

■ 多空论剑

# 大宗商品“熊出没” A股影响几何

□本报记者 马爽

四季度以来,大宗商品行情迎来反转,包括能源化工、黑色系在内的诸多工业品期货价格均创出阶段新低。哪些因素使得诸多工业品承压?工业品走低对A股投资方面有何借鉴意义?对于2019年大宗商品走势有何预期?本栏目特邀混沌天成研究院院长叶燕武、宝城期货金融研究所所长程小勇就此展开讨论。

## 工业品期价频创新低

**中国证券报:**四季度,包括能源化工、黑色系在内的诸多工业品期货价格均创阶段新低,驱动因素有哪些?

**叶燕武:**首先,周期类商品可以作为研究宏观经济需求的重要微观验证。其次,需求决定周期类商品的价格趋势,从总需求实际GDP增速结合微观商品纺织服装、家电、汽车等终端需求角度来看,9月份开始呈现明显边际走弱态势;再者,供给弹性决定周期类商品溢价,如今年以来持续不断的限产成就了钢材高价、钢厂高利润,造成产业链利润度向中上游摆动侵蚀了下游企业生存空间,9月份开始政策出现环保限产不搞“一刀切”的边际修正,在供应不减、需求不增的情况下,各类商品库存水平有所抬升进而对价格产生下行冲击。

**程小勇:**2018年四季度,大多数工业品都创下阶段性新低,从供需方面分析,主要是受四方面因素影响:其一,全球主要经济体大多数出现经济增速放缓情况,但美国经济还呈现较强的韧性,对大宗商品需求降温;其二,外部扰动事件带来的需求萎缩;其三,供应端出现较大的预期差,2018年冬季限产不再搞“一刀切”,包括煤炭、钢铁和化工等限产力度可能低于去年同期,而钢铁行业提前完成了“十三五”去产能任务;其四,由于部分工业品前期价格坚挺一度引发产出增加,部分隐性库存已出现累积。

## “商品之王”率先垂首

**中国证券报:**作为“商品之王”的原油,在近期工业品走势中扮演着怎样的角色?

**程小勇:**原油价格持续下跌,使得前期押注伊朗制裁为主题的多头损失惨重。实际上,原油既可以作为工业品尤其是化工品的成本传导之源,也可以作为全球下游需求的风向标。11月以来,原油的供需基本面实际上已悄然发生变化,供应再度出现恢复性增长:一是美国页岩油产

■ 记者观察

□本报记者 王姣

11月23日,央行仍未开展逆回购操作,为连续第21个交易日暂停逆回购。虽公开市场操作长时间“静默”,但在平稳度过税期后,资金面整体回归均衡偏松状态,11月仅剩5个交易日,随着月末财政支出力度逐渐加大,预计资金面整体将延续宽松,不排除央行继续暂停逆回购操作。如此一来,11月央行很可能全月暂停逆回购操作,为2016年1月央行公开市场操作常态化以来最长暂停逆回购的纪录。

从截至23日的公告来看,11月以来的17个工作日中,央行在公开市场业务交易公告中反复宣称“目前银行体系流动性总量处于合理充

□本报记者 王朱莹

11月23日,大商所发布关于修改风险管理办法相关规则的通知,“逢三必减”的风险管理措施将正式退出舞台。

## 修改风险管理办法

据通知,此次风险管理办法的修改主要包括两方面内容:一是统一各期货品种强制减仓管理模式,出现连续三个同方向涨跌停板单边无连续报价情况下,交易所对黄大豆1号等8个品种不再是‘逢三必减’,而是与焦炭等品种保持一致,根据市场情况来决定采取的处置措施,强制减仓仅作为备选措施之一;二是对部分品种和限仓标准及除鸡蛋以外品种各阶段限仓标准适用时间进行了调整,豆粕、玉米、豆油、棕榈油、铁矿石品种一般月份固定额度阶段限仓标准扩大至此前标准的2倍,豆粕、玉米、豆油、棕榈

## 成本坍塌 供需疲弱

因市场担忧原油供应增加,油价持续走低。沙特能源大臣暗示该国石油产量创纪录新高。加上市场对OPEC峰会能否顺利达到减产目的仍持有一定的怀疑态度,油价走势继续承压。业内人士分析,技术面来看,油价已经跌穿了关键支撑,自2017年6月中旬以来的上涨趋势或已经



混沌天成研究院院长  
叶燕武

今年四季度大概率是大宗商品三年上行周期转势的时间窗口,未来包括通胀类商品和周期类商品均面临易跌难涨的下行压力。

出超预期增长。美国能源信息署(EIA)最近发布报告显示,2018年美国原油产量平均每天达1090万桶,高于去年同期的935万桶,创历史新高增幅。二是10月OPEC原油产量增加至2016年以来最高水平,因阿联酋和利比亚产量急升填补了伊朗产量供应空缺。15个OPEC成员国10月原油产量合计达到3331万桶/日,较9月上升39万桶/日,创逾两年来高位。三是制约美国页岩油输送和出口的管道建设取得突破,以Permian地区为例,到2019年将会有大量管道投入使用。

**叶燕武:**原油从10月初到现在跌幅达30%,油价大跌的原因在于市场由担心制裁伊朗导致的供应缺口无法弥补迅速转变为对供应过剩的担忧,且供应过剩的担忧仍在持续升温。近期油价大跌拖累整个化工品集体下挫。原油作为化工品源头,油价对化工品价格走势的影响非常显著。特别是在油价大涨大跌期间,化工品价格将追随油价走势。在国内现有化工品期货中,沥青与原油价格走势关联度更高,上市以来相关性高达0.94。

## A股影响几何

**中国证券报:**近期,工业品价格走低对A股投资方面有何影响?

**叶燕武:**这个问题要从三个层面来评估:首先,油价持续走低极大降低了市场对中国经济滞胀风险的忧虑,因为在此条件下容易出现股

# 11月资金面将保持平稳

裕水平”,只在15日、16日改变了措辞,承认“银行体系流动性总量有所下降”,但强调“仍处于合理充裕水平”。

从市场表现看,月中受税期、中央国库现金管理到期等因素影响,市场流动性水平的确曾有所收敛。11月15日至20日,代表性的7天回购利率DR007从2.5753%上行至2.6698%,累计涨幅约10个基点,不过随着税期扰动消退,利率再度下行,至23日回落至2.61%附近。

进一步看,截至11月23日,DR007的运行区间位于2.55%—2.67%,中位数和平均值均在2.60%附近。而市场人士普遍认为,今年下半年以来,DR007中枢水平明显回落,总体徘徊在2.55%—2.75%的央行“合意水平”,大致对应着

债双杀结构,有利于A股整体情绪稳定,石化类下游板块无疑受益;其次,黑色、有色等周期商品价格下跌更多反映出一般制造业、汽车、地产、基建等传统经济需求的弱化,即所对应行业景气度的下降,周期股缺乏配置价值;再者,研究发现,本轮供给侧结构性改革造就“供给减量、需求稳定”的经济特征,工业企业利润增速与PPI走势高度相关,因此PPI进一步趋弱对工业企业盈利的估值压力不容忽视。

**程小勇:**工业品价格走低对原本走势低迷的A股将产出冲击。从A股走势来看,上半年下跌主要是受外部扰动事件影响和去杠杆带来的信用收缩,再加上股权质押问题带来的平仓风险担忧;下半年下跌主要是源于对全球经济前景担忧、上市公司利润回落和去杠杆变为稳杠杆下的经济结构改善中断的担忧。7月份以来,包括货币政策和财政政策都变得积极,但为何A股下跌呢?主要原因并非缺乏流动性,而是市场担忧去杠杆中断后,包括企业、居民和政府后市资产负债表修复中断的担忧,经济短期可能受支撑但长期隐患增加。

回顾历史,尤其是2001年互联网泡沫破灭时期资产表现,A股大盘会下跌,但黄金板块可能会表现较好,因黄金期货也表现较好,因此建议配置黄金资产,包括股市黄金板块或者黄金ETF。

**中国证券报:**对于2019年大宗商品走势有

流动性“合理充裕”的状态,11月DR007利率中枢水平实际位于这一“合意”区间的较低水平,且资金利率波动更趋平稳,表明当前市场流动性总体较为宽松。

据市场人士透露,近期央行公开市场到期压力较小,市场资金面总体仍然保持宽松,机构对央行的流动性需求不强烈。“11月初,市场资金面一度较为宽松,随后资金面有所收敛,但总体上仍呈现平衡偏松的态势,机构融资需求可以从市场上得到较好满足,对央行供给流动性的需求不强。”业内人士称。

分析人士指出,尽管央行连续暂停逆回购操作,市场流动性仍几无波澜,直接原因有两点:其一,11月在全年中属缴税小月,税期对资

种强制减仓模式不同有其历史原因,但保持市场规则的一致性,有利于市场理解交易所的风险控制思路,也有助于期货市场的长远发展。总体来看,我十分支持交易所对强减规则进行修改。”某期货公司负责人表示。

## 限仓规则也有修改

除了取消“逢三必减”措施,此次大商所还对限仓规则进行了修改。记者了解到,近年来,大商所根据市场变化,为满足市场需求,促进市场功能发挥,已有计划、分步骤地对限仓制度进行了多次修改,如2013年简化限仓梯度、2014年取消对期货公司会员的限仓、2017年调整焦煤焦炭品种限仓模式、2018年调整鸡蛋、豆粕期权品种限仓标准等,基本解决了市场需求迫切且制约市场发展的临近交割月限仓梯度过多、限仓模式不统一、期货公司持仓规模受限、无法满足产业客户持仓需求等问

# PTA市场空头氛围浓厚

结束。

供应方面,目前国内PTA行业开工率目前在76.31%附近。金联创化工分析师邱倩倩表示,近期恒力大连220万吨检修装置和汉邦60万吨停车装置均已重启;福建约225万吨装置于11月15日附近停车;BP110万吨装置延迟至11月25日重启;亚东石化75万吨装置11月13日附近停车,约11月24日重启;短期关注已停车装置重启进度和新增装置检修执行时间,重启主要涉及BP110及亚东75万吨,新增检修主要涉及逸盛220万吨装置。

需求方面,目前聚酯综合开工率在80.21%附近,纤维级PET综合开工率在69.68%附近。本周以来,下游加弹工厂开机率下降,受此影响,部分涤纶长丝工厂继续减产,但是两套瓶级PET装置重启,因此聚酯综合开工率整体波动

不大。“后市来看,聚酯工厂限产保价为主,但是随着聚酯工厂库存继续升高,后市开工率或仍存一定下降空间。”分析人士指出。

## 延续偏弱震荡格局

现货市场上,截至目前,华东现货市场报盘参考1901升水240元/吨;递盘基差参考1901升水200元/吨。

“综合来看,当前PTA工厂开工率维持高位,库存出现小幅累库,而下游聚酯继续减产,需求表现不佳,整体供需基本面支撑走弱,同时原油走高导致PX市场下滑,成本端支撑乏力,目前市场缺乏实质性利好因素,短期内PTA市场或维持偏弱格局。”邱倩倩分析,不过,期货市场跌至支撑点位,市场或有望筑底,期货上建议观望或套保为主。

宝城期货金融研究所所长  
程小勇

2019年大宗商品整体上会有一个系统性下跌过程,其中黄金可能逆势走强,其他工业品可能会集中下跌,农产品表现将分化。

何预期?

**叶燕武:**把大宗商品分成三个维度来判断:其一,从商品本身的供需平衡表来看,目前周期类商品供需矛盾存在边际弱化趋势,农产品包括豆类、油脂等全球平衡表依然维持宽松,不具备大幅上涨动力;其二,从经济总需求角度,目前海外除美国外欧洲、新兴经济体等呈现经济下行压力,国内四季度开始已明确将稳增长与去杠杆的平衡放在非常重要的位置,而宽货币向宽的传导需要一定的时间和现实的路径,比如基建补短板等;其三,通胀预期的流动性溢价,机构投资者往往会在通胀预期强化的背景下积极配置商品,如前所述原油和农产品等通胀类商品缺乏上行动能,因此流动性溢价面临消退的风险。综合来看,今年四季度大概率是大宗商品三年上行周期转势的时间窗口,未来包括通胀类商品和周期类商品均面临易跌难涨的下行压力。

**程小勇:**2019年大宗商品整体上会有一个系统性下跌过程,其中黄金可能逆势走强,白银表现弱于黄金,因其工业需求疲软。其他工业品会集中下跌,而农产品表现可能分化,豆类产品需要关注外部扰动事件,油脂会集体走低,因原油涨幅可能不及2018年,有色金属、黑色系列产品会集体下跌,有色受制于国内外需求,黑色则受制于需求走弱和去产能任务逐步完成下的产出稳定性上升情况。

金面影响不及10月,后续财政存款下拨还会“补水”;其二,11月并无逆回购到期,央行已等量续作到期中期借贷便利(MLF),2200亿元国库现金定存到期的压力较小。

目前来看,11月初到期的4035亿元MLF央行已等量续作,15日1200亿元国库现金定存到期对市场的影响较小,接下来仅有1000亿元国库现金定存在26日到期,而税期影响已经过去,月末财政支出力度将逐渐加大,也就是说,在流动性几无到期压力反而有财政“补水”的情况下,资金面大概率将保持宽松,预计央行很有可能继续暂停逆回购操作至本月结束,货币调控政策的重心已经放在了疏导流动性进入实体和宽信用上。

题。今年以来,为进一步促进市场发展和功能发挥,交易所对限仓制度进行了系统的梳理,在对市场充分调研和充分论证的基础上,选择市场对调整限仓标准需求最为强烈的品种,形成了此次规则修改方案。

大商所相关负责人表示,当前大商所已经进入多元开放发展的新阶段,交易所风险管理的工作思路和方法方式都需要转变。大商所将更加重视如何实现风控和效率之间更高层次的平衡,并将以改革、开放和服务促进市场更健康发展。下一步,大商所将集中精力研究、完善一批长期以来市场呼声高、反映集中,影响市场效率的基础性制度和举措,使管理制度建设与市场转型发展相适应。同时,交易所也将进一步加强与市场各方的沟通交流,积极听取市场意见建议,让市场各方共同参与到风险管理规则体系和风控制度完善等工作中来。

瑞达期货分析指出,由于国际油价继续下跌,拖累亚洲PX和石脑油跟势重挫,PTA成本端重心下移,现货报价暂稳;下游聚酯市场受成本端支撑松动,厂家报价下调,加上聚酯厂家库存尚可,且终端纺织业需求不佳,市场产销有所回落,短期PTA现货市场恐将延续震荡偏弱。

持仓方面,截至昨日收盘,PTA期货上持仓较前一日增加1.6万手至83.9万手,呈增仓下行格局。其中,前二十主力席位多头持仓584564手,较前一交易日增加12852手;前二十主力席位空头持仓548891手,较前一日增加24987手。

瑞达期货建议,PTA1901合约继续下探,下方考验6000元/吨关口,上方受日线系统性打压,短期PTA趋于震荡偏弱走势。操作上,建议6000元/吨—6480元/吨区间逢高空。

■ 投资非常道

## 周期是投资中最重要的事

□金学伟

自大倾向可以说是人类之所以成为万物之灵的不可缺少的潜意识。自大的近义词是自信,自信是投资中最不可缺少的品性。没有自信,完全墙头草,风吹两边倒,肯定不行。但是,如果我们能意识到:有时,成功不仅仅和能力有关,更和时势、和机缘巧合有关。

整个2017年,蓝筹股、白马股的表现不俗。它给我们一个印象:只要找到好公司,坚定持有,大盘的牛熊是可以不去管它的。而我们正有这种能力,可以把握住好公司,可以凭借选股能力,穿越牛熊。于是在2018年的调整初期,“以好公司来穿越牛熊”,成为很多公募、私募、价值投资者中非常流行一句的口号。

好公司真能穿越牛熊?  
从统计数据看,每一轮熊市,总有一些股票会成为“漏网之鱼”,幸运地躲过熊市,录得期内上涨记录。

比如说,2245点到998点——2001年6月到2005年6月,有77只股票录得了期内上涨或平盘记录,占期内股票总数的5.92%。如果把跌幅小于30%的也统计进来,那就是188只,占14.46%。

从6124点到1664点——2007年10月到2008年10月,有29只股票录得期内上涨或平盘记录,占期末上市股票总数的1.85%。如果把跌幅小于30%的也统计进来,那就是102只,占6.5%。

但是,在这些幸运的股票中,有一部分属期内上市的新股,受到了新股上市效应及按发行价计价的影响,去掉这一部分,占比会更小一些。

更重要的是,这些录得较好记录的股票很多都不在“好公司”之列,而且品类不一样,也不重复。不幸的还有,能用“好公司”标准筛选出来的股票,大多不在此列。

复杂适应系统演化过程不可控,演化结果不可知。我们知道,一定会有一些股票能帮我们幸运地躲过熊市,但我们不知道哪些股票能穿越牛熊,无论你是通过基本分析千挑万选的好公司,还是通过内幕消息、市场分析找到的好股票。

所以今年2月份,市场刚刚回调的时候,我在本专栏中说,我没有这样的豪气和本事,确信自己能找到穿越牛熊的股票。虽然事后看,还真“贱”到了一个,但纯粹是碰上,运气的成分占了多数。

股市的实践也证明,初入市的第一二笔成功交易,往往对我们的投资风格、路径偏好带来深远影响。最初的成功是通过听消息获得的,你就会对听消息一直抱有浓厚兴趣;最初的成功是通过企业基本面分析获得的,你就会对公司基本面分析始终抱有浓厚兴趣,如此等等。

而我们对市场的判断,一些关于板块的、美股的相对宏观的看法,又受新近的趋势影响较大。我们之所以觉得“好公司可穿越牛熊”,和下面两个因素有关。

一是从2016年1月2638点到2018年1月3587点,这波反弹整整走了2年,其时间之长,韧性之强都是史无前例的。它给了我们一个强烈印象:即使大盘有调整,也不会跌太多,至少,在年初,我就是这么认为的,尽管我觉得这波反弹会在3600点前结束,但结束后的调整以平势整理概率为大。

二是2018年1月31日的3587点,虽然和2015年6月的5178点比,上证指数跌了30%多,但期间有1080只股票录得上涨记录,占全部股票的30%,其中有相当部分的蓝筹股创了历史新高!这是一个非常励志的结果,它似乎昭示了一个时代,“一个最好的时代,一个最坏的时代”,“最好”是给大盘蓝筹股的,“最坏”则是给小市值的。

但其实,就像我曾经分析过的,2016到2017年的市场有它的特殊性。其主要的原因是5178点牛市的结束带有“反常规”。沪深股市的每一轮牛市都有这样的一个月周期轮换现象:前面的大半段是非蓝筹类表现优越,最后的阶段则是优质蓝筹股表现优异。但戛然而止的牛市打断了这一进程,使这些优质蓝筹股只能到熊市中来补课。而行政干预、政策引导则强化了这一现象。

其实,就像橡树资本霍华德·马克斯——《投资最重要的事》作者说的,“周期是投资中最重要的事,这是事实”。作为一个卓越的策略大师,他这里说的周期主要是投资品类。在一轮经济循环、金融市场循环中,大到不同的投资品类,小到不同的个股,会有不同的表现周期。这一点,在过去齐涨共跌的A股市场中是被我们忽略的。但今天乃至今后的市场中,它会变得越来越重要。这也是我提出“绝大多数个股都可以看作周期股”的一个重要原因。公司的基本面表现会有周期性,市场的潮流也会有周期性。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2018年11月23日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
505888	嘉实元和	1.1546		11,545,952,473.68	

注:1.本表所列11月23日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。  
2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日均价计算。  
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计股息金额。