

商品“加冕”路：还差一个“它”

□本报记者 张勤峰

布伦特原油一度冲破80美元，国内成品油价迎来8元时代，无论是市场中人还是普罗大众，最近都感受到“商品之王”的一波凌厉涨势。

近期，商品在大类资产中脱颖而出，然而股市渗透出的寒意，仍在述说着经济基本面的现实。基于“美林时钟”的视角，通胀预期的发酵，为商品牛市提供“温床”，但缺乏经济增长带来的需求扩张的支撑，商品市场难以全面上涨，年内仍以结构性行情为主。

“跑得快”不如“跑得久”

今年上半年，大类资产的脉动节奏比较清晰，简单来说，可概括为一句话——“债券和股票两端，商品行走在中间”。

上半年，国内债券市场几乎是一枝独秀，无风险债券收益率整体下行，债券市价节节走高，赚钱效应比较突出。成交较活跃的10年期国开债到期收益率从年初时最高5.13%降至最低4.05%，下行超过100基点。要知道，在全球流动性收缩的大环境下，今年海外债券市场多处于熊市，同期，10年期美国国债收益率上升了近50基点。

上半年，A股市场在全球股市的表现也很“突出”，只不过体现为调整幅度的领先，上证

综指从1月份高点回落了超过20%。与债券、股票均有些“极端”的走势相比，上半年商品市场表现中规中矩，南华商品指数在前6个月累计下跌1.51%，大类指数中，工业品和农产品指数微涨，金属和能化指数小跌，市场呈现典型的震荡走势、结构性行情。

下半年以来，大类资产的表现悄然出现新变化，在债市上涨逐渐后继乏力，而A股依旧阴跌不止的时候，商品开始脱颖而出。7月下旬开始，国内债券市场有所回调，10年期国开债收益率一度回到4.3%附近，近期以低位震荡为主。股

指运行重心还在继续下移，尤其是10月以来A

股加速探底，上证综指一度跌破2500点，10月19日在创出2449.20点的近4年新低后出现反弹。商品市场不仅保持了稳中有升的势头，而且步伐加快。到10月19日，南华商品指数已较6月末上涨4.84%，10月10日，该指数一度涨至1487点，逼近2017年8月份的高位。在以苹果期货为代表的农副产品上涨放缓的同时，化工、煤焦钢矿等工业品接过了上涨接力棒。

俗话说，“跑得快”不如“跑得久”，笑到最后的才是赢家。几乎从2016年开始，商品市场就保持稳健上行的姿态，这一期间，股票和债券市场则几经沉浮、大起大落。

光有通胀可能不够

在商品价格走势中，供需始终是最基础的影响因素，而供需最终取决于经济基本面。“价格是经济的映射，经济的变化会投映在商品、权益、债券等一系列资产上。”广发证券首席宏观分析师郭磊称。

在2016年以来，商品市场的上涨，在较长一段时间里体现的是全球经济走向共同复苏的轨迹，以及衍生于此的再通胀逻辑。如果将商品、股票和债券等几类资产的表现做一个对比，就会看出经济增长这条主线的影响力。

2016年至2017年，全球经济复苏态势渐趋明显，需求的改善对商品价格走势形成支撑。不光是国内商品市场，国际上较有代表性的CRB指数，也基本是在2016年初见底后步入新一轮上行过程。

与此同时，经济增长与企业盈利的改善，逐渐动摇了低利率环境的基础，从2016年四季度开始，我国货币政策逐渐回归中性、金融去杠杆的大幕拉开，债市结束了“史上最长牛市”，紧接着便迎来惨烈熊市，调整一直持续在今年1月中旬才算结束。而如果从上证综指走势图上看，从2016年1月到2018年1月，A股其实也可归类为“慢牛”行情。

商品与股票走强、债市走弱，按照“美林时钟”理论，这主要发生在经济增长势头向上的时期，这与2016年至2017年的宏观经济的基本表现是相符的。

沿着这一发展方向，如果经济保持良好的增长势头，需求扩张与价格上涨有望形成正反馈，推动商品在大类资产中脱颖而出。在“美林时钟”上，这一阶段被称为“经济过热”时期，也就是经济增速加快与通胀压力加大并存的时期。“美林时钟”理论提出，在“经济过热”阶段，商品将成为大类资产的赢家，此时现金价值受到通胀的侵蚀，潜在的货币政策收紧则令债券承压，股票市场上，表现最好的将是与大宗商品联动紧密的品种。

今年以来，国际市场原油价格持续波动上行，撩拨着投资者神经。本月初，国际油价触及4年来高位，NYMEX原油期货一度升至76.90美元，布伦特原油期货价格则涨破80美元关口，最高至86.74美元。作为最基础能源，原油被称为“商品之王”，其对全球通胀形势和预期有着很大影响。伴随着油价上涨，通胀压力开始上升，美国通胀指数国债(TIPS)的收益率持续上升，到目前为止，5年期TIPS利率已升至1.04%，而

2017年9月份这一数值还在0附近，2017年末时也不到0.4%。

国际油价上涨给我国能源、化工等诸多产品价格带来涨价压力，特别是在人民币对美元贬值的情况下。9月以来，国内成品油价已四连涨。而受异常天气、牲畜疫情、供给约束等多种影响，今年部分时期国内食品价格、部分工业品涨价较明显，几度引起对通胀的讨论，CPI同比增速在7月重新升破2%，9月已进一步涨至2.5%。

在通胀预期抬头的氛围中，最近两三个月，商品跑赢债券和股票，在大类资产中脱颖而出。然而，国内股票市场渗透出的寒意，照射出经济基本面疲弱的现实；债券市场自年初以来重新走牛，也在相当程度上仰仗经济下行压力的浮现。国家统计局本月19日公布的数据显示，中国第三季度GDP增长6.5%，增速接近全球金融危机后的最低值。

缺少了需求的强力支撑，通胀能掀起多大的风浪，涨价的故事还能有多大的想象空间，这将是商品市场不得不面对的问题。分析人士指出，通胀预期的发酵，固然为商品牛市提供“温床”，但缺乏经济增长带来的需求扩张的支撑，商品与全面牛市恐仍有差距。

只要不衰退 表现不会差

从全球范围来看，再通胀的环境没有发生根本变化，暂时还难以看到通胀预期的退潮，商品价格走势仍将具备一定支撑。

不少业内人士提示，这一轮油价上涨，有需求推动的成分，但供给端的影响更加不容忽视，OPEC对产出的管控，叠加伊朗制裁等地缘政治因素，使得原油供给持续存在约束，油价可能保持高位运行。

其实，近些年，供给对商品价格的影响在国内体现得更明显。供给侧改革及环保限产等，造成供给结构性短缺，使得部分工业品价格上涨与需求之间出现了脱轨的现象。

综合来看，全球经济复苏的大格局没有根本变化，加上供给、地缘政治、市场情绪等因素的影响，商品涨价现象还将在一定范围内存在，通胀预期的消退需看到经济基本面出现更明显的调整信号。

基于“美林时钟”的视角，在通胀上升的时

期，无论经济处于复苏、过热还是滞胀的阶段，商品在大类资产中的排序都不会太差，未来一个时期，商品行情特别是结构性行情依然值得期待。

民生证券策略团队指出，当下国内经济增长压力加大，而油价、食品和房租均存在上涨压力，需警惕滞胀风险；根据美国经济数据的回测结果，滞胀周期中资产的收益率排序为：大宗商品>现金/债券>权益资产，大宗商品中建议关注原油、黄金与农产品。

兴业证券宏观团队认为，今年以来商品是中国资产中相对收益最强的资产，但今年商品的内部分化非常明显，与去年几乎是全面上涨不同，今年与消费更为相关的有色板块表现相对较弱。也即，在需求不强的制约下，商品可能难以全面上涨，但结构性特征会比较明显，相对看好黄金。

从前期表现来看，与供给端联系更紧密

的商品表现更强势，与需求端联系更紧密的表现相对较弱，这一特征，有望在今后一段时间继续存在，也为投资品种遴选提供了一定的参考。

其他资产方面，国内经济下行压力，给予债市基本面支撑，宽信用进展尚不明显、宽货币格局稳固，也决定了债市下跌风险有限，但中美利差收窄、通胀预期抬头以及供给压力的存在，仍然制约着利率大幅下行。考虑到年底机构倾向于保收成，不少机构认为，四季度债市仍以震荡为主。

全球风险偏好下降，叠加利率上升，对风险资产仍然不利。但A股估值已处于低位，对潜在风险反映比较充分，长期看已具备较好配置价值。中金公司研报认为，当前股债性价比正发生转换，国债收益率与股息率利差已经压缩至历史低位，股市性价比正在逐渐凸显。

沥青期价紧盯油价波动

消化库存为主。

展望现货市场，中宇资讯市场分析师王良表示，由于近期外盘原油期货行情出现下行预期，主营单位以及民营生产企业继续上探价格意愿减弱，而且中长线下游道路沥青需求有所放缓，整体交投氛围提升空间相对有限。但另一方面部分炼厂生产沥青积极性减弱，整体供应有所下降不排除10月份沥青产量较9月份呈现下跌。因此，短线上来看，国内道路沥青市场价格走势或维持整理，但部分炼厂对外沥青成交价格优惠幅度或加大。

多空因素交织

从基本面来看，招金期货于芃森表示，国内沥青现货实际消耗处于旺季时段，北方地区施工普遍进入高峰，但西北、东北地区下游施工进入收尾阶段，整体需求有所弱化，华北、华东、华南等地区沥青现货随销。上周，现货价格受需求稳定影响表现坚挺，但各地下游对高价抵触明显、维持刚需采购为主，周末部分地区出现暗降促销行为。

于芃森进一步表示，上周注册仓单继续减少，厂库、社会库仓单都出现不同幅度的减少，主要因各地区施工依旧旺盛，现货升水期货，企业套保需求下降引起。当前，各地区道路施工进展较为顺利，

整体需求较前期基本持平，各地区实际库存并不高，现货价格坚挺，期货价格相对偏低，企业无套保意愿。后市，随着道路施工的逐步放缓，炼厂沥青生产增加，库存将逐步开始累积，但短线或仍难以增加套保仓单。

库存方面，招金期货数据显示，西北地区区内沥青供应稳定，终端需求消化能力有限，库存水平小幅增长。东北地区区内盘锦浩业大装置转炼轻质原油且小常减压检修，带动区内库存水平下降。山东地区个别炼厂库存低位，限量出货，东明石化复产沥青，加之终端需求稳定，带动库存水平增加。华北地区中油秦皇岛本周开工生产，但是暂未出产品，河北鑫海继续转产渣油，样本炼厂库存无货。华东地区区内中石化炼厂仍有优惠政策，但个别炼厂库存仍高位，且半成品居多，因此本期库存微增。华南和西南地区近期需求偏弱，个别炼厂库存高位带动沥青库存增加。

对于后市，于芃森表示，10月末，南方各地区道路施工将进入高潮，但东北、西北地区施工将逐步减少，沥青现货用量将呈现区域性涨跌不一，全国范围内现货用量仍维持偏强。但目前下游对高价抵触情绪，部分地区沥青现货将逐步走弱。原油价格或将开始反弹，沥青期货或继续跟随油价波动为主。

期价走势承压

上周五，沥青期货主力1812合约盘中一度跌至3610元/吨，创下9月19日以来新低，盘终收报3642元/吨，跌8元/吨，跌幅0.22%，持仓量为41064手。

东吴期货分析师表示，近期国际油价大幅下跌以及需求的平淡，给沥青现货市场带来一定压力，部分地区成交有下行倾向。

现货市场，中宇资讯数据显示，10月19日国内道路沥青市场价格走势维持稳定，交投氛围仍需提升，且部分地区仍受制于雨雪天气导致下游终端道路施工建设遇阻。此外，西北、东北地区道路需求接近尾声，业者继续采购态度相对谨慎，多

玉米现货普遍上涨提振期价

□本报记者 马爽

上周，国内玉米期货价格获振上扬，主力1901合约最高至1884元/吨，创下9月21日以来新高，周度累计上涨0.7%。分析人士表示，上周临储玉米拍卖热度仍高，但已进入尾声，且新季玉米上市偏慢，玉米现货价格普遍上涨，对玉米期价构成支撑。不过，随着后期新粮上市，玉米期价或迎来调整。预计短期玉米期价将维持偏强震荡，淀粉价格则有望将随原料玉米价格变动。

期价上涨

上周五，国内玉米期货主力1901合约增仓上涨，终盘收报1876元/吨，上涨8元/吨，涨幅0.43%；玉米淀粉主力1901合约冲高回落，波动区间2373—2406元/吨，最终报收于2380元/吨，上涨1元/吨，涨幅0.04%。

瑞达期货农产品分析师表示，上周临储玉米拍卖热度仍高，已成交但尚未出库的玉米累积量较大。不过，临储拍卖进入尾声且新季玉米上市偏慢，后市玉米价格或震荡趋强；淀粉企业开机率维持较低，且总体需求尚可，价格得到支撑。

消息面上，10月19日国家临储玉米交易结果显示，计划投放4010232吨，实际成交1202962吨，成交率29.99%，最高价1600元/吨，最低价1350元/吨，成交均价1461元/吨。

现货方面，瑞达期货数据显示，10月19日，锦州港地区2018年新粮（水分30%）1450元/吨，较前一日持平，2017年陈粮主流收购价水分15%以内1770元/吨，平舱价1798—1818元/吨，较前一日上涨10元/吨；吉林四平地区玉米淀粉出厂价格为2300元/吨，较前一日持平。

短期或偏强震荡

方正中期期货分析师表示，近期，国内玉

米现货价格普遍上涨，华北地区，北地区天气良好，新粮质量佳，优质粮食价格较为坚挺。并且中储粮于华北、华中地区开展收粮，提振玉米价格，带动东北地区玉米上涨。需求方面，深加工企业库存方面，由于前车之鉴，今年深加工企业有意补充库存，目前企业玉米处于安全库存，深加工企业对于玉米的补库需求也是随买随用，抢粮的情况今年可能会有所缓解。由于中长期玉米趋势看涨情绪较为浓厚，农户和贸易商短期内卖粮手中粮食的情绪不大，但在季节性供给充足的情况下，玉米价格一旦出现明显上涨，农户和贸易商则会出售粮食，将使得玉米供给将大幅增加，这也造成了玉米价格趋于一个动态平衡的情况。

中信期货分析师表示，上游方面，陈粮拍卖出库压力，叠加新粮上市，或抑制玉米价格上涨；下游方面，生猪和能繁母猪存栏量继续走低等，不利于玉米消费；深加工方面，随着淀粉价格走高，其替代优势在缩小，需求量下降，边际提振效应下降。此外，外部扰动事件抑制替代谷物进口提振市场。

对于后市，中信期货分析师认为，前期减产炒作以及种植成本抬升的预期市场已经逐步消化，随着新粮的上市，玉米期价或迎来调整，但受成本支撑，下跌空间或有限，预计期价将维持区间震荡；淀粉方面，预计价格将随原料玉米价格变动。

方正中期期货分析师表示，就玉米期货1901合约来看，预计短期内跌破1850元/吨继续下行的可能性不大，或将维持偏强震荡整理。中长期来看，玉米产不足需的情况持续三年，明年下半年预计会出现供需缺口，投资者可以考虑布局远期多单。淀粉方面，四季度是淀粉消费淡季，玉米季节性供给充足，目前淀粉行业利润良好，此前国内淀粉开机率上升至75%一线的较高水平，淀粉库存下降放缓。后期淀粉继续上涨的动力不足，预计淀粉1901合约价格将震荡为主。

金瑞期货：国债避险特性进一步凸显

□本报记者 王朱莹

10月20日，由金瑞期货股份有限公司主办的“金融衍生品高峰论坛·国债期货论坛”在北京民族饭店举行，来自债券、国债期货方面的金融机构代表、专家学者、客户代表等100余人参加了会议，金瑞期货总经理助理邱国洋出席会议并发表致辞。

邱国洋在致辞中表示，随着今年8月两年期国债期货在我国正式上市，我国利率衍生品短、中、长期品种都有了相应完善的利率期限结构和对冲选择。美联储第三次加息引发股市、汇率受挫，资金纷纷涌入债市寻求避险，国债的避险特性进一步得到了凸显。本次会议旨在帮助广大投资者进一步了解国债期货，使投资者在纷繁复杂的市场环境中，能更

加从容应对债券市场的机遇与挑战。

会上，中金所债券事业部总监助理李忠朝在题为《上市2年期国债期货，完善国债期货产品体系》的报告中介绍了两年期国债期货上市的意义、合约规则、运行情况。在展望我国国债期货市场时他表示，目前国债期货市场与海外市场相比仍存在较大差距，作为有效的利率风险管理工具，我国国债期货市场仍需进一步发展和完善。

金瑞期货研究所副所长王思然在演讲中分析了美国、欧洲及新兴经济体、中国的宏观经济形势。他认为，下半年以来中国经济承压，但供给侧改革和环保政策提升了工业企业利润率；中短期看房地产不悲观，固定资产投资仍有增长空间；中国改革力度将加大，刺激类和改革类政策并举将托底中国经济。

监控中心工业品指数冲高回落

截至当周CIFI指数各品种涨跌幅统计

	当周涨跌(%)	上周涨跌(%)	双周涨跌(%)	本月涨跌(%)
焦炭	-6.99	11.80	4.80	3.98
PTA	-5.82	2.37	-3.45	-3.59
PVC	-5.65	0.07	-5.58	-5.58
甲醇	-4.07	8.18	4.11	3.78
动力煤	-3.24	4.58	1.34	1.19
沥青	-3.24	1.40	-1.84	-1.89
锌	-3.11	4.27	1.16	1.03
聚丙烯	-3.03	4.44	1.41	1.27
橡胶	-2.36	-0.44	-2.80	-2.79
镍	-1.96	0.92	-1.04	-1.06
热轧卷板	-1.81	1.60	-0.20	-0.23

上周，工业品集体走弱，大面积飘绿。黑色系波动加剧，焦炭深度回调，下跌6.99%。受到原油价格的影响，化工品受挫下行，PTA和PVC跌幅较深，均超过5%。而铁合金则逆势上涨，锰硅反弹2.04%。（方正中期期货 王盼霞 夏聪聪）

易盛农期指数震荡为主

郑州商品交易所</