

■ 多空论剑

数据密集出炉 春节原油惹人悬心

□本报记者 王朱莹

春节假期前后,原油相关数据如美国API库存周报、EIA原油周报、OPEC月度原油市场报告、IEA月度原油市场报告等将密集出台,业内对这些数据将有何预测,这些数据将对原油市场产生何种影响?资产配置上,2019年原油又处于何种地位?本期邀请一德期货总经理助理余建跃和金石期货投资咨询部主管黄李强进行解读。

供大于求状态不改

中国证券报:春节期间,原油相关数据将密集出台,您对这些数据将有何预测?上述数据出台将对原油价格产生何种影响?

余建跃:原油具有很强的金融属性。因此,分析油价离不开宏观,宏观影响石油需求和需求预期。宏观数据可能偏弱,毕竟很多矛盾没有解决,而且也不是短时间可以解决的。基于专业的局限,应更多从价格信号去分析短期的石油需求强弱。目前,从价格信号上看,有矛盾,例如近期的汽油很弱,柴油很强。一强一弱,无法确定石油需求是走弱的;而且本来汽油就有很强的季节性,存在季节性修复的机会和可能。三大石油机构的供需平衡数据,要到春节后,2月中旬才出来。供需平衡数据还是会显示供需处于供大于求的状态,对后市的预期也不会太强。石油的供给侧,包括欧佩克+减产执行、产油国地缘局势,以及美国页岩油产量还存在变数,会强化石油价格的波动率;特别是委内瑞拉政局动荡,目前委内瑞拉的产量在110万桶/日水平,一旦断供对油价势必产生冲击。

中国证券报:当前原油供需格局如何,2019年原油整体供需格局如何?

余建跃:从三大石油机构(国际能源机构、美国能源部、欧佩克)的平衡表预期来看,2019年石油市场略为供大于求。供给方面,美国页岩油是供给增长的主力,并一直抢占欧佩克的市场份额。沙特已经做出积极的减产行动,而俄罗斯显然跟进较慢。供给侧现在的新提法是“三巨头”时代。即美国、沙特、俄罗斯占全球石油产量的三分之一,取代了欧佩克在市场供给侧的传统影响力。需求方面,非经合组织国家仍然是需求的增量主导,新的炼油能力增长仍然在苏伊士运河以东市场,这里包括中东以及亚太地区。受美国单边主义的影响,全球贸易笼罩在悲观的气氛中,非经合组织国家的内部经济发展能否支撑,也是今年石油需求侧关注重点。

黄李强:OPEC今年一月的月报预估,2019年全球原油需求量为10008万桶/日,非OPEC的供应为6416万桶/日,OPEC的液化石油气和非常规油气的供应量为509万桶/日,则OPEC的供应在3083万桶/日的水平时,全球原油供需能够实现平衡的状态。去年



一德期货总经理助理
余建跃

石油的供给侧,包括欧佩克+减产执行效果、产油国地缘局势,以及美国页岩油产量等还存变数,会强化石油价格的波动率。

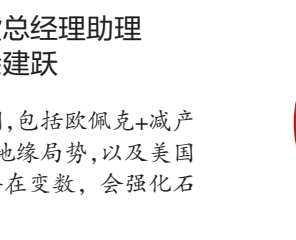
十二月,OPEC内部部长级会议上达成了OPEC减产80万桶/日的协议,减产参照的标准是2018年10月。数据显示,去年十月OPEC的原油产量为3297.6万桶/日,减产80万桶/日,OPEC的产量则会回落至3217.6万桶/日,全球原油过剩量缩小至134.6万桶/日。此前市场认为由于OPEC内部矛盾较多,实际的减产可能不及预期。但是数据公布显示,十二月沙特原油产量环比下降60万桶/日,比实际要求的50万桶/日还多,加之沙特开始大幅减少原油出口量,OPEC的减产力度超出预期客观上加快了全球原油供需再平衡的进程。

美元油价负相关关系恐生变

中国证券报:后续美元走势如何看,对原油将有何影响?

余建跃:美元走势也得具体看。美元指数并不涵盖人民币等非经合组织国家的货币汇率。因此,美元指数走强,并不意味着传统上的全球货币紧缩。非经合组织国家的经济任性和发展势头对于美元汇率有钳制作用,同时也对油价有影响。所以,这个角度看,美元指数和油价的传统关联性会弱化。再者,“石油美元”向“美元石油”转变。即美国从石油高度依赖进口向石油独立转变,产油国的石油美元回流是政治需要,而不得是经济需要;即美国仍然希望油价修复后,沙特等产油国的石油盈余向美国回流而不是走向东方。美国实现石油独立后,美元自身是“含油”的,因此,美元指数和油价的传统负相关可能会出现一定程度的逆转。

黄李强:经过了去年年底的加息之后,美国的联邦基金目标利率已经达到了2.5%,已经恢复到了次贷危机之前时一半的水平,美国的加息进程已经进入下半场,加息进程放缓是必然事件。美国官员在多个场合也表达出放缓加息进程的言论,在这种情况下加息



金石期货投资咨询部主管
黄李强

中长期原油上涨的趋势不变,但是短期内存在回调压力。对于资产配置来说,在成本重心上移的大背景下,石化类商品、股票都值得大家去配置。

对于美元的支撑作用将会递减。与此同时,欧洲央行在去年年底终止了QE,四年的购债操作结束之后,欧洲央行的货币政策将会逐渐正常化,这对于欧元将会产生支撑作用。基于上述判断,美国的加息对于美元的利多效应递减,而欧洲货币正常化对于欧元的支撑作用不断加强,美元的上涨趋势或将发生转变,美元的走弱为原油的上涨营造了良好的外部环境。

炼厂生产积极性下降

中国证券报:目前原油上下游企业经营情况如何,受油价影响几何?

余建跃:1月下旬原油价格,WTI原油期货价格在50美元/桶附近,Brent原油期货的价格在60美元/桶附近。虽然已经摆脱2018年底的低点,但是对于上游而言,这个油价显然不高。第一是美国的页岩油在这个价位上难以持续高强度投入,而美国页岩油就必须是高强度的资本投入。对于美国之外的地区,常规油气开发仍然是重点,陆地常规油气开发是针对资源存量的开发,新的发现多数在于海洋和极地,开发成本高,当前的油价也不具有很强的吸引力。所以,上游公司的资本性支出在去年3季度油价高企后多见有增加投入的报道,但今年能落实多少存在不确定性。炼油化工的中游领域,新的产能投产,在宏观经济增长放缓的预期下,其炼制、化工利润会被压制。在当前的油价下,下游终端的油品需求,我认为还是可以预期相对稳定和低速增长。

黄李强:美国的页岩油成本线在40-45美元/桶之间,随着去年年底以来国际油价的抬升,美国乃至全球原油生产商的经营状况都有明显的改善。但是随着油价的上涨造成成本上升以及消费的疲软,下游炼厂的经营状况却有所恶化。目前美国的汽油裂解差仅为4.27美元/桶,处于历史低点,炼厂的生产积极性正在下

降。在这种情况下,美国本土对于原油的需求将会下降,从而修复偏低的裂解差。

中国证券报:2019年,预计原油走势如何,对大类资产配置将产生何种影响?

余建跃:对于2019年国际原油价格,我个人的观点还是大概率增长的。地缘政治、页岩油成本、船舶燃料油新规三大因素对于基本面来说是利好的。第一是地缘政治,显然摆脱石油安全的美国和西方盟友,仍然会借助石油这个政治和金融工具做地缘政治的文章。第二,页岩油成本的支撑。有报道分析认为,美国页岩油的资本投入回报其实并不高,当前油价的结构是近低远高,而远端的价格所体现的成本定价,显示页岩油目前低于平均生产成本,上半年美国的页岩油产量可能会放缓。第三,2020年船舶燃料油实行新规范。要求从2020年起,残渣型船舶燃料油的硫含量从3.5%降低到0.5%。这将导致原油需求出现结构性增长驱动。虽然是2020年的事情,但是对2019年下半年会产生先导影响。从资产配置的角度看,原油是能化大宗商品的价格龙头,油价作为通胀的先行指标,对于对冲通胀具有配置意义。

黄李强:在OPEC减产执行情况好于市场预期的大背景下,全球原油供需有望实现再平衡。与此同时,美国和欧元区的货币政策的转变可能预示着美元指数将会走弱,这为原油上涨提供了支撑。在这样的情况下,原油整体向上的趋势基本得到确立。但是,短期内北美的原油供应充裕,库存上升,下游炼厂的利润不佳,市场需要对炼油产业的利润分配进行调整。在这种情况下,短期内原油的回调压力较大,前期的上涨或将停止。

中长期原油上涨的趋势不变,但是短期内存在回调压力。对于资产配置来说,在成本重心上移的大背景下,石化类商品、股票都值得大家去配置。

农村部和中国玉米网对玉米供需平衡的预测数据,2018-2019年度玉米供需缺口在2000万吨左右,因此玉米供需偏紧预期未改。

此外,2017年国储玉米拍卖成交5748.3387万吨,2018年成交略超1.0亿吨,目前库存近0.8亿吨。2019年国储玉米去库存可能继续,我们根据国储玉米拍卖价来测算玉米交割成本发现,2019年国储拍卖玉米用于交割的成本费用接近目前盘面价格,当前交割成本对玉米价格底部形成支撑。

有鉴于2019年临储拍卖以2015年产玉米为主,假设底价维持不变,等级差以40元/吨计算,则吉林2015年产二等玉米拍卖底价1490元/吨,以30元/吨出库费,60元/吨升水,30元/吨短运费,120元/吨的火车运费计算,交割成本不会低于1730元/吨(不考虑资金占用成本、中间贸易商利润和其他成本)。而各省实际成交价也可能在分年产玉米的拍卖底价基础上进行一定上浮,加上其他环节的中间费用,经测算玉米实际交割成本高于1730元/吨。结合目前盘面来看,套利空间十分有限,来自套保盘的卖空压力有限。

供需仍有缺口 底部支撑较强

数据显示,玉米全部消费中约60%是饲料消费,饲用消费中猪饲料消费占到了41%左右,肉鸡和蛋鸡共占40%左右。生猪方面,据农村农业部监测,2018年12月份全国生猪存栏同比下降4.8%;能繁母猪存栏同比下降8.3%,连续3个月跌幅超过5%的预警线,按照6个月的出栏周期来看,今年下半年生猪存栏量大概率下降。如果完全按照农业农村部的母猪存栏数据,未来6个月生猪存栏减少将超8.3%。但是,鸡禽也是玉米饲用消费的重要部分,2018年全年蛋鸡和肉鸡养殖利润良好,丰厚利润背景下的产能增加会迟到但不会缺席,白羽肉鸡和蛋鸡的产能预计继续恢复,鸡禽类饲用需求大概率有一定增加,能弥补生猪饲用消费的减少。

且2018-2019年度工业消费仍向好,2019年玉米的工业消费预计增加。2018年玉米深加工企业维持较高利润,2018-2019年度国内深加工产能规划项目较多,虽然目前来看实际建成并投产数量小于规划数量,但是产能潜力较2017-2018年度仍然有增加。根据农业

棉价后市企稳预期增强

得市场对本年度棉花进口量的预估达到了160万吨。在消费下滑的背景下,棉花进口量的大幅增加将很大程度上轧平棉价核心支撑要素供需缺口。

在国内棉花产销缺口常态化、国储库存持续下降的背景下,棉花进口量的增加是必然的。但是本年度进口配额的增加却是特定环境做出的应急之举,尤其是在棉花库存仍相对充足、新棉开始大量上市的时候,这使得短期棉花的供给压力进一步扩大。但是结合全球供需来看,进口的供给压力可能是只停留在预期上面。2018-2019年度全球棉花供应预期上不算太好,首先美国方面,由于天气原因,棉花产量与质量均存在着明显的下滑;再者印度方面,尽管美国农业部数据缺乏,但其国内已经将本年度棉花产量下调到570万吨以下,并且由于其自身良好的库存及MSP支撑,印度棉价持续高位运行;此外,由于干旱,市场对澳大利亚的棉花产量的预估也已经调整到了50万吨附近;巴西棉花的增产可能是本年度全球棉

花供给的重要补充,但其本年度的棉花出口已经临近尾声。因此,就全球范围的棉花可供资源来看,尽管国内棉花进口配额增加,但是要落实到实际的棉花采购上面仍存在着很大的疑问。

整体来看,在内需与外贸均承压的背景下棉花消费的下滑是客观事实,但是其幅度依旧是可控的;另一方面进口量的增加也是趋势,但参照全球的棉花供需,内外棉紧密度上升反倒很可能成为其价格的另一个有力支撑。此外,当下存在的工商业库存与仓单压力也更多是阶段性的,结合整年度的棉花供需情况,棉花依旧是去库存逻辑,而国储库存的持续下降则给了棉花价格更多的可变空间。因此,短期棉价可能仍旧是阶段性供给压力与悲观消费预期所主导的低位整理,但是随着市场情绪好转及订单恢复,预计棉花价格可能将回归其正常的供需逻辑,即价格重心应当是上移的,新棉种植、天气条件、国储政策、结构性供给等因素也可能成为新的推动力。

我们能凭借的只有一些框架

□金学伟

在回答了T849点时有多少股票,现在增加了多少”,以及减持是否是当前主要矛盾后,本周我们来回答“为什么1849点不可以跌破”和“如何能保证1849点不被跌破”的问题。

首先,到目前为止,我们对市场的讨论还局限在三个方面。

一是霍华德·马克斯的“趋势不重要,周期重要”,希望投资人不仅要关心趋势,也要关心周期。而且所涉及的并不是狭义的量化的周期规律,而是广义的“树不会长到天上,也很少有事物会归零”,任何一种趋势发展到一定时候,都会终结,这是一种广义的周期概念,和狭义的、技术分析

的周期概念不尽相同。二是索罗斯的“经济史就是一部基于假象和谎言的连续剧,要获得财富,做法就是认清其假象,投入其中,然后在假象被公众认识之前退出游戏。”要做到这一点就需要有成熟的心智,在不同的时候关注不同的东西,不能让自己的情绪始终被眼前趋势左右,在适当的时候,需要适当

选边站队。

上述两点都是有针对性的。原因是2449点前后网上充斥着一片“末日情绪”以及在这个情绪左右下的末日论调。第三则是至2449点,沪指指已来到了“低价圈”。至于底部在哪里,是否已现、后市会如何走,根本还没涉及。所以,“为什么1849点不可以跌破”,“如何能保证1849点不被跌破”的问题,显然是无的放矢的。

正所谓,从来就没有纯客观的事实。我们所看到的都是被我们的立场、观念、理论、情绪和愿望污染过的事实”。这段话,同样也适合我们读别人的文章。

我们面对的是一个混沌世界。凡事皆有可能,没有不可以的问题,保证则更无从谈起。基金收你管理费,投行收你资讯费,都不保证他正确,你盈利,何况是区区几篇文章。因此,退一步,哪怕我说了1849点不会跌破,也应该问概率几何、依据什么框架?

因此,我们对市场的一切评估都是建立在一定的概率基础上的,它具有不确定性、完全的可错性”。而且概率本身也是不确定的,全看我们用什么框架去评估。不同的框架会得出不同的结论,也会得到不同的概率。

如果以波浪理论为大框架来评判,那么5178点的调整和当年1558点调整是两种性质完全不同的调整,虽然它们都叫熊市。

1558点,是上证指数走完了一组大5浪上涨后出现的调整,所有的调整都会把最后一波上涨全部抹去”。这组5浪型上涨的最后一波就是386-1558点,因此,跌破386点乃题中之意。

与此相关的还有2245点调整,也是在完成了一组大5浪升势后出现的调整,因此把它第5个上升浪(1047-2245点)全部抹去,也是题中之意。

但5178点的调整,无论你把它看作新一组上升5浪中的2浪调整,还是6124点调整的延续,它跌破1849点的概率都很低。

前者自不用说。如果1849-5178点就是新一组上升5浪的开始,那么,2浪调整不会低于1浪起点,这是常识。

后者,破1849点的概率也不高。因为6124点以来的走势呈现出非常典型的对称收敛型框架。对称收敛走势,几个同向波段会依次呈0.62倍的比例收缩。这里的0.62当然是个概数,它的范围大致从0.6到0.66之间。比方说,998点-6124点,涨5126点;1849点-5178点,涨3329点,等于它的0.65倍。同理,6124点-1664点,跌4460点,它的0.62倍是2756点,0.66倍是2944点——5178点-2756点=2422点,5178-2944=2234点。这是5178点调整最重要的一组目标位,犹如5178点行情时,5000点到5200点(5126的0.62-0.66倍目标)始终被我们锁定一样。它是天道论的一部分,和因果论无关。至于如何把天道论和因果论结合起来,这是一门艺术,以后再加以讨论。

在这样一个大框架下,“低价圈”这个概念就有了意义。“低价圈”,既然有一个“圈”,就有了“形”的概念。首先要有底部的形态,如果是V型反转,没有底部的形态,那就只有底,没有圈。其次是这个形态要与前后的趋势级别相配。我经常说,级别概念是趋势分析的核心概念之一,级别概念不清,大小混淆,趋势分析则无从谈起。

1992年的386点是没有底部形态的,或者说虽然有,但是是个日线级别的,配不上1558点这种级别趋势,所以,它是没有低价圈的。

1994年的325点有底部形态吗?同样没有。但由于它本身是一组新的升浪的第一浪,所以,牛市的1浪、2浪,本身就构成一个底部形态——1浪2浪通常都是底部构造的一部分”。所以,对2245点调整来说,破1052点就标志着它进入了低价圈。如果再看看1994年7月到1996年2月的深综指,对我们论述的“底部形态”、“级别”、“低价圈”,这三个相关概念会理解得更清楚些。

1849点毫无疑问,是有底部形态的。如果从3478点往下看,那么自2012年的2478点之后,到1849点,就是它的底部形态,这是月线级别的,足够与5178点这样的上涨和调整级别相配。如果从1849点往上看,那么1849点-2270点就是它的底部形态,这也是月线级的,时间跨度1年,也足以和5178点的上涨和调整级别相配。

在一个混沌的世界里,追求确定性、追求百分之百的保证,是不明智的。就某一个观点去和别人辩驳,更是无聊的。“知止”、“智无竭而谋远者,逆”。说的是同一个意思:把智用到一定程度就知止(不再用智),为大智,为不逆,方可以谋远。

我们的智慧是有限的,我们不可能解出具有无穷解的问题,我们所能凭借的只有一些理论框架、一些方法体系,尊规则,循天道,然后就是根据市场实际反馈,或纠正错误,或放大正确。由于不同的理论框架、方法体系各擅胜场,各有利弊,所得结论也不尽相同,所以“圣人之道,为而不争”。尤其当我们自信自己的判断是对的,就更没必要去争了。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年2月1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	富安达和	1.1577		11,576,998,084.56	

注:1.本表所列2月1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。