

三箭齐发助融资 民企债寒意渐消

□本报记者 王姣

随着中央及各部委密集发声支持民营企业融资，一系列民企债券融资支持工具加速落地。不到一个月，信用风险缓释凭证(CRMW)已支持12家民企发债逾66亿元，14只主体评级为AA的民企信用债发行量超过80亿元，民营企业债券融资氛围正趋于改善。

市场人士指出，为帮助解决民营企业困难，央行采取“三箭齐发”等政策组合，积极发挥债券、信贷、股权等多渠道的融资功能，目前支持民营企业发债已取得实效，对于改善市场预期、提振投资者信心具有积极意义。随着民营企业整体融资氛围改善，优质龙头民企债或具有较好的配置价值。

民企债券融资回暖

备受关注的民营企业座谈会后，监管层密集发声，针对民营企业的利好接连不断，各监管部门及各区域、各银行相继推出一系列详细支撑方针，包括民企纾困专项债、化解股权质押风险的专项资产管理计划、再贷款和再贴现、CRMW工具、MLF担保范围扩容至小微企业等。

随着相关机构积极响应，近期十多单挂钩民企的CRMW产品创设，引起市场较大关注。

据不完全统计，截至11月12日，江苏、浙江、广东3省已成功创设29.5亿元信用风险缓释凭证(CRMW)，已成交15.8亿元，正在配售6亿元，支持12家民营企业发行

债券66.2亿元。

从市场反馈来看，加持了信用凭证后的债券不少得到了投资者的踊跃认购。

有银行业内人士透露，浙江荣盛、红狮集团、宁波富邦等三家民营企业，通过民企债券融资支持工具募集资金19亿元，三只债券认购倍数均超过2，远高于今年以来民企发行债券1.24的平均认购倍数，且发行利率均低于发行人今年已发行的同期限品种平均票面利率。

海通证券宏观债券研究姜超团队指出，从创设机构角度考虑，积极响应近期政策应该是各行纷纷推出CRMW的主要原因，也有一些银行的地方分支机构利用信息不对称获取保费收入。此外，银行也有动力帮助自己的贷款客户发债融资，缓解其流动性困难，增加债务的安全性。

从投资者需求角度看，姜超团队指出，“粗略计算，在不考虑资本占用等因素下，通过购买CRMW产品对冲了风险之后投资者可以享受至100BP的额外风险收益，具有一定的投资性价比。”

据了解，下一步央行还将进一步扩大民营企业债券融资支持工具试点，已有30家民企正在准备债务融资工具的发行工作。根据央行预测，信用风险缓释工具(CRM)规模预计1600亿元。

“从对债券金额的覆盖率来看，CRM若按50%比例创设，大约可以支持3200亿的债券规模，而明年到期的非国企债为4757亿元，考虑到交易所也要推出保护合约产品，信用保护工具可以覆盖大部分这

一到期量。”姜超团队表示。

从信用债一级市场发行情况来看，宽信用政策确实也正在利好民企融资。Wind数据统计显示，截至11月19日的一个月时间内，有14只主体评级为AA级的民营企业信用债发行，实际发行规模82.36亿元；而10月22日之前的两周，AA评级的民营企业债券仅有5只发行，规模13.2亿元。

缓解信用风险担忧

尽管10月社融增速显示当前银行体系内的“宽货币”并未有效转化为“宽信用”，但机构普遍认为，随着稳增长政策逐步推动和落实，民营企业融资改善有望逐渐普及，市场对民企信用风险的担忧也有所缓解。

银河证券分析师刘丹点评称，此次市场化信用保护工具的落地给民营企业提供了有效的增信手段，有利于缓解民营企业“融资难、融资贵”问题和再融资压力导致的外部现金流萎缩现象，有利于市场对于民企债券投资情绪的修复，对于缓和信用债整体的风险担忧起到了积极作用。

东北证券宏观债券分析师李勇进一步指出，债券市场具有公开、透明、传导力高的特征，定价非常市场化，它对其他金融市场预期的引导能力也比较强，所以选择债券市场支持民营企业发债融资，对于改善市场预期、提振投资者信心具有积极意义。

“选择这样一个突破口，有助于改善对民营企业的风险偏好和融资氛围，阻断或是弱化金融市场对民营企业出现的‘羊群效应’和非理性行为，所以它也是带动修复民营

企业的股权融资、信贷融资等等其他的融资渠道的一个比较好的切入点。”李勇表示。

当然，从实际情况看，解决民企融资的政策效用仍待进一步释放。如东方金诚国际信用评级有限公司(简称“东方金诚”)分析师苏莉、梅佳指出，今年由“宽货币”向“宽信用”传导的过程并不顺畅，近期政策相继出台对弱资质民企的融资预期有一定提振作用，但缓解“紧信用”的现状，仍需时日。

优质龙头配置价值渐显

从投资的角度看，考虑到当前“宽信用”效果尚未显现，民营企业经营困境犹存，不少市场人士目前对民企债仍持谨慎态度，不过也有多家机构表达了相对乐观的看法。

刘丹指出，未来随着央行疏通货币向实体经济传导，以及对民营企业的金融支持力度将进一步加大，民营企业在融资渠道拓展和增信等措施的政策利好下，在融资可得性和融资成本方面均具有改进空间，优质民企债券的信用风险溢价有望收敛带来投资机会，龙头民企债券有较好的配置价值。

从近期债券市场的表现看，民企债券收益率也的确有所下行，反映市场对民企信用风险的担忧有所缓和。“未来，随着政策效应的逐渐释放，将有助于恢复民营企业金融可及性，恢复乃至提升市场对弱资质民企债的信心，前期受到压制的低等级债券将受益于政策提振，积极的信号也或将连动的股市和债市之间传导。”东方金诚表示。

流动性传导有望改善

■ 记者观察

□本报记者 王姣

10月信贷社融数据低于市场预期，表明我国银行体系合理充裕的流动性并未有效转化为“宽信用”，随后央行公布的9月一般贷款加权平均利率为6.19%，较3月上行18个基点，进一步验证资金利率向贷款利率传导受阻，实体经济融资成本改善有限。不过随着一系列政策支持民企直接和间接融资的政策密集出台、逐步落地，市场对流动性传导有望改善的信心有所提升。

今年以来，出于经济稳增长的需要，货币政策边际放松，年内央行已有四次定向降准，加之通过多次中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)等释放中长期流动性，二、三季度各类货币政策工具实现流动性净投放量均超1.35万亿元，但社会融资规模增速仍然处于下行趋势之中。

从微观视角看，整体流动性环境明显

改善，银行间资金利率中枢显著下行，但金融机构人民币贷款加权平均利率仍保持较高水平，信用紧缩现状并未出现显著缓解。Wind数据显示，今年9月，3个月Shibor平均值为2.84%，较3月份平均值4.68%大幅下降184个基点。而据央行货币政策报告数据，今年9月一般贷款加权平均利率为6.19%，此前的3月、6月分别为6.01%、6.08%，9月利率水平较3月上行18个基点。

机构分析称，利率的传导机制大致可以抽象为“政策利率—银行负债端利率—银行资产端利率—企业融资成本”的过程，其中每一个环节传导效率的微小损耗最终会造成利率传导渠道的不畅。目前来看，货币政策和利率的传导过程受到阻滞，其中较高水平的存款准备金率、信贷额度管理、预算软约束等因素影响较为显著，要想顺利带来表内外信用扩张、解决社会融资增速放缓问题，还需要疏通货币政策和利率传导机制。

钢价维持偏弱震荡格局

□本报记者 张利静

近期钢价显著下行，市场空头情绪浓厚。据金联创对多位钢材市场从业人士调查，本周，仅有19%的人士对本周价格持看涨观点；看盘整的比例占33%；看跌比例占48%。从基本面的来看，近期虽然供应有收缩迹象，但需求萎缩，市场信心不足，价格短期预计将持续震荡。

钢价弱势下行

现货市场上，上周以来，全国建筑钢材市场价格弱势加剧。现货市场气氛悲观，成交明显冷清。虽然仍有减产消息，库存也继续下降，但需求端逐渐萎缩，商家对后期走势有所担忧，市场部分无库存压力商家则希望低价进货，物价价格大幅下挫。

供应方面，据金联创不完全统计，截至上周，共有产线检修计划10起，涉及8家钢厂、14条以上生产线，预计影响成品材产量在

68.55万吨以上。其中正在检修6起，其中即将复产1起；检修完成4起。共有高炉检修计划17起，涉及13家钢厂、32座高炉，预计影响铁水产量7.89万吨/天以上。其中正在检修8起；永久关停1起；计划检修5起；检修完成3起。

“尽管钢厂检修影响量并未明显增加，但随着环保措施不断深入及钢铁行情进入淡季，钢厂开始计划常规检修，预计后期钢厂检修或继续增加。”金联创期货分析师张金平表示。

需求方面，随着北方天气转冷，并且雾霾加重等因素影响，北方工地需求会逐渐减弱，南方市场需求尚处于相对旺季，这也导致北材南下再度盛行，所以北方库存压力不大，但需求偏弱，南方需求尚可，但库存压力趋增，整体基本面向于恶化。

“由于期货弱势不改，近期多地阴雨天，需求欠佳，整体成交相抵低迷；虽然钢厂保价，整体供应端压力不大，库存继续下滑，但当前价位较高，市场信心不足。”张金平说。

乙二醇期货助力聚酯企业避险增收

□本报记者 王朱莹

业内期盼已久的乙二醇期货将于2018年12月10日在大商所挂牌上市。这意味着继PTA期货之后，聚酯产业又迎来了新的管理原料成本的衍生品工具。相关聚酯企业表示，未来有望借助期货市场降低采购风险，促进企业原料供给和生产的平稳有序。

提供完整避险体系

从整个聚酯链条来看，聚酯企业生产原料主要为PTA和乙二醇等。目前PTA已经有期货工具，乙二醇期货即将于近期上市，未来聚酯产业链企业又多了一个原料风险对冲工具，为企业构建更完整、更全面的原料避险工具体系。

恒逸石化公司相关负责人指出：“未来乙二醇期货上市，会有更多产业客户和投资者积极参与进来，市场交易者会更加全面和专业，使得乙二醇的价格博弈更加充分，期货价格信号更为合理。”对企业而言，利用期货

预计延续震荡局面

从宏观来看，方正中期期货分析师田欣沅表示，为应对外部环境变化，国内短期政策形成宽财政、稳货币、松信用的格局。房地产政策转向惯性仍存，地产投资、新开工等指标环比回升，建筑钢材需求中长期见顶，短中期仍有惯性。PMI数据尚可，环比增速有所下滑。原材料库存存平均天数处于中位区。

展望后市，田欣沅分析，近期北材南下增加，成交有所回落。进出口数据超预期。基建加速落地，房地产预售政策或有变。短期供给预期偏松，北方进入采暖季，检修停产增加，市场情绪波动较大。

“综合来看，由于目前市场上没有特别利好钢市的消息，期货弱势不改，且期现价差较大，现货市场仍有下跌空间，但是近期跌幅较大，续跌空间或收窄。预计本周建筑钢材价格有所震荡，或出现涨跌频繁局面，整体偏弱，参考跌幅在50元/吨左右。”张金平解释。

上市进入“倒计时”

当前乙二醇品种上市条件已经成熟，企业正积极学习交易规则，开展交易准备工作。近年来，整个上下游企业数量和体量均有较大程度增长。截至2018年10月底，我国乙二醇生产企业接近40家，其中仅近3年时间就增长了10多家。下游聚酯消费企业更是多达数百家，表观消费量也接近1600万吨，较2015年增长了近25%。日益庞大的产业市场规模为乙二醇期货品种上市将起到稳定剂的效果。

虽然乙二醇期货尚未上市，但聚酯企业对于期货市场并不陌生。“我们公司参与了PTA期货交易，主要的目的是进行库存管理。”恒逸石化公司相关负责人指出，“对于乙二醇期货，我们会先对乙二醇合约、交易规则、交割品、交割制度、质量标准等进行深入了解，再根据品种上市后的表现以及工厂的库存情况，进行价格管理和套期保值。”

“期现共生，融合发展——大连商品交易所成立25周年”(三) 饲料养殖产业链:历经风雨同成长

□本报记者 张勤峰

作为饲料原料中最重要的两个品种，豆粕和玉米期货分别于2000年和2004年在大商所上市，2013年国内首个畜牧生鲜品种鸡蛋期货上市，大商所产业服务范围拓展至养殖领域。2017年豆粕期权挂牌，2018年玉米期权获批立项，大商所在服务饲料养殖产业链企业方面，逐渐形成了完善而综合的衍生品体系。这些衍生品工具的推出，对饲料养殖产业链企业的发展壮大起到了怎样的助推作用?产业链企业又是怎样借助期货市场实现了跨越式发展?

市场选择 必然结果

禾丰牧业是立足于东北地区的一家饲料养殖企业。其与期货市场的初相识是在2000年前后，当时国内期货市场也只是刚刚起步。禾丰牧业副总裁孙利戈回忆说，禾丰牧业的期市探索之路也由此开启，为此他们交了一部分的“学费”，也积累了经验。2010年前后，在高层的支持下，他们开始尝试升级期货操作，由初级阶段的投资型逐步向战术型转变。

“在北方的饲料企业中，我们接触和利用期货算比较早的。整体而言，南方饲料产业链企业对期货的认知和接受程度都更高。”孙利戈说。

在市场发展大潮中一步步认识期货力量的饲料产业链企业，还包括1998年成立的双胞胎集团。“2004年前后，我们目睹中国油厂经历了一次大洗牌，对行业影响非常大。究其原因，是采购时没有利用期货套保，导致国内大部分油厂倒闭，跨国油脂企业进入中国市场，改变了国内油厂的原有格局。”双胞胎谷物部总经理张启荣表示，当时看到油厂经理的脸色，作为下游企业人士，内心很震撼，开始对期货市场有了初步认识。“这十多年来，从双胞胎的发展历程和实际应用来看，期货是饲料企业的必备工具。油厂所经历的阶段，饲料企业也正在经历或将来一定会面临，如果在不会利用期货工具，不做套保，未来饲料企业的发展就会面临很大的问题。”

如果说饲料产业是在目睹上游产业链惨痛教训时了解期货，在大型油厂的潜移默化

“不久的将来，无论是饲料行业，还是养殖行业，规模化、集团化发展是必然趋势。”孙利戈表示，饲料主业之外，禾丰牧业还在积极布局养殖业。“作为饲料企业来说，我们也需要提前做好相关布局，以促进企业规模化、集团化发展。”二十多年的从业经历，孙利戈见证了饲料行业由小到大的发展历程，在他看来，饲料行业未来整合还会加速，长江以南尤其广东地区，这种趋势已经非常明显。“饲料企业必须通过规模化，降低生产成本和费用，提高效率才能更有竞争力。中小企业生存将越来越困难，大企业优势将更集中，饲料产业的方向一定更专业化、更规模化。”

黄金涨势有望延续

□美创鑫裕 杨艺

美联储加息预期回落导致美元遭受抛售，为黄金的反弹提供了契机，本周黄金开启震荡上行模式。本周美国感恩节

假日将使美国市场总交易时间缩短，金融市场的重磅数据较为清淡，但投资者仍需警惕美国经济数据和国际政局的最新进展，如果美国经济出现进一步放缓迹象，金价将持续走高。

近期美联储略显鹰派的讲话令市场开始重新思考美联储加息前景，导致美国国债收益率和美元汇率大幅下跌，尽管12月加息被视为必然之事，但市场正在降低对2019年加息的预期，助推黄金继续上涨。从美元技术面来看，美

影响中风险管理意识日渐成熟，那么对于下游蛋鸡养殖企业来说，豆粕、玉米等饲料品种的操作经验对他们在规定时间内认识并接受鸡蛋期货给予了莫大帮助。

“在鸡蛋期货上市，神丹是较早参与的。早在鸡蛋期货上市前的调研阶段，大商所专家多次来湖北和神丹考察，每次我都参与，不仅参加讨论，还参与相关规则的制定等。”李清逸颇为骄傲地说，2013年鸡蛋期货上市的第一单落意神丹，他在现场见证了这一有意义的时刻。“鸡蛋期货对神丹来说，是远期行情的风向标，经过测算，我们可以确定什么时候上鸡苗；与此同时，神丹还利用期货市场，锁定可以接受的鸡蛋价格，便于在超市终端销售时，作为鸡蛋价格优惠的依据。”蛋品加工和养殖企业——湖北神丹健康食品有限公司总经理李清逸介绍。

助力产业规模化

对于探索期融合更优之路的饲料养殖企业来说，合约规则的每次优化也都推动着其参与期货市场的脚步。为进一步贴近现货实际，更好地发挥期货市场服务产业的功能，大商所完善鸡蛋合约，创新性的推出全月每日选择交割和车板交割制度。

新制度实施后，由于交割成本降低、交割便利性提升，期现货更为顺畅，期货市场运行质量进一步提高。不仅鸡蛋期货市场规模大幅增长，流动性显著提升、期现相关性增强，而且鸡蛋期货呈现出全合约活跃的局面，成为国内非一五九合约活跃程度最高的农产品期货。

“不久的将来，无论是饲料行业，还是养殖行业，规模化、集团化发展是必然趋势。”孙利戈表示，饲料主业之外，禾丰牧业还在积极布局养殖业。“作为饲料企业来说，我们也需要提前做好相关布局，以促进企业规模化、集团化发展。”二十多年的从业经历，孙利戈见证了饲料行业由小到大的发展历程，在他看来，饲料行业未来整合还会加速，长江以南尤其广东地区，这种趋势已经非常明显。“饲料企业必须通过规模化，降低生产成本和费用，提高效率才能更有竞争力。中小企业生存将越来越困难，大企业优势将更集中，饲料产业的方向一定更专业化、更规模化。”

元指数虽处于上行通道中，但下行风险正在增加，随着美国经济放缓、油价下跌和美国市场流动性收紧，如果美元指数跌穿96整数关口，则将打开进一步下跌的空间。

地缘政治方面，英国脱欧的担忧不断升级，拖累欧洲股市，短期内有助于支撑金价。与此同时，意大利预算僵局继续拖累欧元，意大利重新提交欧盟的2019年预算草案维持明年经济增长和赤字预估不变，仅仅调降了公共债务预估，这给欧元前景带来隐忧。随着对全球经济健康状况的担忧开始升温，一些市场参与者削减了股票投资，转而介入黄金等避险资产，只要美元继续受到抑制，黄金涨势就有望延续。

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		86.7			86.98	-0.28	-0.32
农产品价格指数	962.6	954	963.68	953.64	963.11	-9.1	-0.94
工业品价格指数	859.93	858.43	860.52	854.23	860.33	-1.89	-0.22
油脂价格指数	458.79	457.9	460.53	455.09	459.21	-1.31	-0.29
粮食价格指数	1301.01	1292.31	1301.01	1290.36	1300.27	-7.96	-0.61
软商品价格指数	778.09	775.39	778.09	774.1	777.75	-2.35	-0.3
工业品期货指数	1011.11	998.8	1012.61	998.06	1011.66	-12.87	-1.27
金属期货指数	685.95	676.08	687.02	675.8	686.79	-10.71	-1.56
钢铁期货指数	1076.13	1054.46	1077.89	1051.68	1077.21	-22.75	-2.11
建材期货指数	969.5	951.76	973.89	950.51	970.49	-18.73	-1.93

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	96.48	96.32	96.22	96.66	-0.35%
跨所能化指数	102.38	101.05	101.82	103.00	-1.89%
东证大商所农产品指数	96.54	96.33	96.28	96.71	-0.39%
东证大商所煤炭指数	100.90	98.90	99.55	100.80	-1.88%
东证大商所能化指数	104.97	103.47	104.37	105.29	-1.72%
东证大商所工业品指数	93.30	91.81	92.45	93.34	-1.64%
易盛东证能化指数	97.62	96.43	97.09	98.39	-1.99%
易盛东证棉糖指数	75.59	75.27	75.33	75.72	-0.59%

指数名称	开盘价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	966.6	967.1	960.21	962.9	-7.09
易盛农基指数	1226.94	1227.57	1219.04	1222.6	-8.42

