

资金面最宽松时段已过

□本报记者 张勤峰

在资金面平稳度过税期之后，本周伊始，央行暂停了逆回购操作。近期央行流动性投放力度明显不及预期。分析人士指出，经济开局平稳并出现积极变化，短期内货币宽松可能性不大，降准可能性还有，但更多属于对冲或结构调整性质，资金面最宽松时段已过，DR007运行中枢正向政策利率回归。

央行逆回购再停做

4月22日，央行公开市场逆回购再度停做，在无央行逆回购到期的情况下，实现零投放零回笼。

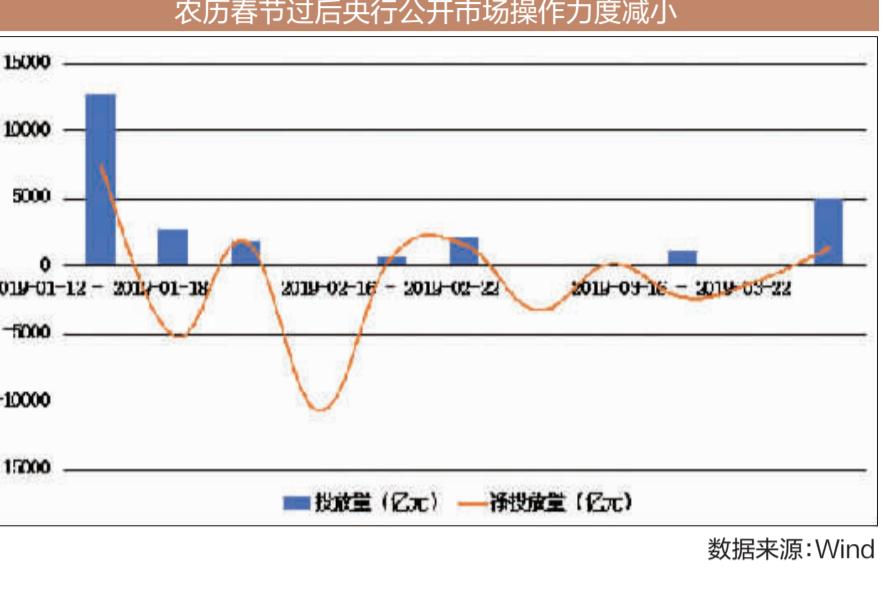
此前，央行停做逆回购已显露端倪。4月16日起，央行重启公开市场操作（OMO），连续4日开展逆回购交易，但从18日开始，交易量就不断缩水。Wind数据显示，4月16日至19日，央行逆回购操作量分别为400亿元、1600亿元、800亿元和200亿元。

央行22日公告称，当前流动性处于合理充裕水平。保持流动性合理充裕是过去一段时间以来央行流动性管理的既定目标。既然流动性合理充裕，在没有央行逆回购等到期回笼的情况下，央行暂停流动性投放也不难理解。

分析人士认为，随着税期扰动消退，4月流动性压力最大的时候已过，但本周仍存在波动风险。

根据以往经验，4月和6月是二季度流动性压力较大的两个月，而4月流动性波动风险又以中旬更大一些。这主要是因为4月是传统税收大月，财税清缴入库易引起流动性波动，而税费征收一般在月中截止，因此，中旬是税期因素影响最显著的时候。过去三年，4月财政存款平均增加7642亿元。此外，上周还有3665亿元MLF（中期借贷便利）到期，并有超过1700亿元政府债券发行缴款，流动性供求同时面临多种因素影响。

当前税期高峰已过，本周亦无MLF到期，政府债券发行缴款量也比上周少，加之



数据来源:Wind

逐渐迎来月末财政投放时点，前述不利因素的影响有望减轻，本月流动性压力最大的时候可能已过去。

分析人士指出，由于还有3000亿元央行逆回购到期，短期资金面可能还有波动，后续不排除央行重启逆回购操作，但实施大额净投放的可能性并不大。

近期投放力度不及预期

即便在上周流动性压力最大的时候，央行流动性投放力度也不大。

上周央行开展的4次逆回购操作和1次MLF操作，是3月下旬至今仅有的几次公开市场操作。虽然4月17日央行逆回购交易量达1600亿元，并开展2000亿元MLF操作，但当天有3665亿元MLF到期，综合考虑，央行还净回笼了65亿元。全周来看，上周央行通过逆回购和MLF投放5000亿元，对冲到期的MLF之后，净投放1335亿元。考虑到上周是税期高峰，还有一定量的政府债券发行缴款，这一投放量远少于市场预期。

正由于预计4月中旬流动性供求存在较大缺口，先前才有不少市场人士认为4月

中旬央行有相当大的概率实施降准。事后来看，央行不光没有降准，连公开市场流动性投放规模都少于预期。

不过，数位市场人士告诉记者，上周资金面虽谈不上很松，但机构融出意愿不错，借到钱的难度不大，没有先前预想的那么紧张。

“或许，正是因为资金面表现超预期，央行流动性投放力度才没有预想的那么大。”有市场人士表示，资金面的不寻常表现，降低了央行投放大额流动性的必要性。

至于资金面缘何好于预期，有人猜测是因为先前市场做了充分准备，有人猜测还有其他渠道的流动性投放，还有人认为4月税期因素影响可能没有预想的显著。

今年积极的财政政策要加力提效，减税降费和加大支出是两大着力点，这两方面都可能导致财政存款增长放缓。3月数据显示，当月财政收入增长放缓，财政支出增速加快。数据还显示，3月财政存款减少6928亿元，去年3月只减少4802亿元。

货币市场利率低点已现

4月资金面压力最大的时候已过，上周

资金面表现也比预想的好，但不少市场人士依然认为，今年资金面最宽松时段已过去，后续货币市场利率已很难回到1月初和4月初低位水平。

二季度余下时间流动性缺口仍较大。按照以往经验，受上年度企业所得税汇算清缴影响，5月财政存款将继续增加。5、6月份分别有1560亿元和6630亿元MLF到期，其中6月到期量较多，且又是季末月份，中下旬流动性同时面临财政收税和金融监管考核的影响。5、6月份政府债券发行量通常也要大于3月。在多种因素影响下，5月中旬、6月中下旬流动性恐再度承压。

更重要的原因在于，货币政策继续放松的可能性已下降。3月底以来，市场对货币政策放松的预期明显降温，触发因素包括降准预期落空。相关部门的态度有变以及经济数据好于预期，但归根到底还是经济基本面出现了变化。随着前期宏观逆周期调控显效，经济开局平稳并出现积极变化，货币条件需要灵活微调，货币政策继续放松必要性下降。

在流动性缺口加大的同时，倘若央行流动性投放力度下降，其结果必然是流动性收敛。事实上，春节过后，央行已明显降低流动性操作频率和力度，货币市场利率中枢在2月触底后已开始回升。3月及4月资金，DR007均值均高于2.55%的7天期央行逆回购操作利率。华泰证券张继强团队称，资金面最宽松时段已经过去，DR007中枢已在向政策利率回归。

不过，货币政策难以大幅收紧也是市场共识。经济刚有所企稳，还难以承受政策大幅收紧。分析人士指出，二季度流动性缺口较大，预计央行仍将通过逆回购、MLF、TMLF等手段提供必要流动性支持，降准选项也并没有被完全排除在外，当然对冲或结构性调整的性质会更明显一些。总的来看，资金面最宽松时候已过，后续边际上可能有所收紧，波动性可能上升，但还不至于回到类似2017年那样的偏紧状态。

国债延续跌势 机会尚需等待

□本报记者 张勤峰

22日，在股市调整的情况下，债券市场表现弱势。部分机构认为，经过近期调整，债市利空已有所消化，但情绪修复需要过程且存在难度，做多机会需等待。

10年期国债利率升破3.4%

22日，债券市场延续弱势表现，国债期货继续下跌，现券收益率纷纷上行。

昨日，10年期国债期货主力T1906合约价格全天在前结算价下方波动，尾盘跌幅扩大，收报96.220元，跌0.22%。现券收益率纷纷走高，尤其是尾盘上行较为明显。银行间市场上，10年期国开债活跃券190205早盘成交在3.84%上下，较上一交易日尾盘上行逾2bp，午后成交利率一度回落，但尾盘重新走高，最后成交在3.85%，上行超过3bp。10年期国债活跃券180027大幅上行4bp至3.41%，这是2018年11月底以来，10年期国债活跃券首次成交到4%以上。

值得注意的是，22日，A股市场出现较明显调整。上证综指收盘下跌1.7%，回到3200点附近。年初以来，“股债跷跷板”现象较为突出，前期以股市上涨、债市调整为主，而如今股市出现高位回调，债券市场仍继续走弱，进一步凸显债市情绪之谨慎。

做多仍需时日

债市继续走弱，除调整“惯性”之外，资金面变化也很关键。

3月底以来，债券市场出现大幅调整。10年期国债收益率已从低点上行将近40个基点，调整幅度、调整速率在熊市中也并不多见。这主要由于利空因素较多且集中释放。中金公司固收研究指出，4月以来经济数据层面，先后看到了3月PMI走强、CPI抬升、出口明显改善、信贷大超预期、经济数据好于预期等，市场对经济回暖、通胀水平抬升、社融和M2触底回升的预期都在增强，同时对货币政策继续放松的预期转弱。

交易员表示，当前基本面和政策面的不利变化很难逆转，债市存在调整惯性。同时，22日市场资金面收紧也打击了市场情绪。据了解，22日市场资金面收紧，午后呈供不应求特征，紧张持续到尾盘。考虑到后续还有3000亿元央行逆回购到期，周内资金面仍存波动风险。

但一些机构认为，经过近期调整，债市利空已有所消化，短期跌势有望趋缓。

当前债市基本已认定基本面企稳，但关键是企稳的时间有多久、力度有多强。华泰证券固收研究也表示，二季度经济有望继续企稳向好，但考虑到经济内生动力不强，又缺少了政策力呵护，经济上行弹性会有限。

兴业证券固收研究认为，债市最恐慌时候已经过去，但做多仍需时日，对未来1-2个月内行情仍保持相对谨慎的看法，基本面、流动性和投资者结构导致的利空可能尚未完全消除。华泰证券研报也指出，短期风险集中释放，债市将迎来喘息期，利率债有交易机会，但空间很小。

全球紧供应预期提振原油价格

□本报记者 王朱莹

受美国准备终止伊朗石油进口的制裁豁免消息影响，国内外原油价格大幅攀升。分析人士认为，供应紧张叠加地缘冲突将加速油价上涨步伐，全球重油供应缺口短期难解，油价有望维持强势。

消息面刺激走强

受消息面影响，本周一国内外原油期价大涨。截至记者发稿，美国WTI原油期价涨2.62%至65.75美元/桶，最高一度逼近66美元/桶，创去年11月以来新高；布伦特原油期价大幅拉升3%至74.13美元/桶，最高涨至74.31美元/桶；国内原油期货主力合约1906合约大涨3.31%至490.2元/桶。

据外媒报道，美国政府准备宣布终止对伊朗石油进口的制裁豁免，所有伊朗石油的进口国都必须在短期内停止进口，否则将受到美国的制裁。美国去年11月恢复了对伊朗石油出口的制裁，同时

给予8个伊朗原油进口方暂时性制裁豁免，为期6个月。

宝城期货分析师陈栋指出，随着制裁豁免期结束，未来伊朗原油面临零出口困境，这在很大程度上会加剧目前全球原油供应体系的紧张程度，同时还可能会导致地缘局势风险出现。因为伊朗控制着霍尔木兹海峡这条重要的运油通道。

据统计，霍尔木兹海峡承担着全球近40%石油输出任务，波斯湾石油总出口量90%以上均经霍尔木兹海峡。同时，每天约有1700万桶原油油船通过该海峡，约占全球海运原油量的30%。在美伊关系进一步恶化的背景下，供应紧张叠加地缘冲突将加速油价上涨步伐。

供应格局难解

API（美国石油协会）数据显示，截至4月12日当周，美国原油库存减少310万桶至4527亿桶；库欣原油库存减少160万桶；汽油库存减少360万桶。

瑞达期货认为，数据显示全球原油

需求步伐可能放缓，如果OPEC产油国达到减产目标，原油市场可能在第二季度实现平衡。

上海东证期货分析师安紫薇、金晓认为，全球重油供应缺口短期难解。从全球范围来看，具备在短时间内大幅增产潜力的主要是沙特，因而接下来沙特的产量政策是否会顺应美国的诉求而做出调整将十分关键。当前的情形与去年5月的情况极为相似，但经过去年油价“过山车”行情后，即便未来沙特可能因美国的制裁升级而放松减产，为避免重蹈覆辙，其政策调整也很可能将是滞后的。

其认为，市场接下来将更关注沙特产量政策走向。经历过去四年季度油价大幅下跌，沙特调整产量政策将更为谨慎，意味着沙特在短期内向市场大幅释放供应的可能性较低。在全球炼厂检修规模环比大幅下降的背景下，全球原油供应缺口呈扩大趋势。因此，未来油价将维持整体上行趋势，布伦特原油有望冲击85美元/桶的前高水平。

资金大举撤离 黄金净多仓位减半

□本报记者 张枕河

新低，目前徘徊在1280美元/盎司附近。

机构观点现分歧

当下业内机构和专业人士对于金价未来走势存在一定分歧。

有观点认为，金价下行趋势已确立。道明证券大宗商品策略师加利表示，美股上涨和美元汇率走强令黄金投资者离场观望。目前许多资产类别的波动性都相当低，股市也徘徊在略低于历史高点的水平，并未出现明显下跌，因此目前持有黄金的机会成本相当高。近期投资者或会远离黄金，直到有更多避险情绪出现。此外，金价已突破自去年11月低点形成的上行趋势，而现在处于下行趋势。

从技术面看，FX Street分析师高博尔表示，未来一到两周，金价恐将进一步下跌，并测试2018年8月低点以来的上行

趋势线支撑位。

但也有观点认为，在经历震荡之后，金价未来可能提升。渣打银行贵金属分析师库伯指出，从去年8月触及低点至今，黄金其实有不少回升，且维持在一定的震荡区域内。后市仍看金价，但其近期会在震荡区域内盘整一段时间，之后才可能开始走高，时间很可能是六个月之后。预计受到美元走弱等因素提振，国际金价有望在今年第四季度涨至1325美元/盎司。

上海东证期货在最新研究报告中指出，近期地缘局势风险有所抬升，短期将提升避险情绪利好金价。尽管市场风险偏好处于高位，但美债收益率已止升回落，接下来市场预期将再度修正，进入调整阶段。短期来看，预计国际黄金现货价格将回升至1300美元/盎司上方，建议投资者关注。

中国期货行业监控中心商品指数(4月22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		85.32			85.04	0.28	0.33
商品期货指数	1003.17	1004.59	1010.4	1002.86	1002.54	2.06	0.2
农产品期货指数	839.23	840	842.86	837.58	839.07	0.93	0.11
油脂期货指数	452.11	452.33	455.01	451.71	452.1	0.24	0.05
粮食期货指数	1225.21	1228.04	1230.26	1220.88	1223.36	4.68	0.38
软商品期货指数	814.94	816.7	819.33	813.74	814.34	2.36	0.29
工业品期货指数	1077.84	1080.16	1088.45	1077.54	1077.14	3.02	0.28
能化期货指数	687.45	691.46	696.52	686.84	687.16	4.3	0.63
钢铁期货指数	1259.51	1264.68	1282.26	1259.34	1258.3	6.38	0.51
建材期货指数	1079.52	1083	1096.05	1078.57	1078.56	9.44	0.88

记者观察

积极因素增多 人民币汇率趋稳向好

□本报记者 张勤峰

上周，人民币汇率指数创出9个月新高。2019年以来，人民币汇率运行面临的积极因素增多，市场汇率预期持续趋稳，预计今后一段时间将继续呈现趋稳向好走势。

外汇交易中心最新数据显示，4月19日CFETS人民币汇率指数为95.51，按周涨0.14，创2018年7月6日以来新高。参考BIS货币篮子、SDR货币篮子计算的人民币汇率指数也全部上涨，4月19日上述两个指数分别为99.23和95.77，按周涨0.37和0.4，分别为2018年6月22日、2018年7月6日以来新高。