

□本报记者 张勤峰

美联储:只差“临门一脚”

自年初显露端倪起,美联储降息的话题就再也没有淡出,5月以来,随着降息预期迅速升温,更是走进了舆论中心。如今,在市场的波动背后,几乎都能发现政策预期在起作用。

上周,美国标普500指数创纪录地站上3000点关口,并将历史最高纪录刷新至3013.92点。与此同时,NYMEX原油期货价格重上60美元关口。这显然要归功于美联储鲍威尔发表的“鸽派”讲话和美联储6月议息会议纪要给出的宽松信号。在后两者的提振下,遭遇6月份非农就业数据冲击的市场已重拾信心。

7月5日,美国公布6月非农就业报告,数据显示,当月非农就业人口新增22.4万人,为5个月以来最高,且远超预期的16万人。该项数据公布后,市场对于美联储7月降息的预期有所降温,尤其是一次性降息50个基点的概率由数据公布前的29%骤降至3%,降息25个基点的概率则由100%回落至95%。金融市场上,金价遭遇暴击,日内连失四关,一度跌破1390美元/盎司。美元指数趁势上攻,一举回到97以上,非美货币则连连回调。狂欢中的全球债市被浇了一盆冷水,债市收益率纷纷从低点反弹,基准的10年期美国国债收益率重回2%以上。美股这一天温和低开,数据公布后跌势加重,标普500指数一度下跌接近0.3%。次日,亚太股市纷纷跟跌,日本股市下跌将近1%,韩国股市下挫超过2%。

仅从7月上半月资产价格起落之间,就可看出美联储降息这个话题的影响力。如果观察金价这一敏感指标,不难发现其实从5月下旬开始,金融市场已进入“美联储时刻”。美联储政策动向和预期已成了牵动金融市场行情的最关键变量,没有之一。

值得一提的是,虽然降息预期有起伏,但即便是6月份非农就业数字远超预期,7月美联储降息的概率也没下过90%。美联储这一“降”似乎已不可避免。如果降息靴子落地,或者降息周期开启,大类资产会如何表现,投资者又当如何反应?无疑是当下值得关注的课题。

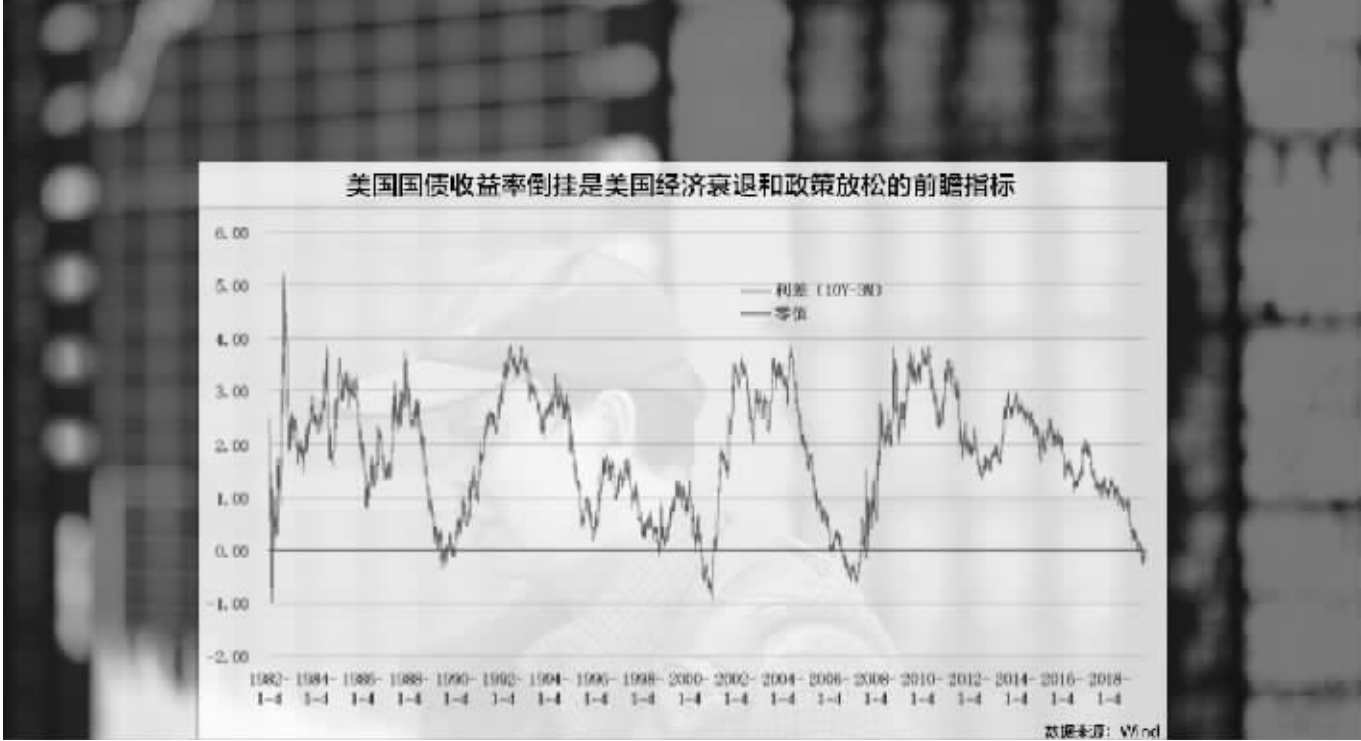
以史为鉴:股债争宠 商品独行

美国联邦基金目标利率最早可追溯到1982年9月。中信期货研报指出,20世纪80年代,美国和全球都处于高通胀、高利率的环境,与当前经济环境差异很大,货币政策变动频繁,参考性不强;1990年之后,美联储共有4次首次降息,分别是在1995年7月、1998年9月、2001年1月和2007年9月。

美联储降息一般是对冲经济下行或防范经济下行的做法。始于1995年7月的降息背景是美国劳动力市场表现尚可,但经济增长出现放缓迹象,美联储在10年与3个月期国债利差跌破1%之后开始削减利率。首次降息前,美国国债收益率已出现下行。降息发生后,债券收益率反倒出现短期的上行,但随后还是回到下行趋势。在本轮降息前后,美股均呈现趋势性上行。大宗商品表现分化,基本金属表现最弱,工业原料也表现偏弱,食品及油脂表现相对较强。

1998年美联储降息带有更明显的“预防式降息”色彩,当时亚洲发生了金融危机,其后不久,俄罗斯也出现债务违约。美债陷入跌势,美股则走出一轮持续牛市行情。这一时期,大宗商品表现仍相对负面。

2001年1月起的这一轮降息源于美国互联网泡沫破灭,前后持续了42个月,累计降息达13次。降息前,美股已处跌势,降息后1年里继续走弱。美债收益率呈现陡



新华社图片 制表/张勤峰 合成/刘海洋

只待降息哨响

大类资产卡位战一触即发

新兴市场股市或成赢家

7月,随着首个降息窗口期的到来,美联储的一举一动都牵动着市场的神经。以过去

四轮美联储降息的经验来看,首次降息前后的资产价格表现有共性,但也存在着差异。

降息的经济金融背景,降息的节奏、力度和时间,以及降息周期经济运行,共同决定了资产价格的中长期表现。

分析人士认为,当前若美联储及时降息,将属于“预防式降息”,在企业盈利未降、流动性率先转松的搭配中,股市将有更大概率受益,特别是具备低估值优势的新兴市场权益资产;债券市场有望保持偏强特征,但前期上涨可能已经消化降息利好,短债机会比较确定;商品市场上,黄金将具备更确定的上行机会,另外,供给相对不足的农产品跑赢工业品机会更大一些。

峭化下行,短端利率因密集降息而持续走低,长端则转为震荡走势。大宗商品表现分化,食品与油脂总体保持升势,基本金属与工业原料则持续下跌,与1995年7月降息前后表现有些相似。

上一轮降息,也就是2007年9月起的降息持续了100个月,累计降息10次,其背景是美国次贷危机逐步发酵,美国经济增速出现明显下滑。降息后,美债收益率一度回升,但此后重归下行,美股陷入又一轮熊市。这次大宗商品在通胀的支撑下表现较好,食品和油脂涨幅显著高于基本金属和工业原料。

最近这四轮美联储降息周期中,首次降息前后的资产价格表现有共性,但也存在差异。以美股为例,在前两轮降息中,美股均呈现趋势性上涨,在后两轮降息中则出现趋势性下跌。再看美债,几乎每次降息前,美债都已率先上涨,降息后波动加大,当然,继续上涨的概率仍大一些。大宗商品内部分化特征显著,趋势性特征不及股、债明显。从历史经验看,具有弱周期属性的农产品以及避险属性的贵金属,往往能跑赢强周期的基本金属、工业原料。

中信期货研报指出,美联储降息之后,资产价格的短期变化与市场是否充分地预期到降息关系密切,而资产价格的中长期变化主要取决于经济是否具有持续性,后者最终取决于经济基本面表现。

“在增长下行与政策宽松的‘赛跑’中,谁更快显然至关重要。换言之,美联储

是‘预防式降息’还是基本面已恶化之后的‘滞后式降息’,对风险资产影响天壤之别。”中金公司在一份研报中写道。

预防式降息:股、债、期皆有可为

这一次,显然是市场预期走在美联储前面。从年初开始,就出现了有关美联储降息的预期。当前,利率期货市场疯狂押注美联储降息,对年内美联储降息的预期甚至达到3次;10年期美债收益率一度跌破2%,低于联邦基金目标利率。

就短期而言,必须考虑“利好兑现成利空”的问题。市场预期过于一致和强烈,使得资产价格可能已提前反应一次甚至两次降息的影响。同时,需警惕美联储态度或降息出现不及预期的情形,这类“预期差”可能导致市场出现反向调整及大幅波动。从更长时间来看,降息节奏和力度以及能否有效防范经济潜在下行风险将是关键。

需指出的是,如果美联储从本月开始降息,仍将属于“预防式降息”的范畴。美国经济增长峰值区域大概率已经出现,但还没有明显放缓,美国劳动力市场依旧强劲,这意味着降息主要是为了防范潜在风险。这种情形相对更接近1995年和1998年那两次降息。货币当局及时干预,将可能有助于延长经济扩张周期,此时企业盈利仍维持上升、流动性变得更加充裕,股市上涨的概率要大于下跌。

美债收益率自2018年11月起下行,至

今已持续了超过8个月,全球债市收益率正重回2016年的历史低位附近。如果美联储降息,海外债市收益率将有望挑战新低。不过,债市反应的降息预期已比较充分,1年期美债收益率低于联邦基金目标利率50基点以上,隐含2次降息预期。目前美国基准利率,与前几轮美联储降息前也有较大差距,更低的起点意味着后续降息空间实则有限。有机构提示,不应后续长债收益率下行空间期望太高,降息靴子落地,长债波动可能加大,不过,之前滞涨的短债机会相对确定。

商品价格主要由供给和需求决定,不同品种还需具体分析。不少机构提到,低利率环境中黄金等贵金属作为避险资产将受到青睐。信达期货研报指出,降息对大宗商品影响并没有稳定的规律,而黄金最具确定性的做多机会。申万宏源证券报告亦认为,后续金价有望波动上行,年内COMEX金价高点或在1500-1600美元/盎司。中信期货则建议,投资者可选择供给相对不足的农产品做多、供给相对过剩的工业品做空。

总之,只要不出现经济衰退或者危机的情形,各类资产可能都有表现机会,低估值股票、短期债券、黄金的机会更确定一些。有机构指出,美联储降息周期中,美元往往承压,资金流向新兴市场,低估值的新兴市场资产会更加受益。与美股、美债相对,当前中国股、债资产估值优势明显,对外资吸引力不小。

备货需求支撑 蛋价三季度将延续涨势

□本报记者 周璐璐

自6月27日盘中创下阶段新低4288元/500千克之后,鸡蛋期货主力1909合约价格便呈现单边连续上涨态势,7月11日盘中一度创出4725元/500千克的上市以来新高,12日,鸡蛋主力合约期价有所回调。分析人士认为,目前鸡蛋市场供应呈现偏紧格局,加上中秋节、国庆节临近,备货需求旺盛,促使鸡蛋期货、现货价格不断上涨,且三季度涨势有望持续。

鸡蛋期现价格联袂上涨

经历6月21日起的短暂下跌后,鸡蛋期货主力1909合约自6月28日起开启反弹模式,与此同时,鸡蛋现货价格上周也大幅上涨。

Wind数据显示,在6月28日起至今的这一波反弹中,鸡蛋期货主力1909合约期价累计上涨7.24%,7月11日盘中一度冲高至4725元/500千克,创上市以来新高。截至7月12日收盘,鸡蛋1909合约期价略微回落至4621元/500千克。今年以来,鸡蛋1909合约期价已累计上涨17.25%。

现货方面,据卓创资讯11日发布的鸡蛋周评显示,上周(7月5日至11日)主产区鸡蛋均价为4.13元/斤,环比涨幅达11.92%。各环节余货不多,下游随销随采,市场流通状况良好,加之部分地区养殖单位惜售心理增强,因此在供需利好支撑下周内蛋价不断走高。11日(上周四),主产区鸡蛋均价为4.39元/斤,环比上涨0.53元/斤。

卓创资讯分析师牛磊表示,进入7月份,鸡蛋供应略紧,新开产货源增加不多,且市场上老鸡数量普遍偏低,大码鸡蛋供应量有限。另外受高温天气影响,蛋鸡产蛋率出现不同程度下滑,鸡蛋产量减少。因此,牛磊预计蛋价仍有上涨空间。

有望持续偏强运行

据业内人士介绍,鸡蛋价格具有一定的波动性:每年3月到5月之间,鸡蛋价格往往偏低,其主要原因是市场上供大于求;而一般到了年中,7月中下旬到9月份之间,鸡蛋则处于高价位,原因是这段时间气温高,导致母鸡产蛋量下降,再加上中秋节、国庆节临近,食品需求增加,鸡蛋需求量也随之增高。

值得一提的是,今年以来鸡蛋价格维持高位,4月、5月鸡蛋价格淡季不淡,且走出快速上涨的行情。对于有市场人士提出,4月、5月鸡蛋价格上涨是因为同期猪肉价格上涨、人们转而购买鸡蛋以补充蛋白质,鸡蛋作为替代品需求上升的说法,卓创资讯分析师张文萍认为,猪肉价格上涨对鸡蛋价格的提振作用十分有限。张文萍表示,鸡蛋4月、5月淡季不淡是因为鸡蛋供应一直处于比较紧张的状态,部分区域受温和性流感和其他疾病影响,鸡蛋供应能力不足,推高鸡蛋价格。

就目前来看,鸡蛋已经开始进入需求旺季。历年的中秋都是鸡蛋市场的大旺季,中秋月饼、糕点等传统节日食品类贸易商通常提早1.5—2个月就开始采购原料进行生产。现货方面,国投安信期货认为,随着传统的中秋节假日备货需求上升,鸡蛋现货价格仍有进一步走高可能,蛋价高点大概率维持在4.5元—4.7元/斤区间。期货方面,华泰证券指出,贸易监控显示目前鸡蛋收货正常偏难,走货较快,库存较少,贸易形势较强,贸易商预期看涨。

监控中心工业品指数横盘整理

上周CIFI指数各品种涨跌幅统计				
CIF指数品种	当周涨跌幅%	上周涨跌幅%	双周涨跌幅%	本月涨跌幅%
镍	6.21	-3.41	2.80	2.59
铁矿石	5.24	-1.07	4.17	4.11
石油沥青	3.08	4.04	7.12	7.24
焦煤	2.08	-1.76	0.32	0.29
硅铁	1.59	-1.16	0.43	0.42
PTA	1.22	-0.51	0.71	0.71
铜	0.84	-1.55	-0.71	-0.72
铝	0.59	-0.06	0.53	0.53
锡	0.49	-6.37	-5.88	-5.90
玻璃	0.13	-0.60	-0.47	-0.47
铅	-0.15	-0.29	-0.44	-0.43
螺纹钢	-0.48	-1.99	-2.47	-2.46
热轧卷板	-0.54	-2.40	-2.94	-2.93
白银	-0.65	0.00	-0.65	-0.65
焦炭	-1.00	3.33	2.33	2.29

受多重利好推动,上周期货市场监控中心工业品指数高位震荡,重心站稳1100关口支撑。截至7月12日当周,CIFI最终收于至1117.73,当周最高上冲至1129.23,最低探至1108.83,全周上涨0.60%。

分品种看,工业品涨跌参半。有色金属多头主导市场,镍强势反弹6.21%;铁矿石维持前期涨势,但涨势明显放缓,重心回升5.24%。化工品普遍走弱,天胶深跌6.19%,三、四季度是台风多发期,天气影响值得关注;塑料和甲醇跌幅也均超过3%,塑料基本面压力有所增加,贸易商积极出货;甲醇则跌破前期低点支撑,下探至2211,创近两年新低,市场气氛偏空,基本面疲弱。(方正中期期货 夏聪聪)

易盛农期指数短期料弱势震荡



上周,易盛农期指数低位震荡运行。截至7月12日,易盛农期指数收于918.37点。

权重品种白糖价格先抑后扬,波动加剧。6月产销数据整体表现偏好,销售进度仍偏快,糖厂库存低于去年同期,后期处于去库存阶段。从大周期来看,郑糖虽处于熊市后期,但熊市仍未走完。

棉花方面,郑棉连续下跌。长期看,全球棉花供应充裕,棉价向上难有靓丽表现;短期内,棉花社会库存高企,市场看涨心态脆弱,郑棉二次探底后或震荡运行。

菜籽类需求受抑,供应偏紧,上周震荡运行。7月下旬起,菜籽供应或趋紧,将继续提振菜粕行情;从需求端来看,豆粕粕价差大幅缩小,饲料厂用豆粕大量替代菜粕,菜粕需求较少。菜油方面,目前菜油库存仍处高位,菜豆、菜粕价差扩大,严重影响菜油需求,叠加棕榈油价格偏弱拖累,预计近期菜油期价震荡运行。

综上所述,权重品种价格上周震荡下行,农产品基本面供应压力较大、上涨动力不足,预计短期内易盛农期指数弱势震荡的概率较大。(华夏基金 荣膺)

央行料打破沉默 市场资金环境总体无忧

□本报记者 张勤峰

7月第二周,流动性回归之旅开启,货币市场利率纷纷反弹。央行公开市场操作则持续静默,通过逆回购到期继续净回笼资金达2200亿元。从央行公告透露的信息看,后半周流动性总量已回到合理充裕水平。受税期等因素影响,本周流动性总量还有继续下降的压力,料促使央行适时重启流动性投放。面对MLF到期,央行将如何操作成为看点。但基本可确定的是,资金面将总体无虞,可为金融市场提供稳定的资金环境。

资金价格回归常态

7月第二周,央行公开市场操作继续全周暂停。当周共有2200亿元央行逆回购到期,实现自然净回笼。据统计,自6月24日以来,央行已连续15个工作日未开展逆回购操作。7月以来,央行通过逆回购到期累计实现资金净回笼5600亿元。

受央行逆回购到期、政府债券发行缴

款等因素影响,货币市场流动性逐渐脱离了月初极大充裕的状态,突出表现为资金价格自超低位置持续反弹。Wind数据显示,截至7月12日收盘,银行间市场上隔夜债券回购利率DR001加权价报2.24%,最有代表性的7天期债券回购利率DR007加权价报2.49%,已回到今年以来的波动中枢附近。据统计,2019年开年至今,DR001均值水平为2.04%,DR007均值水平为2.51%。

回看6月底7月初,在流动性极大充裕的环境中,DR001最低成交到0.7%,加权价最低至0.84%,呈现低于1%的超低状态;DR007也一度成交到1%以下,加权价最低至1.91%,亦处于历史低位水平。

值得注意的是,虽然央行逆回购持续停做,但最近公开市场业务交易公告措辞出现微妙变化。7月初,央行一直称“银行体系流动性总量处于较高水平”;7月10日,央行改称“银行体系流动性总量处于合理充裕水平”;11日和12日则称,“银行体系流动性总量有所下降,但仍处于合理

充裕水平。”央行公告为持续停做逆回购提供了理由,但措辞的变化印证了流动性总量在不断下降。合理推测,当流动性总量进一步下降,并可能低于“合理充裕水平”时,央行也将重新调整公开市场操作的方向和力度。

央行料适时出手

本周流动性面临进一步收敛的压力,资金面的变数可能增多,但这也可能成为央行重启资金投放的契机。

7月是传统税收大月。2017年、2018年7月份的财政存款分别增加了11600亿元和9345亿元。本月主要税种申报纳税截止日为15日,从以往经验看,15日及前后一两日是税期对短期流动性影响最大的时期。从上周后半周开始,税期因素影响已开始显现,而本周前半周将直面税期高峰的冲击。

与此同时,本周地方债发行也有所增多。据Wind数据,目前已披露的将在本周发行的地方政府债券已超过800亿