

美联储预防式降息预期升温 大类资产配置或转向“降息交易”



2024年以来 海外主要资产表现一览	
简称	区间涨跌幅 (%)
日经225指数	25.01
纳斯达克指数	22.77
COMEX铜连续	17.97
标普500指数	16.92
COMEX黄金连续	13.92
NYMEX原油连续	13.62
ICE布油连续	9.89
德国DAX指数	8.86
韩国综合指数	8.01
英国富时100指数	5.26
道琼斯工业指数	4.25
美元指数	3.67
法国CAC40指数	-0.46

数据来源/Wind;
截至北京时间7月10日

视觉中国图片 制表/周璐璐

海内外积极因素聚集 中国资产吸引力提升

● 本报记者 周璐璐

海内外积极因素持续汇聚背景下,中国资产的吸引力正稳步提升。机构人士称,一方面,海外降息潮已开启,美联储年内降息是大概率事件,海外流动性转向宽松的趋势更加明显;另一方面,一系列政策呵护下,中国经济基本面回升向好,再加上市场估值处在历史底部,中国资产做多窗口值得关注。

外围流动性趋于宽松

今年上半年,海外多个央行相继宣布降息,开启宽松货币政策。在机构人士看来,海外降息潮已开启,美联储年内降息是大概率事件,中国资产未来将迎来趋于宽松的外围环境。

今年3月份,瑞士央行意外宣布降息,打响了海外发达经济体央行降息的“第一枪”。此后,瑞典央行、墨西哥央行、加拿大央行、欧洲央行等多个央行宣布降息。市场普遍预计,英国央行将在8月降息,而市场最为关注的美联储将于9月降息的预期持续升温。

海外降息潮对中国资产有何影响?

华西证券宏观联席首席分析师肖金川表示,全球新一轮货币宽松周期开启,有助于打开国内货币政策的外部约束。对我国而言,中国人民银行行长潘功胜在年初提到的“2024年发达经济体货币政策的外溢性将朝着压力减小的方向发展,中美货币政策周期差处于收敛,这样一种外部环境变化,客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性,拓展货币政策操作的空间”,正在逐渐从预期成为现实。

华龙证券策略分析师朱金认为,美联储降息预期增强,中美利差倒挂带来的汇率贬值压力缓解,人民币汇率边际企稳,外资流入的持续性或将有所增强。

中国资产基本面向好

就中国资产自身而言,基本面向好成为业内共识。

首先,中国经济内在韧性强劲。中信证券首席经济学家明明表示,2024年以来宏观经济呈现出内生动能结构及增长极转换,这一过程预计在2024年下半年持续。巴克莱日前发布报告将2024年中国GDP增长预期从此前的4.4%上调为5%,主要支撑因素是中国强于预期的一季度经济数据。世界银行也在近期发布的报告中提高了对中国经济增速的预期,预计2024年中国GDP增速为4.8%,较2023年12月的预测上调了0.3个百分点。

其次,股东增持和公司回购将提振市场信心。中信建投证券首席策略官陈果表示,2024年上半年上市公司回购金额超过1300亿元,已经超过去年全年。同时,上市公司重要股东由去年全年净减持超3200亿元转为上半年的净增持3亿元,对市场资金面消耗大幅下降。此外,随着政策对现金分红的鼓励支持,今年A股现金分红也有望改善。

最后,低估值具有吸引力。景顺亚太区(日本除外)全球市场策略师赵耀庭表示,中国股市的估值非常具有吸引力。随着盈利重新加速增长,预计未来外国投资者会更有信心。

外资唱多又做多

今年以来,外资机构不仅唱多中国资产,更是用真金白银做多中国资产。

高盛研究部首席中国股票策略师刘劲津近期发布报告,上调MSCI中国指数以及沪深300指数12个月的目标位至4100点,并对A股维持“高配”评级。摩根大通首席亚洲及中国股票策略师刘鸣镛认为,中国经济复苏的迹象较为明显,这利好A股、港股的公司业绩表现,进一步支撑股票估值。

4月初,彭博社援引汇丰控股最新数据表示,超过90%的新兴市场基金正在增持中国股市,同时减少对印度的投资。例如,Lazard资产管理、宏利投资管理和Candriam Belgium NV正在将投资方向从印度市场转向中国市场。“当前中国股市估值相对较低,我们对中国市场的投资理由增多。”Lazard新兴市场主管James Donald表示。宏利投资多资产解决方案首席投资官Nathan Thooft表示:“对于中国市场,我们在未来12个月内将看到更加优秀的经济环境和更加积极的投资情绪。”

根据美国证券交易委员会(SEC)披露的13F文件,已有不少华尔街大佬在今年一季度选择加仓中概股。例如,亿万富翁投资人David Tepper旗下对冲基金Appaloosa Management在今年第一季度加仓阿里巴巴690万股,与上一季度末相比,持股数量增长158.62%。除阿里巴巴外,该基金一季度还增持了拼多多和百度,建仓京东和两只在美国上市的中国股票ETF。电影《大空头》原型迈克尔·伯里旗下对冲基金Scion Asset Management在今年第一季度加仓京东和阿里巴巴,增持数量分别为16万股、5万股。截至一季度末,京东和阿里巴巴在该基金投资组合中的占比分别为9.53%、8.74%,分别为其第一大重仓股和第二大重仓股。

当地时间7月9日,美联储主席鲍威尔出席美国国会听证会时发表的“鸽派”论调,令市场对美联储降息预期升温。机构人士称,美国就业市场降温 and 通胀水平回落将触发预防性降息,美联储有望在今年9月启动降息。从交易逻辑角度看,机构人士认为,大类资产将逐步反映降息预期从“折返跑”转向“兑现”,“降息交易”主线或逐渐清晰。

● 本报记者 周璐璐

当地时间7月9日,鲍威尔在美国参议院银行委员会发表了半年度货币政策证词。鲍威尔对美国通胀和就业市场发表的相关言论被市场解读为“鸽派”。

鲍威尔表示,在对美国通胀持续朝着2%目标迈进有更大信心之前,预计下调联邦基金利率的目标区间是不合适的。今年一季度数据并未增强这种信心,而最近的通胀数据显示出降通胀的一些进展,良好的数据表现也增强了其对于通胀正持续向2%迈进的信心。

鲍威尔强调,鉴于过去两年在降低美国通胀和劳动力市场降温方面取得的进展,通胀上升并不是当前面临的唯一风险。过早或过多减少政策约束可能会拖延甚至逆转在通胀方面取得的进展,过晚或过少减少政策约束可能会过度削弱经济活动和就业。对于货币政策的调整,鲍威尔称,

尽管鲍威尔在证词中并未明确透露有关货币政策调整的细节,但市场押注美联储将在9月降息。

据芝商所(CME)披露数据,7月1日至7月9日,10年期美债期货的未平仓合约数量在每个交易日都有所上升,期间合计增加了约159000份合约。其中,9月到期的10年期国债期货的未平仓合约已升至近450万份,为当前合约周期中数量最高的。

摩根大通资产管理公司固定收益部门执行董事凯尔西贝罗(Kelsey Berro)表示:“债券市场的提前调仓布局,一定程度上给美联储开了‘绿灯’,让他们可以调整政策。”

中国银河证券首席经济学家、研究院院长章俊认为,对于美联储来说,在二季度通胀数据回落、失业率已经超过其在经济展望中4.0%预测的

在当前的降息预期下,大类资产配置逻辑有何变化?在机构人士看来,降息交易主线或逐渐清晰。

“上半年海外资产表现的宏观关键词是‘折返跑’,交易主线在‘降息交易→通胀交易’中反复。”广发证券首席经济学家郭磊表示,“现实摇摆”是“预期摇摆”的基础条件,大类资产的“折返跑”源于降息预期的“折返跑”,而后者又源于美国经济、通胀数据的“折返跑”。市场多次提前博弈是“预期摇摆”的放大器。

对于未来的资产配置逻辑,郭磊认为,海外资产将逐步反映降息预期从“折返跑”到“兑现”。郭磊进一步表示,市场在适应上半年的数据摇摆后,降息预期将进入“确认期”。以美联储降息兑现的时点作为分界,首次降息前,大类资产胜率占优的将是美债、黄金以及科技成长股;降息落地后,市场将转向“二次通胀”交易,以铜为代表的有色、顺周期品种将占优。

“降息交易或迎关键窗口期,美债、黄金胜率更高。”中金公司分析师李昭坦言。其认为,如果降息交易重回市场主线,将对全球股、债、商品、外汇等各类资产均形成利好。分资产类别来看,降息预期升温首先利好美债;黄金在历次降息周期中也具有较高的涨幅和上涨概率,当前黄金没有明显透支降息预期,上涨行情尚未结束;降息交易同样利好股票、商品等风险资产,但从估值角度,股票相对债券估值偏高,铜油当前涨幅也与供需基本面存在较大分化。

美联储将继续在逐次会议上作出决定。

东吴证券首席经济学家陈李表示,就业降温是让美联储降息的“前菜”,通胀才是“主菜”。虽然日前公布的美国6月份新增非农就业人数在下降,但是从薪资的角度来看,回落速度似乎是“平平无奇”。对于美联储来说,相较于就业,美联储需要的是通胀跟就业一起“双管齐下”。

有着“新美联储通讯社”之称的Nick Timiraos认为,鲍威尔对劳动力市场前景的措辞出现了微妙却重要的转变,暗示美联储离降息更进一步。

据悉,美国6月份失业率升至4.1%。业内人士称,失业率不仅仅反映失业人数的变化,还反映了劳动者的就业意愿和对劳动力市场的满意度,因此在失业率持续攀升的时候,美联储将不得不考虑尽快降息降低失业率。

情况下,9月进行首次降息的窗口已然打开,而四季度能否出现第二次降息可能取决于就业市场的降温程度。

“我们认为本轮降息或于9月开启,降息路径更类似于1995年和2009年的两次预防式降息,即降息次数和幅度均有限,首轮降息开始时宽松交易即结束。”平安证券首席策略分析师魏伟表示。

广发证券资深宏观分析师陈嘉荔也认为,美国就业市场降温 and 通胀水平回落将触发预防性降息。美联储可能在9月启动降息,全年降息2次。陈嘉荔表示,展望来看,一方面,美国就业市场在韧性中放缓,失业率可能还会继续小幅回升,但不至失控,美联储可能的预防性降息亦将提高经济软着陆的概率。另一方面,美国通胀继续回落仍是大概率,本轮通胀虽然黏性较大,但趋势上仍整体震荡下行。

魏伟表示,6月非农数据发布后,“降息交易”主线再度显现。在美联储将于9月降息的预期下,需注重降息前后资产配置节奏。中期来看,在降息前仍可逢高配置美债,但短期内或较难有回报。美股全年维度来看并不悲观,短期或受经济数据波动带来的降息“折返跑”而出现较强震荡,建议回调充分后可再介入;降息前科技龙头及上游资源品仍有机会,降息后经济修复下,周期股或出现较好表现。

继续“抢跑”降息预期

金价调整或为良好买入窗口

● 本报记者 马爽

2023年12月的美联储议息会议中,美联储主席鲍威尔表态2024年的货币政策将边际宽松,此后市场进一步交易美联储降息预期逻辑。同时,以国际黄金为代表的贵金属价格也节节攀升。

业内人士表示,本轮国际黄金价格上涨主要是受美联储货币政策预期驱动。虽然降息预期一再推迟,但美联储迈向降息的大方向是确定的,市场仍会继续“抢跑”降息预期。此外,考虑到大选,美国政府仍会不断提高资本开支以保持经济高速增长,而历史经验表明,黄金价格与美国财政赤字之间存在良好的同步性,预计后市金价仍存上涨空间。

短期跟随降息预期摇摆而波动

Wind数据显示,伦敦现货黄金价格自2023年12月中旬创下阶段新低1972.6美元/盎司后,便开启震荡上行模式,今年3月更是加速上涨,并于5月20日创下历史新高2450.1美元/盎司。尽管期间出现多次调整,但整体仍处于高位,近期维持在2370美元/盎司附近运行。

“本轮国际黄金价格上涨主要是受美联储货币政策预期驱动。”五矿期货金融分析师蒋文斌表示,2023年12月的美联储议息会议中,鲍威尔提到美国联邦公开市场委员会(FOMC)与会者在会议中讨论了有关降息的问题,表示降息开始进入美联储票委的考虑范围。鲍威尔对于降息的表态驱动金价在去年12月走出第一轮显著上涨行情。2024年上半年,随着美国经济数据,特别是PMI及零售销售数据的走弱,市场进一步交易美联储降息的预期逻辑。不过,5月之后,美联储官员表态偏“鹰派”,降息预期有所回落。

铜冠金源期货研报认为,贵金属价格的短期波动会受美联储降息预期的摇摆而波动。虽然降息预期一再推迟,但美联储迈向降息的大方向是确定的,市场还会继续“抢跑”降息预期。此外,全球大选的不确定性,尤其是11月美国大选,都将加剧市场波动,提升市场避险需求。

中金公司分析师郭朝辉认为,美联储降息靴子落地可能是黄金市场的“分水岭”。而降息之前的政策转向期或是贵金属资产的价值彰显时刻,降息预期交易的利好可能延续。

美财政政策走向成重要影响因素

除了美联储货币政策变动预期因素,美国财政政策走向也是影响未来金价的重要因素。

“美国财政政策走向将对黄金价格形成重要影响。”蒋文斌表示,通过回顾美国财政政策走向以及黄金价格走势发现,美国财政赤字扩张对于中期黄金价格变动具有主导作用。

具体来看,蒋文斌介绍,2000年以来,美国财政赤字仅在2011年债务上限危机后得到明显控制,其余时间段均处于扩张态势。与此相对应的是,国际黄金价格也仅在2011年至2015年出现趋势性下跌行情。新冠疫情暴发后,美国政府推出前所未有的宽松财政政策,财政赤字出现大幅扩张,之后黄金价格迎来了上涨行情。

根据美国国会预算办公室(CBO)的预测,2024财年的财政赤字将达到1.92万亿美元。紫金天风期货贵金属研究员刘诗瑶表示,在当前充分就业的情况下,为了大选考虑,美国政府仍在不断提高资本开支以保持经济的高增长。

“美国货币超发不但会引发通胀问题,也会引起其他经济体对于美元信用货币体系的不信任。”刘诗瑶表示,历史经验表明,黄金价格与美国财政赤字之间存在良好的同步性,财政赤字的增加往往预示着黄金牛市的起点。

看好贵金属市场后市表现

尽管短期国际黄金价格出现一定的调整,但是多位业内人士仍表示看好其后市表现。

“下半年,贵金属价格将会由美联储货币政策以及美国财政政策主导。”蒋文斌认为,美联储政策宽松程度不及预期,货币政策驱动作用将有所减弱。不过,在美国政策利率维持高位的情况下,美债利息支出难以下降,同时必须支出削减空间较小,预计其财政赤字规模在2024年仍难以出现明显缩窄。策略方面,对贵金属市场维持看涨思路,重点关注白银市场的多头配置机会。

刘诗瑶认为,在美国经济实现充分就业的背景下,黄金的锚定因素为美国债务扩张的高度和经济增长的速度。因此,黄金的诸多表现看似脱离了传统的分析框架,即美元逻辑与利率逻辑,实则是新的宏观环境下与新的锚定挂钩。在经历前期集中上涨后,近期黄金价格上行动能有所减弱,但是潜在的短期驱动因素仍有两个:一是制造业恢复过程中带动大宗商品价格上涨,从而影响通胀预期的上行,特别是PMI在短暂回落后再度回到上升通道;二是如果劳动力市场和通胀数据表现无法给美联储首次降息提供更多积极信号。因此,在降息预期的多次折返中,金价的下跌将是良好的买入窗口。

铜冠金源期货研报也认为,在一次次美联储降息预期折返中,金价的下跌都是很好的买入窗口。对于白银而言,供需缺口扩大和库存存量为银价提供强有力的支撑,银价的高弹性或将在下半年再度凸显。