

涨太快惹担忧 小心债牛“急刹车”

□本报记者 王姣

近期市场情绪波动加大，利率债再度成为大类资产中最大的“赢家”：尽管风险偏好一度明显回暖，中债10年期国债收益率仍毫不犹豫地打破3.27%关口，再度刷新本轮牛市低点。

究其原因，国内经济仍有下行压力，宽货币政策延续，是目前市场依然看好债牛的主要逻辑，美债收益率回落也为中债续涨腾出空间。不过，在几乎“无人看空”的情况下，一些投资者对债市重蹈年初股市覆辙的担忧有所升温。

“多头过于一致，一些波动可能导致踩踏，成为当前市场可能面临的最大风险。”机构分析称，债牛下半场博弈需谨慎，建议投资者离“门口”近一点。

挡不住的“牛气”

最近两周，利率债收益率再现陡峭化下行。Wind数据显示，11月26日以来，中债10年期国债收益率从3.42%快速下探至3.2678%，不到两周下行了15个基点，刷新2017年3月底以来的新低；同时，中债10年期国债开债收益率以更快的速度下行了24个基点，刷新2016年12月中旬以来新低至3.6752%。

“上周大类资产的走势看，如果说突发事件主导了后半周市场行情，前半周债市则基本上走出了独立上涨行情。”市场人士点评称。

复盘来看，尽管上周初市场情绪明显回暖，股市、商品和人民币汇率齐涨，债券市场依然继续走牛，中债10年期国债收益率无视风险偏好修复大幅回落了7个基点，几乎是畅通无阻地跌破了3.28%关口。

究其原因，国内经济下行压力较大，货币政策维持稳健偏松，债牛将继续前行的市场预期非常牢固。

机构分析称，一方面，近期资金面仍呈宽松格局，资金利率整体低位运行使得债市存在稳定的加杠杆套利空间，交易盘加杠杆套利意愿有所提高。另一方面，11月以

信用债投资需精挑细选

□本报记者 王姣

随着“宽信用”政策发力，信用债融资改善，市场对民企债和城投债的风险偏好也明显回升，叠加利率债收益率大幅下行的带动，信用债一、二级市场整体表现向好。

“由于近期又有债券违约，且债务展期逐渐增多等，投资者对于低等级信用利差走扩的担忧略有增长。不过由于前期民企扶持政策仍在推进，市场也并未过分悲观。”分析人士指出，展望2019年，信用债市场将进一步分化，信用利差仍将走阔，建议投资者精挑细选，在防范信用风险的基础上，以优质信用债为主展开配置。

风险偏好整体回暖

11月份以来，政策面延续“宽信用”基调，政策支持力度和密度进一步加大，信用债融资额大幅提高，债券融资的“宽信用”初见效果。

“受债市收益率下行推动，企业发债意愿有所好转，叠加部分贷款和非标融资需求转向债券发行，信用债11月净融资规模达到2786亿元，较前期有明显增加。”中泰证券固收研究齐晟团队称。

进一步看，12月第一周，信用债净融资额继续大幅上升。据国金证券数据，上周产业债共发行新券171只，其中公司债最多，发行额为65.61亿元，占比36%；主体AAA评级的数量最多，发行额为112.159亿元，大约占比64%；而国企发行额145.259亿元，占比80%。

再看二级市场上，11月底以来，中债3年期AA+级中短期票据到期收益率从4.16%大幅下行至4.04%。

“11月以来宽信用政策发力，信用债发行人再融资风险下降，短期内信用违约风险降低，市场对民企债和城投债的风险偏好也明显回升。”海通证券宏观固收研究姜超团队表示。

信用分化仍将加剧

总的来看，民企扶持政策密集发布和债券违约数量下降，一定程度上提振了市场信心，11月以来中短久期信用债利差整体收窄。但值得注意的是，11月19日之后又出现了4家新增违约发行人，投资者对于低等级信用利差走扩的担忧较10月份略有增长。

姜超团队指出，11月以来市场仍新增了8个债券违约主体，同时城投非标违约再现，这一方面是由于无论是民企还是城投，信用基本面尚未好转，另一方面融资环境的好转更利好龙头，尾部发行人受益不多。

机构普遍认为，2019年再融资结构分化加剧，龙头企业、盈利能力较强、现金流较充裕的企业仍有较好的配置价值，弱资质主体违约风险则可能进一步释放，预计未来中高等级信用债的表现仍优于低等级信用债。

中金公司指出，金融机构和市场资金的信心，本质上来自于企业资产负债表的修复和新的有力加杠杆主体的出现，而这又要看财政政策发力和银行表内风险偏好提升的力度。各项政策带来的小范围白名单的产生，可能更多表现为民企或低评级板块内部的分化，而不是高低评级间利差的全面压缩。

“建议精挑细选，在防范信用风险的基础上，以优质信用债为主展开配置。”姜超表示。

来，经济数据表现不佳，叠加经贸关系不确定性，市场对经济的悲观预期有所升温，长端收益率开始加速下行，交易行情启动也使得市场加杠杆意愿增强。

“四季度以来，债券投资者为了追求更高的回报，开始延长组合久期，即开始积极买入期限更长的债券，从而驱动中长期债券收益率更快的下行。”中金公司固收研究陈健恒团队表示。

此外，近期美债收益率的回落也为中国债券收益率下行腾出空间。由于美国加息预期大幅回落，近期10年期美债利率大幅下降，目前已经降至2.85%，比11月的峰值水平下降逾40个基点。

市场最大的担忧

在融资需求走弱以及债券收益率快速下行的背景下，目前市场对于债券牛市延续仍有预期。但看多预期高度一致，并不代表市场没有担忧，尤其随着收益率不断创出阶段新低，不少投资者对债市重蹈年初股市覆辙的担忧有所升温。

国泰君安固收研究覃汉团队分析称，近期长期端利率在基本面相对稳定的情况下加速下行，出现“泡沫化”的两个特征：其一，债市已经涨到无人敢看空，特别是指标券10年国债180210呈现加速起顶迹象，涨势与2015年上半年的“神创”行情类似；其二，内资机构因为受到相对排名考核的压力，在如此强的赚钱效应下，右侧追涨的特征非常明显。

“参考2017年年底市场对于2018年股债虚弱延续的主流预期被迅速证伪，在当前债市行情过分透支明年上半年的悲观预期后，如果一致预期发生反转，就算债券牛市仍然会延续，也不排除出现大跌的可能。”覃汉团队表示。

业内人士透露，鉴于2016年债券收益率低位被套的经历仍历历在目，不少投资者对于后续债券是否可能出现套牢风险也持疑虑态度。

“由于债券收益率最近下行较快，略超市场预期，我们在主要风险中增加了‘多头

过于一致，一些波动可能导致踩踏’的选项，事实上投资者对该风险的担忧也的确比较大，成为当前市场可能面临的最大风险。”陈健恒团队称。

陈健恒团队指出，当前交易盘多头过于一致和臃肿，经济下行压力大、融资需求没有改善、房地产政策没有放松、非标继续受限，国际经贸关系的不确定性、美联储加息进度趋缓等，都在支撑国内债市走牛，市场似乎看不到明显的利空因素。“但如果上述其中一点或几点发生转变，届时带来的波动可能会导致债市踩踏，或成为近期债市最大的风险。”

乐观谨慎为宜

尽管一些债市投资者担心高位套牢，但从整体大类资产的角度看，机构仍然认为，中短期看，债券等避险资产仍将是较好的配置品种。这也就意味着，债市仍将有走牛的空间，只是投资者在乐观中应保留一份谨慎。

截至12月10日，中债10年期国债收益率年内已下行了63个基点，10年期国债期

■ 观点链接

申万宏源：明年收益率继续下行

展望明年，预计宽信用政策和财政政策都将将进一步发力，而货币政策也将随之配合，维持流动性合理充裕，2019年货币政策逐步从初级阶段进入终极阶段，预计将进一步看到降准降息，R007继续下行，为债市长短端收益率再度打开下行空间。

广发证券：进入下行周期中后段

从趋势来看，2019年无风险利率进入下行周期中后段。预计2019年上半年，经济下行压力将进一步显现，宽货币宽信用政策经济托底，流动性支持期限利差和高等级信用利差的压缩，无风险利率下行；2019年下半年经济和金融数据企稳，风险偏好修复，利率区间震荡，或小幅上行。

货主力合约上涨约4.42%；沪综指则大幅下跌逾21%，人民币兑美元汇率贬值6.17%，Wind商品指数下跌了0.9%。

“今年在国内大类资产中，唯一的赢家是利率债。即使放眼全球金融市场来看，今年国内债券的表现都算上佳。”陈健恒团队认为，明年基本面和政策面仍有利于国内债市，在房地产逐步回落的带动下，随着融资需求回落，债券收益率将跟随广谱利率延续下行。

短期而言，不少机构认为，12月跨年资金压力较大，将制约收益率进一步下行空间，市场再现11月快牛行情的可能性不大。如申万宏源证券指出，资金面的正常季节性波动不会引发债市长端的显著调整，但从往年情况来看，年末也难形成快牛行情。

覃汉团队进一步提醒投资者，从对过去多轮牛市上下半场的统计来看，进入牛市下半场大概率会出现短端利率见底，且期限利差收窄，这一迹象几乎已经探明。如果机构“抢跑”了货币政策，实际上已经是在透支明年的行情，而“抢跑”的逻辑则在于明年二季度之前做多都是安全的。

方正证券：收益率波动可能加剧

收益率后续下行的斜率可能会下降，收益率的波动也可能更加剧烈，对负债不稳定的账户来说，短期跨年的资金面就是一个值得警惕的因素。我们仍然推荐配置长久期且流动性优的品种，但杠杆不宜过高，仓位需随波段相机抉择。

华创证券：经济预期有望得到修正

短期来看，在国际经贸关系不确定性带来的悲观预期和资金面依然宽松带来的加杠杆套利需求推动下，交易情绪仍有望延续。但中期来看，随着11月经济数据的小幅改善，以及前期出台的一系列稳增长政策逐步见效，市场对经济的悲观预期有望得到修正。（王姣 整理）

甲醇期货“寒意浓”

中财期货研究员徐金乔表示，甲醇期货在上周强势反弹之后昨日大幅大跌并封于跌停板，主要是受以下因素影响：其一，市场对甲醇供应下降这一利多预期被证伪；其二，从下游需求看，近期MTO需求再次下滑，南京惠生和阳煤恒通装置出现故障，蒲城也重新传出故障停车传言，且目前外采烯烃单体聚合的利润仍高于外采甲醇制烯烃的利润，因此兴兴MTO装置仍未传出开车计划；其三，从库存来看，上周甲醇港口库存虽然继续下降，但仍然高于去年同期，且降幅也不及去年同期，其中下降主要原因为长江封航牵制，但上周末港口已全面解封，后续进口船货将集中卸货，预计港口将重回累库格局。

累库风险不容忽视

姚瑶表示，冬季期间，国内上游天然气制甲醇装置有停车和降负情况，但今年环保不及预期，煤以及焦炉气制甲醇开工偏高，近期甲醇价格下跌后上游利润虽有走差，但并未达到逼停装置地步。后期供应将因天然气制甲醇装置停车而受限，但

在国内煤及焦炉气制甲醇装置运行相对稳定预期下，整体供应将高于去年同期。国外方面，目前中东和东南亚地区装置开工较好，进口利润修复，伊朗货物大量涌入中国，预计12月从伊朗进口到中国的甲醇量将在30—35万吨，高于今年平均水平。

从下游来看，目前烯烃需求仍乏力，浙江兴兴MTO装置10月中旬以来维持停车，2019年2月前重启概率不大，而烯烃新装置的需求增量在2019年一季度及之前兑现的概率较小。进入年底后，甲醛等传统需求将进入淡季，需求将下滑。此外，受环保政策影响，今年的甲醇燃料需求未能重现去年的爆发式增长，不及市场预期。

对于后市，姚瑶表示，在甲醇基本面没有改善迹象，且缺乏向上驱动的情况下，预期甲醇价格将维持低位运行。

徐金乔则表示，考虑到目前甲醇期货1901合约持仓过大，空头存在交割风险，且在2300元/吨附近存在成本支撑，因此，整体来看，短期内期价继续下跌空间有限，或以弱企稳为主，关注油价走势及甲醇库存变化。

驱动因素

产业链中下游都有较大的原料和产成品库存压力，叠加进口持续到港后的累库存预期，未来大概率仍需要通过降价去库存，进而带来利润结构的调整，这将持续给盘面带来压力。”中信期货分析师表示。

对于后市，中州期货分析师表示，纸浆期价反弹遇阻回落，短期或将再度考验前期低点支撑，目前逢高偏空思路对待。

瑞达期货分析师表示，纸浆期货下方考验4950元/吨一线支撑位置，上方测试5300元/吨区域压力位，短线或区间波动。

金瑞期货

网络管理专家

金瑞期货新年巨献

2019年度投资秘籍新鲜出炉

详情扫描右二维码

查阅“金瑞期货2019年年报”

公司地址：深圳市福田区彩田路南方大厦广场A座31-32楼

全国电话：400 888 8208 网址：www.jrqh.com.cn

中国期货市场监控中心商品指数（12月11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	84.19				84.41	-0.22	-0.27
商品期货指数	941.64	939.3	942	936.24	941.5	-2.2	-0.23
农产品期货指数	838.6	835.05	839.48	832.29	837.11	-2.06	-0.25
油脂期货指数	456.02	449.98	456.4	448.47	454.1	-4.12	-0.91
粮食期货指数	1225.64	1228.49	1232.41	1223.91	1225.32	3.18	0.26
软商品期货指数	773.23	771.43	773.36	768.6	773.22	-1.8	-0.23
工业品期货指数	985.3	982.41	985.85	978.96	985.87	-3.46	-0.35
能化期货指数	666.5	656.76	668.42	652.88	667.43	-10.66	-1.6
钢铁期货指数	1038.95	1040.82	1044.17	1028.99	1039.69	1.14	0.11
建材期货指数	935.28	938.14	940.68	931.02	936.34	1.8	0.19

■ 记者观察

降准料来年再见

□本报记者 张勤峰

11日，央行逆回购操作连停时间纪录被刷新至33个工作日，但随着年底临近，货币市场流动性逐渐进入波动高发期，央行不太可能一直保持“沉默”。有观点认为，央行逆回购连续停摆是在“憋大招”，降准或随后就到。但综合来看，年底降准可能性并不大，下一次降准窗口可能在春节前打开。

11日，央行未开展逆回购操作。这是10月26日以来，央行连续第33个工作日未开展逆回购操作。也是自那时开始，央行短期流动性投放几乎陷入停滞。关于这背后的原因，市场上主要有如下两种看法：

一是流动性仍合理充裕，资金成本仍低，还没到迫切需要央行投放流动性的地步。12月初以来，银行间市场代表性的7天期回购利率DR007最低跌至2.44%，12月11日DR007回到2.52%，仍低于2.55%的央行逆回购利率。这意味着，市场参与者从二级市场融入资金的价格，甚至比从央行处获取资金的价格还低，对央行投放流动性的需求不强，央行也就没有必要净投放流动性。二是为稳定汇率有必要维持适度利差，避免市场利率过低。近几个月，随着市场利率下行，中外利差收窄，部分期限的在美国债利率发生倒挂。在当前经济形势下，人民币兑美元汇率与中美利差之间表现出较强相关性。鉴于12月美联储加息概率较高，控制短端利差在合理区间仍有必要。

总的来看，年底前再降准的可能性并不太大。不少市场机构预计，2019年春节前或是较好的降准时间窗口，因春节前后流动性摆布需求大，且存在例行普惠金融定向降准考核。

银河期货玉米收入险项目完成理赔

□本报记者 王朱莹

近日，在大商所的支持下，由银河期货有限公司（以下简称“银河期货”）联合中国人寿财险有限公司（以下简称“人保财险”）共同推动的“辽宁阜新玉米收入险”项目顺利完成理赔，总计赔付144万余元。该项目为2018年大商所推出的“农民收入保障计划”备案项目之一，也是银河期货运用期货市场服务实体经济的又一实际行动。

此次收入险项目的服务对象包括阜新地区庆年家庭农场、集众玉米种植专业合作社等2个农业经营主体，覆盖种植面积4.45万余亩，涉及玉米现货2万吨。保险周期为2018年6月15日至10月15日，共计4个月。总保费200.16万元，由银河期货垫付80%，农户自缴20%。为确保理赔效果，切实保

金价将持续乐观

□美创鑫裕 杨艺

本周市场避险情绪再度升温，金价小幅回落后选择继续上涨。随着美国加息预期降温，美元涨势受到限制。加之美股震荡，市场担心全球经济增速放缓，黄金配置价值显现。

上周美国11月非农报告显示，美国11月季调后非农业人口新增15.5万人，预期为20万人，前值下修为23.7万人；美国11月失业率录得3.7%，前值为3.7%；美国11月平均每小时工资年率录得3.1%，前值为3.1%；总体就业数据和工资数据都低于预期，暗示着美国部分经济活动有所放缓，可能会加剧人们对美国经济健康状况的担忧，并降

东证·大商所商品指数（12月11日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	94.70	94.24	94.33	94.59	-0.37%
跨所能化指数	99.68	98.51	99.01	100.89	-2.36%
东证大商所农产品指数	93.41	92.87	93.01	93.28	-0.44%
东证大商所煤炭指数	99.36	99.18	98.84	99.55	-0.36%
东证大商所能化指数	102.10	100.84	101.10	102.75	-1.86%
东证大商所工业品指数	91.61	91.08	91.01	91.93	-0.93%
易盛东证能化指数	95.09	94.01	94.62	96.36	-2.64%
易盛东证糖棉指数	75.18	75.04	75.00	75.08	-0.05%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（12月11日）					
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌
易盛农指指数	964.07	964.97	959.56	962.97	-0.21
易盛农基指数	1222.39	1222.55	1213.45	1216.37	-3.14