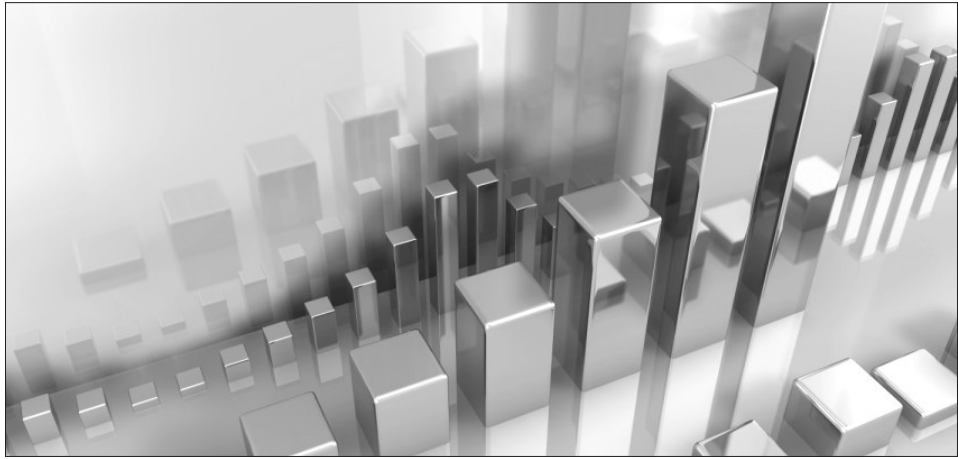


美联储加息恐近尾声 黄金阻力与支撑并存



深度分析

■ 周智诚

金价在高息环境中充满韧性

刚刚结束的美联储9月会议和6月会议一样,决定暂停加息,这可以看成是一个很“鸽”派的举动,但点阵图、美联储主席和多位委员的发言却很“鹰”派。

美联储9月会议传递了什么信号

9月会议继续重申去年6月声明新增的“坚决承诺”将让通胀率回落至2%这一目标,继续重申若有风险可能妨碍美联储达到通胀目标,如有需要美联储准备适当调整政策立场。会后公布的点阵图显示,提供利率预测的19名联储官员中,有12人预计今年年底政策利率将处于5.50%—5.75%,说明这12名官员都认为年底前还有一次加息。另外,美联储对明年的展望明显更为“鹰”派,6月的点阵图中,最高频的预期是明年利率水平为4.375%,而本次点阵图显示明年利率水平在4.875%—5.375%。

美联储主席鲍威尔重申,美联储坚决专注于国会赋予的双重使命,即维护物价和劳动力市场稳定。他认为美联储已经非常接近利率目标,在未来,美联储将继续逐次进行决策,如果合适,准备进一步提高利率。部分地方联储的行长同样表达了继续加息的想法。整体来看,要特别注意鲍威尔的发言中,美联储的职责就是维护物价稳定和劳动力市场稳定,即保持低通胀和低失业率,不包括维持经济增速;而美联储主席和各委员在加息上不松口,实际上就是目前的CPI和PCE通胀仍不符合美联储“2%附近”的理想通胀水平。要想达到理想的、合格的通胀水平,过早宣布停止加息显然非常不聪明,这就是当下美联储做出“鸽”派决定却坚决保留“鹰”派想法的原因。

高息状态引发了多少“黑天鹅”

疫情期间天量放水的美联储显然要为自己的不负责任付出代价。天量放水导致高通胀,控制高通胀必须激进加息,高息状态又对实体经济产生诸多副作用,现在美联储自己制造的“黑天鹅”已经一个又一个出现了。对高通胀非常不满的全美汽车工人正在扩大罢工规模,截至9月25日美国汽车工

人联合会对底特律三大汽车制造商的罢工进入第11天,罢工潮进一步扩大;通用和斯泰兰蒂斯旗下的38家零件配送中心加入罢工,目前罢工工厂总数已达41家。高盛首席经济学家Jan Hatzius领导的团队在报告中指出,持续的美国汽车工人联合会罢工导致汽车产量减少,每持续一周,美国GDP季度年化增长率就会减少0.05%—0.10%。

美国两党因为32万亿美元的债务上限在6月斗争了一番,但9月18日美国财政部宣布美国债务总额首次超过了33万亿美元,每个美国公民平均背负约9.7万亿美元的债务。据圣路易斯联储的数据,美国联邦政府的利息支付在今年二季度已经有史以来第一次超过9000亿美元,三季度可能达到1万亿美元以上。33万亿美元的债务规模意味着美国联邦债务利息支出将超过美国在国防和社会保障上的支出。美国国会预算办公室最新的预测显示,到2030年美国债务将达到50万亿美元,然后呈指数级增长,直到美元最终崩溃。日前美国两党分歧加剧,如果不能在9月30日之前通过临时拨款法案,那么美国政府在10月1日可能又要面临关门窘境。

截至9月9日,经季调后的美国银行存款总额暴跌700亿美元,降至5月以来的最低水平。9月初的一周大型银行的存款流出量超过500亿美元,为7月以来最高水平;小型银行的存款流出量超过150亿美元,为3月以来最高水平。美国的区域性银行危机已经爆发半年时间,但投资者和储户对美国小银行的信心并没有恢复。与此同时,8月美国货基流入量创下同期新高,达到1300亿美元;美国投资者对经济前景和高风险资产的怀疑,使得高收益率的货币基金再次成了“避难所”。货币基金的投资对象一般就是美国国债,在美联储激进升息之后,无风险的国债收益显然好过银行存款利息和不确定性很大的股市,但银行存款如此般流出,就仿佛银行天天失血。未来还会有没有银行坚持不住而倒下,将是美联储维持高息阶段的重大考验。

综合来看,高息状态引发的“黑天鹅”肯定不止三四个,但仅仅是罢工潮扩大、加重政府债务负担、加速银行存款流出和经济衰退预期从“轻度”向更严重变化,就已经让美国政府焦头烂额,美联储也

美联储9月议息会议维持利率不变,但暗示如果需要采取进一步措施抑制通胀,可能会再次加息。鲍威尔强调,美联储在评估即将公布的数据以及不断变化的前景和风险时将“谨慎行事”,这与他8月在怀俄明州杰克逊霍尔举行的美联储年度研讨会上的讲话相呼应。另外,美国国会仍在就支出法案进行谈判,但两党分歧巨大,如果美国国会议员不能就从10月1日开始的下一财年的支出法案达成一致,美国政府将在本周末关门。考虑到美国国债和美元的情况,本周多位分析师称金价未来仍有上涨的潜力。

不可能全身而退。有机构预测目前的高息状态将在2023年让美联储亏损1000亿美元以上,仅此就很难让美联储放心地长时间维持高息,2024年降息已经是市场共识。

金银未来还有多大的上行动力

金价在去年四季度触及1614美元/盎司的低点以来,至今年5月创历史新高,其间累计反弹超25%,目前的回撤其实非常有限。更应该引起注意的是,美元在全世界范围内的信任度下滑。9月18日,美国财政部公布的7月国际资本流动报告(TIC)显示,7月,海外总计持有的美债环比增加920亿美元,中国共持有美债8218亿美元,环比减少136亿美元。截至今年2月底,中国连续7个月减持美债,总持仓连续7个月创12年来新低。减持美债的地区中,7月,比利时减持137亿美元,瑞士减持42亿美元。增持美债的地区似乎更看中当下美债在高息状态下的交易低价,低价购入后等到美联储降息、美债价格上升时再抛出,这是典型的债券投机,而不是把美债当成长期资产配置渠道。

另外,7月,中国人民银行增持黄金23吨;8月,增持黄金29吨,这是中国人民银行连续第10个月宣布购入黄金,将黄金储备总量推高至2165吨。自去年11月开始定期公布购金量以来,中国人民银行已累计净购入黄金188吨,巩固了目前为止全球最大官方黄金买家的地位。除了官方,中国民间购金热情同样很高,实物黄金的柜台售价超过600元/克。

综上所述,美联储为遏制通胀的高利率状态还能维持多久存在不确定性,目前市场预期美联储最快在2024年5月开始降息,从现在算起最长还有7个月,其间的风险事件包括:扩大的罢工影响美国GDP增长;美国政府付不起债务利息导致关门;高息状态让经济恶化导致失业率快速上升;美元不再受世界信任,金砖国家之间的的本币支付规模扩大等。有一个出了问题,美元自身价值和信誉会进一步下滑,从而推动金价和银价进一步反弹,并再次创历史新高。

(作者单位:冠通期货)

>>> 市场观察

■ 首席记者 谭亚敏

分析人士:

美债危机恶化 看好贵金属配置价值

美东时间9月20日,美联储召开了新一轮的议息会议,发布了决定不加息的决议,将基准利率维持在5.25%—5.5%的目标范围内,且维持其他相关利率水平保持不变。同时,美联储主席鲍威尔暗示年内或仍有一次加息,将在11月的议息会议上公布答案;2024年的降息幅度或比原先预计的更少。

“此次议息会议在维持利率不变的同时传达出两方面信息:一是美联储将谨慎指引后续会议加息。鲍威尔在会议后的记者发布会环节表示联储成员将在决定继续加息方面谨慎行事,不会草率得出结论,同时不会给出降息的具体信号。二是长期更高利率的预期有所强化,利率点阵图显示联储成员预计2024—2025年美国将维持更高的利率水平,未来降息预期大大下降。”中信建投期货研究所负责人夏旗说。

中辉期货资管部投资经理王维芒介绍,超“鹰”派的美联储定调,短期影响了市场情绪,部分程度上或会影响政策的效果。当前美国利率大幅走扩,持续的高利率施压美国企业投资,中小银行被严重挤压,影响工商业和地产投资,抑制了本国消费。短期来看,高利率加重了美国政府的债务负担,推升了美国政府的债务风险,短期美国国会支出法案谈判进展缓慢,美国政府面临再次关门的危险。虽然高利率有助于缓解通胀,但目前高通胀造成的民生问题正在加重,汽车行业罢工或愈演愈烈。美国经济“软着陆”或“硬着陆”还是“不着陆”,仍然是不确定的。

在夏旗看来,由于美联储对年底之前利率路径表态谨慎,因此市场影响相对有限。具体来看,近端加息是否结束这一问题没有得到官方确认,而远端降息预期却大大降低,近远端的分化对国债市场形成明显扰动,美国2年期与10年期国债收益率倒挂幅度在会议之后下降超过10BP。与此同时,远端的更高利率整体还是为议息会议结果奠定了“鹰”派基调,美股市场受此影响明显回落,美元则迎来利率端的有力支撑。

关于对年度加息的展望,王维芒告诉期货日报记者,美联储发布的最新一期经济前景预期报告将今年美国GDP增速预期从1%上调至2.1%,全线下调2023—2025年失业率预期,并认为近几个月就业增长放缓但依然强劲;略微上调2023年PCE通胀预期,但下调核心PCE预期;称持续的高能源价格将影响通胀预期,但倾向于忽略短期波动。另外,议息会议决议显示,12位官员预计今年还会再加息一次,7位预计不加息。甚至有官员预测明年还会再加息,利率可能会超过6%。2024年的潜在降息幅度从100BP缩水至50BP,2026年的利率预期为2.9%,高于长期预期。由于美联储对美国经济预测超意外乐观,包括积极的就业和经济增速调高的预期,为美联储致力于治理通胀提供背书,美联储11月或再加息一次。

不过,夏旗认为,根据美联储货币政策目标,经济增长与通货膨胀的相对关系是利率路径的决定因素。通胀方面,虽然能源价格回暖影响下美国CPI同比有所上扬,但核心CPI的持续回落证明了内在通胀动力依旧不足,鲍威尔也在9月会议上强调了美联储倾向于忽略能源价格的短期波动进行决策,因此通胀对年内继续加息的支撑作用有限。经济增长方面,虽然消费数据与就业数据仍然维持了一定韧性,但美国工业生产、地产开工销售、PMI等方面数据展现出了回落态势,美国经济在高利率环境中越发疲弱。与此同时,美国商业地产等领域的风险也逐渐暴露,写字楼房地产投资信托基金尤其疲软,进一步抬高利率可能造成有关风险的苗头加速暴露。综合来看,在核心通胀继续回落以及经济增长开始走弱的背景下,美联储继续加息的必要性有限。市场风险的存在与其在四季度的持续暴露,可能成为限制美联储加息的决定性力量,美联储在年内继续加息的概率并不高。

对大宗商品的影响几何?王维芒认为,此次议息会议之后,11月议息会议决议公布之前,在通胀预期抬高的情况之下,加息预期或继续影响非美元资产。美债利率将会在顶部振荡,“紧缩交易”或成为市场的主流,非美元类的资产价格将受到压制。过去4个月,大宗商品市场明显好于其他资产价格,原油是产油国的限产带动了原油价格的上涨,从而引发了一拨“再通胀”交易。当前全球大宗商品多数已经部分计价了海外经济的韧性和再通胀,短期市场缺乏大的交易题材,大宗商品市场有压力。

“大宗商品影响方面,由于会议结果整体上呈现‘鹰’派基调,10年期美债收益率也迎来推升,因此整体对大宗商品形成利空影响。具体来看,受到会议带来的实际收益率抬升影响,贵金属将率先承压。随着高利率维持时间的拉长以及降息预期被打压,全球经济下行预期也将更加显著,为其他大宗商品带来需求端的利空。”夏旗说。

金瑞期货贵金属研究员龚鸣认为,对贵金属而言,加息迟迟未结束,极大限制了贵金属上行的空间,如果年底加息落地,贵金属价格短期可能会出现回落,但同时是较好的多头配置时机。从加息、降息周期的角度来看,贵金属在加息尾声到降息前夕的配置价值较好。

期权策略

■ 周立期

美联储政策影响下 期权交易者如何应对

自2022年四季度以来,美国通胀压力下降,美元指数回落,黄金价格走高,其间COMEX黄金期货价格一度触及2040美元/盎司以上;相比之下,由于受到人民币兑美元汇率回落影响,以人民币计价的上期所黄金期价走势强于国际金价,创下该品种的历史新高。经过一轮上涨行情后,当前金价高位振荡,阻力与支撑并存。

当前金价的影响因素

9月美联储暂停加息,当前联邦基金利率目标区间为5.25%—5.5%,是2001年以来的最高水平。此前公布的美国8月CPI同比上升3.7%,前值3.2%;8月核心CPI同比上升4.3%,前值4.7%。在9月的议息会议上,美联储释放偏“鹰”信号,表示仍预计年底前再次加息,明年的降息幅度少于此前的预期。虽然此前美联储的一系列紧缩货币政策对于遏制通胀取得一定成效,但是通胀水平整体下行的同时伴随着较强的黏性,即使美联储停止加息,也很难在短时期内进入到降息周期。此前黄金交易市场对于通胀下行以及美联储暂停加息的预期,通胀下行预期对黄金价格的驱动力边际减弱。

美国制造业PMI景气度呈下降趋势,细项中的新订单景气指数普遍低于荣枯线,供给端趋弱,新订单景气指数从去年8月以来连续低于荣枯线。非制造业PMI数值比较坚挺,其中新订单PMI持续保持偏强势头,当前美国通胀压力集中在消费需求端。美国房地美房价指数与非农私企平均时薪维持升势,美国9月失业率小幅反弹至3.8%,但仍然不改偏低的现状。就业与工资水平整体表现良好支撑需求端,成为支撑近期美国经济的重要因素。供给端走弱刺激市场交易欧美经济体衰退预期,但

需求端保持韧性,物价水平的黏性在较大程度上支撑高息预期。

美债收益率可以反映市场对于经济体的风险预期。在常态经济背景下,期限长的美债收益率高于短期美债,但是在经济衰退预期升高时,短期美债收益率会高于长期债券。截至9月21日,2年期与10年期美债收益率分别为5.12%、4.49%。本轮美债收益倒挂从去年7月开始出现,到目前连续存在近15个月,并且还在持续,强度与周期仅次于20世纪70—80年代,市场对于后市美国经济衰退预期居高不下,构成了黄金价格的强支撑。

黄金波动率特征分析

本文选取了2013—2023年黄金价格历史波动率(HV)作为样本。从历史波动率曲线走势来看,2020年新冠肺炎疫情突发以及欧美国家货币宽松政策的影响,刺激黄金价格波动率攀升,达到近10年最高。从2020年至今,黄金波动率整体呈现重心下移的趋势,截至9月中旬,20日周期、40日周期、60日周期的HV均低于近10年的10%分位,处于极低波动率区域;120日周期的HV接近20%分位,长短周期HV低波共振。金融期权隐含波动率(IV)方面,此前8月主力黄金期权平值附近合约隐波在9.2%—9.5%区间徘徊,接近2020年以来的最低值;到9月中旬,黄金期权隐含波动率低值反弹回升,处于11%—12%区间,但依然处于偏低区域,即期权波动率定价偏低。

“高价+低波”背景下的期权策略

金价高位伴随着偏低波动率,无论是黄金现货

投资者还是黄金期货投资者,都可以采用黄金期权工具来满足其在特定背景下的策略需求。

波动率定价低——低波低保费,黄金期权保险策略占优

保险策略的优点在于其对冲效果好,相比用黄金期货做对冲,保险策略保留了组合收益空间,当前黄金期权平值附近隐波处在偏低区域,即期权合约价格比较便宜,对于持有黄金现货或者黄金期货多头的投资者而言,买入黄金看跌期权保护多头仓位对冲成本较低,相当于以一个很便宜的价格给黄金仓位买一份保险。同理,对于持有黄金期货空头仓位的投资者,买入黄金看涨期权可以对冲金价上涨带来的潜在风险。

波动率定价偏低——做多波动率成本低,黄金期权双买策略

在低波动率情况下,期权做多波动率策略成本较低,买入跨式、买入宽跨式这些双买策略适合波动率上升的突破式行情,且最大损失有限。当前黄金实际波动率与黄金期权的隐含波动率均处在极低值位置,波动率再度下降空间很小,反而波动率潜在上升空间较大,特别是当下市出现重大宏观事件,将会打破黄金现有的低波振荡局面,出现突破式的升波行情。

近期中期所黄金期货价格处在465—475元/克的高位区间振荡,黄金期权盘面上,2312合约距离到期还有2个月,平值附近看涨、看跌期权权利金占名义价值不足1.7%,虚一档看跌、看涨期权权利金占比不足1.3%。

无论是构建保险策略还是期权双买策略,权利金成本低,在黄金高价与低波共存的行情中比较有利。

(作者单位:兴证期货)