

# 外围市场“春风”吹暖农产品期货

□本报记者 张利静

3月以来,工业品期货涨势由强转弱,而农产品期货转强趋势明显。究其原因,业内人士认为,猪周期逆转,股市农产品资产大涨及外盘提振等外围因素主导了本轮农产品止跌反弹行情,后期白糖这一品种基本面拐点预期强烈,或出现明显的多头行情。

## 农产品资产走强中分化

近日,国内农产品资产纷纷走强,其中股票表现最优,主题基金其次,农产品期货则止跌企稳,个别品种出现了较为明显的反弹行情。

同花顺统计数据 displays,今年以来,A股养殖板块涨幅累计超过70%,农产品加工板块同期上涨41.56%。同期上证指数涨幅为21.37%。农业板块表现明显跑赢大盘。在股市相关板块走强的背景下,农业主题基金整体表现优秀,平均收益表现仅次于互联网金融指数。

此外,在上述背景下,大宗商品市场农产品期货由弱转强,3月份以来,文华财经农产品指数累计上涨0.82%,扭转了2月份跌势。具体品种来看,玉米、豆粕出现止跌走势,棉花、白糖、菜籽油期货则出现了小级别反弹。

浙商期货农产品研究负责人吴凌对中国证券报记者表示,自3月以来,农产品期货转强趋势明显,从宏观的角度来看,猪周期受相关疫情的影响提前到来,再加上近期股市转强,农林渔牧板块相关个股涨幅较大,而农产品期货整体处于底部位置,在利多刺激下比较容易有向上的动力。

“2月末各地区猪肉价格同步上涨,预计猪周期拐点有望提前到来,助推CPI进入2019年倒V型走势的前半程。假设猪肉价格在当前水平继续上涨30%,预计二季度CPI有望触碰2.7%—2.8%高位,但并不会对货币政策形成掣肘。”华创证券分析师

## 供应趋于宽松

## 动力煤期价延续弱势

□本报记者 马爽

在3月4日创下阶段新高621.8元/吨之后,动力煤期货震荡走低,主力1905合约昨日跌至589.2元/吨,累计跌幅近5%。分析人士表示,因前期涨幅过快,近期陕西、内蒙古地区煤矿价格出现下调,加之电厂库存仍处高位,拖累近期动力煤期价快速走低。不过,煤炭供应端仍存结构性紧张情况,或将制约期价下跌空间。短期来看,动力煤期价弱勢格局难改。

## 期价高位回落

“因前期涨幅过快,近期陕西、内蒙古地区煤矿价格出现下调。加之3月15日之后供应端存在增加预期,下游用户采购积极性回落,暂以观望为主。因此,上周以来,动力煤期货主力1905合约明显走弱,并再次回归震荡区间。”弘业期货分析师吴勇表示。

北方港口方面,由于前期煤价涨幅过大,下游对高价煤接受意愿不强,贸易商报价出现小幅下移,现Q5500大卡煤报价多集中在640元/吨附近。上周,秦皇岛港平均港口吞吐量爲53.14万吨,铁路调入量为56.07万吨,截至3月11日,港口存量为568.0万吨,相比此前一周增加4.22%;其他港口方面,曹妃甸港库存为433.2万吨,国投京唐港库存为182万吨,天津港库存为136万吨。四港口总体库存为1319.2万吨,周环比增长0.19%。

电厂日耗方面,随着气温回升,居民用电需求开始回落,电厂耗煤量也开始走弱。电厂库存方面,相比高位有一定的下滑,但仍维持高位,远高于去年同期水平。截至3月11日,六大电厂总库存量为1634.02万吨。与此同时,煤炭可用天数为22.18天。

## 供应端仍存结构性隐忧

不过,从基本面来看,宝城期货分析师王晓因认为:“目前,动力煤期价阶段性顶部已经形成。不过,煤炭供应端仍存结构性紧张情况,将在一定程度上限制优质煤价回调空间。”

王晓因表示,今年年初以来,中国一些港口已对澳大利亚进口煤实行限制,澳煤通关时间已延长至约40天。3月初,部分港口接到通知,在工作日期间将对澳煤卸船进行限制,并将对每500吨煤进行“放射性检测”,通关时间或进一步延长,将可能影响煤炭进口数量。

海关数据显示,2月原煤进口量为1764万吨,同比降15.6%。受此影响,电厂将不得不转变采购方向,加大对内贸煤的采购需求。由于电厂对优质煤采购的刚性需求较强,而澳洲煤炭多为高品质煤,澳洲煤炭供应减少将加剧港口煤炭供应结构性紧张。但从国内两大优质煤主产区来看,陕西榆林地区因1月以来大面积停产,原煤产量大幅减少;山西地区则因安全检查严格,整体优质煤供应相对紧张。因此,港口煤炭供应仍存结构性隐忧。

王晓因表示,煤炭现货供应趋于宽松,短期动力煤期价将继续下移。不过,煤炭供应仍存结构性隐忧,且期现价差处于偏低水平,预计期价跌幅小于现价。



张瑜认为,一方面,养殖户进入最后的产能清退期。能繁母猪存栏加速去化,当前已接近2015年低位;另一方面,养殖户后续补栏意愿低,尤其是上半年,原因一是相关疫情持续困扰还未结束,养殖户信心不足,二是气候逐步转暖,蚊蝇增加对防疫工作又添难度。

## 外围动力为主导因素

菜油无疑是近期商品的做多明星品种。分析人士指出,企业目前担忧政策的不确定性增加,提价惜售现象增多,套保意愿也并不强烈,菜油期货价格一度冲高。对于本轮涨势较为突出的“菜系”行情,吴凌认为,菜油菜粕受政策端影响,远期供应担忧引发了上涨行情,不过目前仍停留在炒作阶段,国内库存较高限制上行高度,后期还需继续关注政策端对加拿大菜系产品进口造成的实质影响。

棉花、白糖方面,近期外盘软商品期货价格上涨成为内盘走强的重要支撑。据统计,截至昨日,外盘原糖期货今年以来累计上涨幅度为3.7%,此外美国棉花期货同期

涨幅为3.23%。分析人士认为,近期原油价格反弹持续提振原糖期货价格,市场对于乙醇的需求强劲也助推了糖价涨势。从国内基本面的来看,2月产销数据已公布,全国销糖率同比增长,产销数据偏利好。但考虑到目前处于消费淡季,后续的阶段性供应压力仍然存在。需继续关注压榨进度以及销售情况。

从棉花市场来看,浙商期货研究认为,ICE棉花期货近期一度涨至三个月高位,因投资者预期贸易环境乐观,押注棉花期货上涨,同时美元疲软也进一步为市场提供支撑。国内方面,棉企开始补库,需求逐步恢复,但是国内棉花工业、商业库存较高,进口压力较大,整体来看基本面压力仍然较大。

值得一提的是,在本轮行情中,股期农产品板块涨势出现明显分化,从具体品种来看,南宁糖业今年以来累计涨幅72.39%,而郑糖期货同期涨幅仅为8.58%。对此,吴凌分析,白糖现处于熊市末期,市场做多预期强烈,不过当前需求不振、阶段性供应压力仍在,短期内近月合约上方依然承压。

# 流动性短期承压 央行料适时“补水”

□本报记者 张勤峰

13日,央行在公开市场仍无动作,逆回购操作连续第十个交易日暂停。不过,当日公开市场业务交易公告透露,税期因素影响显现,流动性总量已有所下降。市场人士指出,随着税期影响加大、地方债加快发行,以及MLF到期回笼,流动性总量还有下降压力,公开市场操作重启时点或已不远。

## “小纸条”传递两信息

13日,央行未开展逆回购操作。当日公开市场业务交易公告称,受税期等因素影响,银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平,2019年3月13日开展逆回购操作。自2月28日以来,央行已连续十个工作日未开展逆回购操作。

每日的公开市场业务交易公告已成为央行向市场传递流动性形势及相关操作信息的重要渠道,被市场人士形容为来自央行的“小纸条”。2018年第四季度货币政策报告指出,央行“通过《公开市场

## ■ 市场连线

# 赵伟:股债双牛多现于信用筑底阶段

□本报记者 王朱莹

今年年初以来,股市和债市一度双双走强,引发市场关注。长江证券首席宏观债券分析师赵伟表示,股债双牛多现于信用筑底阶段。当前,债市对利多因素已消化较为充分、对利空反应不足,债券供需变化、通胀预期升温等或加大债市调整压力。

中国证劵报:历史回溯来看,股债双牛一般出现在什么经济阶段?

赵伟:回顾历史,股债双牛曾数次出现,一般持续1—4个月左右,对应债券市场往往处于牛市末端。回溯2002年以来市场表现,股市和债市同时走强的阶段大致有12个,持续时间一般在1—4个月左右。2006年前,股债双牛多在年初出现,如2002年、2003年和2005年年初,股市以小幅走强为主。2006年后,股市开始出现大牛市,股债双牛往往出现股票牛市或熊市反弹阶段、对应债市多处于牛市末端,例如,2006年三季度、2009年4月至6月等,但也有例外,2015年上半年,股市大幅走强对债市形成阶段性压制。

结合货币金融环境来看,股债双牛往往发生在货币环境较为宽松、信用环境筑底阶段。从货币金融环境来看,股债双牛阶段的货币环境一般较为有利,对应的资金成本出现回落或已经处于相对较低的水平。与此同时,较低的资金成本,也有利于货币端向信用端的传导,整体信用环境多在筑底修复的过程中。只有2011年一季度和2014年四季度两个时期,信用环境处于收缩阶段,相应的后续

债市表现也较强。

中国证劵报:股票和债券同时出现牛市,背后的核心逻辑是什么?

赵伟:股债双牛之所以多现于信用筑底阶段,核心逻辑在于股和债的定价机制不同:股市对经济二阶导反应,债市对经济一阶导反应。经济承压下,货币端率先反应,资金成本出现回落或维持相对低位,并逐步向信用端传导,但经济的一阶导尚未转向,仍有利于债市。信用环境变化领先于经济表现,经济仍在回落,但信用环境修复带动股市风险偏好提升。因此,股债双牛多出现在货币端向信用端逐步传导的信用筑底修复阶段。伴随宏观环境变化,例如通胀的回升,经济企稳下政策去杠杆等,股债双牛往往随之结束。

中国证劵报:下一阶段,宏观经济环境对股票和债券市场或将如何影响?

赵伟:目前已处于经济回落的中后段,信用环境加速修复,宏观环境逐步对利率债不利;同时,债券供需变化等也会

## 白糖期货多头机会备受关注

从后期的投资机会来看,吴凌表示,比较看好白糖的后市行情,2019/2020年度全球进入减产周期,若有天气配合,减产幅度或加大,远月合约有较强的上涨动力。另外,油粕比也值得关注,今年饲料用量下滑降低粕类需求,有利于国内油脂去库存。

浙商证券分析师梁晗认为,2019年或是白糖价格牛熊拐点。据分析,2019年,东南亚或现干旱,影响印度、泰国等主产国新季甘蔗生长,同时,原油、大豆价格依旧影响巴西糖产量,且糖市经过两年熊市,减产预期强烈,预计2019年甘蔗种植面积及产量下滑是大概率事件,全球糖市供给宽松格局扭转。ISO预计2019/2020季季供给缺口约200万吨。预计糖价将于新赛季开始之际走出底部区域,步入上升通道。

棉花方面,USDA棉花最新月度供需报告(全球)显示,3月份,美农业部将全球2018/2019棉花期初库存、产量和期末库存上调分别为8114万包、11889万包和7609万包;同时下调棉花进口量、消费量以及出口量分别为4218万包、12359万包和4218万包。

“我们认为3月份的预估报告利空棉花现货价格,ICE期棉价格振幅加大,美棉出口销售不及预期。”国投安信期货分析师杨蕊霞、韦剑旭表示,国内来看,据中国棉花信息网数据,截至3月初,2019年全国棉花种植面积4406.5万亩,同比2018年下降2.3%。但2018/2019年棉花种植面积应维持稳定或略增。需求方面,在近期江苏地区调研中,纺织企业开工率普遍维持在90%以上,纱线产品多为纯棉产品,调研企业原棉库存维持在1个半月左右,纱线库存均为2个月左右。棉纱现货价格普遍下调500元/吨—1000元/吨不等,国内到港的进口棉现货价格稳定上涨。短期看,国内棉花价格上涨有强阻力,待国内棉花库存结构进一步向下调整,2019/2020年棉花种植意向和面积明确,价格上行需要新结构下的驱动力。

将是税期因素对流动性影响最大的时候。随着企业缴税高峰临近,税期因素的影响还会继续加大。

本周地方债发行明显加快。据Wind数据,本周已发行及待发行的地方债已达到2293亿元,周三财政部发行200亿元国债,预计周五还将发行一期贴现国债。今后两周地方债和国债发行缴款会持续对流动性造成扰动。

此外,下周一还有3270亿元MLF到期。由于央行在1月份降准时明确不对一季度到期MLF进行续做,届时资金面将同时受到税期、中旬缴准、MLF到期回笼及地方债缴款等多种因素的影响。

有鉴于此,市场人士指出,未来两三日央行大概率将重启公开市场操作,预计将主要通过逆回购操作,熨平短期流动性波动。该市场人士表示,3月份是传统的财政支出“大月”,月末财政大额支出可期,央行通过短期逆回购操作既可对冲税期、MLF到期等影响,也可在月末时通过逆回购到期对冲财政支出,总体上有助于保持流动性合理充裕。

对债市产生阶段性压制。企业主动收缩等行为对经济的加速拖累,或将逐渐减弱,经济的二阶导先行转向;与此同时,信用环境加速修复,宏观环境逐渐有利于权益类、不利于利率债。重申年度观点:向风险要收益,是2019年市场的重要逻辑。当前,债市对利多因素已消化较为充分、对利空反应不足,债券供需变化、通胀预期升温等或加大债市调整压力。

债市策略方面,利率债中短期仍面临调整压力;转债配置价值依然凸显,精选股性较强的个券,关注新券。社融增量数据受春节错峰的干扰,存量增速低点已过,信用环境修复仍在路上;同时,猪价或带动CPI进入上行通道,推升通胀预期,利率债中短期仍有调整压力。交易层面来看,供需关系变化等,也会阶段性压制债市表现。转债方面,在信用加速修复过程中,转债配置价值依然凸显,弹性增强,建议精选低溢价率、股性较强个券,可以适当放松对绝对价格要求。

## ■ 记者观察

# 解读USDA报告：农产品投资的基本功

□本报记者 张利静

在农产品市场,有一份重要的投资参考报告——美国农业部(USDA)报告。它是由美国农业部按照周、月时间规律出台,包括各种农产品数据,同时,美国农业部还对除美国外的国家进行农业生产等方面的预测并出台相应报告。该报告发布的数据及预测,常常搅动全球农产品市场行情。

作为农产品市场在全球范围内“独此一家、别无分店”的权威信息机构,它关于全球大宗农产品产量、市场供需、出口销售等情况的报告常常被市场认为是不容置疑的。该机构每次数据发布,都会立即对美国农产品期货产生立竿见影的价格影响,进而影响到国内农产品市场价格波动。

每次美国农业部月度供需报告出台之前,国内外农产品市场的交易者及研究人员常常会表现得趋于谨慎,他们试图从报告中寻找交易指引,但并不是所有人都认可该机构发布数据的准确度和权威性。尽管,USDA声称已经通过人员隔离、空间封闭等方式来摒除其操纵市场的嫌疑。

从USDA报告涉及内容来看,主要包括农作物的产量、消费量、库存、播种面积和单产等数据,且数据评估调整的意义大于绝对数值的公布。有业内人士就认为,它可以通过控制发布时间、考察范围等方式来“偷偷”影响市场,而这和修改数据没什么差别。并且,其月度供需报告所提供的数据都是一些预测值,而且这

# 沪锌年内仍存多头配置机会

□本报记者 张利静

本周以来,沪锌期货主力合约日线三连阳,累计涨3.23%,报21875元/吨。外盘伦锌也站上七个月高位。分析人士表示,短期库存数据下降及进口受抑为锌价带来明显支撑,反弹能否延续还需观察下游需求状况。若需求转暖,锌价将获得阶段性支撑。

## 库存下降短期利多锌价

近日SMM公布的库存数据显示,锌市社会库存已经开始出现逆转,下降趋势明显,成为支撑近日锌价走强的重要原因。

天风期货分析师陈思捷表示:“根据我们之前了解到的一些情况,下游的成品库存已经下降了很多,后期大概率要开始补库。这也解释了为何春节假期过后市场下游拿货减少。一方面是因为之前有充足的成品库存可以用来缓冲,另一方面是市场对今年宏观面仍有一定担忧,所以比较谨慎。”

宏观方面,2月中国制造业PMI和进出口数据表现不佳,货币金融数据也有待改善。“这一方面受春节假期因素影响,另一方面反映出中国经济下行压力依旧较大,需求整体偏弱。当前经济面利空对有色金属价格带来承压。”宝城期货相关研究分析。

从基本面来看,该机构指出,供应方面,全球锌矿产量增长是较为确定性事件,这也是市场看空中长期锌价的根基所在。

从印证锌矿产量增长的加工费指标看,宝城期货研究所统计数据 displays,当前国内南方地区锌矿加工费均价在5800元/吨,较2018年初上涨2845元/吨,涨幅78%。北方地区锌矿加工费均价在6350元/吨,较2018年初上涨2850元/吨,涨幅79%。进口锌矿加工费均价在240美元/吨,较2018年初上涨225美元/吨,

些预测值是要不断进行修正的,这一点也暗示报告具有一定的随意性。不过这些都停留在市场质疑层面,要说USDA数据是否为本国服务“撒手脚”,则查无实据。

当前,交易及研究人士在分析农产品走势的时候,依然不能忽略它的影响。究其原因,主要是在目前全球农产品市场范围内,找不到比USDA更加值得信赖的信息机构。包括国内也没有权威性的农产品供需信息机构可以提供权威真实而可靠的数据。USDA依然在全球农产品市场定价机制中掌握着绝对的话语权。其他农产品市场只能被它“牵着鼻子走”。

市场对USDA报告保留一定质疑的声音,很多分析师通过掌握其“暗语”以更加精确地解读报告的市场影响。例如,如果报告说期初库存被明显调降,说明市场需求还不错,不适合做空。而如果产量被大大调增,则说明市场预期播种面积将要明显增加,但如果预期最后被证伪,则容易引发反向的行情。因此,要对数据进行多个维度的综合量化分析。不仅要参照前期的报告数据进行对比,也要和去年同期的数据进行比较,且报告发布的时候的市场氛围和宏观背景也要结合理解。有时候报告利多,但由于符合市场预期,可能消息已经在前期的行情中透支,这时候利多数据很可能引发价格下跌。通过对报告动态解读,而非“字面地”理解,才能更加准确捕捉报告释放的多空信号,继而作出合理的投资决策。

涨幅达12倍。

“在过去的一年里,锌矿加工费涨幅比较大,在一定程度上改善了冶炼厂利润,冶炼厂具有潜在增产动能。为缓解经济下行压力,2019年环保限产力度或将边际放松,加上锌矿产量增加逐渐传导至锌锭环节,锌锭产量存在回升可能。”宝城期货研究指出,2019年2月中旬至3月初,进口锌处于亏损状态,短期进口锌流入受抑,但中长期受海外锌市供应增加影响,2019年中国进口锌数量仍会呈现增长态势。

## 关注下游复工情况

需求方面,据市场人士反映,1—2月下游镀锌、氧化锌、压铸锌合金企业备货补库积极性不高,现货市场成交清淡,进入3月后锌锭库存累库现象很明显。截至3月初,上期所锌库存与国内锌锭社会库存分别为11.7万吨、23.55万吨,较去年底库存低位分别回升9.7万吨、13.6万吨。LME锌库存5.98万吨,延续下降态势。宝城期货相关研究认为,当前境外锌库存仍处于历史相对低位水平,较历史库存高位降幅达90%。

“政策面转暖传递至经济面好转仍需较长时间。若二季度终端需求未能明显好转,锌市则会进入到需求疲弱累库存阶段,这将限制锌价反弹空间。目前,需要关注下游镀锌、氧化锌、压铸锌合金企业复工情况。若3、4月复工情况好于预期,届时锌价也会获得阶段性支撑。”该机构分析。

“根据我们了解到的一些国内大厂的近期情况来看,之前因各种因素被限制释放的产能,在6月前很可能继续被压制,结合海外库存连刷新低,锌锭价格很有可能再短期内继续上涨。”陈思捷表示,从逻辑判断上,依然坚持认为今年的终端需求整体向好,需求可能迟到但不会缺席。

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(3月13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	973.18	978.89	973.16	975.41	-3.06	976.08	
易盛农基指数	1251.08	1258.09	1251.06	1253.64	-4.28	1254.8	