

春天花会开：大宗商品脉冲式反弹

□本报记者 张利静

近期金融投资市场四处弥漫着“春天”的气息，大宗商品也不例外。最近数个交易日以来，国内大宗商品强势上涨，文华财经数据显示，1月3日以来国内大宗商品市场录得6.3%的涨幅，期间周线一度走出“五连阳”的明媚形态。

暖风何来

对于近期大宗商品市场的强势行情，业内人士表示，其逻辑主要在于宏观形势的转好以及投资者信心的恢复。

良运期货资管部门负责人王伟民对中国证券报记者表示，近期商品上涨背后，主要有以下因素推动。首先是全球货币政策可能在今年出现转向。其次是原油价格的大幅反弹。美国WTI原油指数从2018年12月26日最低43.42美元/桶反弹到2月20日最高58.55美元/桶，不到2个月的时间内涨幅近35%。作为商品价格的一个重要锚定物，原油的大涨势必带动化工品和部分其他工业品、农产品的反弹。第三是一些品种在供给端出现了季节性的或者是突发性的减少。例如铁矿石因为巴西溃坝事件导致的供给缩减预期，澳洲焦煤因为通关问题导致国内焦煤供给紧张，以及一些化工品因为年底检修或休假导致的产量减少等等。

此外，国信证券分析师燕翔认为，当前市场可能忽略了一个重要因素——很有可能是基建“已经”起来了。燕翔分析，当前市场的焦点短期集中于年初以来厂商的补库存行为，但一方面上述补库存行为具有明显季节性，另一方面当前实体经济投资需求端的数据也处于真空期，因此实体经济需求到底怎么样、补库存逻辑能否持续均不确定。“但1月份‘宽信用’格局已经确立，预计在房地产投资大概率向下的情况下，基建投资链则成为了信用投放的主要载体，当下最有可能的就是基建已经‘起来’了。”

乍暖还寒

从国内宏观局势来看，中国人民银行

股债“跷跷板”

□本报记者 王姣

最近两周时间，股债“跷跷板”效应明显，A股延续涨势，债券市场则陷入调整，21日10年期国债活跃券收益率回升至3.165%，较11日上行近8个基点。

分析人士指出，受益于流动性宽松、市场风险偏好改善及政策红利预期等，近期股市表现相对更佳，但沪综指站上2750点后显现上攻乏力迹象，显示市场短期存在犹豫心理。目前来看，投资者情绪变化对股债市场的影响较大，预计未来一段时间债券市场将延续震荡格局。

“跷跷板”效应再现

2月中旬以来，国内资本市场再现股债“跷跷板”效应，股起债落的特征十分明显。

人民币汇率短线稳中趋升

□本报记者 王姣

2月21日，在岸人民币对美元汇率均大幅走强，盘中双双升破6.70关口，整体延续了近期的相对强势格局。分析人士称，近期全球风险偏好改善，有助于非美货币维持偏强走势，同时市场对中国经济信心提升，人民币汇率短线概率稳中趋升。从中期看，汇率走势终将回归经济基本面，在美元指数仍有支撑的情况下，预计人民币继续升值的空间也有限。

人民币表现强势

2月21日，人民币对美元中间价报6.7220元，升至2月1日以来新高，较上一交易日大幅调升338基点，为连续第三日调升。

即期市场上，在岸离岸人民币对美元汇

紧跟原油步伐

□本报记者 马爽

自2018年12月底创下阶段新低2538元/吨之后，沥青期货主力1906合约便展开震荡回升，2019年2月21日盘中一度升至3308元/吨。分析人士表示，现货价格保持坚挺、原油持续走高以及宏观环境趋好均支撑沥青期价走高。不过，考虑到沥青下游仍处消费淡季，且原油大涨后进一步上行压力加大，需要密切关注需求端变化以及原油走势。

期价持续上涨

“现货价格继续保持坚挺，成本端原油仍处上涨趋势以及宏观环境趋好是支撑近期沥青期货价格持续上涨的主要因素。”国

发布的1月份新增社融数据创历史新高，达到4.64万亿，较上年同期增加1.57万亿（增幅51%）。

美尔雅期货分析师郑非凡对此解释，这显示商业银行对企业支持力度加大，企业特别是小微企业融资来源与能力增强。虽然1月信贷规模上升有一定的季节性影响，但是相比往年，今年1月增长幅度依然超出预期，并且部分研究机构认为的票据套利现象也仅为个别现象，不具有代表性。国内融资环境出现逐步变好趋势，加强了投资者乐观情绪。

对于社融数据对大宗商品市场带来的影响，太平洋证券分析师杨坤河则表示，回溯历史同期数据，2009年至今一共有四次社融数据同比增量创下高点，分别是2009年、2013年、2016年和2019年。而社融高点出现后对应的大宗商品价格并非总是上行。以螺纹钢为例，仅在2009年、2016年两次出现上涨行情，而2013年社融高点后则是连续3年的下跌。这种差异可能来源于社融信贷向实际购买力的转化差异。

“因为社会融资反映了实体经济从金融体系获得的资金，但并不完全体现为现实购买力。例如在当前去杠杆背景下有不少企业通过融资偿还或者置换高利率债务，这对商品价格并不构成直接推动力。观察现实购买力，M1是一个相对比较好的指标，因为M1是流通中的现金加上各单位在银行的活期存款。从四次社融高点看，2009年、2016年都是现实购买力活跃阶段或者随后有大幅改善，而2013-2015年则是现实购买力萎缩的时候。”杨坤河解释，实体经济基本面确定性改善仍需要时间。

保持警惕

对于后市大宗商品走势，郑非凡表示，预计短期偏强，中期还是有回落的可能。近期受各种利好政策的提振，投资者乐观情绪一再增强，大宗商品价格也是一再走高，但下游终端消费却没有显示出转好的迹象。1月份相关数据显示，汽车消费持续低

迷，家电消费增速相比之前也出现了回落，并且2018年高企的房地产新开工面积增速在2019年大概率也会出现下降。在下游消费持续疲弱的背景下，大宗商品总体上升动能是相对有限的。

“从宏观方面来看，预计这波上涨行情难以持续，未来不会有持续的普涨格局，即便部分品种上涨也只是分化格局的表现态势。究其原因，主要是目前全球各主要经济体债务水平依然较高，市场并未有效出清，西方国家改革乏力，经济体缺乏新的增长点，仅仅依靠货币宽松政策难以真正地刺激有效需求，从而难以提振商品的消费量和价格。同时，前几年国内外针对矿山、化工、农产品等行业的投资目前已逐步进入达产收获期，未来市场整体依然偏向买方市场。”王伟民对中国证券报记者说，在目前全球经济增速不佳、主要经济体尝试采用货币刺激政策的背景下，相对而言黄金等具备抗通胀、保值属性的贵金属商品走势相对乐观，具备一定的投资机会。

黑色系方面，杨坤河建议，从基本面

观点链接

中信期货：需求证伪前钢价存支撑

各地钢材现货市场价格小幅下跌，建材成交量增长缓慢，工业材成交好于建材。成本端高位坚挺对钢价有一定支撑，但需求释放仍然偏慢，根据监测，元宵节之后全国铁路旅客发运量不及去年同期，拖累复工节奏，高产量下建材库存继续累积，钢价高位震荡。目前终端需求预期仍未证伪，且今年基建加速可期，待需求回归后钢价仍有走强动力。

长江证券：油价有望进一步反弹

上半年随着OPEC+的超额减产，全球原油供给在2019年上半年趋于下滑，同时随着美对伊朗和委内瑞拉的进一步制裁，预计原油产量和出口量将进一步下滑，加剧

看主要钢铁仍然有供给回升、库存攀高而需求推后的压力。尽管短期可能因社融信贷数据改善而出现情绪修复，但总体而言，我们对于钢铁价格在月内仍然看跌，股票市场钢铁板块短期可以适度参与，不过仍要保持谨慎。此外，他建议表示，有色板块仍然推荐配置黄金，在全球经济增长放缓的担忧下，全球已有多家央行转向鸽派，黄金作为货币的信用对冲将继续发挥作用。

有色金属方面，东北证券分析师刘立喜分析，有色商品目前或处于全球主动去库存共振周期中。库存周期同时受供给需求两端影响，是供需错配的“蓄水池”，也是经济短周期波动的重要决定因素。根据过去10年出现的3次主动去库存共振阶段的工业品价格表现，锌、铝、铜、原油大概率会出现10%-20%左右的跌幅，而2008年跌幅达40%-50%。预计2019年3-10月份全球主动去库存共振周期中，锌、铝、铜工业品价格大幅下跌概率较大，存在趋势性做空窗口期，到2019年末有色工业品价格或触底。

全球原油供给的缺口，原油价格将进一步提升；而随着下半年美国输油管道的投用，以及有可能中高油价下OPEC+自身逐利需求，在下半年不再减产、甚至可能开始增产（如2018年5月至11月），供需关系将发生逆转，油价将会进一步回落。全年来看，将大概率呈现倒“V”走势。

新时代证券：美暂缓加息是适宜的

美国经济面临的下行风险正在堆积，尽管最新公布的零售销售数据令经济下行风险加剧，但不宜过度解读某一份数据，美联储暂缓加息是适宜的，并且应在2019年“晚些时候”结束缩减资产负债表计划。目前市场已形成美联储加息进程放缓的预期，未来缩减资产负债表计划的进程更受关注。（张利静 整理）

债市料延续震荡

驱动逻辑。”招商证券宏观研究团队在最新研报中指出，从全球的角度来看，美股近两个多月明显反弹在边际上也有利于外资持续增持A股，陆股通已连续8周实现净流入，春节后外资通过陆股通累计流入资金328亿元。

料延续震荡格局

不过，随着沪综指站上2750点，A股涨势明显放缓，21日沪综指回落0.34%至2751.80点，显示市场对A股连续大涨后是否会回调的担忧。机构人士认为，短期而言，市场博弈情绪加重，预计股债市场均可能维持震荡格局。

谢亚轩团队指出，当前的宏观环境表现为经济仍在探底、流动性持续改善、国内稳增长政策将逐步落到实处、美联储态度软化等。因此，1月以来股债集体上涨的方

向不会变，而国内市场股债回报比仍处于高位，此时权益资产相比固定收益品种更具投资价值。

对债市而言，申万宏源证券固收研究孟祥娟团队指出，就一季度而言，经济基本面对债市的带动偏弱，1月社融数据也出现了强势反弹，短期对债市影响更大的是市场风险偏好的转变和演绎，2月债市到目前为止整体表现以震荡为主，接下来应关注风险资产的波动情绪，预计债市将震荡偏强。

中信证券固定收益首席分析师明明同时表示，“尽管当前处于实体经济数据的空窗期，我们认为，经济存在企稳的蛛丝马迹，近期债市可能受其他中观、微观数据以及股债跷跷板等因素扰动而呈现震荡走势，我们预计10年期国债到期收益率将在3.0%-3.4%区间运行。”

表现更为强势，表明市场对中国经济企稳回升的信心有所升温。如2月12日以来，离岸人民币对美元汇率累计涨幅已超过1.3%，在岸人民币对美元汇率累计涨幅也达到1%，涨幅明显高于美元指数的跌幅。

与此同时，我国国际收支依然保持平衡。数据显示，中国2019年1月央行口径外汇占款余额为212544.54亿元，环比减少12.14亿元。虽然外汇占款余额连续第六个月环比减少，但绝对降幅已持续收窄，可见外汇流出进一步放缓。

对于人民币汇率走势，华尔街见闻首席经济学家邓海清和华尔街见闻研究院院长助理陈曦在最新研报中指出，从当前美元指数对应的美元兑人民币汇率应有水平来看，仅仅修复相关性也会导致人民币继续升值。

记者观察

新能源金属缘何跌落神坛

□本报记者 马爽

变成鲜有人问津的品种呢？

抛开宏观层面因素，不少业内人士将这一现象归结于行业本身的供需格局变化上。以钴市场为例，近年来，市场需求增加以及汽车供应链替代材料的出现或是价格回落的主因。资料显示，2018年，全球最大钴生产商嘉能可(Glencore)钴产量同比增长54%至4.2万吨。不仅如此，嘉能可发布的2019年金属产量指引显示，公司预计2019年钴产量为5.7万吨，预计2020年钴产量为6.3万吨。

目前，国内电解钴现货价格已较2018年高点“腰斩”。卓创资讯数据显示，目前国内主流电解钴现货价格为32万元/吨，而2018年4月则为67.5万元/吨，不到一年时间，价格累计下跌35.5万元/吨，跌幅达53.27%。

电动车热潮曾经带动锂、钴等金属走俏。然而，2018年4月以来，这些新能源金属却面临着完全不同的命运。

目前，国内电解钴现货价格已较2018年高点“腰斩”。卓创资讯数据显示，目前国内主流电解钴现货价格为32万元/吨，而2018年4月则为67.5万元/吨，不到一年时间，价格累计下跌35.5万元/吨，跌幅达53.27%。

在新能源电池产业链中，锂、钴均处于原材料的上游端。其中，钴主要用于生产钴酸锂和镍钴锰三元动力电池，锂则应用于磷酸铁锂、钴酸锂、三元等多种电池上。

近年来，由于不少国家大力提倡发展新能源汽车以及伴随环保行业的崛起，国内外市场掀起了一波新能源汽车发展高潮。作为上游绕不开的原材料，钴、锂等一度成为金属中的热门品种，不仅价格出现大幅拉升，而且相关的上市公司股票也受到了市场热捧。

钴、锂缘何从“昔日宠儿”

大商所

再次放宽豆粕期权限仓标准

□本报记者 马爽

市场流动性明显增长。豆粕期

权2017年9月至2018年5月，日均成交量为3.5万手，日均持仓量17.6万手；2018年5月至今，该数值分别增至5.1万手和24.6万手，分别增长了46%和40%。豆粕期权与标的期货的持仓比值也持续增长，日均持仓比由2018年5月前的12.2%增加至之后的15.8%，在2018年11月30日该比值最高达到29.3万手。

随着豆粕期权市场的快速发展，1万手的限仓标准已不能满足投资者需求，尤其是随着国际经济形势的日益复杂，套期保值客户的风险对冲需求大幅增加，市场迫切希望交易所进一步扩大豆粕期权限仓标准。市场人士认为，大商所适时调整豆粕期权限仓，将有利于各类市场主体充分利用期权丰富的交易策略，更好地满足自身风险管理需求，也将进一步促进豆粕期权和期货功能的充分、有效发挥。

2018年5月11日豆粕期权限仓标准调至1万手以来，

建材市场金三银四可期

□本报记者 王朱莹

部分城市社会库存已经远远超于去年同期，商家销售压力较大，只能降价销售。

短期内来看，边晓伟表示，建筑钢材市场行情呈现稳中趋弱的走势。2月11日以来螺纹钢期货主力1905合约累计下跌4.49%，收报3677元/吨。线材同期下跌2.95%。

卓创资讯分析师边晓伟认为，近期价格下跌主要是因为市场供需矛盾的加大导致市场心态较为消极。由于需求尚未启动，工人仍在返程途中，下游工地开工率较低，而

价格继续走高，受此影响，炼厂转产沥青意愿难以提升。最后，2019年立春节气较往年有所提前，气温回升预期令人期待。然而，近期雨雪天气频发，导致南北两地下游终端建设恢复进展遇阻，贸易商入市操作积极性难有改善。因此，综合来看，由于需求仍处淡季、天气端利空因素以及1月沥青产量资源需要时间消耗，因而，2月沥青产量或将下滑。

不过，随着沥青期价的不断抬升，郑若金认为：“未来决定沥青期价上涨空间的因素可能更多在于需求端以及原油走势上。”

郑若金进一步表示，现阶段，北方地区处于沥青消费传统淡季，华东、华南地区也受到连续降雨影响，终端项目开工有限，这意味着当前需求仍处淡季，这也是后期抑制沥青期价走势的主要因素。

中国期货市场监控中心商品指数(2月21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	83.84	83.73	83.73	83.73	0.11	0.11	0.13
商品期货指数	996.59	995.96	1001.5	994.61	996.84	-0.88	-0.09
农产品期货指数	836.1	836.44	839.97	834.29	836.86	-0.43	-0.05
油脂期货指数	471.77	470.11	471.94	468.25	472.21	-2.1	-0.45
粮食期货指数	1193.88	1195.73	1202.37	1193.71	1194.32	1.41	0.12
软商品期货指数	785.53	786.6	792.19	784.57	786.23	0.36	0.05
工业品期货指数	1062.22	1063.17	1070.91	1061.13	1062.23	0.94	0.09
能化期货指数	706.05	707.77	714.83	705.36	707.46	0.31	0.04