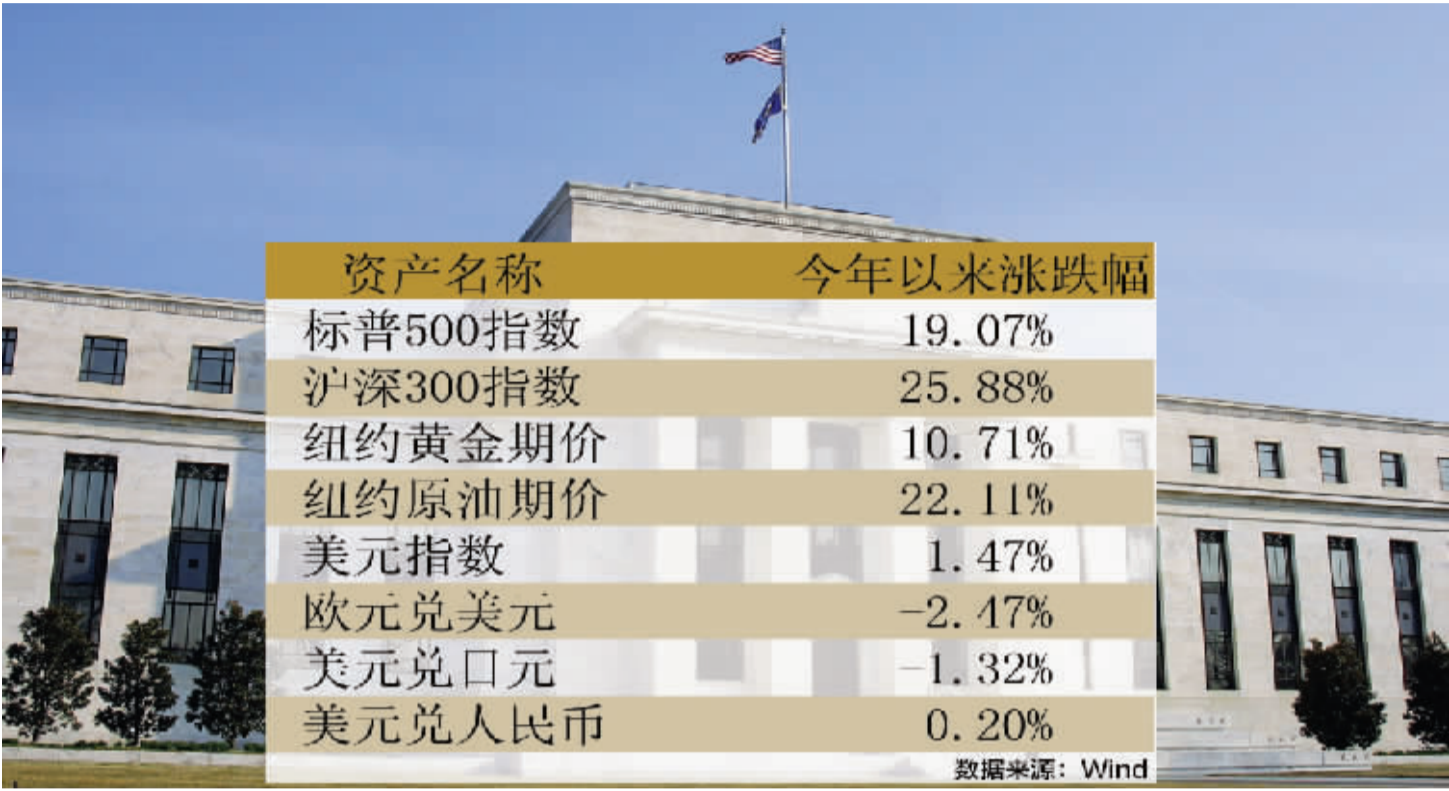


# 静候美联储降息 大类资产谁唱“借东风”

□本报记者 张枕河

美联储7月货币政策例会日益临近,目前业内人士普遍预计,时隔12年的降息可能再现。对投资者而言,又到了一个关键节点。如何从以前历次降息之后的市场表现,窥探各大类资产的轨迹?股市、商品、货币,谁能顺利借到美联储降息的“东风”?



新华社图片 合成/刘海洋

## 全球股市:“躺着赚钱”能否再现

时隔12年之后,美联储即将再度步入宽松周期。1984年以来,美联储出现过四轮比较明显的降息周期。第一轮是从1984年9月至1986年8月,美联储将联邦基金利率从11.5%降低至5.875%。第二轮是1989年6月至1992年4月,期间美联储一共降息25次,将利率从9.8125%下调

至3%。第三轮是2001年1月至2003年6月,美联储降息13次,将利率从6.5%下调至1%。第四轮降息周期始于2007年9月份金融危机爆发时,持续至2008年12月,利率从5.25%下调至0.25%。

历次降息之后,全球多数股指表现较佳。特别是最近一轮降息周期中,欧美主要股指接连出现“大牛市”。2007年10月份,受到金融危机冲击,标普500指数持续下跌,从1565点一路下

行至2009年3月6日的683.38点。而此后,标普500指数开启十年牛市,持续上涨至目前的3000点左右。欧洲主要股指也表现类似,在欧债危机影响过后,纷纷创下新高。

展望未来,业内专家认为,目前再度降息的长期积极效应将不如2007年至2008年,但股市仍面临短期利好。

从美林投资时钟看,随着美联储及其它央行

## ■ 记者观察

# 避不同的险 选不同的商品

□本报记者 张枕河

在不知不觉中,投资者自觉地将资产笼统地分为风险资产和避险资产,与之相对应便是风险情绪和避险情绪,并形成了一套交易逻辑。

概括地说,风险资产是指未来收益率不确定性较大,既可能大幅获利也可能招致大幅损失的资产,如股票和金融衍生品等。

如果市场风险偏好情绪升温,投资者竞相逐利,风险资产将大概率受到支撑。反之,避险资产也可以称为“安全资产”,就是未来收益率相对确定的资产,既在特定风险事件下能够对冲相关风险资产头寸带来损失的那类资产。

然而,相对被忽视的一点是,避险资产并不是恒定的,例如利率债也是收益率较为确定的资产,但在特定情况下利率债同样可能遭到抛售,并阶段性地暂时成为风险资产。因此对于投资者而言,避不同的“险”其实更应该关注具体不同的商品。

第一类,在经济和金融危机的初期,或经济局部危机刚刚开始发酵之时,主要表现为

流动性危机。即全球主要经济体和市场流动性枯竭,资产价格纷纷下跌到其内在价值之下。在此背景下,主要央行并未进行过多的宽松刺激举措,各种避险货币的功能得到凸显。其中,美元的避险功能在此阶段被认为是最佳的,日元和瑞士法郎也尚可,但避险性弱于美元。

第二类,从历史数据看,一旦经济和金融危机从局部和初期开始蔓延,并演变至区域性甚至是全球性的危机之后,例如2008年美国的次贷危机和随后的欧洲债务危机,避险资产的舞台就该“轮换”了。在此阶段,通常发生较为明显的经济衰退迹象,一些经济体往往进行各种刺激举措,美元等货币的避险性开始降温,而黄金、白银等贵金属以及主要经济体的国债开始占据上风。以欧债危机期间为例,在此阶段美元一度体现出较强的避险属性并获得投资者青睐,然而随后受到量化宽松(QE)持续的打压,美元走势也不再稳定。

第三类,当一些地缘性风险事件发生时,一些特定商品的避险性可能临时升温,甚至

一些本来与避险品关联不大的商品也会被暂时赋予这一属性。例如中东地区原油产量较大,如果该地区临时出现一些地缘性事件,全球石油供应量都将受到影响,届时部分投资资金可能会押注未来油价大涨,而暂时把原油当作“避险品”。此外,在地缘性事件发生之时,黄金、主要经济体国债仍是最佳的避险选择,相对表现也通常好于美元等避险货币。

第四类,在一些突发性事件中,这些事件可能并没有地缘性风险那么紧张和偏短期性,但带来的长期影响可能更大,例如英国脱欧事件进展,投资者需要具体深入分析可能受到冲击的资产,从而找到对应避险标的。如果英国脱欧受阻,英镑、甚至是欧元都有可能受到负面影响,而本身具有避险功能的美元则可能“渔翁得利”。此外,在相关股市也可能受冲击的背景下,更具专业性的英国、欧洲股市期货和期权等金融衍生品也值得关注。此时“风险品”变为“避险品”,可见对于投资者而言,界限并不重要,获利才是最重要的。

## MLF与TMLF并举VS不足额对冲

# 央行流动性操作紧扣合理充裕主基调

□本报记者 张勤峰

23日,7月下半月公开市场操作的最大悬念揭晓。央行当日同时开展了MLF和TMLF操作,但未开展逆回购操作量,也未实现对到期流动性工具的足额对冲。分析人士认为,央行此举进一步展现了维护流动性合理充裕的态度未变,货币政策难以收紧,但短期也没有明显放松迹象。

## MLF和TMLF操作同时上阵

Wind数据显示,7月23日公开市场上共有1600亿元央行逆回购和5020亿元MLF到期,央行将如何开展对冲操作引发关注,这被视为7月下半月公开市场操作的最大悬念。

23日早间,悬念揭晓。央行公告,当日开展了定向中期借贷便利(TMLF)操作2977亿元,并开展中期借贷便利(MLF)操作2000亿元,两项操作合计4977亿元,与当日期中借贷便利(MLF)到期量5020亿元基本相当。公告指出,开展上述操作后,银行体系流动性合理充裕,不开展逆回购操作。

央行同时开展MLF和TMLF操作,颇为罕见。事后来看,这也是当前形势下的择优选择。

面对大额流动性工具到期,央行必然要开展对冲操作。由于上周央行开展了较多的7天期逆回购操作,本周将迎来总共4600亿元的央行逆回购到期,并有5020亿元MLF到期,其中周

二是到期量最大的一天,达到6620亿元。分析人士指出,考虑到资金面刚恢复平稳,但短期公开市场到期回笼量较大,倘若央行不开展任何对冲,无疑会引起货币市场波动,因此,央行开展一定规模的对冲操作几无悬念。

关键是对冲力度和操作工具的选择。7月是季度首月,而本周正好是7月第四周,TMLF操作窗口再次打开。此前央行有关负责人曾表示,TMLF操作基本上都是在季度首月第四周开展。央行逆回购、MLF、TMLF,多种工具带来了多种组合。

为何选择MLF和TMLF操作的组合?有业内人士指出,相比逆回购来说,23日MLF到期量更大,且MLF是中长期流动性工具,与回购工具在定位上有区别,央行不进行续做的可能性较小。因此,悬念在于央行是用TMLF完全替代MLF,还是同时开展TMLF和MLF操作。总的来看,MLF操作对象范围更大一些,如果只开展TMLF操作,可能会给部分机构带来短期流动性冲击,同时开展两项操作,既对冲了MLF到期压力,也通过TMLF达到定向调控、激励金融机构降低对小微企业贷款利率的目的,是较好选择。

## 短期无大幅放松迹象

分析人士指出,央行23日不开展逆回购操作,未进行足额对冲,则源于流动性已恢复合理充裕水平。一段时间以来,央行明确以“保持流

动性合理充裕”为流动性调控的主要目标,这意味央行会在这个目标取向下开展双向调控——当流动性低于合理充裕水平时,则通过各类操作提供必要流动性支持,正如上周央行做的那样;当流动性高于合理充裕水平时,则通过流动性工具到期实施资金回笼,引导流动性回归合理充裕水平,正如过去月末月初央行经常做的那样。

目前税期扰动已消退,7月资金面压力最大的时候已经过去。从央行公告措辞和资金价格走势传递的信息来看,银行体系流动性已恢复合理充裕水平,在央行流动性管理目标没有变化的情况下,也就不必要继续实施流动性净投放。

可以说,央行不实施足额对冲,既表明央行保持流动性合理充裕的目标没有变,也进一步表明央行货币政策取向没有大的变化。在越来越多海外央行加入宽松阵营的情况下,人民银行逆势收紧货币政策的可能性很小,但短期内大幅放松货币政策的迹象似乎也不明显,其根本原因可能是基本面上还没有出现需要货币政策进一步放松的变化。

往后可,周内还有较多央行逆回购到期,今后政府债券发行缴款仍会带来一定扰动,不排除央行继续开展适量逆回购操作,但实施不足额对冲的可能性仍较大。因此,临近月末,财政支出力度有望增大,可对逆回购到期、政府债券发行缴款等起到一定的对冲作用。总体来看,资金面总体保持平稳偏松态势的可能性较大。

相继放水,经济开始上行,企业利润开始逐步恢复,因此代表企业价值成长的股票是最值得投资的。由于货币政策仍然宽松,债券收益率仍在较低水平,债券表现仅次于股票。在降息支持下,资产表现从好到差依次是股票、债券、货币、商品。

高盛分析师考斯汀表示,标普500指数通常在美联储降息周期开始时产生非常可观的回报率。2008年之后,除了降息以外,量化宽松对股市起到了更为明显的推动作用,而当下量宽的前景并不明朗。

从2008年11月开始,美联储接连推出了四轮量化宽松(OE)政策,欧日等主要央行也相继效仿,充裕的流动性对推升股指起到不可替代的作用。

## 货币:强美元格局势衰

在美联储即将走入降息周期的背景下,美元走弱的概率进一步上升,强美元格局已出现明显动摇,而非美货币却未必能集体走强。其中,日元以及新兴市场货币都将是不错的选择。受到脱欧不确定性等因素影响,英镑前景并不被看好。

富达国际分析师强调,中长期相对看淡美元。而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。

太平洋投资管理公司(Pimco)今年以来连续看好新兴市场资产,其日前又在最新报告中表示,美联储降息50基点的概率并不低,届时美元将受到打压,连续八年的强势将接近尾声。而在此背景下,新兴市场货币、股市的吸引力将明显提升,特别是一些基本面较为良好的新兴经济体货币,有望迎来补涨机会。

PXTM富拓市场分析师陈汉志表示,近期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。

## 大宗商品:踩好时点很重要

对于大宗商品而言,踩好入场时机非常重

要。特别是对于不同的商品,其很难持续上涨,阶段性的下跌反而带来机会。

美银美林分析师指出,降息的“后遗症”也值得关注。如果降息使得经济依然上行,但同时通胀也开始上行。此时通胀上升会增加持现金的机会成本,大宗商品将成为最佳投资品,股票的配置价值相对较强,而可能出台的加息政策降低了债券的吸引力。在此时,资产表现从好到差依次是商品、股票、货币、债券。

也有分析师认为,并不能完全照搬历史走势,当下美股在高位已经蕴藏风险,大宗商品牛市不排除提前上演可能。平安证券分析师在最新研究报告中指出,若美联储在7月底开启降息,将可能导致以美股为代表的资产泡沫进一步膨胀,进而加剧未来美股大幅下行的潜在风险。美元指数可能在三季度面临一定回调压力,黄金等大宗商品将受益继续上行。

瑞信分析师表示,在美元走软背景下买入商品不失为良策,但更应关注具体事件性因素,例如当某种商品出现供应短缺或需求旺盛苗头,或是处于过低价格之时,都是入场良机。

## 中国资产:后劲十足

业内人士指出,从流动性充裕和美元走弱两方面解读,新兴市场资产都可谓后劲十足,正迎来配置良机。而在新兴市场之中,中国资产备受机构看好,特别是近期科创板的推出为股市增色不少。

富达国际中国区股票投资主管周文群表示,长期来看,对科创板持乐观态度,因为它的运作更加偏向市场化机制。随着时间的推移,这将有助于实现公司的真正价值,进一步提升市场活力。首批上市企业(也是未来科创板欢迎的企业)以半导体、医疗器械、可选消费等行业为主。

瑞银证券中国股票策略团队也表示,近期对中国A股持看好立场,偏好消费相关板块(包括食品饮料、家电等),因为其盈利增长相对强劲。此外将公用事业、环保和建筑板块也纳入看好行业名单。

## 生猪行业步入高盈利区间

# 养殖股仍处较好投资窗口期

□本报记者 马爽

近期,全国生猪均价延续向上攀爬的步伐,均价逼近19元/公斤,两广地区更是突破21元/公斤。分析人士表示,生猪价格在三季度如期大幅度上涨,且行业已步入高盈利区间,市场对于生猪价格表现已无分歧。当前生猪养殖股行情已步入“价格新高→利润兑现”时期,在此期间,量增逻辑将是下半年股价的主要驱动力,生猪养殖股也面临较好的投资窗口期。

## 两广地区价格大涨拱高均价

近期,全国生猪均价继续走高。卓创资讯数据显示,截至7月23日,全国外三元生猪出栏均价为18.84元/公斤,较月初累计上涨12.68%。其中,均价于7月11日突破18元/公斤大关,这主要源于两广低价区大幅上涨。截至7月23日,广东外三元生猪出栏均价达21.18元/公斤,较月初上涨25.47%;广西外三元出栏均价更是高达21.60元/公斤,较月初上涨54.29%。

中泰证券农林牧渔行业分析师陈奇、潘振亚表示,生猪价格在三季度如期大幅度上涨,且行业已步入高盈利区间,但在价格持续超往轮周期的情况下,当前市场对于生猪价格表现已无分歧,对生猪养殖股的预期差主要在于“本轮周期猪价高点位置”以及“2019-2020年各大猪企出栏量能否兑现”。

“当前各大猪企中报预告披露均已完毕,在个别公司中报业绩预告略低于预期(生猪养殖完全成本上升过多)的情况下,下半年猪价持续上行趋势较为确定,因此现在市场愈发关注各大猪企下半年‘利润兑现的程度’。”上述分析师表示。

卓创资讯生猪高级分析师张莉莉表示,目前国内终端需求疲软依旧,短时亦无利好因素,但供应仍呈现缓慢减少趋势,尤其是西南市场在后期养殖密度下滑后,价格仍有较大上涨空间。预计8月国内猪价仍有较大上涨的可能。

中国期货市场监控中心商品指数(7月23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		85.65			85.63	0.02	0.03
商品期货指数	1046.63	1045.98	1050.06	1044.61	1047.59	-1.6	-0.15
农产品期货指数	837.56	838.98	841.83	837.48	837.52	1.46	0.17
油脂期货指数	437.36	439.25	439.78	436.71	437.32	1.93	0.44
粮食期货指数	1223.97	1225.78	1228.29	1222.75	1224.31	1.47	0.12
软商品期货指数	777.33	773.9	783.28	773.03	778	-4.1	-0.53
工业品期货指数	1127.6	1126.12	1132.61	1124.53	1128.78	-2.66	-0.24
能化期货指数	652.35	651.28	655.41	651.2	653.41	-2.13	-0.33
钢铁期货指数	1460.34	1459.07	1474.76	1452.64	1462.02	-2.95	-0.2
建材期货指数	1118.64	1117.03	1125.65	1115	1120.12	-3.09	-0.28

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(7月23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	919.02	925.87	918.41	920.48	1.09	923.06
易盛农基指数	1204.97	1208.68	1198.99	1200.62	-3.61	1205.98