

资金面阳光灿烂 债市缘何春寒料峭

□本报记者 张勤峰

月初资金面暖意融融, 资金利率普遍走低, 宽松预期暗流涌动。然而, 4月1日, 债券市场遭遇大跌, 与美逐渐开市的股市形成强烈对比, 股债“跷跷板”现象再次引发关注。为何资金市场阳光灿烂, 债券市场却春寒料峭?

机构研报指出, 政策宽松预期仍待兑现, 但经济企稳信心已明显增强, 基本面的改善信号在支撑股市上涨的同时, 逐渐动摇债券市场牛市基础。二季度债券市场行情可能面临不小的考验。

股债一涨一跌反差巨大

4月首日, 股、债市场波动不小, 一涨一跌反差巨大。

继前一交易日大涨之后, 4月1日, A股延续凌厉攻势。三大股指收盘涨幅全部超过2%, 其中创业板指大涨将近4%。成交量, 个股普涨。Wind数据显示, 当日两市有3503只个股上涨, 下跌个股只有60只; 行业板块全线飘红, 申万一级行业指数无一下跌; 市场交投活跃, 两市成交总额再次超过1万亿元。

债券市场也“相当配合”, 以全线大跌的表现, 衬托出权益行情的强势, 让“股债跷跷板”格局显得格外鲜明。4月1日, 债市、现货市场全面走弱。国债期货低开低走, 收盘大跌, 其中, 10年期国债期货主力合约下跌0.45%, 跌幅为2018年末以来最大。银行间债券市场上, 中长债收益率大幅走高, 10年期国债活跃券190205尾盘成交在3.66%, 较上一交易日尾盘上行7.5bp。国债方面, 10年期活跃券180027尾盘成交在3.13%, 单日上行达7bp。

纯债债市行情下, 与股市“沾亲带故”的可转债却大放异彩。4月1日, 转债市场放量上涨, 再创新高。中证转债指数收报337.01点, 涨2.6%, 涨幅为2月26日以来最大; 盘中, 该指数最高涨至337.67点, 创2015年末以来新高。9个券方, 沪深市场共130只转债上涨, 仅1只下跌, 利欧转债和贵广转债双双上涨超过10%。另据Wind数据显示, 当日转债市场成交111.09亿元, 较上

基本面给力 黑色系期货春意正浓

□本报记者 马爽

在震荡调整多日之后, 4月首个交易日黑色系期货集体“开门红”, 其中铁矿石期货主力1905合约涨超4.67%, 居所有商品期货涨幅之首。新纪元期货投资咨询部主管石磊在接受中国证券报记者采访时表示, 3月末错峰生产结束后, 黑色系供需两端均有回升预期, 价格也将维持震荡偏多运行。

中国证券报: 采暖季错峰生产结束后将会给黑色系市场基本面带来何种影响?

石磊: 在2018/2019年度采暖季错峰生产方案影响下, 高炉开工率显著回落, 1月4日当周, 河北高炉开工率为55.24%, 较2018年9月末下降9.52个百分点; 全国高炉开工率为64.23%, 较2019年9月末下滑3.86个百分点。随后的1月和2月高炉开工率仅微弱回升, 整体与2018年12月维持相近的低位水平。进入3月后, 由于唐山、武安等地因重污染天气应急预案, 对钢厂、焦化企业进行限产, 河北、全国高炉开工率再次下滑。粗钢产量与高炉开工率走势基本一致, 自去年10月触及255.20万吨之后便逐月收缩。3月错峰生产从严, 预期粗钢产量易降难升, 但由于采暖季错峰生产结束以及钢厂生产的季节性规律, 预计3月之后钢厂将会逐渐复产, 粗钢产量也将进入回升周期。

中国证券报: 目前螺纹钢社会库存处于何种水平?

石磊: 随着持续去库存, 螺纹钢价格在2018年11月出现大幅调整, 贸易商冬储热情缓慢回暖, 螺纹钢社会库存自12月7日当周的288.90万吨开始拐头回升, 连增13周至今年3月1日当周的101.86万吨阶段高点。钢贸商对螺纹钢的补库存推动着钢价在冬季上涨。不过, 随后由于春季临近, 冬储库存开始向下游市场转移, 螺纹钢社会库存自3月1日开始呈现四周连降, 去库存令钢材价格近一个月承压震荡, 在下游消费尚未正式启动时, 库存去化速度较为平缓, 后续钢材需求增速加快, 钢材出货将由价格阻力演变为价格驱动力。

中国证券报: 对于二季度钢材需求有何预期?

石磊: 房地产投资增速仍维持相对高位, 但1-2月房地产企业土地购置面积增速和资金到位增速快速下挫, 房屋新开工面积增速与商品房销售面积增速双双回落, 均显示出房地产行业降温迹象。钢材出口再次回落, 预期二季度钢材需求仍以国内消费为主。不过, 固定资产投资增速略有回升, 主要因铁路、道路等运输业投资回暖, 驱动基建投资增速连续四个季度回升。因此, 二季度将是钢材需求发力的重要时间窗口。

中国证券报: 对于黑色系后市走势有何预期?

石磊: 错峰生产方案3月末结束后, 钢厂生产有望重启, 吨钢利润将迎来修复, 高炉开工率也有望获得提振, 但仍不排除春季出现阶段性环保限产的突发情况, 进而影响供给。此外, 房地产项目以及基建工程也将陆续进入开工旺季, 势必增加对钢材的消费。整体来看, 黑色系供需两端均有回升预期。对于黑色系龙头品种螺纹钢来说, 由于1910合约价格已逼近贴水钢坯, 与现货的贴水接近500元/吨, 因此期价短线下跌空间有限, 同时需求仍存回升预期, 可逢低布局中线多单。



数据来源:Wind

一交易日增加近7成。

资金充裕未造就“股债双牛”

时值月初, 资金面“雨后放晴”, 流动性较为充裕, 资金利率普遍走低。这本是最有望走出“股债双牛”的时候。

3月末, 货币市场总体实现平稳跨年, 但在月末几日资金面略有所收紧, 尤其是交易所市场流动性收缩相对明显, 债券回购交易利率大幅走高。跨季之后, 季末监管扰动消退, 使得季末财政投放效应得以充分显现, 市场资金面迅速恢复宽松。

4月1日, 短期货币市场利率明显回落, 资金面“雨后放晴”。银行间市场上, 债券质押式回购利率全面走低, 隔夜品种DR001加权平均利率跌20bp至2.31%, 代表性的7天期回购利率DR007跌23bp至2.50%, 重回公开市场操作利率下方。此外, 21天期品种DR021大跌58bp至2.35%, 几近追平隔夜利率; 更长期限的DR1M加权价也仅2.48%, 低于7天利率。交易所市场资金利率下行幅度更大, 4天及更短期限利率全线下行超过110bp, GC007下行50bp至2.79%, 回到3%以下。

按照往年经验, 虽然从4月开始, 资金面变数将增多, 但至少在4月上旬, 资金面

保持平稳偏宽松的格局并没有太大的悬念。一则3月是财政支出大月, 月末财政部款投放力度往往较大, 短时间内充实了金融机构的超储资金; 二则, 4月上旬流动性供求影响因素不多, 目前看, 4月初地方债计划发行额不多, 公开市场也没有央行逆回购或MLF到期。

进一步看, 虽然4月中旬税期、政府债发行缴款等因素可能给资金面造成压力, 但目前有不少机构认为, 央行在4月份选择降准的可能性不小, 即便不降准, 也会择机对到期MLF进行增量续做, 宽松预期暗流涌动。

流动性相对充裕的环境下, 特别是资金利率大幅走低, 无论是对股票还是债券价格上涨均构成利好。利率下行有利于股票估值扩张。同时, 利率下行对债券市场利率也形成向下的牵引, 短债反应最为敏感, 中长期债券也会因期限利差的因素而受益。

在资金面宽松背景下, 4月1日债市大跌、股市大涨在很大程度上指向市场风险偏好上升这一逻辑。

PMI数据是一大推手

当下来看, 什么因素最有可能调动市场风险偏好情绪? 答案可能是外部环境转好, 也可能是货币融资增长, 但归根到底还

PMI数据回暖 商品中期表现将抗跌

□本报记者 张利静

最新数据显示, 3月中国制造业采购经理人指数(PMI)数据回暖。分析人士指出, 尽管去库存压力仍然突出, 但若PMI等重要经济数据持续回暖, 大宗商品中期将表现出明显的抗跌特征。

去库存压力仍突出

3月31日, 国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了3月中国制造业采购经理人指数(PMI)。数据显示, 3月制造业PMI值为50.5, 较上月回升1.3个百分点, 升至荣枯线之上并创2018年10月以来新高, 但仍低于过去两年同期水平。其中, PMI生产指数较上月大幅上升3.2个百分点至52.7, 同时新订单指数也回升1.0个百分点至51.6。

川财证券分析师邓利军分析, 实际上, 观察过去十年间PMI指数表现, 几乎3月均出现环比上行, 但本次生产指数环比上行幅度较大, 为近十年来次高水平, 同时, 进出口情况也显示进口指数反弹力度大于新出口订单, 预计与基建投资重心前挪有关。高生产的情况短时间内有利于GDP企稳, 但在需求弱于产

出的情况下, 中期或将导致更大的库存去化压力。

库存周期是企业库存的投资等变量发生经济的短期波动。PMI作为衡量周期波动的重要指标, 其变化与大宗商品价格之间存在着较为密切的关系。

新湖期货相关研究认为, 企业的库存行为影响大宗商品的价格。在库存重建阶段大宗商品价格上涨, 去库存阶段大宗商品价格下跌。根据美国的PMI自有库存数据和国际大宗商品的实证研究, 大宗商品的库存周期较为明显, 特别是农产品和软商品。

国内方面, 该机构分析, 从中国的PMI库存数据和国内沪胶、沪铜、连豆的实证发现, 国内大宗商品与中国库存周期相关性十分明显。去库存化的阶段, 沪胶和沪铜价格下跌; 在企业重建库存的阶段, 沪胶和沪铜价格上涨。而从连豆历史数据来看, 在库存重建阶段价格表现优于去库存化阶段的价格。

大宗商品表现料具韧性

业内人士分析, 总览今年以来国内主要大宗商品进口数据, 可以看出, 即使在市场对经济基本面预期一般的情况下, 中

供应压力掣肘 沪镍涨势恐难持久

□本报记者 马爽

约普遍升水200元/吨, 金川镍较无锡1904合约报升水1000元/吨。4月1日为降税后第一个交易日, 叠加盘面价格拉涨较多, 现货市场交投清淡。由于库存较低, 贸易商并未急着出货, 下游由于盘面拉涨较多, 多在观望。金川出厂价103200元/吨, 较上周五持平, 主流成交于102300-103200元/吨。

需警惕回调风险

从基本面来看, 信达期货研究发展中心有色小组表示, 供应端方面, 镍矿方面, 4月菲律宾恢复出货, 印尼装船不及预期, 但港口库存高企, 利多减弱; 镍铁方面, 鑫海3月出铁4台, 印尼金川4月开始烘炉, 2季度国内供应集中释放; 电解镍方面, 2月度解镍供应维持偏紧, 进口窗口关闭加剧国内供应紧张。需求方面, 不锈钢跟涨乏力抑制后期钢厂采购节奏, 警惕社会高库存下的负反馈。库存方面, 国内外交易所库存下降, 进口窗口关闭下库存处于低位。

对于后市, 信达期货研究发展中心有

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(4月1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	967.66	972	965.98	969.46	2.38	969.11
易盛农基指数	1243.49	1249	1241.43	1245.62	2.48	1245.25

是经济基本面表现。

分析人士指出, 在估值底、政策底相继得到确认后, 股票市场投资者最期待的就是经济底的出现; 对于债市而言, 前期利率下行已较充分反应市场对经济下行、政策放松的预期, 年初利率持续震荡, 很大程度上是在等待对经济展望的验证。

“超预期的4月PMI数据给债券市场情绪造成不小的冲击。”一位债券交易员表示。

3月PMI数据明显回升, 成为年初以来经济运行边际改善的最新证据。国家统计局日前公布, 3月制造业PMI为50.5%, 明显高于市场预期和前值水平, 且重返扩张区间, 为2018年12月以来的首次。中信建投黄文涛团队称, 3月生产、需求、价格、就业相关指标均环比回升, 显示经济整体相比2月边际改善, 短期经济企稳或可期。

前述交易员表示, “1月份货币融资数据高增长, 引起债券投资者对经济见底的警惕。考虑到1、2月数据受春节因素影响较大, 3月份经济金融数据备受关注。超预期的PMI数据, 预示3月经济数据可能继续趋于改善。债市遭遇一波明显的卖盘。”

国信证券认为, 二季度将是全年债券市场最受考验的时期, 理由是: 一季度已经构筑了信用增速的底部, 从滞后2-3个月的维度来看, 债市从信用增速触底至名义GDP增速触底之间属于债券牛市的尾端, 利率以弱勢盘整为主。进入4月份后, 可以看到名义GDP增速将企稳回升, 预计至少会贯穿二季度, 债券牛市在此阶段终结, 步入利率上行轨道。在此期间, 长期利率将出现相对剧烈的上行, 预计10年期国债将上行至350%, 10年期政策性金融债券利率将回升至4.0%。

江海证券报告也认为, 未来随着稳增长政策的不断推进, 经济企稳回升的概率在加大, 届时对债市构成的潜在压力不容忽视。

海通证券姜超等表示, 当前基本面和政策面均不利于债市, 债市短端和长端缺乏下行动力, 但全球货币宽松的环境支持中国利率继续维持低位。因此, 未来债市仍将保持震荡格局。

记者观察

企业套保需警惕现金流风险

□本报记者 张利静

无论你进场或不进场, 市场波动总在那里。

近期, 海外金融市场波动加剧, 金银在美元走强的压制下跌到让多头“怀疑人生”。截至昨日, 文华财经统计数据显

示, 沪金、沪银期货今年以来分别累计下跌了2%、4.16%。煽动这轮大跌行情的“蝴蝶”——土耳其央行冻结短期融

资市场干预汇市的举动, 不仅导致了其国内股票、外汇、债券市场全线大跌, 还带动了新兴市场汇率一度全线回落。在这样的背景下, 资金从贵金属市场出走, 流向美元和美债。

黄金在新兴市场发生危机时往往表现并不是很好。从上述表现也可以看出, 美元及美债的避险属性在新兴市场波动加剧的情况下, 较黄金更为优越。

实际上, 自从2019年以来, 随着美联储及欧洲央行在货币政策上开始转变态度, 市场对包括美国在内的全球经济周期拐点到来的预期开始升温。从投资角度看, 市场波动加剧在所难免。在全球投资者风险偏好局部提升之际, 全球避险情绪频繁放大也是事实。

土耳其带来的波动或许还会再现。外资参与较多、市场估值偏高的新兴市场, 以及一些对外欠债较高、偿还压力较大的经济体均是未来国际金融市场不容忽视的不稳定因素。在此背景下, 投资者还需要谨防外部波动带来的仓位大震荡。

纸浆期价或维持偏弱格局

□本报记者 马爽

年初以来纸浆期货呈现冲高回落行情, 累计上涨7.26%, 收报5346元/吨, 结算价报5332元/吨。业内人士认为, 在全球宏观经济共振式下行背景下, 纸浆行业进入主动去库阶段, 除非供应端出现重大扰动, 很难看到价格持续上行。可能短期的市场情绪改善或者消息炒作能带来一定反弹, 但更倾向于反弹卖出。

信达期货纸浆研究员陈敏华表示, 期初在美联储加息节奏放缓、国内刺激政策频出及海外浆厂挺价等多重因素推动, 浆价触底反弹。不过, 随着利好兑现, 而下游消费疲软, 迟迟不见改善, 叠加增值税税率下调降低进口成本以及海外浆厂挺价意愿送到, 浆价持续回落。

就供需情况而言, 陈敏华

而在不可避免的震荡行情中, 据多位投资人士经验, 在多头行情中, 成功避开“危险”行情的人, 不外乎两种: 一种是提前清仓完毕, 及早撤退的人; 另一种就是以对冲操作(包括完全对冲和不完全对冲)追求较稳定收益的投资者。

对于机构投资者来说, 根据自身情况制定合适的对冲策略, 则显得更加重要。不同企业制定的套保策略, 一定是依据企业本身的特殊状况来决定的, 而不是简单地照搬教科书。

例如, 企业通过购买套期期货或期权对现货头寸进行套期保值, 亦或通过购买黄金、白银规避金融市场波动风险, 但可能操作本身规避了价格波动风险, 却引入了额外的现金流风险。当价格涨了30%, 套保空单会立刻砍掉相当30%价格涨幅的现金流。这不是一般企业能够承受的, 如果市场资金供应偏紧, 融资成本比较高。企业还需要支付更多现金成本。

因此如果企业资金不充裕而套保量很大, 极端行情下很容易导致期货账户被打穿。因此套保必须依据企业的实际情况, 不仅规划保值量, 规划市场价格空间, 同时对整个现金流也要有相应的规划。

国内许多企业参与衍生品投资或对冲普遍存在两个误区, 一是投机性太强, 二是太过于教条, 生搬硬套, 这两种都不可取。就像物理学中, 很多定理都是在理想状态下才成立, 但是实际在我们日常生活中, 从来不存在理想状态。

表示, 全球出货量已连续4个月结束同比正增长, 海外浆厂主动收缩供应, 非计划性检修增多。国内进口也开始下降, 全球浆市处于主动去库阶段, 国内外最新库存数据也开始出现一定程度上的下降。而需求端, 下游需求依旧疲软, 除文化纸季节性消费外, 看不到任何改善迹象。而从制造业PMI等角度跟踪来看, 全球经济集体共振下行, 国内连续3个月处于枯荣线下方。预计后续消费难有太大改善, 只能说边际转好。

从市场结构来看, 针阔价差收窄至平水附近, 而阔叶浆供应更加集中, 厂家挺价能力更强, 叠加替代效应, 一定程度上支撑针叶浆价格底部。此外, 目前国内下游因高成本浆价导致盈利水平价差, 纸厂提价却并未很好地获得市场认可度, 成本推动的涨价不可持续。

业内专家:

金融衍生品有利于资本市场发展

□本报记者 朱生莹

由北京大学经济学院和前海期货等联合主办的“2019股指期货展望与私募合作创新高论坛”近日举办。来自北京及河北、山东等地200余家金融机构共250余位代表与会。

“当前, 科学使用衍生工具对冲风险, 吸引资金回流并推动股市稳定健康发展, 以综合金融服务实体经济, 正成为广大金融机构面临的重大课题。本次论坛银行、证券、信托、期货、对冲基金、私募等群英荟萃, 共同剖析中国资本市场的新春新希望, 直面挑战, 精心挖掘和把握市场先机。”前海期货有关负责人表示, 沪深300股指期货交易规模一度跃居“世界之最”。2015年因股市异常波动而收紧后, 成功经受了三

年多艰苦磨砺和考验。当前沪指已站稳3100点, 沪深300指数逼近4000点, 三大期指各主力合约近期基本上均维持升水态势。事实充分证明: 股指期货“收紧”并不能扭转股市下跌, “松绑”也不会打压股市上涨。

“如果单边趋势成立, 单边持有股指期货是收益很大的。随着股指再次开放后, 如果股市再次走好, 那下一次的大机会就会在股指上面。”苏州沙漠草资产管理有限公司总经理丁伟峰表示, 牛市的时候, 因为情绪的原因, 股指总是比现货涨得多, 所以存在一定的套利空间。

量资产管理公司董事长、基金经理孟诚表示, 股指期货保证金已基本恢复正常, 平均手续费和日内平仓手续有较大放开空间。可考虑开发更多金融衍生品, 有利于长期资本市场发展。

中国期货市场监控中心商品指数(4月1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		84.94			84.66	0.28	0.33
商品期货指数	986.48	994.79	995.29	985.39	984.06	10.73	1.09
农产品期货指数	822.18	823.41	824.6	821.44	821.67	1.74	0.21
油脂期货指数	451.02	451.77	452.96	450.21	450.63	1.15	0.25
粮食期货指数	1193.18	1192.99	1194.93	1187.37	1192.25	0.74	0.06
软商品期货指数	781.61	783.4	784.69	780.62	781.44	1.97	0.25
工业品期货指数	1059.27	1071.83	1072.55	1056.92	1056.34	15.5	1.47
能化期货指数	690.28	695.79	695.9	686.26	687.88	7.91	1.15
钢铁期货指数	1191.02	1212.9	1215.19	1188.42	1192.18	20.72	1.74
建材期货指数	1020.25	1029.97	1030.98	1016.83	1019.37	10.61	1.04