

笑纳“春季红包” 工业品股期携手起舞

□本报记者 马爽

2019年前两个月，国内大宗商品以及A股均交出了靓丽的“成绩单”。其中，工业品板块表现格外抢眼，南华工业品指数累计上涨10.32%；A股中与之相关的有色、钢铁、采掘、化工行业指数涨幅均超18%。

分析人士表示，货币政策转向宽松以及一系列经济数据好转等，在一定程度上修正了此前的悲观预期，市场风险偏好随之改善，大宗商品以及相关股票板块因此联动上涨。不过，考虑到企业整体仍处主动去库存阶段，且宏观层面仍存不确定性，大宗商品能否继续走强有待观察。

股期双热

2019年以来，国内大宗商品市场显著回暖。Wind数据显示，截至2月28日收盘，南华工业品指数收报2219.47点，今年以来累计上涨10.32%。分板块来看，南华黑色指数、能化指数、有色金属指数前两个月累计分别上涨14.14%、9.83%、5.6%。

A股方面，与之相关的板块指数表现更为突出。申万一级行业指数中，有色金属、钢铁、化工、采掘板块指数年初至今累计分别上涨20.19%、19.39%、18.43%、18.31%。

“2019年以来，国内工业品期货以及相关股票板块指数携手上涨，反映市场风险偏好有所改善。”浙商期货宏观金融主管沈文卓向中国证券报记者表示，一方面，全球风险偏好改善提振市场情绪回暖；另一方面，国内1月社融、信贷数据双双超出预期，信用边际改善也给予风险资产价格一定支撑。

从资产定价角度来看，宝城期货金融研究所所长程小勇认为，大宗商品定价取决于市场供求关系和流动性，股市则取决于估值和流动性。因此，不论商品还是股市要出现上涨行情，必然离不开充裕的流动性。“当前工业品期货和相关股票板块指

2019年以来有色金属商品指数与股票指数走势对比



数联袂上涨，至少说明市场对于政策预期较为积极。”程小勇称。

政策宽松是驱动力

“2019年前两个月，国内大宗商品以及相关周期性股票强势反弹的最大驱动力是货币政策环境趋松。”程小勇表示，这包括美联储加息预期下降以及资产负债表紧缩进程有望在2019年下半年提前结束，中国通过再贷款、再贴现、降准和创设定向中期借贷便利（TMLF）释放流动性。

南华期货宏观研究员章睿哲表示：“1月社融和信贷数据较好，说明宽货币开始向宽信用转化，如果这些资金能够真正满足实体经济需求的话，将对大宗商品走势构成一定的利好支撑。此外，海外市场对于全球市场流动性紧缩结束的一致性预期逐渐增强，风险偏好情绪随之回升，亦利多风险资产走势。”

“对于经济前景预期差进行修正也是支撑股期标的双双上涨的重要因素。”程小勇表示，2018年四季度，市场对经济前景预期悲

观，商品和股票双双下跌。不过，2019年前两个月公布的一些宏观数据，如社融和信贷增速回升，均在一定程度上修正了市场的悲观预期，使得商品期货及股票联袂上涨。

产业链变化也对价格上涨构成了一定支撑。章睿哲表示，大宗商品由于供给面依然偏紧，基本面本身存在炒作空间，因此价格容易上涨。

事实上，从历史上来看，每年春季权益类资产价格的表现往往都比较突出。

一年之计在于春。“一般来说，每年年初都会出台一年的经济政策和计划，银行也会集中在一二月份进行放贷，市场对于新的政策有所期待，因此，大类资产特别是股市往往会出现春季躁动行情。”章睿哲表示。

从终端需求角度来看，沈文卓表示：“对很多行业来说，春季是开工季，需求升温预期也对一些大宗商品走势形成提振。”

“春季是工业制造业部门生产和销售旺季，季节性产销改善也有助于扶持部分企业利润改善。”程小勇表示，机构投资

者在一季度的布局相对重要，一些跌幅过大或者估值过低的资产可能会出现春季攻势行情。

“金三银四”是否可期

工业品这种红火行情还能持续多久？从大的环境来分析，程小勇表示，目前唯一具有确定性的是流动性宽松可能在1月触顶。从社融和新增信贷结构来看，票据融资大增，出现部分企业套利空转现象，但从实际的需求层面来看，除了基建方面，地产以及其他制造业部门对资金需求还出现温和回升迹象，主要是源于部分企业借新还旧的需求，因资金利率自去年下半年以来持续回落。而从制造业PMI数据来看，季节性因素导致生产指数创下2009年以来新低，需求指标如新订单指数出现反弹、新出口订单大幅下降，则意味着内需增加，尤其是基建投资带来的内需改善。但原材料库存以及产成品库存指数继续走低，则暗示企业还处于主动去库存阶段，且并无迹象表明企业已开始主动补库存。地产投资赶工效应可能结束，地产投资和开工都可能出现回落，因此大宗商品后市还存在较大不确定性。

从产业角度分析，章睿哲认为，目前中下游行业去库存阶段还未完成，企业经营业绩还未见底，现金流情况仍不容乐观，不少企业还存在违约风险，而一旦终端需求继续恶化，那么大宗商品的低库存现状恐难对价格构成支撑。需注意的是，当前的宏观环境改善仅仅是整个下行周期中出现的阶段性利好，在这种情况下，大宗商品出现“金三银四”行情的可能性不高。

沈文卓也认为，大宗商品能否继续走升有待继续观察，一方面需关注经济金融数据表现，特别是金融数据、社融及信贷数据是否继续改善；另一方面，关注近期政策动向以及春季实际的开工情况。

有色金属迎来暖春

□本报记者 张利静

年初以来，工业金属价格普遍走强，成为2008年以来行情最暖的“春天”。

有色金属品种全线走强

据统计，本轮上涨以来，沪镍涨幅约19%，涨幅最大；其次是沪铜及沪锌，涨幅在7%左右；再次是沪铝、沪锡，涨幅在3%—5%。彭博称，今年以来工业金属价格走势创下2008年以来的最佳开年表现。

铜涨幅居前，反映了本次金属行情主要由宏观情绪驱动。“当前时点上，国内流动性边际宽松提振需求预期，美联储加息周期见顶信号愈发明确，多因素带动有色板块情绪修复，优先关注对宏观变化最为敏感的铜，该品种还受到电网投资提速利好需求、供应增长趋缓、废铜进口限制提升中国精矿进口等多重支撑。电解铝的基本面已经处于底部，进一步恶化可能性不大。

■ 记者观察

□本报记者 张利静

2018年年底以来，美联储对货币政策态度转向“鸽派”，而面对不确定的经济形势，有部分国家央行已率先开始降息。这进一步强化了市场对全球主要央行降息的预期。对于商品市场而言，这构成系统性宏观利好。

从2019年年初国内金融市场表现来看，市场风险偏好整体明显提升。在股市走牛的同时，大宗商品市场价格重心也出现上移，尤其是黄金、原油、铜等龙头品种涨幅较为显著。这是否意味着大宗商品可以“买买买”了？

2018年年底以来，美联储对货币政策态度转向“鸽派”，而面对不确定的经济形势，有部分国家央行已率先开始降息。这进一步强化了市场对全球主要央行降息的预期。对于商品市场而言，这构成系统性宏观利好。

从2019年年初国内金融市场表现来看，市场风险偏好整体明显提升。在股市走牛的同时，大宗商品市场价格重心也出现上移，尤其是黄金、原油、铜等龙头品种涨幅较为显著。这是否意味着大宗商品可以“买买买”了？

2018年年底以来，美联储对货币政策态度转向“鸽派”，而面对不确定的经济形势，有部分国家央行已率先开始降息。这进一步强化了市场对全球主要央行降息的预期。对于商品市场而言，这构成系统性宏观利好。

从2019年年初国内金融市场表现来看，市场风险偏好整体明显提升。在股市走牛的同时，大宗商品市场价格重心也出现上移，尤其是黄金、原油、铜等龙头品种涨幅较为显著。这是否意味着大宗商品可以“买买买”了？

2018年年底以来，美联储对货币政策态度转向“鸽派”，而面对不确定的经济形势，有部分国家央行已率先开始降息。这进一步强化了市场对全球主要央行降息的预期。对于商品市场而言，这构成系统性宏观利好。

另外，由于上游煤炭、氧化铝价格短期仍维持高位，铝价有成本支撑。”中金公司有色金属行业分析师董宇博、陈彦表示。

从A股相关板块表现来看，广发证券分析师田国贤、姜永刚称，工业金属行业的板块盈利自2016年价格回升以来不断上台阶，但前期受市场悲观气氛压制，估值不断下行。当前，在金属库存处于历史低位叠加消费预期好转的推动下，金属价格上涨将继续提升企业盈利。他们认为，工业金属板块在此轮“双轮驱动”行情下弹性有望超预期。

“铜博士”被持续看好

“铜博士”近来涨幅尤为显著，多位分析人士认为，2019年该品种或延续偏强走势。

从供应端来看，中金公司认为，全球铜矿增长趋缓，中国废铜进口持续收紧。铜的供给变化常常滞后于需求，在2013—2016年中国需求增长放缓大周期里，全球铜矿仍然维持了约5%的年复合增长率。估计2019年

全球铜矿增量可能不足50万吨。此外，2019年中国七类废铜进口限制正式实施，六类废铜进口转为“限制性进口”，将支撑全年铜精矿进口维持10%或以上的增长。

铜自身基本面利多事件也时有发生。中信建投分析师表示，一是新矿业法导致税负增加，进而促使嘉能可技改，寻求降低运营成本，嘉能可在刚果（金）年产20万吨金属铜的Mutanda矿场削减产量，产量指引下降10万吨，这还影响着本地其他矿山。二是自由港印尼的铜精矿出口许可于2月15日到期，该公司还未获得新的出口许可，但因Grasberg年内从露天转入地下开采，预计产量大幅缩减，出口量将从2018年产约120万吨矿量下滑至20万吨矿量。三是智利方面，月初的强降雨损及智利国家铜业公司旗下Chuquibambilla和Radomiro Tomic铜矿”的产出。

业内人士表示，铜精矿长单加工费近期有所下调，这表明铜矿的供需端可能开始交易精矿供给紧张预期。

计短期内全面降息可能性不大。经济基本面方面，仅从库存周期来看，2018年10月官方制造业PMI为50.2，创2016年3月以来新低，分项指数原材料库存6个月移动平均值自去年7月份开始一路下滑，这些数据暗示市场已经进入库存周期拐点，即平均时长12个月的主动去库存阶段，这对大宗商品价格构成一定压力。

大宗商品在系统性风险偏好抬升的同时，仍面临来自经济基本面和需求端的不确定性。与股票资产具有较大弹性不同，商品价格受基本面限制更多。大宗商品投资者需同时观察基本面的配合情况，不宜盲目追多。

大宗商品在系统性风险偏好抬升的同时，仍面临来自经济基本面和需求端的不确定性。与股票资产具有较大弹性不同，商品价格受基本面限制更多。大宗商品投资者需同时观察基本面的配合情况，不宜盲目追多。

大宗商品在系统性风险偏好抬升的同时，仍面临来自经济基本面和需求端的不确定性。与股票资产具有较大弹性不同，商品价格受基本面限制更多。大宗商品投资者需同时观察基本面的配合情况，不宜盲目追多。

大宗商品在系统性风险偏好抬升的同时，仍面临来自经济基本面和需求端的不确定性。与股票资产具有较大弹性不同，商品价格受基本面限制更多。大宗商品投资者需同时观察基本面的配合情况，不宜盲目追多。

大宗商品在系统性风险偏好抬升的同时，仍面临来自经济基本面和需求端的不确定性。与股票资产具有较大弹性不同，商品价格受基本面限制更多。大宗商品投资者需同时观察基本面的配合情况，不宜盲目追多。

大宗商品在系统性风险偏好抬升的同时，仍面临来自经济基本面和需求端的不确定性。与股票资产具有较大弹性不同，商品价格受基本面限制更多。大宗商品投资者需同时观察基本面的配合情况，不宜盲目追多。

春季检修期临近 甲醇期价反弹

□本报记者 王朱莹

近期，甲醇期货1905合约维持在2350—2600元/吨的区间震荡整理。不过，分析人士认为，随着国内外装置春季检修期的临近，同时下游需求逐渐恢复，潜在利多不断涌现令空头继续打压甲醇期价的气势开始减弱。

春季检修减轻供应压力

甲醇1905合约自2018年底以来维持低位箱体震荡。近一周以来，甲醇净空头寸显著萎缩，暗示期价承压有所减轻。“甲醇期货1905合约后市有望突破底部箱体平台的束缚。”宝城期货分析师陈栋表示。

春节长假归来，国内甲醇港口库存回升较快，高库存隐患出现，对甲醇期价形成一定压力。同时在新建装置投产方面，预估2019年中国甲醇行业有约八百多万吨的新增产能。据了解，节后至今，新建装置中，大连恒力新建年产50万吨甲醇装置于2月18日附近投产产品，2月19日附近开始正式销售。

但从后市来看，陈栋指出，目前甲醇基本面趋于好转。3—5月份国内甲醇装置春季检修概率大，有望改善甲醇供应端的不利局面。历年跟踪数据显示，国内甲醇企业检修季节性较强，多集中于3—5月份，个别年份推迟至4—6月份。

“截止到目前的数据显示，有七百万吨的装置初步报出检修计划，不过考虑到3月份时点特殊，部分企业实际检修时间仍不太确定。除此以

股指期货：更精细的策略工具

□国泰君安证券 罗东原

目前，境内衍生品品种不断丰富，市场规模稳步增长，运行质量逐步提高，现货与期货、期货与期权、场内与场外、境内与境外的衍生品市场体系已初步构建，应尽快推出股指期货，进一步完善我国境内金融衍生品市场的版图。

股指期货在国际金融衍生品市场扮演着重要角色，更是机构投资者风险管理的必备工具。

首先，股指期货是市场波动风险的温度计。对于机构投资者来说，既面临资产价格绝对水平下降的风险，也面临投资过程中资产价格大幅波动带来的风险。即使市场长期上涨，但如果波动性风险很高，投资者也很难享受较高收益。股指期货则是度量市场波动风险的有效工具，由于期权价格包含了投资者对未来市场波动的预期，在股指期货交易价格基础上编制出来的波动率指数（例如基于标普500指数期权编制而成的VIX指数），已经成为衡量金融市场运行状态的重要指标。

其次，股指期货是投资者长期持仓的定心丸。相比股指期货，股指期货买卖双方的权利与义务分离，使得股指期货的买方在支付期初固定的期权费后，就规避了市场不利走势对其持仓组合的影响，同时还不放弃整体组合获得收益的可能。正是由于期权这种便利的“保险”功能，使得投资者在期初就可以将其持仓的最大亏损固定在一个较低水平，从而使其敢于并安心长期持有股票，有利于投资者树立

外，山西政府要求焦企环保限产，延长结焦时间至48小时，要求各焦企写环保承诺书，环保督查组驻厂；目前多集中在临汾等地，部分企业也出台检修计划。”陈栋表示。

需求有望恢复

甲醇下游需求有望恢复。“节后烯烃行业开工略有增加，目前开工率在80%附近。港口装置多数正常，河南主要装置2月18日附近陆续重启；西北装置多数正常，延安能化年产180万吨甲醇60万吨烯烃装置计划3月25日停车检修45天，2月下旬有原料外采。”陈栋介绍。

另外，大唐主要装置烯烃及甲醇暂未恢复，甲醇于2月初临时停车检修。新建烯烃装置方面，康乃尔待定，久泰新建烯烃预计能在3月下投料，具体仍需进一步跟踪。山东、河北等地甲醇开工有增加态势，节后至今开工略有增加；二甲醚行业开工稳定在43%；MTBE开工小幅增加0.02%至48%；醋酸开工91.53%，周增加1.02%，多数装置正常，部分计划3—4月检修；DMF开工在64%，周增加5%。

陈栋认为，虽然目前甲醇基本面依然处于偏弱状态，但随着春节生产装置检修季的临近，以及下游需求逐渐恢复带来的原料采购预期增强，供需结构有望改善将支撑价格企稳反弹。在多头信心恢复以及空头施压力度减弱的背景下，后期甲醇1905合约有望摆脱底部箱体震动的模式，迎来上涨行情。

长期投资的理念，改变频繁买卖、波段操作的股市短期行为，降低股票市场的过度波动，对于股票市场长期健康发展有积极意义。

对于机构投资者，特别是共同基金、社保基金、退休基金和保险基金等资产管理人来说，其有固定的现金支付需求，保持股票投资组合的价值稳定是极为重要的投资目标。通过买入股指期货，可有效控制持仓的最大回撤，提高其产品经过波动性风险调整后的收益水平。

最后，股指期货是场外期权健康发展的助推器。2012年底，境内券商启动场外衍生品业务，相关业务发展迅速。截至2018年11月底，场外期权存量规模2650亿元，浮动收益的收益凭证存量规模也达到了200亿元，这些期权合约的标的构成，主要以沪深300、中证500、上证50等股指为主。但由于缺少场内期权产品，大量场外期权的高价风险敞口难以得到有效对冲，场外期权的买卖双方都面临一定不确定性。推出场内股指期货产品，可以丰富市场参与者的风险管理工具，促进场内场外衍生品市场更好地服务实体经济发展。

此外，股指期货具有到期日、执行价格、认购和认沽方向等合约要素，这些要素可以用各种方式组合在一起，构造出具有不同风险特征的策略，满足各异的交易和投资目标，这实际上使得期权成为比期货更为基础的金融衍生工具。

股指期货是更精细的策略工具，赋予投资者更丰富的风险管理手段，能更好地服务于资本市场的发展，是成熟金融市场的必备工具。

中国期货市场监控中心商品指数（2月28日）							
指数名称	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		84.4			84.2	0.2	0.23
商品期货指数	992.62	995.94	997.74	992.26	991.37	4.57	0.46
农产品期货指数	824.44	828.39	828.44	823.74	825.48	2.91	0.35
油脂期货指数	461.27	464.4	466.05	460.57	463.15	1.25	0.27
粮食期货指数	1185.82	1199.54	1200.04	1185.21	1185.56	13.98	1.18
软商品期货指数	782.71	783.78	785.6	780.9	782.29	1.49	0.19
工业品期货指数	1065.86	1068.55	1070.61	1062.94	1063	5.55	0.52
能化期货指数	706.25	706.16	707.06	704.54	704.33	1.84	0.26
钢铁期货指数	1188.18	1198.29	1198.83	1183.37	1184.32	13.97	1.18
建材期货指数	1015.53	1017.34	1020.56	1009.16	1012.84	4.5	0.44

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2月28日）

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	964.33	969.09	963.62	966.18	-2.74	966.47
易盛农基指数	1217.39	1219.06	1193.76	1204.59	-7.31	1209.44