，风险资产往往遭遇抛售，避险资产则可能成为有效的对冲手段。在2018年，市场虽经历多次动荡，但美债、黄金、日元三种最具有避险属性的资产都未显示出明显的趋势性行情。

今年特别是3月初以来，投资者对于全球经济增速下滑的担忧升温，市场渐入避险模式的迹象增多。在此背景下，这三种避险资产的前景如何？谁会成为今年的“王者”？投资者该采取何种策略规避风险？

## 美债表现遥遥领先

美国国债、日元、黄金均为市场所熟知的三种避险资产。近期，随着市场避险情绪逐渐升温，它们的表现又如何？

3月26日，截至记者发稿时，纽约商品交易所基准的黄金期货价格报1323美元/盎司，较年初的1286美元/盎司累计上涨2.8%；较3月5日的1294美元/盎司累计上涨2.3%。

目前10年期美国国债收益率为2.437%，较年初的2.684%累计下跌9.2%，即10年期美国国债价格累计上涨9.2%；较3月5日的2.717%累计下跌10.3%，即10年期美国国债价格累计上涨10.3%。

目前，美元兑日元汇率为110.3，较年初的109.6累计上涨0.6%，即日元兑美元累计小幅贬值0.6%；较3月5日的年内高位111.89累计下跌1.4%，即日元兑美元累计升值1.4%。

如果从数据统计看，不论是今年以来还是3月5日以来，美债表现均遥遥领先于黄金和日元，而黄金表现又均好于日元。

而与众多风险资产相比，今年以来，美国10年期国债价格涨幅高于多数欧洲、亚洲股市，但低于美国三大股指。

美债的强势表现并不出乎市场意料。

## 股弱债不强 牛尾时段保持“平常心”

□本报记者 张勤峰

3月26日，股弱债亦不强，国债期货勉强收高，现券市场表现分化。分析人士指出，资金面平衡及供给压力对债券行情构成制约，尽管债券牛市难言结束，但尾部阶段不确定性和波动风险上升，对行情空间不应抱太高期望。

### 股弱债也不强

26日，A股延续回调势头，上证综指和深证成指收跌跌幅均超1%，创业板指跌超2%。两市共有超3000个股下跌，盘面热点几乎全部“哑火”。这一背景下，债券市场并没有沿用“股债跷跷板”套路，而是以震荡为主，国债期货险些翻绿，出乎不少人的意料。

26日，10年期国债期货主力合约T1906上午低开高走，午后震荡回调，临近尾盘价跳水，一度翻绿，收报98.095元，勉强上涨0.01%，涨幅远不及前一日的0.33%。

现券表现分化，长期限国债与国开债走势背离。26日，10年期国开债活跃券190205日内成交在3.56%-3.58%，尾盘成交在3.58%，上行1bp。次活跃券180210成交利率出现反弹，尾盘成交在3.68%，较上一日尾盘上行3bp。10年期国债收益率则继续下行，活跃券180027尾盘成交在3.06%，下行3bp，日内最低成交到3.04%；次活跃券180019尾盘成交在3.08%，下行约2bp。

### 牛尾时段不应恋战

开年以来，国内市场上股债之间的“跷跷板现象”较为明显。近几日，随着市场风险偏好重新回落，A股出现连续回调，债券市场也一度有所反弹。不过，昨日行情表明股债之间的走势可能出现偏差，股弱的时候债不一定强。

短期哪些因素在制约债市上涨？分析人士认为，资金面可能是其中一项。短期市场资金面虽不是很紧张，但也不算上太宽松，银行间市场代表性的DR007已持续多日运行在2.6%以上，明显高于今年一二月份均值水平。临近季末，资金面仍存在一定风险，抑制债券投资者做多意愿。此外，短期供给端也存在一定压力。Wind数据显示，本周利率债发行总额有望超3800亿元，可能创出今年以来单周发行额新高。

进一步看，随着前期一系列政策落地显效，“宽信用”难以证伪，配合减税降费实施和地方债支持基建，经济出现失速下行风险的确趋于收敛，经济触底企稳预期已形成。债券市场要想在价格高位上继续大涨的难度不小，除非央行货币政策进一步松动，比如采取下调政策利率等做法，但从目前看，央行“降息”迹象并不明显。

不过，申万宏源固收研究团队称，债券牛市未完，但也不宜过度恋战，可耐心等待利率运行趋势逆转前的“最后一跌”。中信证券固收研究团队称，维持10年期国债收益率3%-3.4%的目标区间，未来如果货币政策进一步放松，10年期国债收益率仍可跌破3%，达到2.8%左右。



今年1月，汇丰银行就发布报告表示，如果市场再次剧烈震荡，黄金、美债和日元均是极佳的资产避风港。

汇丰近日再次对各种投资组合权重进行了1000万次模拟，发现美国国债显然是风险回报率最高的赢家，当股票波动性上升时，其风险回报率也随之上升。

汇丰资产战略主管Pierre Blanchet指出，即使是在美债收益率倒挂成为股市下跌的导火索时期，美债的避险功能仍然存在。日元的风险回报率位居第二位，黄金紧随其后。

### 日元黄金恐不下风

尽管从短期表现来看，日元与黄金不及美国国债，但业内机构认为这两者的前景并不落下风。

美银美林研究团队表示，由于全球经济下行压力加大，投资者避险情绪明显上升，对黄金、日元的投资需求也随之上涨。日元方面，日本央行是目前主要央行中货币政策最为偏紧的银行，这将对日元构成

支撑。此外，日元正成为套息交易新宠，其需求量将上升。

Pierre Blanchet也指出，日元长期以来就是“避险天堂”。当国际经济增长速度放缓得到确认，鉴于其广泛的国际投资基础，日元必定再次表现优异。“如果全球金融市场出现一段时间的调整，本来就偏好投资国内市场的日本投资者可能会将更多资金从海外撤回日本市场，这可能导致全球市场的风险转移，并促使日元走强。”

Pierre Blanchet还表示，传统的瑞士法郎将不再是很好的避险品种，因为瑞士国内投资者的影响力减弱。

瑞银财富管理投资总监办公室分析师Kathy Li对记者表示，面对市场不确定性上升，黄金能够对冲弱美元、股市波动及地缘局势风险。该机构最新调高金价3个月区间目标价，由原来的1250-1350美元/盎司，升到1275-1375美元/盎司；6个月及12个月目标价格也由原来的1300-1350美元/盎司，分别调高至1350-1400美元/盎司。

标准银行分析师Marcus Garvey指

## 资金面平稳跨季问题不大

从本月数据来看，截至3月26日，本月央行只开展了3次逆回购操作，未开展MLF操作，累计投放资金1300亿元，期间共有3900亿元央行逆回购和4325亿元MLF到期，央行从金融体系净回笼6925亿元。

近一段时间，央行日常货币政策操作出现了一些微妙变化，政策含义仍有待厘清。不过，市场资金面也并未出现持续紧张情况，流动性总体维持合理充裕，因此央行减少资金投放与保持流动性合理充裕的目标并没有出现明显背离。

### 月末财政投放可期

月中以来，货币市场利率有所上行，资金面不及月初那般宽松，随着季末临近，监管考核因素对流动性的影响有所显现，部分跨季资金价格继续上行。但总体上看，流动性供求仍保持平衡，市场资金面并未出现明显的紧张情况。

Wind数据显示，今年前两个月，银行间市场代表性的7天期债券回购利率DR007多数时候运行在2.55%的公开市场

出，从长期来看，黄金投资的前景正越来越好。在短期实际利率不断下行的情况下，持有黄金作为非收益资产机会成本也随之下降，市场对持有黄金的兴趣逐渐上升。

德国商业银行也在研究报告中表示，得益于美联储加息周期的结束，欧洲央行持续的扩张性货币政策，对投资需求的复苏前景表示乐观，仍相信黄金价格将在年内出现显著攀升。

### “避险模式”能否贯穿全年

业内人士指出，尽管美债、日元、黄金面临不同的基本面因素，但市场“避险模式”能持续多久才是最为重要的影响因素。目前市场对此产生分歧。

上周五，美国3个月、10年期国债收益率出现2007年7月以来首次倒挂，市场认为这是美国经济将出现衰退的重要信号，若这种情况发生，市场避险模式将被进一步放大。

路透调查显示，过半接受调查的分析师指出，未来两年美国经济出现衰退的可能性高达40%，若这种情况发生，风险资产将率先受到冲击，各路资金可能涌入避险资产。

但也有部分业内人士指出，美国经济可能还没有达到触发全球长期避险模式的时刻。尽管预计三大避险资产今年表现或超过去年，但可能并不会出现令人咋舌的涨幅。

汇丰银行表示，即使美国经济出现下滑，但也不会出现伴有美元大跌的全面衰退。Kathy Li指出，瑞银并不认为当前的形势预示美国经济出现或将出现衰退。随着美国减税及政府加大开支利好效应的消退，当地经济增速会放缓，但只是回归趋势水平。此外，美国一些领先经济指标并不差，且美联储维持利率不变利于稳定全球经济增长。尽管如此，为了平衡风险，瑞银减少了全球股票仓位，先锁定部分利润，并通过期权来平衡投资组合的风险。

## 操作利率下方,但从3月14日开始,DR007已重返2.55%以上,近期运行在2.7%一线。相比之前一段时间,资金面的确有所收敛,可能与春节后央行连续实施资金净回笼有一定关系。

临近季末，个别期限资金价格出现上行，但整体上波动有限，市场资金面也算不上紧张。据交易员反馈，3月26日，市场资金面整体仍较为平稳，7天、14天等跨季资金价格有些许上涨，需要在加权价上加点，但借钱难度不大，盘中大型银行时有融出，需求基本能得到满足。

往上看，监管考核因素仍会给资金面带来一定的影响，但应该不会造成很强的冲击。进一步看，3月是传统财政支出大月，月末几日起有望迎来较多的财政库款投放，流动性有望得到补充，实现平稳跨季问题不大。月底前，部分跨季资金价格可能上涨，但不会出现全局性持续大幅波动。

有鉴于此，市场预计央行公开市场操作还将继续停摆一段时间，而跨过季末，随着监管考核扰动消退，财政投放效应将得到充分展现，4月初资金面转暖比较确定。

## 年初以来中证转债指数涨幅不小,个券价格也有很大程度的上涨。考虑到回撤风险,建议投资者对于高价个券保持一定的警惕,积极参与新发优质个券打新。对于已上市个券,可关注价格在120元以下存在一定机会的标的。

年初以来中证转债指数涨幅不小，个券价格也有很大程度的上涨。考虑到回撤风险，建议投资者对于高价个券保持一定的警惕，积极参与新发优质个券打新。对于已上市个券，可关注价格在120元以下存在一定机会的标的。



易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（3月26日）						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	975.48	978.45	974.79	976.73	-1.35	976.3
易盛农基指数	1253.94	1257.74	1253.04	1255.54	-1.74	1254.98

### ■ 记者观察

## 美元短期进退两难

□本报记者 张枕河

在上周三结束的美联储货币政策例会上，美联储释放出非常明显的“鸽派”信号，部分观点认为强势美元趋势将难以持续。然而，在随后两个交易日，随着部分非美货币集体走软，美元指数显著反弹。就短期来看，美元暂时陷入进退两难局面，前景不确定性因素明显增多。

如果仅从美联储方面来看，明显倒向“鸽派”的货币政策无疑将继续压制强势美元。然而，一些其他因素形成的逻辑链却在一定程度上支撑着美元。

其一，美联储政策转向“鸽派”的根本原因是其经济增长出现放缓趋势，而在例会结束后的两天中，更多经济不理想的迹象显现。

上周五，美国3个月、10年期国债收益率出现2007年7月以来首次倒挂，即前者收益率超过后者。通常而言，短期美债收益率超过长期美债收益率一般被视为现在经济增长将高于未来的预警，这预示着未来可能出现经济衰退，而3个月期美债与10年期美债之间的关系是最为重要的指标。

在过去的50年中，共发生过6次3个月期美债收益率超过10年期美债收益率情况，美国经济平均在释放倒挂信号后的311天后陷入衰退。其中，1989年、2000年、2006年均发生过收益率倒挂，而1990年、2001年和2008年美国经济

定收入不低于1033元的保障。在保障农户收入的基础上，邮储银行通过保单质押成功向农户放款，合计放贷金额共计294万元。保险到期时，期货平均价格升至1871.94元，农户虽然获得每吨近60元的益处，但实际产量显著下降。经过保险公司组织专家测量统计，向农户支付了135万元理赔。

## 2018华泰期货“保险+期货” 花开三朵

□本报记者 马爽

2018年，华泰期货联合旗下风险管理子公司华泰长城资本，参与大连商品交易所组织的农民收入保险计划，所实施的玉米收入险、价格险和鸡蛋价格险三个项目均顺利完成。

华泰期货相关负责人表示，公司及子公司本着惠农扶贫的初心，扎实投入前期调研，积极配合合作各方，全面设计项目方案，严格执行对冲操作，密切跟踪保障效果，在达到降低农民收入风险、保障农民收入水平目标的同时，也进一步积累了风险管理经验，充分发挥了金融机构服务实体经济的作用。

在黑龙江省红兴隆农垦平安产险玉米价格险项目实施过程中，华泰期货联合平安产险黑龙江分公司和北大荒粮食集团（双鸭山）公司，创新性地采取了基差收购+双向保障模式，最大限度地发挥了期货和期权功能作用，有力保障了合作社秋季售粮的价格水平。该项目主要分为两个阶段为期六个月，期间合作社共有三次选择售粮价格上的机会，极大地提升了农户在售粮价格的主动权。尤其是在第三次提高售粮价格的机会中，通过二次点价为合作社30000吨玉米销售增加39万余元超额收入。

辽宁省铁岭县中华保险玉米收入险项目，是华泰期货与中华财险辽宁分公司携手合作来完成的，此项目为合作社提供价格与产量的双重保障，使得农户每亩种粮收入不低于设定水平。农户在6月中旬期货价格为1812元/吨时投保为期四个半月的收入险，并根据约定的每亩产量0.6吨和保障程度95%，获得每亩约

中国期货市场监控中心商品指数（3月26日）						
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌 涨跌幅(%)
商品综合指数		84.35			84.31	0.05 0.05
商品期货指数	981.95	982.61	985.48	981.57	980.6	2.02 0.21
农产品期货指数	831.56	832.2	834.48	831.49	831.47	0.73 0.09
油脂期货指数	458.27	458.55	461.24	457.71	458.06	0.49 0.11
粮食期货指数	1193.85	1197.27	1197.86	1192.12	1193.85	3.42 0.29
软商品期货指数	779.23	780.99	780.99	779.08	779.6	1.39 0.18
工业品期货指数	1046.58	1046.49	1050.17	1044.99	1044.97	1.51 0.14
能化期货指数	689.39	688.12	691.65	687.62	688.72	-0.59 -0.09
钢铁期货指数	1174.13	1170.67	1177.9	1168.14	1171.52	-0.85 -0.07
建材期货指数	1005.89	1006.88	1009.26	1003.16	1005.07	1.81 0.18