

高调“返场” 外资买债焕发“第二春”

□本报记者 张勤峰

曾在2018年上半年债券牛市行情中有过不俗表现的境外机构投资者“杀”回来了。中央结算公司数据显示,2018年12月,境外机构投资者持有的中国债券规模出现恢复性增长,且单月增持规模接近历史高位。业内人士认为,中国债市持续上演牛市,政策红利不断释放,而全球债市同步增强、人民币贬值风险缓解,进一步减轻外资参与的顾虑,外资买债正焕发“第二春”。

境外机构“杀”回来了

2018年末,债券市场再掀起一轮快牛行情,市场收益率在快速下行的同时,迭创本轮牛市新低。广义基金类投资者加大买入力度,继续充当行情“发动机”;银行、券商纷纷跟进,为快牛“添柴加火”;外资“高调返场”,送上惊艳“助攻”……中央国债登记结算有限责任公司(简称“中央结算公司”)最近更新债券统计月报,勾勒出这样一幅岁末债券牛市盛景图。

据中央结算公司统计月报,2018年12月,银行间债券市场债券托管量增加6612亿元,较上个月多增2724亿元。主要机构投资者中,非法人产品户(广义基金)债券托管量增加4299亿元,持仓增加额远超其他投资者,连续两个月成为银行间债市的最大买家;当月商业银行债券托管量增加2103亿元,虽不及广义基金,但较上个月多增将近500亿元,表明在年末地方债供给减少的情况下,商业银行也加大了对其他债券的投资力度;当月证券公司托管量增加400亿元,增持规模创出过去9个月新高;尤其值得一提的是,2018年12月,境外机构的债券托管量大幅增加8272亿元,不仅止住了此前托管量下滑的势头,持仓增加额还径直回到历史高位水平附近。

曾经在2018年上半年债券牛市行情中有过不俗表现的境外机构投资者“杀”回来了。

逼近卖方交割成本 苹果期价续跌空间有限

□本报记者 马爽

自2018年11月中旬创下阶段新高12626元/吨,苹果期货主力1905合约便展开震荡下滑,2019年1月7日盘中一度创下逾五个月新低10534元/吨。

分析人士表示,现货市场疲软,叠加苹果期货合约技术面上依然偏空,均使得期价继续承压。不过,随着价格不断下调,已逼近卖方交割成本。因此,在技术面和基本面多空交织的情况下,期价或将延续寻底企稳过程。

期价再创阶段新低

1月7日,苹果期货继续下探,主力1905合约最低至10534元/吨,创下2018年7月26日以来新低,盘终收报10615元/吨,跌125元或1.16%。

瑞达期货农产品组分析师表示,元旦假期后,大部分客商主要以消化前期备货为主,走货速度节奏放慢。

据中国苹果网统计,栖霞苹果产区整体交易不温不火,出口以及发市场客商拿货量都不甚多,目前多数客商仍在消化圣诞货源,春节备货零星,客商随行补货,好三级货受客商欢迎,但剩余额不多。纸袋富士80#以上三级果价格在2.5-3元/斤,纸袋富士80#以上果农货一二级价格在4-5元/斤。

从技术面上看,格林大华期货研究员王立力表示,苹果期价下跌趋势未改,合约价格形成双顶走势后,基本进入缓慢下跌趋势行情。随着成交量萎缩多头逐渐获利离场,加上空头资金强势打压,市场悲观情绪较为浓厚,下跌趋势一方面需要现货基本面支撑,另一方面也需要资金面逐渐恢复理性。短期来看,1905合约价格跌破11000元/吨重要关口后仍无技术面止跌迹象,考验基本面成本支撑时期已经到来,是否企稳是目前首要关注的因素。

基本面仍存支撑

从基本面来看,王立力表示,减产是造成目前苹果销量少、价格高的主要因素,随着库存和时间逐日消磨,可交割苹果稀缺是大概率事件。从期货市场持仓情况来看,卖方交货困难程度较大,后期基本面存在较强支撑。

“苹果现货市场虽然走货平平,但供需均衡价仍保持高位平稳,尤其是优质果,价格较为坚挺,按照目前前期货交割标准,现货市场对标一级果成本在11000元/吨左右,加上冷库费大约在500元-600元/吨,已交割及交割中的1812合约、1901合约进入交割月均价符合预估成本,目前1905合约价格跌至11600元/吨一带,已逼近卖方交割成本,短期不排除市场恐慌情绪带动资金做空的积极性,但跌破成本价后,买方积极性会促使期现回归,预计价格继续下跌空间不大。”王立力表示。

展望后市,王立力表示,技术面上看,苹果期货1905合约价格跌破11000元/吨再次进入下跌趋势,但基本面已经进入成本支撑价位。在技术面和基本面多空交织的情况下,期价进入到考验成本支撑阶段,仍为寻底企稳过程。

操作上,瑞达期货农产品组分析师建议,对苹果期货1905合约短期仍以逢高抛空为主,下方测试10500元/吨支撑。

期货/债券

增持热情一度降温

近年来,境外机构投资者成为中国债券市场上的一道靓丽“风景线”。2017年市场剧烈波动,也丝毫没有影响其增持中国债券的热情。2018年上半年,在传统债券配置力量缺位的情况下,利率债牛市的上演更与境外机构的持续大举增持不无关系。

据中央结算公司披露,自2017年3月开始,境外机构的债券托管量出现了持续达20个月的正增长。2018年6月,境外机构债券托管量增加871亿元,创下历史纪录。

然而,从2018年三季度开始,境外机构增持力度逐渐减弱。2018年7月,境外机构债券托管量的增加额缩减至582亿元,9月降至302亿元,10月直接降到2.5亿元,11月则减少183亿元,是2017年3月以来首次出现托管量下降的情况。

招商证券谢亚轩团队指出,影响国际资本进入中国债市的主要有两大因素:制度性因素和周期性因素。近年来,中国资本市场不断扩大开放,人民币国际化取得显著进展,制度性红利持续释放;同时,2017年人民币重现升值,本币利率走高拉开中外利差,提升人民币债券的吸引力;制度性因素与周期性因素共振,刺激外资在2017年以来加大对中国债券投资力度。

不过,2018年中国债市表现一枝独秀,使得中外利差水平快速收缩。据统计,2017年11月,中美10年期国债利差一度接近170基点,1年后,在2018年11月两者利差一度降至不足30基点的历史低位。

利差收窄降低了中国债券对外吸引力,人民币贬值进一步打击境外投资者持有人民币债券的热情。从2018年4月开始,人民币对美元出现新一轮贬值。以中间价测算,人民币对美元中间价从2018年4月高点6.2764元一路跌至11月最低的6.9670元,最多时贬值了将近11%。

历史经验表明,对于境外机构来说,人民币债券的相对利差及人民币汇率走势对

其投资收益率具有较大的影响。2018年这两方面的变化对境外机构都不太有利。

对外吸引力重新增强

但也要看到,中国经济长期增长、资本市场不断开放等因素才是外资持续增持中国债券的核心驱动力。这些核心影响因素没有变化。利差和汇率变化造成的充其量是短期波动,不会影响长期趋势。

即便从周期性因素来看,近期也再度出现积极变化。一方面,随着美元涨势放缓和逆周期调节发力,2018年11月以来人民币逐渐摆脱单边贬值,呈现低位企稳运行特征,2019年1月7日,人民币对美元中间价报6.8517元,已较2018年11月初低点反弹1.65%。不少机构预计,随着美国经济见顶,美联储政策拐点渐近,美元指数上行空间有限,人民币贬值压力减轻。另一方面,美债收益率扭转上行势头,中美利差开始自低位回升。从代表性10年期国债来看,最近由于美债收益率快速下行,中美国债利差已回升至约50基点。

■ 观点链接

平安证券:外资参与度不断提升

债市开放不断深化决定了外资对国内债市影响力将逐步增强。目前境外投资者可通过CIBM、QFII、RQFII以及债券通四种途径参与我国债券市场。外资在我国债券市场的投资范围也不断拓宽。2018年3月,彭博宣布将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数。我国债券市场在开放环境下有望纳入更多全球债券指数,将吸引更多境外投资者参与。

海通证券:主要指数“拥抱”中国债券

据估算,纳入彭博巴克莱全球综合指数,2019年4月至2020年11月资金流入上下

0.04%;此外,5年期国债期货主力TF1903小涨0.06%,2年期国债期货主力TS1903则下跌0.01%。

相比之下,利率债一级市场延续强势格局。农发行于7日招标两期增发金融债,其中标收益率均低于二级市场水平,且全场投标倍数均在5倍左右,需求旺盛。

市场资金面也是一派宽松景象,货币市场利率纷纷走低。1月4日,央行宣布降准1个百分点,分两步实施,有力提振了市场对流动性平稳跨春季的信心。

表现异常平淡

债券市场是降准的直接受益者,然而,央行宣布降准后的首个交易日,债券市场表现异常平淡。

7日,银行间债券市场收益率基本持稳。作为市场风向标的10年期国债活跃券180210开盘成交在3.59%,反倒较上一交易日尾盘上行约1.5bp,在最高成交到3.62%之后,180210成交利率有所回落,尾盘下行至3.58%,回到上一交易日尾盘的水平。

7日,中金所10年期国债期货主力T1903合约早间低开高走,随后转为横盘,全天窄幅震荡,收报97.935元,涨幅0.04%;此外,5年期国债期货主力TF1903小涨0.06%,2年期国债期货主力TS1903则下跌0.01%。

相比之下,利率债一级市场延续强势格局。农发行于7日招标两期增发金融债,其中标收益率均低于二级市场水平,且全场投标倍数均在5倍左右,需求旺盛。

警惕短期波动

在资金面宽松、一级行情向好的情况下,债券二级市场行情缘何如此平淡?机构分析认为,原因或有两方面。

一是此次央行降准基本在市场意料之中,前期上涨对此已有反映。2018年末以来,债券市场重启一波快牛行情,180210成交利率在3周时间里迅速从3.8%以上下行至3.6%以下,不断改写本轮牛市以来新低。对2019年初市场资金面回暖及央行继续降准的预期是促使近

利多占据优势 原油短期反弹有望持续

□本报记者 马爽

近期,内外盘原油市场均出现显著的抗跌情绪,价格也迎來大幅反弹,并带动下游能化品走升。分析人士表示,进入OPEC减产月,上游供应压力将逐步减缓,叠加美国石油钻机数录得降幅,均对油价构成支撑,油价短期反弹有望持续,但考虑到美国和俄罗斯原油产量仍保持在高位水平,关注后市整数关口附近突破情况。

内外盘携手大幅反弹

近期,国内外原油市场携手迎來显著反弹。自2018年12月下旬以来,NYMEX原油期货、布伦特原油期货主力合约分别自42.36美元/桶反弹至49.06美元/桶、50.22美元/桶反弹至58.37美元/桶,区间累计涨幅均超15%;国内原油期货主力1903合约自351.6元/桶震荡回升至411.5元/桶,区间累计涨幅超17%。

中信建投期货分析师李彦杰表示,一方面,美联储主席鲍威尔表态聆听市场、对加息有耐心、必要时调整缩表不犹豫,外加美国12月非农新增就业31.2万人远超预期,共同提振美股大涨进而改善市场情绪。另一方面,贝克休斯数据显示,截至1月4日当周,美国石油活跃钻井数减少8座至877座,加之Kpler数据显示,2018年12月从OPEC国家发往美国的原油船货降至163万桶/日,低于11月的180万桶/日,均对油价形成利好支撑。

“商品之王”原油大涨也带动下游化工商品普遍走高。截至1月7日收盘,国内

沥青期货主力1906合约收报2770元/吨,涨72元或2.67%,创下日线“三连阳”;燃料油期货主力1905合约收报2526元/吨,涨60元或2.43%,亦创下日线“三连阳”。

随着油价进一步反弹,叠加国内近三年首度迎來全面降准,均给予化工品期货一定的提振。对于化工品期货而言,因春节前需求端难有实质性改善,主要逻辑仍需要看成本端变化,而对未来需求乐观前景的种种预期,仍有待产业数据验证。

关注整数关口突破情况

“国际油价渐入上行通道。”广发期货发展研究中心油金组分析师认为,进入OPEC减产月,上游供应压力将逐步减缓,从盘面上看,1月7日,大商所铁矿石期货主力1905合约早盘以513元/吨小幅高开,开盘后价格震荡走高,盘中最高触及515元/吨,最低下探5065元/吨,最终收报5145元/吨,较上一交易日收盘价上涨1.78%,持仓量较上一交易日减少29700手。

分析人士指出,近期中美两国货币政策先后释放利好信号,市场情绪备受提振。目前轧钢厂限产部分解除,需求端有所改

利差和汇率层面的变化,令中国债券对外资吸引力重新增强。2018年12月,外资恢复大举增持中国债券,有力证明了这一点。

往后看,随着央行推动更多宽松举措,投资者普遍看好2019年中国债市表现。在人民币贬值风险可控的情况下,中国债市的资本利得空间依然具备吸引力。

另外,全球主要债券指数纷纷计划或考虑将中国债券纳入,将从中长期吸引更多外资进入我国债券市场。从2019年4月开始,中国国债和政策性银行债券将被逐步纳入彭博巴克莱全球综合指数。这是中国债券市场首次被纳入全球主要债券指数。花旗债券指数和摩根大通新兴市场指数也表示考虑将人民币债券纳入统计范围。

中央结算公司数据显示,截至2018年末,境外机构持有的中国债券规模为15070亿元,较2017年末增加了五成,但在银行间债市占比还不到3%;与国际上很多国家相比,外资在中国债市参与度还有很大提升空间,外资买债有望焕发“第二春”。

招商证券:债券牛市未完

根据历史经验,货币周期扩张开启利率下行,宽货币是债牛的生命线;信用周期扩张进一步推动行情深化,带来主升浪;经济周期企稳预示宽货币与宽信用见顶,债牛终结。2018年初以来货币周期已确定扩张,但随着资金利率触底及政策底以及1年国债与资金利率倒挂,宽货币一度遭遇瓶颈。1月央行降准确认宽货币打破瓶颈,短期利好虽已被提前反映,债券牛市仍将大概率延续。(张勤峰 整理)

限约为1300亿美元和880亿美元,平均每月大约55亿美元的资金流入。若中国债券纳入三大国际债券指数,将会带来总计约2650亿美元的资金流入,折合人民币约1.7万亿元。

招商证券:债券牛市未完

根据历史经验,货币周期扩张开启利率下行,宽货币是债牛的生命线;信用周期扩张进一步推动行情深化,带来主升浪;经济周期企稳预示宽货币与宽信用见顶,债牛终结。2018年初以来货币周期已确定扩张,但随着资金利率触底及政策底以及1年国债与资金利率倒挂,宽货币一度遭遇瓶颈。1月央行降准确认宽货币打破瓶颈,短期利好虽已被提前反映,债券牛市仍将大概率延续。(张勤峰 整理)

利好提前消化 债市淡对降准

期债市上涨的两项重要原因。预期兑现后,部分投资者选择了结获利,抑制债市收益率进一步走低。

二是上周五美债市场出现剧烈波动。在连续下行过后,上周五,随着美国方面公布超预期非农就业数据,美债收益率普遍大幅反弹,10年期美债收益率回升11bp。海外债市表现反复,也在一定程度影响我国债券市场情绪。

兴业证券研报指出,央行降准本质上属于逆周期调控,反映出经济下行压力加大,货币政策关注点进一步向稳增长倾斜,后续货币政策易松难紧,债牛行情仍有延续空间。但短期需警惕利率市场上行节奏过快带来的估值波动风险,要注意控制节奏和久期,大的机会仍需等到宽信用政策利空因素的消化。

海通证券姜超也称,受益于基本面下行、货币宽松加码、美国加息周期即将结束,债市依旧向好。但短期债市上涨较快,而再加上宽信用政策推进与专项债提前发行或使社融增速提前见底回升,需防范债市大幅上涨和降准预期兑现后的短期回调风险。

来自OPEC+的120万桶/日减量无法短期内迅速实现, 将在2019年一季度内阶梯式进行. 另一方面, 美国石油钻机数经过2018年四季度阶段性增加后开始放缓, 并在最近一周录得降幅. 库存方面, 近期数据仍未体现下降趋势, 但累库速度已显著下降. 未来产业基本面将继续修复, 多单继续持有.

信达期货研究发展中心能源化工组则表示,OPEC减产提振油市多头情绪,但美国和俄罗斯原油产量仍保持高位,油市基本面未发生实质性变化。

信达期货研究发展中心能源化工组认为,短期油价反弹有望持续,但NYMEX原油、布伦特原油或分别会在30美元、60美元遇到较强阻力,谨慎操作,短多轻仓参与为宜。

信达期货研究发展中心能源化工组表示,短期油价反弹有望持续,但NYMEX原油、布伦特原油或分别会在30美元、60美元遇到较强阻力,谨慎操作,短多轻仓参与为宜。

铁矿石价格有高位回调压力

观,而钢材社会库存累库进程相对迟缓,但环比明显增加,冬储计划或将陆续提上进程。另外,宝钢上调3月销售价格50元/吨,而保持2月价格不变,或亦利于激励年前现货成交量,进而刺激市场需求。

“整体来看,受前期库存偏低的影响,钢厂近两周对铁矿进行了补库,加之铁矿石港口库存处于年内低位,故铁矿石期货价格仍然受到支撑。”兴业期货表示。

不过该机构同时指出,受环保等因素影响,钢厂日耗继续下降,后期补库空间有限,同时外矿发货出现大幅增长,未来铁矿石供需或趋于宽松,矿石走势或偏弱震荡为主。(王朱莹)

■ 记者观察

人民币汇率预期改善

□本报记者 张勤峰

2018年12月,境外机构恢复对中国债券净增持,侧面反映出海外投资者对人民币汇率走势预期改善。随着美国经济运行变数增多,美联储提前结束加息的可能性上升,2019年人民币汇率贬值压力减轻。

中央结算公司数据显示,在2018年11月出现短暂的净减持之后,境外机构投资者已恢复对中国债券的净增持,且单月净增持规模回到历史高位附近。

回溯历史可见,在外资加大对中国债券投资的大趋势下,外资购债节奏与人民币汇率具有较高相关性。当人民币倾向升值时,外资通常会加大对中国债券购买力度,反之,则会降低购买力度。

2018年4月开始,随着美元再度走强,人民币汇率步入新一轮贬值过程。汇率贬值叠加利率下行,削弱中国债券吸引力,人民币继续贬值的预期,促使外资调整投资节奏。自2018年7月起,境外投资者增持节奏明显放缓,并于2018年11月对中国债券实施了净减持。

2018年12月,境外机构恢复对中国债券净增持,且增持力度回到历史高位,既是2018年11月起人民币汇率企稳,令人民币债券对外吸引力重新增强的体现,某种程度上,也反映出境外投资者对人民币汇率平稳运行的信心增强。

2018年底以来,海外市场环境已出现不小变化,最突出的莫过于美股牛市终结、美债摆脱熊市。美国股债市场此消彼长,传递出市场对美国经济增长前景的担忧。在全球经济复苏本

就步履蹒跚的情况下,美国经济若再现反复,无疑将进一步增加全球经济增长的不确定性。

随着增长和通胀预期的变化,市场对美联储提前结束本轮加息周期的预期不断升温。美债收益率从近年来的高位大幅回落就是最好的例证。美联储的态度也出现微妙变化。继2018年11月底表示,利率水平仅略低于中性利率”之后,美联储主席鲍威尔于上周五表示,尽管美国经济动能稳健,但美联储对投资者所强调的风险十分敏感,并将在制定2019年货币政策时保持耐心;美联储随时准备调整政策立场,并在必要时做出重大改变。虽然美联储未必愿意迎合市场呼声,但已经为必要时的政策调整做好了铺垫。

不少市场观点认为,2019年美元指数上行风险下降,转为下跌的几率在上升,人民币对美元在历经过去一段时间的调整后,继续贬值风险将得到显著缓解。

伴随外部风险因素缓解,人民币汇率走势将重归经济基本面。当前中国经济仍存在下行压力,人民币汇率若要有企稳,仍待经济运行势头的好转。但也要看到,宏观政策正在加大逆周期调节力度,在政策向上的过程中,经济向下的悲观预期有望得到修复。

总之,内外因素的边际变化,均指向2019年人民币贬值风险可控。

短期而言,年初个人购汇额度重置,以及春节前用汇需求上升,使得人民币面临季节性压力,但有关方面或适时加大逆周期调节,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

挂钩大商所商品指数的券商收益凭证产品成功发售

1月7日,由东方证券基于大商所商品指数开发的2只收益凭证产品正式上市。这2只产品挂钩标的为大商所豆粕期货价格指数,分别为看涨和看跌的二元期权收益结构。投资者可根据自己对后市行情涨跌的判断进行选择,若判断正确则获得固定收益加较高的浮动收益,相反则获得保底固定收益,投资者亦可同时购买不同金额的二只看涨、看跌收益凭证,相当于自行组合一只中等收益的固收产品,这样的产品设计受到了市场欢迎,投资者认购踊跃。(王姣)

中国期货市场监控中心商品指数（1月7日）							
指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		83.07			82.78	0.29	0.35
商品期货指数	950.49	951.56	952.09	946.51	949.07	2.49	0.26
农产品期货指数	833.94	833.7	835.6	831.13	833.1	0.6	0.07
油脂期货指数	460.7	459.45	460.86	457.39	459.58	-0.14	-0.03
粮食期货指数	1224.31	1218.93	1227.53	1215.35	1224.62	-5.7	-0.47
软商品期货指数	749.92	750.99	753.11	747.94	748.38	2.61	0.35
工业品期货指数	995.39	998.15	998.91	989.85	993.26	4.89	0.49
能化期货指数	670.13	667.03	670.13	664.16	667.02	0.01	0
钢铁期货指数	1080.71	1087.85	1089.47	1072.66	1078.22	9.63	0.89
建材期货指数	967.26	973.17	974.24	962.56	966.05	7.12	0.74

东证一·大商所商品指数（1月7日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	93.37	94.03	93.72	93.72	0.32%
跨所能化指数	96.77	98.1	97.34	97.34	0.78%
东证大商所农产品指数	93.56	94.15	93.88	93.88	0.29%
东证大商所煤炭矿指数	100.34	100.68	100.47	100.47	0.21%
东证大商所能化指数	103.44	104.38	103.73	103.73	0.63%
东证大商所工业品指数	92.68	93.58	93.07	93.07	0.55%
易盛东证能化指数	89.97	91.44	90.66	90.66	0.87%
易盛东证稀碱指数	72.15	72.52	72.31	72.31	0.29%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（1月7日）					
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌
易盛农期指数	938.56	943.52	936.97	940.94	7.2
易盛农基指数	1180.31	1196	1178.31	1194.12	16.14