



新华社图片

## 降准之后 债市更纠结了

□本报记者 罗哈

### MLF意外被“取代”

央行9日开展了1200亿元7天逆回购操作,当日有1765亿元MLF到期,因此实现净回笼565亿元。

当日,资金面较平稳。货币中介机构称,资金面呈现从均衡偏紧逐渐回暖的态势,早盘银行间市场流动性供给均衡偏紧,临近中午,资金开始逐渐转松。截至9日收盘,银行间市场上债券质押式回购利率涨跌互现,DR001、DR0014分别上行1.09bp和1.08bp,DR007、DR021分别下行0.93bp和1.55bp。

上周央行连续停做逆回购操作,直到上周五才重启,当时多方观点认为央行大概率会在9日续做到期MLF。值得注意的是,上周五央行降准未提置换MLF,部分人士认为此举预留了MLF操作空间。央行9日通过逆回购来对冲MLF到期,一方面实际回笼565亿元资金,另一方面投放的1200亿元将于9月16日到期,而当日正是降准实施日期。分析人士指出,考虑到16日降准将释放8000亿元资金,该笔逆回购将不会续做。

在普遍降准实施后一日的9月17日,将有2650亿元MLF到期。此前分析人士已经提示,重点关注当日MLF操作利率情况。但降准意外地迅速到来,让分析人士猜测,9月17日的利率调整将大概率不会发生。“有可能连MLF都不会续做,何谈调整利率”,该人士表示。

抛开降准不谈,央行今年的公开市场操作一直较稳健。Wind数据显示,今年截至9月9日,共有13笔MLF到期,若不考虑到期日逆回购和TMLF等公开市场操作情况,其中8笔均为到期直接续做,这8笔之中又有6笔为超额续做,但超额规模均在到期资金30%以内,绝对量上看均不超过450亿元。

### 债市震荡走弱

在央行即将实施双降的背景下,货币政策走向被认为是影响债市走势的重要因素。联讯证券李奇霖团队认为,短期内,降准带来的情绪上的刺激已减

9日MLF续做并未如期而至,取而代之的是不足额的央行逆回购操作,受此影响,债券市场震荡走弱。此前市场曾预期9月17日MLF大概率续做且操作利率下调,但“突然”的降准让市场产生分歧。同时,机构对于降准对债市影响的看法不一,扰动项的存在更是让债市走向成谜。

弱,市场将把焦点放在MLF利率是否调整上,若MLF利率不进行调整而选择压缩利差的形式降低LPR,则债券市场存在调整的可能。

9日债市震荡走弱,国债期货几乎全线收跌,10年期、5年期、2年期国债主力合约分别跌0.12%、0.07%、0.01%。现券市场上,截至收盘,10年期国债活跃券190006成交利率小幅上行0.75bp,10年期国债活跃券190210成交利率小幅上行0.44bp。

不少分析人士认为,若“降息”落地,债券市场将有较大上涨空间,但关于后期央行是否会“降息”,市场意见不一。

机构人士预测,由于降准已经实施,且美联储降息预期在央行中已经充分反映,若美联储降息幅度超预期,央行将大概率不会续做MLF,降低操作利率的概率则更低。

也有观点认为,9月国内仍存“降息”可能。中信

建投黄文涛团队认为,本次降准降低了降息的迫切性,但并不代表9月一定不降息。该团队在其研报中指出,当前融资成本仍然偏高,要进一步降低贷款利率则需要降低MLF利率,或是用降准置换银行高成本的负债推动LPR溢价的走低。

“9月是否一定不降息?或许需进一步观察美联储降息预期的转变,降息25bp和50bp对国内政策的影响是不一样的。”该团队认为。

### 降准之后仍有扰动项

目前看,市场对于未来债市走向分歧不小。从预期的角度考虑,降准利多是否出尽是争议的关键之一。一些分析人士认为,7月已有降准预期,此次降准利多已经充分反映在市场之中,后续债市面临调整。

天风证券孙彬彬团队则认为,本次降准只是降准周期中的一步,离结束尚远,可持续看多利率债。全球经济周期向下叠加国内各种复杂的宏观状态,经济可能会呈现反复筑底态势,货币政策在实际操作中有必要维持偏宽松的状态。

此外,降准释放的资金部分可能流入债券市场,从而推动收益率下行。国盛证券刘郁团队认为,在地产融资需求受限的背景下,若小微企业、民营企业及部分基建项目的融资需求相对不足,银行可能增配债券。

同时,债市面临的扰动项犹存。华泰证券固定收益团队指出,年底CPI涨幅突破3%的可能性较大,届时会对政策选择和债市造成一定扰动。“一旦CPI涨幅突破3%,容易引发通胀预期,会对政策刺激的力度构成制约。难预计,未来结构性政策为主的特征仍会大体保持。”

专项债供给增加也成为制约债市上涨的关键因素。机构人士认为,此次降准目的之一就是为专项债的发行保驾护航。华泰证券固收团队预计,四季度专项债发行规模可能达到6000亿元左右,平均每月新增发行2000亿元,债券市场可能面临超过往年的供给压力。

## 金秋丰产在望 水果价格将走“下坡路”

□本报记者 马爽

9月9日,苹果期货主力1910合约价格大幅走低,并创下5月10日以来新低8470元/吨;红枣期货主力1912合约在上周周中大幅冲高后,亦出现快速连续走低,日K线创下“三连阴”。

分析人士表示,随着新季苹果上货量不断增加,中秋节和高校备货需要接近尾声,后市期价继续下行是大概率事件。此外,红枣市场托市政策被证明并不具备持续推升动力,且产区天气方面的影响被证伪,使得红枣产业供大于求的现实仍难改变。

### 水果期货携手走低

9日,苹果期货低开低走,主力1910合约最低至8470元/吨,创下5月9日以来新低,收报8510元/吨,跌4.39%,日K线创下“四连阴”。

“近日苹果期价连续大跌主要是受现货端苹果价格走势以及需求表现疲弱所拖累。”方正中期期货苹果分析师侯芝芳表示,一方面,早熟苹果价格呈现高开低走以及库存富士苹果价格大幅下滑;另一方面,当前水果市场供应充裕,虽然有中秋节备货提振,但整体需求表现不及预期,早熟富士销售进度偏慢。当前现货端的疲弱表现加重了市场对于晚熟富士行情的担忧,受此影响,期货市场空头情绪增加,期价连续下跌。

在苹果期价大跌之际,期货市场上另一个水果品种红枣亦显著走低。红枣期货主力1912合约继上周二、周三连续大幅冲高并创下该合约上市以来新高11555元/吨后,便展开连续大跌,9月9日收报10725元/吨,跌3.03%,日K线创下“三连阴”。

“受托市政策和后期南疆地区雨水较多影响,红枣期货价格一度出现大幅上涨。但托市政策只会抬升红枣成本,并不支撑价格持续上行。而如果不出现持续大范围降雨,今年的红枣产量将较去年基本持平,商品率下降幅度也有限,产业难改供大于求的现实。”金石



期货投资咨询部主管黄李强表示。

### 供应增加预期不断强化

从基本面来看,侯芝芳表示,当前苹果期货合约已全部进入新季红富士苹果周期,其反映的是市场对于新季红富士苹果供需的预期。结合当前市场因素来看,苹果市场供应端主要关注两方面,一个是数量;另一个是质量。当前较确定的是数量方面,今年苹果进入生长期以来,未出现重大天气灾害,基本可以确定数量相比去年大幅回升,当前不确定的点主要在于质量方面,早熟苹果反映出的质量问题以及生长期部分产区遭遇干旱天气引发的质量担忧仍在,在此背景下,好货供应预期相对偏紧。需求端方面,由于苹果是非必需品且消费较分散,评估难度较大,暂时主要通过其他竞争水果的产销情况进行侧面分析,当前早熟苹果的需求表现疲弱增加了市场对于晚熟红富士需求的担忧。

侯芝芳表示,在苹果市场整体供应宽松的预期下,

苹果期价将表现承压,但由于当前红富士苹果质量忧虑仍存,预期期价下行空间将有限,整体仍然维持区间判断。

近年来,由于红枣价格持续下行,种植枣树收益较差,因此枣农种植意愿逐年降低,导致产量不断走低。不过,今年的情况似乎有些不同。“低价理应造成的红枣供应下降,被南疆替代种植作物不多、砍树政策限制等因素制约,导致种植面积减少缓慢。且今年的产区天气影响相对有限,因此红枣的产量不会较去年出现较大变化,商品率低的影响也相对有限。”黄李强表示,即使政府出台红枣托市政策,也只能起到夯实红枣期货价格底部、抬升价格重心的作用,并不具备推升红枣价格持续上涨的能力。短期内,在枣树没有下树,红枣期货仓单未注册之前,不排除价格存在市场情绪的作用下继续上行,但考虑到当前产业供大于求的现实难以改变,且以目前期货盘面的价格交割具有不错的利润,后期期价难以继续上行,回落概率也较大。

## “供需前景+美元”难测 炒油大军进退两难

□本报记者 张枕河

国际油价今年以来走势大起大落,以纽约油价为例,其从今年年初的每桶45.81美元一路上涨至4月23日的66.6美元,累计上涨45.4%。此后开始持续走软,并从7月开始维持波动。如果与年内高点相比,当前纽约油价累计下跌14.4%,如果从今年表现看,仍累计上涨24.45%。截至北京时间9日18时30分,纽约原油期货每桶56.93美元。在此背景下,各路炒油大军陷入进退两难。

### 供需前景飘忽不定

市场人士指出,对于油价而言,未来影响最大的供需,美元两大因素均飘忽不定。从上周开始,油价振幅明显扩大,就显示出当前多空博弈,市场仍存在较大分歧。

最新数据显示,美国石油钻井连续三周出现下降,目前仅为738口,为2017年11月以来最低水平。这令市场怀疑美国原油钻井并不断下降是否足以支撑美国原油产量持续增加。

随着美国水压裂技术的发展,美国的生产效率处于不断提高过程中。虽然美国原油产量一度刷新历史高点至1250万桶/日,但这主要得益于二叠纪输油管道的扩容推动了增产积极性,事实上在5月和6月时美国原油产量处于衰减状态,并一度跌至1180万桶/日下方。

分析人士认为,美原油钻井持续下降难以支撑美国原油产量续增,如果这种趋势持续,料美原油产量有回落的可能。但也有部分观点指出,美国二叠纪实际上正在经历并购浪潮,预计2020年之后美国原油产量将迎来新一波增产浪潮,那么12月OPEC+对于减产的立场将对油市走向变得至关重要。美元前景也充满不确定性,美联储降息未来是否会加快无疑是重要因素。

### 机构展望现分歧

目前业内机构对于油价的展望也出现分歧。高盛集团在报告中表示,今年下半年原油需求或将反弹,为油价上行提供助力。高盛统计数据显示,今年上半年石油需求仅以每日95万桶的速度增长,这一数字比年初的估值低了40万桶,是自2011年以来开局最差的一年。高盛认为,石油需求疲软可能受一些特殊因素影响(例如天气等)。展望下半年,在石油投机性净头寸减少的情况下,宏观数据的好转或最终促进需求增长,成为支撑油价的重要因素。

投行KeyBanc的分析师LeoMariani指出,油价正在从此前一段时期的抛售中复苏,有关美国原油库存再次下降的预期为油价带来一臂之力。随着避险情绪降温,股市好转,有助于提振投资者对于原油需求前景的改善,从而提振油价走高。未来仍需关注美联储年内降息幅度的变化,降息力度越大往往越利好油价。

摩根士丹利全球石油策略师Martijn Rats则持完全相反的观点。他认为,受非欧佩克产油国原油供应增长推动,未来一段时期原油期货价格还将保持低迷。

## 沪铝惊现“避雷针”行情

□本报记者 张利静

周一,在消息面扰动之下,沪铝期货主力1910合约惊现“避雷针”行情。在中午印尼减产消息刺激下,该合约在13:30至13:47大幅冲高约350点后随即回落,合约昨日盘中上下振幅高达400点。截至收盘,报14420元/吨,较前一日收盘价上涨0.17%。

分析人士指出,短期若消息被证实,对铝市供应仍存在一定影响。从基本面来看,库存去化、消费旺季等因素依然支撑短期铝价。

### 印尼禁矿消息扰动

近日,来自印尼的禁矿消息频频为国内期货市场送来中秋大礼,先有镍矿出口禁令,带动LME期镍涨至2014年来最高,国内沪镍一度走出历史新高价格。不过随着市场对消息消化,期镍价格也大幅回落。

周一,类似情形再度出现在期铝市场,在“印尼铝土矿出口禁令”消息影响下,沪铝主力合约大幅冲高后回落。

安信证券有色分析师黄孚表示,早在2011年印尼就开始推动禁矿等政策,2014年开始彻底禁止铝土矿出口,旨在促使矿商在国内投资建设冶炼厂。2013年印尼产铝土矿5565万吨,占全球约19%,禁矿之后2015年印尼铝土矿产量锐减至仅47万吨。2017年1月12日,印尼放宽一项矿石出口禁令,允许出口镍矿石及铝土矿等精矿,印尼铝土矿出口窗口恢复。近期据彭博报道,印尼开始提前实施禁止镍矿出口,铝土矿作为当地另一重要矿种,对其禁止出口也具备一定的可能性。

### 基本面支撑仍存

Wind数据显示,2018年全球铝土矿产量约3.2亿吨,印尼产量约占1.3%。2019年一季度全球铝土矿产量约8309万吨,印尼产量约占1.7%。

黄孚分析,中国是铝业大国,但铝土矿资源相对匮乏,国内铝土矿对外依赖度仍超过50%。Wind数据显示,2019年1-7月进口6272万吨,其中从印尼进口794万吨,占13%左右,印尼铝土矿是国内铝土矿进口重要组成部分。2014年印尼铝土矿禁矿后,2015年国内从马来西亚铝土矿进口量达到2398万吨,同比增长736%。今年以来几内亚矿占国内进口矿已占到51%。印尼铝土矿对国内的供应重要性下降为产业必然趋势。但若因出口禁令影响,这一占比10%的供应突然中断,短期内对国内铝土矿以及氧化铝仍有一定冲击影响。

除去消息面影响,从基本面来看,招商证券研究认为,随着消费旺季到来,消费和宏观预期重估有望支撑铝价持续走高。

该机构指出,旺季到来,电解铝连续两周去库存3万吨。虽然当前电解铝利润丰厚,但考虑到魏桥和信发减产,以及消费旺季看点较多,年底库存依然大概率下降到70万吨附近甚至以下。宏观层面,市场风险偏好有望抬升。铝去库存顺利,预计三四季度开始消费发力,有望带来市场对于消费和库存的重估,宏观预期改善有望将其放大或提前。

### 中国期货市场监控中心商品指数(9月9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		87.56			86.8	0.76	0.87
商品期货指数	1052.97	1060.13	1060.26	1050.02	1049.3	10.83	1.03
农产品期货指数	860.23	855.57	862.87	854.71	859	-3.43	-0.4
油期货指数	473.97	473.26	477.43	471.49	473.07	0.19	0.04
粮食期货指数	1190.69	1187.57	1192.06	1186.64	1189.57	-1.99	-0.17
软商品期货指数	773.45	769.39	773.54	767.71	772.28	-2.9	-0.38
工业品期货指数	1106.21	1119.6	1119.71	1102.25	1102.53	17.07	1.55
能化期货指数	634.82	642.88	642.92	634.26	635.02	7.86	1.24
钢铁期货指数	1326.47	1359.89	1360.22	1314.87	1317.65	42.23	3.21
建材期货指数	1081.24	1100.28	1100.65	1077.34	1075.88	24.4	2.27

### 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(9月9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	924.01	925.07	920.5	923.92	0.07	922.7
易盛农基指数	1213.54	1214.61	1208.92	1213.35	1.24	1211.72