

大类资产齐“垂首” 背后谁在“作祟”

□本报记者 马爽

2018年渐进尾声，全球各类资产的“成绩单”也将浮出水面。

中国证券报记者统计发现，2018年以来，全球大类资产走势多数朝着下跌方向共振，其中MSCI核心区域指数全线走软，NYMEX原油期货、伦敦现货黄金双双走低。

正如美国咨询公司Ned Davis Research策略师Ed Clissold在近日报告中指出，这是1972年尼克松时代以来最赚钱的时期，“没有一个资产类别今年有望给到投资者超过5%的回报率”。

全球大类资产缘何齐“垂首”？2019年会有所好转？

大类资产谱写“下跌”合奏曲

对于投资者来说，2018年是非常艰难的一年。

股市方面，今年全球各区域指数均呈现出明显的防御特征。Wind数据显示，今年以来截至12月12日，MSCI核心区域指数全线走软，其中欧盟指数跌17.86%居首，新兴指数紧随其后跌16.72%，欧洲指数跌16.4%，发达市场指数跌幅最小，为-7.07%。

债市同样不容乐观。以美国10年期国债到期收益率走势为例，今年以来整体呈现震荡走升态势，11月上旬一度跃升至3.24%，创下2018年以来新高水平，截至目前累涨超17%。

大宗商品市场则上演一场“悲怆”的年度大戏。以“商品之王”原油为例，NYMEX原油期货在10月初创下近四年来的新高76.9美元/桶后，便调头加速滑落，11月底一度跌破50美元/桶，截至目前累跌超12%。而曾经以“避险天堂”著称的黄金今年也退去了光环，8月中旬一度滑落至1160

基本面疲弱

PVC期货延续跌势

□本报记者 张利静

12月以来，PV期货先扬后抑，冲高回落。截至周三收盘，PVC1905合约报6255元/吨，涨幅0.32%，成交量报126082手，持仓量增加4934手至302496手。

分析人士指出，近期PVC期现价格同步走弱，市场多空交织，低库存及部分厂家检修短期利好PVC价格，但上下游两弱对价格构成明显压制。短期PVC市场恐难以出现像样的反弹行情。

上下游两弱

上周以来，PVC期货承压下行。现货报价同步出现松动。厂家方面，PVC企业报价基本持稳，个别企业小幅下调出厂价格。

“华东、华北以及华南地区市场报盘均出现松动，其中仅华东乙烯法PVC受货源偏紧影响，价格上调，下游受买涨不买跌心态影响，接货一般，按需采购为主，观望心态浓厚。”金联创塑料分析师刘天扬对中国证券报记者表示。

从现货市场报价来看，本周初普通5型电石料，华东地区主流自提报价6570元/吨-6700元/吨；华南地区报价6680元/吨-6820元/吨自提；山东主流报价在6500元/吨-6550元/吨送到，河北市场主流报价6450元/吨-6510元/吨送到。

继续走弱概率较大

刘天扬分析，目前PVC市场存在三方面价格支撑因素。首先，除河北盛华停车以及部分企业开工将符合外，暂无停车企业，整体开工率回升，但多数企业表示库存偏低，部分预售订单，对当前价格形成一定支撑。其次，电石法PVC利润尚可，但乙烯法企业利润偏低，个别企业开工降负荷，此外韩华宁波预计2019年1月份检修10天左右，再次利好乙炔法PVC。再次，社会库存总体仍然不多。

不过，由于市场氛围悲观，下游在买涨不买跌的心态下，接货力度一般，多按需采购，观望为主。此外，电石价格稳中有跌，电石法PVC成本支撑减弱也对价格构成利空。

截至昨日，石脑油CF日本报488.12美元/吨，跌3.08%；FOB新加坡报51.78美元/桶，跌4.00%。乙炔CFR东北亚850美元/吨，涨1.19%；CFR东南亚报760美元/吨，持平。国内电石价格平稳，华东报3200元/吨，西北报3075元/吨。

“短期内PVC现货受期货延续弱势的影响下仍存松动的可能，但预计下跌幅度将不会太大。后市仍需关注国家政策以及期货的变化，此外，还需要关注库存、上游原料以及下游接货等方面的影响。”刘天扬说。

瑞达期货表示，基本上，现货价格止跌回稳，社会库存持续回落对价格形成一定支撑，但市场悲观氛围浓厚。技术上看，PVC1905小幅反弹，成交量大幅萎缩，持仓量则略有增加，KDJ指标中位死叉，显示短期走势较弱。操作上，建议投资者空单继续谨慎持有。

美元/盎司，随后小幅回升并持续窄幅区间，截至目前累跌超4.5%。

相对来说，今年以来的美元表现“牛冠”各类资产。在经过前四个月窄幅震荡后，美元指数一路震荡上行，接连上破91—97七个重要关口，截至目前累涨超5.5%。

“2018年非美权益市场全年走势总体相似，均经历幅度相对较大的调整，美元涨而非美货币普跌，这种市场状态的根本原因是市场参与者风险偏好下降。”兴业研究海外研究总监苏畅表示。

这种市况下，不少投资者“折戟”损失惨重，就连一些知名的对冲基金大佬也未能幸免。据报道，Ken Griffin执掌的对冲基金Citadel上个月浮亏3%，是2016年一季度以来最惨烈的表现。Izzy Englander的基金Millennium同期亏2.8%，是其史上第三大亏损记录。

谁是背后“真凶”

全球大类资产缘何会出现普跌？

“今年以来，MSCI全球股指全线下跌，主要是受海外流动性大拐点影响。”北京朴朴投资研究员原欣亮表示，一方面因美联储加息周期以及缩表逐渐加快，另一方面因欧央行缩减刺激计划。流动性面临拐点导致风险资产价格下跌，尤其对美股的估值影响较大。

这与投研公司Gavekal Research负责人Loius-Vincent Gave在最新发布的月度策略中的观点不谋而合。他认为，由于美联储持续收紧政策、油价年内大部分时间走高以及美国政府支出增加，市场遭遇了典型的流动性紧缩冲击，是所有资产齐跌的主因。

原欣亮进一步解释称，这背后的“凶手”主要是由于美国在2016年底启动的加息周期。利率是影响投资的核心因素，而美国央行利率是影响经济周期的核心指标。

央行流动性“断供” 财政投放“补位”

□本报记者 张勤峰

12日，央行逆回购连续停摆的时长纪录被刷新至34个工作日。尽管近期央行流动性几乎“断供”，但市场资金面总体仍平稳宽松，货币市场利率呈现低位运行。机构指出，央行数据显示今年财政投放提前，弥补央行流动性供给的缺口，在年底财政大额投放支持下，流动性总量有保障，资金面或许难免出现波动，但不存在持续大幅波动风险。

央行“断供”无碍资金面宽松

12日，公开市场业务交易公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。自10月26日以来，央行已连续34个工作日未开展逆回购操作，持续停摆的时长连续刷新纪录。当日无央行逆回购或MLF到期，实现零投放零回笼。

自10月底以来，央行几乎停止了各种渠道的流动性投放。但值得注意的是，市场资金面总体仍平稳宽松，货币市场利率中枢没有抬升，市场资金面也总体保持宽

国债供给“翘尾” 考验年末需求支撑

□本报记者 张勤峰

年末时段，国债一级市场迎来一波供给小高峰。有机构表示，12月国债发行量或创今年新高，考验年末需求支撑，不过年底债市供给压力总体有限，短期波动难以改变运行趋势。

国债招投标表现平稳

12日，财政部招标发行了两只续发国债，分别是今年第二十二期2年期和第二十三期5年期记账式附息国债的续发券，本次计划发行规模分别为290亿元、480亿元，进行甲类承销团成员追加投标。此次2年期续发国债发行收益率为2.6009%，边际中标收益率为2.6880%，全场倍数1.94；5年期续发国债发行收益率为2.9269%，边际中标收益率为2.9819%，全场倍数2.15。两只债券实际发行290亿元、480亿元，未获追加投标。

招投标结果显示，此次两只续发国债需求尚可。定价方面，发行收益率均略低于上一日中债估值水平。12月11日，市场上2年、5年的国债中债到期收益率取值分别为2.6368%、2.9970%。不过，边际中标利率与全场加权利率偏差较大，显示机构博边际的现象较为明显。认购方面，两只国债发行量大，认购倍数尚可，不低但也不太高。

本月国债发行量较大

除了此次招标的两只国债，财政部本周五还将发行两只国债。财政部此前通知，将于14日对30年期的今年第

经过两年加息后，美国经济出现诸多减速迹象。作为全球股市“核心资产”的美股见顶，引发全球股市重新定价。同时，强势美元也对新兴市场汇率造成冲击，对其资本外流形势有一定压力。此外，大宗商品一般以美元定价，随着4月以来美元指数从90趋于上行后，对CRB综合指数也形成了持续下行压力。

浙商期货宏观金融主管沈文卓认为，2018年美国经济增长强劲，基本面相对稳健，美联储连续加息，使得美元持续走强。而其他经济体由于经济下滑、内需疲弱，导致风险资产下跌。

2019年何去何从

2019年是否会所有好转？

Gave认为未必，全球经济增长前景仍在恶化，且从市场情绪来看，也依然未出现好转迹象。

高盛股票策略师Christian Mueller-Glissmann在近日报告中同样指出，未来经济增长放缓、美联储缩表及波动性卷土重来，都将使得2019年经过风险调整后的投资回报率变得更糟糕，而且更让人担心的是，投资者还找不到明

观点链接

招商证券：明年防御为主

2019年全年大类资产配置仍应以防御为主，建议超配利率债、黄金以及日元等避险品种，回避有色金属、股票等风险品种。过往历史数据表明，A股市场将提前反映政策真正放松的预期，这意味着明年上半年国内股市或许存在着阶段性投资机会。

华创证券：美国低利率因素并未扭转

长期来看，美国30年利率下行的四个因素很难在未来一年发生本质改变，包括劳动力人

显的“避风港”。

“对于2019年全球市场来说，最重要的是美联储政策取向、全球贸易形势发展和中国稳增长措施的落实。”苏畅认为，近期，市场对于美联储的预期有过于乐观的风险，美元无风险利率上升会带来权益市场波动率加大，对于普通投资者而言，应增加债券配置、降低权益资产配置。

沈文卓认为，由于美国金融条件收紧及减税效应减退，2019年美国增长趋缓逐渐走向后周期，美联储加息也将减缓。而中国内需仍在下滑，稳增长政策将进一步增加，因此预计2019年上半年大宗商品仍将处于下跌，债券收益率仍有下行空间，但大概率在明年一季度接近底部，权益市场机会将整体好于2018年。

原欣亮则表示，2019年，预计美国加息周期仍将延续，加上内外经济的不确定性，中国市场仍将处于逐渐筑底阶段。整体投资风格上，建议以防御为主，持有低风险资产，比如在衰退后期表现较好的现金和债券资产。权益类资产方面，在中国经济调结构周期中，一些存在5—10年发展机会的行业将会涌现。标的上倾向于选择大市值、高ROE、低估值的典型价值股。

口占比下降带来的劳动生产率降低、人口老龄化加重、重资本的工业经济占比下滑降低对资本的需求、外国利好环境消失等，因此本轮利率上行并非长期趋势拐点，中期拐点空间有限。

华泰证券：看好黄金中长期配置价值

美国经济不大可能一直超预期走强，在美国资产由强转弱的节点上，金价有望受益于其抗风险、抗通胀属性。金价目前仍处于2017年初以来的相对低位，随着美元指数逐渐来到由强转弱拐点，仍看好其中长期配置价值。（马爽 整理）

财政投放“补位”

现在2011年11月，下降了3763亿元。

分析人士认为，11月份财政支出力度显然超出历史季节性规律，也在很大程度上超出了市场预期。当月大额的财政库款投放，形成了货币政策操作之外的另一条流动性供给渠道。这就解释了为何央行没有在11月份投放流动性，但资金面仍旧保持宽松的现象。

进入12月中旬，企业缴税、金融机构备付及应对年底考核带来的流动性需求上升。12日，银行间市场上同业存单计划发行规模超过了2000亿元，创出本月以来新高，也表明金融机构应对年末流动性大考已经进入关键时期。近几日，市场上21天至3个月等跨月的资金价格也出现连续上涨迹象。不过，从往年来看，12月才是财政投放高峰期，年底前财政大额支出依然可期，年底流动性总量有保障，对央行实施大规模流动性投放的需求并不强烈。在面对企业缴税、监管考核等因素可能造成的流动性短时波动时，央行可能主要以逆回购或MLF操作来开展调控，年底资金面或难免波动，但总体无忧。

模分别为390亿元、480亿元。另外，下周五也将发行一期91天贴现债。

据已披露发行公告数据统计，12月份已发及待发国债总额达3282.8亿元，另有3只贴现债确定将发行但未公布计划发行规模，预计本月国债实际发行规模将在3583亿元至3883亿元之间，处于较高的水平。

海通证券研报称，12月国债发行量或创今年新高。不过，报告也称，地方债发行高峰已过，整体利率债的供给压力有限，近期国债认购需求尚可、金融债需求依然向好，配置力量有望继续向国债等利率品种倾斜，加上11月通胀数据不及预期、美债利率大幅下行，基本面对于债市的支撑依然较强。

有市场人士指出，11月以来债市涨幅较大，年末交投意愿下降，供给扰动下市场可能出现波动，但不会改变趋势。

东证-大商所商品指数（12月12日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	94.33	94.57	94.38	94.33	0.26%
跨所能化指数	76.86	98.74	98.96	99.01	-0.28%
东证大商所农产品指数	92.95	93.16	92.98	93.01	0.16%
东证焦煤矿指数(大商所)	0.00	99.18	98.97	98.84	0.34%
东证能化指数(大商所)	53.28	100.93	101.13	101.10	-0.17%
东证工业品指数(大商所)	34.15	91.14	91.09	91.01	0.14%
易盛东证能化指数	86.94	94.29	94.52	94.62	-0.34%
易盛东证糖棉指数	75.10	75.14	75.11	75.00	0.19%

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（12月12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	963.66	966.15	961.72	965.43	2.95	964.24
易盛农基指数	1217.03	1221.24	1215.83	1221.2	3.36	1218.63

记者观察

期市发展有助提升中国金融地位

□本报记者 张利静

发达经济体的金融发展历史证明，衍生品市场尤其是场内市场的发展，对提升金融效率和全球话语权有着莫大助力。

期货市场，作为现代金融的重要组成部分，追根溯源，最初主要是为了满足农民和贸易商避险需求而设立。19世纪中期，美国芝加哥农产品期货的兴起，对饱受粮食价格巨幅波动之苦的农企来说，是个里程碑式的时期。

期货交易机制——规定在未来某一特定时间和地点交割一定标的物的标准化合约，最先在农业、工业企业中流行，之后由于市场的成熟和经济发展之需要，逐渐应用到股票、外汇等金融领域。期货对经济意义也从微观至宏观，逐渐参与到世界金融体系的构建之中。

从国际期货市场发展历史可以看出，期货市场的完善，对金融市场运作效率的提升乃至一国金融体系的完整构建都具有不可替代的作用。最典型的例子是美国、英国和新加坡。这些国家通过完善期货市场，不约而同地获得了国际金融地位质的提升。

上个世纪70年代，美国芝加哥商业交易所推出外汇期货之后，利率期货、股指期货等金融期货产品的出现让期货市场发展进入了前所未有的繁荣。美国也由世界商品期货交易中心，转身成为国际金融中心。

1982年9月30日，受美国金融期货市场迅速发展影响，伦敦主要的商品经纪人、

中信期货：

权益市场明年迎左侧机会

□本报记者 王朱莹

12月11日，中信期货金融期货研究负责人张革在“中信期货2019年度投资策略会”上表示，综合2019年股指、国债、外汇市场的基本面，她认为更具价值的机会在股指上，明年将是权益市场左侧布局的机会。

明年二季度迎布局机会

12月11日，中信期货2019年度投资策略会在上海锦江汤臣洲际大酒店落幕。会上，张革表示，从周期和资产轮动角度看，2018年权益市场表现最弱，商品价格也表现低迷，同时汇率承压。仅仅债市出现小牛格局，这与2017年的资产表现正好相反。如果切换到库存周期的逻辑上看，商品表现领先于权益，权益的表现领先于债券和库存周期。因此，2019年将将是权益市场值得布局的一年。

其表示，从经济的边际变化上来看，有两点值得关注。一是产业利润从上游到下游的传导，二是资金池从金融到实体的传导。这一方面是对利润预期的修正，一方面是对信用利差的修正。2019年值得注意的边际变化，对预期领先于估值底出现具有有力支撑。

从政策变化来看，预计货币政策维持稳健宽松环境，在给市场带来基础的收益率低位运行支撑的同时，也给企业融资环境的宽裕和估值提升带来利好。同时配合财政政策发力和减税降费等措施的同步推进，预计在内需层面和企业现金流改善方面将看到积极变化。

结合人民币国际化进程的推进和外资对中国金融资产

中国期货市场监控中心商品指数（12月12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		84.01			84.19	-0.18	-0.21
商品期货指数	941.04	939.94	945.17	939.63	939.3	0.63	0.07
农产品期货指数	835.8	837.77	838.7	832.74	835.05	2.72	0.33
油脂期货指数	450.68	451.52	452.24	449.96	449.96	1.54	0.34
粮食期货指数	1229.23	1226.01	1229.93	1224.77	1228.49	-2.48	-0.2
软商品期货指数	772.11	772.64	773.05	770.79	771.43	1.21	0.16
工业品期货指数	965.07	982.82	991.11	982.28	982.41	0.41	0.04
能化期货指数	658.26	660.27	666.11	657.49	656.76	3.5	0.53
钢铁期货指数	1044.64	1039.09	1054.31	1037.74	1040.82	-1.74	-0.17
建材期货指数	941.14	935.13	947.84	935.13	938.14	-3.01	-0.32

商业银行、外汇经纪人和证券公司一致要求英格兰银行设立金融期货市场。这就是后来的伦敦国际金融期货交易所以(LIFFE)。经营品种主要以本地金融期货为主，如长期政府债券、英镑利率期货等，后来逐渐扩大标的范围并和美国、日本市场建立联系，逐渐发展成国际属性的期货交易所。

最值得一提的是，期货市场通过参与金融市场，从风险管理走向财富管理，从微观的、狭义的“期货”概念，走向广义、宏观层面参与金融乃至宏观经济的发展，成为市场化经济中完备金融体系构建的要素。一是完善了金融市场功能，从主流的单边参与扩展到双向参与，不仅丰富了资产回报形式，也令宏观市场更加均衡。二是杠杆交易机制大幅降低了交易成本，令市场效率明显提升，资源流动更加自由、灵活。最终，期货市场与银行、证券市场一起构成现代金融的三个主要层次，吸引更多流动性，优化资本市场资源配置。

兼具金融属性与服务属性的现代期货市场，是金融市场中由低阶向高阶进化发展的必经历程。中国金融期货的发展，肇始于中国股指期货的产生，其对国内金融市场乃至国民经济的避险功能发挥良好。值得一提的是，一些商品期货近几年也逐渐成长为备受海外市场关注的国际贸易定价参考。适逢诸多历史条件作美，中国期货市场正迎来重要的发展机遇期，更加向国际成熟市场靠拢，并有赶超之势。