

# 避险资产狂欢 中国债券仍具想象空间

□本报记者 张勤峰



视觉中国图片 数据来源:Wind 中债估值中心 合成/刘海洋

动荡的市场环境,给了避险资产施展拳脚的机会。近期黄金、日元、债券等避险“三剑客”个个表现不俗。黄金成了各路资金竞相追捧的宠儿;日元一举拿下G10货币中最强者的宝座;作为传统的避险资产,债券也不落下风。彭博数据显示,全球负利率债券已突破15万亿美元大关,超过了2016年7月规模。各国国债收益率不是已创出新低,就是在创新低的路上。

分析人士认为,全球低利率环境下,中国债券难以特立独行,近期国内债市收益率在创出今年新低之后,仍具备下行的想象空间,10年期国债收益率破3%的可能性上升。

## 避险“三剑客”大展拳脚

8月初的舞台是属于避险资产的。

黄金成了资金竞相追捧的宠儿。有分析指出,黄金本质上是美元信用体系的对标,美国经济及货币的相对强弱为决定黄金价格的关键性因素,同时,避险情绪也会对金价造成较大影响。当前美国经济增长放缓并开启降息进程,与此同时,国际贸易局势变化和地缘政治风险隐患,反复刺激金融市场避险情绪,金价上涨面临双轮驱动,黄金及相关资产光彩夺目。

日元则拿下G10货币中最强者的宝座。尽管美元也被视为避险货币,但美联储降息削弱美元的利差优势,加之在多个经济体的贸易纠纷中,美国是主要当事方,美元难以独善其身。4月下旬以来,美元对日元出现贬值了5%左右,日元成为G10国家货币中表现最强的货币。即便是另一传统避险货币——瑞士法郎也甘拜下风。

作为传统的避险资产,债券表现也不落下风。7月末以来,海外债券市场收益率上演断崖式急跌。Wind数据显示,7月30日,美国10年期国债收益率仍在2.06%一线徘徊,但到8月5日已降至1.75%,短短4个交易日下行了将近30bp,仅8月5日这一天,就下行了11bp。目前10年期美国国债收益率已降至2016年10月以来的低位水平,距离2016年7月创出的1.37%的历史低位还有大约40bp。

不少国家或地区的公债收益率则已创

出新低,欧元区国家是典型代表。目前欧元区国家的国债收益率几乎全面创出历史新低。特别是,作为欧洲经济的“火车头”,目前德国主要国债收益率都沉浸在零值下方。英为财经数据显示,8月5日,德国30年期国债收益率首次跌至0以下,就连30年这样一个超长期限的利率也已“沦陷”,可见负利率在欧洲主要经济体中已成普遍。

彭博数据显示,8月5日,彭博巴克莱全球负收益率债券指数的市值报15.01万亿美元,突破15万亿美元大关,超过了2016年7月份的高位水平。各国国债收益率不是已创出新低,就是在创新低的路上。

## 全球利率重回2016年低位

资产价格短期会受到市场供求和市场情绪的影响,但从长期来看,走势取决于基本面。如果看全球的PMI数据,就不难发现为何当前全球利率正回到2016年低位。据Wind数据,2019年7月,摩根大通全球制造业PMI指数进一步跌至49.3,已连续3个月低于50的荣枯分界线,处于2013年以来的低位水平,而2016年该指标最低值为50。

有分析指出,2015年到2016年,全球利率之所以跌出历史新低,主要有三点原因:一是经济下行压力加大;二是全球央行全力放松货币政策;三是2016年7月发生了英国脱欧事件。

眼下与2015年-2016年的环境颇有几分相似。其一,全球经济共振复苏的局面

被打破,在分化加大的同时,经济运行整体上呈现放缓的态势。其二,上周美联储已实施了近十年来的首次降息,正式加入全球央行再宽松的行列。据不完全统计,从1月份加纳降息以来,全球先后已有多达23个国家或地区降息。“从全球央行的降息频次来看,7-8月份无疑是达到了阶段性的高峰,也表明全球经济在进入三季度之后压力加大。”中金公司报告写道。其三,当前无论是反复变化的贸易局势,还是此起彼伏的地缘政治因素,都成为避险情绪滋生和发酵的温床。

需指出的是,当前美国才刚降息一次,欧洲和日本还没有采取新的宽松举措,而全球利率已回到2016年低位水平。倘若后续主要央行宽松力度加大,全球利率会如何走?中金公司固收研究团队认为,当前全球经济对货币政策宽松的依赖性更强,全球货币政策将进入更长放松周期,风险偏好的回落也将带动资金持续进入债券市场,推动债券收益率进一步走低。

## 中国债市难以特立独行

目前在主要经济体中,只有美国和中国的国债收益率还明显高于2016年的低位。

上周以来,中国债市打破僵局局面,收益率出现较快下行。8月6日,银行间市场上10年期国债活跃券最低成交到3.02%,跌破了今年3月份低点。不过,与2016年8月初创出的2.61%的低点相比,还有超过40bp的距离。

今年中国债券收益率下行慢于全球债市,原因可能是中国经济更具韧性,中国货币当局也表现出更强的定力。

但更高的收益率、更有限的下行幅度,意味着后续存在更大的想象空间,至少给予了中国债券更高的安全边际。兴业证券黄伟平等指出,海外环境的变化,给中国债市提供较大的安全边际:一是全球央行处于宽松中,国内货币宽松的外部约束阶段性会有所弱化;二是全球负利率债券规模持续上升,在人民币不存在持续贬值风险的情况下,中国债券收益率仍具有吸引力;三是金融开放进程加快,外资进入中国债市,缓解了国内机构缺乏长钱的问题。

黄伟平等认为,虽然长端利率创出今年新低,但目前还看不到企业主动加杠杆、融资需求回升的迹象,经济动能仍将回落,货币政策易松难紧,加上全球宽松和低利率的环境,债市下跌风险不大,可继续保持乐观心态,三季度仍然是较好交易窗口。

中金公司固收研究团队亦认为,当下中国债券无论从自身角度来看还是全球角度来看,都存在较大的机会,投资者可增仓长久期的利率债,博弈后续收益率明显回落的机会。国盛证券刘郁指出,海外利率下行背景下,我国10年期国债收益率破3%的可能性上升。

华泰证券张继强等则表示,债市面临的大环境仍偏有利,不过在利率已下行至历史低位的背景下,需要关注潜在风险,债市也开始出现了一定的拥挤交易现象。

## 获利200倍不是梦

# 棉花期权现“教科书式”行情

□本报记者 张利静

本周棉花暴跌行情,让埋伏其中的棉花看跌期权持有者乘上“财富快车”:有投资者在上周四、周五买入的棉花看跌期权在本周获利200倍。分析人士指出,本周棉花期货的跌停遇上棉花期权到期,“末日轮”造富效应显著,此类期权行情以后还会上演,可以从两方面捕捉机会。

## 棉花期权上演“造富”行情

本周一,郑棉主力1909跌停报12225点,刷新近三年主力连续合约低位。当日棉花909系列期权迎来到期,在标的合约跌停背景下,CF909-P-12400期权合约周一收于190元,前一交易日则收报4元。

“到期日+标的跌停,可想而知期权是多么刺激,8月5日12400看跌期权最高涨幅超47倍,有人在上周四、五买入,获利200倍。”业内人士称。

一德期货期权分析师曹柏杨表示,本周棉花期货的跌停遇上棉花期权到期,“末日轮”造富效应显著,以CF909-P-12400期权合约为例,该合约本周开盘价为1元/吨,周一盘中最高触及521元/吨,最终收于190元/吨,其他看跌期权在到期日也不同程度的产生了较大盈利。这种教科书式的期权行情,为期权投资者带来了生动的一课。

据悉,市场上一次出现这样的行情是上证50ETF期权上的盈利192倍。不过,业内人士指出,之前上证50ETF期权的192倍,其实真正能成交的不多;但这次棉花期权不一

样,由于棉花期货跌停锁死,投资者有充裕时间平仓;且期货跌停没对手盘的情况下,也有人来期权市场买看跌期权,因此对手盘足够。

## 守株待兔有诀窍

郑商所统计数据显示,截至2019年8月6日,棉花期权已上市运行127个交易日,日均成交量达2.85万手。

“8月以来,受外部扰动因素影响,棉花期货迎来千点下跌,且多个合约出现跌停行情,而上市仅半年的棉花期权成交量及持仓量大增。”曹柏杨告诉中国证券报记者。

历史总是会重复上演,那么下一次机会敲门的时候,投资者该如何抓住这样的机会呢?

曹柏杨分析,期权市场中的极端行情,一类属于临近到期时的“末日轮效应”,另一类属于由标的物价格大幅波动传导至期权市场的极端行情。

他表示,对于“末日轮效应”所产生的极端行情,今年以来,国内的50ETF期权及商品期权市场曾多次出现这种交易机会。不过,投资者在捕捉这种交易机会的过程中,需要注意以下几点:首先,这种交易机会的成功率并不很高,有可能在最后一天损失全部本金,因此投入的资金要适度,做好仓位管理;其次,投资者一定要注意止盈,因为市场中的流动性风险及行情的波动都有可能将利润回吐。

“对于由标的物价格大幅波动而产生的期权极端行情,投资者在捕捉期权交易机会时,可从两个角度进行考虑。”曹柏杨

表示,以商品期权为例,一方面,当期市场行情出现大幅波动,投资者持有较大盈利时,可考虑卖出期权构建备兑策略以增强收益,若投资者持有较大亏损且无法离场,可考虑买入期权构建保护性策略以降低亏损;另一方面,在期权市场出现极端行情时,期权隐含波动率往往会大幅波动,投资者也可关注极端行情下的波动率交易机会。

值得一提的是,在棉花期货跌停之后,

企业利用期货进行风险管理面临困境,在此情况下,棉花期权以其特殊的交易制度优势,为其带来了一条全新的风险管理路径。“作为棉花产业的重要风险管理工具,棉花期权已进入众多投资者的视线。随着棉花期权的进一步发展成熟,其在产业中的应用也会愈加完善,尤其在外部扰动不断的背景下,棉花期权与棉花期货的相互补充与组合运用,也将更好地推动棉花产业健康发展。”曹柏杨表示。

## 中国期货市场监控中心商品指数(8月6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		84.74			84.78	-0.05	-0.06
商品期货指数	1033.07	1033.32	1039.3	1032.51	1032.57	0.75	0.07
农产品期货指数	847.69	849.98	854.64	846.1	848.5	1.48	0.17
油脂期货指数	454.56	456.4	458.36	453.5	454.47	1.93	0.42
粮食期货指数	1228.61	1225.85	1228.95	1223.68	1229.24	-3.39	-0.28
软商品期货指数	766.51	770.71	775.05	765.22	768.99	1.72	0.22
工业品期货指数	1091.49	1092.25	1097.5	1090.46	1091.32	0.93	0.09
能化期货指数	624.96	628.81	630.22	622.51	624.79	4.02	0.64
钢铁期货指数	1378.83	1374.61	1395.1	1373.21	1377.65	-3.04	-0.22
建材期货指数	1082.47	1073.19	1086.3	1073.19	1082.23	-9.04	-0.84

## 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(8月6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	906.54	915.59	904.1	907.67	-4.19	909.98
易盛农基指数	1179.03	1188.98	1175.47	1181.26	-6.11	1182.71

## 记者观察

### “数字黄金”成色待考验

□本报记者 马爽

在全球股市哀鸿一片、风险资产遭遇蹂躏抛售的背景下,避险资产成为投资者的“宠儿”,黄金、比特币等更是上演齐飞的戏码。然而,从保值功能的角度来看,比特币似乎难以媲美黄金。

步入8月,比特币价格再次起飞。火币网数据显示,目前比特币价格已经站上12000美元上方,并接近7月上旬创下的阶段高点13147美元。同期,国际黄金价格亦拾阶而上。文华财经数据显示,8月6日,COMEX黄金期货主力合约价格一度触及逾六年新高1486美元/盎司。截至记者发稿,两者本月以来累计分别上涨21.63%、3.39%。

比特币与黄金之间在避险功能方面的确存在一些相似性,甚至在金融市场恐慌情绪快速攀升之际,其避险功能还会一度强于黄金。

实际上,自比特币诞生之初,不少业内人士就将其与黄金进行比较。此后一段时间,比特币价格更是上演了一波疯狂的上漲行情,期间不少投资者更是称其为“数字黄金比特币”,2017年12月更是以接近20000美元的价格创下历史新高。

不过,时至今日,市场上对于这一称号仍颇有争议。其一,从波动性方面来看,尽管金价也有所波动,但不会像比特币价格会在短时间内快速的大涨大跌行情。在2017年12月创下历史新高之后,比特币价格便调头走低,并犹如坐上下跌的“快车”,在一年之后的2018年12月,价格一度触及3155美元,累计跌幅超80%。

其二,从稳定性方面来看,多年来,黄金在全球范围内已获得各国政府、央行、机构投资者、个人投资者等的认可,也一直被认为是人类社会终极保值资产,因此市场对其未来继续保值的信心较为坚定。然而,比特币作为数字货币最大的问题就是尚未能被大多数机构和政府的认可,因此对其价格的稳定性存疑。而在此之前,其恐难成为一种稳定的资产。

其三,从交易中中介属性方面来看,比特币如果要成为可靠的交易中介,即具有货币属性,其前提必须具有稳定、低波动性的特点,这样一来,投资者就不会因为不信任其价值而导致价格出现太大波动。

正如MKR AL首席执行官Susan Oh所说:在投资者们不再追求短时间的盈利之前,比特币都不是好的保值资产,也不再是货币”。Bitcoin and Cryptocurrency Technologies作者Joseph Bonneau甚至认为:对于比特币来说,是否能保值就不那么清楚了,未来十年比特币也可能存在一文不值的情况。”

整体来看,虽然短时间内比特币可以与黄金共同分享避险情绪高涨带来的盛宴行情,但从长期保值的角度来看,黄金似乎更胜一筹。

## 红枣期货强势涨停

### 农产品避险功能显现

□本报记者 周璐璐

近两个月以来,红枣期货维持震荡运行,不过,红枣期货8月6日高开高走,表现强势,并于尾盘涨停;在此带动下,小麦、鸡蛋、苹果等农产品期价纷纷走高;A股方面,相关概念股逆市上涨。

分析人士指出,近日全球股市普跌,市场避险情绪浓厚,不同于周期性较强的工业品,农产品表现更为稳定,因此资金纷纷流入农产品以规避风险。特别是由于红枣是国内特有品种,受外围因素扰动较小,所以备受资金青睐。然而从中长期看,红枣基本面并无明显变化,预计本轮涨势或难以持续。

## 农产品股期标的联袂走强

8月6日,国内商品期货市场收盘“红绿相间”,农产品期货表现亮眼。据Wind数据,截至6日白天收盘,农副产品板块大涨3.93%,涨幅居首,值得注意的是,涨幅居第二位的化工板块涨幅仅为0.86%。

农副产品板块内期货品种普涨。其中,红枣期货主力1912合约强势涨停,收报10660元/吨,该合约成交量达38.32万手,持仓量增加47632手至12.72万手;另外,普麦期货主力1909合约涨停,鸡蛋期货主力2001合约和苹果期货主力1910合约均涨逾2%。

A股市场上,在沪深大盘走弱背景下,农产品部分概念股逆市走高。截至收盘,红枣概念股好想你上涨2.49%,顺鑫农业涨2.89%,立华股份涨2.53%。

针对红枣期货强势涨停,方正中期期货分析师朱瑶认为,今日红枣期货强势涨停出人意料,可能与资金面在炒作中秋节行情有关。目前来看,红枣基本面未出现明显变化,产区天气也未出现较大问题,预计这波上涨行情将难以维持长久。

## 资金寻求避险

分析人士表示,在红枣的带动下,农产品期货走出普涨行情,这或许是由市场避险情绪所主导的,“与周期性较强的工业品不同,受生活刚需影响,农产品的价格表现相对稳定,所以在市场方向不明、投资者避险情绪高涨的背景下,农产品成为资金的避险之地。”

业内分析师指出,当白糖、棉花、大豆等和美元挂钩的品种出现资金流出现象时,出于避险保值的需求,这些资金便会选择国内特色品种,例如红枣、苹果。

浙商期货红枣分析师向博表示,受全球贸易局势紧张等因素影响,当前全球市场环境十分不稳定,造成风险资产波动率大幅增加,国内和国际关联度比较高的品种也将受到较大影响。但对于红枣、苹果、螺纹钢等品种而言,属于国内的特色品种,受到的影响相对较小,更容易受到资金的热捧。

此外,就红枣单个品种而言,弘业期货分析师对其避险属性存疑,直观来看,红枣对于普通消费者来说,并不是生活必需品,主要的需求支撑在于食用价值,但其不可替代性较弱。因此,该分析师提醒,市场不确定性因素较多,建议投资者依规、谨慎、理性参与交易。