

# 曲线倒挂敲警钟 风险资产开溜 债牛东山再起?

□本报记者 张勤峰

本周一,亚太股市跌声四起,A股未能独善其身,债市闻声起舞,期现货联袂大涨。风险资产黯然失色,避险资产重回风口,皆因美债收益率曲线倒挂传递的经济预警信号。

近期,美国3个月和10年期国债利率惊现倒挂,触发全球市场开启risk off(厌恶风险)模式。大类资产运行逻辑切换,基本面验证成为主要矛盾。市场人士认为,面对海外市场风险偏好回落,A股市场在情绪亢奋期过后需等待基本面指引,债市牛市未完观点得到验证,但资本利得空间可能有限。

## 一个指标引发的“血案”

本周一,亚太股市跌声四起,A股未能独善其身。而在上周五,“冷空气”已席卷欧美股市,美股标普500指数跌1.9%,创1月以来最差表现,英国富时100指数跌2.01%,法国CAC40指数跌2.02%,德国DAX30指数跌1.61%。

引发此次全球股市震荡的源头,被认为是一个指标——美国3个月与10年期国债利差。3月22日,美国3个月与10年期国债收益率出现倒挂,为2007年7月以来首次。

历史数据显示,美债收益率倒挂往往领先于经济衰退和股市调整,尤其是此次发生倒挂的3个月与10年期美债收益率被视为较为可靠的经济衰退预警指标。

最近3个月与10年期美债收益率倒挂主要是由于10年期美债收益率出现了快速下行。3月19日到22日,10年期美债收益率从2.61%跌至2.44%,下行将近20BP。同期,3个月美债收益率基本保持在3.46%一线。

分析人士指出,近期中长期美债收益率快速下行,与美国自身经济增长放缓有关,同时也受到欧洲经济数据刺激,某种程度上是市场对全球经济增长前景担忧情绪的集中反应。

利率决议按兵不动、下调利率“点阵

## 全球经济念“紧箍咒” 原油回吐涨幅

□本报记者 张利静

周一,商品期货市场多品种收跌,在原油龙头下行压制之下,能化板块重挫。截至昨日白天收盘,原油、燃料油、沥青、橡胶主力合约分别跌2.3%、3.62%、1.31%、2.99%。分析人士表示,原油价格短期走弱主要在于市场对全球经济强国经济放缓的担忧加剧。不过,从基本面来看,供应收缩、供需改善仍将为油价带来支撑。

## 宏观忧虑压制油价上行

尽管原油库存和钻井平台数量连续下降,但对全球经济增长放缓的疑虑仍对原油价格构成压力。上周,内外盘原油先扬后抑,周五下跌基本回吐全周涨幅。

从宏观方面来看,方正中期期货分析师隋晓影、张子策认为,欧洲、美国、日本3月制造业数据表现疲软,市场对于因全球经济增速放缓而导致原油需求减弱担忧加剧。近期美联储表示今年将不会加息,令市场感到意外,但美元短时走弱后迅速恢复,也令油价承压。

但从基本面来看,隋晓影、张子策分析,原油供应端仍有逐步收紧态势:OPEC+积极减产、美国原油库存大幅下降以及美国活跃钻机数连续五周减少并至近一年以来最低水平。整体来看,前期受到供应端持续向好影响,油价反复测试阻力位,但需求端萎靡令油价涨势受阻,国内SC原油期货关注下方20日均线支撑,短线多头可暂时离场观望。

贝克休斯上周五公布的数据显示,截至3月22日当周,美国石油活跃钻井数减少9座至824座,连续第五周下降且触及近一年最低水平。目前美国石油活跃钻井数已触及2018年4月来最低,去年同期为804座。

此外,业内人士分析,OPEC持续减产以及美国对委内瑞拉和伊朗的制裁,也加剧了供应方面的紧张局势。

## 供应收缩继续带来支撑

展望后市,兴业投资(英国)分析指出,尽管供应方面有利于油价上涨,但由于对全球经济健康状况的忧虑,买家面临的挑战也有所增加。美国、欧盟和中国等全球经济强国显现经济放缓的迹象可能继续压制能源价格上涨。

兴业投资(英国)表示,3月欧元区制造业采购经理人指数(PMI)为47.6,低于前值49.3以及市场预期。而作为欧洲经济引擎的德国制造业PMI数据更是首次跌破45关口,为2013年6月以来最低水平,远低于市场预期的48。

信达期货分析师徐林、臧加利则表示:“目前原油市场的关注焦点仍是供给端,OPEC+减产持续推进,美国原油产量增速放缓,全球原油去库存进程加速。需求端来看,汽油消费表现超预期,前期需求悲观预期进一步修复。供需格局改善支撑油价继续上行。”但其同时认为,美债收益率倒挂,美股大跌导致避险情绪升温,或将对原油价格走势形成扰动。同时,油市不确定因素增多,市场需持续关注伊朗、委内瑞拉制裁问题等。预计布油运行区间为66美元/桶-70美元/桶,美油运行区间为58美元/桶-62美元/桶,SC原油运行区间为450元/桶-475元/桶。

## 2007年以来美国10年期与3个月期国债利差走势



数据来源:Wind资讯

图”、下修经济增长与通胀预期、宣布9月停止“缩表”……在上周结束的3月份FOMC会议上,美联储的政策新动向较原先是市场预期的还要“鸽派”。

东方证券固收研报称,美联储态度“鸽派”与美国经济通胀走弱有关。近期美国房地产和工业景气度下滑,消费高频数据和出口也有所转弱。

“这并非个案。”该研报指出,开年以来,欧洲经济数据也有较大幅度下行。3月欧元区制造业PMI初值为47.6,创69个月低点,且连续第8个月下滑,德国制造业景气度的下滑尤为明显。Wind数据显示,3月22日,德国10年期国债收益率跌至-0.01%,时隔两年多重返负利率。

申万宏源最新利率债周报指出:“全球经济下行方向进一步得到验证。”

### 从risk on转向risk off

成也萧何,败也萧何。开年以来,全球风险资产共振,股票、商品携手走强,风险偏好提升具有普遍性。而风险偏好提升的动力,某种程度上源于市场对全球经济增长期承压的预期,因市场预期经济下行将促

使各国央行放松货币政策。

华泰证券固收研究团队称,2018年底以来,全球经济增长动能重新减弱,市场对各央行放松货币政策的预期发酵得更快,带来了明显的risk on(偏好风险)风格。但在各大央行真正放松货币政策之前,对依靠估值修复继续推高风险资产的持续性存疑。此时,经济增长的压力重新引起重视,市场风格向risk off切换。

申万宏源策略研究团队表示,随着美联储明确停止缩表时间表并暂停加息,全球央行宽松的预期差消失,基本面验证正重新成为主要矛盾,大类资产价格开始对低于预期的经济数据做出更强烈的反应,全球风险资产的隐含波动率正在提升,以美股为代表的全球风险资产面临新一轮考验。

长江证券研报称,年初以来,受主要央行释放“鸽派”信号等影响,海外市场风险偏好抬升,与经济基本面下滑背离,近日美欧股市出现剧烈调整,或反映股市核心驱动逻辑回归经济基本面。

年初以来,A股估值修复特征明显。目前还很难判断,估值修复是否已结束,毕竟

“经济基本面稳定和通胀上行,对债市收益率下行构成制约,利率债不宜过度追高。”东方证券研报表示。

## 力拓集团CEO夏杰思:

# 中国对高品位矿石需求持续强劲

□本报记者 王朱莹

近日,在北京参加中国发展高层论坛2019年会的力拓首席执行官(CEO)夏杰思在接受采访时表示,中国对力拓来说一直是非常重要的市场,未来希望有更多合作,在推动人类进步方面取得更多成就。此外,对于铁矿石市场近期的溃坝事件,其表示会密切关注巴西监管机构对事故的处理结果以及相关政策,不希望搅动市场供需平衡。

### 不随意搅动市场供需平衡

今年1月发生在巴西溃坝事件,给整个铁矿石市场带来了震动,铁矿石价格在供应收紧预期之下出现反弹。对此,夏杰思表示,短期来看,巴西灾难性事件主要影响的是低品位产能,对此目前的市场是有能力作出反应的。

另外,中期来看,夏杰思表示会密切关注巴西监管机构对事故的处理结果以及相关政策,这一风险可能影响到巴西所有生产系统,包括低品位和高品位产能。

“我们需要等待巴西监管方面处理的结果。力拓可以选择是否增加供应,但我们也不希望随意搅动市场供需的平衡。从数据方面来看,每10美元的价差,对力拓来说就是每年20亿美元税后自由现金流的差别。所以短期来说,我们会密切关注保持警惕;中期来看,或许会对铁矿石价格构成利好支撑。”夏杰思说。

根据新华社报道,去年1月-11月,中国废钢消费量替代了6000万吨铁矿石消费量。从长远来看,废钢会否对铁矿石供应产生影响呢?

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

“举例来说,当冬天过去之后,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

“举例来说,当冬天过去之后,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

对此,夏杰思表示:“长期来看,废钢回收利用将逐渐增长。但从短期来看,中国国内的小型铁矿石可能又会重新开工,对于国内矿产是否会重启,我们也密切关注。目前来看,我们并不会改变在2018年公布的2019年生产指导目标,即3.38亿吨到3.5亿吨。”夏杰思表示。

# 流动性偏宽松 期指或先抑后扬

□本报记者 王朱莹

3月25日,全球股市震荡拖累A股,各主要指数悉数飘绿,带动股指期货各合约集体走低。分析人士认为,全球股市走弱主要是受经济衰退预期发酵影响,北上资金净流出103.86亿元,创2015年以来最大单日净流出,也将对全球股市走势构成影响。

郭子然进一步指出,外资经过一年多大幅流入已成为A股中一股重要力量,北上资金净流入与美股走势高度相关,美股回调通常会引发北上资金净流出,且外资偏好蓝筹白马,25日北上资金净流出103.86亿元,创2015年以来最大单日净流出纪录,对权重股影响较大。

郭子然进一步指出,外资经过一年多大幅流入已成为A股中一股重要力量,北上资金净流入与美股走势高度相关,美股回调通常会引发北上资金净流出,且外资偏好蓝筹白马,25日北上资金净流出103.86亿元,创2015年以来最大单日净流出纪录,对权重股影响