

风险资产拉警报 避险资产哪家强

□本报记者 马爽



新华社图片 合成/刘海洋

欧美市场上空阴霾密布

8月14日，欧美金融市场上空阴霾密布。不仅英、法、德三个欧洲主要国家股指普跌，美股也创下今年以来最大跌幅，而且美国2年期和10年期国债收益率曲线自2007年以来首次出现倒挂，另外英国、加拿大等也相继出现国债短长期限收益率曲线倒挂的现象。

“全球主要经济体国债飙涨，而不少国家股市集体杀跌，主要反映了三个问题。”广发期货分析师王荆杰表示，一是市场对经济衰退担忧加剧，例如欧元区部分经济数据表现疲软、美国2年期和10年期国债收益率曲线出现2007年以来的首次倒挂等，自上世纪80年代以来，每次美债收益率曲线倒挂后，全球经济几乎都会在或长或短时间后出现衰退，这也是市场担忧的主因；二是市场对全球央行降息预期升温，股市杀跌主要体现市场对全球经济预期较差，债市上行反映央行降息预期升温，历史上看，美联储降息周期内，股市不一定下行，但债市基本都会上行；三是市场风险偏好在下行，除经济因素外，宏观风险因素对市场风险偏好的影响也在逐渐放大。

从历史上看，美国2年期与10年期国债收益率曲线一旦倒挂，通常表明美国经济距离衰退期不远了。中期货金融组研究员姜沁回忆称，如1998年5月美债收益率曲线倒挂之后，就伴随着亚洲金融危机；2005年12月时则对应于美国次贷危机；“美债收益率曲线倒挂的预警功能致使全球风险资产偏

好下移，资产配置向避险资产集中”。

事实上，在此之前，全球主要经济体的国债都已出现持续大涨，同时股市出现调整。“‘债涨股跌’基本反映市场对经济和贸易局势的全面悲观。另外，全球央行降息等宽松政策也是推升债市的重要力量。”方正中期期货宏观经济研究员李彦森表示。

避险资产各有所长

在以往全球避险情绪升温的背景下，哪些资产又会有不错的表现？

“从历史表现上来看，在全球避险情绪升温的背景下，贵金属、日元、国债通常会有相对不错的表现。”王荆杰表示，具体来看，贵金属具有抗通胀属性和避险属性，全球避险情绪升温时，投资者往往担忧未来经济情况恶化、信用货币受到冲击而通胀上升、社会发生动荡甚至战争，因此纷纷买入以抵御通胀或避险。日元也是一种不错的避险资产，一方面，日本长期的低利率环境导致日元成为国际套息交易的主要融资货币。在全球金融风险较低时，投资者融入日元资产，买国际高收益资产进行套利，而当全球金融风险爆发时，投资者卖出高收益资产，偿还日元资产，从而导致日元强势。另一方面，低利率环境限制了日央行进一步降息宽松的空间，日元贬值存在下限，相对较为安全。此外，国债也是不错的选择，由于国债的息票率是固定的，投资者能获得稳定的收益，同时又有政府信用背书，风险极小，因此国债也成为了一种不错的避险资产。

李彦森也表示，在避险情绪升温的背景下，商品中的贵金属尤其是黄金通常表现较好。另外，美债、日元、瑞郎等货币也有不错的表现。黄金通常被认为是较好的避险资产，主要还是全球共有的黄金文化以及黄金自身的物理属性所决定。美债作为避险资产，依赖于美国强大的国力和美国政府的信用。日元和瑞郎的避险属性分别来自于套息交易的融资货币属性和中立国的地位。从大类资产配置方面来看，姜沁表示：“在避险情绪升温背景下，资金一般会有四种选择：其一，降低权益资产配置并进入固收市场；其二，加大黄金、期货投资基金（CTA）等资产的配置，降低资产组合的波动率以及相关系数；其三，选择避险货币，如日元、瑞士法郎等；其四，利用衍生品构建波动率扩大策略。”

谁将成为“避险之王”

避险资产众多，在目前的情况下，哪些资产的表现会更胜一筹呢？

就目前情况来看，王荆杰表示，更看好贵金属资产表现。理由包括三方面：其一，目前全球经济有出现危机的可能性，就美国国债而言，尽管有美国财政部信用背书，但目前来看，其规模已处于历史高位，且美国财政部在不断提高其债务上限，因此如果未来包括美国在内的全球经济体均陷入衰退，甚至发生经济金融危机，那么美债潜在风险将不容忽视；其二，日元的避险属性是相对的，在局部危机的情况下，日元及日元资产具有较好的避险属性，但在全球性金融危机来临

时，以日元计价的资产也会出现暴跌，而从目前情况看，全球经济已出现全局性衰退迹象，不排除未来危机范围和力度进一步扩大；其三，看好贵金属后续表现，首先黄金、白银是货币背后的货币，也是全球信用货币的背书，在全球性危机来临时，其能够成为各国央行稳定货币信用的有力工具，这点从最近各主要新兴国家央行增持黄金的行动上就可以看出，另外当前全球资产的实际回报率呈下降趋势，美债实际收益率徘徊在零值附近，黄金作为零息资产，兼具避险和抗通胀功能，此时配置的价值凸显。

李彦森也表示，就目前情况来看，未来黄金仍会有继续表现的机会。除了全球经济前景面临较高不确定性之外，宏观事件扰动影响仍存，预计两者对黄金的利多影响将持续。另外，预计更多经济体将会加入到降息潮流中，全球负利率债券的数量增长也令作为零息资产的黄金的相对价值上升。因此，长期来看，黄金作为传统避险资产仍有上涨空间。

然而，在姜沁看来，首次美债收益率曲线倒挂未必代表权益资产迅速转向颓势。统计1990年3月、1998年5月、2002年2月、2005年12月四次倒挂之后权益资产表现，倒挂后首周，恒生指数、日经225指数、标普500指数出现下跌行情的概率多于上涨行情，但在倒挂之后的3个月，权益指数涨跌互现，反映该事件扰动偏短期。中期来看，市场仍会根据企业业绩、宏观指标、资金流向进行博弈，期间固收市场胜率更高，但未必代表权益市场没有结构性机会。

中金公司固收研究团队指出，今年第三至四季度的经济增速继续放缓的可能性在上升，实施政策逆周期调节的必要性加大，尤其是财政政策下半年发力空间有限，货币政策的保驾护航作用显得更为关键。该机构预计货币政策在四季度或有明显调整，可能会推出包括降息和降准在内的一系列逆周期调节措施。

刘郁进一步预测，9月或10月货币政策或有所动作，但仍将以定向宽松为主。

中期也有空间，后续仍易松难紧。值得注意的是，7月份新增信贷、社融规模和M2增速等主要金融数据均不及先前市场预期，反映出当前微观主体投融资需求不足、地产融资政策收紧及信用分层等多种因素的影响。当月工业生产、消费乃至投资等主要经济数据的表现也或多或少不及市场预期。经济金融形势的变化考虑政策定力，而外部风险因素反复变化，给经济前景增添了不确定性，同时对市场预期造成冲击，从逆周期调节的角度看，后续灵活微调货币政

构多持观望态度，卖盘主要来自非银机构。此后，随着央行开展逆回购操作和超额续做到期MLF的消息传出，资金面由紧转松，隔夜资金需求迅速得到满足，成交利率也回落到加权价附近，但午后资金面再次收紧，临近尾盘才略有好转。

前述分析人士表示，税期因素的影响预计还会持续一两日，央行公开市场投放操作可能还没结束。之后随着税期高峰过去，资金面恢复常态，预计央行将适时暂停公开市场操作。预计货币市场流动性总量将保持合理充裕状态，月内资金面出现大幅收紧的可能性已很小。

货币政策将加大微调

近段时间央行流动性操作，给市场留下了政策保持定力的印象。重要会议关于货币政策的表述与之前相比没有明显变化，二季度货币政策报告继续提到“闸门”等字眼，重申不搞“大水漫灌”，美联储降息后央行没有明确表态，亦显示政策定力较足。

分析人士认为，货币政策短期有定力，

记者观察

金银比和金价同触拐点有何玄机

□本报记者 张利静

黄金上涨、原油下跌的分化趋势仍在进行时。截至8月15日，国际黄金期货及布伦特原油期货价格分别交投于1523美元/盎司和59美元/桶附近。8月份以来，COMEX黄金期货主力合约上涨了6.82%，而同期布伦特原油期货主力合约下跌了7.63%。

不过，这一次背后推手又出现了新的因素，8月14日晚上，关键指标美国2年期和10年期国债收益率自2007年以来首度出现倒挂，被市场解读为美国经济衰退在即，由此，金价在高位强势调整，原油期货大跌，金油比进一步走阔。

通常情况下，由于黄金和原油都是美元计价，所以二者多呈现同向波动状态，即便有短暂背离但也能很快回归。但这一次，从2019年5月份开始，二者的背离已经持续了三个多月时间，且背离幅度越来越大。

所谓金油比，就是用每盎司的黄金价格比上每桶原油价格所得的比值，是国际上用来观察黄金、原油关系，从而预测全球风险结构变化的重要前瞻指标。据研究人士观察，这一比值一般在16附近，低于16说明黄金价格被低估，原油价格被高估；高于16则说明黄金更加受投资者青睐。目前这一比值在26。

金油比每次站上25到30高位攀升之际，通常都伴随“不寻常”事情的发生。全球投资者的避险心态是推动金油比上升的主要诱因。

美国国债收益率出现倒挂之后，市场对美国经济放缓的担忧进一步加剧，与此同时，英国、加拿大等国金融市场同样出现长短期国债收益率曲线倒挂，且其经济表现不及美国，因此在黄金走升的同时美元也受到支撑。结合最近黄金涨、美股下跌的表现，不难看出，市场担忧情绪正向美国传导。市场对美国经济系统性风险的担忧并非空穴来风。去年年底以来，全球股市经历了两轮下跌行情，在这一过程中美股跌幅大于新兴市场。

短期而言，美国市场的降息预期正在逐步增强。与以往不同的是，美联储在这一过程中的地位是被动的，其对市场利率预期的主动管理地位已经大打折扣。这或许正是市场担忧的新一轮风险。

由此不难理解近期市场不断追逐避险资产的逻辑：市场对美国经济衰弱乃至全球经济存在担忧，在此背景下全球货币体系稳定性受到挑战也令市场更加忧虑。

值得注意的是，另一个重要信号——金银比也或预示全球经济面临衰退压力。今年6月份，一度冲高至90倍上方，目前依然维持高位。从历史经验来看，金银比的攀升，一般伴随全球经济衰退、美股恐慌指数上升。去年以来，金银比频繁向高位试探，在某种程度上暗示经济衰退的压力。

需求疲软 铜价承压趋势不变

□本报记者 张枕河

今年4月17日以来，LME铜期价从每吨6608.5美元一路下行至目前的每吨5726.5美元，累计下跌13.3%。市场分析师指出，从目前看，随着全球经济衰退预期升温，相关需求可能较为疲软，铜价承压趋势不变。

基本面支撑不足

市场人士指出，从目前看铜基本面支撑不足。高盛分析师指出，10年期与2年期美债出现自金融危机以来首次倒挂，全球避险情绪重燃。如果这种趋势持续可能会影响相关需求，导致铜等基本金属价格走软。

华创证券有色板块分析师任志强指出，美联储降息周期与铜价的直接关系较为模糊。通过对比1983年以来美联储进行的四轮降息周期，发现铜价在降息期间涨跌不一。在前两轮降息周期中表现为铜价的弱势上涨，后两轮降息周期则因为全球金融危机同时导致铜价大跌。2002年以前美国1年期国债利率与铜价具有一定程度的正相关性。究其原因，电解铜因其用途主要存在于终端消费端，而非前期生产建设端。从国内因素看，近期国内进入消费淡季，全球库存逐步累积，因此短期内铜价在基本面方面依然维持震荡走势。

方正中期期货分析师刘崇娜指出，2年期与10年期美债收益率自2007年以来首次倒挂，引发市场对美国经济将步入衰退的担忧，或对需求预期产生影响。从国内铜市场看，目前铜矿供给支撑不断强化，根据目前已公布二季度报告的13家矿企数据来看，上半年铜矿产量同比下滑5.36%至523.66万吨。废六类铜前三批进口批文共获批36.39金属吨，废铜供应充足，对铜价影响较小。下游消费边际有改善迹象，但整体仍疲软。因此在宏观偏空，全球铜市仍处于供需紧平衡状态下，铜价上行乏力。

目前仍难言底部

业内人士指出，目前铜仍难言底部。华泰期货分析师付志文指出，铜市消息面上仅铜矿供应紧张支撑铜价，供需双弱背景下，市场利多消息不足，铜价难以形成有效上涨趋势。信达期货分析师陈敏华指出，当前下游需求清淡，市场整体较弱。阶段性反弹无力，且弱需求导致铜价承压，受宏观利空影响，铜价走势较弱。操作上建议以观望为主，前期抄底资金可获利减仓。

弘业期货分析师张天鹰指出，经过前些年的产量暴增后，2017年-2018年国内铜铝产量基本保持平稳。2019年1-5月国内铜材产量同比保持上升10%以上，铜供给仍然较为宽松。6月精炼铜产量大增，达到年内新高，铜供应保持充裕。从数据看，3月伦沪铜库存均大增。4月沪铜库存持续下降，库存已较去年同期更低，而伦铜库存不断上升。近5周伦铜库存暴增压制铜价，本周铜价大跌，伦铜库存下降，沪铜库存略升，整体保持平稳，现货端对铜价支撑不足。