361° 看市

油市“连阴天” 大类资产孰苦孰甜

□本报记者 张利静

一夕之间，国际原油价格从攀向100美元/桶巅峰的天之骄子转身成了“落水狗”。据统计，国际油价这轮跌势已创出35年来最长连跌纪录。原油资产虽然总规模不大，在大类资产配置中却有着“四两拨千斤”的效果。在原油价格深跌的背景下，投资者该如何放置“篮子中的鸡蛋”？

也曾金堂玉马 如今瓦灶绳床

2018年的国际油市可谓冰火两重天：就在几个月前，原油分析师还对100美元/桶信誓旦旦，国际油价也一举攀至四年来高位，美原油期货及布伦特原油期货分别一度站上每桶75美元和85美元，但短短一个多月，二者就已分别跌回每桶50美元和60美元关口。

北京时间11月23日晚，美国原油期货大跌7.78%，走出一年来价格新低，国内商品市场夜盘，工业品期货空头迎来“饕餮大餐”。上海原油期货主力合约价格夜盘时段同样大幅下挫，跳空低开后很快封住跌停板，刷新2018年4月以来的最低纪录。

据业内人士透露，最近一个月时间内，国内做空原油期货及相关化工品种的投资者，已经成为本轮商品市场的盈利主力。

也曾金堂玉马，如今瓦灶绳床。在国际油价跌落牛市神坛之际。有分析人士称，全球金融市场要随油市而动，主要因为不到两个月时间，投资者对油价的预期从100美元/桶变成了50美元/桶以下，股市、债市到汇市、商品市场，全球资产都受到油价动荡的牵连。

据中国证券报记者观察，最近一段时间以来，能源股已成为欧洲及美国股市的主要拖累。每次原油大跌，欧洲斯托克600指数及美国标普500指数内相关能源板块便成为指数的最大压制因素。

与此同时，包括贵金属在内的大宗商品市场也对反弹充满了怀疑。

“油价不仅压低了整个大宗商品市场的投资者情绪，而且此举对黄金也是不利的，因为低油价将影响通胀预期。”德国商业银行大宗商品研究主管Eugen Weinberg表示。

伦敦资本集团研究主管Jasper Lawler表示，市场正在重新评估全球增长预期。

东风起 烧战船

在全球100多万亿美元的大类资产市场中，大宗商品大概占比5%，债券和股票各占45%。

原油在其中扮演什么角色？据分析，原油资产规模大约在1-2万亿美元，占全球大类资产总规模的不足2%。

原油资产总规模不大，但在大类资产配置中却有着“四两拨千斤”的效果，这也是为什么原油市场一有大动静，全球资本市场便“风声鹤唳”的原因。

据中粮期货研究院副院长柳瑾分析，无论是货币市场、债券市场、股票市场、外汇市场和大宗商品市场，包括房地产和基金，最根本的逻辑都是受利率和汇率影响。而利率和汇率本身就像DNA双螺旋结构一样，互相影响。二者与原油之间存在着明确的传导路径。

“欧美投行以及大型养老基金，会根据利率和汇率变化调整所有的投资组合。即便原油供需没有发生改变，但因配置需求的改变，原油的买盘和卖盘也会出来。原油作为商品之王是国外大投行和大基金会直接配置的品种。当整个系统性风险发生变化时，权重配置会变化，这不是供需可以改变的。”柳瑾表示。

从国内市场来看，他认为，按照同样的比例来推演市值，未来原油资产相关市值会在5100亿元左右，是非常不容忽视的规模，可能会影响到整个国内大类资产配置中的变化。

据了解，原油通过对宏观经济的影响进而传导到资产配置层面的路径，可以从两方面来观察。

一是原油的供需，为实体经济中的重要组成部分。华创证券首席宏观分析师牛播坤、徐阳表示，油价大跌，产油国经济最先受到不利影响，因原油出口收入会急剧下降。而油价大跌对原油进口国的影响则类似“刀尖上的舞蹈”，未必全然皆是利好。油价走低会刺激消费，提振企业生产意愿，特别是对原油消费大国更为如此。但同时原油价格走低也会引发输入型通缩，提高企业债务成本，带来资金链崩裂风险，还会抑制实体企业的投资意愿，若考虑到通缩预期对消费的抑制的话，负反馈效应将更加明显。

二是原油作为基础工业原料，其走势可以反映市场对通胀的预期及其变化。据分析，原油作为通胀资产，当市场对通胀预期提高时，资金会增加对原油或者是农产品等通胀资产的配置力度。而“在全球经济复苏不明朗前景下，大宗商品价格整体走跌极大地影响了通缩预期。而对通缩的担忧引发各个经济体在货币政策上做出更多改变，进一步引发金融资产的重新定价和资本流向的重新调整。”牛播坤、徐阳分析，全球经济下行使得市场风险上升，随着美国正式退出QE，全球金融体系的风险敞口被打开。被高流动性掩盖并扭曲的高价原油市场将不复存在，全球原油市场真实供需关系也将被重新审视。

从历史走势中可以看出，每次美元进入强势周期时，就是原油步入弱势的起点。也就是说，原油和美元常常以负相关的姿态出现在投资者面前。原油市场长期以来也以美元定价为主。反过来，原油市场的变化也常常被当作美元的货币之锚。

“当美国的利益需要美元强势时，会通过自己全球的政治军事力量去增大原油的供应量，造成绝对价格下降。”柳瑾表示，此外，从商品货币角度看，加拿大元也与原油息息相关，加拿大油砂是重要的非常规油气资源，该国货币可以作为非常规油气资源价格的重要参考。此外，由于俄罗斯拥有常规油气资源的巨大产量，因此卢布也可以作为常规油气资源价格的重要参考。

收拾风雷供调遣 百万一藐谈笑间

原油大跌，有哪些投资机会值得关注？

据了解，原油标的资产包括现货、纸货以及原油的衍生品(期货和期权)。

股票属于现货范畴。A股市场来看，每当原油价格看涨预期强烈时，投资者往往采取以下策略获取相对确定性的机会，包括：买原油；做扩原油价差；做多石油开采业、油服业；做多煤炭行业；沽空炼化和交通运输业。而当原油价格看空氛围较浓厚时，则可以反向投资。

当前国际原油价格持续下跌，哪些A股板块可能会受影响？业内人士分析，首先，若油价维持低位水平则有利于增厚航空公司利润，尤其是对油价更为敏感的民营航空公司，利好整个民航板块；而油气设服板块则受低油价拖累，相关概念股将承压。

此外，美股市场中能源股票占据6%左右，不仅包括原油，还包括天然气和其他的资产。业内人士分析，这些资产价格和原油价格之间存在着莫大的关联。目前来看，能源指数中不确定性最大的变量为页岩油气，每当页岩油气公司股价大幅下跌，原油市场做出相应改变，这主要体现为原油供给端的变化，进而影响原油价格变化。

从利率对原油市场传导来看，柳瑾表示，从大类资产配置角度看，原油常常作为主要的通胀资产来配置。“这个通胀资产就要对比市场预期收益率和无风险收益率，看市场上对未来通胀资产的预期是否会高于无风险的收益率，如果有的话，会有大量资金去增加配置原油资产。”

根据柳瑾提供的宏观策略：“CPI中变量最大的因子是能源和食品，当原油甚至未来的生猪期货上市后，以原油期货和生猪期货可以配置为作为CPI的投资标的；黑色、有色期货的工业品可以作为配置PPI的标的资产。这样就可以组成一个宏观策略下的投资组合：做多或者做空CPI和PPI价差。”

关注能源化工品投资机会

□本报记者 张利静

上周，国内大宗商品市场整体低迷，除贵金属板块有小幅上涨，其余板块均明显下行。其中，表现最差的为中信期货能源化工指数，收于160点，下跌5.56%；表现最差的品种为甲醇，下跌10.95%。在弱势格局下，投资者应如何把握后市化工期货投资机会？

聚焦原油减产动向

上周，原油期货延续弱势，美国原油及布伦特原油期货分别跌至每桶50美元和60美元关口。

银河期货分析师周伟江表示，油价下跌也反映了感恩节前的低交易流动性，以及伴随对经济增长担忧加剧而来得更广泛的跨商品和跨资产抛售行为。

据彭博估计，沙特目前的原油产量已达到1080-1090万桶/日，甚至可能通过削减库存将原油供应量提高到1100万桶/日的历史最高位。市场对原油供应过剩较为担忧。有消息称，欧佩克在12月6日下次会议中考虑减产。

“在欧佩克大会之前，原油价格随同美股、美债一起波动剧烈，原油抛售的程度已超出当前与接下来一段时间的基本面情况。目前需求端小幅回暖有一定的利好，美国汽油裂解利润小幅反弹，加工利润吸引力欠佳。不过，受取暖油带动，炼厂开工率有所提升，需求上的回暖对后市形成支撑，但因现在市场轻重油供应失衡，汽油库存偏高、加工利润偏低，综合利润会受汽油拖累，回暖节奏有可能缓滞。”周伟江表示。

南华期货分析师分析，目前减产协议最大的不确定性似乎在于美国。几个月以来，特朗普已数次明确表态，要求OPEC增产以压低油价，不过特朗普似乎对现今的油价还是不够满意，其表示“油价还可以更低”。这里面的主要逻辑，一方面是特朗普政府认为低油价将有利于经济与就业增长，另一方面，特朗普似乎认为汽油消费者、汽车生产商、运输业、能源密集型制造业等领域的利益要显著大于油气生产商，似乎前者才是特朗普在下一任大选中所需要争取的选票。

“总结来说，虽然OPEC通过减产协议是大概率事件，但市场需要警惕，在美国的施压下，OPEC新的减产协议数量有可能达不到预期的100-140万桶/日。”南华期货分析师表示。

关注相关投资机会

站在国际油价当前价位，其下跌空间还有几何？

周伟江分析，WTI目前价位直逼页岩油成本线，预计下跌空间不会太大，布伦特向下看3-5美元/桶的下跌空间，58.13-61.6美元/桶区间会有比较强的支撑。另外，Brent-WTI价差在北美需求回暖、欧洲供应过剩的推动下有缩窄趋势。

对于相关工业品期货投资机会，中信期货研究指出，可关注PTA期货1901-1905合约的正套机会，理由有三方面：首先是基本面逻辑，目前PTA期货1901合约存在明显的价差支撑，且油价已企稳反弹，再加上供需面仍有环比好转预期，而远月1905合约存在增量供应的预期压力，以PX为主。

其次是交割逻辑，目前PTA库存依然偏低，而从累库预期去看，能持续累库的压力依然有限，一旦进入12月库存仍未看到明显积累的话，1901合约空头主动移仓的概率较大，也会给1901-1905合约正套提供驱动。

第三就是目前价差并不大，也就是说正套存在较好的安全边界，风险不会太大。

股期投资“鸡”会显现

□本报记者 张利静

今年四季度以来，鸡蛋期货大幅反弹后宽幅震荡，目前主力合约盘整于4400元/500千克。

业内人士分析，当前在产蛋鸡供需基本平衡，预计随着春节备货开启，鸡蛋价格将受到明显提振，此外，股市禽链养殖板块受供应收缩支撑，投资价值显现。

蛋价看涨预期较强

受生猪跨省调运受限影响，近期部分禽蛋主产区猪肉价格跌至5元/斤以内，对蛋价走高形成一定压制。这成为近期鸡蛋价格窄幅震荡的主要原因之一。

根据万德农业部生猪存栏变化率（环比增减），每年的12月猪肉春节备货，存栏环比降幅基本都在2%以上。瑞达期货分析，如果未来活猪跨省调运政策没有做出调整，不排除当前主销区肉价继续走高、推动禽肉蛋类流向高价区的可能。

A股市场上，今年以来，申万农业指数下跌超20%，跑输沪深300指数，农业在申万28个子行业中排名第8位。农业各子板块跌幅从低到高依次为畜禽养殖、动物保健、饲料、林业、农业综合、种植业、农产品加工、渔业，以畜禽养殖表现最佳。

芝华数据最新公布的蛋鸡存栏统计显示，10月在产蛋鸡存栏量降至10.63亿只，环比减少2.35%，同比减少8.36%；后备鸡存栏2.06亿只，环比减少2.26%，同比减少15.23%；全国蛋鸡总存栏量由9月的12.98亿只减少至12.68亿只，减少达3000万只，环比减少2.33%，同比减少9.55%。

方正中期期货分析师霍雅文表示，淘鸡价格居高不下，养殖端老鸡淘汰数量偏少，存栏低位情况明显，预计11月以及12月在产蛋鸡存栏量难有大幅回暖可能，受制于夏季雏鸡补栏量偏少，新增开产数量不多，当前产需基本平衡，但后期春节备货开启后，将极大地利好鸡蛋市场。

不过，短期来看，当前终端销区需求依旧弱势，产区存在一定的库存压力，而销区接货能力有限，蛋商采购积极性偏弱。“受制于需求相对淡季，市场延续观望心理，预计短期鸡蛋现货价格将继续于4元/斤附近震荡调整。”霍雅文建议，短期建议观望为宜，但考虑到对未来基本面的供需双重利好预期，对于后期鸡蛋价格保持乐观看待，等待机会入场多单。

关注股市“鸡”会

不仅是期货市场，分析师对后市A股禽链板块价格也予以“买入”评级。

“禽链价格淡季频创新高，上市公司单鸡市值处历史底部。2018年第45周父母代鸡苗价格涨至49.53元每套，商品代鸡苗价格创出2009年10月以来新高，毛鸡价格创出2015年以来新高、鸡肉产品价格创出2016年3月以来新高；禽链价格淡季频创新高，上市公司单鸡市值却处于历史底部区域，建议继续配置肉鸡板块。”华创证券分析师王莺表示。

王莺分析，首先，2019年我国祖代鸡引种量有望维持低位，祖代存栏、父母代销量均已降至历史底部。2018年第45周，在产祖代种鸡存栏量处于2009年以来同期底部区域，后备祖代种鸡存栏量处于2013年以来同期底部区域，2018年1-10月，父母代种鸡月均销量337万套，同比下降8.2%，处于2013年以来最低水平。其次，强制换羽难以为继。近年来我国引种相当不规律，从而导致第一周期后期种公鸡不足，第二周期换羽时，种公鸡更不足。雪上加霜的是，2017年4月开始，我国从新西兰引进祖代鸡的公系占比由15%降至10%。除此之外，2018年白羽肉种鸡遭受了肝脏破裂、白血病、支原体等疫病侵扰，2019年疫病问题很可能会持续。

大商所：争取早日建成全球大宗商品定价中心和风险管理中心

□本报记者 马爽

根据《期货交易所管理办法》和《大连商品交易所章程》有关规定，大连商品交易所2018年度会员大会于11月23日以网络通讯形式召开。本次大会由大连商品交易所理事会召集，李正强理事长主持。本次大会应参加会员单位代表165人，实际参加会员单位代表161人，符合《大连商品交易所章程》规定人数。

大会审议并全票通过了《大连商品交易所2017年以来理事会工作报告》、《大连商品交易所2017年以来总经理工作报告》、《大连商品交易所2017年以来监事会工作报告》、《大连商品交易所2017年度财务预算完成情况及2018年度财务预算报告》，审议通过了《大连商品交易所2018年度会员大会决议》，通报了会前五场会员座谈会会员意见和建议情况。

大会指出，2017年以来，大商所在中国证监会的正确领导和会员单位的大力支持下，紧紧围绕服务实体经济根本宗旨，深入贯彻“保稳定、抓管理、促转型”工作方针，在坚决维护市场安全平稳运行基础上，扎实做好首个商品期权上市、铁矿石期货国际化、“保险+期货”扩大试点等各项重点工作，初步实现由单一、封闭商品期货交易所向多元、开放综合性衍生品交易所战略转型，开启了全面建设国际一流衍生品交易所新征程。当前和未来一段时间，大商所发展主要面临两大矛盾：从外部来看，主要是我国实体经济发展、国家战略部署对衍生品市场提出的强大需求与期货市场的服务方式、方法和能力严重不足的矛盾；从内部来看，主要是交易所的工作思维、习惯、模式还不能很好地适应多元、开放的衍生品市场发展形势和国际化发展需要之间的矛盾。下一步，大商所将按照中国证监会统一部署，贯彻“巩固、充实、提升”工作方针，与全体会员一道，克难攻坚、砥砺奋进，争取早日把大商所建成全球大宗商品定价中心和风险管理中心，努力在服务实体经济、服务国家战略中作出新的更大贡献。

棉花期货跌势未休

□本报记者 张利静

上周，国内棉花期货延续跌势，主力合约上周五收报14600元/吨；棉纱期货1901合约期价收报22785元/吨。分析人士指出，当前国内方面棉花、纱上下游双向承压，短期基本面仍旧偏空，抄底时机未到。

现货价格延续下调

外盘市场上，因美国感恩节假期原因，洲际交易所(ICE)期棉市场休市。

美国商品期货交易委员会（CFTC）持仓报告显示，美棉净多头连续九周下滑。美国农业部最新生长作物报告显示，截至11月18日当周，美棉收割率为59%，上一周为54%，去年同期为73%，五年均值为69%，美棉收割不及往年，产量或受到影响。

瑞达期货分析，美棉产区天气保持良好态势，有利于新棉收割，叠加近期美棉出口签约量继续减少，毁约的国家明显增加，对于美棉需求有所打压。

国内市场方面，截至上周五，棉花指数3128B价格为15508元/吨；棉纱价格指数C32S价格为23680元/吨。

据了解，近期棉花现货价格延续下调，主要由于国内方面棉花、棉纱再度上下游双向承压。一方面新棉收购价偏低，另一方面下游需求不济也对棉价构成拖累。

新棉报价方面，上周，内地籽棉收购主流价格在3.1-3.3元/斤（衣分率38%、回潮率13%），新疆手摘棉收购价在6.7-6.9元/斤（37%-39%衣分），机采棉收购价在5.8-6.0元/斤（36%-38%衣分），地产棉3128级主流销售价格为14800-15000元/吨（毛重、自提、带票，下同），4128级报价为14500-14700元/吨，均较上周同期下调200-300元/吨；北疆“双29”机采新棉价格在15900-16000元/吨，“双28”机采新棉报价15300-15400元/吨，各销售报价均较上周同期下调300-400元/吨；由于南疆加工手摘棉企业对于当前价格难以接受，目前多不报价。

基本面仍旧偏空

“纱线、坯布等开机率延续下调，叠加坯布库存只增不减，可见纺织产业订单低迷下产业情绪偏悲观，整体价格重心继续下跌。替代品涤纶、粘胶价格大幅下调，与纯棉价差逐步拉大，进一步对郑棉价格形成一定的拖累。”瑞达期货分析。

数据显示，截至11月22日，上周纱线开机率下调0.6%至62.1%，坯布开机率小幅下调0.1%至57.7%；而纱线库存指数保持在19.4%，坯布库存指数上调0.3%至30.8%。

从整体需求来看，海关总署最新数据显示，2018年10月，我国出口纺织品服装约232.566亿美元，同比增加7.26%，环比减少12.6%。其中出口纺织纱线、织物及制品97.436亿美元，同比增加6.08%，环比减少8.08%；出口服装及衣着附件135.13亿美元，同比增加8.13%，环比减少15.59%。纺织业表现订单不足淡季更淡，下游消费不振继续打压棉市。

另据中国棉花信息网最新数据，10月底全国棉花商业库存环比增加78.5%。

方正中期期货分析师霍雅文表示，整体来看，市场多空因素交织，利空因素包括：棉市资源供应充足，棉企销售压力上升，期货大量陈棉仓单累积，远月卖压较重，而下游纺织订单少，市场预期低迷，宏观面心理影响偏空；利多因素有近期市场对疆棉增产预期减弱，当前纺企补库需求逐步开启，上游资源向贸易商转移，新棉逐步上市，疆棉质量优势仍存，相对抗跌，另外近期内外棉价差收窄有利国内资源消耗。

“上游棉花库存量不减，下游纺织服装订单零散，寒冬季节销售不畅，棉系短期基本面仍偏空，建议短线逢高沽空为主。”霍雅文建议。