

大宗商品进入周期尾声

后市走势将现分化

□本报记者 鲁秀丽

法兴银行报告显示，全球本轮经济周期已经行至80%处，预计在2020年中期出现经济衰退。而周期性明显的大宗商品表现往往在经济周期末尾表现不佳。市场对经济增长放缓、全球贸易紧张局势和美元持续升值的担忧，今年以来已令油价重挫、基本金属跳水、贵金属走软，跟踪原油、天然气、黄金、铜等22种原材料的彭博大宗商品指数正迈向2015年以来首个年跌幅，年初至今累计下跌12.25%。

市场预期，2019年全球经济将迎来拐点，经济增速下滑预期背景下，明年大宗商品走势方面，机构几乎一致看好黄金表现，认为基础金属表现不容乐观，而原油方面，市场预期其价格上浮皆有限。

多重因素利空大宗商品

基金追踪机构EPFR Global的数据显示，过去六个月来，投资者从主投大宗商品的基金中撤资超过110亿美元。美国商品期货交易委员会(CFTC)数据显示，对冲基金和其他投机者所持原油净多头寸处于2016年8月以来最低水平。

另据美国政府的数据，自3月初贸易摩擦开始以来，基金经理所持18种大宗商品的净多头寸已经较年内高点减少了大约68%。市场分析人士指出，大宗商品价格下挫主要来自经济增长放缓，全球贸易紧张局势，以及强势美元构成的压力。

经济黯淡造成的需求大概率偏弱是主要空因素。经济周期末尾，房地产及政府支出(主要指基建)使得商品价格周期性走弱；企业资本性支出见顶，拖累大宗商品价格；商品库存方面，则由于供需矛盾边际弱化，需求大概率偏弱，上述因素都致使大宗商品的流动性溢价回落。

全球贸易紧张局势也令大宗商品价格易跌难涨。澳大利亚工业、创新和科学部日前发布报告称，国际贸易紧张局势造成了大宗商品风险的放大，并与诸多因素一道推动铜、镍和铝等大宗商品价格在今年走低。值得关注的是，贸易摩擦停火90天的消息发布后，芝加哥大豆期货价格大幅飙升3.2%，创出6月以来的最高水平。此外，伦敦市场铜价一度上涨2.5%，悉尼股市中的世界头号矿企必和必拓的股价一度上涨3.3%，东京市场橡胶价格也开始上扬。

再者，美元走强，令作为避险资产的黄金首当其冲受害。美联储加息周期和经济增长共振

下，自4月中旬开始，美元指数开始大幅上涨。截至11月12日美元指数报97.6889，创2017年6月下旬以来新高，截至12月26日仍在96上方徘徊。在强势美元的压制下，2018年黄金的投资机会不甚明显，直至三季度美股大跌才出现了上涨，年初至今仍累计下跌逾3%。

大宗商品走势料将分化

目前，高盛、摩根士丹利、花旗、瑞银、德银等投行均预期，2019年将是一个处拐点、全球经济增速下滑的年份。伴随经济动能放缓，全球贸易局势动荡不止，避险情绪升温，机构普遍认为，大宗商品价格走势将分道扬镳。

其中，市场普遍看好未来两年黄金作为避险资产的表现。摩根大通对黄金2019年底的预期高达1405美元(北京时间26日19:30报1276.6美元)。法兴银行指出，历史周期中，黄金在经济周期尾声的通胀压力下，往往表现甚好。摩根士丹利则提到，自2018年三季度以来，一系列央行已经开始加快黄金购买，希望对冲政治风险和美元持仓。

基础金属表现恐不容乐观。据研究机构Harbor Intelligence预估，铝市场2019年料七

年来首次供应过剩。花旗集团则不看好锌，预计锌供应量将随着炼厂产量的增加而上升。法国兴业银行估计全球铜矿开采量明年将增长1.6%，低于3.4%的10年平均水平，并表示投资不足可能导致2018、2019年及以后出现供应滞后。铁矿石在2018年迎来末日狂欢后，主要出口国澳大利亚预计2019-2020财年铁矿石出口将从2018年的640亿澳元降至570亿澳元。花旗认为，全球铁矿石市场2019年将出现6700万吨的过剩，供应过剩局面将保持到2021年，然后在2022年达到平衡。不过与多数机构观点相左，高盛认为，铜、铝、锌、镍的库存都在下降，2019年将显示出供不应求的基本面。

原油方面，市场预期价格上下浮动皆有限。美国能源信息署(EIA)发布的12月《短期能源展望》月报预计，2019年美油WTI和布伦特油价的均值接近现有水平，但较11月的预期均大幅下调了11美元/桶。莫尼塔研究预计，原油短线震荡、中线反弹、长线下挫，2019年均价判断为70美元/桶，2019年全球原油需求增量约为110万桶/日，弱于2018年。瑞银认为，明年油价将会高于目前价格，但因沙特产量及伊朗出口量不明朗，仍有不确定性。

估值接近底部 新兴市场明年机会增多

□本报记者 张枕河

今年以来，新兴市场资产表现疲软，部分主要股指和货币出现明显跌幅。然而目前不少业内机构却对于新兴市场的明年的前景较为乐观。有业内专家指出，由于估值接近底部，明年新兴市场的投资机会增多，特别是由于欧美市场出现波动，可能会带动部分资金流出，优质的新兴市场资产具备“承接”能力。

新兴市场明年展望乐观

多数业内机构认为，明年新兴市场前景仍较为乐观。

从中期而言，新兴经济体仍有望维持较高增速。高盛和摩根士丹利均预测新兴市场经济增长为4.7%，高于全球经济增长水平。

高盛集团强调，新兴市场股市估值和汇率已经大幅回调，因此吸引力上升。从回报率考虑，股市的潜在上涨空间更大。

摩根士丹利更为乐观，该机构甚至预计新兴市场牛市即将启动。摩根士丹利在最新展望报告中表示，已把2019年新兴市场股市的投资评级从“减持”提到“增持”，其强调，新兴市场跌势已经接近尾声，各种指标暗示新兴市场股市处于牛市启动前夕，因此摩根士丹利在新兴市场的仓位也更加积极。在具体国家方面，该机构上调了巴西、泰国、印度尼西亚、印度、秘鲁和波兰的投资评级。

亚洲市场最受看好

业内专家也认为，尽管新兴市场明年整体向好，但仍需关注具体风险。其中，在主要新兴市场中，亚洲市场最受看好。

德意志银行指出，目前新兴市场整体的经济增长担忧情绪有所减缓，然而对于具体的国家而言，仍面临长期风险逐渐增长的威胁，技术进步可能会减少经济衰退的恐慌。特别是在亚洲，政府努力确保金融稳定，政策将优先考虑增长，因此该地区具备投资潜力。

瑞银调查显示，步入2019年，最受专业投资者青睐的资产类别是新兴市场股票。瑞银称，步入新的一年，其在区域战术资产配置中加码亚洲(日本除外)股票。此前亚洲资产估值被过度打压，一些外部因素的缓和，将有利于亚洲风险资产。

富兰克林邓普顿投资指出，目前新兴市场估值虽短期内陷入危机，但长线投资时机有望形成，特别是在国内需导向行业将存在长线投资机会。值得注意的是，部分资金可能从美国市场流入新兴市场，随着美国来自减税和增加公共开支的庞大财政刺激的利好淡化，明年美国企业盈利和经济增速很难赶上2018年水平。而美国以外市场却存在机遇，因为这些市场和美国在盈利和经济方面的差距将小幅收窄，因此美国以外市场的股票估值相对于美国存在吸引力。

瑞士信贷集团也指出，2019年，瑞信的基本情境预测显示新兴市场股票将从2018年的颓势反弹，创新可能继续增加IT和医疗板块的吸引力，特别是亚洲股票将提供重要投资机会。

英国脱欧与贸易摩擦 是经济增长最大风险

德国行业协会组织26日表示，英国脱欧与美国总统特朗普推行“美国优先”政策引发的贸易摩擦是德国经济增长所面临的最大风险。因出口商面临来自海外的不利因素，德国2018年经济增长率预计将跌至数年低点。但国内需求旺盛，意味着许多企业仍可扩大业务。

“短期内最大的风险是英国脱欧。”德国BDI工业联盟主席肯普夫表示，如果英国明年3月在没有就未来与欧盟关系达成协议的情况下脱欧，那么这会带给贸易和生意带来巨大的不确定性。他还表示，“英国经济将面临衰退的同时，也可能间接影响德国”。

德国外贸协会(BGA)主席宾曼表示，英国脱欧是“德国经济面临的最紧迫的问题”，而与美国的贸易摩擦升级可能破坏经济增长。德国工商会总裁史怀哲称，德国企业仍担心美国提高对欧洲汽车的进口关税，“汽车关税风险依然存在”。他还表示，双方要更努力地通过谈判寻找贸易争端解决方案，在理想情况下推动关税下降，这一点至关重要。(周璐璐)

美政府停摆对经济冲击有限

彭博经济学家Yelena Shulyatyeva日前发布报告称，美国政府停摆截至目前对美国经济的冲击有限。从过去几十年美国政府关门的历史来看，如果资金缺口持续几周，那么非必要工作人员休假及机构活动削减可能会使特定季度的GDP增幅减少零点几个百分点。

报告认为，当前美国政府停摆的影响对于15个没有获得最终拨款的联邦机构中的9个都是有限的。这些机构在政府支出总额中所占的份额不到四分之一。如果美国政府在2019年初重新开门，那么就不大可能对GDP数据造成实实在在的影响。

报告说，本周新建住房销售、先期商品贸易余额和库存、建筑支出等数据将推迟至美国政府重新开门之后公布。不过，12月份就业报告的公布时间不受影响，将按原计划在1月4日出炉，该数据不会受到影响，如果政府关门危机在2019年第一周结束前化解，那么1月份的就业数据也不会受到影响。但是报告同时警告说，由于不确定性增加以及危机可能延续更长时间，这次美国政府关门对商业和消费者信心的潜在威胁非常高。(陈晓刚)

港股走势相对独立 后市谨慎乐观

□本报实习记者 周璐璐

黑田东彦： 日央行将维持强刺激措施

从历史上看，美总统与美联储起冲突并非什么新鲜事，特别是美联储一旦推行货币紧缩政策，往往难以在政府角度获得支持。白宫办公厅执行主任、行政管理与预算局局长马尔瓦尼日前表示，总统和“独立”的美联储关系紧张“是传统，是美国体系的一部分”。

一些媒体还频频扯出50多年前的一桩公

案，影射当下的美国总统与美联储的微妙关系。

在美第36任总统林登·约翰逊任内，美财政赤字急剧扩大，通胀水平持续走高。约翰逊总统曾反复对当时的美联储主席马丁表示，不希望看到任何利率上升。面对这一要求，马丁无动于衷。1965年12月，马丁不顾约翰逊总统“撤职”的警告，推动美联储继续加息，导致美股市场下跌。被激怒的约翰逊总统将马丁招到私宅，要求他解释为何藐视总统。据说，约翰逊总统在支开一切外人，要求与马丁独处后，将马丁推到了墙上。

白宫和美联储此后宣布已消除所有分歧，约翰逊总统选择提名马丁连任美联储主席，美联储紧缩的立场在不到一年后开始松动，并放任通胀率走高，美股先抑后扬，迎来了两年多的好光景。这桩公案前情与现在的情形几乎完全一致，但接下来会怎么演绎尚不得而知。

美股表现已成特朗普政绩

仅仅四个月前，美国还在喜迎史上最长股牛市，特朗普还专门发推祝贺，并借此“邀功”。自就任总统以来，特朗普一直对美股呵护备至，采取减税等刺激措施夯实股市基础，美股持续上涨已成为特朗普的一大政绩。但美国股市10月以来大幅下跌，近期跌势更开始加速。对

可能“下课”，美元将遭受重创，“没有任何一种美国资产投资者会想拥有”，美国股市将暴跌，而美国国债将会飙升。

第二，是国会参议院层面。美国宪法规定，美国总统仅可在得到参议院建议与认可后任命人事，须得参议院认可的政府职位包括美联储主席。参议院接受特朗普的意愿，批准由另外人选接任美联储主席的可能性极低。

第三，从法律角度来看，撤换美联储主席并不容易。联邦储备法规定，美国总统只能“依据理由”撤换美联储理事(鲍威尔也是理事)，理由通常不包括政策分歧。据内部人士透露，即使特朗普成功撤除鲍威尔的美联储主席职务，后者还能够以理事的身份留在美联储，并且还可以被选为联邦公开市场委员会(FOMC)主席，该委员会才是美联储决定利率的核心小组。

彭博社提示称，投资者必须要考虑到最坏的情形，那就是特朗普解雇鲍威尔，而美联储反击到底，将此事诉诸法律，捍卫美联储的独立性。这一过程或许会久拖不决，造成金融市场持续“避险”。

还有观点警告说，对市场来说最需要的是确定性。如果美联储真的“换帅”，由“没有货币政策经验但效忠总统的人”执掌美联储大权，将更会引发市场的恐慌情绪。

从法律角度来看，撤换美联储主席并不容易。联邦储备法规定，美国总统只能“依据理由”撤换美联储理事(鲍威尔也是理事)，理由通常不包括政策分歧。据内部人士透露，即使特朗普成功撤除鲍威尔的美联储主席职务，后者还能够以理事的身份留在美联储，并且还可以被选为联邦公开市场委员会(FOMC)主席，该委员会才是美联储决定利率的核心小组。

彭博社提示称，投资者必须要考虑到最坏的情形，那就是特朗普解雇鲍威尔，而美联储反击到底，将此事诉诸法律，捍卫美联储的独立性。这一过程或许会久拖不决，造成金融市场持续“避险”。

还有观点警告