

■ 财富圆桌

股期两重天 谁是贵金属“预言帝”

□本报记者 马爽

近期,贵金属板块股期走势显著分化。期市方面,2月下旬以来,金价遭遇急剧下跌行情;A股方面,2月以来,黄金板块指数快速上涨,并创阶段新高。股期表现缘何分化?如何看待贵金属股期之间的联动性?后市又将如何演绎?本期邀请东证期货贵金属高级分析师徐颖、南华期货贵金属分析师薛娜、光大期货贵金属高级研究员展大鹏一起讨论。

多方施压金价高位回落

中国证券报:2月下旬以来,黄金期货价格高位回落,并一度创下阶段新低,背后的原因有哪些?

徐颖:一方面,前期市场对经济走弱的预期以及美联储加息暂缓的“鸽”派预期已经反映在金价中,但2018年四季度美国GDP增速为2.6%,好于市场预期的2.2%,表明美国经济是温和回落而不是存在明显的衰退风险,市场对此前过于悲观的预期进行修正。另一方面,近期市场整体风险偏好持续回升,风险资产不断上涨,美债收益率一度快速回升导致实际利率走高,资金从避险资产流出,2月SPDR黄金ETF持有量减少约40吨,因而金价出现较大幅度的回调。

薛娜:因前期美股大跌、美国经济数据不佳,市场预期美联储货币政策将变宽松,年内暂停加息甚至降息,这是此前金价上涨的主要动力。直到1月末的FOMC会议,这种宽松预期才逐步得以印证,而2月21日公布的1月FOMC会议纪要中讨论了年内加息的可能。此外,近期美国经济数据总体表现较好,尤其是2018年四季度GDP大幅好于预期,美股持续上涨,原来的避险情绪大幅回落,黄金ETF持仓大幅下降,且国际金价在1350美元/盎司一线也面临重要的技术压力位,以上因素共同导致金价下跌。

展大鹏:2月下旬以来,金价出现快速调整,是对2018年11月以来上涨行情的修正,原因主要有四方面:其一,美国通胀数据去年10月以来持续下滑,在美国中性利率不变的情况下,实际利率潜在是上升的,实际利率与金价多呈负相关,此次背离也说明此前市场过度看好金价是“非理性”情绪;其二,国际贸易局势出现缓和,近期中美股市整体表现良好,市场乐观情绪提升,避险情绪大幅弱化;其三,国内春节以后季节性需求回落;其四,前期金价上涨期间,美元指数维持高位震荡走势也为其回调埋下了伏笔。

黄金概念股表现强劲

中国证券报:相对来说,A股中的黄金板块表现坚挺,2月以来黄金指数区间累计涨幅一度超20%。为何贵金属股期表现遭遇冰火两重天?

徐颖:近期,黄金股上涨主要是受股票市场整体高风险偏好及资金持续流入带动,而非此前的金价上涨、金矿股价上涨的逻辑。现在仍属于金价上涨周期的初始阶段,未来预

期金矿的盈利能力会随着金价改善而走高,期货和股票分化走势将会回归。

薛娜:金价对收入、利润影响较大的上市公司一般会开展黄金期货套期保值业务,很多企业的盈利与金价短期波动相关性不强。另一方面,A股黄金指数2月以来出现显著上涨是在牛市氛围烘托下的表现。

展大鹏:春节以后,国内股市出现强势反弹,几乎所有板块都有上涨表现,黄金股票也不例外。另外,市场对近期政策出台期待颇多,其中最引人瞩目的就是降税,对黄金矿冶企业来说将构成直接利好,有利于增厚利润。因此,虽然金价出现回调,但在市场不认为走熊之前,黄金股票依然存在投资价值。需要提醒的是,金价回调也为黄金股票投资敲响警钟。

中国证券报:如何看待贵金属股票、期货之间的联动性?

徐颖:对于黄金企业来说,抛开设备和人力等固定成本,决定企业利润最大的变量就是金价,因此黄金股票和期货价格之间存在很高的相关性,但股票市场更侧重对未来的预期,反应也会比期货价格更快,黄金期货的波动率较低与汇率的波动率相近,股票的波动率则更大,贵金属相关股票的涨跌幅往往也大于贵金属期货。此外,除商品市场外,贵金属股票也受到股市的整体表现影响。对比近十五年来贵金属指数、上证指数、黄金价格走势后发现,贵金属股票与上证指数相关性略高于期货。

薛娜:贵金属相关的股票价格与业务模式、套期保值与否以及套保策略、公司经营管理效率和A股市场氛围等有关。没有做套期保值的矿业企业营业收入和利润与相关贵金属价格走势关系较为密切,但自2013年金银价格开始大跌以来,业绩的大幅波动令很多矿企开始开展套保业务,这种关联性就有所减弱。

展大鹏:长期来看,黄金板块股期标的走势多呈现出较强的正相关性,但股票相比期货更能反映投资者对相关企业的盈利预期,这不仅包含价格走势预期,还包含宏观及产业基本面、市场整体氛围和投资者的乐观情绪。相对来说,期货价格更加理性化,股票价格多存情绪化因素。从历史走势看,在拐点阶段,黄金股票相比期货常有滞后,甚至出现短期背离。另外,中长期来看,沪金期货与A股相关性偏低,甚至呈现较弱的负相关性。比如,2000年至今,沪金期货与上证综指相关性为-0.3,表明在较长的宏观周期内,黄金可以抵御一定的系统性风险,发挥对冲效应。



东证期货贵金属高级分析师 徐颖

南华期货贵金属分析师 薛娜

光大期货贵金属高级研究员 展大鹏

后市价格将何去何从

中国证券报:对于后市贵金属期货、股票走势有何预期?

徐颖:长期来看,维持金价震荡上行观点不变,原因在于美国经济延续回落趋势,欧元区和中国经济尚未见底,美联储和非美经济体央行货币政策维持宽松,只有看到通胀进一步回升美联储才会选择加息,而缩表操作的结束时间也早于预期。同时,本轮美元指数属于对手方太弱而被动走强,进一步上行空间有限。

2018年税改刺激效应消退后,市场对美国政府债务问题加重的担忧情绪升温,利率上行空间受到抑制。但由于市场预期和实际情况有出入,短期波动加大、回调在所难免,长线的期货投资要留有足够的缓冲资金,中短期期货投资则可以灵活一些,期货价格超涨时敢于做空。得益于金价自去年四季度企稳,且本轮上涨周期才刚开始,黄金股票获得支撑,且在板块配置中具有防御性。从长线投资角度来看,建议持有龙头黄金矿企。

薛娜:贵金属后市表现主要与美国经济表现、美联储货币政策、全球金融市场氛围等有关,未来重点关注美国非农报告、零售销售、CPI以及美联储FOMC会议等,预计美国经济将出现放缓但总体向好,美联储将保持宽松,金银大概率将维持震荡下跌,建议

投资者阶段性的做空。股市方面,A股贵金属板块近期快速大涨中,出现亏损企业股价持续大涨甚至涨停,表明这一波行情是政策、资金以及市场情绪推动产生的短期牛市。从长期来看,股票价格长期上涨都需要公司的良好业绩做支撑。因此,短期需要关注国内货币政策、财政政策、宏观数据表现和科创板落地消息等,建议投资者谨慎持有择时平仓。从长期来看,建议选择未来业绩有望增长、经营管理良好等基本面较好的公司股票长期持有。

展大鹏:当前,黄金价格承压下行,黄金股票维持升势,两者呈现短期背离,这是投资者对于股市“走牛”的乐观情绪表现。但这并不意味着黄金股票会一直涨,股市一旦出现整体性回调,黄金股票也会因“高处不胜寒”而跟随性下跌。

当前美联储加息步伐暂缓,相对疲弱的薪资增速以及特朗普政府内部纷争,均对美联储名义利率形成打压,预计相对温和的货币政策将支持金价再度走强。且美国货币及财政刺激将逐步消退,结合最新的美联储会议纪要,几乎所有委员认为在年内结束缩表是合适的,美联储偏“鸽”派表述并不利于美元走强,金价回调是逢低补仓好时机。从资产配置角度来看,投资者逢低配置黄金期货头寸或黄金ETF亦可对冲股市可能存在的过热风险。

包商银行张小凯:有色期货多头风险累积

□本报记者 张利静

今年以来,商品市场走牛过程中,有色金属期货表现尤为突出,前两个月板块累计涨幅5.2%。进入3月有所回落。有色金属期货由强转弱,其背后原因是什么?如何把握相关投资机会?本报记者特邀请包商银行高级分析师张小凯对此进行分析。

中国证券报:近期有色板块由强转弱,其背后逻辑是什么?

张小凯:宏观来看,美联储货币政策连续软化后,市场对全球货币政策的预期发生了逆转,预计将开启新一轮的宽松之旅,亚洲地区国家可能率先开启降息潮,欧洲也欲推新一轮TLTRO。可能这只是一个开端。国内去杠杆力度放缓,货币政策由“宽货币”向“宽信用”传导,财政政策加速发力托底经济,逆

周期调节政策改变了市场对于宏观经济的悲观预期。外部扰动因素自年初以来逐渐缓和,风险偏好大大提升。

基本面上看,有色金属整体的库存春节后没有超预期累库,有色金属的弹性大大增加。其次,供给端的扰动也不容忽视,市场对于稳定供给的预期出现改善,但个人认为这一波反弹缺乏可持续性。首先,美联储明“鸽”实“鹰”,美国与其他国家的政策分化愈发明显,短期内美国货币政策依然对其他国家特别是新兴市场国家的货币政策构成掣肘。美元维持偏强势态,这对需求的释放依然形成阻碍。其次,从库存周期来看,目前市场处于主动去库存周期,后续补库力度不会很强,这也是反弹力度有限的原因。

中国证券报:如何看待有色期货和股票的联动规律?

张小凯:近期股市走强,主要还是对宏观悲观预期的修复。有色金属股票指数或者说有色金属的个股与相应的期货价格联动性并不稳定,从联动策略上来看,较为考验投资者的择时能力。而有有色金属股票走势跟大盘指数相关性一般在85%以上,而且相对稳定。也就是说,有色板块是一个强β的行业,抓住了大势基本上也就等于抓住了有色股票行情。

另外,本轮有色金属期货行情从基本面上看是相对理性的,在一定程度上受需求滞后所制约。无论是启动节点还是涨幅来看,有色期货这波多头行情落后于股市行情。投资者应审慎对待有色金属后市走势。

中国证券报:增值税调降预期对有色行业后市有何影响?如何把握投资机会?

张小凯:增值税调降对于有色行业的影响,其一是对有色行业的利润“增肥”,有利于

改善企业的盈利水平,有利于修复有色行业的利润水平,因此也有利于股价的中长期抬升;对于期货价格来讲,由于期货是含税报价,因为调降增值税有利于企业做正套交易或者做空沪伦比值套利。

现阶段投资者可重点关注有色板块的期现价差,相关消息发布后,前半程反应相对迅速,后半程缓慢上行。盘面价差如实地反映了增值税调降的影响,但对于投机者来说前半程是鱼身,后半程可能是鱼尾了;对于套保者来说,可以稳定全程持有,稳定地吃价差。

期现价差反应并不是一蹴而就的,一直持续到4月合约退市,是一个长时间的消化过程。盘面价差基本上如实反映了增值税调降的影响。不过,由于相关政策落地时间尚不确定,预期的不稳定可能导致市场波动性加大。

■记者观察

人民币汇率短期因何承压

□本报记者 王姣

最近一周多时间,人民币对美元汇率整体表现偏软。以人民币对美元中间价为例,过去6个交易日中有5日出现下调,累计下跌近400个基点,重回6.72元关口下方;再看即期汇率,截至8日收盘,境内银行间外汇市场上,在岸人民币对美元报6.7269元,创2月19日以来新低,较前不久触及的半年多新高6.6738大幅下跌约531个基点。

综合机构观点来看,近期人民币汇率回调,市场多头情绪有所降温,是内外两方面因素共同作用的结果,具体包括全球风险偏好回落、美国经济数据向好令美元持续反弹、中国最新公布的经济数据不及预期等。

首先,本周以美股为代表的风险资产出现调整,全球风险偏好回落,不利于人民币汇率继续走强。此前,受益于美股连续反弹,全球风险资产普涨,人民币汇率出现超预期的上涨行情,但本周以来,标普500指数连续回落,从2816.88点下跌至2750点附近,累计跌幅接近2%。3月8日,A股市场亦出现大幅回调,截至收盘,上证综指跌4.4%报2969.86点,创近5个月最大跌幅。值得注意的是,北上资金连续3日净流出,8日净流出12亿元,盘中一度流出超30亿元。

其次,美国近期公布的经济数据向好,欧央行意外放鸽,利好美元指数连续反弹,人民币汇率相应面临一定的外部压力。2月27日至3月7日,美元指数出现七连涨,从96.15回升至97.72上方,累计涨幅约1.59%,盘中最高触及97.7247,创2017年7月以来的新高。美元指数重新走强主要受益于两方面,其一,美国近期公布的经济数据向好,缓解了部分对美国经济形势的担忧。其二,欧央行意外放鸽,推迟升息指引,欧元大跌利好美元指数。市场人士认为,尽管美联储在1月底转持鸽派立场,但美国国债收益率与多数发达经济体国债的利差相对宽阔,支撑了美元。

再者,中国2月PMI、进出口数据表现不佳,也冲淡了做多人民币情绪。数据显示,中国2月官方制造业PMI为49.2,创2016年3月以来新低。此外,受春节因素及贸易不确定影响,中国2月进出口增速双双不及预期。

总的来看,美元指数短期回升较快,使得包括我国在内的新兴市场货币短期将承受一定压力;从国内因素看,若基本面数据表现平淡或不及预期,叠加国内货币政策宽松预期延续,人民币汇率未来一段时间或延续震荡。不过结合我国外汇储备实现四连升、外汇市场保持平稳运行来看,当前市场对人民币汇率的预期保持稳定,年内人民币汇率稳中趋升仍有较大概率。

沪胶五连阴 继续下跌空间有限

□本报记者 张勤峰

本周橡胶期货价格持续走跌,主力1905合约实现五连阴,重新逼近12000元/吨关口。市场人士指出,沪胶冲高回落虽反映出当前市场环境并不支持股价持续走高,但历史性底部很可能已经形成。短期来看,目前供需形势仍谈不上利多,股价料延续震荡,但最艰难的时候已经过去,股价长期看可以适度乐观。

连续五日下跌

周五(3月8日),上海期货交易所橡胶价格继续下跌,截至收盘,主力1905合约报12095元/吨,较周一盘中触及的高点12960元/吨回落865元/吨,当日跌幅为1.51%,为连续第五个交易日下跌,全周累计跌幅约5.29%,位居大宗商品跌幅榜前列。

“泰国交通部计划加大橡胶在道路方面应用,帮助维持股价稳定,泰印马三国同意从4月开始的4个月中削减天胶出口量24万吨。消息面利好对行情提振有限,主要由于前期上涨行情已消化多数利多,基本面的薄弱对行情拖累力量加大。”华闻期货研发部袁然点评称。

中信建投期货分析师李彦杰同时表示,“前期利好消息基本被市场消化殆尽,在需求没有出现较为明显的增长的情况下,股价继续上涨缺乏足够动力支撑。”

方正中期期货分析师张向军进一步指出,春节后下游企业陆续复工,但短期内对于橡胶的需求依然有限,虽然政策推进“汽车下乡”带来利好预期,但对橡胶供需面的利多作用需要较长时间才能得到体现。

短期延续震荡

从基本面上看,李彦杰指出,停割期内天然橡胶产出将持续处于低位;目前国内轮胎厂家开工已经基本稳定,2月份整体库存出现走低,3月初期厂家出货有所放缓,库存量料会有所上升,不过随着户外基建等作业逐渐恢复,终端市场需求方面仍有上升空间,近期天然橡胶需求变化不大。

供给方面,海关总署数据显示,中国2月天然及合成橡胶(包括胶乳)进口为37.1万吨,较1月的61万吨减少39.2%,较上年同期的37万吨则微幅增加0.3%。1-2月,中国累计进口橡胶99.0万吨,同比减少7.9%。

李彦杰认为,目前来看,国内天然橡胶库存量持续处于高位且还在继续上升,对股价压制作用较为明显。另一方面,近期泰国地区原料价格连续出现上涨,当前价格已回升至去年年中水平,天然橡胶成本支撑稳定,预计短期内天然橡胶价格将以震荡运行为主。

从更长期的视角来看,张向军认为,沪胶冲高回落虽反映出当前市场环境并不支持股价持续走高,但既然前期突破12000元重要阻力位也说明股价有望结束自2011年开始的长期熊市,历史性底部很可能已经形成。历史上,万元关口多次经受住利空环境的考验,虽然目前供需形势仍谈不上利多,但最艰难的时候已经过去,股价长期看可以适度乐观。

“2019年天胶供需形势虽不能说特别利好,但有望好于2018年。沪胶在上冲13000元技术性压力位遇阻之后,若能夯实12000元的支撑则有望恢复市场长期做多的信心。”张向军表示。