

玻璃期货节前料维持震荡

□本报记者 王朱莹

周三玻璃期货1901小幅震荡，收于1374元/吨，较上个交易日上涨7元/吨,持仓减1.43万至18.56万手。中国玻璃综合指数为1189.65，环比上涨0.23点。

广州期货研究所研究员王喆表示，从玻璃下游房地产市场来看，8月较7月数据有所下滑，房地产竣工面积同比呈现负增长，且下滑增速加大，新开工传导至竣工受阻，尽管时间节点上，玻璃传统消费旺季已至，玻璃生产企业订单近期也有所回升，但较去年和前年仍然有下滑，玻璃行业传统消费旺季实质来临或将推迟。供应端，玻璃市场行业库存保持小幅下降趋势，目前各大厂商仍以降低库存的销

供需趋松 鸡蛋期货稳中偏弱

□本报记者 王朱莹

周三鸡蛋期货主力1901合约延续反弹格局，日涨0.98%至3927元/500千克。现货方面，根据博亚和讯数据显示，26日全国主产区鸡蛋价格稳中落，均价4.05元/斤，较前日下降0.02元/斤。

“26日全国鸡蛋价格降幅趋缓，销区北京稳、上海落，产区整体趋稳，局部小幅回调；随着各地区跌至四元附近，蛋商整体降幅放缓，同时销区市场经销商接货积极性较低，蛋价承压下行，各环节均以清理库存为主，中秋节当天多数经销商停收。中秋节过后，部分高价市场仍呈下滑走势，但目前各环节库存压力不大，且南方市场经销商接货积极性尚可，同时学校、单位恢复正常采购，因此蛋价或逐步趋稳。

产能过剩行业债存投资机会

□民生银行金融市场部 张辉

多数投资者对信用债的风险偏好预计还会维持谨慎，如何在风险可控的前提下获取可观的信用债绝对收益和可能的资本利得收益?产能过剩行业债券或许可以提供这样的投资机会。

债券市场在过去几年最赚钱的策略之一就是投资产能过剩行业债券。主要的产能过剩行业债利差在过去几年经历大幅波动，尤其是煤炭、钢铁两大行业，如果在2016年中介人煤炭、钢铁行业龙头企业债券，在过去两年多可以获得较其他行业更为丰厚的投资收益。

产能过剩行业债券的超额收益有着坚实的行业基本面变化支撑。自2015年末的中央经济工作会议提出“三去一降一补”的经济政策以来，叠加环保限产的因素，主要产能过剩行业都经历不同程度的供给侧收缩，尤其是钢铁、煤炭两大行业均明确了去产能目标和路径，同时国内总需求企稳复苏，主要产能过剩行业的供需结构出现明显改善。比如钢铁行业的产能利用率已经由2015年的67%左右大幅提升至2017年的78%，今年或将继续提升至80%的正常水平，也就意味着钢铁行业有望在今年摘掉产能过剩行业的标签。

受益于行业供需结构改善和价格回升，主要产能过剩行业整体的经营情况和财务状况都显著改善。个别行业的利润几乎接近历史顶峰，经营性现金流大量净流入，资产负债率下降。更为难得的是，我们看到了主要产能过剩行业的负债总量持稳甚至缩减，在产能过剩行业看到了去杠杆的真实样本。以钢铁和煤炭行业为例，钢铁行业方面，2017年全年实现利润总额3419亿，创历史纪录，较前一年同比增长106%；负债总量连续两年净下降，2017年就下降4.66%，资产负债率下降2.48个百分点，至64.09%，回落至2008年时的水平；煤炭行业方面，2017年全年实现利润总额2959亿，较前一年同比增长171%；负债总量自2003年以来首次出现同比下降，同时，资产负债率下降1.34个百分点，至67.80%。从未来两三个季度来看，产能过剩行业的行业景气度大概率会维持稳定，大幅下行风险有限。一方面是国内投资需求在房地产持续平稳增长和基建投资发力的推动下会有支撑；另一方面，去产能和环保限产依然会持续推进，尤其是考虑到未来两个季度是冬季采暖季。

产能过剩行业基本面的改善已经反映在行业信用利差缩窄中，当前时点投资产能过剩行业债的重点是考虑性价比。笔者重点推荐煤炭债。首先，无论是横向与其他行业比较，还是纵向与历史走势比较，当前煤炭债的信用利差配置价值都是较高的。其次，从过去两年多来的表现来看，煤炭行业基本面改善的节奏略滞后于钢铁。回顾历史，自2016年以来，钢铁、煤炭行业的超额信用利差与钢煤价格总体的走势关联度较高，因此煤炭债后续有望获得基本面改善的价差收益。第三，煤炭行业本身在未来一年的行业稳健性较强，尤其是相比钢铁行业。当然，从行业策略的层面来看，煤炭债值得看好，但在策略的执行上依然需要做好个券的精选，这就需要更为深入细致的信用研究分析。

中国期货市场监控中心商品指数(9月26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		89.06			89.1	-0.04 -0.04
商品期货指数		996.24	996.24	996.24	994.02	2.16 0.22
农产品期货指数	896.25	900.84	901.29	895.97	894.82	6.02 0.67
油脂期货指数	496.69	500.89	501.29	496.46	495.67	5.22 1.05
粮食期货指数	1306.67	1305.63	1311.54	1305.01	1306.67	-1.04 -0.08
软商品期货指数	792.07	797.68	797.82	791.69	791.73	5.96 0.75
工业品期货指数	1050.02	1046.98	1052.57	1044.9	1048.09	-1.11 -0.11
能化期货指数	756.01	751.68	757.73	748.04	755.6	-3.92 -0.52
钢铁期货指数	1083.31	1082.49	1087.2	1077.3	1082.42	0.07 0.01
建材期货指数	1027.42	1025.11	1029.62	1020.47	1026.04	-0.93 -0.09

Futures·Bonds

期货/债券

股债齐涨弦外音：基本面看法分化

□本报记者 张勤峰

9月26日，A股乘胜追击，上证综指冲破2800点，创近两个月新高，刺激风险偏好。不过，债市处变不惊，国债期货连续第3日反弹，现券利率整体回落，股、债市场携手走强，一改先前“跷跷板”的画风。

分析人士认为，近期股、债市场各有上涨理由，宽松的资金环境亦令两者受益，但基本面是决定资产轮动节奏的核心因素，当前市场对基本面看法有分歧，或是两类资产同时上涨的关键。往后看，经济运行趋势尚未逆转，股市持续上涨仍待基本面配合，债市并不具备大幅调整空间。

从此消彼涨到联袂上涨

近一周多，A股市场一扫年初以来的颓势，上证指数在创出2644.30点的31个月低位后转身反弹，仅用了6个交易日就收复2800点关口。据统计，9月18日至26日，上证综指反弹6.9%，攻势颇为凌厉。

对于习惯了“新低复新低”的股票投资者来说，时隔数日的A股不禁让人刮目相看。对于习惯了股弱债强的债券投资者来说，或许更是如此。

今年初，全球股市一时风头无两，上证综指趋势创出3587.03点的两年高位。就在市场认定今年是股强债弱的年份之后，A股上演高台跳水，自此一路阴跌，国内债市则在经历“史上最长熊市”之后悄然反弹，股票、债券共同演绎了一出股落债起的戏码。虽然很准说是股市下跌，造就了今年债市的牛市，但最近股市上涨对债市来说肯定不是“好事”，因为风险偏好的回升，可能削弱资金对固收类资产的兴趣。股市突然的反弹，一度让债市措手不及。就在A股抽身反弹的同时，10年期国债期货主力合约T1812从9月18日起连跌3日，并创了4个月新低；10年期国开债收益率也迅速反弹约8BP，重回4.3%附近。

然而，近几日，A股继续走强，债市则稳住了脚步，甚至与股市一道上演齐涨行情。期货方面，T1812从9月21日开始已连涨3日，26日收盘上涨0.26%，创本月以来最大涨幅；现货市场上，10年期国开债收益率

从4.29%的位置重新回落，26日，10年期国开活跃券180210尾盘成交到4.23%，较上一日下行约3BP。

股债齐涨的两种解释

应该说，今年多数时候，股债市场都遵循了“此消彼涨”的规则，“跷跷板效应”显著。近几日，股债市场为何一改画风，联袂走强？

综合市场分析，主要从两方面解释这一现象：

一是月末流动性充裕令股债资产均受益。9月26日，央行暂停公开市场操作，连续第4日实施流动性净回笼。但基于逆向调控的思路，这恰恰说明当前流动性较充裕。宽松的资金环境有利于资产估值的提升，这一点，对于股票或者债券均成立。

二是当前股、债市场各自都有上涨的理由。

于股市而言，上证综指从年初3587点跌至2644点，跌去了将近3成。“持续下跌之后，人心思涨，此时的市场犹如干柴，只缺一根导火索。”一位业内人士告诉记者，加大基建投资的明确信号，充当了市场反弹的导火索。9月18日下午，国家发展改革委召开专题新闻发布会强调，加大基础设施领域补短板力度，稳定有效投资。当日，A股大基建板块如仁不让，扛起反弹大旗，其他权重板块纷纷跟进，拉开了这一轮上涨的序幕。

简言之，市场本身已跌无可跌，再加上政策面好转、资金面改善及情绪回暖，构成了近期这一轮A股反弹的主要理由。

于债市而言，其实7月以来，债市饱受利空信息的困扰。从最初的收益率水平下降、股债相对性价比生变，到随后地方债供给井喷、宽信用宽财政预期升温，再到最近通胀预期抬头、股市上涨、美债下跌，债市边际利空几乎不曾断过。从市场表现来看，10年期国债期货在7月20日创阶段新高后便陷入震荡下行，10年期国开债收益率也是在7月19日跌至4.05%之后出现了震荡反弹，上周一度回到4.3%附近。不过，经过7月下旬到8月的这轮调整，债市压力有所释放。同时，临近季末，债市存在上涨动力：首

先，市场预期季末财政支出后，10月初流动性会大幅改善，短端利率的重新回落，将为债市提供交易性机会，一部分资金选择提前入场，埋伏节后机会；其次，国庆长假在即，持有债券可拿到票息收益；最后，临近季末，债券供给压力有所下降。

业内人士称，9月以来债市处于平衡市状态，虽然增量利空不少，但下跌动力不足，而长假前买盘增多、供给减少，供需关系出现有利变化，最终打破了平衡。

胜负关键看基本面

历史上股债双牛现象存续的时间通常都不长，股市和债市之间终究要分一个“胜负”。决定这个胜负的关键因素则是基本面。

分析人士认为，今年上半年股弱债强，根本在于经济增长下行风险加大，基本面预期转弱。近期部分高频指标回暖，叠加前期一系列宽信用以及基建投资补短板的政策信号，使市场对经济增长前景的看法出现了一些分歧。某种程度上来说，或许这才是最近股债得以齐涨的关键，股市投资者看重的是经济增长悲观预期缓和，债市投资者则认为基本面趋势没有逆转，宽信用

■ 观点链接

中金公司：股市上涨性质待厘清

就近期的反弹而言，打算如何应对?对这一问题，市场存在分歧，更多机构保持淡定，也有机构认为近期的反弹值得参与，例如将其作为一个月的波段机会。在我们看来：近期的反弹更大程度上源于政策面的好转，而此前下跌形成的趋势性调整实际反映着更大的基本背景，并不大容易逆转；无论如何，少有人拿现在的机会当作“趋势逆转”来看待，反弹”这一性质没有太多争议。

招商证券：债牛趋势未被破坏

今年4月份也曾出现过经济数据的波动，随后证明只是开工延后的“季节性幻觉”。当前的变化同样存在识别困难：宽信用和基建托底政策边际上一定会带来需求

黑色系期货走势分化加剧

0.64%。铁矿石期货却呈现偏强震荡，一度上涨1.71%，最终收报500元/吨，涨幅0.6%。

海关总署统计显示，我国8月进口铁矿8935.4万吨，较去年同期增加69.4万吨，今年累计进口71000.4万吨，较去年减少406万吨。

“国外低成本矿山持续增产，以中国为代表的 demand 持续增长难以为继，铁矿价格上涨空间仍取决于终端需求的持续性。”大越期货指出，供给侧改革促使钢厂利润趋势性转好，钢材实际产量仍处历史高位，对铁矿需求有所支撑，但原料供给充足将导致价格宽幅震荡。

大越期货表示，国庆长假前钢厂仍有补库需求，采购处于高位，当前钢厂实际产能利用率处于高位，且钢厂利润仍处于高位，铁矿的上涨周期仍未结束。

下游补库意愿降低 甲醇期货高位震荡

□本报记者 王朱莹

自8月22日最高上探3520元/吨之后，甲醇价格继续上冲的动能减弱。分析人士指出，考虑到甲醇下游企业普遍经营不佳，随着消费旺季结束，甲醇价格高位回落，向下寻找新平衡点的概率较大。

港口库存趋增

9月26日，甲醇期货主力1901合约下跌2.46%，盘中最低下探3241元/吨，收报3250元/吨；持仓量大增仓5.78万手至77.12万手，成交量为127.04万手。

现货方面，据瑞达期货数据，江苏太仓甲醇价格小幅下行，太仓现货及9月下现货实单商谈价报3335-3345元/吨；10月下商谈价松动至3370-3380元/吨，低端有实单成交；11月下商谈松动至3385-3395元/吨，低端有实单成交。近期甲醇港口库存呈现增加态势。截至9月20日，华东、华南两地港口总库存为54.55万吨，较5月初的低点增加27.9万吨。华东地区甲醇港口库存为46.5万吨，较5月初的低点增加24.1万吨；华南地区甲醇港口库存为8.05万吨，较5月初的低点增加3.80万吨。

“由于港口库存进入上升周期，华东地区对于供应偏紧的抵御能力明显增强，下游企业补库意愿降低。”金石期货投资咨询部主管黄李强表示。

瑞达期货表示，由于此前内地甲醇多以套保量转移至港口市场，导致港口库存持续走高，但可流通货物有限。进口方面，9月份进口量整体呈现缩量预期，初步预计或少于8月进口量，且在汇率贬值影响

方正中期期货表示，国庆临近，钢厂补库热情较高，现货成交量大增，价格持稳。京津冀采暖季限产政策放宽后，市场对国庆后铁矿石需求较为乐观，但从唐山钢企环保达标情况看，限产形势依然严峻，而国内限产范围的扩大将使2018年采暖季铁矿石需求回升的空间有限，力拓进入10月后发货量预计逐步增加，ValeS11D矿山的达产使高品位矿供给大幅增加，因此铁矿石后期供应将再度转为宽松，1901合约反弹力度较弱。

分析师看好煤炭股

煤炭方面，在期货市场偏弱震荡之际，A股煤炭板块却偏强震荡。中信煤炭指数一度涨幅居于第二位，仅次于食品饮料指数，但此后涨幅收窄。截至收盘，中信煤炭指数微涨0.51%或8.28点，收报1627.06点。

下，中国与东南亚等地价差扩大，部分货物转向至东南亚市场，国内进口增幅有限。近期西北部分大型装置即将复产，供应紧张或有所缓解。

供应紧缺局面缓解

近期，国内甲醇企业密集检修，涉及产能达到795万吨，国内甲醇供应呈现偏弱局面。黄李强表示，此轮检修属于例行检修，检修周期大致在20天，因此十一之后前期检修的企业将陆续复产，市场供应紧缺局面会改善。

“当前，甲醇下游企业生产成本居高不下。二甲醚和外贸甲醇制烯烃企业已经处于亏损局面，甲醇行业整体呈现微利状态，只有冰醋酸生产企业的利润保持良好。目前是甲醇下游的消费旺季，下游企业为了顺利完成自身订单，尚能忍受亏损

东证-大商所商品指数(9月26日)					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	101.67	102.28	102.07	101.24	1.03%
跨所能化指数	111.33	110.67	110.76	111.68	-0.90%
东证大商所农产品指数	102.20	102.56	102.55	101.85	0.69%
东证煤炭矿指数(大商所)	96.16	96.11	96.51	96.47	-0.36%
东证能化指数(大商所)	111.91	110.55	110.76	111.93	-1.23%
东证工业品指数(大商所)	93.32	92.78	93.06	93.49	-0.76%
易盛东证能化指数	107.37	107.09	107.12	107.88	-0.73%
易盛东证白糖指数	77.59	78.26	77.87	77.34	1.19%

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(9月26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	1015.4	1021.78	1015.22	1021.47	8.85	1018.18
易盛农基指数	1257	1263.63	1256.53	1259.41	4.74	1258.06

存在证伪的风险，因此不惧股市的反弹，甚至一起上涨。

分析人士指出，宽信用已确立为政策发力方向，但迹象尚不明显，宽货币则更加明确；基建投资反弹或可期待，但地方融资约束使得反弹的持续性存疑；贸易形势变化对需求的冲击还未充分反映；长期看，房地产下行周期带来的融资需求收缩不可忽视。诚然，市场对经济基本面的看法有变化，但还没有出现根本变化。

对于股市来说，估值下滑增强了安全边际，去杠杆转为稳杠杆、信用紧缩缓和、基建投资可能反弹，带来了边际利好，迎合了市场自身反弹需求，促成了一波上涨。但是，反弹能否成为反转还很难说，至少目前还少有人把最近的反弹当做反转来看待。

对于债市来说，基本面向行压力是今年最大的上涨逻辑，宽货币则构成目前最明确的利好，这两点，决定了债市收益率尚不具备大幅上行空间。

分析人士认为，股市持续上涨有待经济基本面向强的配合。而在经受密集利空冲击之后，债市可能正是在酝酿下一波机会。

脉冲，由于冬季又将步入淡季，9-10月几乎是最后的开工窗口，因此短期回暖的可持续性也存在疑问。虽然短期债市有些破位的迹象，但从逻辑层面看，债牛趋势不至于破坏。随着跟随美联储“加息”的悬念揭晓、短期需求反弹被再度证伪、供给冲击逐步退潮，债市将酝酿下一波机会。

兴业证券：债市需等待更好入场位置

短期利空仍需要一定程度的释放。但对债市而言，无非是需要一个更好的位置入场，待货币政策进一步明朗、地方债供给压力缓解后，市场的配置力量有望逐渐加强，而基本面回落的信号一旦确认，则有望带动行情走强。中期的牛平是值得期待的图景。就信用债而言，信用风险被定价是趋势，中高等级、中短久期仍是最好的整体性策略。（王姣 整理）