

# “三金”蜜月期难以持久

□本报记者 马爽

大宗商品市场上的三个重要坐标：黄金、美金和黑金——俗称“三金”，三者之间时而“牵手”，谱写同涨同跌恋曲，时而又分道扬镳、各行其道，其走势之谜始终无法精确求解。

近来，中国证券报记者发现，三者正在演绎共振上涨行情。2019年以来，在美元指数震荡走高背景下，一向与之负相关的黄金、原油不仅未走低，反而还不断创新出新高。业内人士表示，近期“三金”共振上行是基本面阶段性驱动带来的巧合，预计这种趋势长期将难以维持。

## “三金”演绎同涨局面

近期，黄金、原油轮番创下阶段新高。截至2月19日记者发稿时，NYMEX原油期货主力合约盘中最高升至56.73美元/桶，创下2018年11月20日以来新高，该合约2019年以来累计涨幅超21%；同日，伦敦现货黄金价格最高触及1330.05美元/盎司，创下2018年4月25日以来新高，今年以来累计涨幅逾35%。

不仅如此，上述两种品种的计价货币——美元近期也呈现震荡偏强态势。数据显示，2月19日截至记者发稿时，美元指数报96.9445点，今年以来累计涨幅近1%。

东吴期货总经理助理兼研究所所长姜兴春表示，由于美元仍处加息周期，因此走势相对强劲。而2018年第三季度开始的全球经济复苏减缓，导致美联储加息预期减弱甚至有降息的可能，因此货币政策出现宽松预期，刺激风险资产价格走高，进而带动以黄金、原油为代表的大宗商品需求回升。此外，近期国际贸易局势缓和也有利于全球经济转好，黄金、原油亦间接受到利好刺激。因此，三者出现共同走强局面。

“由于市场对全球经济预期降温，资金风险偏好下降，在避险需求刺激下，美元、黄金出现阶段性同涨行情。而美元和原油的负相关关系减弱，主要在于目前原油的

商品属性强于其金融属性。”金石期货投资咨询部主管黄李强表示。

在兴业研究汇率商品分析师张峻滔看来，2019年以来，“三金”上涨有其各自独立的逻辑，共振上行则是基本面阶段性驱动带来的巧合。

具体来看，张峻滔表示，美元方面，驱动美元反弹的核心因素是汇市焦点再次回到了美国与非美经济体在经济基本面和货币政策的分化表现上。黄金方面，虽然美元是黄金的定价因素，但其定价核心还是需要从商品、债券两个视角去理解。2018年12月以来，黄金的交易逻辑从商品属性切换为债券属性，即可以将黄金视为零息国债。近期黄金上涨主要是受美债收益率下行影响，背后的深层次原因是美联储暂缓加息以及市场对经济前景的担忧。原油方面，价格上涨主要在于两方面：其一，此前价格大幅超跌后，市场存在情绪性修复；其二，受OPEC大幅减产、委内瑞拉地缘局势刺激。

## 同涨局面恐难长久

实际上，在1971年布雷顿森林体系解体之后，美元便与黄金脱钩。之后，由于黄金以美元标价，因此黄金和美元开始呈现负相关关系。在20世纪80年代中期，随着石油美元体系的正式建立，以美元结算的原油也开始和美元呈现紧密的负相关关系。

“不过，由于短期内受供需、资金等多重因素影响，美元与黄金、原油也会出现阶段性正相关关系。”黄李强表示。

数据显示，2018年四季度以来，美元指数和黄金均呈现震荡上行走势，两者相关性达-0.0897，走势基本上不相关。此外，今年以来，美元指数和原油的负相关性也开始减弱，这段时间内两者的相关性为0.0617。“美元与黄金、原油之所以会出现阶段性正相关关系，主要是因短期内基本面因素变化所致，属于正常现象，但这种趋势长期将难以维持。”黄李强表示。

此外，2016年初，即美联储启动加息初

期，伴随着美元逐步走强，黄金、原油等大宗商品也出现了共同上涨局面。“这背后更多是受经济预期转好、需求回升以及美国经济表现强劲等影响。”姜兴春表示，当前“三金”共同走强的逻辑并不是经济转好甚至强劲的映射，更多是对资金宽松预期的体现。

张峻滔认为，未来美元与黄金还会保持较强的负相关性，但美元和原油的负相关性会被削弱，因为美国逐渐成为能源出口国会打破传统的石油美元体系，国际收支的结构性变化会使得美元和原油出现阶段性同向走势。此外，黄金和原油走势也可能出现阶段性脱钩，因为随着美国衰退风险的增加，黄金会更多表现出债券属性，商品属性会减弱。

## 美元可能率先“垂首”

对于后市，黄李强认为，随着美国加息进程的逐渐放缓，由货币政策收紧给美元带来的利多作用将会衰竭。同时，欧元区货币政策逐渐收紧，其他主要经济体经济复苏也会对美元产生利空作用。相应的，目前的黄金和原油均处于较低水平，而供需基本面又都支撑价格上涨。因此，后期“三金”走势或将回到美元走弱、黄金和原油走强的格局，美元与黄金、原油有望重新恢复负相关关系。

张峻滔则认为，中期来看，美元指数仍

## 观点链接

### 宝城期货：贵金属有望偏强运行

在近期低风险环境下，贵金属能够持续强势，背后主要驱动在于美联储持续的宽松预期。虽然近期全球风险偏好全面走强，对贵金属的避险需求形成一定的打压，但美联储缩表结束预期增强将支撑金银维持偏强运行，同时也将提振金银比价走强。

### 迈科期货：

### 供应收紧预期支撑油价连涨

近期，国际油价受供应收紧预期支撑连

有走弱压力。预计在美国经济衰退后，美联储可能会采取降息甚至重启QE，以及经常账户和财政支出的孪生赤字均会施压美元指数。不过，在美国经济数据坐实经济失速前，美元相对其他非美货币仍会保持相对强势。相对来说，黄金会有较好的中期机会，这是康波周期决定的，但真正的大级别行情还需等到美国经济衰退情况出现。短期而言，国际金价暂时没有足够动力有效突破1350美元/盎司。原油方面，在没有更多利好消息刺激前，反弹行情可能会逐渐转入震荡。中长期来看，在全球经济下行可能拖累需求的背景下，油价仍存下行压力。

未来三者中谁又将成为其他大宗商品走势的“指挥者”？

黄李强认为，原油可能会在未来一段时期起到商品“领头羊”的作用。由于美元在长周期内与商品呈现负相关关系，且对于农产品这种金融属性较差的品种影响有限。黄金价格更多是反映美元和市场情绪，在市场不出现明显的系统性风险时，对于商品的引导作用有限。相对而言，原油是所有石油化工产品的上游，其对于很多商品的影响更为直接，且目前原油市场供需矛盾也更为突出，未来有望形成趋势性行情，这对于商品特别是工业品将会产生指引性作用。

续上涨。目前市场的焦点依然集中在欧佩克原油限产高于预期以及由此导致的经合组织成员国(OECD)原油库存下降上，不过，美国原油增产或部分抵消欧佩克减产效果。关注美国原油和成品油库存变化情况。

### 东吴期货：美元趋于震荡回落

预计黄金、原油、美元三者之间的共同走强局面将难以维持。后市来看，黄金、原油有望维持震荡偏强走势，而美元趋于震荡回落，因美联储加息周期有望终结，美元重新走弱也将支撑大宗商品维持偏强态势。(马爽 整理)

牵头，中小银行作为小微贷款的主力军，仍然受到低风险偏好和资本金压力的掣肘。

在此背景下，近期宽信用政策进一步加码，上周《关于加强金融服务民营企业的若干意见》《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》接连出台，政策明显针对民企、小微和三农，尤其《关于加强金融服务民营企业的若干意见》对金融机构服务民企提出了十分全面、具体的要求。

随着中央针对民企的支持政策持续发力，支持力度越来越大，2018年底私营企业整体利润增速已经出现一定幅度的反弹，显示民营企业面临的经营环境有所改善，但距离民营投资拐点可能仍需等待。机构指出，后续需重点观察两方面，一是要看民企经营改善是否具有可持续性，二是要看民企信用风险能否出现实质性缓解。

从市场表现看，尽管信用环境整体改善，但民企信用风险事件仍陆续发生，令投资者对民企的风险偏好依然较低。据光大证券统计数据，截至2月15日，2019年以来信用债违约金额已达121亿元，且新增违约主体全部为民营企业。从各类性质的产业债信用利差来看，市场对民营企业的风险偏好虽有所改善，但仍处于较低水平。

往后看，宽信用政策依然在有针对性地逐步加码，但民营企业间的进一步分化将难以避免，优质龙头显然更受银行和机构青睐，这也就意味着，后续投资民企债仍需仔细筛选，应侧重选择基本面好、估值合理的龙头民企。

## ■记者观察

### 投资民企债仍需仔细筛选

□本报记者 王姣

牵头，中小银行作为小微贷款的主力军，仍然受到低风险偏好和资本金压力的掣肘。

在此背景下，近期宽信用政策进一步加码，上周《关于加强金融服务民营企业的若干意见》《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》接连出台，政策明显针对民企、小微和三农，尤其《关于加强金融服务民营企业的若干意见》对金融机构服务民企提出了十分全面、具体的要求。

随着中央针对民企的支持政策持续发力，支持力度越来越大，2018年底私营企业整体利润增速已经出现一定幅度的反弹，显示民营企业面临的经营环境有所改善，但距离民营投资拐点可能仍需等待。机构指出，后续需重点观察两方面，一是要看民企经营改善是否具有可持续性，二是要看民企信用风险能否出现实质性缓解。

从市场表现看，尽管信用环境整体改善，但民企信用风险事件仍陆续发生，令投资者对民企的风险偏好依然较低。据光大证券统计数据，截至2月15日，2019年以来信用债违约金额已达121亿元，且新增违约主体全部为民营企业。从各类性质的产业债信用利差来看，市场对民营企业的风险偏好虽有所改善，但仍处于较低水平。

往后看，宽信用政策依然在有针对性地逐步加码，但民营企业间的进一步分化将难以避免，优质龙头显然更受银行和机构青睐，这也就意味着，后续投资民企债仍需仔细筛选，应侧重选择基本面好、估值合理的龙头民企。

■市场连线

## 长江证券赵伟：社融进入逐步修复通道

□本报记者 王姣

“随着稳增长政策效果加速显现，融资结构改善或延续，社融进入逐步修复通道。”2月19日，长江证券研究所所长助理兼研究所总经理助理、首席宏观债券研究员赵伟在接受中国证券记者采访时表示，从近期市场表现看，配置天平已开始向股票类资产倾斜；供需错位等变化，或导致利率债中短期面临调整压力。

中国证券报：如何解读1月社会融资规模增速出现明显回升？

赵伟：今年1月社会融资规模增量为4.64万亿元，比上年同期多1.56万亿元；1月末，社会融资规模存量为205.08万亿元，同比增长10.4%，增速比上月末高0.7个百分点，为2017年8月以来首次回升。1月份社融

增速明显回升，除信贷外，非标融资和债券融资也有较大贡献，同时融资结构有所改善，企业中长期资金来源同比增速较上月回升0.2个百分点。

从资金流向看，融资投向也出现结构性改善，房地产融资趋缓，制造业融资提速。企业中长期贷款中，流向房地产的贷款增长趋缓，剔除房地产后的服务行业贷款增长加快；流向制造业的贷款也在提速，尤其是高技术制造业，贷款增速较去年底提速3.9个百分点。从产业债净融资情况看，公用事业、交通运输等基建相关行业债券融资明显修复，计算机、通信等行业债券融资也有所增加。

中国证券报：如何看待后续社融增速表现？

赵伟：稳政策加码背景下，信用修复的

“一级火箭”去年11月已启动，债券净融资规模持续放量、结构改善；随着政策效果加速显现，银行贷款行为趋于改善，信用修复的“二级火箭”也已启动。按照季节性规律，一季度信贷投放一般较大，占比多在30%左右，且1月投放较多，今年1月信贷并未明显偏离该规律。过往信用环境修复的经验显示，直接融资、贷款和非标融资依次修复；结合今年信托贷款到期节奏看，非标融资也将逐渐改善。随着融资结构改善延续，社融进入逐步修复通道。

中国证券报：展望股债行情，对中短期有何投资建议？

赵伟：从历史经验看，在信用环境修复过程中，估值或将先于盈利修复，带动风险资产表现好于避险资产。从年度资产配置角度看，股票风险溢价处于极高位的

年份，第二年股票市场的总体表现大概率会好于债券。目前配置天平已开始向权益类资产倾斜。

基本面和流动性环境仍对利率债形成一定支撑，但前期市场反应节奏过快，已部分透支2019年基本面逻辑。利率债波动逐渐加大，不要低估中短期调整压力，容易被市场忽视的风险点包括债券供给上量、境外配置和国内供给错位等。

通过适当下沉信用资质、增配转债等方式增厚收益，或将是2019年债券投资的较优选择。信用环境加快修复过程中，适当下沉信用资质策略或优于拉长久期策略，建议精选中等资质省级平台被低估城投债，及优质民企债等被低估个券。同时，转债迎来配置时机，重点关注低价、低溢价率的优质个券，尤其是新券。

5.1%，较上月同期上涨5.1%。

“受春节期间运力紧张等因素影响，下游钢厂库存普遍略有下滑，节后产生一定补库需求。节后出现的雨雪天气对钢厂方面到货略有影响，且贸易商方面预期向好，因此有囤货惜售现象。”卓创资讯分析师傅高一认为。

后市来看，傅高一认为，焦化厂整体开工水平较高，供需面或将趋于平衡，短端可关注钢厂库存补充及贸易商出货情况，焦炭市场预计呈现涨后趋稳状态。

## 金价将进一步向上攀升

□美创鑫裕 杨艺

低头，从加息倾向转向“耐心”，并暗示资产负债表的收缩路径具有灵活性。市场预计美国联邦储备委员会在1月底将维持利率不变，市场关注的焦点将大多集中在资产负债表。此外，本周将有多位美联储官员发表讲话，美联储鸽派的言论已进一步排除美联储加息的预期，这将抑制政府债券收益率上升，支撑黄金的上升。

地缘政治方面，美国总统特朗普上周宣布全国进入紧急状态，并将从政府的其他部门调拨资金，以便获得大约80亿美元的资金来修建美墨边境墙，引发了一定市场震荡。欧洲方面，整体走势依旧受到脱欧不利情绪的影响，特雷莎·梅脱欧策略上的动议未获得下议院投票通过，这再度加剧了脱欧谈判的复杂局面，对金价亦提供支撑。

## 纸浆期货短期不宜追涨

□本报记者 张利静

春节期间后，纸浆期货偏弱震荡。业内人士指出，目前纸厂陆续开工，下游需求逐渐恢复，但市场乐观的需求预期仍待进一步验证，短期库存偏高，不宜追涨。

### 现货市场陆续恢复开工

节后纸浆价格震荡偏弱主要是受纸浆1月进口量增加、PPI环比下降且同比涨幅回落以及社融规模新高影响。

目前纸浆国内港口库存偏高，截至1月末，青岛港纸浆库存100万吨左右，常熟港库存总量在60万吨左右。节后纸厂陆续开工，下游纸企需求力度有限，纸厂木浆库存保持低位生产状态。”建信期货分析，短期纸浆价格将震荡偏空。长期来看，加浆上调2月报价

10美元/吨—20美元/吨，且随着文化纸传统消费旺季到来，纸厂将有补库需求。今年文化纸传统消费旺季表现将成为未来行情走势关键，待节后库存消耗过渡期结束。

市场人士反映，目前下游中，文化纸价变动不大，价格持稳。铜版纸、胶版纸均价同比下降约两成。生活用纸价格延续平稳走势。白卡市场仍受春节影响较大，交投一般。纸厂开机增加，但成交偏淡，多以消售前期库存为主。

“当前下游造纸企业陆续开工，需求仍在恢复中，文化纸弱势整理，价格变动不大。本周正月十五后，预计需求将逐渐回到正常水平，节前受宏观政策提振，市场预期偏乐观，后期将逐步验证实际情况。”方正中期期货分析师汤冰华表示，从消费数据看，建议谨慎对待需求回升预期。

国内方面，尽管针叶浆基本面略好于阔叶浆，但受海外供给宽松、国内需求走弱影响，国内港口库存持续累积，至1月下旬国内青岛、常熟、保定纸浆库存合计约167万吨，环比增长1454%，同比增10548%。“若无需求端明显改善，高库存将持续压制纸浆价格表现。”

“后续来看，投资者一方面需要关注企业复工情况，另一方面也要看国内经济在调控政策下是否会有所改善。否则，在需求放缓及库存偏高压制下，纸浆价格难有较好表现。短期来看，预计本周浆价继续维持弱势调整，操作上建议4000元/吨上方试空。”他说。

汤冰华指出，目前供给压力则未现好转，1月国内进口量环比均大增，全球针叶浆库存继续增加，预计库存将压制纸浆价格在纸厂补库过程中的上涨空间，纸浆期货价格在5500元/吨一线仍有压力。

高。国内方面，尽管针叶浆基本面略好于阔叶浆，但受海外供给宽松、国内需求走弱影响，国内港口库存持续累积，至1月下旬国内青岛、常熟、保定纸浆库存合计约167万吨，环比增长1454%，同比增10548%。“若无需求端明显改善，高库存将持续压制纸浆价格表现。”

“后续来看，投资者一方面需要关注企业复工情况，另一方面也要看国内经济在调控政策下是否会有所改善。否则，在需求放缓及库存偏高压制下，纸浆价格难有较好表现。短期来看，预计本周浆价继续维持弱势调整，操作上建议4000元/吨上方试空。”他说。

汤冰华指出，目前供给压力则未现好转，1月国内进口量环比均大增，全球针叶浆库存继续增加，预计库存将压制纸浆价格在纸厂补库过程中的上涨空间，纸浆期货价格在5500元/吨一线仍有压力。

要呈有价无市状态。

“从当前市场格局来看，市场仍未摆脱供大于求的局面。”金联创钢铁分析师潘层分析，首先，春节后首周，各地社会库存大幅增加，虽然数据不及往年，但是整体压力仍然较大；其次，钢厂库存整体也有所增加，截至1月中旬，重点钢铁企业钢材库存量为11999.1万吨，环比增加7311万吨，增加幅度为6.49%。随着贸易商的陆续返市，钢厂库存势必要转化为社会库存；第三，下游需求仍未启动，至少要到元宵节之后才会陆续开工，部分需求甚至会到3月份才会启动。所以，接下来的2-3周时间内，社会库存仍以增加为主。

“从钢价成本来看，原料价格走势不一，其中焦炭价格部分提涨，进口矿价格冲高回落，国内矿价格小幅探涨，废钢价格部分见涨，钢坯行情先扬后抑。”潘层分析，春节期间社会库存仍将继续增加，下游需求仍未启动，

且南方持续的降雨天气对需求的启动形成不利影响，因此短期钢材价格仍有下滑空间。

中期来看，鲁证期货煤焦钢研究指出，回顾去年12月份至今的黑色行情，在逆周期调节政策带动下，期货盘面远期的悲观预期有所缓解，钢材盘面远期的贴水得到了大幅修复。

该机构指出，从冬储行为和库存表现来看，冬储从悲观转为中性，然后在春节期间转为了谨慎乐观，目前贸易商钢材冬储成本大约在3700元/吨—3800元/吨，钢材库存目前在快速累积，但仍未达到去年水平。黑色整体已经接近了顶部价格区域，在3月底之前，预计黑色整体仍是高位震荡的趋势，后期或再逐渐