

尴尬的“紧缩退潮期” 大类资产谁能脱颖而出

□本报记者 张枕河

北京时间5月23日凌晨,美联储公布了4月会议纪要。从最新的美联储会议纪要中,市场仍难以找到清晰的政策路径。唯一较为肯定的是,尽管未来加息可能性仍存在,但也将明显放缓,一年数次的连续加息概率已大为降低。

对于投资者而言,美联储不论是进入加息周期或是降息周期都容易应对,难就难在从结束加息(或放缓加息)到开始降息这段“紧缩退潮期”。在这段相对尴尬且令市场迷茫的时期,大类资产中谁能脱颖而出,从中受益?谁又可能会受到较大的负面冲击?

难捱的“紧缩退潮期”

在去年的多数时间,市场人士还在为今年美联储将加息3次还是4次而争论,但从今年2月份开始,市场预计美联储今年不仅不会加息,甚至可能降息。

投资者试图从美联储最近公布的会议纪要中寻找更多线索。然而,美联储想表达的仅仅是近期维持政策不变的意思。

会议纪要显示,“在美国经济保持温和增长的环境下,即使全球经济和金融状况持续改善,美联储委员仍认为应当对调整货币政策保持耐心。”保持耐心的做法可能就是“在一段时间内”保持货币政策不变,这进一步表明美联储决策者认为近期没有必要加息或降息。

摩根士丹利全球首席经济学家Chetan Ahya指出,美联储年内不太可能降息。此外,通胀和金融稳定风险上升都不会让美联储出手重启紧缩。瑞银财富管理也在最新报告中预计,美联储到2020年都将维持货币政策不变。

业内人士指出,对于投资者而言,美联储放宽或是收紧货币政策,都能催生出对于各类资产的投资逻辑,但难就难在从停止或是放缓紧缩到重新走入宽松的这段“紧缩退潮期”,而目前各种迹象越来越像该阶段。



数据来源:Wind

从历史数据看,多数时期,“紧缩退潮期”开始的时间与美联储停止加息的阶段大体是重合的。但值得关注的是,个别时期,“紧缩退潮期”可能提前开始,即加息周期尚未结束时,降息预期已经四起,这与当前的情形最为类似。

中金海外策略与资产配置分析师刘刚指出,尽管“散点图”依然预计美联储2020年还有一次加息,但投资者已经产生了美联储本轮加息周期停止的预期,CME利率期货揭示的2019年末美联储降息的概率更是上升到近70%，“紧缩退潮期”的特征日益明显。

大类资产谁更胜一筹

比货币政策本身更受人关注的是各类资产将受到什么影响,将有何表现。

刘刚团队日前梳理了1980年以来美联储7轮较长且完整的加息/降息周期中加息末期到降息初期的宏观经济背景以及大类

资产和板块风格表现特征,发现即便不同阶段宏观经济和市场环境迥异,资产价格表现仍有一些共性和规律可循。

总体来看,大类资产在这一时期的排序均为股票好于债券,债券好于大宗商品,呈现出较为明显的风险偏好特征,仅2000年科技股泡沫时是个例外。

具体而言,在这一阶段,股市多数上涨,发达市场股市整体好于新兴市场股市,成长股好于价值股;利率则开始下行,出现收益率曲线倒挂。从背后的原因看,虽然这一阶段经济增长多数情况下已经开始出现动能放缓的迹象,但还没差到需要开启降息甚至陷入衰退的阶段,而美联储的紧缩政策已经开始逐渐退出甚至结束,因此风险资产反而能有不错的表现。

高盛也持相似的观点。高盛回顾了美联储过去四次加息周期结束的年头(1989年、1995年、2000年和2006年),发现美联储结束加息后一年,美国股市往往表现相对良好,其中唯一的例外是2000年,当时科网泡

沫破裂,美股急剧下跌。债市表现却逊于股市,在上述几个加息周期结束后,美国10年期美债收益率往往会强势反弹,高盛将这一切的根源归结于美联储在结束加息后并未降息,反而将利率维持在高位。

分化特征料凸显

对于债券和商品投资者而言,这一阶段就没有投资机会了吗?业内人士认为并不尽然。

首先在此阶段,美元大幅走强的概率并不高,很可能维持较为稳定的走势,因此和美元相关性较高的商品仍具有投资价值,例如黄金、原油。特别是原油,由于减产协议大概率仍将持续,全球原油供应今年仍将处于可控趋紧的状态。

中金数据也显示,尽管在“紧缩退潮”阶段大宗商品跌多涨少,在大类资产中表现落后,但其中也呈现出较为明显的分化。表现从好到差依次是原油、贵金属、工业金属、农产品。其中原油和贵金属与美元的“跷跷板”效应更强,如果强美元格局的动力减弱,这些商品表现将强于其它商品。

其次,美元不再大幅走强也有利于新兴市场货币,但其中也将呈现出明显的分化特征。一些基本面较为健康的经济体货币,例如人民币中长期前景仍受到不少业内机构看好。汇丰银行预计,尽管人民币短线出现波动,但不会持续疲软。汇丰维持此前美元兑人民币汇率的年终预测于6.75不变。摩根士丹利和高盛也持类似观点,认为人民币中长期将保持稳定。

东方金诚首席宏观分析师王青表示,当前国内经济增长韧性明显,基本面继续对人民币汇率形成有效支撑。经历短期较快下行后,人民币汇价有望重返双向波动格局。花旗分析师曾庆瑞表示,近年来强势升值的花元,在加息循环终止后,中长线将面临贬值压力。特别是美国经济成长可能在第二季度达到顶点,随后可能面临经济趋缓压力。他今年相对看好欧元与人民币表现。

坐拥两利好 “铜博士”或卷土重来

□本报记者 张利静

今年以来,大宗商品龙头“铜博士”在年初风光了一段时间后便销声匿迹。在宏观干扰因素影响下,铜资产近3个月以来表现不佳。业内人士指出,当前在宏观担忧情绪笼罩之下,市场对铜市利好视而不见,一是铜精矿加工费TC持续下跌,二是铜市库存不断下降,未来这两个因素随时有可能推升铜价。

两因素或推升铜价

本周沪铜期货大幅下挫。文华财经数据显示,本周前四日,沪铜期货主力累计跌约2%。A股相关标的江西铜业、云南铜业昨日均收跌,自3月份以来两标的的走势持续低迷。

相关数据显示,4月份铜材平均开工率环比上升1.37个百分点,同比下降4.89个百分点。MM预计,5月铜材平均开工率环比将上升3个百分点,同比有望回升。目前市场对铜下游消费品的缓慢企稳抱有一定期待。

业内人士指出,眼下,铜市有两个

紧要指标值得关注,一个是铜精矿加工费TC的下跌,另一个是铜市场的库存变化。“一旦宏观扰动消散,市场情绪企稳,这两因素随时有可能为铜市带来大行情。”

“持续下降的铜精矿TC令市场对铜矿供应的担忧持续强化。”招商证券研究指出,近期有市场人士称60美元/吨以下的价格也已经出现。此前市场普遍预期TC难以跌破60美元/吨,预计在主流TC价格跌破60美元之前,该因素对铜价支撑幅度有限。但如若跌破,则有望大幅提振看多铜价的信心。目前,TC正在持续逼近这一市场心理防线。

此外,随着精铜、废铜价差持续收窄,精铜对废铜的替代程度明显提升。招商证券研究认为,考虑到当前处于冶炼厂集中检修的高峰,预计精铜去库存速度有望加快,推荐关注铜矿资源中优势标的。

等待宏观扰动减弱

在消费端变化不大的情况下,业内人士指出,近期铜市库存去化背后,主要考虑供应端变化。

“铜精矿趋紧的预期加重,现货TC报价已跌至64.5美元/吨,据悉当前TC已影响到部分中小型炼厂生产。5月检修持续,当前全球铜库存仍处于去化过程中,预计还将持续一个月左右。今年起废七类铜进口已经禁止,7月1日起,废六类亦将划入限制进口类,当前虽有企业已经提交申请,然而还未有批文发放;再考虑到1个月左右的船期,7月1日能顺利清关进来的废铜量堪忧。废铜供给的收紧或将促进精铜消费,加快去库存速度,给铜价提供支撑。”华闻期货研究指出。

信达期货分析师陈敏华分析,宏观预期反复波动,铜价受拖累走弱,但随着“靴子”落地,市场分歧也逐渐加大,短期波动难料。而从基本面来看,陈敏华表示,铜矿偏紧慢慢开始显现,而国内检修势必导致后期现货供应偏紧,叠加废铜供应影响,供应端支撑较为明显。从需求端来看,今年旺季不旺基本确定,近期铜价大幅下跌略微促进下游逢低采购,但实际消费在目前宏观担忧情绪不减的背景下难有实质性改善。短期铜价关注6000美元/吨附近支撑,操作上建议观望等待。

PTA期货主力持仓重上170万手

□本报记者 王朱莹

国内水果和能化品冰火两重天。5月23日,在红枣期货主力1912合约大涨2.22%之际,PTA主力1909合约大跌3.42%,盘中最低下探至5352元/吨,在PTA主力连续合约中,创一年多新低,但低位持仓量却呈现增加态势,突破170万手。分析人士认为,上游PX装置的减产预期将使PTA的成本端支撑有望企稳,预计近期PTA将震荡调整运行。

低位持仓增加

5月23日,PTA期货主力1909合约下跌190元/吨,收报5364元/吨。持仓量却增加了3.72万手至170.75万手,创2017年9月中旬以来新高,显示低位有多头介入。

从基本面来看,中信建投期货数据显示,近期国内PTA装置暂无新的检修安排,国内PTA装置综合开工率近期稳定在83.7%;下游聚酯企业生产维持稳定,聚酯工厂开工负荷为87.57%,江浙织机综合开工率为76%,聚酯市场产销较前一日稍有回暖,涤纶长丝产销率为90%,短纤产销率为40%-120%,聚酯切片产销率为20%-80%。

中信建投期货分析师李彦杰指出,近期国内没有新的PTA装置检修安排,而前期检修的宁波台化装置已重启,四川晟达新投产装置氧化单元已出料,后期PTA供给将进一步增加;近几日下午聚酯工厂开工基本维持

稳定,但由于进入5月后下游聚酯企业检修安排增多,聚酯工厂以及江浙织机开工较前期均有下降,同时聚酯市场产销整体表现仍旧平淡,终端市场需求暂无起色。

仍具做多价值

美国能源信息署(EIA)数据显示,5月17日当周,EIA原油库存增至2017年7月以来最高水平。中西部原油库存增至2017年11月份以来新高,库欣原油库存创2017年12月份以来新高。墨西哥湾沿岸原油库存创2017年7月份以来新高。中西部汽油库存降至2014年以来同期新低。

华泰期货分析师潘翔认为,EIA库存增幅超预期,美国原油库存存在5月份之后反季节性累库,绝对水平已经超过5年均值水平。近期EIA库存反常的原因主要在于产

中国期货市场监控中心商品指数(5月23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		85.51			85.74	-0.23	-0.27
商品期货指数	1013.49	1007.8	1015.94	1007.56	1014.64	-6.83	-0.67
农产品期货指数	840.75	837.27	846.24	836.89	840.6	-3.33	-0.4
油脂期货指数	442.82	438.95	444.87	438.72	443.01	-4.06	-0.92
粮食期货指数	1274.77	1272.99	1280.95	1272.15	1274.36	-1.37	-0.11
软商品期货指数	777.71	775.09	781.99	770.8	777.53	-2.44	-0.31
工业品期货指数	1096.24	1087.72	1098.14	1087.14	1098.09	-10.37	-0.94
能化期货指数	676.44	665.11	678.97	664.34	678.94	-13.83	-2.04
钢铁期货指数	1371.33	1365.18	1375.73	1359.08	1372.38	-7.2	-0.52
建材期货指数	1114.86	1108.49	1118.15	1108.02	1115.8	-7.31	-0.66

■ 记者观察

让人猜不透的美联储

□本报记者 张枕河

不少投资者急于从美联储每次货币会议以及相关会议纪要中推断美联储今年到底是加息还是降息,且将有多次。然而,从最新的美联储会议纪要看,他们的愿望又落空了,美联储又开始“打太极”,加息和降息的信号都有。

一些同样的表达甚至被“鸽派”和“鹰派”做了完全相反的解读。例如,纪要显示,少数与会委员警告,美国目前存在通胀风险,可能需要加息。“鸽派”认为,仅有少数委员还认为,美联储还需要加息,而多数委员可能站在对立面。“鹰派”却认为,美联储加息还是有不少支持的,何况纪要中只字未提“降息”表达。

此外,在过去的几次会议中,不少委员都对全球经济增长放缓、英国脱欧谈判陷入混乱等表示了担忧。此次会议纪要却显示了更为乐观的基调。纪要显示,部分与会委员注意到,今年早些时候围绕他们展望的一些风险和不确定性已经减弱,包括与全球经济前景、英国脱欧等风险和不确定性。

“鸽派”认为,外国经济稳定后,美联储降息更无后顾之忧,也无需担忧引发一些资产价格波动。“鹰派”却认为这是“加息前兆”,外国经济向好将有利于美国经济,经济表现强劲的话根本无需降息来打乱当前的加息周期。

究竟为何美联储被市场认为展现出一种纠结、甚至是“拧巴”的状态?实际上,猜不透的并不是美联储,而是美国经济。正如美联储“三号人物”、纽约联储主席威廉姆斯5月22日所言,目前没有看到强有力的论据来提高或调降利率。

换言之,美国经济既有强到可以加速加息的地步,也没有弱到需要立即降息刺激的困境。美国商务部近日公布的数据显示,美国今年第一季度实际GDP年化增长初值数据为3.2%,创下2018年第三季度以来最高水平,不仅高于市场预期预期的2.3%,也较前值2.2%出现大幅反弹。此外美国劳工部公布的数据显示,美国4月份失业率降至3.6%,创下49年多来新低。

与就业市场景气高企的表现相反,美国房地产、零售销售以及制造业生产等重要指标却并不向好。全美地产经纪商协会(NAR)最新发布的统计数据数据显示,今年4月美国成屋销售年化总数为519万户,逊于预期的535万户和3月前值521万户,继续从今年2月所创的11个月最高水平回落。此外,美国4月份零售销售额经季节因素调整后环比下降0.2%;4月份,在工业产值中占比最大的制造业产值环比下降0.5%。

经济数据前景不明,也决定了美联储货币政策在近期将保持观望,加息和降息可能都是小概率事件。

央行收手了 短期资金面已无忧

□本报记者 张勤峰

在连续开展了两天的逆回购操作之后,5月23日,央行收手了。央行公告称,目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平,不开展逆回购操作。当日无央行逆回购,市场资金面恢复平稳偏松格局,短期货币市场利率继续走低。市场人士指出,月度税期扰动基本消退,在后续财政支出的支持下,预计资金面将可保持平稳偏松的态势。

央行停做逆回购

5月23日,央行暂停了逆回购操作,因无央行逆回购到期而实现零投放零回笼。央行公告称,目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平。

央行停做逆回购在之前已显露端倪。5月21日,为对冲税期高峰的影响,央行重启逆回购操作,当天交易量达到800亿元;5月22日,央行继续开展逆回购操作,但交易量缩减至200亿元。与此同时,据市场人士反映,周初受财政税收的影响,资金面略显紧张,而这—现象从22日开始已大为减轻。

23日,货币市场利率波动趋缓,短期利率多继续回落。银行间债券回购市场上,DR001跌4bp至2.58%,DR007跌6bp至2.62%,稍长期的DR014和DR021分别下跌5bp、2bp,而两个品种则小涨2bp至2.98%。稍早前公布的Shibor亦呈现短降长升的局面,其中,隔夜Shibor报2.58%,跌34bp;7天Shibor报2.65%,跌4bp;3个月Shibor报2.90%,跌0.2bp;9个月Shibor报3.06%,涨0.3bp。

某农信社交易员告诉记者,23日上午,银行间市

场资金面表现平衡,午后较为宽松,机构融出意愿较强,各期限回购利率均有所下行。

税期扰动已消退

与4月份相比,5月份流动性运行面临的扰动相对少一些,加之当前月度税期已过,市场资金面继续保持平稳偏松格局的概率较大。

在诸多影响因素中,财政税收对5月份流动性供求的影响相对较大。此前税务部门通知显示,2019年5月份增值税、消费税、企业所得税、资源税、个人所得税等申报纳税期限顺延4个工作日至5月21日。从以往经验来看,每月申报纳税截止日及其前后一两天是当月税期高峰,也是税期因素对流动性影响最大的时候。当前税期因素影响已基本消退。

接下来,政府债券发行缴款、外汇因素、财政支出可能成为短期流动性的主要影响因素。首先,进入二季度,地方债发行明显放缓,但国债仍保持稳定的供给节奏。其次,近期人民币汇率波动加大,但从已有数据来看,外汇流出现象还不明显。最后,临近月底,财政支出有望增多,将形成一定的流动性供给。

从央行公告信息来看,目前银行体系流动性总量仍合理充裕,得益于后续财政支出,流动性总量预计大概率继续保持合理充裕甚至有所增多,资金面保持平稳偏松格局的概率较大。

不过,分析人士表示,在外汇波动加大的情况下,央行货币政策再度面临平衡外部均衡与内部均衡的问题,对货币宽松形成一定的掣肘,当前不宜对货币市场利率回落空间期望过高。

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(5月23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	916.78	925.12	911	913.99	-13.95	917.04
易盛农基指数	1182.67	1189.03	1171.41	1178.99	-7.27	1176.37