

# A股“威胁”减轻 无奈债牛老矣

□本报记者 张勤峰

周四股债齐跌，从两个角度展示了“预期差”的影响。分析人士指出，当前股票市场的问题，可能是对经济增长乐观预期打得过满；债券市场的问题，则可能是对经济压力预期过高。经过近期调整，股债性价比重回合理水平，股市对债市的“威胁”减轻，债券市场可能存在交易性的窗口，但是宽信用取向明确，形势最差的阶段可能已经过去。债市虽无大跌之忧，但亦难有大涨机会。

## 意外的股债齐跌

正当市场热议“股债双牛”的时候，本周四股债市场双双下跌，让形势顿时变得微妙起来。

周四，A股市场连续第二日下跌，上证综指持续震荡回落，收盘重回3000点以下，个股出现大面积调整。让人感到奇怪的是，当天债券市场同样出现较明显下跌，“股债跷跷板”被打破，却是以股债齐跌的形式实现。

周四，中金所10年期国债期货主力合约T1906低开低走，午后一度有所回升，但临近尾盘期价再现跳水，收盘下跌0.25%，报97.550元。现券方面，银行间市场上10年期国开债活跃券180210成交利率在早、晚分别出现一波上行，尾盘成交在3.67%，全天上行2.5bp。

2019年以来，A股上演华丽转身，股强债弱的特征比较明显。尽管近几日A股有所回调，但以3月14日收盘数据统计，年初至今上证综指累计仍上涨19.92%，深证成指更是上涨了30.09%。反观债市，10年期国债期货累计下跌0.16%，虽然跌幅不大，但明显不如之前强势；现券方面，就以180210为例，3月14日尾盘成交在3.70%，而2018年末成交在3.64%。

债券市场也并非陷入绝对弱势。比如，



上一周，在A股高位震荡加大之际，10年期国债期货就反弹了将近1%，引起了市场上对于“股债双牛”的讨论。

缘何期望中的“股债双牛”没有登场，反倒出现了“股债双杀”这一最坏的局面？恐怕还得从开年以来股强债弱的深层次原因说起。

## 预期与现实的碰撞

2019年以来，A股市场上演以估值修复为主要特征的上涨行情。估值修复的动力，市场认为主要来自于两方面：一是金融市场风险偏好提升，二是流动性持续充裕。

流动性持续充裕的局面，无论是对股票还是债券来说均构成利好。之所以出现股强债弱的局面，关键还是市场风险偏好出现了提升。分析人士认为，流动性持续充裕，资金成本下降，本身就有利于风险偏好提升。近期外部风险因素也出现了一些缓和迹象，先前过度紧张的市场情绪得以修复。此外，2018年债市收益率明显下降，A股市场估值则降至历史低位，股债资产之间的相对性价比悄然生变，投资者越发难以从纯债身上获得超额收益率，出现了“向

风险要收益”的倾向，这也是市场风险偏好提升的内在因素之一。

在风险偏好提升的环境下，债市既面临市场情绪变化的扰动，还可能切实受到居民资产再配置的冲击。股、债市场呈现股强债弱也就不奇怪了。

不过，分析人士表示，年初以来A股上涨过快，在估值水平快速提升的背后，一定程度上还隐含着对未来经济增长的乐观预期。尤其是，1月份超预期的金融数据，强化了这一预期。因为从历史上看，金融数据通常是经济运行的领先指标，在“金融底”得到确认之后，“经济底”大概率也会在不久后出现。

预期毕竟是预期，终究要面对现实的验证。2月份金融数据的回落，至少表明宽信用的进展并不如1月份数据显示的那般顺畅。最新披露的1-2月份经济数据也是好坏参半，经济低位运行特征不改。乐观预期与疲弱现实之间的偏差，对近期涨势过猛的A股造成一定的打击。

对于股票投资者来说，1-2月份经济数据整体不强，存在一定的“预期差”，前期乐观预期的助力被疲弱现实的拖累所替

代；对于债券投资者来说，尽管经济数据整体不强，但也存在一些亮点，比如房地产和基建投资回升，似乎比预期得要好，“预期差”同样存在。

## 无风无雨亦无晴

机构报告指出，经过开年以来的A股上涨，股债性价比已从极端位置重新回到历史均值附近。两类资产又重新回到了同一条“起跑线”上，接下来会如何发展？

“债券享受现实，股票享受预期。”有券商研报指出，未来一段时间，债市面临的基本面基础仍未逆转，宽货币格局没有变化，经济存在托底但是向上弹性和动力不足，意味着债券市场没有大的下跌风险。与此同时，经济“不可能再差”也对股市构成支撑，从市场看来，宽信用的过程可能存在曲折反复，但方向明确，经济形势最差的阶段可能已经过去。

宏信证券固收总部研究报告进一步指出，目前还没到股债全面转换的时间点，有两个原因：第一，经济增长和通胀对货币扩张的反应尚未可知，目前还处于宽货币、宽信用阶段，物价没有明显上行压力；第二，股票市场从估值和风险偏好上受益于目前债券市场的繁荣，上市公司盈利增速还处于下滑阶段，如果无风险利率或者信用利差出现大幅抬升，对股票市场也是负面冲击。

换句话说，股、债之间的确可能会摆脱先前“你强我弱”的对立局面，但能否走出“股债双牛”依然充满了不确定性，短期看，维持相持的震荡局面的概率似乎要大一些。

分析人士指出，开年以来，债券市场以震荡为主。未来若有新增利好，不排除收益率进一步下行的可能，但要突破前期低点的难度不小。债牛“恋战”，但毕竟“老矣”，近期不排除有阶段性机会，但再现持续大幅上涨可能性不大，今年可能以震荡市为主。

## 记者观察

### 看美元做商品：内因大于形式

□本报记者 张利静

兴市场经济复苏（如中国逆周期调节政策利好经济）之下，美元与大宗商品尤其是贵金属、基本金属等宏观敏感品种相关走势突出。

通过观察历史走势可以发现，在全球经济整体表现较弱而美国经济偏强，或者全球经济表现复苏而美国经济优势不突出的时候，美元和商品的负相关效应比较明显。但如果全球经济表现与美国经济强弱差别不明显，美元和商品大概率会出现同涨同跌。尤其是商品基本面配合的情况下，同向走势更加突出。

但我们并不能认为美元与大宗商品走势总是负相关。据统计，1971年以来，美元指数与反映全球商品价格走势的CRB指数多数时间呈现负相关关系，但二者走势呈现正相关状态的时候也并不鲜见。具体到品种来看，除了原油、黄金、铜与美元联动较为紧密之外，其余大宗商品对美元波动的敏感度则大大降低。

究其原因，美元指数和大宗商品之间的关系不是必然的，虽然主要大宗商品以美元计价，但两者都有各自的影响因素。美元作为一种货币，一方面会受到本国宏观经济和货币政策的影响，另一方面也会受到其他货币涨跌的冲击，而商品则主要受自身供需关系影响。

#### 中国期货市场监控中心商品指数(3月14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	84.47				84.51	-0.04	-0.05
商品期货指数	991.79	995.04	997.92	989.99	991.42	3.61	0.36
农产品期货指数	835.14	836.51	841.66	834.05	835.49	1.02	0.12
油脂期货指数	465.84	462.16	467.09	461.4	465.8	-3.63	-0.78
粮食期货指数	1202.83	1209.38	1210.71	1201.97	1203.18	6.21	0.52
软商品期货指数	785.34	785.17	790.62	784.15	784.9	0.27	0.03
工业品期货指数	1063.11	1066.1	1069.42	1059.87	1062.42	3.69	0.35
能化期货指数	709.73	706.81	711.72	705.66	708.93	-2.12	-0.3
钢铁期货指数	1183.01	1199.69	1204.73	1178.3	1183.96	15.73	1.33
建材期货指数	1019.76	1023.75	1029.7	1018.1	1022.02	1.73	0.17

#### 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(3月14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	976.12	980.78	972.84	974.2	-1.88	977.15
易盛农基指数	1254.85	1260.76	1250.77	1252.57	-2.23	1256.18

## 大商所：产融培育基地新升级

货投教新模式。近期，产业培育基地全新升级为产融培育基地。

大商所总经理王凤海表示，为发挥典型企业在产业培育方面的独特作用，大商所创新市场服务工作思路，建设多层次的产业企业培训体系。近两年来，龙头企业积

极配合产融培育服务工作，取得显著成绩，发挥了大型企业的带头作用和典型作用，推动了期货市场与实体经济深度融合。大商所将把产融培育基地工作坚持下去、做深做细。一是要从单维度产业培育向多维度产融结合培育升级，将银行纳入基地体

系，发挥产业链金融的作用。二是继续强化企业的培育功能，以龙头企业为枢纽，以基差交易、场外期权等工具为切入点，带动一批产业客户参与利用期货市场。三是突出重点，集中精力，打造交易所的产融基地品牌，做大做强基地的影响力。

茅台酱香  
万家共享

贵州茅台酒股份有限公司  
PRODUCE OF KWEI CHOW MOUTAI CO., LTD.