



多个信号提示投资者莫被降息预期差“闪了腰”

□本报记者 张勤峰

虽然市场坚信美联储本月将降息,但最近有一些微妙信号值得关注:一是美元跌不动,二是避险资产涨不动。此外,美债倒挂的局面几近解除。不少分析人士认为,美联储确有实施降息的可能,但需要看清其“预防式降息”的本质。相比之下,当前市场却认为美联储降息是趋势性的。市场对降息预期打得过足,需警惕潜在“预期差”可能带来的风险。

美联储已为降息做足铺垫

美联储已为在本月底实施近十年来的首次降息做了足够的铺垫。当地时间7月16日,美联储主席鲍威尔在法国财政部举办的某研讨会上,发表了主题为“后危机时代货币政策”的演讲。此次演讲中,鲍威尔重申美联储将采取适当行动维持经济扩张。在过去的两个多月里,鲍威尔曾多次提及这一说法。而在市场来看,所谓的“适当行动”就是降息。当地时间6月4日,鲍威尔在讲话中首次表示,美联储将“采取适当行动”以维持经济扩张。这被广泛地视为美联储暗示降息的信号,市场预期美联储于7月降息的概率跃升至50%以上,此前市场相信9月或者12月才是潜在降息时点。当地时间7月10日,鲍威尔在向美国国会提交证词中再次表示,美联储将会“适当采取行动”以保持经济扩张。这一次讲话,发生在美国6月非农就业报告出炉以

美降息预期:悬在“双金”头上的达摩克利斯之剑

□本报记者 张利静

市场如今正处于对美联储降息的预期阶段,从主要大宗商品表现来看,黄金已经站稳1400美元/盎司高位,原油近日则经历了大幅下挫。从市场对美联储“7月底将降息”的预期来看,留给美联储的时间已经不多了。美联储是否会在未来两周内降息,将决定“双金”命运,其走向如何,仍需拭目以待。

黄金对美货币政策较敏感

海通证券分析师施毅表示,通过复盘近两轮(2000-2002年和2006-2008年两个时期)美联储降息拐点前后的商品价格表现可以发现,当美国经济出现放缓迹象(典型信号是长短端国债收益率倒挂),美联储往往放缓加息节奏,流动性的边际改善会提振工业金属价格。但最终工业金属价格难改疲弱的供需基本面,价格受到压制。贵金属在加息后半段到降息初期有较好的相对收益。

后,重振了因为非农数据超预期强劲而受到打击的市场降息预期。

根据美国利率期货隐含的降息预期,当前7月份美联储降息的概率达100%,其中降息25bp的概率是68%,降息50bp的概率是32%。有业内人士表示,在年内美联储降息这点上,市场已达成共识,分歧只不过是什么时候降和降多少的问题。

从美联储态度变化上不难看出,降息议题已不再是市场的一厢情愿。市场坚信美联储本月将降息,美联储“迎合”市场的可能性也颇大。

微妙变化值得关注

然而,最近金融市场上出现了一些微妙变化值得关注。一方面,美元有些跌不动。倘若美联储降息,美元汇率将会首当其冲。5月中下旬以来,国际市场上美元指数总体有所回落,但7月以来,美元指数出现波动上行,期间不乏单日大涨的走势,比如,7月1日、5日和16日。临近7月美联储议息会议,美元指数反而越来越跌不动,表现比很多人预想的都要强劲。

另一方面,黄金、债券等传统避险资产则有些涨不动。贵金属、债券都是低利率环境的受益者。之前随着市场对美联储降息预期升温,黄金走出一波行情。Wind数据显示,COMEX黄金期价自5月23日起一路走高,6月25日最高升破1440美元/盎司关口,创下逾6年新高。此后金价转而围绕1420美元/盎司展开震荡,近几日逐渐向1400美元/盎司靠拢。作为宏观形势的敏感指标,海外债券市场自2018年11月就率先走强,今年6月底7月初,海外债市收益率纷纷回到2016年7月的历史低位附近,欧洲不少国家债市收益率甚至创出新低。债券收益率尤其是长债收益率下行,隐含了市场对未来经济增长放缓、货币政策放松的预期。但近一两周,美国债券市场出现回调,代表性的美国10年期国债收益率先在7月初一度跌破2%,但近几日已回到2.1%以上。

值得注意的是,美国3个月与10年期国债的利差倒挂的局面在最近出现了好转。美国长短期限国债利差被视为经济衰退和政策放松的良好前瞻指标。今年3月份,美国3个月与10年期国债利率发生了2008年金融危机之后的首次倒挂,5月以后倒挂程度加重,一度达到约30bp。7月以来,这一局面发生了变化。Wind数据显示,截至7月16日,两者只倒挂2bp。单从这项指标上看,美国经济陷入衰退和美联储大幅放松货币的概率下降了。

白银或更具机会

需要注意的是,距离月底“关键时间节点”越来越近的当下,却出现了这样的声音,“美联储本月降息的预期可能会落空”。中信建投证券分析师丁鲁明表示,因包括鲍威尔在内的多位美联储官员发表了暗示降息的讲话,目前市场判断本月美联储100%将降息。但根据对过去30年美联储降息行为的跟踪分析,今年降息最多1次且最早是在9月之后,市场的预期可能过度乐观。即便本周公布的零售销售等数据利多黄金,在目前金价已经充分反映降息预期的情况下,持续推升的可能性并不高,“美联储7月降息”的情形可能“反转”。

不过,莫尼塔分析师钟正生、姚世泽表示,无论批评声音如何,美联储在7月31日降息已经是比较确定的事件。从历史经验看,美联储降息前后,主要商品资产价格一般表现为:黄金初次降息前后会出现小幅反弹,长期会迎来比较大的牛市;原油初次降息前后小幅上涨,但如果没有供给端的强刺激,长期上行动力并不足。

“另外,建议投资者可以关注白银的投资机会。白银和黄金类似,都拥有实物属性、投资属性和避险属性,但本轮白银的上涨幅度并不高,从5月初至今,黄金的上涨幅度为10.69%,白银的上涨幅度仅有3.64%,二者之间出现了明显的价格偏离;同时金银比价已经快达到历史上的最高位。从估值的角度讲,白银会更有吸引力和上涨空间。”他们认为。

谨防中了预防式降息的“套路”

7月以来发生了什么?强劲的非农就业数据一度刺激美元反弹和美债调整,好于预期的美国6月零售销售数据,则被认为是7月16日美元涨、美债和黄金跌的推手。

分析人士指出,近期美国发布的一些经济数据表现不错,影响了市场对美国经济前景的看法。另外,过去一段时间,无论是美债还是黄金,上涨幅度都不小,存在一定的修整需求。不过,更关键的原因或许是市场预期过度了。

尽管不少市场人士认为美联储应降息,美联储内部赞成降息的声浪也越来越高,但需指出的是,即便美联储在本月降息,仍将属于“预防式降息”。美国经济增长还没有明显放缓,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。这也是美联储官员们在对降息“松口”的同时不断表达的一个观点。鲍威尔在16日演讲重申,美联储将采取适当行动。但他同时表示,美联储对美国经济前景的基本判断依旧是稳健扩张。当天另一位美联储官员卡普兰也表示,降息可能是必要的,但潜在的降息应当是有限的和克制的,过多的刺激可能助长金融失衡。在美联储官员们看来,当前货币政策调整的压力,主要来源于贸易形势变化、其他经济体增长放缓等外部风险因素,因此降息是战略性的。

市场却认为美联储降息是趋势性的。从利率期货隐含的降息预期来看,当前市场认为到2020年3月,美联储降息4次或更多的概率是33.6%,降息3次或更多的概率达到68.3%。此外,当前10年期美债收益率与美国联邦基金利率已倒挂,反映了强烈的降息预期。本月初,10年期美债收益率一度跌破2%,倒挂幅度达50bp以上,需降息2次才能解除倒挂。

从最近四轮美联储降息周期来看,1995年和1998年的降息周期属于比较明显的预防式降息,均为降息3次,总幅度75bp,远低于2001年、2007年两次衰退型降息。不得不说,市场对美联储政策放松预期可能过度乐观,而在一些资产价格已提前计入乐观预期的情况下,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。

一些机构认为,债市最早也最充分反映宽松预期,降息靴子落地未必能刺激其进一步上涨,反而需警惕短期调整压力。黄金在前一波上涨后,需蓄势整固,未来在低利率环境中仍有表现机会,调整可能带来配置机会。在经济维持扩张和流动性边际放松环境中,股票市场可能成为最大受益者,但仍需注意估值与盈利是否匹配的问题。

储降息行为的跟踪分析,今年降息最多1次且最早是在9月之后,市场的预期可能过度乐观。即便本周公布的零售销售等数据利多黄金,在目前金价已经充分反映降息预期的情况下,持续推升的可能性并不高,“美联储7月降息”的情形可能“反转”。

不过,莫尼塔分析师钟正生、姚世泽表示,无论批评声音如何,美联储在7月31日降息已经是比较确定的事件。从历史经验看,美联储降息前后,主要商品资产价格一般表现为:黄金初次降息前后会出现小幅反弹,长期会迎来比较大的牛市;原油初次降息前后小幅上涨,但如果没有供给端的强刺激,长期上行动力并不足。

“另外,建议投资者可以关注白银的投资机会。白银和黄金类似,都拥有实物属性、投资属性和避险属性,但本轮白银的上涨幅度并不高,从5月初至今,黄金的上涨幅度为10.69%,白银的上涨幅度仅有3.64%,二者之间出现了明显的价格偏离;同时金银比价已经快达到历史上的最高位。从估值的角度讲,白银会更有吸引力和上涨空间。”他们认为。

■记者观察

黄金股能否“赛黄金”

□本报记者 马爽

在黄金期价持续大涨的背后,股市投资者也开始寻觅机会。那么黄金相关的股票与黄金价格相比谁更胜一筹?黄金股是否迎来了最佳的入场时机?

实际上,在以往黄金牛市期间,黄金股涨幅多数时期反而超越黄金价格涨幅。文华财经COMEX黄金期货指数走势统计显示,自1988年以来,黄金市场共经历三轮大牛市:第一轮牛市始于2005年11月22日,当日COMEX黄金期货指数一度上探至498.7美元,突破1988年1月14日以来新高,随后便迎来了长达两年多的牛市,直到2008年3月17日终结,最高至1036.0美元,区间累计上涨107.74%;第二轮牛市从2008年10月24日开始一直持续到2011年9月6日,这轮牛市持续近三年时间,金价从684.6美元持续上涨至1923.7美元,最大涨幅达181%;第三轮牛市自2015年12月3日开启,一直到2016年7月6日见顶。在这七个月的时间里,黄金价格由最低的1045.8美元上涨至1379.3美元,最大涨幅达31.89%。

而对比上述三轮黄金牛市期间黄金价格与A股黄金股表现来看,后者表现甚至还远超前。

数据显示,第一轮牛市期间(2005年11月22日-2008年3月17日),A股贵金属指数自2553.04点升至42447.86点,区间累计上涨1562.64%;第二轮牛市期间(2008年10月24日-2011年9月6日),贵金属指数由11988.41点涨至43258.46点,区间累计上涨260.84%;第三轮牛市期间(2015年12月3日-2016年7月6日),贵金属指数由30179.35点涨至42256.75点,区间累计上涨40.02%。

从黄金价格与A股贵金属指数涨幅对比来看,三轮牛市期间,后者累计涨幅均超前。

而从当下看,历史数据是否具有说服力?首先,市场避险情绪仍然高涨,7月美联储降息预期接近100%,美国经济下行压力增大,企业财报数据也具有不确定性,一旦盈利水平低于预期,将进一步提升避险情绪。其次,风险情绪也没有完全“退烧”,资金仍然处于高配股市的状态。在此背景下,黄金股由于既有黄金属性,又有股票属性,可以享受两头的红利。目前不少分析师对黄金板块持有“强于大市”评级。

展望未来,美联储难以轻易改变政策取向,因此市场很可能进入一个长期的宽松周期。而较低的利率、可能的量化宽松以及其他货币刺激措施基本上等同于货币供应量的扩大,这对黄金以及黄金相关个股而言极为有利。随着黄金牛市降临,除黄金、白银等贵金属之外,投资者也可更多关注黄金股。

静待美联储“靴子落地”非美货币谁能脱颖而出

□本报记者 张枕河

目前市场绝大多数观点已经预期美联储7月底将降息。如果直接从投资逻辑看,美联储降息将拖累美元汇率一定程度走软。但事实可能并非如此,预期透支、降息后劲不足等因素可能仍会支撑美元。而在此背景下,非美货币中谁能更胜一筹?如果汇市走强会否反过来支撑其国内股市?

美元未必“应声走软”

市场分析师表示,在7月的美联储例会后,美元汇率可能并不一定“应声走软”。

首先,“预期透支”成为最为重要的原因。目前市场绝大多数观点预期美联储肯定会在7月降息,而随后可能出现三种可能性,即美联储按兵不动、降息25基点、降息50基点。如果美联储届时未如市场所料降息,而是按兵不动,美元汇率肯定会走强。如果美联储降息25基点,该预期早已被市场消化,众多市场参与者届时并不会感到意外,因此美元可能未必会大跌,而是会出现相对平稳的走势,该可能性目前最大。仅当美联储意外大幅降息50基点,美元汇率才可能暂时出现较为明显的跌势,但目前看该方案面世的可能性并不高。

其次,美联储若真的降息,其行动很可能会取得较为明显的刺激功效。如果未来经济数据整体向好,美联储接下来继续降息的可能性也将随之下降,美元汇率仍将获得一定支撑。

富达国际在17日发布的最新报告中指出,虽然从中长期相对看淡美元,但是目前由于全球经济增长依旧疲软,这使得相对高收益的美元成为避险资产。基于各种不确定性因素持续发酵,预计美元近期仍将在区间内调整。

非美资产谁更胜一筹

对于投资者而言,更为关心的是在美元变化的影响下,非美资产谁能更胜一筹?总体看,日元以及新兴市场货币都将是不错的选择。作为新兴市场货币之一,人民币汇率将在近期保持较为稳定的走势。受到脱欧不确定性等因素影响,英镑前景并不看好。

富达国际分析师认为,全球经济疲软正凸显出日元作为避险货币的价值,加之日本央行降息空间有限,日本与其它经济体之间的利差同样在缩小。

FXTM富拓市场分析师陈忠汉表示,从最新的经济指标看,美联储可能会缓和其“鸽派立场”,美元或将走高。在此背景下,虽然英国就业数据表现良好,但市场仍专注于探寻英国脱欧的最终命运,随着对英国无协议脱欧的担忧继续升温,英镑前景面临压力。

瑞银分析师认为,人民币兑美元汇率在未来6至12个月将持稳。首先,中国的国际收支平衡改善有助于支持人民币汇率。其次,美元在2019年下半年将不再强势。瑞银强调,美元走弱将为中国提供更多管理汇率的空间,人民币汇率很可能会持续回暖。

中国期货市场监控中心商品指数(7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		85.83			86.18	-0.36	-0.41
商品期货指数	1049.07	1051.99	1053.35	1046.23	1050.29	1.7	0.16
农产品期货指数	839.82	841.18	842.43	839.18	841.4	-0.22	-0.03
油脂期货指数	436.96	436.81	437.84	435.5	437.73	-0.92	-0.21
粮食期货指数	1227.95	1228.29	1231.18	1226.2	1229.61	-1.32	-0.11
软商品期货指数	783.79	780.32	784.28	778.84	783.22	-2.9	-0.37
工业品期货指数	1133.34	1135.93	1138.39	1128.67	1134	1.93	0.17
能化期货指数	660.13	658.46	662.68	656.58	659.45	-0.99	-0.15
钢铁期货指数	1484.75	1493.08	1496.54	1473.25	1491.23	1.85	0.12
建材期货指数	1136.38	1141.4	1143.89	1133	1138.41	3	0.26

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(7月17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	920.28	923.51	914.29	920.7	-1.25	919.69
易盛农基指数	1205.52	1207.8	1196.75	1204.26	-0.99	1201.78