

■ 多空论剑

# 股强期弱 黑色系暖春之旅成色几何

□本报记者 马爽

三月本是传统钢市旺季,但近期国内黑色系期货表现并不理想。相对来说,A股市场上钢铁、采掘板块走势更为坚挺。Wind数据显示,3月以来,南华期货黑色指数下跌1.06%;申万一级行业指数中钢铁、采掘指数分别上涨2.16%、1.62%。股期缘何背离?未来还有哪些故事可以讲?二季度将何去何从?本期邀请山金期货研究所所长曹有明、中银国际期货黑色金属研究总监吕肖华一起探讨。

## 股期走势背离

中国证券报:三月本是传统钢市旺季,但近期国内黑色系期货表现并不理想,原因有哪些?

曹有明:近期黑色系期货表现疲弱,原因主要在于三方面:首先,目前的库存和产量均处于高位。经过冬季库存累积,目前钢厂库存和社会库存均处于近几年高位附近。其次,由于过去三个月钢材价格上涨,提前透支了市场对于消费旺季行情的乐观预期,且目前钢厂利润仍较丰厚,导致产量居高不下。最后,虽然宏观经济存在较大下行压力,但房地产调控并未明显放松,这也造成市场对中长期需求预期悲观。因此,目前的市场状态是高库存、高价格、高产量、偏悲观的需求预期。在这几个因素共同作用之下,国内黑色系商品表现疲弱。

吕肖华:这主要是受三方面因素影响:首先,从供应上来看,1—2月粗钢产量增速出现快速增长。根据中国钢铁协会(简称“中钢协”)数据,2月我国重点钢厂粗钢日均产量为194.34万吨,比1月增长6.6%,同比增长6.72%。其次,从需求上来看,1—2月房地产销售高频数据不佳。与此同时,管桩产量作为房地产新开工的同步指标也面临较大下行压力。最后,从价格上来看,春节以后,由于巴西尾矿坝事件导致钢价出现一波拉升行情,目前的价位相对仍处于较高水平,因此要想在此位置上拉涨需要有较强的因素支撑。整体来看,不管是从供需上来看,还是从价格本身来看,截至目前都不足以发动一波上涨行情。但如果出现有利的基本面事件发酵的话,3月底4月初,黑色系仍可能出现一波上涨行情。

中国证券报:相比来说,近期A股市场上钢铁、采掘板块走势更为坚挺,黑色系股期缘何出现背离?



山金期货研究所所长 曹有明

由于目前的状态是高库存、高价格、高产量,因此,二季度钢价存在较大下行压力。在投资上,建议对于螺纹钢和热卷等黑色系商品采取逢高做空策略。



中银国际期货黑色金属研究总监 吕肖华

预计黑色系大概率会在三月底四月初迎来一波短期上涨行情,主要原因是目前的供需错配导致库存已现阶段性顶点,基本面持续好转。

曹有明:近期钢铁、采掘类板块股票走势坚挺,与黑色系商品走势出现背离,原因主要包括:其一,近期股票市场风险偏好大幅改善,资金不断流入股市,推动股票价格大幅反弹。在这种情况下,钢铁、采掘板块股票或多或少都要跟随大盘一起上涨。其次,近期随着钢价反弹,钢厂利润水平也出现较大幅度的改善,叠加去年全年钢铁企业出现的超常时间高利润状态,去年钢铁板块股票应该说存在被错杀的因素,目前是价值的回归。其三,春节前,巴西淡水河谷溃坝事件,导致铁矿石价格出现大幅拉升,涨幅远远超过钢材价格的涨幅,在一定程度上提升了采掘板块股票的估值。

吕肖华:原因主要有两方面:首先,A股市场经过长期大跌后出现强劲反弹,股市由熊市进入牛市,对个股的估值和风险偏好均会带来有利的变化。其次,近期,由于环保等因素,唐山等地钢厂开始减产,这同时影响了供应和需求,钢价虽然走势震荡,但原料价格下跌,钢厂利润出现上升,利多钢铁企业股价表现。

## 未来还有哪些故事可讲

中国证券报:哪些因素将可能成为未来主导黑色系走势的关键?为什么?

曹有明:政策将是影响未来黑色系商品走势的关键因素。首先,目前影响钢材供给的主要因素是环保因素。一旦环保政策收紧,容易对钢材供给形成阶段性冲击。其次,房地产调控政

策是影响需求及其预期的重要变量。虽然政府工作报告对房地产政策着笔不多,但市场普遍预期“因城施策”的政策总基调应不会改变,出现超预期的放松可能性极小。目前钢材的下游消费主要看房地产的拉动作用,对基建的影响相对偏小。因此,主导未来黑色系走势的关键因素主要看环保政策和房地产调控政策,一个影响供给,一个影响需求。

吕肖华:从大的方面来看,2019年环保政策对粗钢市场供应的影响可能下降,“用市场手段”解决过剩产能将是政府的态度。因此,从供应上来看,我国的钢材产量可能不会存在紧张情况。而从需求上来看,虽然批了大量基建项目,但房地产市场和制造业短期仍看不到大的亮点,因此将难以支持黑色系出现长时间的大幅上涨行情。但这并不是说不会出现上涨行情,如果出现阶段性供需错配情况,仍可能推动黑色系出现一波上涨行情。比如,在需求季节性好转的情况下,供应出现大幅下降时。因此,主导未来黑色系走势的关键因素是供需错配。

## 二季度将何去何从

中国证券报:对于二季度黑色系走势有何预期?投资者该如何布局相关的股期投资机会?

曹有明:由于目前的状态是高库存、高价格、高产量,因此,二季度钢价存在较大下

行压力。在投资上,对于螺纹钢和热卷等黑色系商品,建议采取逢高做空策略。不过,由于目前螺纹钢现货与期货远月基差过大,1910合约下方空间恐有限。因此,在操作上,一旦空单有了较大的盈利,必须及时止盈离场。另外,今年钢厂利润水平虽然较去年有了较大程度的下降,但整体仍处于相对的高位,且经过去年持续近一年的高利润状态之后,钢厂的资产负债表出现显著改善。因此,在二季度,钢铁板块股票仍存上涨空间。不过,一旦大盘出现调整,钢铁板块股票大概率也会跟随调整。

吕肖华:预计黑色系大概率会在三月底四月初迎来一波短期上涨行情,主要原因是目前的供需错配导致库存已现阶段性顶点,基本面持续好转。

近日唐山及周边地区环保形势趋严,相关部门针对大气污染防治及秋冬季错峰限产情况进行强化管控,这将使得近期供应压力骤减。目前钢材市场终端需求表现平稳,与市场预期基本一致,但季节性消费增加以及恶劣天气的影响将导致需求累计后集中释放,这会对现货市场造成一定的影响。钢材市场库存顶点已现,随着时间推移和库存消耗,钢价在三月底四月初极有可能出现一波上涨行情。届时,如果钢厂限产放松,上涨空间和幅度可能有限,但如果钢厂因环保因素持续限产的话,钢价短期上涨空间可能被放大。

# 机械板块将受益基建稳增长政策

□本报记者 牛仲逸

今年以来机械板块呈现逐步震荡走高态势。分析指出,2019年基建稳增长政策逐步落地,机械行业将持续受益。随着市占率的提升和规模效应,龙头公司盈利能力不断改善,短期业绩具有较强的确定性。

## 行业高景气延续

据中国工程机械工业协会最新数据显示,2019年2月,纳入协会统计的25家主机企业国内外市场合计销售挖掘机18745台,同比增长69%,为2018年6月以来的最高单月销量。其中,国内市场销量(不含港澳台)17286台,同比增长78%;出口销量1459台,同比增长5%。2019年1—2月,挖掘机累计销量30501台,同比增长40%。

而工程机械龙头的业绩也是大幅增长。根据公告,三一重工预计2018年净利润为59—63.2亿元,同比增长182%至202%。恒立液压则预计2018年业绩扭亏为盈。徐工机械预计2018年归属于上市公司股东的净利润盈利为19.5亿元—21.5亿元。

“在基建需求、更新需求、环保升级等因素的刺激下,工程机械行业自2016年下半年起进入新一轮上行周期。2019年工程机械行业的高景气度有望延续,预计全年挖掘机、起重机、混凝土机械的销量增速有望分别达到20%、50%、50%以上。”兴业证券行业研究指出,经过过去十几年的发展,国产品牌在技术、品牌、资金实力方面取得了显著进步,国产份额持续提升,在行业增速下行后,市场集中度及国产品牌的份额提升有望加速。

## 四维度挑选标的

近期市场热议科创板,相关主题持续火爆,那么对于机械行业,科创板的推出会带来哪些机会?

“对于机械板块而言,科创板重点鼓励的高端装备制造、新能源车及新一代信息技术相关设备板块有望获得催化,市场对其中的优质标的关注度有望提升。”太平洋证券行业研究指出,一方面,选择好赛道中有技术壁垒、有核心竞争力、有做大潜力的领先企业。另一方面,从间接的角度考虑,有参、控股相关高端制造企业的标的也可以考虑参与。

此外,渤海证券行业分析师张冬明表示,建议主要从以下四个维度寻找优质标的。首先是轨道交通,轨交行业投资强度有望超预期,同时下游运输需求以及城镇化率的提高也将

倒逼轨交行业的快速发展。

其次是工程机械,未来五年将是工程机械行业提质增效、转型升级发展的机遇期,也是国际化发展的机遇期,“一带一路”建设、人力成本的不断攀升以及环保要求提高有望继续支撑挖掘机等工程机械销量稳步提升,同时随着下游客户对性能等相关要求不断提高,龙头企业市场份额有望日益提升。

再者关注锂电设备,随着我国新能源汽车市场的爆发,动力电池企业不断扩产,测算2018—2020年锂电设备累计市场空间约550亿元,市场规模巨大。

最后是激光设备,激光设备属于技术、专业性较强的精密产品,已成为发展新兴产业、改造传统制造业的关键技术设备之一,我国已成为激光设备最大的消费市场,预计未来几年激光设备市场仍将保持较高增速。

# 库存压力较大 沪胶仍难以摆脱低位

□本报记者 马爽

沪胶期货近期承压走低。分析人士表示,国内天然橡胶库存处于高位,且终端需求未出现明显改善,使得沪胶期价走势承压。预计在天然橡胶库存去化率不显著的情况下,沪胶价格要想摆脱价值低位区间仍将任重道远。

## 期价延续弱势

“尽管天然橡胶产区处于停割期,泰国原料价格延续上涨趋势,但国内天然橡胶库存处于高位,3月底开始国内产区将逐步开始割胶,库存压力仍较大。虽然下游终端工厂需求逐渐回暖,但以小批量刚需为主。在终端需求未出现明显改善的情况下,天然橡胶供需偏松格局将难以改变。”广州期货研究员余

伟业表示。

国信期货研发部范春华表示,目前国内多数轮胎企业运行稳定,整体开工较上月稍有提升。部分厂家已公布涨价通知,但市场跟涨并不及时,未调涨企业多在观望中。全钢轮胎代理商订货会多在上月召开,销售政策多执行上月水平。市场终端需求稍有起色,但不及预期,整体库存并未实现真正的流通。整体来看,原材料价格不稳难对轮胎价格走高形成支撑,加之轮胎终端需求不佳拖累,贸易环节在前期进货充足情况下未出现大量进货行为。

## 缺乏上行动力

从基本面来看,东航期货分析师杨文虎表示,全球天然橡胶市场供应仍处于高速增长长期、下游需求正面临增长挑战以及巨量注册仓

单均将是天然橡胶价格摆脱低价一道不可忽视的阻力。

供应方面,从天然橡胶生产国协会(ANRPC)公布的数据显示,2018年东南亚五大天然橡胶主产国泰国、印尼、越南、马来西亚和印度合计增产天然橡胶近36万吨,全球天然橡胶产量在2017年大幅增产100万吨之后,2018年继续增产40万吨以上。“若无特殊的自然灾害,预计东南亚天然橡胶主产国2019年仍有50万吨以上的增产潜力。”杨文虎表示。

下游方面,据中国汽车工业协会发布的数据,2019年1—2月中国汽车产销分别完成377.6万辆和385.2万辆,产销量相比2018年同期分别下降14.1%和14.9%。中国汽车市场在经历十数年高速扩张之后,需求形势在2019年将迎来相当严峻的挑战。

织行业国内和国际形势与后市展望、国际棉花市场行情及棉花的投资交易等方面作了详细系统的讲解和深入的分析。在圆桌论坛环节,棉纺企业代表热烈交流,从企业的发展和企业策略角度出发,深入探讨棉花的未来形势发展。

在期权研修班上,嘉合基金投资总监余力、郑州商品交易所衍生品部副总监刘少华、郑州商品交易所农产品部祖力、台湾金融发展协会副理事长、中期协特聘期货期权专家林昌兴以及长江期货相关人员就期权的基本知识及进阶策略做了详细的全方位的解读,并结合实际案例详细阐述了如何将期权运用

与实体经济相结合,帮助棉纺产业了解期权的专

本次活动是2019年业内首场盛会,受到参会代表的一致好评,反响热烈。活动中共享近期棉花产业链行业各类信息,行业各方代表齐聚一堂交流了棉花相关的现货和期货市场经验,成功打造了“长江棉纺产融汇”生态圈的品牌,树立了长江期货金融衍生品和风险管理服务商的专业形象。

目前,棉花期权已上市一月有余,运行良好。开展棉花期权交易,能够为棉花产业提供多样化的风险管理途径,践行了期货行业服务实体经济的宗旨。

## ■投资非常道

## 提出问题的能力 是最重要的专业能力

□金学伟

人类的大脑在一段时间只能关注很少几件事,所以提出问题、定义问题、聚焦问题的能力,根据问题划分边界——要分析的是系统的哪个方面、哪个局部、子系统,对该子系统进行分析的边界在哪里是我们把握复杂系统、认识复杂系统的关键前提。成熟的专业级心智、对复杂适应系统之复杂性的充分敬畏、理解,对各种模型的广泛了解,是不可缺少的三个主观条件。

与包括人的生命系统在内的其他适应系统相比,股市这个适应系统的复杂程度其实是相对较低的。就问题来说,它的核心问题就两个:牛市还是熊市?如果是熊市,那么,促成这个熊市的因素有哪些?注意,是“有哪些”,而不是“是什么”?“是什么”的问题容易把我们导向简单化,把熊市归因于某个单一因素,如宏观经济、政治、打击投机炒作等。只有“有哪些”,才能使我们把所有主要因素都归列出来,让我们的因果分析更符合复杂适应系统多因一果这个客观状况。

这些因素的影响边界在哪里?其反面的限制因素是什么?哪些因素是会变的,或消失,或从不利转变为有利?这是进一步的问题。

比方说,宏观的因素和政策的因素是会变的,有些不利于经济和股市的政策是会变的。估值太高这个不利因素会随着股价的下调变为有利因素。这个有利因素会构成其他不利因素的限制因素,让不会长到天上的树也不至于长到地下去,如此等等。

有一个现象不知大家注意没有,投行的首席策略分析师对市场的把握要好于首席经济学家,而投行的首席经济学家又好于社会上的经济学家。原因无他,就在他们对影响股市的因素了解程度、把握程度,以及手中分析模型的多寡是依次递减的。就对股市的把握方面来说,他们的专业程度和能力是递减的。

事实上,真正的经济学家的研究领域都是很狭窄的,很多都是经济领域中一个分支中的分支,所以,诺贝尔经济学奖得主哈耶克在获奖感言上的一段话我特别欣赏:经济学家不要对公众事务发表意见,因为我们的研究领域都很窄,只有在自己的研究领域里,我们才是专家权威,离开了这个领域就不是。

亚商董事长陈琦伟在亚商成立三十周年会上一段即兴感言我也特别赞同:和西方发达国家比,我们最缺少的是是一种专业精神、专业气质。

专业的能力首先表现为提出问题和聚焦问题的能力。一个不专业的人,不管他是普通股民还是专家,学者会随着熊市的不断深入而把聚焦点不断转向促成这轮熊市的因素,由此导致的结果是:熊市越深入,越到后头,我们对各种不利因素的总结越完备,越透彻,越深刻;同时,我们的心态、情绪,我们的关注点也会距正确的方向越来越远!

而专业的提问总是和市场相一致的,比如,熊市已到了哪个阶段?熊市结束的条件有哪些?它的促发因素是什么?熊市结束的标志是什么?

在这些问题上,不同风格、不同模型、不同的市场和哲学观会产生一些差异,但这些差异没有绝对优劣之分,纯粹和背景有关。比方说,在宏观经济景气阶段,熊市结束的条件有哪些?“所构成的逻辑链会更完备、更充分,给人的底气更足。但在非景气阶段,熊市结束的促发因素是什么”要更胜一筹。

因为按道·琼斯理论的“牛市三阶段论”,牛市的第一阶段属建仓阶段,在这一阶段,有远见的投资者知道尽管现在在市场萧条,但形势即将扭转,因而就在此时买入那些勇气和运气都不够的卖方所抛出的股票,并逐渐抬高出价以刺激抛售。此时,财报报表情况仍然很糟——实际上在这一阶段总是处于最萧条的状态,公众为股市状况所述惑而与股市完全脱节……”

由于牛市第一波大多数是在经济还低迷的时候产生的,因此,“熊市结束的条件有哪些”显然不如“它的促发因素是什么”好。

撬动牛市第一波的杠杆通常有两个:第一个是估值,第二个是基本面上积极的转暖因素。因此,牛市第一阶段的核心任务可以用一个词来归纳——价值回归!

在道·琼斯没有创建股价指数前,人们认为价值就是一家公司的事,甚至认为股价的涨跌也是一家公司的事,因此要从整体上去把握股市几无可能。但平均股价指数的创立改变了这一切。由于它包容了一切,包括合理的与不合理的,高估的和低估的,已知因素和可预见因素,所以它的创立使股市从此有了一个大盘概念,有了整体上去评估一个市场的可能。

不过,道氏理论只是创造了一个基础,真正使之可量化的是后来产生的,如估值方面的PE、PB、PS等,基于一般自然规律的波浪理论、基于统计原理的市场轮廊理论等。通过市场平均估值的历史比较,我们可以对价值回归会到什么水平作出大致的估测。通过市场轮廊理论,我们可以从以往的指数波动中,寻找它的价值中枢,作为价值回归在指数点位上的基准。通过波浪理论对价格运动一般规律的总结,我们可以进一步把它细化到一个基准目标——大多数趋势的最后一段,都会在接下来的修正中被全部抹去。

所有这些都是现成的,前人为我们创立的,我们所需要的就是把它们拿过来。而要拿过来的唯一前提就是我们提出问题、聚焦问题的能力。我认为“股道即为天道,万法归于心法”,前者所指就是超越因果论,后者所指就是法之用,在我心。

## 证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年3月15日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
505888	嘉实元和	1.1588		11,587,980,361.79	

注:1、本表所列3月15日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。

2、基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。

3、累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。