

期牛底气足 股牛难以分流资金

□本报记者 张利静

回顾以往，股市翻身，常常引起商品“失血”，期货市场资金转投股市。但今年的大宗商品似乎异常稳定。不仅未现明显的“失血”现象，反而与股市相关的衍生品种大放异彩，引起投资者关注。

“股牛”提振衍生品开户热情

A股的春天来得猝不及防，活跃于某互联网社区平台的期货投资者近期明显将心思放到了股票上。某人气颇旺的期货私募大佬梁然（化名）也开始连续发布他对股市的看法，这在以往并不多见。周一收盘后，一位长期从事期货交易的投资者也感慨道，“股市行情这么火，要多花一些精力了。”

而在周一ETF期权出现大幅上涨行情之后，有一线机构人士告诉记者，咨询期权开户的人一下子多了起来。“受行情刺激，这两天有许多身边的朋友和渠道开始咨询期权开户交易的事情，不过期权开户有一定限制，有真实意愿开户的投资者首先需要着手仿真交易和学习，可以预期，后期开户量肯定会提升。”某券商IB人士告诉中国证券报记者。

“期货市场场内资金增加在2018年比较明显，其中有一部分是从股市转过来的。2019年春节刚过，市场表现还比较平淡，开户没有明显增加，甚至在这周有转投股市的迹象。”山东一家期货公司营业部负责人表示。

资金面偏紧 股市火爆“难脱干系”

□本报记者 马爽

近期，市场资金面有所收紧。税期、政府债发行缴款、缴准等因素固然对短期流动性供求造成叠加影响，但有分析人士指出，资金面趋紧与股市行情火爆也不无关系。不过考虑到月末财政支出增多，加上央行增加资金供给，货币市场紧张局面有望逐渐趋于缓和。

股市大涨影响资金面

本周以来，市场资金面明显收紧，货币市场利率纷纷走高。据了解，周一银行间市场资金面全天吃紧，隔夜资金供给大减，成交价一路攀升。周二早盘市场资金面延续前日的紧张局面，早盘隔夜、7天资金融出极少，且融出利率偏高，接近中午资金融出少且价高的状况仍未缓解，市场隔夜、7天资金缺口仍很大。下午三点左右，资金融出开始增多，局面才有所缓和。

对于近期资金面收紧，市场也不是完全没有心理准备。一则春节后首周，央行通过逆回购和MLF到期回笼了超过一万亿元的资金；二则从上周三开始，地方债发行重启，政府债券发行缴款增加，且税期因素影响逐渐加大，对短期流动性造成不小的扰动。此外，25日是例行缴准日，金融机构可能面临一定量的准备金补缴。前期央行大额净回笼致使流动性总量下降，加上最近多种因素叠加，货币市场波动因而加大。

不过，近几日本资金面紧张程度还是有些超出预期。有机构认为，货币市场出现较大波动，与股市上涨也不无关系。华泰证券张继强等表示，股市大涨对资金面的影响在2015年牛市中也曾有体现，影响链条包括：股市火爆导致交易所等市场投资者融出资金的意愿降低，减少了资金供给；股市火爆导致存款、货基等资金变成证券保证金，在金融体系内快速流转，从而导致银行需要增加备付需求，进而影响资金供给；货基等可能面临一定的赎回压力。

紧张局面将缓解

不少机构认为，A股大涨后可能面临震荡，但上涨趋势难言终结。股市走强对流动性的扰动可能还将存在。另外，地方债密集发行，对流动性也存在持续影响。不过，随着月末财政支出增多，加上央行适时适度调控，流动性继续收紧的可能性不大，未来几日有望趋于缓和。

近期，随着货币市场波动加大，央行也逐渐加大了流动性投放力度。过去三日，央行连续开展逆回购操作，操作量不断加大。本周二，央行开展了1200亿元7天期逆回购操作，因无央行逆回购等到期，全额实现净投放。

“央行加大7天期资金投放力度，平抑流动性波动的意图明显。”一位债券交易员预计，央行将继续结合对流动性供求的预判，灵活开展公开市场逆回购操作。

分析人士指出，从周二尾盘来看，市场资金面已经出现了一些缓和迹象。随着月末财政支出增多，加上税期扰动消退、央行“削峰填谷”，预计资金面有望出现好转。



期货市场未明显“失血”

中期协统计数据显示，2018年1-12月，全国期货市场累计成交额为2108183.94亿元，同比增长了12.20%。市场沉淀资金整体稳中有升。据方正中期期货研究院院长王骏分析，其原因主要有：一是商品期货期权市场成交额增长较多。二是软商品、化工品及新品种成交有所增长，且全年商品价格整体较2017年上行，带动成交额增长。三是金融期货成交额有所增加。

私募排排网相关研究报告指出，2018年期货市场趋势行情明显多于震荡行情，对管理期货策略私募而言是丰收的一年，平均收益率显著高于2017年，但不及2016年。

2019年以来，相对于股市的火热表现，期货市场则要温和许多。坐落在陆家嘴世纪大道南、北侧的中国金融期货交易所(下称“中金所”)与上海期货交易所(下称“上期所”)近来的成交变化，似乎对此作出注解。根据中国期货业协会提供的数据统计，今年1月份，中金所成交额环比大增69.62%，而上期所环比仅增加3.17%。某期货研究人士称，“一方面，基本面近期没有特别有影响力的事件发生，另一方面，当前A股更吸人眼球，资金争先恐后向股市聚拢。”

2月25日，股市成交破万亿元之际，期货市场总体流入76.83亿元，其中商品期货流入9.38亿元；股指期货（包含IF300、

IH50、IC500）流入67.47亿元，国债期货流出231万元。

从上述数据可以看出，A股火热，但期货市场也并未走冷。这与上一轮股市走牛、商品“失血”的情形明显不同。中国期货业协会最新统计资料显示，1月全国期货市场成交量较上月小幅下降2.04%（单边），但成交额有所增加。

有研究人士称，商品市场中线多头趋势较为明显，商品市场参与机会并不逊色太多。去年11月底以来，商品吸金大品种螺纹钢连续走升，春节前后，煤炭、铁矿石也走出了阶段性行情；有色金属方面，沪铜近来反弹幅度可观；此外，市场对黄金年内走强预期强烈，原油回暖也带动燃料油等品种走强。

“另外，近年来，国内期货市场专业机构投资者比例提升，其资金权重和市场忠诚度都较普通散户要高得多，这也是市场表现稳定的一个重要因素。”他说。

机构看好商品配置价值

回顾上一轮牛市初期，大宗商品市场被股市分流现象较为突出，而近期商品市场投资者的淡定表现，或许从侧面表明，投资者依旧看好商品市场机会。

华闻期货研究员袁然表示，从美银时钟来看，在全球经济出现企稳复苏和通胀缓慢回升的背景下，大宗商品依然具有投资价值。国内来看，随着政策发力，国内经济有望保持平稳。国内部分工业品受环保

来一直未出现回调，从技术角度来看，市场存在回调的内在要求。此外，近日证监会发言人表示证监会密切关注场外配资问题，将加强对交易全过程监管，这也对市场起到了一定的降温作用。

值得一提的是，昨日IC1903合约表现相对抗跌。不仅如此，2月以来，IC1903合约累计上涨21.48%，同期，IF1903合约、IH1903合约分别上涨15.29%、10.32%。

“近期，IC合约表现强于IH合约及IF合约，主要是与科创板块上市消息有关，中小型的科技型企业更加代表未来的发展方向，也是本轮上涨的主题。”彭博表示。

赵晓霞则认为，2月14日，相关部门印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，为民营企业提供切实的支持。由于在期指对应的三个标的指数中，中证500指数中的民营企业数量占比最大，因此在昨日的回调行情中，IC1903合约表现较为抗跌。

OPEC放松减产。受此影响，原油期货价格应声大跌，燃料油、沥青等期货品种也因此出现不同程度的跌幅。东吴期货化工分析师田由甲补充表示，俄罗斯减产力度不强也对原油市场构成拖累。

从深层次原因来看，黎磊认为：“特朗普的表态只是油价走低的诱因，美国商业原油库存连续五周增加、原油合约月差走弱两因素则是油价由涨转跌的内因。”

短期恐继续回调

“未来原油市场基本面将由OPEC减产、美国页岩油增产和需求走弱三方面因素主导。”黎磊表示，OPEC维持较高的减产水平，叠加利比亚、委内瑞拉局势动荡，上半年OPEC减产将为油价提供支撑。虽然由于管道限制，近期美国页岩油产量保持低速增长，但下半年随着管道逐步投产，产量增速有望加快，这将对原油市场产生冲击。此外，全球经济增速放缓也可能影响

了境外交易者。大商所相关负责人表示，在国际化业务实施初期，境外个人客户暂不允许开户交易。近一年来，铁矿石期货整体保持稳健运行，市场规模和流动性充足，期货价格与普氏指数相关性保持90%以上。

从国际化业务开展情况看，截至2月26日，共有来自新加坡、英国、澳大利亚、日本和中国香港等国家和地区的118家企业开户，境外客户成交持仓量也稳步增长。同时，外币资金结算顺畅，出入金和换汇工作有序开展；境外客户顺利通过保税交割的方式在大连港完成实物交割。可以说，交易所各项国际化制度已得到市场检验，具备引入境外个人客户的条件。

提高国际影响力

关于境外个人客户如何参与铁矿石期货交易，该负责人介绍，在开户方式上境外个人客户与企业客户一致，可以通过直接开户和转委托两种方式开户。由于交易编码的唯一性，同时采取两种方式开户的境外客户或者在不同境外经纪机构开户的境外客户，不得通过同一家期货公

限产影响较大，供给收缩明显，供需共振下，商品依然具有配置价值。

“这两年随着供给侧改革不断深入，过剩产能行业产能去化规模较大，同时，不断升级的环保限产也使得部分工业品产量收缩明显。随着有关部门不断发文表示进一步疏通货币传导机制，宽货币转向宽信用的路径有望逐步顺畅。宽信用期间商品价格大概率走牛。”袁然表示，政策调整有望再度带来商品牛市。

王骏认为，近期股市行情较好，对商品市场的影响可以从两方面来理解。首先，股市回暖会提振商品需求转暖预期，因为经济增长需要这些原材料用于经济建设；其次，最近几周大宗商品和股市同涨同跌趋势明显，整体风险偏好提升，股市上涨会带动商品上扬的，这从近期有色板块在需求偏弱、基本面没出现大幅改善情况下上涨的行情中可见一斑。

投资者应如何应对当前的多头行情？王骏认为，对实体企业投资者来说，当前在资本市场整体回暖的背景下，市场做多热情高涨，首先要买入套期保值对冲原材料价格上涨的预期，同时也要做好短期涨幅过高、提前锁定销售利润的操作，做好库存的卖出套期保值。对于普通投资者来说，则需要把握政策动向及热点，目前国际、国内市场以及股票、期货市场的联动非常紧密，一个市场调整，另一个市场也会跟随调整，投资者要把握其间联动关系，在投资上相互参照。

短期仍存利好支撑

从价差表现来看，26日，IF1903、IH1903、IC1903合约均延续升水态势，分别升水17.11点、15.1点、24.66点。赵晓霞表示，在市场向好时，期指通常相对现货处于升水状态，比如2015年牛市时，期指多次出现年化近10%的升水。当前的期现价差结构反映了投资者对股市的乐观预期。

“目前来看，支持股市走强的基本面没有发生太大改变，人民币走势坚挺，市场资金面宽松、国际贸易局势出现缓和等利好频现，短期市场仍将维持震荡上行态势。”彭博表示。

赵晓霞也表示，A股有望在自身基本面叠加外部有利因素支撑下继续上涨。当前股市上涨可能并不是反弹，而是一轮牛市的起点。

彭博表示，短期内期指可能由于惯性将再次冲高，但上升幅度恐有限，多头需谨慎为上，盈利时可及时落袋为安。

原油需求前景，部分机构已下调2019年原油需求增量预期，对油市形成长期压力。

田由甲表示，因页岩油产量迅速增长，轻质油产量飙升，且当前美国汽油库存处于历史区间上沿，美国原油市场重点关注的是成品油去库存过程。布伦特原油市场则需关注沙特与俄罗斯的减产力度，若沙特维持低产量，原油供应将在消费旺季到来时产生缺口。

对于后市，田由甲表示，短期原油价格将维持回调态势。但中长期来看，轻重油供需矛盾恐难以解决，原油仍可作为多头配置。

黎磊也表示，虽然OPEC减产为油价上行提供动力，但由于需求端存在减弱预期及美国页岩油增产，减产并未顺利地传导至库存增加，因此美国商业原油库存连续五周增加，预计短期油价将维持回调走势，但长期仍有望保持震荡上行趋势。操作方面，在原油短期偏弱的背景下，与油价相关性较高、自身基本面偏弱的化工品期货，例如沥青、PTA期货将面临下行压力，可进行短期空头配置。

司进行期货交易。

在市场准入上，境外个人客户同样需要具备一定交易条件。开户机构需根据《大连商品交易所特定品种交易者适当性管理办法》中对于交易者的准入要求，对境外个人客户的知识水平、交易经历、可用资金、合规诚信等内容进行评估，并符合相关要求的市场外客户申请交易编码。境外个人客户应当全面评估自身经济实力、市场及产品认知能力、风险控制与承受能力，审慎决定是否参与特定品种期货交易，避免由于盲目入市而带来意外损失。

相关市场人士表示，我国铁矿石期货市场规模和流动性充足，具备良好的避险和投资价值，对于境外企业客户和个人客户同样具有吸引力。随着我国铁矿石期货在境外市场的大力推广，越来越多的境外个人客户对铁矿石期货交易表达了浓厚兴趣，希望尽早参与市场交易。此次铁矿石期货引入境外个人客户将拓展境外市场参与度，对于丰富铁矿石期货市场参与者类型、提高铁矿石期货价格的国际影响力、深化期货市场对外开放具有积极意义。

记者观察

美林投资时钟指针拨向股票

□本报记者 王朱莹

25日巨量大涨令市场惊呼“牛市来了”。券商交易软件的技术故障、营业部开户的火热场景似乎都在验证这一观点。那么，从美林时钟角度看，大类资产配置의指针是否已经拨向了股票呢？

美林时钟揭示了经济周期与金融资产价格走势之间的关系。东北证券研究发现，即便使用简单的经济数据（即用CPI描述通货膨胀，用GDP描述经济增长），朴素美林时钟模型的回测结果基本是令人满意的。模型在不同经济状态下，对股票和债券的判断是比较准确的。

根据美林投资时钟理论，按照经济增长与通胀的不同搭配，划分为四个经济周期：经济上行、通胀下行构成复苏阶段；经济上行、通胀上行构成过热阶段；经济下行、通胀上行构成滞胀阶段；经济下行、通胀下行，构成衰退阶段。

从当前看，中国宏观经济仍有一定下行压力，但政策对冲在途，社融数据开门红，虽是银行抢资产与政策意愿的共振，却也透露出经济复苏的些许暖意。恒大研究院任泽平认为，随着主动去库存周期结束、产能新周期和货币财政政策效应显现，年中经济将触底，下半年企稳，全年前低后稳，经济失速风险缓解。

2018年中国绿色债券发行额突破300亿美元

据气候债券倡议组织和中央结算公司26日联合发布的《中国绿色债券市场2018年度报告》披露，2018年符合国际绿色债券定义的中国绿色债券发行额突破300亿美元，并较2017年增长了30%以上。

报告指出，2018年，符合国际绿色债券定义的中国绿色债券发行额达到约312亿美元，占到全球年度发行量的18%，并较2017年的235亿美元增长了33%。中国仍是全球绿色债券市场的第二大发行来源。如果纳入那些仅符合中国国内定义的债券，则2018年中国贴标绿色债券总发行额达428亿美元。

2018年，监管机构及相关方面出台了一系列举措，促进绿色金融的发展，其中包括

首单挂钩综合类商品指数 券商收益凭证发售

26日，东方证券发售了1只跟踪郑州商品交易所易盛商品指数的挂钩收益凭证产品。据了解，该产品挂钩的是易盛农产品期货价格收益率综合指数（以下简称“农期综指”），属于看涨期权价差收益结构。这是国内首次挂钩综合类（非单品种）商品指数的券商收益凭证产品。

收益凭证是由证券公司发行，以私募方式向合格投资者发售的融资工具，约定本金和收益的偿付与特定标的相关联的有价证券，分为固定收益凭证和浮动收益凭证。此次产品为看涨的浮动收益凭证，投资者可在获取固定收益部分的同时，有机会从后市行情的变化中获得

国家统计局公布的数据显示，1月CPI同比上涨1.7%，涨幅继续收窄；PPI同比上涨0.1%，较前期继续回落。正如海通证券所预计的，今年对食品CPI的担忧主要来自猪价上涨预期，尽管生猪存栏下降可能会在未来导致猪价上涨，但是在需求疲软的情况下，猪价上涨幅度有限，考虑到去年基数PPI仍可能在下半年跌回通缩区间，并拖累非食品CPI，通胀仍趋下行。

从美林时钟来看，中国经济周期或进入了复苏前夕。正如任泽平所说，当前中国经济已经从快速下滑期步入缓慢触底期，未来“经济L型”将会有三次触底，第一次触底是2016年初，第二次触底大约在2019年中，在库存周期的波动中完成。从大类资产配置角度看，在复苏阶段，资产配置优先次序为股票>大宗商品>债券>现金。

值得注意的是，近年来美林时钟因多国实施量化宽松而有所异化。例如，在经济衰退周期，通过货币投放，使得金融市场流动性泛滥，从而形成“股债”双牛局面。随着美联储加息预期减弱，国内货币政策的外部掣肘逐步淡化，在当前通胀温和、经济有望企稳的背景下，央行偏松的货币政策使得无风险利率在过去一年明显下行，权益类资产上升势头或仍持续。

将绿色债券和绿色贷款纳入MLF担保品范围等。报告认为，2018年中国绿色债券市场的发展呈现两大主题：进一步完善监管框架、推进绿色金融产品及发行入类型多元化。报告预计中国将从深化绿色证券化市场、推动地方绿色债券发行以及进一步开放绿色债券市场等方面推动绿色金融发展。

报告特别提到，2018年，中国债券市场外债净流入规模达到约1000亿美元。随着中国国债和政策性银行债券2019年4月起分阶段被纳入市值54万亿元美元的彭博巴克莱全球综合指数，预计境外投资者在中国银行间市场的持债规模占比将会从目前的2.3%有所提升。（张勤峰）

首单挂钩综合类商品指数 券商收益凭证发售

浮动收益部分。本次挂钩的农期综指属于郑商所易盛商品期货价格收益率指数系列，该类指数初始品种权重设定与现货市场表现消费量挂钩，在实现期现紧密联系的同时，根据流动性指标调整品种权重，提升指数表征市场的效果，增强了指数可跟踪与可交易性。

业内人士认为，此次发行的挂钩农期综指的产品是国内商品综合类（非单品种）指数投资的一次有益的尝试。对期货市场而言，有利于优化投资者结构，促进期货市场运行质量；对于投资者而言，丰富了大额资产配置工具，降低了进入期货市场的门槛。（马爽）

中国期货市场监控中心商品指数（2月26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		84.2			83.97	0.23	0.27
商品期货指数	996.8	995.22	998.62	991.34	998.49	-3.27	-0.33
农产品期货指数	835.53	831.56	839.28	831.3	835.72	-4.16	-0.5
油脂期货指数	469.18	462.87	471.16	462.83	470.54	-7.67	-1.63
粮食期货指数	1184.15	1183.31	1191.25	1181.25	1183.63	-0.32	-0.03
软商品期货指数	790.53	790.39	797.5	788.88	790.5	-0.12	-0.01
工业品期货指数	1064.47	1065.89	1068.82	1056.49	1066.85	-0.95	-0.09
能化期货指数	703.92	706.21	708.38	697.49	706.48	-0.28	-0.04
钢铁期货指数	1181.15	1189.44	1193.82	1171.9	1183.38	6.06	0.51
建材期货指数	1007.19	1016.81	1018.68	1005.04	1008.22	8.58	0.85

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2月26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	973.15	980.93	969.99	970.37	-6.55	974.42
易盛农基指数	1216.31	1224.35	1210.43	1210.43	-5.29	1217.34