

# 降息悬念本周难解 避险资产坐收渔利

□本报记者 张枕河

美联储本周将举行备受关注的议息会议。如果此次美联储按兵不动,接下来什么时候会首次降息?对于股市、债市和期市而言,美联储从加息转向降息又将带来什么影响?特别是对于人民币资产和中国A股而言,将有多大影响?

带着这一系列问题,市场试图预判美联储动向。然而,美联储可能会将悬念保留到最后。换言之,美国经济的表现和外部环境的变化使美联储也无法提前勾画好政策路径图。唯一可肯定的是,在今年内,美联储降息这根“指挥棒”将成为影响金融市场的重要因素。

## 何时降息仍“雾里看花”

美联储究竟何时才会首次降息?芝商所最新公布的“美联储观察”调查显示,目前市场参与者认为美联储在本周会议上降息的可能性为20%,在7月底例会上降息的可能性为80%,今年内降息的概率接近100%。

道富环球投资管理高级经济学家Simona Mocuta表示,当前美国的就业和增长数据没有为美联储先发行人采取宽松政策提供依据。虽然美国创造就业机会的速度在放缓,但仍高于保持失业率稳定的必要水平。近期的通胀数据令美联储面临一个显而易见的难题。美联储用“暂时性”来描述当前的通胀疲软,但如果通过降息手段来应对,则意味着这种疲软实际上是持续性的。另一个棘手的难题是,在工资稳步上涨的情况下,低通胀将会提高实际收入,支持家庭消费,并进一步削弱任何与经济增长相关的降息理由。

国泰君安证券花长春指出,美国历史上降息的触发因素,一般有三种。第一是就业市场转弱,非农新增就业人数下滑甚至负增长。第二是金融市场引发流动性危机,比如1987年美国股市暴跌。第三是外部风险,比如日本金融危机,1997年-1998年亚洲金融危机和拉美危机。但从目前看,美联储立即快速降息的理由不充分。首先,美国就业市场伴随经济下滑逐渐走弱,表现为2019年新增非农就业人数下降,但并未达到大幅恶化、需立刻降息的程度。其次,金融市场波动



视觉中国图片 合成/王力

率上升,降息必要性提升,但金融条件尚属宽松,短期内大幅宽松的必要性不大。花长春认为,美联储降息是大势所趋,但降息时点或要等到第四季度,而非市场强烈预期的第三季度。

## 新兴市场迎“喘息良机”

业内专家强调,无论如何目前美联储重回加息周期的概率已非常低,新兴市场迎来了难得的喘息良机。对于人民币和中国资产而言,如果美联储转入降息通道,强美元格局将难以持续,人民币汇率所承受的压力将大幅降低,从而拓宽中国的货币政策操作空间,长期看将有助于提升中国资产的吸引力。

兴业研究分析师张梦、邵翔指出,目前市场已经在“倒逼”美联储降息,上周美元指数明显走软。近期人民币汇率将延续低波动率行情。

中原策略分析师杨震宇指出,在美联储不断释放“鸽派”信号后,全球已经有14家央行实施降息或是其他宽松举措。如果美联储真正走入降息通道,将大幅缓解新兴经济体

的汇率压力,我国货币政策操作空间将变得更大。但对于全球央行而言,这可能也意味着会引起新一轮债务和风险的积累,且未来全球市场要共同面对经济下行周期的挑战。

彭博分析师表示,今年5月大量资金从新兴市场中净流出,但到了6月以后,大量欧美机构资金正迅速重返新兴市场,涉及股市、债市、汇市等。其中,美联储趋于宽松使得新兴市场压力下降是重要原因之一。

## 避险资产成市场“新贵”

市场分析师认为,在政策前景存在不确定性的背景下,避险资产的吸引力正在逐步提升。

花长春认为,此次美联储降息的催化剂之一即为全球贸易局势的不确定性,一方面通过跨国公司贸易、投资等多种渠道影响美国经济增长、就业、企业盈利等,另一方面贸易问题的一波三折明显推升避险情绪,降低市场风险偏好,引发资本市场大幅波动。从大环境看,美元指数近期回落,一方面代表着投资者的避险情绪,另一方面也从企业利润端

影响美股,从而对标普500指数施加下行压力。近日美债收益率短端都有明显的下跌,10年期国债收益率跌到接近2%的水平,避险情绪仍在上升,对美联储的降息预期升温。

花长春强调,除海内外避险情绪持续高位推动黄金上涨外,CPI的相对高位也影响投资者对资产的判断。通胀较高阶段,投资者倾向于投资黄金进行保值。

杨震宇表示,对于A股市场而言,近期资金观望气氛浓厚,6月开局延续震荡,前期高热门题材股逐步显现疲态。但随着全球避险情绪维持在高位,避险板块表现尚可,特别是黄金板块连续受到追捧。

中信建投分析师秦源指出,目前美国经济是否会进入衰退仍待观察,这也决定了年内黄金仍处于上涨通道,建议投资者持有黄金股,此外也可重点关注A股中的白银龙头股。

中信期货分析师郑琼香及其团队表示,近期在美联储加息预期不再的背景下,风险资产已接近短期的“顶部”。避险情绪聚集导致美元汇率回落,结合库存增加、消费增速下滑等因素,贵金属前景值得看好。

# 多措并举 流动性跨季无忧

□本报记者 张勤峰

近期流动性和信用分层现象引起各方关注,有关方面陆续出台举措,稳定市场运行。业内人士认为,随着政策保障进一步增强,流动性跨季无忧。

## 央行继续释放“长钱”

继重启28天期逆回购之后,6月17日,央行又重启了14天期逆回购操作。央行17日公告称,为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响,维护半年末流动性平稳,其以利率招标方式开展了1500亿元14天期逆回购操作,中标利率为2.7%。

央行上一次开展14天期逆回购操作还是在今年2月1日。值得一提的是,6月17日,央行逆回购操作期限均为14天,7天期逆回

购继续缺席,上周重启的28天期逆回购也再次停做。业内人士指出,当前14天期回购交易已可跨季,央行以14天期逆回购取代28天期逆回购进一步表明当前操作以保流动性平稳跨季为主要目的。

央行公告还称,从5月15日开始,对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率,分三次实施到位。6月17日为实施该政策的第二次存款准备金率调整,释放长期资金约1000亿元。

从回购市场交易来看,6月17日,银行间市场存款类机构债券质押式回购利率涨跌互现,其中DR001涨7bp报1.78%,DR007跌15bp报2.35%,DR014涨28bp报2.71%,DR021涨7bp报3.30%。上交所质押式国债回购利率则整体走低,其中GC001跌44bp报1.37%,GC007跌21bp报1.97%。

## 结构性风险趋于收敛

临近季末,货币市场流动性总体仍较充裕,且预计在央行流动性支持之下,流动性总体出现较大波动的可能性不大,但近期也存在较明显的分化现象。

当前不跨月和可跨月的流动性存在分化,不跨月资金供给充裕,利率维持在较低水平,但跨月资金供求偏紧,利率上行较为明显。6月17日,DR001上涨后仍大幅低于2%,DR007下跌后与7天期央行逆回购利率的倒挂程度加深,反观DR014在可跨月后立即上涨了将近30bp,DR021也涨至3.3%的较高位置。交易所市场方面,17日,GC001进一步跌至1.4%以内,GC007更跌破了2%,创下两年多新低,可跨月的GC014则成了当天唯一的上涨品种。

## 基本面依然偏弱

中信建投期货分析师李彦杰表示,产区方面,云南西双版纳产区气候良好,原料产出正在恢复,但当前产区胶水仍有限,胶块更是稀缺,而海南产区原料胶水正常释放,原料收购价格小幅上涨。

库存方面,一德期货数据显示,云南地区库存持续下降,国内3L库存在5月开始大幅下降,因只出不进,目前总库存存在4-5万吨左右,老全乳去库速度也较快,目前在10万吨左右。上期所库存持稳,上周为42.4万吨,环比微增1000吨。往年此时,新胶已开始逐步入库,但今年由于云南产区产量低以及注册成仓单抛盘面无利润,注册意愿差,部分直接选择在现货市场进行消化。

## 反弹或受需求掣肘

信达期货能源化工研究员徐林表示,随着下游聚酯负荷恢复和PTA装置故障不断,目前由已有累库预期转为库存平衡,根据目前的情况来看7-8月份将维持低库存的状态。

“聚酯重启及检修并存的背景下,预计聚酯负荷水平将持稳。上周江浙织机负荷较前一周下滑3个百分点至74%。”魏琳表示。“低库存+期货贴水+无突出产业利润分配矛盾+库存维持低位预期,支撑做多PTA,近期基差走强也在支持这一观点。”

当前大银行与中小银行、银行与非银机构的流动性存在分化。在某城商行托管事件发生后,市场机构更关注交易对手方风险,普遍收缩交易白名单、提高质押券要求,甚至部分机构对交易对手“一刀切”,导致部分非银机构出现融资困难,金融市场流动性分层、信用分层的现象比以往更明显。

近期流动性分化格局引起较多关注,包括金融管理部门。央行继续加大对中小银行流动性支持力度;17日,交易中心、登记托管机构纷纷发布回购违约处置办法,有望明显提升银行间市场回购违约处置效率;另有媒体报道,监管部门日前召集业内机构商讨防范化解解债券市场流动性风险。业内人士预计,更多政策将落地,在总量和定向支持相结合的情况下,季末流动性结构性风险有望趋于收敛。

对于后市,李冻玲表示,目前来看,沪胶期价下方支撑仍在,季节性去库尚未结束并不支持价格大跌。预计短期沪胶价格波动区间或调整为11600-12300元/吨。

李彦杰表示,目前云南西双版纳产区新胶产出还在提升,后期将恢复至正常水平,而海南产区原料正常释放,天然橡胶供给偏紧情况有望结束。但5月国内车市尚未脱离“寒冬”,近期天然橡胶需求难有明显提升。不过,上周五泰国合艾市场原料价格继续稳中小涨,天然橡胶成本端支撑仍较强。整体来看,当前天然橡胶在供给逐渐恢复的同时需求仍旧表现疲弱,且混合胶通关情况存在一定变数,预计近期沪胶将以震荡偏空运行为主。

徐林对短期如此看。

魏琳则指出,终端市场仍处于传统淡季,织机负荷小幅下滑,而织造库存仍处于较高水平,终端补库力度和持续性欠佳,拖累上游市场表现。原油市场中空交织区间震荡,PX装置逐步重启,且中空弘润装置即将投产,成本端风险仍存。中线反弹空间或受限,关注原油价格走势、下游开工与库存变动。

一德期货产业投研部郑鹏飞指出,恒力意外检修以及其他装置临时检修消息推动PTA价格,短期看聚酯环节矛盾不大,开工环比走高,库存良性,矛盾在于需求端当前的不景气。后期PTA向上的驱动在于PTA供应商特别是恒力检修的兑现以及需求端后期的恢复,否则将维持弱势状态。

## ■ 记者观察

# 比特币：观察市场风险偏好的窗口

□本报记者 张利静

不论比特币的投资风险如何,这一领域的炒家已成了金融市场上对风险偏好最敏感的人,因这项资产本身就是金融市场上风险特征最突出的一类资产。比特币价格波动已成为观察金融市场风险偏好的一扇窗口。

在金融市场,无论是从产品的组织结构还是交易所等条件来看,比特币作为一种虚拟资产,其风险特征都是最突出的,这从以下方面可以看出来。

一是比特币诞生以来,其价格走势与黄金负相关关系颇为明显,而黄金是世界公认的避险资产。

二是比特币波动幅度在所有金融资产中也是罕见的。据研究人士统计,10%-20%的波动幅度对比特币来说已很常见,30%以上的波动幅度也并非没有。例如,2017年9月14日,比特币中国公告称,9月30日之后,该平台将停止所有交易业务。3比特币在中国交易价格从3万元一路下跌至2万元以下,最低一度为1.75万元;国际价格跌幅累计将近30%。

三是目前比特币的用户结构中,风险偏好者居多,而风险中立者、风险厌恶者无论从数量还是占比来说都明显不具优势。

四是相对股票、期货市场来看,比特币内在价值缺失,高投机性属性突出。巴菲

特曾说,全世界的黄金放在一起,大概就是一个边长67英尺的立方体。而比特币作为一种数字货币,并不需要占用物理空间。比特币的价值不依赖于中央银行或政府,而是分布式地存储在个体投资者中间。

五是比特币的去中心化组织结构,缺乏统一的监管。尽管美国首个比特币交易所申请上市比特币基金,但这一请求已被官方驳回。且数字货币领域的诈骗、黑客攻击、存储风险等问题让很多机构投资者望而生畏。例如,2018年6月10日,韩国加密货币交易所Coinrail称其系统遭到“网络入侵”,由此导致比特币大幅低开单日暴跌。

作为对市场风险最为敏感的领域,无论从其与避险资产黄金的负相关关系,还是从比特币市场的组织、交易及投资者结构等特征来看,比特币都与市场风险情绪存在着莫大关系。

国泰君安证券相关研究就指出,比特币出现大的波动行情,对全球其他风险资产都可能具有扩散效应。从微观角度,可以归结为市场的“羊群效应”,即投资者在市场交易过程中,做决策时更依赖于他人的行为而忽略自己所获取的信息。这一效应加大了资本市场的联动性,以及危机风险的“传染性”。从分散性的角度来说,比特币市场大幅波动,可能传导至股票、商品等风险资产。

# 准入门槛提高有望 推动期货行业整合

□本报记者 罗晗

近日,证监会《期货公司监督管理办法》,期货公司注册资本门槛以及股东资格条件大幅提高,且首次明确对控股股东和第一大股东的要求。分析人士认为,这有望带动行业进一步整合。

## 注册资本门槛大幅提高

6月14日,证监会发布《期货公司监督管理办法》(下称《办法》)。《办法》规定,申请设立期货公司,注册资本不低于人民币1亿元。此前《期货交易管理条例》第十六条仅要求3000万元的注册资本。

《办法》对于期货公司股东的相关要求也有所提高。根据《办法》,期货公司主要股东要满足如下条件:实收资本和净资产均不低于人民币1亿元;净资产不低于实收资本的50%,或有负债低于净资产的50%,不存在对财务状况产生重大不确定影响的其他风险;具备持续盈利能力,持续经营3个以上完整的会计年度,最近3个会计年度连续盈利等等。与此前版本相比,新修订的《办法》对期货公司5%以上股东实收资本和净资产的要求从3000万元提高到1亿元。

对于期货公司控股股东、第一大股东,《办法》要求其净资产不低于人民币5亿元,若不适用净资产或者类似指标的,净资产不低于人民币10亿元。对期货公司控股股东、第一大股东净资产和净资产等硬性要求是首次明确。

## 有望推动行业整合

分析人士指出,期货公司股东资格条件提高有望带动行业整合。实际上,2013

年-2014年,期货行业经历了一次“整合”,主要体现在期货公司之间的兼并收购。2013年,长江期货收购了湘财祈年期货,江苏弘业期货收购了华证期货,格林期货吸收合并了大华期货,北京中期期货吸收合并了方正期货。2014年6月,五矿期货吸收合并了经易期货。

期货公司之间的兼并收购,既有“大鱼吃小鱼”,也有“强强联合”。比如,当时北京中期期货吸收合并方正期货、格林期货与大华期货合并,都属于典型的券商期货与传统期货公司的合并。“买家买的目的就是拓宽业务板块,横向一体化。”期货从业人士小刘表示。

近年来,随着竞争加剧,佣金率不断下滑,期货公司传统的经纪业务已难以维系。再加上近年大宗商品市场不活跃,交易量萎缩,期货公司收入受到严重影响。此前有所发展的资管业务,在资管新规后被“去通道”,业务规模亦有所下降。据中国期货业协会数据显示,2018年期货行业整体净利润12.99亿元,相比2017年的79.45亿元减少83.65%;营收相比2017年下降4.72%;行业手续费收入累计为132.41亿元,同比减少9.25%。

在此背景下,期货公司亟待开拓新的业务板块。现货子公司业务成为拓展的重点。此前五矿期货吸收合并了经易期货,就是为成立现货子公司做准备。“期货公司不能直接做现货,必须通过现货子公司来接触实体贸易。现货子公司主要业务是‘合作套保’、‘期现结合’。”小刘介绍到,“成立现货子公司最重要的条件就是注册资本。”

中国期货市场监控中心商品指数(6月17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		84.05			84.38	-0.33	-0.39
商品期货指数	1019.62	1015.17	1020.65	1014.85	1021.32	-6.16	-0.6
农产品期货指数	854.09	857.96	859.12	851.73	852.49	5.47	0.64
油脂期货指数	446.3	447.34	447.71	444.85	446.19	1.15	0.26
粮食期货指数	1247.66	1251.78	1252.51	1242.73	1246.73	5.05	0.4
软商品期货指数	776.41	774.02	778.65	771.82	776.08	-2.06	-0.26
工业品期货指数	1081.95	1075.05	1082.89	1074.49	1084.21	-9.16	-0.85
能化期货指数	648.8	647.62	652.76	646.88	648.47	-0.85	-0.13
钢铁期货指数	1360.58	1346.34	1361.62	1344.28	1366.6	-20.26	-1.48
建材期货指数	1081.34	1070.78	1081.57	1069.09	1082.5	-11.73	-1.08

□本报记者 马爽

自6月12日创下阶段新高12550元/吨之后,沪胶期货主力1909合约承压回落,6月17日一度跌至阶段新低11720元/吨。分析人士表示,受多头高位获利平仓、海外市场供应增多等影响,沪胶价格高位回落。当前天然橡胶下游需求依然疲弱,而混合胶通关情况也可能存在变数,因此近期沪胶价格或将延续震荡偏空态势。

## 混合胶入关或存变数

6月17日,沪胶期货延续跌势,主力1909合约临近尾盘出现加速下跌,最低至11720元/吨,创下5月27日以来新低,收报11760元/吨,跌330元或2.73%。

# 产区供应趋增 沪胶期价将偏弱运行

□本报记者 马爽

一德期货分析师李冻玲表示,短期来看,沪胶走势主要是受消息面驱动,整体表现为宽幅震荡,在上周冲高至12500元/吨附近之后,多头获利平仓,导致做多安全边际下降。此外,海外市场供应量将逐步增多,海关调整混合胶进口认定标准的影响趋于弱化,市场预期检验标准放松,也使得沪胶价格承压。

从下游方面来看,国信期货橡胶分析师范春华认为,当前轮胎厂家开工逐步恢复稳定,整体开工水平仍维持在七成以上。虽然厂家销售压力较大,但在季度生产任务压力下,轮胎厂家暂未对开工水平进行较大调整。虽然天气炎热对轮胎消耗有所带动,但可提升空间依旧不大。5月国内汽车产销数据仍然低迷,使得胶价上涨缺乏动力。

# 装置检修助力PTA短期反弹

□本报记者 王朱莹

4月以来震荡下行的PTA期货出现了企稳态势。6月17日,PTA期货主力1909合约上涨1.8%或94元/吨,收报5318元/吨。分析人士表示,下游聚酯负荷的恢复和PTA装置出现意外检修对价格提供支撑。短期看,聚酯企业开工环比走高,库存良性,但需求端景气度不高,后期或拖累反弹。

## 装置故障不断

首创期货数据显示,汉邦石化220万吨PTA装置13日因故跳停,现负荷5成。仪征化纤65万吨PTA装置因故障于6月14日停车检修3天。川能化学100万吨装置计划下周重启。上海石化40万吨装置于5月24日停车检修,计划6月22日重启。逸盛大连220万

吨PTA装置因故6月12日降负5成运行,恢复时间待定。洛阳石化32.5万吨于4月19日开始检修,计划重启时间推迟至7月上旬。恒力石化220万吨PTA装置计划近期停车检修15天。福海创450万吨PTA装置计划7月3日起停产检修20天。

“近期国内PTA装置变动频繁,上周部分短停装置重启,国内PTA负荷较前一周上升5.4个百分点至88.6%。后期恒力石化和福海创装置有检修计划,预计PTA负荷近期回升后将再度下滑,或延缓PTA累库进度。”首创期货魏琳表示。

成本端,近日两艘油轮在阿曼湾的霍尔木兹海峡附近遇袭,令市场担忧地缘矛盾激化,原油供应面临风险,从而促使国际油价走高。

“短期来看,需求疲弱担忧与地缘风