

尴尬的“紧缩退潮期”

大类资产谁能脱颖而出

□本报记者 张枕河

北京时间5月23日凌晨，美联储公布了4月议息会议纪要。从最新的美联储会议纪要中，市场仍难以找到清晰的政策路径。唯一较为肯定的是，尽管未来加息可能性仍存在，但也将明显放缓，一年数次的连续加息概率已大为降低。

对于投资者而言，美联储不论是进入加息周期或是降息周期都容易应对，难就难在从结束加息（或放缓加息）到开始降息这段“紧缩退潮期”。在这段相对尴尬且令市场迷惘的时期，大类资产中谁能脱颖而出，从中受益？谁又可能会受到较大的负面冲击？

难捱的“紧缩退潮期”

在去年的多数时间，市场人士还在为今年美联储将加息3次还是4次而争论，但从今年2月份开始，市场预计美联储今年不仅不会加息，甚至可能降息。

投资者试图从美联储最近公布的会议纪要中寻找更多线索。然而，美联储想表达的仅仅是近期维持政策不变的意愿。

会议纪要显示，“在美国经济保持温和增长的环境下，即使全球经济和金融状况持续改善，美联储委员仍认为应当对调整货币政策保持耐心。”保持耐心的做法可能就是在“一段时间内”保持货币政策不变，这进一步表明美联储决策者认为近期没有必要加息或降息。

摩根士丹利全球首席经济学家Chetan Ahya指出，美联储年内不太可能降息。此外，通胀和金融稳定风险上升都不会让美联储出手重启紧缩。瑞银财富管理也在最新报告中预计，美联储到2020年都将维持货币政策不变。

业内人士指出，对于投资者而言，美联储放宽或是收紧货币政策，都能催生出对于各类资产的投资逻辑，但难就难在从停止或是放缓紧缩到重新走入宽松的这段“紧缩退潮期”，而目前各种迹象越来



越像该阶段。

从历史数据看，多数时期，“紧缩退潮期”开始的时间与美联储停止加息的阶段大体是重合的。但值得关注的是，个别时期，“紧缩退潮期”可能提前开始，即加息周期尚未结束时，降息预期已经四起，这与当前的情形最为类似。

中金海外策略与资产配置分析师刘刚指出，尽管“散点图”依然预计美联储2020年还有一次加息，但投资者已经产生了美联储本轮加息周期停止的预期，CME利率期货揭示的2019年末美联储降息的概率更是上升到近70%，“紧缩退潮期”的特征日益明显。

大类资产谁更胜一筹

比货币政策本身更受人关注的是各类资产将受到什么影响，将有何表现。

刘刚团队日前梳理了1980年以来美联储7轮较长且完整的加息/降息周期中加息末期到降息初期的宏观经济背景以及大类

资产和板块风格表现特征，发现即便不同阶段宏观经济和市场环境迥异，资产价格表现仍有一些共性和规律可循。

总体来看，大类资产在这一时期的排序均为股票好于债券，债券好于大宗商品，呈现出较为明显的风险偏好特征，仅2000年科技股泡沫时是个例外。

具体而言，在这一阶段，股市多数上涨，发达市场股市整体好于新兴市场股市，成长股好于价值股；利率则开始下行，出现收益率曲线倒挂。从背后的原因看，虽然这一阶段经济增长多数情况下已经开始出现动能放缓的迹象，但还没差到需要开启降息甚至陷入衰退的阶段，而美联储的紧缩政策已经开始逐渐退出甚至结束，因此风险资产反而有不错的表现。

高盛也持相似的观点。高盛回顾了美联储过去四次加息周期结束的年头（1989年、1995年、2000年和2006年），发现美联储结束加息后一年，美国股市往往表现相对良好，其中唯一的例外是2000年，当时科网泡

沫破裂，美股急剧下跌。债市表现却逊于股市，在上述几个加息周期结束后，美国10年期美债收益率往往强势反弹，高盛将这一切的根源归结于美联储在结束加息后并未降息，反而将利率维持在高位。

分化特征料凸显

对于债券和商品投资者而言，这一阶段就没有投资机会了吗？业内人士认为并不尽然。

首先在此阶段，美元大幅走强的概率并不高，很可能维持较为稳定的走势，因此和美元相关性较高的商品仍具有投资价值，例如黄金、原油。特别是原油，由于减产协议大概率仍将持续，全球原油供应今年仍将处于可控趋紧的状态。

中金数据也显示，尽管在“紧缩退潮”阶段大宗商品跌多涨少，在大类资产中表现落后，但其中也呈现出较为明显的分化。表现从好到差依次是原油、贵金属、工业金属、农产品。其中原油和贵金属与美元的“跷跷板”效应更强，如果强美元格局的动力减弱，这些商品表现将强于其它商品。

其次，美元不再大幅走强也有利于新兴市场货币，但其中也将呈现出明显的分化特征。一些基本面较为健康的经济体货币，例如人民币中长期前景仍受到不少业内机构看好。汇丰银行预计，尽管人民币短线出现波动，但不会持续疲软。汇丰维持此前美元兑人民币汇率的年终预测为6.75不变。摩根士丹利和高盛也持类似观点，认为人民币中长期将保持稳定。

东方金诚首席宏观分析师王青表示，目前国内经济增长韧性明显，基本面继续对人民币汇率形成有效支撑。经历短期较快下行后，人民币汇率有望重返双向波动格局。花旗分析师曾庆瑞表示，近年来强势升值的美元，在加息循环终止后，中长线将面临贬值压力。特别是美国经济增长可能在第二季度达到顶点，随后可能面临经济趋缓压力。他今年相对看好欧元与人民币表现。

高盛也持相似的观点。高盛回顾了美联储过去四次加息周期结束的年头（1989年、1995年、2000年和2006年），发现美联储结束加息后一年，美国股市往往表现相对良好，其中唯一的例外是2000年，当时科网泡

沫破裂，美股急剧下跌。债市表现却逊于股市，在上述几个加息周期结束后，美国10年期美债收益率往往强势反弹，高盛将这一切的根源归结于美联储在结束加息后并未降息，反而将利率维持在高位。

一些同样的表达甚至被“鸽派”和“鹰派”做了完全相反的解读。例如，纪要显示，少数与会委员警告，美国目前存在通胀风险，可能需要加息。“鸽派”认为，仅有少数委员还认为，美联储还需要加息，而多数委员可能站在对立面。“鹰派”却认为，美联储加息还是有不少支持的，何况纪要中只字未提降息表达。

此外，在过去的几次会议中，不少委员都对全球经济表现相反，美国房地产业、零售销售以及制造业生产等重要指标却并不向好。全美地产经纪商协会(NAR)最新发布的统计数据显示，今年4月美国成屋销售年化总数为519万户，逊于预期的535万户和3月前值521万户，继续从今年2月所创的11个月最高水平回落。此外，美国4月份零售销售额经季节因素调整后环比下降0.2%；4月份，在工业产值中占比最大的制造业产值环比下降0.5%。

经济数据前景不明，也决定了美联储货币政策在近期将保持观望，加息和降息可能都是小概率事件。

究竟为何美联储被市

央行收手了 短期资金面已无忧

□本报记者 张勤峰

在连续开展了两天的逆回购操作之后，5月23日，央行收手了。央行公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。当日无央行逆回购，市场资金面恢复平稳偏松格局，短期货币市场利率继续走低。市场人士指出，月度税期扰动基本消退，在后续财政支出的支持下，预计资金面将可保持平稳偏松的态势。

央行停做逆回购

5月23日，央行暂停了逆回购操作，因无央行逆回购到期而实现零投放零回笼。央行公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。当日无央行逆回购，市场资金面恢复平稳偏松格局，短期货币市场利率继续走低。市场人士指出，月度税期扰动基本消退，在后续财政支出的支持下，预计资金面将可保持平稳偏松的态势。

央行停做逆回购在之前已显露端倪。5月21日，为对冲税期高峰的影响，央行重启逆回购操作，当天交易量达到800亿元；5月22日，央行继续开展逆回购操作，但交易量缩减至200亿元。与此同时，据市场人士反映，周初受财政收入影响，资金面略显紧张，而这一现象从22日开始已大为减轻。

23日，货币市场利率波动趋缓，短期利率大多继续回落。银行间债券回购市场上，DR001跌4bp至2.58%，DR007跌6bp至2.62%，稍长期限的DR014和DR021分别下跌5bp、2bp，两个月品种则小涨2bp至2.98%。稍早前公布的Shibor亦呈现短降长升的局面，其中，隔夜Shibor报2.58%，跌34bp；7天Shibor报2.65%，跌4bp；3个月Shibor报2.90%，跌0.2bp；9个月Shibor报3.06%，涨0.3bp。

某农信社交易员告诉记者，23日上午，银行间市

场资金面表现平衡，午后

较为宽松，机构融出意愿较强，各期限回购利率均有所下行。

税期扰动已消退

与4月份相比，5月份流动性运行面临的扰动相对少一些，加之当前月度税期已过，市场资金面继续保持平稳偏松格局的概率较大。在诸多影响因素中，财政收税对5月份流动性供求的影响相对较大。此前税务部门通知显示，2019年5月份增值税、消费税、企业所得税、资源税、个人所得税等申报纳税期限顺延4个工作日至5月21日。从以往经验来看，每月申报纳税截止日及其前后一两日是当月税期高峰，也是税期因素对流动性影响最大的时候。当前税期因素影响已基本消退。

接下来，政府债券发行缴款、外汇因素、财政支出可能成为短期流动性的主要影响因素。首先，进入二季度，地方债发行明显放缓，但国债仍保持稳定的供给节奏。其次，近期人民币汇率波动加大，但从已有数据来看，外汇流出的现象还不明显。最后，临近月底，财政支出有望增多，将形成一定的流动性供给。

从央行公告信息来看，目前银行体系流动性总量仍合理充裕，得益于后续财政支出，流动性总量预计大概率继续保持合理充裕甚至有所增多，资金面保持平稳偏松格局的概率较大。

不过，分析人士表示，在外汇波动加大的情况下，央行货币政策再度面临平衡外部均衡与内部均衡的问题，对货币宽松形成一定的掣肘，当前不宜对货币市场利率回落空间期望过高。

坐拥两利好 “铜博士”或卷土重来

□本报记者 张利静

紧要指标值得关注，一个是铜精矿加工费TC的下跌，另一个是铜市场的库存变化。“一旦宏观扰动消散，市场情绪企稳，这两因素随时有可能为铜市带来大行情。”

“持续下降的铜精矿TC令市场对铜矿供应的担忧持续强化。”招商证券研究指出，近期有市场人士称60美元/吨以下的价格也已经出现。此前市场普遍预期TC难以跌破60美元/吨，预计在主流TC价格跌破60美元之前，该因素对铜价支撑幅度有限。但如若跌破，则有望大幅提振看多铜价的信心。目前，TC正在持续逼近这一市场心理防线。

此外，随着精铜、废铜价差持续收窄，精铜对废铜的替代程度明显提升。招商证券研究认为，考虑到当前处于冶炼厂集中检修的高峰，预计精铜去库存速度有望加快，推荐关注铜矿资源中优势标的。

等待宏观扰动减弱

在消费端变化不大的情况下，业内人士指出，近期铜市库存去化背后，主要考虑供应端变化。

业内人士指出，眼下，铜市有两个

稳定，但由于进入5月后下游聚酯企业检修安排增多，聚酯工厂以及江浙织机开工较前一期均有下降，同时聚酯市场产销整体表现仍旧平淡，终端市场需求暂无起色。

仍具做多价值

美国能源信息署(EIA)数据显示，5月17日当周，EIA原油库存增至2017年7月以来最高水平。中西部原油库存增至2017年11月份以来新高。库欣原油库存创2017年12月份以来新高。墨西哥湾沿岸原油库存创2017年7月份以来新高。中西部原油库存降至2014年以来同期新低。

华泰期货分析师潘翔认为，EIA预增增幅超预期，美国原油库存5月份之后反季节性累库，绝对水平已经超过5年均值水平。近期EIA库存反常的原因主要在于产

量持续增加+炼厂开工不及预期、加工量

增长缓慢、且近期出口量也开始下降，美国自身的原油平衡表有所恶化。此外，成品油库存也出现增加，让市场担忧终端消费是否也受到拖累，炼厂加工量增长不及预期是拖累美国基本面的主要因素。

李彦杰认为，虽然下游聚酯企业停产后检修增多、终端市场需求持续疲弱使得PTA缺乏足够的利多因素，然而上游PX装置的减产预期将使PTA的成本端支撑有望企稳，预计近期PTA将震荡调整运行。

信达期货研报指出，在下游拖累导致价格下跌的风险释放完毕后，PTA仍具有做多价值，低库存和深贴水是做多安全边际。短期而言，PTA和下游利润分配的矛盾仍未完全解决，现货端面临继续回调压力。

PTA期货主力持仓重上170万手

□本报记者 王朱莹

国内水果和化品冰火两重天。5月23日，在红枣期货主力1912合约大涨2.22%之际，PTA主力1909合约大跌3.42%，盘中最低点探至5352元/吨，在PTA主力连续合约中，创一年多新低，但低位持仓量却呈现增加态势，突破170万手，突破170万手。

分析人士认为，上游PX装置的减产预期将使PTA的成本端支撑有望企稳，预计近期PTA将震荡调整运行。

低位持仓增加

5月23日，PTA期货主力1909合约下跌190元/吨，收报5364元/吨。持仓量却增加了3.72万手至170.75万手，创2017年9月中旬以来新高，显示低位有多头介入。

从基本面来看，中信建投期货数据显示，近期国内PTA装置暂无新的检修安排，国内PTA装置综合开工率近期稳定在83.7%；下游聚酯企业生产维持稳定，聚酯工厂开工负荷为87.57%，江浙织机综合开工率为76%，聚酯市场产销较前一日稍有回暖，涤纶长丝产销率为90%，短纤产销率为40%—120%，聚酯切片产销率为20%—80%。

中信建投期货分析师李彦杰指出，近期国内没有新的PTA装置检修安排，而前期检修的宁波台化装置已重启，四川冕宁新投产装置氧化单元已出料，后期PTA供给将进一步增加；近几日下游聚酯工厂开工基本维持

中国期货市场监控中心商品指数(5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	85.51	85.74	85.74	85.51	-0.23	-0.27	
商品期货指数	1013.49	1007.8	1015.94	1007.56	1014.64	-6.83	-0.67
农产品期货指数	840.75	837.27	846.24</td				