

□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,在市场大的波动背后,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问题。

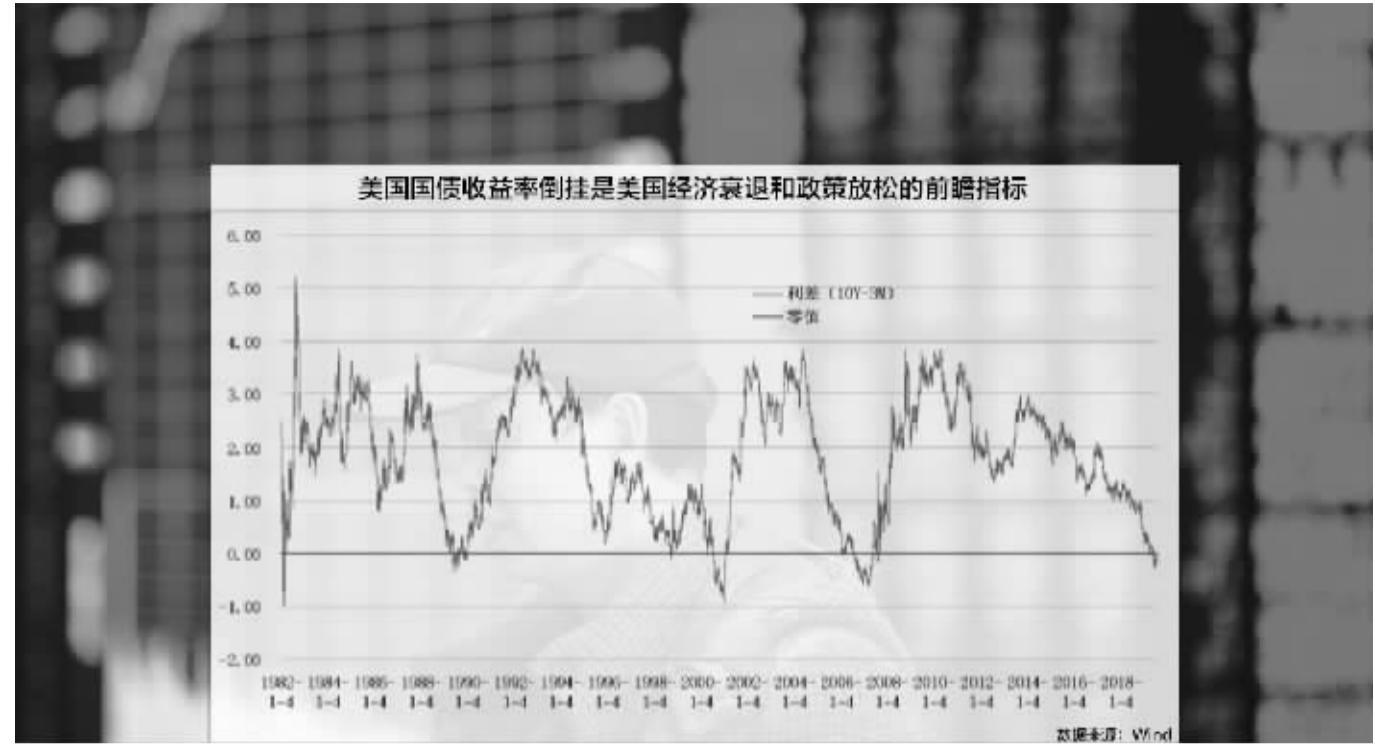
**以史为鉴:股债争宠 商品独行**

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。美联储在美国国债收益率倒挂之后迅速采取行动,并成功避免经济衰退。降息落地后,美债加速上涨,美股遭遇大跌,但随着恐慌情绪缓解,局面出现反转,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年内继续走弱。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。

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。

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。

**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,此时企业盈利仍带后性上升、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个基点以上,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,不应对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。

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