

进出口向下 BDI向上 商品风向标缘何“打架”

□本报记者 马爽

贸易数据与BDI走势背离

7月12日，中国海关总署公布的数据显示，以美元计价，6月出口同比下降1.3%，进口同比下降7.3%；6月贸易顺差为509.8亿美元，为半年来最高水平。

大宗商品方面，6月主要大宗商品进口继续走弱。数据显示，6月除原油、天然气分别进口3957.9万吨、751.8万吨，同比分别增长15.2%、3%之外，铜矿砂及其精矿进口146.7万吨，同比下降16.5%；煤及褐煤进口2709.8万吨，同比下降6.4%；铁矿砂及其精矿进口7517.9万吨，同比下降9.7%；钢材进口94.5万吨，同比下降9.1%；大豆进口651.3万吨，同比下降25.1%。

“外需不足和国际贸易局势复杂化导致出口同比增速回落，而国内经济增长压力仍存，内需疲弱制约了进口增长。”北京大学国民经济研究中心宏观经济研究课题组表示。

然而，另一个反映大宗商品需求的指标——BDI则迭创阶段新高。文华财经数据显示，截至7月15日，BDI报1865点，创下2014年1月7日以来新高，较今年2月11日低点595点累计反弹213.45%。

“巴西Vale矿难后，铁矿石海运量一度走弱，但因总需求仍有韧性，在Vale逐渐恢复、铁矿石价格连创新高后刺激矿山出货的情况下，海运需求在第三季度集中爆发，叠加40万吨矿砂船下半年进坞安装脱硫塔，共同刺激BDI大涨。”申万宏源交运行业分析师闫海表示。

从BDI指数构成方面来看，资深宏观研究员章睿哲认为，近期BDI中涨得最快的是好望角型运费指数(BCI)，该指数主要是衡量煤炭、铁矿等工业原料的运费指数，其大涨主要是受铁矿石供给减少、价格暴涨影响，而其他指数包括灵便型运费指数(BS1)、原油运输指数(BDTI)和成品油运输指数(BCTI)则都在低位徘徊。因此，当前BDI指数大涨无法说明全球贸易和需求向好。

“中国作为全球最大的制造业国家，出口主要以产成品为主，更多是贴近集装箱运输而非干散货运，因此出口数据变化和BDI理论上并无明显的逻辑关系。而集装箱运价近几个月已持续走弱，也从侧面反映出出口数据下降。”方正中期期货宏观经济研究员李彦森表示。

出口与BDI谁更能代表需求

从属性角度来看，金石期货投资咨询部主管黄李强分析认为，进出口数据反映的是国内对外贸易数据，直接反映的是进出口商品金额变化，更能直观地反映出目前国内进出口运行情况。上半年，受国际贸易局势影响，国内企业来自美国的订单大大下降，造成国内进出口数据双双下滑。而BDI反映的是全球海运的运费变化，体现的更多是全球贸易情况。目前，全球主要经济体之间的贸易关系相对平稳，因此不会出现国内进出口大幅下滑现象。不仅如此，运费除了受海运运力供需关系影响之外，也受燃料成本影响。“因此，进出口数据只反映国内贸易情况，而BDI不仅反映全球情况，还要受燃料价格影响，这是两者走势背离的主因。”

谁更能代表大宗商品需求呢？

“从反映需求的角度来看，进出口数据要

比BDI更为可靠。”章睿哲表示，进出口变化实实在在地反映了国内外需求情况，而此次进出口数据走低，一方面是因海外经济走弱，尤其是欧洲；另一方面是国内制造业需求下滑，目前国内制造业固定资产投资处于历史最低水平，制造业景气度位于荣枯线下方。

李彦森也认为，进出口数据相对BDI更能反映市场需求情况。具体来看，其一，进出口增速，尤其是部分分项的进出口增量变动，能够直接反映市场供需情况，而价格尤其是运价相对来说是一种结果或滞后指标；其二，如同其他期货品种，BDI等短期波动很大程度上是市场交易的结果，而非背后经济逻辑的体现，在反映实际需求方面的说服力有限；其三，BDI作为一个总体指数，包含较多内容，长期来看，更多是反映全球干散货类商品交易或需求情况，并不能简单地直接对应国内需求情况。

下半年商品有望触底反弹

展望下半年，申万宏源分析师秦泰表示，尽管出口仍面临一定压力，但这种压力更多来自影响波及全球的外需变化，对我国顺差的影响相对不强。同时，国际贸易局势存在向好预期，外部不确定性有一定短期缓解迹象，加之5—6月人民币小幅贬值后企稳有助于边际稳定出口，预计三季度美元计价出口有望达到0—2%左右，四季度低基数下有望迎来反弹，下半年货物贸易顺差仍然可期，同时在前期个税减税、增值税结构性减税支撑下的国内实体商品需求或部分对冲出口端所承受的压力。

从大宗商品供需角度来看，章睿哲认为，目前大宗商品需求较疲弱，且下半年也难以看到好转的迹象，最主要原因是国际贸易局势复杂化给企业生产和投资带来了较大不确定性，同时也削弱了对产业链上游产品的需求。尽管如此，供给方面因素仍对大宗商品价格形成了较大扰动，主动减产行为和极端天气对供给造成的影响仍会导致某些商品出现上行趋势，那些需求疲弱同时供给过剩的品种价格会持续低迷，但供给偏紧的品种仍会呈现宽幅震荡走势。

黄李强则认为，目前国际局势存在向好预期，这对于大宗商品价格起到了一定的支撑。除此之外，以化工品为例，多数品种已临近成本线附近，价格向下空间有限。此外，上半年政府推出一系列意在托底经济的财政政策和货币政策有望在下半年发挥功效，因此下半年大宗商品触底反弹概率较大。

李彦森也表示，看好下半年大宗商品市场，但品种分化可能将会继续。通过对当前一轮经济周期等方面研究，对于下半年宏观经济总体持乐观看法，可能呈现企稳后反弹走势。需求方面，消费和基建投资将对冲外需回落，宏观经济条件对工业原材料如金属等仍有支持。农产品方面预计主要还是受到国际贸易局势等影响，尤其是大豆等相关品种，且目前猪周期上行行情持续，因此农产品尤其是饲料类品种整体将易涨难跌。另外，需要关注房地产和黑色产业链相关品种，上半年房地产投资增速维持高位，主要是施工面积增长带动建筑安装投资增加所推动。一旦未来竣工增速上升，新开工增速未能增长，施工面积增速将会下降，该风险尤其是在四季度可能较高，这将对黑色系品种不利。

进出口向下 BDI向上

商品风向标缘何“打架”

□本报记者 马爽

作为重要宏观经济指标，中国进出口数据备受投资人士关注。在中国庞大的供需体量支撑下，进出口数据的波动可能导致下一阶段投资风向发生变化。在大宗商品市场，这一指标尤为重要。中国海关总署最新公布的数据显示，6月进出口数据同比双双走低。

然而，另一个被称为全球经济“风向标”的波罗的海干散货运价指数(BDI)近期则迭创阶段新高，其主要是衡量铁矿石、水泥、谷物、煤炭和化肥等大宗商品的运输费用，因此不少投资人士也将其作为观察大宗商品需求变化的参考。

作为大宗商品“风向标”，进出口数据、BDI走势缘何背离？谁更能反映市场需求情况？对下一阶段大宗商品走势有何指引？



数据来源：文华财经

“BDI最受益者”能否补涨

□本报记者 张枕河

随着BDI指数持续走强，在股市中哪些行业板块将最为受益引发投资者关注。从投资逻辑看，航运股无疑是受益者之一，然而该板块今年以来整体表现却远逊于BDI指数，在下半年其能否上演一轮“补涨”行情？

航运股输在何处

BDI指数反弹过程，一般也是国际贸易活动增强、大宗商品价格震荡上涨阶段，航运企业所面临的压力会得到一定程度缓解。从投资角度来看，与BDI指数走势相关度最近的是航运类股票。

据业内专家介绍，BDI指数影响的投资标的范围主要包括干散货航运股票以及煤炭、铁矿石、有色金属等初级商品股票、期货标的；此外，相关商品现货市场也会受到影响。

然而从今年以来的累计表现看，航运股却并未跟上BDI指数的涨幅。Wind数据显示，今年以来，海运指数累计仅上涨10.79%，而同期，上证综指、深成指、沪深300指数累计分别上涨

17.98%、28.59%、27.02%，更是远不及BDI指数今年以来高达46.73%的累计涨幅。

可见，不论与哪些对标比较，航运股的表现都不占优。对此业内分析师指出，BDI指数对商品投资及相关的股票投资存在一定的指引作用，尤其是当指数波动幅度较大时，容易引起短线资金关注。BDI指数本身难以被资金影响，而相关股票表现则更多受到企业自身盈利以及资金乐观情绪等因素影响，因此在表现上相对于BDI指数可能存在一定“滞后性”和“脱节性”。

下半年能否补涨

对于投资者而言，目前更为关心的是随着BDI指数走强，航运类股票能否补涨。

兴业证券在最新报告中指出，进入7月，传统航运旺季即将到来，新增需求将逐步释放，这将有利于航运股；短期来看，三季度集运旺季有望表现良好，四季度油运及干散货将迎来旺季，因此继续看好航运业复苏的大趋势。随着行业供需关系的改善，运价中枢有望持续上行，航运行业有望迎来复苏，部分个股有望受益。

市场分析师表示，近期我国外贸数据表现良好。此外，从地中海到大西洋，从欧洲到非洲，我国与200多个国家和地区的600多个港口建立了航线联系，海运服务覆盖所有沿线国家。叠加国内减税降费举措，将为广大进出口企业及跨境电商等带来更多实惠，对外贸发展形成实质利好，因此部分航运股也值得关注。

此外，值得关注的是，由于原油在全球贸易中的重要地位，原油价格反弹在一定程度上暗示全球消费和经济景气回升，也对航运价格回暖以及航运股有一定助力。

信达期货研究认为，关注BDI指标的意义在于掌握中国对铁矿石、煤炭等大宗商品进口而导致运费的变化。从铁矿石方面来看，船运阶段性集中到港对BDI指数呈现正向推升作用。此外，煤炭板块、焦煤焦炭价格企稳回升，将有助于远期进口焦煤的积极性恢复，从而提升成交量，这些对BDI指数将起到正面的推涨作用。今年以来，部分航运股也取得了不错的涨幅，中远海能累计上涨42.09%，宁波海运、长航凤凰、中远海控、中远海特、中远海发累计涨幅超过20%。

经济展现韧性 流动性极大充裕局面难再现

□本报记者 张勤峰

7月15日，沉寂了三周的公开市场操作终于重启，MLF到期续做的悬念随之揭晓，一同实施的还有对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率的政策。不过，从资金价格指标普涨来看，税期因素对短期流动性供求的影响也不可小觑。月中公开市场操作未完待续，TMLF操作同样可以期待。不过，6月宏观政策印证了中国经济韧性十足，也为货币政策保持定力提供了支持，不应对未来货币政策宽松空间期望过高，类似月初那般流动性极大充裕的局面可能难以重现。

面对税期高峰来临和MLF到期，央行如期重启公开市场操作。央行15日公告称，为对冲税期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，在对当日到期的1885亿元MLF等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，总操作量为2000亿元。当日不开展逆回购操作。央行透露，从2019年5月15日开始，对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位；7月15日为实施该政策的第三次存款准备金率调整，释放长期资金约1000亿元。

此前，央行已连续三周未开展公开市场操作，期间共有5600亿元央行逆回购到期，全部实现自然净回笼。Wind数据显示，本周无央行逆回购到期，上周六到期的1885亿元MLF顺延至本周一到期。

央行选择超额续做到期MLF并不让人意

外。一方面，受前期央行逆回购到期及政府债券发行缴款等影响，银行体系流动性总量已脱离月初极大充裕的状态，上周后半周央行公告措辞变化印证流动性回到合理充裕水平，市场上资金价格指标也在上一周呈现较明显反弹，短端代表性的隔夜、7天期债券回购利率均回到今年均值水平附近或更高的位置。另一方面，7月税期高峰已现，加上有MLF到期，央行若不实施对冲，流动性总量势必会进一步下降。7月是传统税收大月，2017年、2018年7月份财政存款净增量分别达到11600亿元和9345亿元。仅此一点，便为央行重启流动性投放提供了充足理由，何况还有MLF到期。

应该说，此前不太确定的只是央行会如何续做这笔到期MLF。毕竟，7月份共有两笔MLF到期，下一笔即7月23日到期的达到5020亿元。是一次性续做，还是分笔续做？如今，悬念已经揭晓。央行沿用了前两次MLF操作的做法，在对到期MLF进行等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，以进一步支持中小银行流动性，稳定同业市场预期。

算上对部分中小银行降准政策第三次实施，15日央行单日释放的资金量超过1000亿元，且均为中长期流动性。不过，从货币市场交易来看，税期因素的影响仍不容小觑，资金价格不改涨势，银行间市场隔夜回购利率涨至2.6%以上。

15日，银行间市场债券回购利率全线走

高，短端利率上行幅度较大。其中，DR001加权价上涨38bp至2.62%，代表性的DR007上涨17bp至2.66%，此外，DR014和DR021分别上涨25bp、20bp至2.60%、2.54%。至此，DR001已明显高于今年以来均值，DR007也回到2.55%的7天期央行逆回购操作利率上方。考虑到税期因素影响还将持续一两日，后续央行继续实施流动性投放并不难预料，公开市场逆回购操作料将重启。短期和中期回购利率的倒挂表明当前资金供求压力集中于短期的隔夜、7天品种上，这主要是税期因素造成的，而央行逆回购操作主要用来调节流动性边际余额。

进一步看，7月下旬还有一笔大额MLF到期，当周适逢TMLF操作窗口期，届时央行是直接续做MLF，还是以TMLF操作替代MLF操作，亦或是同时开展两种操作，值得关注，但可以确定的是，月内央行还会有动作。

但应看到的是，目前央行的操作仍以对冲为主，并未显示出明显的放松货币政策的倾向。尽管发达经济体货币政策宽松氛围渐浓，市场预计7月美联储将重启降息操作，这也有望拓宽我国货币政策腾挪空间，未来货币政策仍易松难紧。但是，刚刚发布的6月份主要经济数据再次印证了中国经济韧性十足。

6月份宏观经济数据有不少超预期之处。第二季度GDP同比增长6.2%，略低于此前的预期值。但如果单看6月数据，工业增加值、固定资产投资和社会消费品零售总额，增速都

有明显改善。虽然单月数据的持续性有待观察，未来不乏反复和波动的可能性，今年上半年的数据确实呈现出较大的波动性，但是外部压力最大的时候可能已经过去，叠加结构转型的成效逐步显现，经济运行不会出现失速下行也逐渐成为市场共识。货币政策不重

走“大水漫灌”老路的立场十分坚定，未来不排除货币政策会有所放松，但不应对放松的空间期望过高，类似6月底7月初流动性极度充裕的局面可能难以重现。

中国期货市场监控中心商品指数(7月15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		86.21			85.98	0.23	0.27
商品期货指数	1036.28	1049.14	1049.26	1034.83	1036.7	12.44	1.2
农产品期货指数	837.54	847.31	847.95	837.24	837.57	9.74	1.16
油脂期货指数	433.38	439.54	439.98	433.38	433.3	6.23	1.44
粮食期货指数	1227.39	1235.06	1236.47	1226.58	1228.22	6.84	0.56
软商品期货指数	780.89	783.89	784.81	778.91	781.56	2.33	0.3
工业品期货指数	1117.08	1130.26	1130.37	1113.43	1117.73	12.54	1.12
能化期货指数	663.41	665.02	667.61	658.69	663.91	1.11	0.17
钢铁期货指数	1453.87	1482.44	1482.47	1443.08	1454.31	28.13	1.93
建材期货指数	1120.57	1136.85	1136.85	1113.64	1121.87	14.98	1.33

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(7月15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	923.03	924.78	921.85	922.55	0.29	923.4
易盛农基指数	1205.17	1208.16	1204.41	1205.12	0.25	1206.16