

四月 股债走到十字路口

□本报记者 张勤峰

3200点之上，A股踌躇不前；3.3%一线，债市稍得喘息。小长假过后，股强债弱的格局暂时被打破，A股陷入震荡，债市也迎来休整，都在等待方向指引。数据、政策、流动性……诸多不确定的存在，让今后两周成为一个关键时点。

A股震荡 债市休整

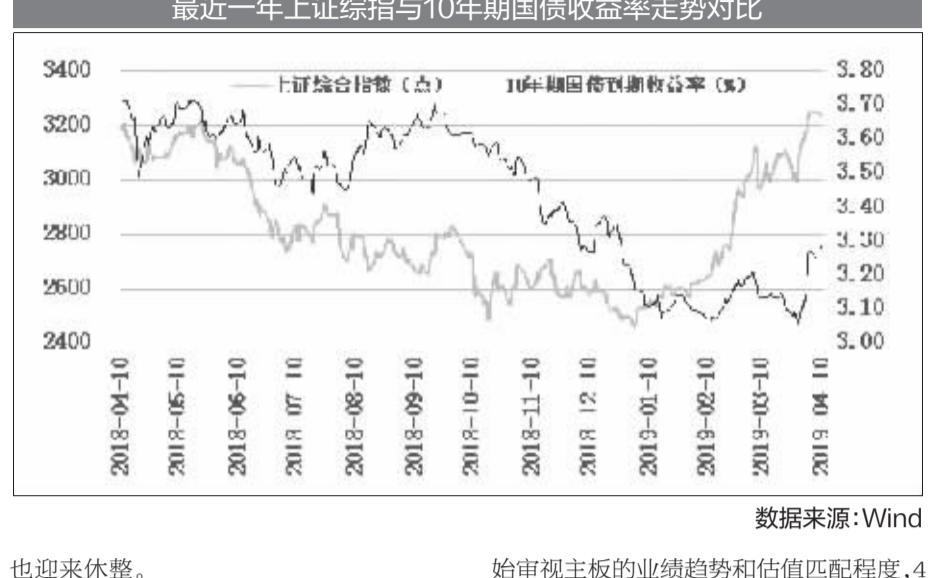
年初以来，“股债跷跷板”现象十分突出，权益资产与固收资产之间一强一弱反映出金融市场风险偏好的变化。

“清明小长假”过后，A股冲高回落，上证综指在3200点上方陷入震荡，截至4月10日，指数已盘整3日，市场成交亦出现萎缩，观望情绪上升。

与此同时，一波持续下跌之后债市终于迎来喘息。4月10日，10年期国债期货主力T1906合约反复上下波动，早盘震荡走弱，午后一度直线拉升，随后再回落、再拉升，收盘上涨0.18%，迎来本周的第二次上涨。上一次是在4月8日，当天T1906合约上涨0.13%，但紧接着就在9日跌去0.2%。截至10日收盘，本周T1906合约上涨了0.16%，尽管涨幅有限、走势不稳，但与“小长假”之前相比，还是好了不少。统计显示，上一周虽只有4个工作日，但是10年期国债期货T1906跌去1.47%，单周跌幅为2018年以来罕见。

现货市场方面，4月10日，10年期国债、国开债收益率也稍稍脱离了3.3%和3.8%的位置。银行间市场上，10年期国债活跃券180027尾盘成交在3.29%；10年期国开债活跃券190205尾盘成交在3.77%，较上一日尾盘下行约4bp，次活跃券180210成交利率下行逾4bp至3.90%。之前，长期利率债收益率经历了快速上行。4月9日，10年期国债、国开债中债收益率分别报3.29%和3.80%，均较3月末上行超过20bp，并创了2019年以来的新高。

月初典型的单边行情之后，股强债弱的格局暂时被打破，A股陷入震荡，债市



数据来源:Wind

也迎来休整。

迎来“四月决断”

A股缘何放慢了上涨的步伐？A股市场中有一个说法，叫“四月决断”，大概意思是说每年到4月的时候，全年投资的逻辑脉络基本能够看清楚，需要下决心了。从过去几年的经验来看，这个说法有其合理性。

海通证券的研究发现，2011年至今，A股往往在4月选择方向。基本面或政策面变差时，4月后市场转向下跌，比如2011年、2014年、2016年、2017年、2018年；在基本面或政策面变好时，4月后市场上涨，比如2013年和2015年。

海通证券研报指出，4月之前基本面数据不太明朗，市场往往受到政策或事件的影响，而年初流动性通常较充裕、投资者风险偏好高，故常常出现“春季躁动”。4月之后，3月的宏观数据逐步公布，微观企业的年报及一季报也开始披露，基本面逐步明朗，重要会议之后宏观政策形势也更明朗，因此在4月投资者可以对行情做出更明确的判断。

“随着经济进入开工旺季，对盈利和经济的关注度会适度回归。部分投资者会开

始审视主板的业绩趋势和估值匹配程度，4月将是这一类投资者的决断时刻，投资者会对全年的盈利和流动性做一次明确的判断。”新时代证券研报写道。

今年一季度，A股一轮气势如虹的上涨，是为“春季躁动”。进入4月份，“春季躁动”接近尾声，来到了“四月决断”的时间窗口。

那么，当前A股要拿什么做“决断”？或者说，在等待什么关键指引？

回顾历史上A股的几次波澜壮阔的牛市行情，每一次行情的背后都有基本面拐点的出现。海通证券策略团队认为，上证综指2440点以来市场已经反转，进入牛市第一阶段，类似2005年下半年，政策偏暖和流动性宽松推动估值修复，进入牛市第二阶段需要确认基本面见底回升。市场能否进入第二阶段，4月可能就是决断期，决断的关键当然是基本面运行趋势的信号。

国信证券策略团队也提出，今年“四月决断”的核心是“宽信用”能否持续，以及“基本面拐点”年内能否到来。

等待数据和政策明朗

相比之下，4月份债市行情的季节性特

征没有股市那般明显。然而，今年4月对于债券市场而言同样是一个关键月份。

去年底时，市场参与者对2019年债市行情的展望普遍是“牛尾”或者“震荡市”。但近一段时间尤其是上一周，债券市场走出一轮明显熊市行情。“牛尾”还在不在？趋势性熊市是否已经到来？这可能是很多债券投资者心中的疑问。而4月可能会是给出答案的月份。

年初以来，债券市场陷入弱势震荡，有众多的原因，但主要还是市场对经济增长的预期出现了变化。分析人士指出，1月份信贷和社会融资数据的高增长，显示宽信用取得一定进展，而从历史经验来看，融资的底部对经济的底部具有预见性，加之外部环境紧张局面有所缓解，市场对经济增长的预期出现修复，对货币政策走向的看法也出现微妙变化，是推动债市收益率上行的关键。

4月，一系列的关键数据的公布将有助于审视经济基本面趋势。众所周知，1、2月数据易受春节因素影响，参考价值大打折扣，若加上3月的数据，会有助于判断经济金融发展态势。特别是1、2月份金融数据出现了较大波动，加上3月份数据，可能更容易看出其中趋势。

另外，近期猪肉出现较快上涨，部分蔬菜价格的走势也脱离季节性规律，加上部分工业品涨价，市场通胀预期有所抬头。3月份CPI和PPI数据将会成为观察物价走势的重要参考。

更不用说政策面。此前市场对4月央行降准存在强烈预期，但时至如今，仍只闻楼梯响，不见人下来。4月份降准与否已经成为市场观察货币政策向的重要窗口。

经济、政策、流动性……这些关键变量的运行趋势，对于股、债市场下一阶段的行情走向具有举足轻重的影响，牵动着投资者的神经。

按照Wind披露的日程，3月份主要宏观数据将从4月11日起开始披露。股、债投资者心中的疑问或将得到解答。4月尤其是今后一两周因此成为一个重要的时段。

振市场对宏观边际回暖信心之外，近期境内外矿山扰动不断，嘉能可计划削减其刚果Mutanda铜钴矿产量，印度Vedanta40万吨铜冶炼厂复产最高法院阻挠，秘鲁东南部发生地震，同时其Las Bambas铜矿的要道遭封锁，嘉能可赞比亚子公司Mopani铜业旗下Nkana铜矿3月19日暂停运营，铜矿干扰率呈现明显的提升趋势，令供应收紧预期强化，也为铜价走势提供一定的支撑。

黑色系方面，钢矿期货联动走升，国内铁矿石期货主力合约4月9日一度触及2017年2月27日以来新高663.5元/吨，同日螺纹钢期货主力合约亦创下2018年10月15日以来新高3795元/吨，年初以来两者累计涨幅分别为38.51%、18.57%。春节前，在限产不及预期、钢厂补库驱动下，铁矿石期价持续上涨。随后，因巴西矿难事件发酵，价格继续上涨，而后淡水河谷多个矿区的矿山陆续出现复产和停运，期价呈现高位震荡加剧。铁矿石行情的火爆以及3月以来终端需求陆续启动，亦带动螺纹钢期价逐渐回暖。

就“大宗商品之王”原油走势来看，年初以来，受OPEC+减产执行情况良好、委内瑞拉局势动荡、国际贸易局势缓和等利好因素提振，国际油价持续走强并屡创新高。4月9日盘中，布伦特原油期货主力合约最高一度触及71.34美元/桶，年初以来累计涨幅超20%。

有色一哥”铜的表现亦不俗，LME期铜在一季度末终结此前季线“四连阴”走势之后维持高位震荡，目前在6500美元/吨一线徘徊，截至目前以来累计涨幅为9.59%。2019年以来，除美联储停止加息逐渐明朗化等提

■记者观察

大宗商品缘何在春季集体爆发

□本报记者 马爽

年初以来，在全球金融市场范围内不仅股债双牛，大宗商品的表现也非常抢眼。比如，年初以来，布伦特原油期货累计涨幅超28%，并站上70美元/桶；伦铜累计涨幅近10%；国内铁矿石期货、螺纹钢期货主力合约价格迭创新高，累计涨幅分别逾38%、18%。

文华财经统计显示，自去年12月下旬触及阶段新低以来，反映全球商品价格走势的CRB大宗商品指数便不断走高，4月9日盘中一度触及2018年11月12日以来新高189.05点，今年以来累计上涨11.05%；文华商品（国内）指数4月10日收报154.84点，年初以来累计涨幅达6.17%。

抛开宏观层面因素，市场对供给趋减的担忧以及需求的不断增加，共同推动大宗商品价格今年春季呈现优异表现。

就“大宗商品之王”原油走势来看，年初以来，受OPEC+减产执行情况良好、委内瑞拉局势动荡、国际贸易局势缓和等利好因素提振，国际油价持续走强并屡创新高。4月9日盘中，布伦特原油期货主力合约最高一度触及71.34美元/桶，年初以来累计涨幅超20%。

有色一哥”铜的表现亦不俗，LME期铜在一季度末终结此前季线“四连阴”走势之后维持高位震荡，目前在6500美元/吨一线徘徊，截至目前以来累计涨幅为9.59%。2019年以来，除美联储停止加息逐渐明朗化等提

钯金跌势恐难持续

□本报记者 张枕河

自3月21日以来，去年表现不佳的钯金期价持续下跌，NYMEX钯金期价从1576.9美元/盎司一路下行至目前的1364美元/盎司，在不到两周的时间内累计下跌13.4%。但从去年8月开始大涨以来，其仍累计上涨47%。

分析人士指出，从短期看，对于经济增长影响汽车行业的影响成为打压钯金价格的主要因素。但展望中长期，由于供需失衡的问题未能得到根治，钯金前景仍然受到看好。

长期仍将供不应求

市场人士认为，尽管近期价格出现回调，中长期钯金前景仍受到看好，其供不应求的局面并未出现根本性改变。

从供应方面看，钯金是世界上最稀有的贵金属之一，地壳中的含量约为一亿分之一，年产量不到黄金的8%。同时钯金的产量又极为集中，俄罗斯和南非占到全球产量的79%。作为伴生矿，钯金的产量极大程度上取决于俄罗斯镍矿和南非铂金矿的生产状况。

而从需求方面看，汽车行业涉及全球钯金需求的80%以上。由于全球各国排放标准的提升，钯金主要用于汽车尾气减排催化剂，如果全球经济出现衰退，作为周期性行业的汽车行业首当其冲，钯金自然暂时不再受到投资者青睐，需求将明显下滑。

盛宝银行分析师汉森表示，钯金价格十分容易受投机需求驱动，当钯金价格跌破1500美元/盎司时，技术面前景就发生了改变，预计钯金的投机需求正在下降。全球最大钯金生产商之一英美资源日前也警告称，钯金的迅速上涨已经造成了“泡沫”。

美国商品期货交易委员会（CFTC）数据显示，在3月21日钯金价格出现大跌之前，对冲基金已经连续四周削减钯金多头仓位，创下去年9月以来最长的减持纪录。

在本轮暴跌之前，部分分析师就警告称，大幅上涨的钯

白糖期价中长期走牛预期未变

□本报记者 张利静

昨日白糖期货强势反弹，主力合约日内上涨2.48%，收报5212元/吨，创一个半月新高，同时该合约持仓增加11.7万手至62.3万手。与此同时，A股白糖股中粮糖业等个股涨停。分析人士指出，从现货市场来看，二季度仍有诸多因素制约期价上行，但随着后续利空兑现，三季度糖价或继续走升。

期价重心不断抬升

整个一季度，国内白糖期货震荡偏强，价格重心不断提升。业内人士指出，其背后原因主要受政策利好遏制倾销背景下，糖价内外倒挂及许可证延期的利好效应带来的支撑。

从国际市场来看，亚洲产量超预期增加是糖价上行的主要阻力。其中，印度糖业协会将印度2018/2019榨季糖产量预估从3150万吨上调至3220万吨。2018/2019榨季至2019年3月15日，印度全国527家糖厂投入压榨，其中154家糖厂已收榨，累计产糖2734.7万吨，去年同期399家糖厂产糖2582万吨。此外，巴西方面，3月上半月巴西中南部地区共压榨甘蔗159.1万吨，高于2月下半月54.3万吨，低于去年同期的342.1万吨。中南部糖厂3月上半月产糖9000吨，较去年同期下降80.95%。不过，国际原油价格连续反弹也降低了市场对制糖比例的预期，原糖期货得以喘息。

从国内来看，中财期货相关研究指出，全国3月产销数据显示，全国已累计产糖989.7万吨，同比增加36.16万吨；本制糖期全国累计销售食糖489万吨，同比增加95.2万吨。销售量好于预期，短期利多糖价。但是2018/2019年度糖厂压榨较往年延后，目前广西38家糖厂收榨，去年同期65家，4-5月份仍有70万吨-90万吨产量。销售数据的大增主要受增值税下调影响，预计4月份销售情况将较为平淡。

长期走牛预期不变

“不论国际还是国内，2018/2019榨季均是增产末期，2019/2020榨季是供需格局反转的一年。”天风证券相关行业研究指出，2019年是糖价筑底并由熊转牛的过渡年，国际及国内糖价均处于周期底部位置。天气（影响产量）、油价（影响巴西糖醇比）、印度大选（影响印度补贴政策）等因素陆续落地，这些均将成为2019/2020榨季减产预期下后续糖价上涨的催化剂。

“不论国际还是国内，2018/2019榨季均是增产末