

## 期货/债券 Futures·Bonds

# 债市“装睡” 股市“出头” 待有时

□本报记者 张勤峰

抓着“夏天的尾巴”，债券市场昏昏欲睡，8月下半月以来，长期利率债始终在原地打转，仿佛趴着“装睡”。

机构认为，经济基本面是核心影响因素，短期关注8月社融数据和基建投资，长期看政策严控下的房地产市场运行，债市彷徨但趋势未必终结，股市“出头”待有时。

### 长债原地打转

近期利率债在原地打转，基本面、通胀、海外因素、货币政策、供给……诸多因素纠缠而难分高下，债市趴在“装睡”。

数据显示，近期10年期国债收益率几乎在3.6%一线走平，10年期国开债收益率也像是被钉在4.2%的位置上一般，最大落差只有5BP，特别是上一周，10年期国开债反复围绕4.21%成交，划出了一条“横线”。

利率债收益率为各类债券定价的“锚”，对债券市场而言可谓牵一发而动全身。在各关键期限中10年期债券又最具风向标作用，因此，10年期的国债、国开债等一直被视为债市的标杆。眼下“标杆”均举棋不定，市场自然跟着陷入彷徨。

市场终究要面临方向选择，特别是对于“好动”的债市而言。从历史数据来看，上涨亦或者下跌才是债市运行的常态，收益率走平的局面基本上不会超过一个季度。就眼下来说，波动率下降、成交量萎缩，债市看起来像是“睡着了”，但其实是在“装睡”，平静的表面下暗流涌动，各类因素纠缠而难分高下，市场不过是暂处于对峙下的弱平衡状态。

### 五大悬念待解

分析人士认为，当下债市多空僵持又势均力敌，博弈主要集中在以下几方面：

一是经济基本面。经济基本面是影响债市的核心因素。2017年以来，虽然金融去杠杆对债市产生持续性影响，但不管是

2017年利率上行，还是2018年以来利率回落，债市涨跌背后的基本面成因始终清晰。

当下，市场对经济基本面趋势的看法存在分化。部分观点认为，今年以来投资和消费明显下滑，同时贸易环境变化加大外需的波动性，需求端的弱势仍将拖累经济表现。另一部分观点则认为，宽信用已逐步确立为政策发力方向，融资约束的减轻将缓和去杠杆造成的经济下行压力，同时财政支出力度有望加大，基建投资将发挥托底增长的作用，经济运行有望企稳。

二是通胀。近期市场对通胀的担忧加深，诱因在于又一轮宽货币启动与多种工业品涨价、非洲猪瘟疫情、寿光水灾、房租上涨、输入型通胀等多因素叠加。部分观点认为，自然灾害及牲畜疫情引起的食品价格上涨，对短期通胀运行具有确定性的影响，油价、汇率贬值带来的输入性通胀则构成潜在扰动。中金公司提示，供给端对于通胀的影响在加大，无论是工业品涨价，还是猪肉、蔬菜等食品价格上涨，乃至房租的上涨，或多或少都与供给冲击有关，未来两三个季度，CPI同比增速可能在供给推动下趋于上行，并延续至2019年上半年。华创证券预计，年内CPI同比将继续回升，压力最大的时候是2019年上半年，届时CPI同比最高有望接近3%。另一部分观点则认为，从传统的分析逻辑来看，在信用扩张放缓、经济需求不强的背景下，物价不具备大幅上行的基础。

市场纠结的第三点是海外因素。9月份美联储加息在即，海外市场波动对中国市场情绪的影响仍不可忽视。

业内人士表示，当前海外因素影响我国市场上汇率预期与政策预期。美联储加息、部分新兴市场货币贬值，强化了汇率贬值预期，汇率波动又在一定程度上构成我国货币政策放松的约束。如果央行货币政策不会更松，乃至上调公开市场利率，短端利率的底部将被锁定。另外，9月是季月，资金面面临季节性波动风险，因此，货币政策与流动性也存在一定

不确定性，这是市场纠结的第四点。

五是供给。9月份仍面临供给压力，对此，市场不存在分歧。分歧在于，供给压力会不会影响利率运行趋势。长期看，供给不是利率趋势的决定性因素。但市场能否顺畅消化上万亿的利率债集中供给，确实是个问题。至少从利率走势上看，从7月份开始，地方债发行显著放量，长债利率也正是在7月份结束了先前的下行过程。

### 股债联动待有时

市场各方的分歧，让8月份数据备受关注。当前正处于8月宏观数据披露期，其中已公布的8月份进出口数据好于预期，但以美元计价的进出口增速双双回落。就此，一些机构提示关注外贸实际表现的“预期差”，另一些则更关注下行趋势的延续。

继7月数据超预期后，8月份CPI同比增速继续上行2.3%，再次高于预期。

关于经济基本面，市场暂时难以形成共识，接下来的看点主要是8月社融数据和投资数据，前者将反映宽信用进度，后者则有展现宽财政力度和房地产投资的韧度。分

### ■ 观点链接

#### 中信证券：暂时看不到利率转为上行

美联储加息形成对国内货币政策的制约可以继续通过量价齐升的方式进行对冲；经济下行有底，但宽信用最终催生一轮强劲“新周期”的概率不大。房地产严控背景下，经济下行压力仍在，对利率产债后市并不悲观，虽然目前下行动量已不及前期，但暂时看不到利率转为上行趋势。

#### 中金公司：债券牛市没有结束

中期来看，通胀水平会有所回升，加上财政支出增速加快，局部经济领域会有所改善，货币政策未来进一步宽松的空间也相对有限。债券收益率可能难有较大幅度的下

析人士认为，在宽信用政策导向下，8月份社会融资会有所恢复；随着财政支出力度加大，未来经济增长可能边际改善。不过，整体上看，需求没有明显复苏、风险偏好仍然较低、宽信用难以一蹴而就，未来经济数据大概率是比悲观预期要好、比乐观预期要差，债市收益率下行阻力和上行约束并存。

从更长时间来看，机构提示关注房地产运行周期。中金公司固收研究认为，房地产对我国经济增长具有系统性重要性影响，是关键 variables；在房地产调控不放松形势下，若后续房地产销售和投资开始回落，我国经济中最大的融资需求就会开始放缓，并带动经济增长下行，利率也将回到下行趋势。

既然债市短期难有作为，利率已跌到阶段低位，股票估值也基本调整到位，股债相对性价比悄然变化，市场自然开始关注从债市到股市的行情轮动。但分析人士指出，估值低并不是股票上涨的绝对理由，决定股市和债市轮动的核心因素仍是经济基本面和企业盈利预期，当前经济基本面形势仍有待明朗，股市“出头之日”恐怕还得再等等。

但从长期的角度来看，随着房地产进入下行周期，债券的牛市没有结束，利率仍将再下一个台阶。如果进入房地产下行周期，长端利率的下行幅度可能会打开，因为对经济和利率下行的预期会增强，收益率曲线也会从目前较为陡峭的状态重新转入平坦化。

#### 申万宏源：关注数据“预期差”

重点关注本周发布的通胀、社融以及主要经济数据，当前市场预期已反映在债市表现中，而从信托高频数据上看，8月基建和地产类信托发行规模已有明显上行，这个位置上反而要关注数据好于预期的可能，而且越往年底，随着宽信用政策落地和传导，这一可能性也在逐步增加，对债市相对偏空。（张喆峰 整理）

## 大豆掀起天气行情

大。“市场都知道，黑龙江东部的农垦系统才是国产豆的真正主产区；此外受冻害不意味着绝收。”

### 波段性做多

据李青介绍，2017年，我国内蒙古自治区共计播种大豆66公顷，产出110万吨，仅占全国大豆产量的7.56%。相比黑龙江省大豆产量占比42.34%仍具有较大差距。

“此外，根据最新天气预报显示，本月中旬过后随着副热带高压的再度增强，中东部都会迎来升温，东北一带白天气温或重回20℃以上（夜间最低气温也将重回15℃），或将缓解早霜对大豆的不利影响。”李青说。

考虑到距离我国国产豆最终定产仍有一段时时间，内蒙古等地大豆单产水平仍需进一步

## 郑糖下跌空间有限

新兴经济体货币贬值忧虑增加，以及美联储年内可能还会有2-3次加息，有望促使美元继续偏强运行，雷亚尔或难摆脱贬值，进而使得糖价承压。

### 基本面多空交织

从国内基本面来看，边舒扬表示，今年内蒙古糖厂较多新投产，且从10月开始甜菜糖会陆续投向社会，或会对广西陈糖产生冲击。

具体来看，目前新疆估计新榨季产量将保持在2017/2018榨季的54万吨左右。内蒙古初步估计新榨季产量在75万吨上下，同比增加约25万吨，或超越新疆成为甜菜糖第一大区。

不过，欧阳玉萍表示，国内糖市仍存两方面利好：一方面，下一个重要消费节点是

观察，李青建议，国产豆高位多单或可及时兑现盈利，风险偏好性投资者波段性做多为主。

“不过资金炒作的逻辑是，贸易问题导致国内大豆和豆粕作为蛋白源的缺乏。技术上看，1901合约有效突破233日年线，预计在年线上会运行一段时期。应该不会短期内就结束炒作行情。”孟金辉说。

方正中期期货分析师侯芝芳表示，预期与现实勾勒四季度豆类价格演绎之路。预期一部分是三季度事件的延续，诸如贸易形势、非洲猪瘟疫情等，这些事件对于市场是一个长期的影响因子。另一部分是季节性规律引发的预期，诸如马棕油迎来减产季以及春节前油脂消费进入旺季等，四季度现实情况是否与预期一致便形成了四季度的价格演绎之路。

9月下旬及10月的国庆长假消费。2017年9月国储和地储共轮出白糖近52万吨，2018年40万吨古巴糖尚未拍定，地方储备13万吨，中糖协7月份在昆明糖会称今年不会轮出国储糖。如果不轮出，9-10月国内新旧榨季衔接期间国内供给将偏紧。另一方面，进口糖冲击有所减弱。中国7月进口糖25万吨，与前五年同期均值相比减少10万吨，表明国家对外糖进口控制仍较为严格。

对于后市，边舒扬认为，近期原糖上涨难以带动红糖，国内供应压力将会随着北方甜菜糖开榨陆续增加，一旦原糖再度拐头向下，进口、走私成本下降将再度不利国内糖市。

欧阳玉萍则表示，郑糖期价在经过近期内跌行情后，市场利空已得到较大程度释放，后市有望在4800-4850元/吨一线获得支撑。

“目前市场的供应偏紧，企业被迫消耗库存来满足自身需求，这使沥青的库存大幅下降。截至目前，国内沥青炼厂的开工负荷为46.2%，处于极低的水平。这一方面是由于企业检修所致，另一方面也是由于部分企业转产渣油。在这种情况下，国内的沥青库存持续下降，目前的库存率仅为

设计出合理的套期保值体系。

在参与场内市场的同时，一些企业也充分利用场外期权等业务模式进一步做好风险对冲。永安资本总经理助理衍生品总监蒋寒立介绍，围绕企业个性化需求打造的场外衍生产品开始越来越复杂化，需求体量也越来越大，对冲工具和模式也逐步多元化，新上市的一些场内期权也为市场提供了多元化选择。王义栋指出，目前交易所推出的场外期权、基差点价等试点工作成为了企业管理风险的重要渠道。

## 甲醇仍存上探空间

□本报记者 马爽

恢复正常，沿海地区部分下游企业转为寻求国产货源。

### 警惕港口累库风险

从基本面来看，徐婧表示，短期来看，甲醇供应仍将继续收缩，内蒙古国泰、新疆新业和宁夏和宁共120万吨装置检修，复产产能约为150万吨，虽然复产与检修装置大致平衡，但部分复产产能都有下游配套产能，复产影响有所削弱。需求方面，斯尔邦石化复产对华东地区需求支撑明显，但传统甲醇下游表现依然不及预期，开工率处在低位水平，甲醇制烯烃和甲醛生产利润压缩使得企业采购积极性不强。

此外，库存方面的风险已不容忽视。夏聪聪表示，近期，国产及进口货源抵达港口，导致甲醇港口库存不断累积。此外，由于甲醇到货成本增加，贸易商顺势推涨。但面对高价甲醇，下游企业利润被挤压甚至面临亏损，因此备货节奏放缓。

#### 利多共振推升期价

“近期，甲醇期价上涨主要是受供应端装置检修及下游斯尔邦复产提振。”美尔雅期货分析师徐婧表示，受装置检修影响，近期甲醇企业开工率有所回落。此外，西北地区甲醇产量下滑最大，西北、华中地区价格上涨，同时也带动期现货市场整体走强。此外，甲醇期货1901合约一直是旺季合约，在四季度天然气紧张预期下，价格表现出易涨难跌态势。

方正中期期货分析师夏聪聪表示，国内商品市场整体气氛偏暖，甲醇现货市场表现偏强，加之传统需求步入旺季，开工有所好转，业内预期需求向好。此外，8月CPI数据超预期，引发市场通胀担忧。

在多因素共同影响下，甲醇期价重心抬升。

现货方面，当前甲醇现货市场货源供应出现区域性紧张情况，甲醇基本面压力并不大。其中，西北主产区企业报价不断上调，生产利润可观。生产企业库存处于低位，新签订单顺利，出货情况平稳。厂家存在惜售情绪，部分出现停售现象。此外，国内甲醇进口量迟迟不能

热情不减、需求旺季预期下，甲醇期价将继续高位运行，上方目标价3500元/吨。不过，不断高企的港口库存可能会对期价形成压制，预计1809合约交割结束后，部分货源将得以释放，或对盘面造成一定冲击。”夏聪聪表示。

中期来看，徐婧认为，首先，库存去化将成为甲醇走势的关键。8月开始，甲醇社会库存不断累积，港口库存也连续几周回升。不过，预计在9-10月秋季检修及取暖季落地后，利好有望提前兑现，叠加烯烃需求恢复，累库进程将会放缓。再者，天然气供应偏紧仍是甲醇四季度最大潜在利好。此外，极端天气因素也可能使得甲醇期价冬季获得上涨逻辑驱动。

## 供需向好支撑沥青偏强运行

□本报记者 王朱莹

9月10日，沥青期货主力1812合约以涨停收市。分析人士指出，委内瑞拉原油产量下降，对国内炼厂的原料供应产生了一定的影响，企业的生产成本上升，沥青的价格重心上移，同时下游需求较好支撑价格，短期内保持偏强态势。

### 需求旺季支撑价格

“目前是沥青的消费旺季，市场对对于沥青的需求仍然旺盛。”黄李强说。

招金期货淄博研究院于苾森指出，北方地区受天气转好，施工恢复影响，终端市场整体需求转好，但现货价格接连走高后整体压制了市场情绪。国内各地区需求出现明显增加，沥青现货价格稳步走强。目前沥青现货走势依旧偏强，期货与现货仍有约100元/吨价差。

于苾森指出，各地区道路施工将进入高潮，全国现货用量也将维持前期，全国范围内现货用量将维持偏强。但目前下游需求形势依旧不一，尤其下游对高价略显抵触，沥青现货暂时处于相对偏强时段。原油价格或将维持偏弱，沥青期货或继续跟随油价波动为主。

黄李强表示，由于人民币贬值加之国外沥青价格涨幅高于国内沥青现货，目前国内沥青的价格仍然升水国内现货，这导致沥青的进口量呈现下降的态势，国内供应偏紧的局面将会进一步加剧。

“目前市场的供应偏紧，企业被迫消耗库存来满足自身需求，这使沥青的库存大幅下降。截至目前，国内沥青炼厂的开工负荷为46.2%，处于极低的水平。这一方面是由于企业检修所致，另一方面也是由于部分企业转产渣油。在这种情况下，国内的沥青库存持续下降，目前的库存率仅为

东证-大商所商品指数（9月10日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	100.98	101.76	101.52	101.04	0.72%
跨所能化指数	113.99	114.99	114.58	114.41	0.51%
东证大商所农产品指数	101.51	102.64	102.24	101.37	1.26%
东证大商所煤炭指数	97.74	98.33	98.16	98.33	0.00%
东证大商所能化指数	110.10	110.82	110.53	109.95	0.79%
东证大商所工业品指数	93.48	93.98	93.79	93.77	0.22%
易盛东证能化指数	112.30	113.43	112.96	113.01	0.38%
易盛东证白糖指数	78.06	77.52	77.99	78.39	-1.11%

### 易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（9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	1041.35	1042.73	1038.22	1039.78	-0.85	1040.43
易盛农基指数	1283.77	1284.3	1276.52	1282.01	-1.48	1280.22