

■ 多空论剑

商品涨价 经济是否触底

□本报记者 王朱莹

近期,猪肉、原油、化工品等商品价格纷纷上涨。这对于CPI、PPI影响几何,对货币政策会否形成牵制,成为市场关注的话题。本栏目邀请国泰君安证券研究所全球首席经济学家花长春、长江证券研究所首席宏观债券研究员赵伟以及星石投资组合投资经理袁广平进行解读。



国泰君安证券研究所
全球首席经济学家 花长春

7月之前政策宽松无障碍,7月之后宽松力度有一定不确定性。下半年降息、降准的概率在下降。



长江证券研究所
首席宏观债券研究员 赵伟

考虑到信用环境修复领先经济2-3个季度左右,经济企稳可能要到第三季度前后。然而经济出现“V型”反转的可能性较小。



星石投资组合投资经理
袁广平

本轮盈利下行周期中,超预期的减税降费政策全部集中在第二季度释放,可能会使得盈利底先于经济底出现。

CPI存上行压力

中国证券报:商品涨价对于CPI、PPI影响几何?

花长春:此次涨价无疑使得CPI趋向3%,而PPI通缩的概率有所下降。

我们测算猪价推高CPI月度最高或达2-2.5个百分点,平均1-1.5个百分点。猪价对CPI的冲击时间点主要在7月、10月到明年初。若没有其它方面的对冲,四季度CPI大概率会冲破3%。不过,好在还有增值税下调来对冲。增值税下调对CPI短期内影响不大,但影响逐季增加,预计最大影响在4个季度后。从2019年来看,将下拉CPI0.3-0.5个百分点。因此,测计CPI涨幅在四季度或达3%左右。

库存叠加投资需求,使得PPI今年可能大概率比之前预期的好,下半年进入通缩的概率在下降。不过,整体PPI可能会受到增值税下调影响,下行0.7-1.1个百分点。

赵伟:CPI回升幅度不及预期,与猪价对CPI影响尚未充分显现有关。根据国家统计局的数据推算,3月猪价占CPI同比权重为2.35%、低于2月的2.5%,环比权重也有类似变化。

生猪供给大幅收缩下,未来几个月CPI或面临快速上行的风险,全年中枢或在2.5%左右。各地区猪价先后进入上涨周期,使得采样差异的影响减弱。供给大幅收缩下,猪价上涨节奏快于以往、幅度也可能扩大,或推动CPI快速抬升。中性情景下,CPI开始加快上行,全年中枢或在2.5%左右;悲观情景下,CPI或快速突破3%。

袁广平:短期来看,猪肉价格、原油价格上涨,确实扩大了CPI上涨的幅度。不过,在需求仍相对疲软的情况下,此次猪肉价格、原油价格上涨主要是由供给减少驱动,并

不具备长期上涨的逻辑,短期内可能驱动CPI一定程度的上行,但中长期影响有限。因此,年内或时点性达到3.0%,但长期保持甚至突破3%的概率不大。

而化工品、建材等价格上涨,也是3月份PPI数据有所回升的主要原因。如果从更长一些的时间维度来看,在宽财政的背景下,2019年大基建大概率不会差。预期未来PPI数据受建材等工业品价格影响,环比保持正增长仍会是大概率事件。

货币政策不受掣肘

中国证券报:央行货币政策会否受到政策影响?

花长春:展望货币政策走势,CPI还不构成货币政策的明显约束。

对于央行来说,货币政策是不是要做出反应,关键取决于通胀预期和通胀韧性。一般来说,央行对个别商品带来的局部通胀,尤其是成本侧冲击,不会做出过大反应,因为这个冲击会在一段时间后消退。但若这个冲击改变通胀预期,通胀持续时间长,则可能会带动核心通胀,央行可能会做出必要反应。历史上,中国2015年猪周期并没有对央行货币政策有影响。

目前,核心通胀表现不强,PPI中下游需求相关项的价格也仅表现出了企稳迹象,因此经济并未出现过热。另一方面,猪肉价格上涨是否能够改变整个通胀预期尚未确定。在没有明显高通胀的预期下,CPI一定程度上行有利于稳定宏观杠杆率(债务/GDP比例)。

赵伟:经济的二阶导数先行转向,但见底复苏言之尚早。“春节错峰”扰动,导致一季度宏观数据的大幅波动,也带来市场预期的反复。从经济先导指标来看,信用派生行为

袁广平:目前来看,CPI整体符合预期,暂时不会对货币政策构成制约。主要原因包括三个方面:一是,短期内影响CPI大幅上行的因素,主要是猪周期和国际油价,但在需求相对疲弱的背景下,牛羊鸡肉对猪肉的替代性增强,预期未来猪肉价格对CPI的推升作用有限;并且,由于全球经济下行压力及主要产油国持续减产意愿不足,国际油价的回升亦不具备长期的逻辑支撑。因此,在宏观经济寻底的过程中,CPI或能上行,年内可能时点性达到3.0%,但长期保持甚至突破3%的概率不大,而这也还在央行能够容忍的限度之内;二是当前宏观经济虽有企稳迹象,但持续性仍有待观察,目前仍处于筑底的过程中,所以稳增长依然是央行货币政策的首要目标之一;三是二季度有将近1.2万亿元规模的MLF到期,短期内将产生巨大的资金缺口。因此,二季度央行的货币政策大概率将延续整体宽松基调。

最艰难时刻已过去

中国证券报:未来经济走势预计如何?

花长春:经济最艰难的时刻已经过去,全年将呈现出L型,四个季度经济增速都将持平与2018年四季度在6.4%。当前来看,一季度经济动能主要来自于与投资相关的建筑活动活跃。从经济基本面来看,当前供需均出现改善,信贷需求持续回升。

展望二季度和全年,在基建发力与地产平稳的带动下,投资仍将构成经济韧性的核心因素,与此同时,在减税降费过程中消费稳步回暖,为三季度动能切换蓄势。

赵伟:经济的二阶导数先行转向,但见底复苏言之尚早。“春节错峰”扰动,导致一季度宏观数据的大幅波动,也带来市场预期的反复。从经济先导指标来看,信用派生行为

的局部修复去年底已经出现,但总量层面的修复尚不明显,或意味着“经济已见底复苏”的判断还为时尚早。高频跟踪来看,3月中旬以来,部分行业复工情况略有加快,经济二阶导数在年初的转向或已出现。

经济企稳或在三季度前后,但实现“V型”反转的可能性较小。当前,政策维稳的效果正在逐步显现,但是经济回落的惯性仍在。考虑到信用环境修复领先经济2-3个季度左右,经济企稳可能要到三季度前后。然而,经济出现“V型”反转的可能性较小。一方面,本轮政策维稳与过往不同,兼顾稳增长与调结构;另一方面,我国总体杠杆过高,使得靠政府托底来实现周期复苏的成本非常高。

袁广平:经济触底企稳可期,盈利有望提前见底。

从经济数据来看,经济触底企稳可期:从1-2月份的金融数据来看,宽信用格局已经形成,如果3月份数据如预期继续改善,2018年12月份为信用底即可确认,根据过往历史经验的推演,信用底后1-9月份经济底可出现,预计年中经济见底概率较大。3月份的PMI数据也显示生产端出现了超季节性因素的好转。需求端,汽车被动加库存基本结束,汽车销售底部或已出现,对消费的拖累将减弱;基建投资从去年10月份开始已经企稳,将成为对冲房地产投资和稳定固定资产投资的主要力量。除此之外,发电耗煤、高炉开工等高频数据也为经济企稳增添了越来越多的新证据。

减税降费的正式执行,可能会导致盈利底先于经济底出现:根据过往的历史经验,企业的盈利底与经济底基本是同步的,但是本轮盈利下行周期中,超预期的减税降费政策全部集中在二季度释放,可能会使得盈利底先于经济底出现。

纸浆期货上行遇阻或掣肘造纸板块

□本报记者 张利静

3月29日以来,纸浆期货止跌回升,从5220元/吨一线反弹至5430元/吨左右。与此同时,A股造纸板块4月份以来累计涨幅8.23%,明显跑赢上证综指(同期涨幅3.17%)。分析人士指出,短期库存去化为纸业股期标的走强带来支撑,但市场交投仍欠活跃、库存已经维持偏高水平的现状下,价格上行阻力将凸显。

库存水平依旧偏高

国内纸浆库存是当前纸浆市场关注的焦点因素之一。据统计,截至3月下旬,国内青岛、常熟、保定纸浆库存合计约178.4万吨,较2月下旬下降9.3%。这正是短期价格止跌反弹的主要支撑因素。

但业内人士认为,中长期来看

仍有大量待消化库存,纸浆价格仍旧承压。从市场交投来看,目前多数纸企预期将在4月涨价,涨幅200元/吨,但市场下游似乎并不买账,平淡的需求为涨价预期蒙上阴影。

迈科期货相关研究指出,去年纸浆总发货量处于增长趋势,而需求端的疲软导致全球纸浆库存高企,1月份纸浆库存天数为52天。春节后纸浆发货量有所回落,库存慢慢消化中,结束了持续上行的态势。未来一段时间,仍将处于库存消化阶段。

“国内纸浆库存高企,贸易商挺价意愿较强,需求端对于原料和成品的涨价接受度较低,纸厂拿货积极性一般,价格存在一定压力。”该机构分析,巴西3月发运中国阔叶浆数量大幅增加,未来一段时间国内库存压力仍较大。去库存正在缓慢进行中,需求端偏

弱,在库存回归正常水平之前,价格大概率偏弱运行。

继续反弹动力不足

从产业链角度分析,方正中期期货分析师汤冰华表示,上游来看,目前木浆现货成交仍偏向刚需,低位报价有所抬升,业者低价惜售,上下游博弈仍在持续;非木浆价格运行平稳,下游纸厂刚需备货;国废价格跌势暂缓,纸厂继续调低采购价格,短期延续弱势。下游需求方面,目前文化纸价格稳中有升,需求变动不大,经销商以消化库存为主,刚需成交为主;生活用纸市场延续弱势,纸厂库存继续增加;白卡纸下游维持刚需,经销商库存压力较小。

“整体看,浆纸情况有所好转,而近两周造纸板块持续上涨,除受大盘影响外,市场普遍看好经济企稳下,纸企利润修复,利多纸浆

需求。但短时间内,全球库存较高的情况下,预计主动去库存过程尚未完成,纸浆价格上行面临压力。”汤冰华表示。

展望后市,信达期货分析师陈敏华认为,中期来看,近三年全球纸浆产能持续增加,2018年全球发货量稳定增长,而需求端遭遇经济下行压力,全球库存持续累积。随着海外浆厂主动缩减供应、增加检修,近几个月全球木浆发货量有所回落,库存开始去化。而国内方面进口同比开始下降,港口库存结束持续累积势头,后续在海外浆厂主动收紧供应背景下,国内外库存将逐步去化。

“近期下游消费并无明显改善,以刚需为主,现货表现疲弱。而期货受宏观情绪改善等因素推动有所反弹,现货端开始对期货形成一定压制。短期来看,供需无实质性好转,期货继续上行空间有限。”陈敏华称。

锌铅期价强弱分化 关注套利机会

势分化加剧的黄金时间窗口。

从历史数据来看,近年来锌铅价差渐行渐远:在2014年之前的数年,锌铅价差多数稳定在正负千元以内窄幅波动,而在2014年至2015年初,锌相对于铅的价差突破1000元/吨关口至最高到4200元/吨左右,期间锌价因为市场预期锌精矿供应短缺而维持高位,铅价却由于铅酸蓄电池产业整顿的冲击而持续下跌;2015年至2016年初,铅价大幅下跌后低位震荡,而锌价在上游供应短缺预期被证伪后展开持续下跌,锌铅价差回到-300元/吨以下;2016年初至2018年春节,由于嘉能可停产导致锌精矿紧缺,锌价在资金推动下高歌猛进,锌铅价差再次扩大到7500元/吨,刷新本世纪以来最高纪录;而从2018年春节至2018年三季度,资金撤离锌市后并关注到铅市低库存下的挤仓行情,锌铅价差自历史高位回落至1400元/吨。2018年三季度以来,由于锌铅产业基本面分歧加大,锌铅价差再次上攻至6000元/吨附近,考虑到二季度传统季节性规律,锌铅价差有进一步高涨的迹象,或刷新本世纪以来锌铅价差纪录。

锌铅强弱分化

从产业的角度来看,锌铅多为伴生矿,使得二者在供应端受到的冲击影响基本一致,然而两者基本面在产业链中下游显著

分化,因锌铅在回收环节和下游消费需求端的明显差异。首先,锌的主要用途是用作钢铁的保护层,约占国内销量的60%左右,广泛应用于建筑、汽车、机电、化工等领域,但锌的回收率极低,产业需要严重依赖原生锌矿来供应,因此对冶炼生产环节的供应扰动较为敏感,而铅主要用途是铅酸蓄电池,约占国内销量的80%左右,铅的下游需求行业相对集中,但近年来铅酸蓄电池正逐步被替代,下游景气度萎缩直接影响铅的消费增速降低,更雪上加霜的是铅的回收再利用较为便捷,国内外回收再生产的铅占精铅产量中的比重达到50%以上。另外值得注意的是,锌的传统消费旺季在二季度,而铅上半年的传统消费旺季在春节左右,因此进入二季度锌价的表现往往会强于铅价。

从基本面数据来看,截至2019年4月11日,LME锌三月期货较现货升水高达76美元,接近今年以来最高水平,而注册库存仅有5.2万吨,处于三十多年的历史低位水平,LME锌近高远低呈现出挤仓迹象。与此同时,锌精矿加工费的持续上涨以及交易所锌库存止升反降也印证了锌冶炼存在瓶颈的观点,目前进口锌精矿加工费已上调至255美金,国内南北两地主流加工费分别为6250元/吨和6750元/吨,锌冶炼瓶颈预计或在2019年上半年持续,市场对锌短期

供应仍较为担忧。而在铅库存方面,自2018年3季度开始铅库存跌至历史低位的时候,铅价就已经开始高位回落,库存与价格的背离从侧面反映出铅需求萎缩,同时进口铅对国内铅市场构成冲击,带动了国内铅库存的上升,国内库存从2018年8月中旬不足7000吨增长到4月12日3.3万吨,使得全球市场出现“全球锌锭紧俏、铅锭无人问津”的分化局面。

分化行情料延续

展望后市,二季度大宗工业品正依靠供给侧改革和产业政策的利好,进一步吹响价格反弹的号角,但在投资过程中需要聚焦各品种自身供需基础,例如有色板块内部,“多锌空铅”就是一个很好的策略。因锌铅上游产业高度相关,二者在供应端的影响基本一致,但因锌铅中下游基本面迥然不同,特别是锌铅在冶炼瓶颈、再生回收环节和下游消费的差异,锌铅价格预计将呈现趋势性“冰火两重天”,尤其是二季度锌市处于传统消费旺季,而铅下游蓄电池则处于消费淡季,强弱对冲搭配还能缓和锌价调整的风险,投资者可尝试以合约规模1:1配置“买锌空铅”套利头寸,锌铅价差目标朝向10000元/吨大关附近,参考止损在4000元/吨左右,持有周期目标在3个月左右。

■ 投资非常道

不要去追求完美结果

□金学伟

股票投资之难很多时候不是难在分析、判断,而是难在决策。所谓“行情易断,决心难下”,就是这个道理。

分析判断只是与市场、与个股等客体打交道,决策既涉及客体,也涉及自己这个主体,其间会掺杂很多非客观因素。

分析判断可以通过各种模型进行,可以借助某些客观标准。比如就大市而言,基本分析可通过市场平均估值、宏观经济与政策层面的诸要素做因果推论;技术分析者可以通过公司质地、前景展望、现有的估值状况,对公司以及股价做出相对比较公允的评价;技术分析可以通过市场潮流、个股自身的形态、量价等关系,做出交易适切性评判。不管用什么方法,总而言之,它是一项单纯的纯客观评价。

但决策则涉及到很多利弊得失考量。

首先,股市这个“复杂适应系统”的混沌性,决定了所有评判都只具有相对性,它的对错是有一定概率的,不是绝对的。由此就有买了下跌怎么办?卖了上涨怎么办的顾虑。

其次,不同的抉择都是一种反向舍弃、淘汰。买了甲股意味着舍弃乙股,买了乙股意味着舍弃甲股。究竟是甲股更好还是乙股更好?这又是一个容易让人费思量的地方。

总之,一旦到达决策层面,再简单的问题都有可能变得复杂。尤其当大盘走到一个关键位置,很多迹象显示将回调,或回调已经结束,这时卖与不卖、买与不买,常常会令投资者感到格外纠结。

而纠结的结果常常会适得其反:总是错过最合适交易时间,又交易在最不合适数字。

判断与决策,不可能没有费思量之处,没有非踌躇之时。但老是处于纠结之中,则肯定是对投资的大害。

解决这个问题,首先需要对自己、对市场有个准确认识。爱思考,爱寻求完美答案、完美结果,这是我们人类的本性之一;动物只有占有欲,占有能够让自己生存或属于自己的生存领地,但人类除此之外还有征服心,骨子里都有一种人定胜天的潜意识;人类还有贪婪心、恐惧心,利弊心和得失心。它们是我们进步的动力,也是我们不单纯、甚至不自量力的源头。我们追求完美结果,而且潜意识里认为有完美答案的存在;我们不喜欢挫折,把一切不符合预期的结果都当作自己的失败和错误。

而股市恰恰是个半随机市场。它可能把握——如果不可以,和赌场就没有质的区别,就是纯随机游戏;但股市又不可以完全把握。它有秩序,但秩序隐藏在混沌背后,它有规律,但规律以随机的方式体现。我们可利用某些原理,列出一些对它的表现有重要影响的要素,但我们无法知道这次哪个要素会起决定性作用。我们可通过系统结构分析,知道这个系统行为的一般模式,但我们无法知道这次它会遵循哪种行为模式。我们可以通过系统行为,知道它下一步会干什么,但我们无法知道它下一步行为的结果是什么。这是一个黑箱,我们只能看到有哪些因素输入,有哪些反馈输出,但我们永远不可能知道它内部的交互适应过程和抉择过程。

如果股市完全不可以把握,我们就不会去追求完美结果——有谁到赌场会追求完美结局,想到可以用某种方法,每赌必赢?如果股市真可以完全把握,那我们也不需要踌躇、费思量了。一切纠结归根到底,都是人类本性和股市既可以把握又不可以把握相碰撞的结果。因此,要解决“决心难下”的问题,首先要有一颗平常心。其次是要有一个一以贯之的投资法和与之相应的体系、模型,尽可能按理出牌,减少主观判断对投资和交易的影响。

库存压力短期难化解 乙二醇仍有下跌空间

□宝城期货金融研究所 商凯祥

目前乙二醇(MEG)华东港口库存累积至120万吨以上的历史高位,下游聚酯需求拉动一般,短期库存压力仍难以解决。近年来,国内乙二醇产能扩张,自给率不断提高,国内厂商并未因利润下跌而采取减产保价措施,目前港口库存仍在增长状态,预计后期仍将继续下跌。

目前,高库存压制MEG价格。从历史行情来看,MEG经历两次高库存,三次低库存,目前是第三次高库存。两次库存的高点均对应价格的低点,三次库存的低点均对应价格的高点,目前的高库存也对应着MEG价格的低点。

截至2019年3月底,华东港口库存已经超过120万吨,处于近五年的最高位。虽然目前聚酯行业景气程度好于2014年初,但考虑煤制MEG和民营大炼化的投产情况,MEG对外依存度降低,目前MEG库存短时间内难以缓解。价格方面,虽然距离低位有600元/吨的下跌空间,但目前的油价已涨至60美元/桶上方,而MEG价格低点时原油价格在30美元/桶以内。