

■ 多空论剑

资金轮番追 商品还能牛多久

□本报记者 马爽

近日,国内商品期货轮番大涨,黑色系和能源化工板块部分品种表现抢眼。商品缘何成为资金追逐的“香饽饽”?相关概念股缘何不跟涨?大宗商品涨价潮会否延续?本期特邀混沌天成期货研究院宏观金融部总经理孙永刚、兴证期货大宗商品研究总监林惠一起探讨。

商品期货轮番大涨

中国证券报:近期,螺纹钢、PTA等多个商品期货价格迎来轮番大涨,背后驱动因素有哪些?

孙永刚:大宗商品上涨的本质还是供需关系,不过,农产品和工业品上涨的驱动力并不相同。一般来说,农产品需求相对刚性,消费增速也相对恒定,因此,推动价格上涨的更多是供给端因素。而工业品价格由于供给受到抑制的天然因素相对较小、生产连续性较强,而需求又受到整个宏观经济周期影响较大。因此,工业品价格需求端是推动价格上涨的更主要因素。近期,工业品中螺纹钢、PTA等上涨更多也是由需求端推动。

纵观本年度整体宏观经济情况,确实有所走弱,尤其是描述宏观需求的固定资产投资下滑幅度较大,而固定资产投资下滑的主要拖累因素是基建投资。目前来看,房地产和制造业投资依旧较为稳定,且增速有所上涨。对螺纹钢来说,最大的需求端是房地产,而房地产市场依旧稳定,尤其是可以看到描述螺纹钢需求的房地产在建面积增速近两月在上涨,这对螺纹钢需求的推动作用较为明确,而螺纹钢在供给端增速今年以来确实有所增长,但本月以来,钢厂开工率明显较低,库存一直下降,这也体现了供给侧结构性改革对螺纹钢供给的抑制。

化工品方面,以PTA为例,在整体的宏观经济数据中,社会零售消费品总额增速缓慢下降,但从服装类分项来看,今年初以来增速已升至两位数,而在本月,国内PTA周度产量同比增速也出现了明显下滑,这些都促使PTA价格快速上涨。

林惠:7月23日召开的国务院常务会议部署更好发挥财政金融政策作用,支持扩内需、调结构、促进实体经济发展。会议亮出的多项举措传递出下一步宏观调控的积极动向:在保持宏观政策稳定的同时,财政金融政策要协同发力。7月31日,中央政治局召开会议,提出了六个“稳”,即要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作;还指出要把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务,加大基础设施领域补短板的力度。整体来看,下半年政策更加积极,固定资产投资有望改善,叠加经济结构的不断优化,下半年我国经济仍将维持高质量发展。从而市场信心明显转好,加之人民币汇率贬值,通胀担忧有所升温,部分大宗商品表现强势,出现轮



混沌天成宏观金融部总经理 孙永刚

经济周期波动是美元与大宗商品之间的一座桥梁,就目前的格局来看,美元走强并不会对大宗商品带来太多负面效应。



兴证期货大宗商品研究总监 林惠

美元持续走强将会对以美元计价的大宗商品,以及金融属性较强的商品,像原油、有色、贵金属等产生一定压制作用。

番大涨。

不过,不同的期货品种背后的驱动因素不尽相同。对于黑色系而言,近期价格表现强势,其中,螺纹钢期货一度创下七年来新高,焦炭期货也创下上市以来新高,这主要是受四方面因素影响:首先,前期由于期现基差较大,期现基差修复动力使得近期相关品种期货价格涨幅要大于现货价格;其次,最主要的上涨因素还在于环保限产影响,唐山根据天气情况不定期限产、江苏多地频繁停产限产、环保督察组巡视限产,加之“蓝天保卫战”要求的重点范围从“2+26”个城市扩大到汾渭平原和长三角以及即将来临的取暖季限产,都是目前黑色商品表现强势的原因;再者,人民币贬值一定程度上也会对国内商品价格形成一定的抬升;最后,上半年房地产需求好于预期,同时受政策影响,下半年基建等固定资产投资将会有较为乐观的回升,也有利于钢材消费需求的提振,从而带动黑色系商品需求回暖。

而化工品方面,以PTA表现最为亮眼,主要是由于PTA自身产能周期和消费复苏存在一定的错位,在终端需求重新抬头的大背景下,产业链部分环节存在产不足需现象,且投资滞后,有较宽补库预期,同时,在间接成本原油、直接成本PX稳步上抬的背景下,成本端也助推了近期PTA价格大幅上涨。

中国证券报:相比商品市场的热闹场景,近期A股相关概念股表现较为淡定,反映了哪些问题?

林惠:首先,在外部事件扰动影响加大、人民币汇率走低的大背景下,市场避险情绪不断升温,导致近期A股市场承压运行。虽然相比于螺纹钢、焦炭、PTA等大宗商品大幅上涨,近期相关概念股表现较为淡定,但相较于A股市场整体表现并不乐观的情况,相关概念股整体还是比较抗跌,表现也好于其他行业。其次,虽然近期部分大宗商品表现强势,导致相关企业利润高企,但市场对于该趋势的持续性、未来

的业绩仍有所担心,从而导致相关概念股的表现和大宗商品价格走势出现了一定分化,使得股期联动性有所转差。

未来美元走势影响几何

中国证券报:站在当前的时点来看,未来美元将会如何演绎?又会对于国内商品价格影响几何?

孙永刚:美元是今年最强势的货币,而从大类资产配置角度来看,美元强势会压缩大宗商品的配置资金;从美元货币标价角度来看,美元强势会使得大宗商品走弱;从国内商品进口角度看,美元走强回升使得人民币相对走弱,抬升进口大宗商品价格,从而带动国内人民币标价的大宗商品价格走高。整体上看,美元波动会对大宗商品产生影响,但又是相对间接的。影响大宗商品的最主要因素依旧是供求关系。从需求的宏观维度上看,就是全球经济周期的情况。而全球经济周期当中,美元波动又是一个不可忽略的因素。毕竟,在目前的全球经济中,美国可谓一枝独秀,利差走强是美元持续走高的带动因素,而美国经济的发展又会带动全球经济,从而带动大宗商品需求走强。这种经济走强是否会引发通胀的回升,从而引起大宗商品在通胀层面的投资需求,都是在不同阶段需要考量的重点。

现阶段,美元强势最主要的因素并不是由全球经济下滑产生的避险因素所带动,而是因美国经济走强,利差抬升带动。因此,经济周期的波动,是美元与大宗商品之间的一座桥梁。就目前的格局来看,美元走强并不会对大宗商品带来太多负面效应。

林惠:虽然近期由于美国经济数据不及预期,美元指数略有回落,但整体来看,仍处于高位运行。同时,当前的国际局势仍给美元提供较强支撑,后期美元指数仍有可能继续上行。当美元走势持续强势时,将会对全球市场造成较大冲击,也会对大宗商品,尤其是以美元计

价的大宗商品,以及金融属性较强的商品,像原油、有色金属、贵金属等商品价格产生一定的压制作用。

结构性机会可期

中国证券报:未来大宗商品涨价潮会否延续?哪些板块最具多头机会?

孙永刚:目前,大宗商品进入了一个相对波动期。首先,国内市场7月份基建投资并未如市场预期回升;其次,海外市场不确定性依旧较大;最后,市场之前大跌后已经有所反弹,市场需要下一步的明确逻辑。未来关注国内大宗商品价格,还是要从整体的宏观需求入手。现阶段,国内房地产投资一直保持高速增长,制造业投资回升,主要下滑的还是基建投资。此外,国内政策边际上有所放松,重大项目的投资会在专项债的带动下开始逐步落地,基建投资的企稳回升依旧是市场预期的大概率事件。基于这样的预期,整体固定资产投资企稳回升也将是一个可预期的大概率事件。对于大宗商品市场来说,需求端依旧相对稳定且有持续回升迹象,整体上,对大宗商品市场依旧保持相对乐观的态势,建议更多关注的还是需要结合供给端相对受限的板块,比如黑色系。不过,市场依旧存在一定的风险因素,其中外部环境就是一个较大的风险因素。

林惠:在供给侧改革去产能取得显著效果后,国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》,旨在加快改善环境空气质量,打赢蓝天保卫战。今年是“蓝天保卫战”的第一年,未来对于钢铁、焦化等“三高”行业的环保限产仍将持续,因此,对钢材、焦炭等价格走势也将形成较大支撑,从而使得相关行业维持较为可观的利润,最终形成盈利加码环保的良性循环。从投资角度来看,取暖季限产即将到来,近期黑色商品价格仍有望维持相对强势,但中长期来看,仍需关注外部事件扰动带来的负面影响。

MLF投放缓释压力 债市料维持震荡

□本报记者 王姣

受央行意外开展1490亿元MLF影响,债券市场情绪有所好转,10年期国债期货主力合约价格24日接近95元,10年期国债活跃券收益率也重回3.60%附近。

“央行再投MLF打消了市场对货币政策收紧的疑虑,对债市预期的修复至关重要。”市场人士指出,本周资金面趋松,投资者情绪好转,带动债券市场企稳反弹,尽管后续地方债供给压力较大,但预计央行将继续采取对冲措施以维持流动性合理充裕,债市短期压力缓解,未来一段时间料维持震荡格局。

期现双双企稳反弹

本周国债期货市场整体呈企稳反弹之势,全周五个交易日,除周五收盘价微跌外,10年期主力合约其余四个交易日实现四连涨;5年期主力合约除周二收盘价微跌外,另外四个交易日也均有所上涨。

从盘面上看,本周五(8月24日),10年期

国债期货主力合约TP1812早盘高开高走,很快便触及94.975元的高点,离95关口仅一步之遥,为近一周多新高,不过受投资者获利回吐影响,此后涨幅逐渐收窄,最终收报94.645元,较上一交易日下跌0.06%,日减仓1202手;5年期国债期货主力合约TP1812则收涨0.04%,最新报97.65元,日增仓584手。

银行间现券市场也同步企稳,全周收益率波动不大。截至周五收盘,10年期国债活跃券180205收益率徘徊在4.2625%附近,全周回落约0.5BP,盘中一度触及4.1843%的低点;10年期国债活跃券180011表现相对更强,从3.64%一度回落至3.58%,周内最大下行幅度达到6BP,周五尾盘则重新回升至3.63%,全周累计下行1BP。

业内人士认为,本周债券市场企稳反弹,主要有两方面的原因,其一,经历过去两周持续大跌后,对市场利空已有明显消化;其二,随着月末财政支出加大,资金面趋松,货币市场利率下行,重新带动债券收益率下行。

Wind数据显示,本周银行间质押式回购

市场上,主要期限利率明显其中,其中隔夜加权利率DR001从2.68%回落至2.37%,大幅下行31BP;代表性的7天期加权利率DR007从2.66%回落至2.3%,下行幅度达36BP。

短期预计企稳运行

对债券市场而言,近期投资者的主要担忧集中在供给压力和通胀压力上,相对悲观的看法认为,地方专项债加速发行,利率债供给高峰来到,对流动性将有负面影响,而通胀压力下货币政策难以进一步放松。周五央行意外开展1490亿元MLF,显然令市场的顾虑有所缓解。

央行在公开市场公告中明确表示,此次开展MLF主要是“为对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响”,并强调要“加强货币政策与财政政策的协调配合”,“维护银行体系流动性合理充裕”。

“宽松未改,打消货币收紧疑虑。”国盛证券固收分析师刘郁点评称,财政部的专项债政策接连推出,专项债发行压力较大,大部分专

项债缴款会以财政存款的形式回流到央行的表上,从而也使得专项债发行成为央行进行公开市场操作投放的一个重要理由(加强货币政策与财政政策的协调配合)。专项债发行将导致资金面收紧,但对应的财政支出加码,资金集中支出的月末和次月初的资金面可能也会更宽松。

刘郁认为,本次MLF操作,足以打消市场对于货币收紧的预期,央行的政策仍属宽松,虽然比不上7月底8月初的力度,但也没到谈收紧的时候。毕竟宽信用要以宽货币为基础,财政也需要货币政策的协调配合。

中信证券固收分析师李明同时表示,24日央行超预期新增MLF操作,中长期流动性投放支持地方债发行,货币宽松和积极财政是目前的政策总基调,央行有意维稳短期流动性,避免利率上升从而增加实体经济成本。

总的来看,机构认为,央行此次开展MLF令市场吃下“定心丸”,至少不必担忧货币政策会收紧,在流动性保持合理充裕的背景下,预计债券市场将企稳运行。

现货松动 PVC或面临调整

2018年产能释放缓慢,供应压力后移。2018年预计新增产能约157万吨,从目前新产能投产进度来看,产能投产较为缓慢。今年5月下旬开始才有新产能投放,且截至8月份,新投放产能约64万吨,这也是前期PVC价格偏强的支撑因素之一,上半年产能投放缓慢或也意味着供应压力将往后移。

上游生产利润维持,后期产量难以下降。7月份上游因为意外停车装置较多,导致产量难以增加,而从最新的计划检修标来看,8月份之后,上游检修装置明显减少,后期产量增加力度或会逐步加大。且从生产利润的角度来看,近期由于烧碱价格的下滑,使得氯碱综合利润有所下行,但上游总体生产利润依然可以维持,这将使得后期上游产量及开工率暂无忧虑。

上游库存开始回升。从上中下游的库存来看,目前上游及下游的库存在回升,尤其上游库存增加较快,下游库存的增加则说明近期下

游确有备货动作,目前中间库存还没有出现增加,对于PVC价格有一定支撑,但从社会库存的同比来看,依然是高于去年同期水平的。库存所反馈出的供需依然偏弱。

近期出口盈亏有改善,但出口依然弱。2015年国内PVC产能出清之后,产能大幅萎缩,短期进口量的波动对于PVC价格也开始有明显影响。2016年以来,每次出口套利窗口的打开对于价格均有一定支撑。但今年因为中美贸易战,北美出口受到一定限制,套利窗口的打开也使得增量有限。而东南亚尚处淡季,造成近期PVC出口低迷,进而对于PVC价格的支撑效果也有限。

下游消费处于淡季。下游需求目前依然表现出淡季特征,下游型材厂开工率及订单均处于下行过程,且从同比来看,今年下游数据表现更差。目前价格对于下游消费利好更多的是在预期上:一方面是,接下来有9月份的下游消费旺季,同时,我们看到房地产数据中的房屋

新开工面积最近三个月都在好转,对于PVC下游后期有向好的指引;最后一方面是,国家7月的经济会议上释放出宽松的宽松信号,后期将加大基建投入的预期。但从目前下游工厂生产利润来看,对于价格是负反馈的。PVC分下游来看,膜厂、板材厂比管材利润稍好,管材比型材稍好,目前型材厂已经亏损严重,管材厂的利润空间也被压缩的很小。占市场份额最大的管材和型材出现利润低位及亏损,或意味着原料价格高位将压制后期需求。

综合以上,因为后期检修减少,上游利润还能维持,开工率难以下降,产量将逐步增加;目前价格高位下,下游生产利润被挤压,同时下游尚处于淡季,短期PVC期价或面临回调。鉴于下游9月份季节性旺季仍可期待,等待下游补库的结束,价格才有可能走宽,因此,9月份PVC期价或能维持偏强走势。四季度供需来看,供应增加叠加消费旺季过去之后,供需有转弱可能,四季度或是布空时机。

■ 投资非常道

复合涨幅

□金学伟

1995年我写过一篇《大牛市会有吗》,当时,香港有个许沂光先生(波浪理论专家)在内地鼓吹“1995年全世界买中国股票,上证指数10000点”,说得大家很狂热,这篇文章就是针对这个观点写的。

因为时间久远,那时互联网还不时兴,个人也没有保留文稿的习惯,因此具体的内容记不太清了,但有两个观点记得很清楚。

一个是时间——什么时候到达10000点,我向来认为,离开了时间这个至关重要的要素,一切类似“上证指数10000点”这样的预测都是无意义的。因为社会将不断发展,经济总量将不断扩增,水涨船高,指数总有一天会到10000点,但作为一个预测,它必须有一个明确的、至少是大致的时间范围:什么时候,多少年。

还有一个是复利增长。那时上证指数大致在660点,以1992年上证指数的年均值230点为基点,年均复利增长41%。我给它打了一个大大的折扣,以15%的年均复利增长,计算以660点做基点,20年后上证指数就会达到10000点,以说明10000点是一个不需要预测的点数。随着经济和股市发展,经过若干年后自然会到点。

这个年均复利增长,从当时角度看,已是非常保守了——当然,我已计算过,道琼斯指数的年均复利增长大约8%,但今天再回过头去看,则依然是极度乐观了。因为今天的上证指数是2700点,距1995年已过去了23年,按照这个点计算,自1995年的660点到现在,年均复利增长只有6.32%!

那么同期国内经济指数增长了多少呢?假定1995年为1,以每年的GDP增长率为乘数,到今年,增长了5.79倍,年均复合增长率为8.68%。

6.32%和8.68%相比,股市的年均复合增长率为GDP的年均复合增长率的72.81%。这是A股的情况。

美股呢?这23年里,美国经济的年均增长率大约3.8%,而从1995年的道琼斯指数的年均值到目前为止,其指数的年均复合增长率为8%。

一个是股市的年均增长率低于经济的年均增长率,一个是股市的年均增长率高于经济的年均增长率。其间的主要差别在哪里呢?我想有几个因素是比较明显的。

一是企业效率。2012年,也是在本专栏中,我曾引用过一个数字:发达国家公司年均利润复合增长率约为GDP增长率的1.45倍左右,而发展中国家约为0.7倍左右!股市的表现从根本上说,有两个驱动力,一是宏观经济增速,一是上市公司利润增速。这两个增速,前者只是基础,后者才是根本。沪深股市的年均复合涨幅仅为GDP年均复合增幅的0.73倍,是复合这个统计规律。

二是股票本身效率。企业效率低下是跟整个经济的增长方式相一致的。经济增长方式是外延式的,投资驱动的,反映到股市中来,同样如此。我统计过:从1994年以来,全部上市公司的融资、再融资总额占到其全部利润总额的62%。有一个数字可以表明融资、再融资对公司利润增长的贡献:全部上市公司过去20多年盈利的复合增长率约10%,但无再融资公司的复利增长只有4%!这是一个索取的市场,不是回报的市场。长期索取大于回报使市场难以为继。尤其是近几年,由于宏观投资一产出(整个社会层面的)已由过去的正数转为负数,这样的增长方式给股市带来的负面影响也渐趋严重。

当宏观的投资一产出为正的时候,社会总能从投资扩张中产生一些正能量——正收益,通过某种途径转到股市来,成为支撑股市的重要力量来源。而当宏观的投资一产出为负后,这种新增能量的来源也随之而枯竭。这就是近10多年来股市越来越弱的原因。

这一点,通过几个底部的比较可以看得更清楚。2005年的998点,相比1994年的325点,为3.07倍,年均复合10.74%;2013年的1849点,相比2005年的998点,为1.85倍,年均复合8.01%;而以本周的低点和1849点相比较,年均复合涨幅已跌破了7.5%,但底部依然无痕迹可寻。

上文说了几个底部之间的年均复合涨幅:325-998点,年均10.74%;998-1849点,年均8.01%。比照宏观经济数据我们就可以看出,它们基本上是和当时的经济增长率相一致:998点时,GDP增长率接近11%;1849点时,GDP增长率接近8%。那么,下一个底,和998点、1849点或者325点比,其年均复合涨幅降到多少才算合理,还是与当前或今后的经济增长、企业盈利增长相匹配呢?我觉得,这才是问题的症结。

证券投资基金资产净值周报

截止时间:2018年8月24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
508888	嘉实元和	1.1248		11,247,659,327.17	

注:1.本表所列8月24日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。
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。