

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，反倒是出现了“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

不知道从何时开始，看美元做商品，已经成为大宗商品市场普遍认可的一条投资定律。

其背后，全球大宗商品贸易的美元定价机制是根本原因，即美元贬值，则需要更多美元购买同等数量的商品，美元下跌便会引起大宗商品价格上涨，反之则大宗商品价格下跌。此外，美元还通过自身周期波动对全球经济的影响，进而影响大宗商品的供求关系及价格。

从汇率角度看，美元走弱趋势之下，商品价格将有条件地出现上涨行情。条件有二：一是出口该商品的国家货币相对于美元是处于升值状态的；二是进口该类商品的国家是美国或其他货币贬值幅度较美元更甚的国家。

从资金角度而言，美元和大宗商品是同时作为国际投资者可选择配置的主要大类资产。美元升值时，投资者常常会加大对美元资产的配置，同时减少对大宗商品的配置。

反之，美元贬值时，投资者则更倾向于弃美元而买商品。

去年年底以来，美联储货币政策由“鹰”转“鸽”，美元走弱、大宗商品反弹的势头较为显著。尤其是商品龙头品种原油、黄金、铜等，在美元走弱背景下不断走强。美元走弱与新

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负相关走势突出。

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	834.03	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
易盛农期指数	976.12	980.78	972.84	974.2	-1.88
易盛农基指数	1254.85	1260.76	1250.77	1252.57	-2.23

□本报记者 王朱莹

近日，大商所举办产融培育基地签约仪式，与新批准的第二批9家基地签署合作框架协议。大商所在2017年启动了产业培育基地试点，开创了“企业培育企业”的期

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 KWEICHOW MOUTAI CO., LTD.

茅台王子酒

汉酱

二