

# 猪周期香飘彼岸:美国瘦肉猪期货大涨

□本报记者 王朱莹

就在A股市场的“小猪佩奇”刮起“猪周期”旋风之际,大洋彼岸的美国芝加哥,其上市的瘦肉猪期货也大幅飙升,价格一度创下近5年新高,持仓量则创近2年新高。3月7日当周,国内企业签订较大数额的美国猪肉进口单,有2.38万吨船期为3—5月。

分析人士指出,瘦肉猪期货大幅上涨有美国猪肉现货价格回升因素,也有中国增加进口猪肉预期因素。从当前中国进口美国猪肉量来看,存在一定上升空间,出口增加量预计集中在下半年,美瘦肉猪期货仍有上涨空间。

## 美国瘦肉猪期货持续上涨

文华财经数据显示,CME瘦肉猪期货6月合约2月20日低位以来累计上涨了20.04%,中途最高上探至97.825美分/磅,创近5年新高;同期8月、9月的猪肉期货合约价格甚至一度冲破了100美分大关。持仓量亦大幅放大,3月27日,6月合约持仓量高达27.4万手,创近2年新高。

“近期瘦肉猪期货大涨,有美国猪肉现货价格回升因素,也有中国增加进口猪肉预期因素。上个月国内企业签订较大数额美国猪肉进口单,有2.38万吨船期为3—5月。”中信期货分析师陈倬表示。

美国农业部3月14日公布的数据显示,3月7日当周,中国购买了近两年来规模最大的美国猪肉,达到23846吨。

陈倬指出,近期中国国内猪肉供需缺口将推动进口更多的美国猪肉,利好美国猪价,因此,美国瘦肉猪期货大涨也是对美国增加猪肉出口预期的一个反应。

从历史价格数据来看,两国猪肉价格关联性偏小。国内近三轮上涨周期中,只有2010—2011年上涨周期两国同步,其余均不同步,尤其在2015年上涨周期中,两国生猪价格走势相反。

对此,陈倬认为,由于下半年国内猪肉缺口较大,在进口层面预计增幅较多,对美

## 转债新券表现不俗

□本报记者 张勤峰

4月2日,转债市场连续第三日上涨,但涨势较前两日放缓。新上市三只转债表现不俗,最低涨幅亦超过15%,成交亦十分活跃。综合机构观点来看,市场对转债后市仍日乐观,而新券一二级市场相关机会备受机构推崇。

**成交旺涨势好**

接连两日大涨之后,转债市场涨势放缓。4月2日,中证转债指数呈现强势震荡,盘中再创新高,收盘上涨0.37%,虽连续第三日上涨,但涨幅明显不及前两个交易日。

市场成交规模较上一日有所下滑,但仍处于近期较高水平。Wind数据显示,2日,转债市场共成交110.35亿元,其中东方财富全天成交15.63亿元,占到全市场成交额总额的14%。紧随其后的是两只新券——视源转债和博彦转债,分别成交9.39亿元和7.07亿元。另一只新券绝味转债也成交了1.92亿元,高于中信转债的1.71亿元,后者发行规模为400亿元,绝味转债发行规模只有10亿元。新券的活跃程度可见一斑。

新券不光交投活跃,涨幅也排列前茅。据Wind数据,4月2日,沪深市场上正常交易的转债共134只,其中97只上涨,36只下跌,1只收平。绝味转债、视源转债和博彦转债表现不俗,收盘分别上涨28.02%、23.28%和15.90%,包揽涨幅榜前三。存量个券方面,凯龙转债以6.71%的涨幅排列第一,玲珑转债、道氏转债、洲明转债位列其后,但涨幅均不超过4%。可以说,新券是当天转债市场上最大的亮点。

## 备受机构推崇

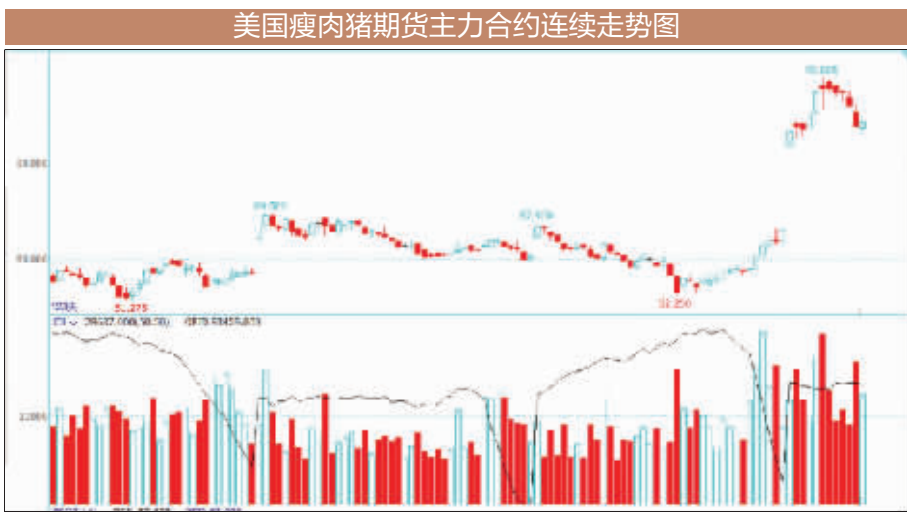
近期转债市场震荡有所加剧,但综合各方观点来看,机构仍普遍看好转债后续走势,而作为获取低价筹码的渠道,转债一级市场参与机会受到重点推荐。

华泰证券张继强团队指出,目前股市行情的核心逻辑没变,本轮估值修复有合理性,场外资金成本低仍是支撑因素。因此,股市不存在大幅调整的空间,赚钱效应出现之后,仍会保持较高的活跃度。后市大概率延续震荡行情并寻求突破。A股能否出现业绩驱动则决定了本轮行情能走多远。转债市场处于新的布局期,可通过布局新券把握结构性机会。

海通证券姜超团队认为,4月将是年报和一季报的密集披露期,权益市场或由估值修复逐渐转向业绩驱动,转债择券更多关注业绩情况,而近期上市的新券可重点关注,业绩不确定性相对较低。此外,可重点挖掘前期涨幅不高,或近期有所回调的板块。

国泰君安曾汉团队进一步建议,积极打新和布局新券。他们认为,在当前市场环境中,以100元的价格布局新券仍然是性价比非常高的方向之一。同时,当前部分新上市个券出现了负溢价率的情况,也可以尝试在二级市场进行布局。当前市场环境中,低溢价率可以提供一定安全垫,在市场上涨过程中也会有估值提升的逻辑驱动。

值得一提的是,4月份仍处于转债密集发行的窗口期,新券供应有保障,无疑增添了投资者参与打新的机会和择券的空间。兴业证券报告称,仅考虑已完成发行转债的话,4月预计有460亿元转债上市,保持在较高的规模。



国猪肉需求产生提振。因此在价格层面预计影响美国下半年猪价走势。

## 中国进口量预计将增加

“美国是世界第三大猪肉和猪肉产品生产国和消费国。近年来,美国猪肉和猪肉产品出口在全球位居前列,平均超过20%的商业猪肉产量用于出口。目前,美国的生猪养殖主要集中在中西部和北卡罗来纳州东部。”中信期货分析师王燕表示。

USDA报告中指出,上世纪80年代以来,美国生猪养殖规模化发展迅速,表现为规模化、专业化。1992年至2004年,美国生猪养殖场数量减少70%,而存栏量保持稳定。存栏量在2000头以上的比重由不到30%增加至接近80%。传统的自繁自养模式让位于专业化分阶段养殖,市场份额从65%下降至18%。近年来,随着猪肉价格上涨,美国生猪养殖规模呈扩大趋势。

根据USDA预测数据,2019年出栏生猪13781万头,较2018年上涨2.87%。综合推算结果与USDA数据来看,陈倬认为,2019年全年美国生猪供应预计增长2%左右。需求层面,主要增量为中国猪肉进口。由于中国相关疫情扩散,2019年尤其下半

年生猪供应将断崖式下降,预计进口猪肉量有所提升。

美国并非是中国最大猪肉进口来源国,根据2017年数据,美国进口猪肉量占中国全部猪肉进口量的比例为10%。从美国猪肉进出口角度来看,美国猪肉出口量整体上呈现上升态势,但近几年上涨幅度减缓。美国猪肉出口总量占猪肉生产总量的比例近几年相对平稳,保持在20%左右。

中国也并不是美国主要出口国。2017年美国猪肉出口总量255万吨,其中出口中国16.5万吨,占比仅为6.47%,出口最多国家为墨西哥和日本。

“从当前中国进口美国猪肉量来看,存在一定上升空间。综合中国进口需求及美国出口供应情况,在贸易形势改善乐观的情况下,预计每年可增加进口美国猪肉产量30万吨左右。增幅占国内消费总量偏小,占美国猪肉产量2.5%左右,出口增加量预计集中在下半年。”陈倬称。

## 猪周期环球共振

三月下旬以来,美国瘦肉猪期货价格冲高后出现下跌。对此,冠通期货生猪分析师姚佳玲认为,三月份国内猪价大幅上涨,

# OMO续停无悬念 降准与否是焦点

□本报记者 张勤峰

4月2日,央行逆回购操作毫无悬念地停做,市场资金面延续回暖势头,资金利率继续整体走低。目前来看,4月上旬资金面保持平稳没有太大悬念,市场对中旬流动性压力也有普遍预期,焦点集中在央行将会采取何种方式填补流动性缺口,降准靴子能否落地。

## 无碍资金面回暖

4月2日,央行公开市场操作(OMO)连续停摆进入第10个工作日。央行称,目前银行体系流动性总量处于较高水平。4月2日,市场资金面延续回暖势头,资金利率继续整体走低。

银行间市场上,4月2日,3个月及以下各期限债券回购利率全线走低,其中隔夜品种DR001继续大幅下行36bp至1.95%,跌破2%关口;具有代表性的DR007续跌12bp至2.38%,与2.55%的公开市场操作利率的倒挂程度继续加重;另外,14天品种DR014再跌25bp至2.29%,21天品种DR021再跌4bp至2.31%,均与

# 债市跌幅收窄 弱势特征仍存

□本报记者 张勤峰

4月2日,债券市场继续走弱,10年期国债期货跌0.22%,连跌3日,10年期国债收益率再上行2.5bp,两天累计上行约10bp。研究机构称,年初以来,经济运行出现积极现象,经济企稳预期增强,政策预期也出现微妙变化,债市蒙受的压力有所加大。预计近期债市仍将以震荡为主。

## 连跌三日

随着A股涨势放缓,4月2日,债券市场跌势有所收窄,但难掩弱势特征。

国债期货方面,4月2日,10年期和5年期国债期货主力合约双双继续下跌。其中,10年期国债期货主力合约T1906收盘下跌0.22%,连跌3日,盘中创下3月7日以来新低97.170元。

银行间市场上,中长期利率债收益率继续上行。10年期国债活跃券190205盘中一度成交到3.70%的位置,尾盘成交在3.69%,较上一日上行2.5bp;次活跃券180210尾盘成交在3.81%,上行3.5bp。10年期国债活跃券180027尾盘成交在3.165%,上行3.5bp。从中债收益率来看,短短两个交易日,10年期国债、国开债估值收益率均上行了超过10bp。

4月2日,市场资金面进一步转暖,货币市场利率整体走低,银行间市场上代表性的DR007跌至2.38%,与7天期央行逆回购利率倒挂程度加重。然而,面对月初以来资金利率大幅下行,债券市场反应平淡,长债收益率持续上行,期限利差

DR007形成倒挂,通过负的期限利差烘托出短期流动性的充裕态势。

交易所市场上,4月2日,上交所28天及以内各期限债券回购利率无一上涨。其中,GC001大跌121bp至2.11%,GC007跌42bp至2.38%。交易所与银行间市场债券回购利率的利差显著收缩,显示非银机构融资溢价下降,当前流动性回暖具有普惠性。

## 中旬流动性面临考验

在市场人士看来,4月初资金面转暖在意料之中。一则3月末财政投放力度较大,形成了较多的流动性供给。3月份是传统的财政支出大月,2017年和2018年3月份财政存款分别减少了7670亿元和4802亿元。财政支出往往又集中在月末进行,可迅速充实金融机构超储资金,提高月初时点上银行体系流动性总量水平。二则季末扰动消退后,月初资金面本身也处于自然回暖的过程。

由于扰动因素较少,4月上旬资金面继续保持宽松并没有太大的悬念。据Wind数据显示,4月上旬没有央行逆回购或MLF到期;目前地方债计划发行规

进一步走阔。

## 震荡格局将持续

分析人士指出,近期债市期限利差扩大,收益率曲线出现陡峭化上行,主要源于长债收益率走高,这通常说明市场对经济及通胀等基本面因素的预期出现了向上调整。

3月份制造业PMI数据进一步刺激了市场对经济企稳的预期。国家统计局日前公布的数据显示,3月份制造业PMI数据重新回升至50的荣枯线以上,生产需求、价格指数、就业指数等主要分项指标都出现了回升。考虑到经济基本面是利率走势的根本性决定因素,经济增长预期的变化很可能引发利率波动,再结合股市上涨,PMI数据引起债市下跌的观点不无道理。

还有机构认为,债券连续调整可能与政策预期调整有关。上周债券市场有所上涨,与预期4月份央行降准有很大的关系,利率下行与政策宽松预期反应比较充分。

中国期货市场监控中心商品指数(4月2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		84.89			84.94	-0.06	-0.07
商品期货指数	994.79	996.86	997.99	991.78	994.79	2.07	0.21
农产品期货指数	823.82	829.55	829.95	823.18	823.41	6.14	0.75
油脂期货指数	452.1	454.01	454.86	449.68	451.77	2.24	0.49
粮食期货指数	1192.76	1197.1	1198.67	1191.85	1192.99	4.11	0.34
软商品期货指数	782.9	785.23	786.36	782.3	783.4	1.82	0.23
工业品期货指数	1071.29	1071.62	1074.14	1066.32	1071.83	-0.21	-0.02
能化期货指数	696.29	693.79	699.31	692.53	695.79	-2	-0.29
钢铁期货指数	1211.47	1222.74	1226.62	1205.52	1212.9	9.84	0.81
建材期货指数	1029.11	1036.1	1038.86	1025.27	1029.97	6.12	0.59

目前62%的对美猪肉关税和两国猪价价差缩小影响到进口需求。国内受疫情影响,生猪产能大幅减少,按照行业20—30%的降幅估算,今年猪肉缺口接近一千万吨,缺口大。后期对美猪肉进口增加是必然的,依然利好美国猪价上涨。

陈倬认为,从中国国内生猪市场来看,下半年缺猪成为必然事件,预计供需缺口将使得三、四季度生猪价格创新高。尽管美国产量增加,但在需求提升作用下,美国猪肉价格将走高。从瘦肉猪期货价差与美国猪价历史季节性特征对比中可以得到,中国增加猪肉进口将至少影响美国猪价15%幅度,使得下半年美国猪价较上半年明显上升,较去年同期持平或略增。

进口增加对于国内猪价影响几何?申万宏源证券分析师赵金厚表示,2020年增加进口几成定局,但对国内缺口弥补程度有限。其对进口猪肉对国内影响进行了详细测算。正常情况下,进口猪肉的驱动因素是国内外价差(2013年至今价差的均值约为8元/公斤)。预计2019年下半年至2020年中国猪价将创历史新高,进口猪肉价差将大幅扩大,刺激贸易商扩大进口;同时中国存在供需缺口,将主动扩大进口,预计净进口(包括走私)增加约130万吨。假如国内猪肉产量下降15%、20%、25%、30%,消费下降5%,增加的净进口(包括走私)可以补充2%的缺口,供需缺口分别为8%、13%、18%、23%。在中性假设下,20%左右的供需缺口将使猪价创历史新高。

“众所周知的猪周期,不仅存在于中国市场,同样存在于美国市场。”中信期货分析师王燕表示,为帮助生猪养殖相关产业链进行风险管理,芝加哥交易所先后推出冻猪肉期货、活猪期货及瘦肉猪期货。数据显示,自美国生猪期货上市以来,上市初期美国猪肉价格波动幅度较大;随着现货市场规模化推进及期货市场不断成熟,美国猪肉价格波动性明显降低。长期看,生猪期货上市有利于生猪养殖各环节进行风险管理。

模也不大,缴款压力尚不明显。虽存在小长假因素,但从往年来看,小长假期间银行现金投放压力不大,不会对资金面造成太大的影响。

机构普遍认为,4月资金面考验主要来源于企业纳税和MLF到期,中旬可能是全月流动性压力最大的时候。4月是传统的税收大月,2017年、2018年4月份财政存款分别增加6425亿元和7184亿元。受减税降费等因素影响,今年4月财政回笼效应可能没有往年明显,但依然不容小觑。另外,4月17日还有3675亿元的MLF到期,MLF到期与税期高峰在时点上有重合,可能给流动性造成叠加影响。

面对税期和MLF到期造成的流动性供求缺口,央行将会如何应兑则是市场关注的焦点。目前看,认为央行降准的观点仍是主流,但也有观点认为,央行需要观察一季度宏观数据再做决定,也可能采取增量续做MLF的做法,后者释放的政策信号将不及降准,可能造成一定的“预期差”。不过,不管是降准还是续做MLF,亦或是通过采取其它手段,本月中旬仍将是央行开展货币政策操作的重要窗口期。

但值得注意的是,上周央行特意辟谣4月1日不降准,打破了市场先前的一致看法。

中信建投证券固收研究团队就称,央行并未出面辟谣4月1日降准,恰恰反映出当前货币政策的敏感性,尤其是在一二线城市地产销售转好、股市大幅上涨的背景之下。市场需要修正此前过于乐观的货币政策宽松预期。

不过,该研究团队也表示,维持对债券市场短期震荡、长期看好的观点不变。理由在于,在地政策不变和基建动力不足的情况下,宽信用的空间存疑,对经济的支持作用可能有限。

华泰证券固收研究团队指出,年初以来,经济下、政策上,风险资产经历了估值修复行情,债市转为震荡市。各类资产“低风险低回报、高风险高回报”的特点较为突出。短期看,股市经历了估值修复行情之后,股债之间的相对性价比已经重归平衡,股市仍有结构性机会可博弈,债市预计仍以窄幅震荡为主。

## 记者观察

## A股火热 期指“入春”

□本报记者 马爽

股指期货交易限制经过多次调整后,伴随着A股市场交投情绪的高涨,今年一季度股指期货成交量也出现显著增长。中国期货业协会统计数据显示,1—3月,中国金融期货交易所三大股指期货累计成交量达1044.22万手,同比增245.78%;成交额达10.23万亿元,同比增203.81%。

一季度,国际贸易局势出现缓和叠加国内各项利好消息带动,A股市场行情迎来大爆发,上证指数以超过20%的涨幅跑赢全球主要指数。同期,三大股指期货标的指数沪深300、上证50、中证500累计涨幅分别为28.62%、23.78%、33.10%;对应的股指期货方面,沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货主力连续合约累计分别上涨29.38%、24.17%、34.32%。

值得一提的是,3月股指期货交投尤其活跃。数据显示,3月沪深300股指期货、上证50股指期货、中证500股指期货成交量分别为231.50万手、103.46万手、172.81万手,同比分别增长365.67%、185.50%、469.36%。

从升贴水方面来看,目前股指期货多合约价格水平相对标的指数出现升水,这也从侧面反映市场对后市行情持乐观

的看法。这一点也得到了经济数据的证实。中国官方的3月制造业采购经理人指数(PMI)表现向好。此外,周一公布的中国3月财新制造业采购经理人指数重返50,创八个月高位,就业指数为逾六年新高。

除了A股行情火热激发股指期货交投活跃外,股指期货成交量规模显著增长也与此前交易受限有关。自2015年股市剧烈波动之后,有关部门对股指期货开始采用一系列交易限制措施,包括持仓数量受限等,随后其成交量出现显著滑落。不过,2017年2月以来,中金所已多次对股指期货交易制度调整,股指期货成交量也因此逐渐回升。

另外,股指期货交投活跃也意味着投资者运用期货工具对冲风险的兴趣上升。在A股春季行情持续火热一段时间过后,部分投资者开始对后市持谨慎态度,导致市场分歧加大,因此也推动部分避险需求回升。

整体来看,尽管股指期货交易制度出现多次调整,但目前仍不足以满足市场需要,当前成交水平距离2015年以前仍有很大差距,因此未来应进一步放开交易限制,比如继续降低保证金比例、大力度放开持仓限制、下调交易手续费等,以促进进一步活跃市场,帮助套保投资者找到交易对手转移风险。

## 郑商所就红枣期货征求意见

□本报记者 张枕河

4月2日,郑州商品交易所官方网站发布《关于红枣期货合约和规则制度征求意见的公告》,面向全市场公开征求对于红枣期货合约和规则制度的意见建议。

据了解,在红枣期货合约和规则制度的设计过程中,郑商所多次开展红枣期货质量摸底检验等工作,并广泛征求市场多方意见建议,旨在使红枣期货合约设计贴近现货市场实际,更好满足市场各参与主体需求,助力期货市场为实体经济服务功能发挥。

根据公告,在合约设计方面,红枣期货交易单位为5吨/手;最小变动价位为5元/吨;每日价格波动限制与最低交易保证金为±5%与7%的组合;最后交易日为合约交割月份的第10个交易日,最后交割日为合约交割月份的第12个交易日。

在交割方面,红枣期货合约交割月份为1、3、5、7、9、12

月,基准交割品为符合《中华人民共和国国家标准 干制红枣》(GB/T 5835—2009)一等等级规格且均匀度允差≤60%、180个/千克<每千克果粒数≤230个/千克的灰枣,干基总糖含量≥75%、15%≤含水率≤25%,一般杂质≤0.1%,表面清洁,容许度、总糖含量及浆果、不熟果、病虫果、破头果、油头果单项占比不作要求。每千克果粒数<180个/千克或230个/千克<每千克果粒数≤280个/千克的灰枣可替代交割,升贴水以交易所公告为准。红枣期货实行仓库交割,仓单非通用,生产日期在11月1日之前的红枣不得在当年11月1日(含该日)之后注册仓单。

在风险控制方面,红枣期货合约自合约挂牌至交割月前一个月第15日(含)至交割月的交易日限仓为100手,交割月前一个月第16日(含)至交割月前一个月最后一个交易日期间的交易日限仓为20手,交割月份限仓为6手。

## 金价跌势恐继续扩大

□美创鑫裕 杨艺

随着美股重燃涨势并带动美债收益率回升,美指重返97关口上方,黄金则承压下挫,挫展开大幅回撤,在接连跌破千三大关后再度跌破1290关口。本周开盘后,黄金延续跌势,金价小幅下跌,本周金融市场将迎来美国3月非农就业报告以及美联储多位官员发布讲话。

首先,美国方面,本周市场的重点无疑是周五的美国3月非农就业报告。美国2月份就业人数令人人大失所望,全球最大经济体新增就业岗位只有2万个,然而工资环比增长了0.4%,同比增长了3.4%,就业岗位的小幅增加可能令人担忧;目前市场预期美国3月非农就业岗位增加17.5万个,较前月的增加2万个大幅反弹,失业率则料将继续维持在3.8%的低档;此外投资者还需关注薪资数据,目前市场预期美国3月非农就业岗位料大幅反弹,美元多头走势有望延续;本周将有多位美联储官员发表讲话,美国联邦公开市场委员会(FOMC)在货币政策上做出

了明确的鸽派转变,美联储不仅预计今年不会加息,而且还下调了2019年的增长预测,且暗示今年余下时间将不会升息,在货币政策决定之后,美元仍然保持弹性。

其次,从地缘政治方面,上周英国首相特雷莎·梅的脱欧协议第三次议会投票被拒绝,根据此前欧盟峰会议定的流程,英国脱欧的下一个关键日期是4月12日,特蕾莎·梅必须在此之前提出脱欧新方案或无协议脱欧,以避免造成无协议脱欧的局面,这也意味着英国必须参加5月23—26日的欧洲议会选举。近期全球股市上涨,美元指数相对坚挺,不利于黄金的避险买需。

随着市场对全球经济放缓乃至陷入衰退的担忧使得美元这一优质避险资产受到提振,本周市场对美国经济预期整体偏向乐观,美指整体仍处于97上方运行,美元整体仍保持多头趋势,黄金受美元走强影响,黄金上涨趋势已被打破,加大了投资者对黄金更大规模抛售的风险;从技术面来看,黄金依旧面临较强的下行风险,金价可能继续扩大跌势。

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(4月2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	969.34	974.72	968.28	974.65	5.54	972.26	
易盛农基指数	1246.1	1252.13	1243.96	1252.03	6.79	1248.41	