

■ 多空论剑

“风向标”背离 大宗商品何去何从

□本报记者 马爽

2018年12月中旬以来,国内大宗商品表现分化,工业品触底回升,农产品则迭创新低。素有大宗商品“风向标”之称的BDI、CRB指数近期也出现背离,这对大宗商品投资方面有何指导意义?目前,大宗商品整体处于哪种格局?后市将如何演绎?本期特邀请兴证期货大宗商品研究总监林惠、金石期货投资咨询部主管黄李强一起探讨。

大宗商品表现分化

中国证券报:2018年12月中旬以来,国内大宗商品表现分化,工业品指数触底回升,农产品指数则迭创新低。背后的驱动因素有哪些?

林惠:工业品方面,首先由于美国对伊朗制裁给予一定的豁免后,全球原油价格大幅下挫,美国原油价格跌至42美元/桶附近。根据一些机构调查,美国页岩油主产区平均成本约在40~45美元/桶,建造新钻井所需的成本价格更高,因此当美国原油价格跌至42美元/桶左右后,原油价格成本支撑开始凸显,叠加2018年12月初,OPEC+达成减产协议,市场在部分国家产量有所下降后,对于OPEC+减产重拾信心,导致原油价格快速反弹,从而带动国内化工品价格随之企稳反弹。此外,2019年1月4日下午中国央行发布消息称,下调金融机构存款准备金率1个百分点,分别在1月15日和1月25日下调0.5个百分点。货币政策持续保持宽松,宏观预期有所修复,加之减税政策的实施,市场信心明显好转,进而带动国内工业品在2019年开始企稳反弹,文华工业品指数触底回升。

反观农产品方面,全球大豆供应仍处于过剩状态,且随着国际贸易局势出现缓和迹象,加之美国总统特朗普、前美联储主席耶伦都表达出美国将会暂缓后续加息的言论,美元近期持续走弱。国内方面,由于经济下行压力加大,央行在



兴证期货大宗商品研究总监 林惠

目前,大宗商品整体继续下行空间相对比较有限,工业品基本上处于筑底反弹格局,而农产品可能还在筑底过程当中。

本月进行两次降准。在这种情况下,美元走弱以及国内流动性充裕对工业品产生了较强的刺激作用。相对而言,由于金融属性不强,美元走弱以及国内降准对于农产品价格影响较小,这是近期工业品价格走强、农产品仍延续弱势的重要原因。

从供需方面来看,2018年四季度以来,化工品价格持续下跌,企业生产利润处于低位,加之近期受OPEC限产力度超出预期的影响,原油价格触底反弹,这进一步压缩了原本就不高的工业品利润水平,因此工业品生产企业利润亟待修复,这是近期工业品价格上涨的主因。此外,随着春节临近,下游企业集中备货行权使市场对于未来需求回暖的预期增强,这对工业品价格也起到了一定的支撑作用。相对而言,由于市场普遍认为国际贸易局势会出现缓解,因此市场预期未来国内从美国进口大豆将会恢复正常,加之受相关疫情影响造成消费下降,因此饲料、油脂价格均出现了较大跌幅,这对整个农产品指数也产生了较大拖累。

“风向标”也出现背离

中国证券报:素有大宗商品“风向标”之称的BDI、CRB指数近期也出现背离,反映了哪些问题?对大宗商品投资方面有何指导意义?

林惠:首先,BDI指数和CRB指数所含的商品权重有所不同。BDI指数是散装原料料的运费指数,以运输钢材、纸浆、谷物、煤、矿砂、磷矿石、铝矾土等民生物资及工业原料为主;CRB指

数涵盖的商品都是原材料性质的大宗物资商品,可以有效反映世界商品价格的总体动态,其中能源比重相对较高,原油在CRB指数的权重更是达到23%。

其次,虽然从历史上看,BDI指数和CRB指数有着较强的联动性,但近年来,两大指数的联动已有所弱化。当前大宗商品市场受到宏观因素的影响日趋明显,不同板块间的走势也存在较大差异性,因此后市对于大宗商品走势的判断不能仅仅利用BDI指数单一指标。

近期原油价格触底回升,对CRB指数的反弹起到了决定性作用;而BDI指数自2018年12月下旬以来持续走弱,则说明当前全球海运运力仍处于供过于求态势。因此,近期BDI指数、CRB指数出现背离,一定程度上也反映了当前CRB指数上涨主要是由于原油价格回升所致,以及受到一定的流动性宽松影响,而非整个大宗商品需求回暖所致。因此,全球经济回暖仍有待观察,短期大宗商品市场也较难出现大级别的上涨行情。

黄李强:2018年12月中旬以来,BDI指数出现大幅下挫走势,这与大宗商品特别是工业品价格上涨出现了背离。造成这种现象的原因有以下几方面:首先,工业品价格上涨很大程度上是由美元、货币宽松引起的,商品实际的供需情况并未出现大幅好转。其次,部分地区结构性供需失衡造成商品价格上涨,但从进出口套利空间开启到实际的贸易流转,这中间需要几个月时间。加之美国和其他国家的贸易摩擦更是制约了这种

金石期货投资咨询部主管 黄李强

目前,大宗商品价格基本处于低价区,农产品由于供应过剩跌势未改,工业品此轮上涨是因油价上升,实际供需未明显改善。

价格和贸易量之间的传导。最后,冬季是北半球贸易淡季,这客观上也使BDI指数出现了失灵。

投资者该如何掘金

中国证券报:目前,大宗商品整体处于哪种格局?投资者该如何布局?

林惠:目前,大宗商品整体继续下行空间相对比较有限,工业品基本上处于筑底反弹格局,而农产品可能还在筑底过程当中。当前全球经济增速放缓将是大概率事件,大宗商品需求未见明显回暖,因此短期较难出现大级别的上涨行情。但从中长期资产配置角度来看,投资者还是可以配置一些商品指数基金,比如原油指数基金,抑或者可以在不同板块内部根据供需基本面的强弱情况配置一些对冲套利组合。

黄李强:目前大宗商品的价格基本上都处于低价区。农产品由于供应过剩,不论从基本面还是技术面上来看,下跌趋势仍未改变,有继续下行可能。工业品方面,随着原油价格重心不断上移,底部已经形成。但由于2018年前三季度,商品价格持续上涨,下游企业在买涨不买跌的心态作用下,大量备货造成社会库存高企,加之市场对于2019年国内经济预期不佳,终端企业也普遍反映目前的订单明显少于往年。因此,此轮工业品价格上涨是由于原油价格上升造成的成本上升所致,商品实际的供需并未出现明显改善。操作方面,工业品可以采取逢回调买入的操作思路。

现货弱勢格局压制玻璃期价

□本报记者 张利静

2018年11月中旬以来,玻璃期货价格重心震荡抬升,涨幅逾百点。分析人士指出,本周玻璃现货市场交投较为清淡,临近春节,多数加工企业不再接新订单,玻璃采购也有所减少,北方加工企业开工率较南方偏低,玻璃总体库存本月以来连续增加,春节前玻璃期货易跌难涨。

现货市场偏弱运行

中国玻璃期货网数据显示,1月18日,中国玻璃综合指数1134.37点,环比上周上涨4.60点,同比去年同期上涨52.98点;中国玻璃价格指数1160.34点,环比上周上涨5.88点,同比去年同期上涨52.27点;中国玻璃信心指数1030.49点,环比上周上涨0.51点,同比去年同期

■ 记者观察

□本报记者 张勤峰

我国地方政府债券市场起步晚,但发展快,后来居上。截至2018年末,地方债余额已有18.07万亿元,一跃成为债券市场第一大品种。在当前积极财政政策加力提效和防范地方政府债务风险的双重背景下,地方债作为地方政府合法合规融资途径,具备广阔的发展空间,进一步深化地方债市场化改革成各方共同呼声。

多年实践证明,发展地方政府债券市场既是开好合法举债“前门”的关键举措,更是严堵违法举债“后门”的重要基础;地方债市场发展好了,能够更好处理稳增长与防范重大风险的关系。

2019年地方债继续扩容趋势明朗,发行时点将较往年大大提前。中央经济工作会议提出,积极

期上涨55.84点。

现货市场上,截至1月17日,河北安全5mm浮法玻璃出厂价报1438元/吨,华东地区,山东巨润5mm浮法玻璃出厂价报1577元/吨。华中地区,武汉长利5mm浮法玻璃现货价报1478元/吨。

“玻璃现货市场维持偏弱走势,厂家出库情况一般,市场信心表现尚可。玻璃生产企业以增加出库回笼资金操作为主,厂家出库环比小幅下滑,社会玻璃库存环比继续增加,部分厂家灵活调价,随着下游加工厂和建筑行业赶工期结束,厂家按需拿货,短期玻璃市场呈现出震荡偏弱走势。”瑞达期货研究指出。

期货盘面交投方面,玻璃主力持仓数据示,截至1月18日,玻璃期货主力1905合约前20名多头持仓78541手,较前一交易日增加966

手;空头持仓73877手,较前一日减少285手。玻璃期货各合约总持仓23.8万手,处于中等水平。

春节前易跌难涨

截至目前,全国浮法玻璃生产线总数372条,总产能13.39亿重量箱;生产线开工数230条,生产线开工率61.83%,生产线开工数较上周减少1条;生产线库存3357万重量箱,库存较上周增加159万重量箱。方正中期期货分析师汤冰华表示,玻璃现货市场部分地区继续调整,华中、华东大厂价格均有不同程度下跌,以刺激下游采购。

汤冰华分析,当前淡季对玻璃市场需求影响持续,临近春节,加工企业订单减少,基本要开市停工放假,春节后预期谨慎,也使中下游备货情绪不高,淡季库存继续增加,但生产企业经

提升地方债市场化有助多方共赢

的财政政策要加力提效,较大幅度增加地方政府专项债券规模。日前,全国人大常委会决定授权国务院提前下达2019年地方政府新增债务限额1.39万亿元。财政部门已要求各地尽快启动发债工作,并争取在9月底前完成全年地方政府专项债发行。在地方债高频率、大规模发行逐渐成为常态的背景下,进一步深化地方债市场化改革,全面提升地方债市场质量,成为各方共同的呼声。

2018年8月,地方债集中发行,但结果很顺利,关键靠什么?市场化!地方债市场近年来发展很快,步子迈开了,管理得跟上,提升法制化、市场化、专业化是关键。”财政部国库司有关领导17日在参加2019年地方政府债务管理研讨会”时表示。

地方政府债券流动性,是投资者交易次数的结果,实际上是投资者对债券价值发现的过程。必须严格禁止地方政府债券发行中各类行

政捆绑”和干预行为,督促债务人、债权人严格按照市场化原则交易,科学合理对地方政府债券定价,通过价格手段调节一级市场供求关系,从而为提升二级市场流动性创造条件,最终真正促进一、二级市场联动发展、融合发展。”财政部预算司有关领导在此次研讨会上表示。

2018年,地方债在定价和交易层面已取得不小进展,突出表现为:品种丰富了、发行渠道拓宽了、投资者更多元了,与国债利差也拉开了。

值得一提的是,自2016年11月上海市在上交所发行首单交易所地方债以来,过去两年,交易所地方债市场发展很快,已成为地方债发行和交易的重要场所。以上交所为例,全年共有30家地方债财政部门在上交所共完成87次地方债发行,发行总额达1.8万亿,较2017年增长105%,占到地方债全年发行总额的43%。上交所还率

郑商所公布棉花期权做市商名单

□本报记者 王朱莹

日前,郑州商品交易所发布《关于棉花期权做市商名单的公告》,根据《郑州商品交易所做市商管理办法》,确定了中信证券股份有限公司、中粮祈德丰投资服务有限公司等12家公司为棉花期权做市商。

“赛马式”选拔优质做市商

根据这份公告,这次被列为棉花期权做市商的机构分别为中信证券股份有限公司、中粮祈德丰投资服务有限公司、浙江南华资本管理有限公司、招商证券股份有限公司、银河德睿资本管理有限公司、鲁证经纪有限公司、中信中证资本管理有限公司、浙江浙期实业有限公司、上海海通资源管理有限公司、浙江济海贸易发展有限公司、

中信建投证券股份有限公司、国海良时资本管理有限公司。

为做好棉花期权上市准备工作,郑商所2018年7月向全市场公开征集棉花期权做市商。经过材料审核、仿真测试、现场考察等环节,郑商所从申请的36家申请机构中选出了12家。其中3家是原白糖期权做市商,按照《郑商所期权做市商做市质量评价方案》,获得最高考核评级,直接成为了棉花期权做市商,其余9家机构按照综合评分,由高到低选取9家。从评选结果来看,本次获得棉花期权做市商资格的12家机构中,包括3家券商和9家期货公司子公司。郑商所相关负责人表示,据悉,今后,郑商所下一步将进一步继续优化期权做市选拔方案,更加注重实际表现。目前,郑商所正在举行开展为期一年的高度接近实盘的做市

仿真预选赛,这项活动为期一年,希望以“拉力赛”以“赛马”的形式选拔出能为市场提供更优质做市服务的候选机构具有真正做市能力的候选机构。

做市商制度提升活跃度

20世纪70年代场内期权交易诞生,期权交易是通过不同的执行价格将一个期货合约的风险细化分散到一系列期权合约上。因此同一个期货合约衍生出的期权合约的执行价格可多达上百个。执行价格较多使得期权投资非常分散,部分执行价格往往没有成交或成交很少,再加上期权定价本身较为复杂,因此,细化后期权合约的流动性较差。于是,期权交易引入了做市商制度,通过做市商为期权交易提供连续双向报价,提升了交易的活跃度,增加了市场流动性,促进了期

权市场的迅速发展,目前国际市场上大部分衍生品交易所都引入了做市商制度。郑商所自2017年上市的白糖期权之时,就已经引入了商品期权做市商制度,首批白糖期权做市商数量为10家。

作为郑商所首批白糖期权做市商,此次中信证券也再次入选了棉花期权做市商。该公司相关负责人表示,棉花期权做市商选拔过程公开透明,仿真比赛规则清晰合理,对于做市商实盘交易起到了较好模拟作用。“我们高度重视此次棉花做市商申请,从2018年7月即开始积极准备做市商申请工作。”这位负责人表示,中信证券在商品期权做市上积累了一定经验,针对棉花期权交易系统及做市策略已准备就绪,有信心保持一贯水准,完成做市义务,为棉花期权顺利上市平稳运行作出贡献。

■ 投资非常道

股票增加多少不是底部充分条件

□金学伟

上周讲心智、法度、思维方法,讲到了高价圈和低价圈,意思是到2449点,大盘已触及了1849点底部的低价圈”。

一位读者就此提出反驳:1849点那时才多少股票,现在增加了多少股票?今天就来回答这个问题。

现在的股票确实比1849点时多了很多,这是事实。以月收盘来算,2013年6月两市流通市值16.68万亿元,截至2018年12月,为35.25万亿,增加了1.11倍。同期指数,以沪综指计,上涨26%。扣除指数涨幅因素,市值增加了85%!增加的幅度确实不小。

但沪综指只是单边的加权指数,沪市的相比之下,国证A指能更准确反映两个市场的整体涨跌情况。以去年12月的收盘指数,国证A指比2013年6月涨了为47%,扣除指数涨幅后,实际净增的股票市值,增幅为64%。

这个增幅当然也不小。但既然说到94年的325点,就是有必要把当时的情况拿来做个比较。

1992年11月386点,沪深两市流通市值101亿元;到1994年7月325点,增加到580多亿元!由于同期上证指数跌了15%,深综指则跌了41%。那时,深综指覆盖的流通市值并不比沪综指少,所以两市整体跌幅近30%!

指数跌30%,流通市值却增加了近5倍!同样扣除指数的涨跌幅度,1849点到现在的市值的增幅为64%,386点到325点,却是500%。由于我一直在记录这方面的数字,所以我印象非常深刻:从93年3月到94年5月的15个月间,指数不断创新低,股票市值却不断创新高,那1年多里市场扩容速度之快,力度之大,可想而知。

德内拉·梅多斯在《系统之美:决策者的系统思考》里,用了很大篇幅论述存量和增量对系统的影响:系统的稳定靠存量,系统的活力靠增量;存量是分母,增量是分子;存量越大,增量对系统状态的改变速度越慢。

从数值看,从1992年11月到1994年7月,股票市值才增加了480亿元;而从2013年6月到2018年12月,增加了18.57万亿。但前者的起点存量才101亿元,后者的起点存量为16.68万亿元。而且,前者是在不到20个月的时间里增加了500%,后者是在54个月里增加了64%。换算成复利,一个是年均近320%,一个是年均18%。所以,386~325点,1849点到现在,不具有可比性。

与股票的起点存量相比,当时资金的存量更是一个大问题。那时我在券商工作,说起来是全国最大的券商,但每一分自营资金都是借来的——甚至连正常的每天开门费都是借来的。年利多少?能借到年利25%的资金就算本事了。

所以刚开始,面对不断增加的股票,不断增加的卖压,还有很多机构不服气,不断借钱来顶,来炒,来摊低成本,直到最后,再也扛不住了——没有人可以承受如此高额的利息和股票不断下跌的亏损,只能不断地自我强平。最后2、3个月,实际上已没有新股上市了,但兵败如山倒,整个市场被一股绝望笼罩着——是的,绝望,不是恐惧,像5178点以来由爆仓引发的只是恐惧。恐惧会伴随平仓盘的减少而消失,绝望带来的是麻木,机械地卖地出、卖出。

今天的专业投资机构已不存在这个问题了,虽说其占比还不小,但至少他们的资金是稳定的,哪怕借来的,资金成本也很低,整体上已不存在因股票迟迟不涨而被迫卖出、还钱的情况。这就是系统条件上的变化,条件的不同,结果很有可能就不同。

我想顺便说2个问题。首先,中国股市还在扩张阶段,这是它还依然年轻的标志。一个扩张中的市场,股票不增加是常态,如果始终把目光放在这上面,那就根本没牛市,没底了。1994年325点,股票市值580多亿;1996年512点,近1000亿;1999年5·19行情时6000多亿;而2005年998点时1万亿;1664点时5万亿,1849点时16万亿。每一个熊市底部,市值都要比上一个底部增加很多。所以股票增加多少,不是我们判断底部、判断牛熊的一个必要条件,更不是充分条件。

其次,融资是股市的一个天然功能,这不可否认。但在制度安排上需要考虑2个方面的平衡。一个是吐故与纳新的平衡。一家公司发行了股票,投资人购买了股票,不管是出于什么动机,都是支持了实体经济,但接下去,如果这家企业已没有存在价值了,就需要把它淘汰掉。换句话说,就是要有退市机制。这不仅有有利于轻工服装上阵,更有利于资源的有效配置。为什么要淘汰落后产能、清理僵尸企业?不就是为减少资源的无效消耗,为好的企业腾出空间吗?股市也必须这样,否则,这个市场会背负越来越沉重的旧包袱。

一个是原始股东和二级市场利益的平衡。现在的发行与上市制度,先是低比例公开发,后是首日涨幅限制,这都非常有利于炒作,把股价抬高,把二级市场成本抬高,有利于原始股东的低价减持。近期,一位证监会负责人谈到了上市首日涨幅限制问题,说明我们已开始注意这问题了。但我觉得还需更进一步,实行存量上市。真正能够既满足企业融资需要,又减少二级市场成本的,非存量上市莫属。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年1月18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	1.1572		11,572,027,944.51	

注:1.本表所列1月18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平均价计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。