

新兴市场买入潮能否为“商品牛”添彩

□本报记者 张利静

“上周，我们决定将新兴市场投资比例从10%增长至15%。”北京一家宏观对冲型基金经理付先生表示。这是这家公司今年以来首次上调新兴市场投资比重。

“最近很多同行都在关注新兴市场。”付先生说。究其原因，是他们认为2019年随着美国货币政策转向，新兴市场迎来新的做多机会。

机构调升新兴市场投资权重

回顾2018年，新兴市场股市创造了金融危机以来持续时间最长的抛售纪录。然而，最新动向显示，投资者正在重新评估这个市场的投资价值。美银美林通过对总计管理着6250亿美元的约200家机构投资者调查发现，刚刚过去的2月，最拥挤的交易是“做多”新兴市场。

据统计，MSCI新兴市场指数从年初至今已累计上涨6.7%。在这轮反弹行情中，巴西、印度、俄罗斯等资产备受投资机构关注。

南华期货宏观研究员章睿哲表示，年初以来，新兴市场股票、债券均有不错表现。从宏观角度来说，今年最主要的变化是美联储加息和缩表步伐在放缓或者说已经到了尾声。另外，欧洲和日本的央行出于经济下行压力也准备在必要时重启宽松政策，这意味着全球市场关于流动性紧缩政策退出的一致性预期已经形成，对于新兴市场来说具有相当大的影响。

“在发达国家尤其是美国货币政策收紧的情况下，全球市场流动性流向发达国家，新兴市场都会比较难受。资金流出、融资环境紧张、汇率大幅下跌、财政金融压力凸显，去年很多新兴市场国家情况都是如此，货币出现大幅贬值，最典型的如土耳其里拉危机。所以当美国的紧缩政策逐渐退出之后，由于新兴市场估值水平要低于发达国家，同时有更大的经济增长潜力，因此资金会重新流向新兴市场，这是新兴市场上涨的一个宏观原因。”章睿哲分析。

从流动性角度来看，中电投先融期货投资咨询部田瑞表示，年初以来，美联储暗示暂停加息、缩表节奏放缓概率提升，显著提振了市场风险偏好和投资者情绪，最直接的反映就是资金流入，今年1月就有超百亿美元净流入新兴市场。据新兴市场投资基金研究公司(EPPR)统计，年初至今新兴市场股票型基金已接收投资者净买入近100亿美元。同期，新兴经济体股市和MSCI亚太地区股指均有不俗表现。这说明资金流入对市场提振非常明显。



数据来源:Wind

缓加息、缩表节奏放缓概率提升，显著提振了市场风险偏好和投资者情绪，最直接的反映就是资金流入，今年1月就有超百亿美元净流入新兴市场。

据新兴市场投资基金研究公司(EPPR)统计，年初至今新兴市场股票型基金已接收投资者净买入近100亿美元。同期，新兴经济体股市和MSCI亚太地区股指均有不俗表现。这说明资金流入对市场提振非常明显。

对大宗商品影响有喜有忧

新兴市场作为大宗商品原料产出和需求之重地，其金融资产价格变化对大宗商品价格是否带来影响呢？

有一种声音认为，新兴市场决定了大宗商品价格的未来。究其原因，有统计数据显示，过去20年，几乎全部金属消费的增量、能源消费增量的三分之二、食品消费的五分之二集中来源于新兴经济体(中国、印度、俄罗斯、巴西、印尼、墨西哥、土耳其)。

混沌天成研究院院长叶燕武告诉中国证券报记者，当前各方对于2019年新兴市场的发展颇为看好，同时新兴市场在经历2018年危机四伏之后，资产价格走低也带来颇具吸引力的投资机会，资金纷纷进入新兴市场。新兴市场与大宗商品有很强的波动溢出效应，资金涌向新兴市场将导致大宗商品价

格普遍上涨。

叶燕武分析，其背后的传导逻辑在于，新兴经济体特别是中国几乎是所有商品大类消费增量的主要来源。以原油为例，中国每年的原油进口同比增速在10%以上，而全球原油消费增速仅仅维持在1.5%左右。资金涌向新兴市场表明投资者对于新兴经济体的发展前景更加看好，相应的，对于大宗商品的需求预期也会更加乐观，进而推升大宗商品价格。“从投资角度看，新兴市场与大宗商品市场之间呈现正相关关系，二者存在明显的波动溢出效应，两者风险通常相互传递，一方波动的增加都会增加另一方市场的波动。同样以原油为例，新兴经济体是原油需求量的主要来源，2018年土耳其、墨西哥等国局势动荡是各方不断下调原油需求预期的重要因素。”

有研究人士提醒，这仍需要参照市场流动性变化来进行判断。单从流动性角度来看，田瑞分析，如果年内主要经济体央行立场继续温和，那么承压的经济数据可能会逐步转暖，对于股市的提振将会进一步吸引资金流入，短中期必然导致部分投资资金和金融资金流出大宗商品市场，但主要的产业资金可能受影响有限。“毕竟，两个市场受诸多因素共同影响，只是不同市场受驱动因素交替变化节奏会不

同，因此参考研判的关注点有所区别，目前股市驱动因素(比如投资者情绪、流动性、宏观政策和金融监管)共振对资金的吸引力更高些。”

田瑞指出，大宗商品市场除市场流动性、美元定价影响较大外，还需关注实体经济融资回暖和公司盈利方面变化，若后者的信号转变较明显，必然对大宗商品供需产业链形成影响，经济基本面中驱动因素变化会导致商品市场出现行情。

上涨持续性仍待观察

2019年新兴市场投资价值初步显现，但对其持续性，部分分析师仍存有疑虑。

“具体来看，2019年全球股市表现最好的其实是A股，上证综指和深证成指自年初以来分别上涨24%和34%，远远超越其他股指涨幅，这说明新兴市场在很大程度上是受到A股大涨影响，而A股大涨又是多种因素共同作用的结果。”章睿哲分析，除A股之外，虽然新兴市场与去年相比有所改善，但表现仍不及发达国家股市，说明目前而言仍存在较大风险，当前仅仅是反弹，还谈不上反转。而且，在发达国家经济下行的情况下，新兴市场也将难以独善其身，而最近发达国家股指也已出现上涨乏力的情况。

若新兴市场涨势难以持续，则其对大宗商品市场的提振作用也将被打上问号。

章睿哲对中国证券报记者解释，从大宗商品角度来看，在2000—2012年这段时间里，作为新兴市场代表的中国，大规模经济投资带来了大宗商品牛市，现在中国的投资需求高峰期已经过去，所以大宗商品需求很难再有类似以往量级的爆发。虽然除中国以外的新兴市场还是比较落后，还有很大的基础设施投资空间，但核心问题是有没有足够的流动性和投资意愿可以支持这种需求。“准确来说，当前只是处于一个流动性预期拐点，而不是真正的流动性拐点。另外，这些国家的经济体量、投资环境和工业基础都比较难产生很大的投资空间，所以目前来说，短期新兴市场对大宗商品的促进作用较小。”

区别是，2018年由于美联储持续加息，美元LIBOR持续攀升而HIBOR保持低位，导致息差LIBOR-HIBOR出现攀升；而目前由于美联储加息态度转向，美元LIBOR原地震荡而HIBOR短期内出现了大幅下降，从而导致息差持续扩大。

金管局近期或再出手

香港于1983年10月17日起实行联系汇率制度，发钞银行一律以1美元兑换7.80港元的比价增发港元现钞，并保证美元兑港元汇率在1:7.75至1:

7.85之间波动。在去年4月，美元兑港元汇率历史上首次触及7.85的弱方兑换保证红线，金管局此后多次出手买入超千亿港元以稳定联系汇率制度，预期金管局近期将再度出手支持港元汇率。

美联储态度转向致息差扩大

分析人士表示，短期甚至中期来看，美国虽然加息步伐暂停，但并没有完全放弃货币政策的正常化计划，因此美元LIBOR可能保持原地震荡走势；而香港方面，由于美国加息预期降温，海外资金开始回流香港市场，且内地资金投资香港市场的情绪回暖，相信资金面压力或进一步缓解，HIBOR或继续走低，因此港美息差继续扩大的基础仍在，预期港元汇率超过7.85红线是大概率事件。

那么稳定汇率，是加息还是买入港元？市场人士表示，进入2019年港元利率大幅走低之后，香港楼市大幅下挫后近期略有起色，一旦加息，将使得刚刚回暖的楼市进一步承压。因此目前来看，金管局出手买入港元，将是香港政府的首选。在2018年数次买入港元后，香港银行间仍有超700亿港元结余。此外，香港特区政府官员也曾多次公开表示，香港拥有充裕的外汇储备以及丰富的危机处置经验，香港货币当局有能力稳定港币汇率预期，并维持联系汇率制度。因此市场预期，金管局再次出手或就在近日。

市场分析人士表示，当美元利率明显高于港元利率，即息差扩大时，意味着投资者可以通过借入港元换取美元套利，资金流向美元，同时港元汇率也会出现走弱，目前息差高于1%，就会触动大量套利交易热情。2018年4月初，当时3月期美元LIBOR和港元HIBOR之间的利差就扩大到1%附近，于是出现了大量套利交易，逼迫金管局在时隔13年后再度出手买入港元。而此次与2018年息差扩大的根本

量价齐升 转债还能火多久

波动可能加大

随着市价走高，近期转债股性明显增强，走势与正股联动更加紧密，受正股影响也越来越大。一些机构认为，连续上涨过后，转债择券难度加大，分化可能难免。

3月6日，两市正常交易的可转债共121只，截至收盘，有85只上涨，上涨个券仍占多数。其中有两只转债涨幅超10%——利欧转债涨16.95%，横河转债涨14.22%，相

应正股双双涨停。在正股涨停的情况下，转债成为一些资金追逐正股的通道。其他上涨转债的涨幅整体要小于正股。不过，下跌转债的跌幅整体也小于正股。比如，当天跌幅最大的隆基转债下跌1.82%，正股下跌3.16%。转债的进攻性和防御性得到很好的展现。近期的明星品种东财转债上涨4.87%、特发转债上涨2.43%，涨势有所放缓。

东北证券研报指出，在估值提升的背景

下，投资难度不断加大，要更多靠正股价值支撑。这一背景下，可重点关注三类机会：一是待发优质新券；二是价格在115元以下、基本面较优，未来具有较大弹性的个券；三是高价券中确定性机会较大的个券。

中泰证券研报指出，已“上车”的投资者，除了考虑买什么，还应该对可能出现的波动做好应对。兴业证券研报也称，在享受趋势的同时，积极应对可能出现的调整，品种上要做好优化。

记者观察

供需双扩容 转债“打新”站上风口

□本报记者 张勤峰

转债打新突然又“火”了，近期中签率普遍较高，一级市场情绪高亢。究其原因，转债和权益行情走好，市价和估值普遍走高，令新券性价比突出。

3月伊始，中信转债的现身将转债一级市场带向了一个小高峰。发行规模达400亿元的中信转债，是2019年发行的第二只大盘银行转债。相比今年1月发行的平银转债，中信转债的规模足足高出140亿元。

然而，就是这样一个体量，仍被轻松消化。从中信转债的配售以及网上、网下申购情况来看，用“疯狂抢购”来形容也并不为过。中信银行5日晚发布的公告显示，累计向公司A股股东配售中信转债295.51亿元，占到本次发行总量的73.88%，原股东参与配售的意愿很足。

网上发行规模只有约8644.7万元，有效申购额达4752.11亿元，网上中签率不足万分之二。网下发行规模约为103.62亿元，有效申购额高达56.96万亿元，配售比例也不足万分之二。

大盘银行转债自有其吸引人之处，之前平银转债发行时同样表现抢眼。不过，记者注意到，平银转债发行过后，新发转债中签率整体出现明显下滑，特别是2月下旬以来，不管是大盘转债还是中盘、小盘转债，网上、网下中签率大都降到万分之几的低位水平。

中信转债发行的火爆并非个案，而是一个典型代表。

转债打新为何突然又“火”了？

近期A股和转债行情红火是根本原因。开年以来，A股涨势如虹。据Wind数据统计，截至3月6日，上证综指已上涨24.39%，深证成指上涨33.99%。转债向来是跟着正股走，表现自是不差。年初至今，中证转债指数也上涨了17.83%。数据显示，截至3月6日，两市可转债中平均市价为116.23元，121只正常交易的可转债中只有8只低于100元。在二级市场整体价格走高的情况下，按照100元面值挂牌上市的新券便成为投资者获取低价筹码的绝佳机会。

同时，由于权益市场回暖向好，新发转债的平价(转股价值)普遍高于前段时期，加上

合理的估值溢价，上市后获得正收益的概率比之前更高，对资金也就更有吸引力。

另外，目前二级市场部分转债已接近触发强制赎回条款，后续可能将要面临转股退出的资金需要提前寻找新的投资渠道，新券是较好的可布局品种。

最后，转债发行制度改革后，网上申购无需缴付申购资金，网下申购只需缴纳少量的保证金，使得参与转债“打新”的门槛大幅下降。在当前资金成本较低、中签后预期收益率较高的情况下，大家自然不会放过这个近乎无风险的投资机会。

从近期情况下，有不少机构投资者同时参与网下网上申购，且顶格申购的现象较为普遍，中签率因此下降。

考虑到存量券价格普遍已不低，市场难免出现波动，而新券由于价格较低，具备更高的安全边际，相对性价比依旧突出。机构表示，“打新”策略仍值得推荐，转债供给的增多也给投资者提供了更多的投资机会和择券空间，对于一些优质配置，也可以考虑借道正股抢权配售。

资金交投活跃 蒜价快速拉涨

□本报记者 张勤峰

商由亏损转向大幅盈利，出乎多数业者预料。

不过，卓创资讯农业分析师贺坦表示，目前大蒜价格已涨至较高位置，无论是原始货还是炒货利润都已经非常丰厚，建议储存商可考虑适当减仓获利，留部分库存观察后续行情，以验证自己对市场的判断，这样即使价格下滑也不至于“伤筋动骨”。从目前的趋势来看，资金仍可能会有下一步动作，印尼配额、云南蒜、北方早熟蒜都可能成为话题。但目前蒜内蒜价已逐步接近2017年人库成本，希望业者保持清醒头脑，结合自身情况选择销售策略。

资金面尚宽裕 扰动将逐渐增多

□本报记者 张勤峰

3月6日，短期货币市场利率重归下行，银行间市场代表性的7天期回购利率DR007跌至2.4%附近，资金面继续呈现平稳松态势。

分析人士指出，随着地方债发行重启和MLF(中期借贷便利)陆续到期，后续市场资金面存在一定的收紧压力，预计央行将适时重启公开市场资金投放。

央行逆回购余额归零

6日，随着600亿元央行逆回购自然到期，央行逆回购余额归零。当天央行未开展逆回购操作。自2月28日以来已连续5个工作日未开展逆回购操作，期间共有2600亿元央行逆回购到期，全部实现净回笼。

6日，短期货币市场利率重新走低，下

行较为明显。银行间市场上，DR001加权价收报2.07%，较上一日下行接近20bp；DR007加权价报2.39%，较上一日下行约14bp。此外，DR014跌1bp至2.32%，与DR007形成倒挂。上交所市场上，14天及以内各期限债券回购利率全线走低，其中GC001跌13bp至2.075%，GC007跌6bp至2.335%。

短期流动性可能渐趋收敛

6日“送走”最后一笔存量央行逆回购，7日，公开市场又将迎来3月首笔MLF到期。据Wind数据，3月有两笔共4315亿元MLF到期，其中7日、16日分别到期1045亿元和3270亿元。

在宣布1月降准时，央行已明确一季度到期的MLF不再续做。因此，无论是3月7日

还是16日，央行都不会开展新的MLF操作。但开展逆回购操作仍有可能，特别是在第二笔MLF到期的时候。

根据税务部门的安排，3月主要税种征期截止日为3月15日。按照以往经验，15日及前后一两日将是本月税期因素对流动性影响最大的时期。3月虽是传统财政支出大月，但月中税收清缴入库仍难免对流动性造成一些扰动。月中通常也是地方债发行较为密集的时候，加上16日有较多MLF到期回笼，预计届时将是3月资金面压力最大的时候，而央行给予适量的流动性支持值得期待。

短期来看，由于MLF到期、3月地方债发行将启动等因素，货币市场流动性可能逐渐趋于收敛，央行重启资金投放的概率也将逐渐上升。

中国期货市场监控中心商品指数(3月6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	84.93	84.93	8				