

# 全球降息潮来袭 大类资产按图索骥

□本报记者 王朱莹

全球正掀起一轮降息潮!5月以来,马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚和印度等国先后降息。6月18日,欧洲央行行长德拉吉释放了明确的货币宽松信号,站在新的货币宽松周期的起点上,投资者应该如何布局大类资产?

## 超级议息周末临

6月18日,在葡萄牙辛特拉举行的ECB央行论坛上,德拉吉表示,如果通胀始终不达目标,欧洲央行将降息或者重启资产购买计划。欧元区经济下行压力和通胀预期持续低迷,促使欧央行官员考虑货币宽松的措施。德拉吉甚至暗示,短期内将容忍通胀超过2%,以弥补近年来通胀长期低于目标的情况。

浙商证券分析师孙付表示,德拉吉在10月底任期届满之前,大概率会进行降息。降息时点还存在一定的不确定性,预计最早在7月25日,降息幅度为10个基点。

德拉吉发表讲话之后,国际金融市场反应强烈。法国、瑞典、奥地利三国10年期国债收益率首次跌至0%,跌幅均超10基点,美国10年期国债收益率进一步走低。欧元兑美元跌0.22%报1.1193美元,创5月底以来新低。

5月以来,全球正掀起一轮降息潮,马来西亚、新西兰、菲律宾、澳大利亚和印度等国先后降息。宝城期货研究所所长程小勇表示,当前全球经济增速放缓已得到很多指标验证,包括美国、欧元区、日本在内制造业PMI已连续几个月走低,其中欧元区制造业PMI已跌至50以下。美国就业市场强劲的态势已被5月非农就业远逊于预期而打破。包括美联储、欧洲央行在内的主要央行都对降息持开放的态度。如果考虑到欧美和日本通胀温和的因素,全球货币政策就算没有进入新一轮宽松,也不大可能继续收紧。

## 纸浆期价一跌再跌 利好部分造纸股

□本报记者 张利静

自今年2月底以来,上海期货交易所以纸浆期货主力合约价格一路下滑,从5680元/吨一线跌至目前的4580元/吨附近,跌幅约20%。分析人士指出,短期宏观情绪改善对纸浆市场影响有限,纸浆价格中期仍受高库存因素制约难以明显上行,但这一条件利好下游部分造纸股。

## 纸浆价格维持低迷

现货市场上,木浆价格低迷,报价持续下跌,实际成交情况一般,纸厂按需采购;非木浆市场也延续弱势,市场交投氛围清淡,下游备货热情不高;废纸价格持稳,需求一般。业内人士介绍,6月份针叶浆、阔叶浆报盘相比5月份有明显下跌,跌幅分别在70元/吨、30元/吨。

昨日,纸浆期货主力合约在 market 整体乐观氛围提振下出现反弹,但随后回落。方正中期期货分析师汤冰华表示,短期宏观情绪改善有助市场悲观情绪修复,但纸浆市场仍然受高库存因素压制。纸浆市场高库存问题很难在短时间内得到解决,需要看到浆厂出现实质性的减产。当前来看,纸厂按需采购,现货成交情况一般,对于纸浆反弹的空间仍持谨慎看法。

瑞达期货研究指出,目前国内三大港口木浆库存虽略有下降,但仍高于往年同期水平;同时,欧洲港口木浆库存和全球木浆库存天数亦处于高位。需求方面,目前下游纸制品需求仍未有明显好转,整体维持刚需,且环保检查日趋严格,宏观扰动未见实质好转,纸浆需求维持弱势。

海通证券研报指出,近期纸浆价格维持弱势,一方面是因为时间进入三季度淡季不利价格反弹,另一方面下游造纸需求疲软也对浆价构成压制,预计浆价在三季度下跌将是主旋律。

## 中期弱势难改

中期来看,信达期货分析师陈敏华表示,近三年全球纸浆产能持续增加,2018年全球发货量稳定增长,而需求端遭遇经济下行压力,全球库存持续累积,至今年1月全球生产商库存攀升至纪录新高52天。随着海外浆厂主动缩减供应增加检修,近几个月全球木浆发运量有所回落,库存开始去化。但由于3月全球木浆出货量大幅增长,拖累市场去库节奏,至5月国内三地库存仅下降0.68%至157.7万吨。4月份全球木浆出货量再度大幅回落,有望推动后续去库进程。中期而言,全球浆市将持续处于主动去库阶段,但若仅靠供应端收缩浆价趋势走弱格局不变。

陈敏华分析,近期虽然陆续有浆厂检修缩减供应,但整体供应依旧宽松,叠加国内偏弱消费,库存去化困难。近日正值国内企业与海外浆企商谈7月报价,市场传闻降价幅度仍较大,业者悲观情绪蔓延。总体而言,目前消费正逐步进入淡季,在缺乏供应端的大幅收缩,供需难以实质性改善,浆价弱势格局不变。

从相关个股来看,海通证券研究认为,生活用品行业木浆占到生产总成本60%,且终端售价敏感性不高,消费品的行业属性导致企业盈利改善将显著受益于浆价下行,重点推荐利润弹性大且长期成长性较好的中顺洁柔。



视觉中国图片

程小勇认为,中国货币政策可能进入了观察期,主要是由于一季度货币和财政政策发力,已经提前采取了结构性宽松的举措。

## 以史为鉴

“货币宽松周期的商品表现要和经济增长结合起来看。如果货币宽松叠加通胀攀升,那么大宗商品价格会表现很强劲,例如上世纪七十年代滞胀期,2009年-2010年中国大规模刺激带来的经济过热期。如果货币宽松周期下,经济增长还处于通缩阶段或者通缩末期,那么商品可能只是阶段性反弹,反转需要等待通胀回升,需求改善。”程小勇说。

CME FedWatch Tool显示,5月以来,市场对美联储2019年降息的预期快速提升至98%。10年期美债收益率大幅下行并低于美国联邦基金目标利率,历史上,这种情况下,离美联储降息往往不远。

“2019年美国降息概率大增,美元指数下半年预计从高点回落,新兴市场汇率压力减轻,有望吸引更多国际资金流入。”申万宏源证券分析师李一民等表示。

新时代证券宏观研究团队指出,回顾历次美联储降息前后美股、美债、商品、房地产的表现,发现在美联储加息结束到降息前夕,受经济衰退预期影响,长端利率下行,而短期利率受政策利率支持下降较慢或平稳,收益率曲线往往倒挂。随着降息周期的开启,短端利率下降速度快于长期,收益率曲线重新变陡。美股方面,在美联储加息结束到降息前夕,由于利率下降以及经济增长还未显著放缓,美股往往上涨。从前两轮大级别的降息来看,美联储开启降息之后,美股反而开始下跌,这是因为此时经济已明显放缓甚至陷入衰退。商品方面,该团队指出,由于商品的需求主要看中美经济,当美国经

## 6月OMO提前锁定净投放

# 银行间市场隔夜利率跌穿1.5%

□本报记者 张勤峰

放650亿元,为连续第5日实施净投放。

据统计,6月以来,央行已累计开展12次逆回购操作共7650亿元,开展2次MLF操作共7400亿元,投放资金共15050亿元,对冲到期的央行逆回购和MLF之后,实现净投放470亿元。

在公开市场操作(OMO)之外,央行还通过再贴现、定向降准、常备借贷便利等方式释放流动性。持续开展操作,并运用多种工具,央行维护季末流动性平稳的态度可见一斑。

值得一提的是,由于月内余下时间已无央行逆回购或MLF到期,故央行已提前锁定6月份公开市场操作净投放的格局。

## 资金利率处于同期低位

近期货币市场流动性总体保持充裕,资金利率水平持续走低。

6月19日,银行间市场上债券回购利率多数走低。存款类机构质押式回购交易

炒作降温。

从产区天气方面来看,中信建投期货分析师田亚雄表示,近期苹果主产区整体天气状况一般,冰雹天气对其影响较小,预计本年度苹果整体产量将会有较大幅度回升,当前盘面价格基本反映当前状况和未来预期。

现货方面,2018年苹果整体库存去化良好,好货价格高位稳定,果农果商挺价继续。其中栖霞大柳家80#客商条纹苹果价格持续维持高位,而期货盘面近月价格再度由升水转化为贴水。库存水平支撑现货价格,现货价格又对期货价格形成一定支撑。预计在7月合约进入交割月前,预计期货价格将维持稳中偏强态势。

## 新季产量料大幅提升

从基本面来看,侯芝芳表示,旧果方面,产区库存富士交易进入扫尾阶段,当前货源主要集中在烟台,成交表现一般,部分客商存在让价销售的情况;新果方面,产区套袋进入尾声,整体推进较为顺利,陕西果业服务中心信息显示整体套袋数量较去年相比

# 金价料震荡盘整

表现像5月非农数据那般疲弱,那么金价在短期内可能会继续飙升,因市场预期美国将在今年年底前降息。

从技术上看,尽管上周五黄金给了市场一个大惊喜,但黄金在技术图上已经出现了看涨乏力枯竭的迹象。上周五黄金日线为一条长上影线,这是买家筋疲力尽的信号。同时在4小时图里很明显的打出一个顶背离的形态,短期至少需要技术性的修复。同时日线在高位也走出了“夜星”的K线形态,预示着此处或有拐点,但这种拐

点更多的是看短期涨多回撤。只要不跌破6月11日的低点,则不认为这波上涨结束;如果跌破则会完全结束这波自5月底以来的上涨趋势,金价或重新陷入一个大区间震荡的格局。

## 国内大类资产影响几何

全球降息周期的到来,对国内大类资产有何影响呢?

“当前国内经济形势,部分特征与2012年相似,如货币宽松下货币供应和社融企稳回升;也有部分特征和2016年相似,财政政策提前释放,后期财政刺激力度边际收敛。从海外市场来看,更可能和2012年类似,欧美经济都在放缓。不过,从商品产业供需来看,当前去库压力不及2012年,因此商品表现不会很好,反弹只是阶段性的,但也不会断崖式下跌,毕竟金融去杠杆和产业去产能、去库存压力不会如2012年强。”程小勇表示。

西南证券分析师杨业伟表示,近期美联储降息预期上升拉低海外利率,中美利差走阔,并不支持人民币汇率贬值。此外,外部不稳定性上升和内需走弱共同驱动经济放缓,对权益市场形成抑制。

“债市继续走强,空间取决于货币政策。”杨业伟指出,一方面,海外利率明显下行,这对国内债市形成利好;另一方面,经济继续走弱,驱动债市继续上升,因而债市将延续强势。外部利率下行会扩大中外利差,驱动资金流入国内,但这是是否会形成流动性宽松取决于央行货币政策操作,如果央行保持公开市场充足投放,这将会通过宽松流动性驱动债市上行;但如果央行回笼流动性,则中外利差扩大也难以驱动国内债市上涨。债市上涨空间由央行货币政策操作决定。特别是长端利率下行空间,事实上由短端利率决定,目前期限利差已经低于历史平均水平,短端利率对长端利率下行空间形成约束,如果长端利率下行空间打开,需要央行引导短端利率下行。

方面,DR001加权平均利率续跌16bp至1.42%,跌破1.5%,创逾1个月新低;DR007加权平均利率续跌4bp至2.22%,直逼前期低点,并持续与央行7天期逆回购操作利率倒挂;受跨月因素影响,DR014加权平均利率上涨17bp报2.87%,DR021则下行2bp报3.19%;更长期限的1个月和2个月回购利率分别下行7bp、15bp。

再看交易所市场。上交所质押式国债回购利率涨跌不一,总体保持低位运行。其中,GC001涨10bp报1.66%,仍处于低位;GC007再跌4bp至1.95%,已连续两日低于2%;GC014则上涨13bp至2.73%。

临近季末,短期回购利率依然如此之低,并不常见,这也进一步凸显了央行保持流动性平稳的态度。业内人士普遍认为,当前流动性总量无虞,随着金融管理部门加大力度疏通流动性传导,近期出现的结构性问题有望趋于缓解,流动性出现持续大幅波动的可能性较小。

增长显著。

“今年苹果价格偏高,一方面提升了产区种植户对于2019年新季苹果价格的预期,另一方面也导致消费者的消费预期有所降低。从当前产区情况来看,整体生产状况一般,部分地区坐果状况较差,部分产区整体丰产势头良好,区域差距较大。预计2019年新季苹果产量将会较2018年有较大提升。”田亚雄表示。

侯芝芳表示,苹果作为鲜货品种,其价值本身就会受存储时间影响,随着可存储时间的缩短,其价值也会出现一定程度的下降,因此对苹果期货近月1907合约价格维持震荡偏弱判断;对于1910合约而言,目前新季苹果已进入套袋生长期,期间仍可能会受到天气方面因素干扰,主要关注其对于质量的影响,如果天气表现平稳的话,期价大概率会维持区间波动走势。

田亚雄表示,就苹果期货1910合约而言,多空近期在9000元/吨一线继续展开争夺,市场整体仍有较大波动,短期可能出现偏空行情,但下跌空间亦有限。操作方面,建议以日内高抛低吸为主。

点更多的是看短期涨多回撤。只要不跌破6月11日的低点,则不认为这波上涨结束;如果跌破则会完全结束这波自5月底以来的上涨趋势,金价或重新陷入一个大区间震荡的格局。

总体上看,受全球贸易形势、经济增长放缓以及市场对美国降息预期的影响,避险资产有望继续走强。不过市场环境也可能发生变化,美元可能会恢复强势,威胁黄金的强势,因此需要关注美元走势。

## 供需改善情况决定糖价后势

□本报记者 张利静

5月底以来,内外盘糖价震荡反弹,本周稍有回落。整体上,今年以来白糖价格呈现滞涨状态。截至目前,郑商所白糖期货主力合约交投于5125元/吨附近。分析人士指出,近期原糖期货在多重利好下走出多头行情,并带动内盘走升,未来涨势能否延续还需看供需实际改善情况。

## 内盘跟随外盘走升

外盘来看,近期原糖期货在多重利多因素提振之下度突破13美分,为国内糖价走强提供有利环境。银河期货分析师胡香君表示,巴西受降雨影响甘蔗压榨中断,印度干旱产量预期下调,雷亚尔升值等因素共振之下,原糖期货出现反弹。

国内方面,胡香君分析,前期主要是进口消息施压国内。首先,受中巴达成食糖关税协议影响,远月带动近月走弱;其次,配额内进口额度将用完,配额外许可也将发放,进口端压力较大且压力后移。此外,市场预期抛储是大概率事件,整体来看,白糖市场本年度供应压力较大。“后期国内定价主体将由国产糖转为更便宜的进口糖,期价可能要向此位置寻找支撑,远期关税降低,进口成本也将下移。短期国内糖价将跟随外盘震荡反弹,但中期看仍是震荡磨底走势。”

胡香君表示,由于对印度糖产量预估大幅上调,分析机构F.O.Licht将2018/2019年度全球糖市小幅短缺190万吨的预估调整为小幅过剩40万吨。中长期受制于供应压力,原糖上方压力大,不过若原糖下

## 记者观察

# 人民币汇率运行将更稳健

□本报记者 张枕河

6月19日,受离岸人民币大涨带动,在岸人民币对美元即期汇率大举高开,收盘创近四个月最大涨幅。综合当前各方面因素来看,未来人民币汇率运行将更稳健。从外部因素看,美联储降息的预期越来越高。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7月底例会上降息的可能性高达80%,今年内降息的概率接近100%。如果美联储转入降息通道,强美元格局无疑难以维持,人民币汇率所承受的外部压力将大幅降低。

随着外部压力缓解,中国货币政策将更大概率维持“宽松适度”,人民币汇率也将随之进一步趋稳。

一方面,中国货币政策并不会出现“失水漫灌”式的超宽松。今年初曾有观点认为,中国经济可能出现断崖式下行,应采取强刺激手段应对,但从目前看,这种观点明显属于误判。从2019年1至4月份经济和金融数据来看,中国经济较2018年温和复苏的态势较为明朗。房地产投资持续超市场预期,加之经济转型不断取得进展,成为保证中国经济平稳运行的重要因素之一。数据显示,2019年1至4月房地产投资增速回升到1.4个百分点至11.9%,已经显著高于2018年全年的9.5%,房地产销售增速从3月份开始大幅回升。此外,房

跌过多,则印度出口将受限,巴西也将继续维持低制糖比,上涨则会刺激印度增加出口并使得巴西调高制糖比,原糖价格涨跌两难,预计将在11.5-13.5美分区间震荡。

## 供需缺口是反转关键

信达证券分析师康敬东表示,不可否认的是,内外糖价从年初至今仍然呈现底部震荡走势,主要原因在于2018/2019榨季印度大幅增产,库存高企导致供应阶段性宽松。但当前已处于内外糖成本双双倒挂的阶段,是糖价周期的绝对底部。

近期也有声音认为糖市不乏利好。方正中期期货研究指出,目前国内各地区白糖市场均已停榨,后市白糖销售进度将对价格造成影响。近期郑糖价格主要跟随外盘波动。进入夏季,白糖需求旺季或逐步启动。从长远来看,市场对国际食糖出现产销缺口的预期犹在,全球糖正在由过剩向短缺转变,国际糖价走高的可能性较大,相应国内糖价也有利好影响。

A股方面,糖业股中粮糖业、ST南糖、粤桂股份自上周以来均呈震荡走升态势。

康敬东认为,糖业库存去化是被动而非主动,在往年轮周期中,库存量和消费费比的变化均滞后于糖价,且与糖价呈现明显的负相关关系,因此高库存存会一定程度上抑制糖价在周期上行中的涨幅,但对糖价方向不会产生实质影响。当前阶段,糖价滞涨主要受高库存因素影响,但随着库存逐渐消化,以及下榨季全球糖市产需下降带来的供需边际改善,内外糖价有望同步回暖。

地产施工面积、新开工面积、资金到位情况等也都好于市场预期。

在外围局势变化的情况下,央行依然保持定力,强调结构性去杠杆,打好防范化解重大风险攻坚战,这意味着货币政策不会“失水漫灌”,信用扩张在总量上已经没有太大空间。目前经济的主要矛盾并不是总需求不足,过度宽信用反而可能导致新增债务无序扩张。在经济表现平稳的情况下,货币政策更需要预留一部分空间,以应对各种可能出现的风险,因而央行大概率仍将宽松政策运用到极限。

另一方面,中国货币政策快速收紧的概率也并不高。目前全球经济仍存在下行风险,在各种外围因素不确定的情况下,实施紧缩的货币政策对中国经济将非常不利。在2019年,货币政策对于稳增长仍将起到至关重要的作用,社融和信贷需要保持合理增长,商业银行“宽信用”也需要央行提供适度的流动性支持。从近期来看,货币当局流动性投放力度有所加大,财政部等相关部门出台“专项债新规”,宏观政策重新加大逆周期调节力度,发挥托底经济增长的作用。

综上所述,在其它主要央行即将全面走入宽松周期的紧要之际,中国货币政策保持“宽松适度”的节奏,将有助于人民币汇率更稳健地运行。

中国期货市场监控中心商品指数(6月19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		84.44			84.19	0.25	0.3
商品期货指数	1021.43	1024.15	1027.73	1018.6	1019.15	5	0.49
农产品期货指数	851.38	847.82	853.32	845.16	852.61	-4.78	-0.56
油脂期货指数	446.41	441.63	446.9	441.09	447.05	-5.42	-1.21
粮食期货指数	1245.64	1244.02	1247.52	1237.98	1246.71	-2.69	-0.22
软商品期货指数	769	778.8	780.89	768.4	769.23	9.57	1.24
工业品期货指数	1084.74	1092.71	1098.99	1080.83	1081.39	11.33	1.05
能源期货指数	653.6	657.91	662.93	650.95	651.88	6.04	0.93
钢铁期货指数	1363.97	1379.86	1389.18	1355.23	1360.07	19.79	1.45
建材期货指数	1078.13	1085.73	1090.84	1075.17	1076.37	9.37	0.87