

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下破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%。

“从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

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经济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年国开债180210呈现加速赶顶迹象,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年股强债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膨胀,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

货主力合约上涨约4.42%;沪深指则大幅下跌逾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是安全的。

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。

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周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)

■记者观察

降准料来年再见

□本报记者 张勤峰

要,流动性不宜过度充裕。

不过,随着年底临近,货币市场流动性逐渐进入波动高发期,短期资金面已出现边际收敛迹象,货币市场利率也从低位反弹,后续仍存在上行可能,央行不太可能一直保持沉默”。有观点认为,不排除央行直接降准,在投放长期流动性、推动信用扩张的同时,兼顾年底流动性维稳需求。

但基于前述两点考虑,预计央行对短期内大规模投放流动性的仍会比较谨慎。

首先,年底有大规模财政支出,不考虑时点因素影响,年底流动性总量是有保障的,对于企业缴税、监管考核等时点性因素可能引起的流动性波动,央行可以在财政支出到来前通过逆回购、MLF等工具进行调节。如果实施降准加上财政大额投放,势必会大幅推高流动性总量,难免会造成货币淤积在市场上。

其次,年初个人购汇额度将重置,在年底、年初这个时候降准,可能影响市场汇率预期,加剧汇率波动。

最后,本月有两笔合计超过4000亿元的MLF到期,倘若央行确实有意在月内开展MLF操作,较大概率是通过置换式操作进行,即不续做MLF而实施降准,但央行目前已对第一笔到期MLF进行续做,年底前再开展MLF的理由就不足了。

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

护农民利益,银河期货与人保财险结合阜新地区地形与气候的特点,为当地农户量身定制了玉米收入险产品。

该保险产品以投保前一天大商所玉米期货C1901合约为收盘价为目标价格,以当地政府公布的历史5年平均产量为目标产量,理赔结算价格按照保险到期日前一个月(覆盖当地玉米收割至销售期)玉米期货C1901合约每日收盘价的算术平均价确定,实际产量由第三方机构在收割前进行测算,当农户实际收入低于目标收入时,就会获得相应的赔付。2018年,阜新地区再次遭遇干旱天气,尽管秋收时玉米价格上涨,但是农户面临减产减收的难题。玉米收入保险既保价格又保产量的特点,恰恰够破解这一不利局面,有效保障了农民的收入。

此次收入险项目的服务对象包括阜新地区庆元家庭农场、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,涉及玉米现货量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

低美联储明年加息的可能性。

然而近日美联储高官的发言却令12月的加息不确定性增加。其中圣路易斯联储主席布拉德建议美联储推迟12月加息,是美联储中第一位公开谈论推迟12月加息的成员,由于非农数据同时作为美联储在货币政策调整上的参考之一,美联储11月会议纪要上已有数位官员赞成需更加依赖经济数据,应验了美联储可能在2019年需要调整加息步伐。当前CME“美联储观察”最新数据,美联储今年12月加息25个基点至2.25%-2.5%区间的概率为82.7%,而对2019年的加息步伐,市场普遍预测美联储或在明年3月加息一次,6月加息一次,而后停止加息。

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%
东证大商所煤焦炭指数	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	91.93	91.93	-0.93%
易盛东证能化指数	95.09	94.01	94.62	96.56	-2.64%
易盛东证棉糖指数	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	结算价
易盛农期指数	964.07	964.97	959.56	962.97	-0.21	962.48
易盛农基指数	1222.39	1222.55	1213.45	1216.37	-3.14	1217.84

甲醇期货“寒意浓”

□本报记者 马爽

继12月4日创下阶段新低2300元/吨之后,甲醇期货一度迎来强势反弹。不过好景不长,昨日主力1901合约跌停。分析人士表示,目前甲醇市场供应端、需求端均存在较大压力,且原油小幅反弹后再度走弱,也导致能化板块整体氛围偏空。不过,考虑到甲醇价格存在成本支撑,后市进一步下跌空间或有限,或以低位运行为主。

期价遭遇跌停

继周一阴跌后,昨日甲醇期货进一步下探,主力1901合约收报2397元/吨,跌127元或5.03%,持仓量减少91216手至611912手。

“目前甲醇市场供应端和需求端均存在较大压力。”新湖期货分析师姚瑶表示,上周市场一度传出利多消息,但随后被证伪,本周山东上游新装置有即将投产消息传出,而港口一套下游烯烃装置检修,多重利空下甲醇价格急剧下跌。

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

驱动因素,且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。

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

纸浆期价短期难“翻身”

□本报记者 马爽

最新数据显示,11月造纸价格指数为1119.51点,环比下跌10.77%,同比上涨2.33%。

瑞达期货分析师表示,造纸价格指数环比下跌主要受包装用纸市场继续下跌影响。由于国内经济下行压力较大及出口贸易减少导致包装用纸需求萎靡。另外,秋冬以来,国内环保高压下,中小造纸厂家被迫关停或减产,各地纸制品库存高企,市场需求疲软,导致价格进一步下跌,短线纸浆价格可能维持低位整理走势。

“12月国内纸厂停机消息仍不断,临近年底包装纸市场有望迎来春节需求旺季,但目前纸厂库存偏高,企业年底去库存回笼资金心态较浓,短期市场利多消息有限,未来一段时间仍以消化库存为主。”中州期货分析师表示。

现货方面,山东地区进口针叶浆现货报价相对平稳,智利银星均价5575元/吨。

广东地区木浆现货市场供应量平稳,针叶浆智利银星报价5600-5700元/吨。

短期可逢高偏空

从基本面来看,中信期货分析师表示,最新的全国厂商库存天数水平显示,10月份针叶浆和阔叶浆分别为32天和41天。与历史数据对比来看,针叶浆库存仍处高位,阔叶浆处于正常水平,且考虑到年底需求偏淡,而供应稳中回升,累库预期依然强烈,叠加目前库存偏高,厂商正面临较大的去库存压力。截至11月底,常熟和青岛港口库存分别为54万吨和90万吨,青岛库存持续创新高,压力非常大,且近期港外的阔叶库存大幅累库,预计阔叶浆将再次拖累针叶浆。

从纸厂成品存货水平来看,剔除木浆价格因素后,10月存货为980万吨,自2017年9月以来持续累库,目前处于中等偏高水平