

股债亦敌亦友 债市风景尚好

□本报记者 张勤峰

7月初，沉闷许久的债券市场忽如一夜春风吹来，买盘活跃，利率走低，尤其是中长期债券品种一改前期颓势，充当了此次反弹的先锋。债市收益率曲线开始摆脱极端陡峭的形态，长短期债券利差收窄。这在近两个多月时间里面还是首次出现，也是又一次“股债跷跷板现象”的生动演绎。

最近两三周的金融市场风波，揭示了股、债之间亦敌亦友的微妙关系。伴随着A股牛市生变，风险偏好降温，股市虹吸效应减弱甚至反哺债市，造就了长债市场的修复性行情。但随着A股流动性风险加重，市场对金融风险的关注上升，也一度引发债券市场的大幅波动。

伴随多部门重拳出手，流动性风险蔓延势头得到控制，市场情绪渐趋平稳。分析人士指出，鉴于监管纪律加强和流动性支持力度加大，未来股、债市场再现非理性波动的可能性较小。

综合多种因素来看，债券市场的投资机会仍较为明确。货币政策保持宽松取向，是债券牛市的坚强支撑。而权益资产波动性加大后，固收资产的重要性被重新审视，未来风险偏好不会立刻扭转，债券需求有改善空间。总之，以中长期利率下行为标志的债券走强可能是经济回升的必要条件，债牛将是经济牛和股牛的基础。

债市“坐收渔利” 长债一改颓势

据中债到期收益率曲线显示，7月2日前后，银行间市场上长期国债、政策性金融债等利率产品收益率转入跌势，并在随后几个交易日上演一波快速下行的过程。其中，十年期国债收益率曲线下行约18基点，十年期国开债收益率一度下行近25基点。同一时期，一年期国开债收益率只下行约5基点，一年期国债收益率反而上涨了近9基点。十年期与一年期国债的期限利差由此收窄至120基点左右，较6月中旬创下的202基点的历史峰值收窄逾80基点。

年中时点，很容易让人联想到货币市场波动。经历了由大盘股发行及年中金融监管考核造成的阶段性收紧后，6月底前后，银行体系流动性重新趋稳趋松，货币市场利率纷纷回落。不可否认，流动性的转暖在近期债市收益率下行过程中发挥了一定的积极作用，但不是“盘活”中长期债券的主要因素。

从银行间回购利率走势上看，资金价格在6月26日前后即见顶回落，几乎同时，对流动性变化敏感的短期债券利率出现了掉头迹象，但长期债券利率直到7月2日前后才转为下跌。更明显的证据是，今年4、5月份，货币市场流动性曾经极为宽松，资金利率几近跌至历史低位，短债收益率出现大幅度下滑，但期间长债收益率不跌反升，直接造成了收益率曲线的极端陡峭化，这说明在长债利率降至较低位置后，流动性的改善对收益率曲线长端的刺激作用已减弱。

而7月初，比货币市场“动静”更大的，是海内外股票、商品市场不约而同地出现剧烈波



CFP图片

动。6月底7月初，希腊债务谈判僵局及希腊公投结果，在全球股票市场上掀起巨大波动，大宗商品价格全线大跌。无独有偶，6月中，A股市场牛市行情戛然而止，股指在两周时间里下跌千逾个基点，股指期货、商品市场亦愁云惨淡，尤其是6月底7月初，面对各方强力托市，股市继续惯性下坠，一度令市场空前恐慌。

业内人士指出，在全球经济复苏乏力的背景下，希腊局势恶化和中国A股市场非理性下跌带来新的风险因素，造成风险资产基体重挫，内外避险情绪叠加共振，为债券等避险资产的回暖送来了东风。从海外债券市场来看，德债、美债也几乎是在7月初打破先前的盘局，出现一波较快的下行。海内外国债收益率下降遥相呼应，表明避险情绪上升才是国内债券市场尤其是长债打破局面的关键推手。

股债亦敌亦友 覆巢无完卵

“股债跷跷板”的现象在今年并不鲜见。事实上，在上半年大多数时间里，“股债跷跷板”都被认为是债券市场尤其是长债表现萎靡的原因之一。

不难发现，自从今年春节后A股加速上涨，尤其是中小市值股票异常强势造就了空前的赚钱效应后，债牛的日子就越来越不好过了。业内人士指出，从去年底股债双牛到股强债弱的悄

然变迁，反映的正是前期资金风险偏好的上升。越来越多的资金流入股市，分流了债券市场的投资资金，加上巨额地方债置换致使长债供给井喷式增加，在供需上对债市造成了持续的压力，而去年长债涨幅较大，收益率本已处在低位，今年的新增供给又最显著，自然首当其冲。值得一提的是，5月中旬，地方债发行启动，在最近不到两个月时间里累计发行过万亿元，因此，在5月到6月上半月这段时间，虽然流动性充裕，但长债利率仍出现上行也就不难理解了。

如今“股债跷跷板”现象再次上演，但形势逆转为股弱债强，颇有“风水轮流转”的意味。随着A股市场持续剧烈调整，叠加外围股票、商品市场动荡，令避险情绪升温，此时债券作为避险资产的属性重新受到关注，最直接的影响是，股市对债市资金的分流效应减弱甚至出现逆转，不少跨市场资金流入债市寻求避险。机构研究报告指出，A股上演去杠杆及IPO陷入暂停，令股票配资、两融受益权、打新基金等类固收产品的吸引力下降，前期很多流向此类产品的银行体系资金可能会重新回流债市，这在供给端稳定的情况下，将有助于在边际上改善债市供需状况。

此外，分析指出，海内外金融市场波动，增添了经济运行的不稳定因素，尤其是A股调整有损金融企业和居民资产负债表健康，可能

对今后一段时间的信用扩张和居民消费造成不利影响，使得经济复苏前景更不确定。

需要指出的是，除了供给的冲击之外，前期长债利率的上行，还被认为隐含了市场对于未来经济企稳复苏的预期。从传统意义上看，股市也是经济运行的晴雨表，对经济运行有一定的先行指示，前期股票上涨及资金风险偏好上升的背后，本身也是对经济前景趋于乐观的表现。因此，伴随着股市调整，经济乐观预期降温，造就了长债利率向下修正的动力。

股市等风险资产的下跌，短期内从情绪、资金和经济乃至政策预期上对债市带来多重利好。显然，债市成了股市下跌的最大受益者。但俗话说，福祸相依，物极必反。股市持续下挫对债市也并非绝对好事。这一点，在7月8日盘面上表现得非常突出。7月8日，央行高调表态，将给予证金公司稳定股市以充足的流动性支持，但当天上证综指依旧下跌5.9%，两市上千只股票跌停，股指期货、商品期货也几乎全线跌停。多部委强力救市难掩市场恐慌，在此背景下，8日早间惯性走强的债券市场在午后风云突变，回吐了早间的全部涨幅，五年期国债期货更是上演了从大涨0.8%到大跌0.7%的“过山车”行情。

债券交易员表示，股市连续三周剧烈下挫，中小创股票几近枯竭，一度引起市场对整个金融市场流动性的担忧，出于对金融风险的担忧，

一些机构如基金、保险等在有一定浮盈背景下卖出债券，转向现金为王的策略。这表明，若出现系统性风险，债券市场也难以独善其身。

市场人士指出，股市调整，既可能让债市受益，也可能令债市遭殃，而情绪变化及资金流动维系着股债之间亦敌亦友的微妙关系。

“双输”概率低 债券仍有价值

7月8日以来，A股出现报复性反弹，希腊与债权人相互妥协的预期也在升温，期间境内外债券收益率出现止跌甚至回升，股、债行情格局再一次变得扑朔迷离。未来股债孰强，难有定论，但可以确定的是，未来货币政策操作将保持相对宽松取向，流动性维持适度充裕具有确定性，经济有政策托底，风险总体可控，股债市场不会出现“双输”的极端情况。

招商证券谢亚轩指出，在宏观审慎管理框架下，央行有必要维护资产价格和金融系统的稳定。他认为，中国央行货币政策实际上是受制于多目标制，“稳增长、控通胀、调结构、促改革、惠民生和防风险”，无一不是中国央行的货币政策目标。从近期利率和存准率的双降、银行间市场持续的逆回购保持宽松以及对证金公司流动性的支持，体现了货币当局不能容忍资产价格剧烈调整、要守住不发生系统性风险底线的明确态度。

业内认为，在防风险的底线约束下，近期金融市场流动性风险正得到有效管控。鉴于监管纪律加强和流动性支持力度加大，未来股、债市场再现非理性波动的可能性较小。

相对而言，债券市场投资价值依旧较为明确。首先，金融市场震荡增添了经济运行的不确定因素，经济见底的时点可能继续延后，债券市场面临的基本面风险不大。事实上，经济的企稳复苏必然以货币条件的改善为前提，而从今年情况看，信用扩张乏力、货币供给持续不及目标；人民币对美元持稳，在美元偏强的格局下有效汇率仍在被动升值；通胀低位运行，实际利率水平仍高。货币条件改善不明显，导致经济始终得不到有效的支持。未来，改善货币条件的主要着力点仍是降低实际利率，即降低融资成本，引导中长期市场利率下行，这意味着债券走强可能是经济回升的必要条件，债牛是经济牛和股牛的基础。其次，货币政策保持宽松取向，是债券牛市的坚强支撑。无论从防范金融风险，还是托底经济、抑或推进债务置换的角度考虑，都需要保持稳定且低利率的金融环境，货币政策的宽松取向比较明确，未来流动性有望长时间保持宽松，资金利率低位运行确保了债券的投资价值。最后，权益资产波动性提升后，固收资产的重要性被重新审视，未来风险偏好不会立刻扭转，债券需求有改善空间。

当然，走过2014年大牛市，债券绝对收益已经不高，且随着宽货币及积极财政政策的推进，经济逐渐探底企稳是大趋势，股市行情的反弹也可能加大债市波动，因此，债券资产的资本利得空间有限，在低资金成本环境下，套息交易更为可取。

“互联网+”助力PTA行业脱困

□本报记者 王超

产能过剩的矛盾不仅仅存在于PTA行业，也是国内实体经济发展的最大拦路虎。以往国家传统的应对方式是利用财政拨款、银行提供贷款等金融服务手段来维持工厂开工率，减少失业人数以稳定局面，但这与大宗工业品产能过剩的帮助成效不大。令人欣慰的是，互联网+的政策让PTA行业增加了创新意识，个别企业开始“第一个吃螃蟹”，将目光投入到具备电子商务功能的大宗商品市场中。

产能过剩 PTA行业陷入困境

PTA是重要的大宗有机原料之一，广泛用于与化学纤维、轻工、电子、建筑等国民经济的各个方面，其下游延伸产品主要是聚酯纤维，俗称涤纶，是纺织行业的主要原料。PTA的原料是PX，源头是石油。涤纶用PTA占总量的75%，而化纤中78%为涤纶。这就是“化纤原料PTA”说法的由来。

我国加入WTO后，由于“中国制造”品牌在世界兴起，国际上对中国纺织服装的需求大增。同时我国纺织服装内需也快速释放，整个国内纺织服装行业的爆发式增长，带动了我国PTA产业链各环节自下而上的高速扩张。

在高利润的驱使下，PTA行业自2011年起进入产能扩张高峰期。到2014年，国内PTA产能为4335万吨左右，产能增长率较2010年增长114%，巨大的产能令PTA市场压力倍增。2013年，为抢占市场份额，部分PTA生产企业不得不低价抛货，其利润空间被大幅压缩，原料和产品议价能力也有所减弱，加之下游需求的不景气，PTA行业供求急剧恶化。数据显示，2014年初PTA生产企业的动态生产亏损幅度达503元/吨，同时库存压力偏大，但生产意愿却不见明显减弱，短短四年时间国内PTA行业就从巅峰跌到了低谷。

2015年3月末，国内五大PTA生产企业之一、年产能330万吨PTA的绍兴远东石化有限公司宣布破产清算，成为近年来国内PTA行业持续亏损状态下第一个“倒下”的巨头，在业

内引起一片震惊。

为应对行业压力，国内幸存的PTA生产企业在本年度再次祭起了“停车减产”的“法宝”：海南200万吨PTA生产装置6月7日开始停车检修；宁波120万吨PTA装置于6月5日停车更换设备；华南60万吨PTA设备6月20日停车；逸盛大化工厂装置减产2成运行；恒力石化合约减量10%左右……但是这种阶段性的停车减产治标不治本，产能过剩造成的库存高启导致PTA销售逐渐成为一个难题。

其实早在PTA行业黄金时代，生产厂家就与下游需求企业建立了“合约货”体系，该体系主要内容是：在每年11月PTA业内生产企业与业内下游需求企业共同聚会，洽谈次年PTA供求企业的全年订货量，约定每月双方订单数量，价格则随行就市。该体系当初是在PTA行业发展巅峰期，需求企业害怕市场无货可供而倡议的一种保量协议，而到如今则成为PTA生产厂家保持订单的重要手段。但是随着PTA市场价格的不断走低，这种合约货体系所保证的订单数量在逐年衰减。

借助“互联网+”脱困

PTA行业该如何渡过这一次的生死危局？一些业内人士积极创新，把目光投向了大宗商品交易市场，并大胆结合“互联网+”概念探索出一条新路。

“对于PTA的采购，除了采用在现货工厂进行传统的贸易订单方式以外，我们对大宗商品市场很感兴趣。”一家PTA需求企业负责人如是说。

作为PTA生产企业的卖方厂家也坦言，“以前我们也接触了国内期货市场，但期货市场主要发挥了价格发现和风险规避的功能，在现货贸易这方面还难以全部满足我们业内的诸多需求。而在大宗商品现货交易市场中，比如在新华大宗市场上交收销售PTA现货，真正让我们利用互联网+的电子商务模式，完成了超于传统现货贸易的功能性创新，为我们企业开辟了新的购销渠道，保证了货品质量、数量、价格、货款等方面的公正、公平、公开和便捷服务，为我国PTA行业缓解产能过剩、消化库存

回笼资金起到了积极的促进作用。”

2015年4月25日，新华浙江大宗商品交易中心（下称“新华大宗”）与精工控股集团签署战略合作协议。双方将在PTA、MEG、农产品等多个领域开展广泛的合作。精工控股集团是浙江省大型民营企业，旗下拥有我国最大规模之一的化纤生产工厂，具备年产60万吨涤纶长丝的生产能力，对PTA、MEG等能化产品需求量极大。在具体的合作内容方面，精工控股将在新华大宗平台上每月采购7000—26000吨PTA/MEG原材料，并逐步扩大采购规模。到7月初，精工控股集团已成功在新华大宗PTA品种市场上进行了超过21000吨的交收购货，引起了国内PTA生产厂家的广泛兴趣。

据记者了解，新华大宗PTA、MEG交易模式设计，以促进交收为导向，大胆创新，将最近6个自然月作为交易月份，规定企业可以每天申报现货交收，每月到交收日强制交收。这种交收模式相比其他交易场所更临近现货月，方便了产业客户在现货市场买卖交易，大大提高了现货交易参与的积极性。

截至目前，作为国内领先的大宗商品交易平台，新华大宗在能化产品交易领域有着非常大的影响力，特别是PTA、MEG品种的交易交收模式设计在服务现货产业方面特别成功，自2014年3月6日上线试运行以来仅一年多时间交收已突破7万吨，且目前已经吸引了一百多家纺织化纤生产及贸易类企业汇聚在新华大宗平台上，并且也有越来越多的数据表明，原本分散在各地交易的贸易商正加快向杭州转移。

新华大宗总经理杨宏森表示，大宗商品现货交易市场必须以交收为本、以服务实业为本，只有真正为产业着想、为实体经济做实事，才会得到业内的认可，从而发挥市场的职能。新华大宗从服务实体经济出发，致力于打造集大宗商品产业链、供应链的现货交收贸易、供求信息咨询、对口金融服务及现代仓储物流管理于一体的互联网+性质电子商务平台，为缓解国内产能过剩、推动实体经济健康有序发展发挥自身应有作用。

中国期货市场监控中心商品指数（7月10日）							
指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		64.52			65.00	-0.48	-0.74
商品期货指数	746.10	745.44	755.03	744.56	741.28	4.16	0.56
农产品期货指数	849.03	858.15	860.41	847.63	842.81	15.34	1.82
油脂指数	542.31	549.91	549.91	540.52	537.29	12.63	2.35
粮食指数	1323.06	1340.42	1341.57	1317.98	1311.54	28.88	2.20
软商品指数	797.79	798.28	806.54	794.70	796.10	2.19	0.27
工业品期货指数	664.44	658.56	672.47	658.44	660.15	-1.59	-0.24
能化指数	630.96	627.56	641.86	623.83	627.78	-0.22	-0.03
钢铁指数	412.34	406.78	419.00	406.61	409.92	-3.13	-0.76
建材指数	512.20	509.28	520.51	509.20	509.31	-0.03	-0.01

注：上周监控中心CAFI指数大跌2.5%至851.19点。分项指数也大幅下挫。油脂指数跌1.97%；软商品指数跌1.74%；饲料指数跌2.67%；谷物指数止跌微涨0.20%。

上周内外盘豆类呈弱势下跌走势，美豆类在月度供需报告公布后回落，内盘整体表现弱于外盘。上周三，USDA公布了6月供需报告，数据基本符合预期，虽然库存数据略低于预期及上月，但美豆类反应平淡，市场更为关注的是全球大豆供应充裕。且USDA继续维持南美大豆丰产的预估，对阿根廷大豆产量进行上修。在全球供应充裕的背景下，豆类期价的反弹变得尤为艰难。我们认为对市场影响较大的是6月末的播种面积报告，届时大豆播种临近尾声，市场方向将趋于明朗。

国内方面，内盘豆类弱势下跌，豆一上周四夜盘大跌，市场对于未来价格的判断分歧较大，一方面是播种面积减少，今年产量将明显下降，当前现货价格坚挺。另一方面，天气原因玉米改种大豆的情况增加，面积可能高于预期，且当前余粮水平明显高于去年同期，后期仍面临国储大豆拍卖，当前南方采购需求较差，未来现货面临销售压力，且当前大豆仓单充足，难出现多逼空的行情。豆一宽幅震荡加剧，谨慎看待4200以下的空间。（银河期货研究中心）

易盛农产品期货价格系列指数（7月10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	1052.36	1054.71	1049.06	1051.28	2.12	1051.95
易盛农基指数	1148.45	1153.21	1147.25	1148.86	0.45	1150.02

注：上周易盛农产品指数遭遇股市恐慌蔓延，先大跌而后又强势反弹，周线技术上有长下影线支撑，截至上周五（7月10日），收于1048.12点。

白糖主力合约7月8日单日下跌4.01%，随后连收阳线反弹。国内方面，目前处于纯销售期，6月份销售情况依然疲弱，但从主产区最新数据来看，预计7月份销售数据表现更好；厄尔尼诺对天气影响越发明显；广东湛江地区出现干旱，广西等地迎来异常高温天气，若异常天气持续，将对甘蔗产量带来较大影响，利多当前糖价。

棉花主力合约上周V型反弹。国内方面，下游纱线市场需求清淡，纺织企业资金压力凸显，纺织企业订单减少，纱线价格下滑；港口棉纱、棉花库存集中在大型贸易商处，销售压力较大，棉花价格承压。国际方面，“一带一路”推进中印贸易，港口棉纱库存预计进一步增加。

菜粕上周高位震荡收红。现货方面，外围菜粕减产预期较强，国产菜粕收购价格较低，菜粕收购进度缓慢，主产区菜粕供给偏紧，菜粕下游需求波动较大，后期需继续关注菜粕需求情况；另近日豆粕现价持续小幅下跌，豆粕粕价差收窄，豆粕对菜粕构成较大压力。

综上所述，农产品需求相对稳定，价格波动主要在于供给和名义货币价格。供给上，受到天气影响指数中高权重的白糖供给下降；央行双降短期流动性充足，且股市情绪缓解而后暴涨将对商品市场有一定助推作用。（南华期货 李一郁）