

# 期股携手走强 “铜博士”舞动春幡

□本报记者 张利静

今年以来，来自宏观和基本面的多重利多提振铜价连续上涨。年初至今，伦铜、沪铜涨幅分别上涨超过10%和4%，双双创下七个半月新高。在铜价大幅走强之际，今年以来A股有色冶炼加工板块也创下六个月新高，龙头股兴业矿业上涨超过40%。分析人士指出，当前处于铜消费旺季，而全球库存偏低，供应偏紧格局短期难有明显改善，且宏观层面利多信号提振投资者风险偏好，后市铜价震荡偏强格局不变，但反弹高度还需结合下游需求状况来判断。

## “铜博士”春幡袅袅

今年以来，有色金属市场股票和期货携手走强，成为证券市场上一道靓丽的风景线。期货方面，截至2月25日收盘，沪铜期货主力合约今年以来已累计上涨4.62%，伦铜主力上涨了0.35%，双双创七个月新高。股票方面，同花顺数据显示，截至2月25日收盘，A股有色冶炼加工板块涨幅达6.43%，该板块2月以来已上涨23.36%，并创六个月新高。板块龙头股兴业矿业、金贵银业今年以来涨幅分别达到47.59%和33.28%。

分析人士指出，供应趋紧、库存下降是本轮铜价反弹的主要推动力量。中银国际期货分析师刘超对中国证券报记者表示，美联储货币政策由鹰转鸽，包括欧洲、日本PMI均跌破50枯荣线，暂缓加息成为市场普遍共识，美元强势暂时告一段落；赞比亚提升矿业税，包括第一量子、嘉能可在内的矿山企业裁员减产，精矿供应低于年初预期。国内精铜加工费由年初的92美元回落至最新82美元，铜精矿供应端扰动突出。

库存方面，莫尼塔分析师王晓璇、陈秋祺表示，全球铜市显性库存位于历史低位，库存拐点值得注意。目前LME、COMEX、SHFE的铜库存较2018年初下降30.01%，

处于十年来低位水平。春节过后，SHFE铜库存增加了6万多吨，与往年相似，这主要是由于仍处于季节性的消费淡季。往年春节过后，第5-6周国内的库存会出现拐点，今年这一拐点会否提前值得关注。

值得注意的是，本轮铜价上涨呈现出明显的外盘强于内盘的格局。刘超称，自2017年中国废铜进口政策收紧后，国内精炼铜进口明显增加。LME库存下滑，国内库存回升。人民币汇率趋稳，进口积极性上升，再加上国内传统节假日需求减少，形成了短期国内铜价涨幅低于国外的情况。

## 股期联动密码

铜价上涨，投资者对其关注度也逐渐升温。CFTC非商净头寸与铜价高度关联，目前就出现了反弹趋势。王晓璇、陈秋祺表示，COMEX铜非商净头寸在2019年1月15日达到2年内最低点——27592手后开始反弹，表明投资者对铜价预期有所回暖。但由于最新数据截止到1月29日，后续数据需持续跟踪。

中信证券分析师敖翀认为，铜价中长期仍受到多方面因素支撑。首先是铜基本面改善，流动性宽裕引发铜价上涨，宏观利多因素频出，提振市场信心。其次是美元指数趋弱，近期公布的美国2018年12月零售销售数据降幅创近九年最大，进一步削弱美联储加息预期，美元计价金属价格有望得到提振。第三是估值合理，经过前期调整，目前铜板块估值处在合理区间，可关注板块配置价值。

关于铜价与相关股票标的走势的相关性，中信期货研究在其报告《如何寻找与铜期货有强联动性的权益个股》中有所阐述。

该报告指出，有色金属是大宗商品与权益联动性仅次于贵金属的板块。自2003年至2017年，铜价几经波动，其间出现了三次主要上涨行情和两次下跌行情。无论是在铜

价格上涨还是下跌行情中，龙头铜企股价与铜价的相关度均处于前列。若按照产业链进行划分，相关度排序均满足全产业链>上游>中游>下游。产业链因素、主营变动以及铜价周期或通过铜价直接或间接地影响着企业股价与铜价的相关性变化。

## 末肯收尽余寒

建信期货研究报告指出，近期宏观市场不断释放利多信号，市场情绪得到一定提振。从基本面来看，当前铜市库存情况乐观，继续支撑价格。LME和COMEX库存显著下降，SHFE库存季节性回升明显，国内季节性累库有限，上期所库存回升压力较小，全球库存偏低或将加剧消费旺季的铜供应紧张态势。不过，该机构也指出，往年春节后的第5-6周国内库存才出现拐点，因此整个2月份仍然是消费淡季，现货长期保持贴水格局，短期仍需关注下游企业复工节奏对库存带来的影响。

## 观点链接

### 兴证期货：铜价强势或延续

近期三大交易所库存出现下滑，绝对量仅为去年的二分之一，现货升水也回升至40美元/吨以上。随着Vedanta旗下40万吨冶炼厂复产受阻，海外精铜供应相对紧张局面短期很难缓解。需求端，欧美实体经济数据不佳，但随着国内地方债发行速度加快，基建等领域政策对铜消费提振或将逐步体现，铜需求出现大问题的概率不大。预计铜价或将延续强势，建议多单继续持有。

### 民生证券：需求端支撑基本金属走强

近期国内下游消费市场尚未完全恢复，成交未见明显好转，但受乐观情绪影响，基本金属价格普涨。全国各省陆续启动

“目前时间节点下，看涨铜价为时尚早。”王晓璇、陈秋祺表示，短期来看，若2-3月份库存拐点的出现早于往年，以及节后实际需求回暖得到数据支撑，铜价才有可能具备持续上涨的动力。“中长期来看，维持铜的基本面向好，价格上涨的判断。”

展望后市，信达期货分析师陈敏华表示，目前铜市海外供应偏紧，库存逆季节性下降。国内下游企业复工陆续启动，旺季预期仍在。考虑到全球显性库存偏低，以及铜精矿供应扰动等因素，预计铜价将维持震荡偏强走势，但反弹高度还需结合国内消费情况来判断。

“春节长假过后，国内有色行业进入项目开工密集期，现货需求量大，对价格支撑力度加大。国内外宏观环境趋稳，中长期看内需将有所改善，震荡回升是主基调。国内铜价有望挑战前期高点56000元/吨一线。操作上，建议继续保持多头思路，逢低买入为主。”刘超对中国证券报记者称。

2月地方债招标工作，上周发行规模近2000亿元，发行规模加大、节奏提速进一步保障地方基建资金来源，基建投资增速上行确定性增强。随着元宵节后下游开工率逐步提升，基本金属需求料将得到提振。

### 信达期货：预计铜价维持反弹格局

上周，在市场风险偏好改善的影响下，股市、债市、商品集体上涨。与此同时，铜供应端突发事件频现，海外矿山端和冶炼端皆各有干扰，海外供应偏紧格局不变。不过，国内节后下游启动缓慢，市场成交较差，现货持续大幅贴水，后续还需持续关注下游启动情况。预计铜价将继续维持反弹格局，操作上建议多单继续持有，谨慎追多。(张利静 整理)

## 资金面料以平稳为主

□本报记者 王姣

25日，货币市场流动性趋紧，尽管央行通过逆回购操作“补水”400亿元，资金利率仍普遍上行，代表性的DR007上涨约10基点至2.6675%。市场人士指出，本周地方债发行量依然较大，叠加缴准、跨月等因素，将对流动性产生一定扰动，但考虑到月末财政支出力度较大，预计央行公开市场操作将结合财政支出情况继续“削峰填谷”，后续资金面料以平稳为主。

## 资金利率普遍上行

央行于25日开展了400亿元逆回购操作，全部为7天期，中标利率持稳于2.55%；当日无逆回购到期，实现净投放400亿元。业内人士认为，央行开展逆回购操作，主要是为平抑缴准、地方债发行缴款、跨月等因素对资金面的扰动。受缴准等因素影响，25日货币市场流动性明显收紧，资金利率普遍上行。Shibor多数走高，其中隔夜品种上行17.4BP报2.605%，7天期上行5.8BP报2.658%，14天期上行11BP报2.628%，1个月期上行0.3BP报2.659%。银行间质押式回购市场上（存款类机构），主要期限资金利率全线走高，其中隔夜回购利率DR001涨19BP报2.6165%，代表性的7天期回购利率DR007涨10BP报2.6675%，14天回购利率DR014涨12BP至2.6172%，21天、1个月回购利率分别上涨约14BP、35BP。

## 流动性保持合理充裕

“周一缴准，叠加地方债发行缴款，流动性可能仍存在时点性压力，预计央行近几个交易日可能加大资金投放力度，维护流动性的‘合理充裕’。”华创证券固收首席分析师周冠南表示。

值得注意的是，央行在2018年第四季度货币政策执行报告中指出，2018年，“央行灵活开展公开市场操作”，“引导货币市场利率中枢下行”，货币市场基准性的DR007中枢从2018年年初的2.9%左右下降至2.6%左右。

国金证券固收首席分析师周岳指出，央行在2018年第四季度货币政策执行报告中将货币政策基调定为“稳健”，强调“从数量上看，M2和社会融资规模增速应与名义GDP增速大体匹配”。这意味着货币政策将加大逆周期调节力度，保证流动性合理充裕。

兴业研究则认为，从3个月Shibor走势来看，社融企稳概率将带动货币市场利率结束下行走势，历史数据显示，社融增速触底时，Shibor 3M大概率进入下行周期的尾声，维持低位震荡。总体来看，预计一季度3个月Shibor下降的空间有限。考虑到3月份MLF到期不再续做、跨季时点临近等因素，货币市场利率或将有所反弹。

# 供需偏松 玉米期价再创阶段新低

□本报记者 马爽

近期，国内玉米价格持续走低，25日玉米期货主力1905合约一度创下逾9个月新低。分析人士表示，随着天气逐渐回暖，售粮进度加快，市场供应增加，但终端饲料企业采购谨慎，且深加工企业备库不积极，使得近期玉米价格承压。但考虑到种植成本以及远期供需存在缺口等因素，后市玉米价格进一步下跌空间或有限。

## 期现货双双走弱

昨日，国内玉米期价继续走低，主力1905合约盘中最低至1780元/吨，创下2018年5月16日以来新低，收报1784元/吨，跌1.49%，今年以来累计下跌超过4.5%。

美尔雅期货研究员姜振飞表示，本轮玉米价格下跌的主因是，随着天气逐渐回暖，地趴粮储存不易，售粮进度加快，而下游饲料企业采购谨慎，深加工企业备库也不积极。

现货方面，卓创资讯数据显示，春节过后，华北地区玉米价格整体走势疲软，刚刚过去的周末又迎来集中下跌，其中深加工厂普遍下调30元/吨-70元/吨，部分厂家甚至一天三次下调价格。

卓创资讯玉米分析师徐学平表示，短期内华北地区玉米市场正承受三重压力：其一，由于气温逐渐回升，东北地趴粮不断上量出货，但由于饲料企业采购不积极，大量流入华北市场下游深加工企业，对本地粮形成较强冲击；其二，下游饲料、深加工需求低迷，厂家原料库存较足，采购意愿不强；其三，国际贸易局势缓和，市场预期后期进口将增多，囤粮意愿退缩。

## 关注需求端情况

根据天下粮仓数据，截至2月15日当周，南方港口库存内存量总计为104.2万吨，进口量为2.6万吨，共计107万吨，环比上升0.8%；北方港口库存为344万吨，环比增加2.2%。姜振飞表示，春节过后，货物到

港后，由于提货减少，集港量迅速增加。此外，由于天气逐渐转暖，东北售粮速度加快，工厂生产还在逐步恢复阶段。目前，北方港口库存变化量不大，而南方港口库存随着节后工厂陆续复工，需求增加，高库存压力或将得到缓解。

对于后市，徐学平表示，目前华北地区市场余粮尚多。此外，随着气温不断回暖，3月集中售粮压力还将增加。而由于下游饲料需求低迷，玉米淀粉等利润微薄，厂家都在极力打压玉米价格来争取利润以保证生存空间，预计未来一个月将是玉米市场最困难时期。建议粮商在短期操作上要灵活处理，如果资金紧张，可选择多观望少操作，以随收随走为佳。

姜振飞则认为，南方港口高库存压力或将逐渐释放。种植成本、农民惜售粮情绪仍在，以及远期供需存在缺口也有望给多头带来一定的信心。预计玉米价格进一步下跌空间有限，但如果谷物进口政策完全放开，空头情绪势必凶猛。

# 保障合作社收益 “保险+期货”再立功

□本报记者 张勤峰

## “保险+期货”试点项目取得圆满成功。

德美地缘林果专业合作社负责人吕满会表示，合作社依托“龙头企业+村集体+合作社+贫困户”模式，建成合作园、托管园、创业园5000亩，入社贫困户68户。同时，设立静宁县农产品电子商务冷链物流园，占地206亩，总投资6亿元，在2018年8月被郑州商品交易所指定为苹果交割仓库，成为西北首批苹果交割仓库，畅通了苹果产业与资本市场的对接渠道。在去年遭遇灾害，苹果质量不高，临

近春节销售不畅的情况下，利用苹果“保险+期货”保障了合作社的收益，让果农得到了实惠，今年扩大苹果种植面积心里就更有底了。

银河期货副总经理张森宁表示，今后将持续扩大苹果“保险+期货”项目投保规模和帮扶贫困户人数，继续以期货公司专业的服务能力，深入帮扶落后地区。

据了解，本项目合作社还通过投保苹果价格保险，在银行端增加了授信，获得了甘肃银行的大额信贷支持。

# 股指期权有助股市风险管理

□南华期货总经理 罗旭峰

品种每日成交金额加总之后大约在1000亿元左右，与现货市场规模差距也很明显。

由于工具有限和规模不匹配，很多机构难以对其实现有效的风险管理。但自2019年以来，股市一改颓势，不到两个月的时间内沪深300上涨幅度便接近15%，表现抢眼。股票市场大幅波动使得机构投资者和普通投资者在管理股票市场风险时面临着更大的挑战。

首先，我国股票市场的风险管理工具有限，难以满足投资者多样化的风险管理需求。目前，在用于管理股市风险的场内金融衍生品方面，境内仅上市了三个股指期货品种和一个50ETF期权品种，投资者在做股市风险对冲时，只能选择这几个品种，可选空间比较窄。而且50ETF期权并不是真正意义上的指数期权。

其次，当前场内金融衍生品的市场规模有限，难以满足机构投资者的现货头寸的风险管理需求。比如50ETF，目前基金份额逾400亿元，流通份额170亿元左右；而50ETF期权的每日成交金额仅10亿元左右，远小于现货市场规模。再比如，目前三个股指期货

品种的剧烈波动，利用股指期权便可以轻松地实现。

股指期权是一种更为精细的风险管理工具，将是完善我国股市风险管理体系的一个重要拼图。它在同一个行权价上可以有看涨、看跌期权，也可以有很多个不同月份的合约；在同一个月份上，又可以有很多个不同行权价格的合约，产品系列非常丰富，能极大满足投资者需求。

从市场角度看，股指期权的推出将有利于推动我国股市的健康稳定发展。因期权交易对专业性的要求很高，机构在期权市场更能够发挥优势，从而改善市场的投资者结构，推动股市健康发展。对期货公司等金融服务机构而言，股指期权的推出将大大丰富服务客户的工具和手段，可以更好实现为实体经济服务的目标。

从宏观角度看，股指期权相对于股指期货而言，包含了更为丰富的市场信息。比如，股指期权可以包含从不同维度对股市未来的预期，包括市场价格维度、波动率维度等等，这些信息可以给监管层提供更为全面的参考指标，增强政府决策的前瞻性。

## ■记者观察

### 人民币汇率有较强支撑

□本报记者 王姣

超过1.7%，在岸人民币对美元汇率累计涨幅也接近1.4%。

从国内因素看，近期公布的中国经济数据向好，尤其1月社会融资和新增信贷明显超预期，表明宽信用逐渐见效。宽信用政策正进一步加码，针对改善民企融资的相关配套措施陆续出台，市场对未来经济企稳回升的预期不断上升。而受益于全球风险偏好改善，近期A股连续上涨，外资加速流入，对人民币汇率也形成一定支撑。

值得注意的是，央行在日

前发布的2018年四季度货币执行报告中指出，下一阶段，将保持人民币汇率弹性，并在必要时加强宏观审慎管理，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”而在2018年三季度货币执行报告中，央行的措辞为“增强人民币汇率双向浮动弹性，并在必要时加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”对比来看，央行对汇率弹性的态度由“增强”变为“保持”，并新增“稳定市场预期”的表态，传达了央行对于稳定人民币汇率的态度。

总的来看，随着人民币汇率面临的外部环境改善，不少机构对人民币汇率的预期相对乐观，后续不排除人民币汇率延续稳中有升的格局。不过，目前人民币汇率也不具备持续升值的条件，未来大概率将在合理均衡水平上保持基本稳定。

## 长江证券赵伟：配置天平向权益类倾斜

□本报记者 王姣

中国证券报：哪些因素对今年春节后企业复工产生影响？

赵伟：今年元宵节后，农民工返程人数明显低于去年同期，元宵节后3天铁路旅客发送量下降11.3%，节后企业复工复产节奏或相对迟缓。今年春节后，气温整体偏低，部分区域降雨较为频繁，也对企业开工行为造成一定扰动。虽然今年1月整体表现为“暖冬”，但节后气温并未较节前出现明显回升，低温天气对企业开工形成一定扰动。同时，今年春节后部分区域降雨较为频繁，也对基建类开工产生影响。

中国证券报：今年春节前后，终端需求表现如何？

赵伟：今年春节前后，下游终端需求表现总体疲弱，对中上游企业生产行为或难以形成有力拉动。不过，企业主动收缩生产等行为对经济的拖累或将逐渐减弱。在信用加速修复的过程中，配置天平已明显向股票类资产倾斜。

中国证券报：今年春节前后企业复工情况如何？

赵伟：年初以来，企业生产景气总体不高，六大发电集团日均耗煤等生产端高频指标相较往年春节回落较早，节后指标的回升也并未表现出明显的超季节性特征。从春节后两周数据看，焦化、炼化、玻璃等主要中上游行业，开工率表现整体低于去年同期水平，较春节前并无明显改善。

从春节后两周数据看，基建类相关工业品价格表现相对低迷，基建类企业似乎尚未进入开工高峰期。例如，水泥价格近期明显回落，特别是降雨较为集中的华东和中部地区，水泥等建材类价格回落较为显著。

## 中国期货市场监控中心商品指数(2月25日)

指数名称	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘	涨跌
------	-----	-----	-----	-----	-----	----