

铂金先“入春” 多头憧憬“黄金时代”

□本报记者 张枕河

在投资者眼中，铂金对于贵金属市场的“领先指标”意义一直被忽视。但历史数据显示，在贵金属相对底部附近，铂金表现通常好于黄金并先于黄金走强，接下来黄金以及相关的贵金属股票会开始“补涨”。今年3月以来，这种趋势再度显现，期间COMEX黄金期价微跌0.6%，NYMEX铂金期价则上涨3.4%。最近两周以来，对冲基金等投资者开始大举增持黄金多头。黄金以及贵金属相关股票会否成为下一个“入春”的资产？接下来股市中的贵金属板块又有哪些投资机会？

被忽视的领先指标

作为市场最关注的避险资产，黄金一直有许多关联资产，这些关联资产与黄金价格间的比值，常被交易员看作是预判黄金价格走势的领先指标。例如美元/黄金、美股/黄金、黄金/白银等，欧美主要债券收益率曲线的走势也被认为与金价前景关联密切。

然而，同为贵金属家族中的一员，铂金对于黄金的领先指标意义却很少被提及。近期不少业内专家开始关注这一指标。

加拿大蒙特利尔银行大宗商品分析师罗伊·伯恩指出，从历史数据看，铂金曾数次“短暂但突出”地发挥过黄金领先指标的作用。三个主要的时点分别是1968年、1985年和2001年，当时在相对低点形成之后，铂金均领先于黄金开始走强，在一段时间内表现超过黄金，然后黄金价格开始“补涨”。今年3月以来，这种趋势又开始显露端倪，铂金表现明显强于黄金，两者走向背离。

业内人士表示，此前三个铂金“领先指标”属性凸显的时期和当下具有一定的相似性，即经济和货币政策前景充满不确定性。1968年，美国通胀率、失业率飙升，美元出现信用危机，外国政府和机构投资者抛

玉米系“五连阳” 多头还能走多远

□本报记者 张利静

近期，玉米期货连续上行，截至16日收盘，玉米及玉米淀粉期货主力合约已“五连阳”。分析人士指出，近期消息面向向逆转，多头在3月下旬连续被压制后迎来喘息之机，但基本面仍旧偏弱或限制价格进一步上行空间。

消息面扭转多空预期

近期玉米系表现偏强，方正中期期货相关研究指出，其原因主要是受外部因素影响，此前短期大量进口DDGS的预期未能兑现。现货市场上，玉米流通环节挺价，部分玉米深加工企业提价保量。

值得注意的是，近期消息面向向转变，令玉米市场进口预期快速反转。“之前进口题材被反复炒作，空头预期很足，现在一出现进口不及预期的现象，反倒成为多头反击的筹码。”银河期货分析师胡香君表示，目前进口消息在盘面反映得较为充分，除非再出现更超预期的进口，不然该题材将更多体现为利空出尽。

胡香君认为，目前进口预期逆转，东北余粮减少，贸易商挺价心理较强，加之抛储底价大幅提高和天气炒作预期，资金推动短期做多意愿较强。但养殖需求持续低迷，需求将限制期价上行高度，盘面虽然偏强但已经进入较为纠结的区域。

上行空间受限

目前玉米现货价格总体持稳，东北、华北、华东局部地区价格上涨。

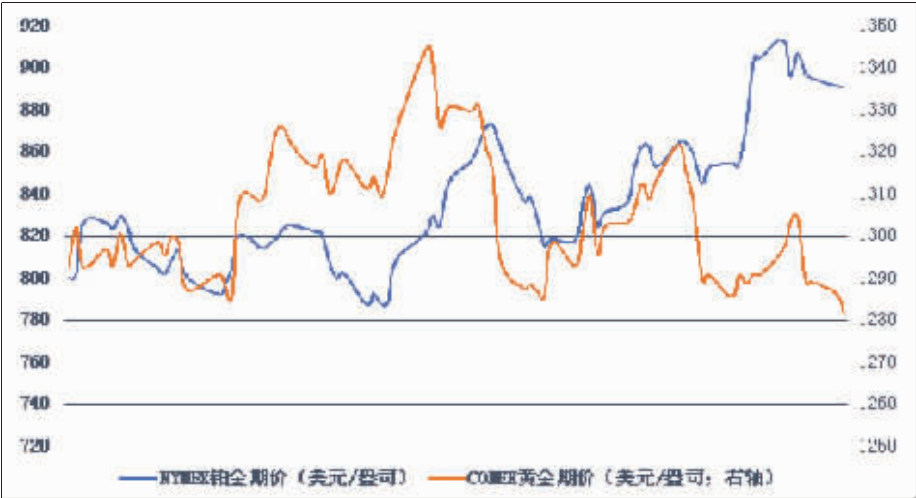
兴证期货研究认为，基层余粮见底，支撑现货价格，受临储拍卖推迟及底价提高传闻影响，贸易商惜售情绪较强。下游相关疫情严重，补栏积极性弱，饲料需求偏弱。预计近期玉米价格以震荡调整为主。

“短期支撑玉米价格的主要是中间环节贸易商等企业的惜售情绪，但在玉米整体供应充足，短期供需缺口尚未显现的情况下，玉米下行压力仍然较大。”方正中期期货研究指出，供给方面，东北和华北地区基层余粮基本销售完毕，目前玉米库存主要集中在中间环节。北方和南方港口玉米库存较大，同比增加了90%左右。需求方面，玉米饲用需求依旧疲软，深加工企业需求一般。饲用需求方面，尽管生猪养殖利润转好，但疫情风险及仔猪短缺导致养殖户补栏短期难有大幅增加。工业需求方面，玉米深加工企业需求一般，部分企业存在补库需求，出现提价保量现象。

淀粉方面，目前现货市场价格总体持稳，河北局部地区下跌。兴证期货研究认为，淀粉企业开机率较高，供应充足，淀粉库存小幅回升，库存仍处于高位，预计近期玉米淀粉价格震荡偏弱为主。

“淀粉行业整体开工率依旧处于高位区，淀粉产出量充足，而下游市场需求表现不佳，目前市场整体依旧供大于求，市场对于淀粉采购也显谨慎。目前淀粉企业加工利润分化。部分企业存在挺价心态，形成淀粉底部支撑，价格也难大幅下降。”方正中期期货研究指出。

今年以来铂金与黄金期价走势



售大量美元；1985年，“广场协议”出炉，美元兑主要货币汇率开始有序贬值；2001年，美股发生“科网泡沫”，多只龙头股大跌。目前，美国长短期国债收益率曲线罕见地发生倒挂，市场对于全球经济增速即将放缓、美股将回调的预期均日益升温，各种不明朗因素均可能再度诱发铂金领涨、黄金补涨的行情。

Wainright Economics 的一项最新研究结果也表明，铂金是研判通货膨胀的绝佳领先指标之一。通常而言，黄金白银领先近一年，而铂金则要领先16个月。按此推断，在铂金连续上涨四到五个月以后，黄金、白银也将“追涨”。

黄金多头悄然出手

实际上，关注到这一逻辑的投资者并不在少数。今年以来，特别是从3月中旬开始，黄金多头已悄然出手。

美国商品期货交易委员会（CFTC）数据显示，最近两周以来，尽管国际黄金期价有所下跌，但对冲基金持有的黄金净多仓

位却连续上升，新买盘增加和空头回补的现象均非常明显。以截至4月9日当周数据为例，对冲基金持有的黄金多头较此前一周大幅增加7101手期货和期权合约；空头较此前一周减少5318手合约；因此净多头寸由此前一周的24618手合约上升至37037手合约，单周上涨12419手合约，单周涨幅达到50%。

世界黄金协会最近更新的数据显示，尽管3月份国际金价下滑，但当月全球黄金ETF以及类似产品的黄金持仓总量重现“资金净流入”，金额达到1.83亿美元，扭转了2月的资金净流出趋势；今年第一季度累计净流入19亿美元。目前全球黄金ETF总仓位为2483吨，仍接近于2013年初的历史最高水平，但当时的国际金价目前高25%。

彭博调查显示，高达75%的分析师看涨今年金价。道明证券分析师指出，目前投资者已明显下调了看涨黄金的风险。随着美联储可能采取更加宽松货币政策的预期升温，美元走强的概率下降，黄金价格的乐

重启投放只是开始

MLF如何续做才是“大戏”

□本报记者 张勤峰

连停18个工作日之后，央行公开市场操作终于打破平静。4月16日，央行开展了400亿元逆回购操作，为3月20日以来的首次。鉴于MLF到期和税期等因素将致短期流动性承压，市场对央行进一步加大流动性投放有较强预期，而如何续做到期MLF成为短期货币政策操作的一大看点。

央行打破沉默

下半月首日，央行终于出手了。

16日，央行开展了400亿元7天期逆回购操作，全部实现净投放。此前，央行已连续18个工作日未开展公开市场操作。此次操作揭开了新一轮央行流动性投放的序幕。

在不少人看来，此时央行重启流动性投放早已注定。税期、MLF到期、法定准备金缴款、政府债券发行缴款……多种因素的影响下，市场对4月中下旬流动性供求转紧早有预期，而在指望不上外汇占款的情况下，流动性缺口只能靠央行主动投放来解决，重启流动性投放不可避免。

从上周开始，货币市场流动性持续收

敛。而进入4月下旬，税期因素对流动性的扰动加大。由于节假日因素，4月纳税延后至18日截止。按照以往经验，18日及其前后两个工作日，也就是4月16日至22日，将是税期因素对流动性影响最显著的阶段。财政收税应该是对4月份流动性影响最大的因素，央行在16日这天重启逆回购操作也从侧面印证了这一点。

往后看，随着税期高峰来临，财政收税造成的流动性回笼还将进一步增多，对短期流动性的扰动将进一步增强，并将与MLF到期、政府债券发行缴款等产生叠加作用。Wind数据显示，4月17日有3675亿元MLF到期，本周有超过1700亿元的政府债券需要缴款。分析人士指出，面对多种因素叠加影响，400亿元的逆回购显然不够，央行重启逆回购操作只是开始，预计后续将加大流动性投放力度。

最大看点是投放手段

重启操作早已注定，加大投放力度也没有悬念。市场最关心的是，除了逆回购之外，央行还会选择哪些流动性投放工具或手段。

“需求超预期，国际国内供给均收缩，导致沿海煤炭市场价格上行动力强劲，预计4—6月煤价将至少上涨至670元/吨。炼焦煤价格因长协季度定价而使得价格持续保持相对高位。”申万宏源证券研究指出。

宏微观共振利好煤炭价格

不过，市场人士认为，动力煤价格在最近一段时间内可能表现不佳，弱于其他煤炭品种。

“4月份是电厂传统检修季节，耗煤负荷较小，动力煤迎来淡季，需求偏弱，几乎不存在补库意愿。供需双弱背景下，动力煤价格上涨下跌均面临压力，后续价格预计平稳为主。”中泰证券研究分析，焦煤方

观趋势促使投资者加仓。

蒙特利尔银行对于几种贵金属预期均保持乐观，他们认为，钼金、铂金总体仍将面临供给紧张、需求旺盛的局面，黄金也将受益于避险情绪的升温。

贵金属板块或“迎春”

在此背景下，不少业内专家和投资者看好贵金属板块前景。

天风证券分析师杨诚笑指出，预计美国在2020年存在降息预期，或将重新进入宽松周期。在新的一轮宽松潮中，中长期看多贵金属板块。长城证券分析师邓健全表示，在欧美大国经济前景不明的背景下，贵金属避险属性将得到充分发挥，叠加加息末期美元指数步入下行通道的预期，金银价格有望迎来大幅上涨，看好部分贵金属相关股票。

富兰克林股票团队分析师兰德表示，过去两年，由于股票市场回报强劲且波动性有限，人们对黄金的兴趣有所下降，因此大多数投资者没有特别追求多元化。但是，有迹象表明市场对黄金等贵金属的需求正在增长。目前，黄金矿业公司的股价仍远低于2011年的高位，且现在的估值已经反映了黄金价格未来可能会受到抑制的预期。大多数矿业公司一直专注于改善其运营成本结构、债务偿还和资产管理合理化，这将提升它们未来业绩的潜力。因此，其看好以黄金和贵金属为重点的股票所拥有的商机。

汇丰银行商品分析师斯蒂尔认为，未来黄金需求上涨潜力巨大，黄金相关投资也更具潜力，例如黄金股。从长期来看，新兴市场经济将继续增长，并且对发达国家产生影响。到2030年，很多新兴市场国家将成为发达国家国家。此外，中国和印度的经济在未来都将有巨大发展，这也会带动黄金需求。值得注意的是，中国和印度的黄金需求人均数量仍然非常小，这表明了上升空间巨大。

先前呼声最高的无疑是降准，但目前来看，降准可能性似乎有所下降。“降准从宣布到实施需要时间，目前再降已无法起到对冲MLF到期和税期因素扰动的作用。”一位市场人士告诉记者，如果是基于填补流动性缺口的考虑，降准已错过了最佳时间窗口。

如果降准被搁置，逆回购+加量续做MLF便成为可能性最大的选项。这其实是2018年4月之前央行惯用的做法。一方面，加大逆回购操作力度，熨平税期等因素造成的短期流动性波动；另一方面，加量续做MLF，提供中长期流动性，稳定市场预期和助力信贷投放。也有观点认为，央行可能适时开展TMLF操作，后者到期可延期，且利率更低，有助于缓和降准对市场情绪的冲击。

值得一提的是，日前召开的央行货币政策委员会一季度例会因重提“保持战略定力”、“把好货币供给总闸门”、“不搞‘大水漫灌’”等引发关注。随着经济金融形势变化，市场也在重新找寻对货币政策看法的共识，今后一段时间的央行政策操作无疑可提供一些参考。

考虑到焦化厂开工率仍维持高位，后续或有相应补库需求，利好焦煤价格企稳。焦炭方面，随着钢厂高炉陆续复产，下游钢厂开始逐步消化焦炭库存，支撑焦炭价格。中泰证券进一步指出，3月社会融资规模增量增长预计将带动基本面进一步好转。此外，房地产建设投资的增长、基建投资的确定性发力以及重新显示经济扩张的PMI，都表明中国经济开始出现周期性复苏。在大规模的信用扩张和经济周期性复苏的背景下，周期股作为盈利和估值有向上修正空间的板块。预计将会存在超额收益，继续看好煤炭板块超额收益。

煤炭板块股期有望联袂上行

面，前期受焦炭价格下跌影响焦化厂打压原料煤意愿强烈，焦化厂选择先消化焦煤库存，导致目前焦化厂焦煤库存处于中低位。考虑到焦化厂开工率仍维持高位，后续或有相应补库需求，利好焦煤价格企稳。焦炭方面，随着钢厂高炉陆续复产，下游钢厂开始逐步消化焦炭库存，支撑焦炭价格。

中泰证券进一步指出，3月社会融资规模增量增长预计将带动基本面进一步好转。此外，房地产建设投资的增长、基建投资的确定性发力以及重新显示经济扩张的PMI，都表明中国经济开始出现周期性复苏。在大规模的信用扩张和经济周期性复苏的背景下，周期股作为盈利和估值有向上修正空间的板块。预计将会存在超额收益，继续看好煤炭板块超额收益。

中国期货市场监控中心商品指数（4月16日）							
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		85.5			85.74	-0.24	-0.28
商品期货指数	1018.5	1013.31	1019	1012.58	1019.08	-5.77	-0.57
农产品期货指数	844.28	842.28	844.73	840.22	844.68	-2.4	-0.28
油脂期货指数	456.21	455.07	456.93	452.65	457.02	-1.95	-0.43
粮食期货指数	1223.1	1226.28	1226.77	1221.28	1225.15	1.13	0.09
软商品期货指数	818.91	814.25	818.95	811.81	819.29	-5.04	-0.62
工业品期货指数	1095.1	1088.51	1096.43	1087.48	1095.59	-7.08	-0.65
能化期货指数	703.81	700.67	705.11	697.24	703.85	-3.18	-0.45
钢铁期货指数	1290.09	1270.31	1292.96	1270.31	1290.34	-20.03	-1.55
建材期货指数	1092.21	1083.25	1092.46	1080.99	1091.57	-8.32	-0.76

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（4月16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	1008.88	1008.88	999.33	1001.17	-4.34	1003.06
易盛农基指数	1287.26	1287.4	1275.97	1278.11	-5.35	1280.28

■ 记者观察

养殖业股价与业绩冰火两重天

□本报记者 马爽

步入2019年一季度报密集披露期，养殖板块上市公司业绩也逐渐浮出水面。然而，多家养殖上市公司一季度延续亏损，与迭创新高的股价表现背离。

4月12日晚，牧原股份公布的2019年一季度报显示，当季归母净利润为-5.41亿元，上年同期为1.36亿元，同比减少497.64%。目前其他养殖企业尚未披露一季报，但可从一季度业绩预告中一探究竟。例如，雏鹰农牧预告，一季度亏损10.2亿元至11.6亿元，上年同期则盈利357.36.26万元。正邦科技预告，一季度亏损3.8亿元至4.3亿元，上年同期为盈利6437.87万元。天邦股份预告，一季度亏损3.0亿元至3.6亿元，上年同期为盈利3217.88万元。

尽管亏损或预告亏损较为普遍，但今年以来养殖板块股价表现着实抢眼。Wind数据显示，截至4月16日收盘，Wind猪产业指数年初至今已上涨86.49%。板块内，新五丰、正邦科技、益生股份涨幅居前，年初至今分别上涨312.72%、248.96%、200%；天邦股份、唐人神、傲农生物、牧原股份、天康生物涨幅均超100%，分别为194.12%、

148.68%、142.62%、133.77%、123.33%；雏鹰农牧、温氏股份今年以来分别上涨84.67%、44.88%。

养殖业上市公司股价表现为何与业绩背离？温氏股份一季度业绩预告中对于亏损原因的解释，有助于理解这一现象。温氏股份表示，受相关疫情影响，1月国内生猪市场持续低迷，加上春节后生猪行情季节性走低影响，公司养猪业务出现亏损。同时，公司在报告期内继续全面、系统地开展了疫情防控工

作，加大了一系列安全防护措施的相关投入，成本费用有所增加。尽管3月份受国内

市场供求关系变化影响，生猪价格出现短时间的快速上涨，公司养猪业务开始进入盈利期，但整体还未能完全弥补1-2月产生的亏损。

股价方面，由于春节过后能繁母猪存栏量不断减少，生猪价格出现显著回升，市场对于生猪养殖行业上市公司盈利前景存在乐观预期，因此板块内上市公司股价普遍出现较明显上涨。

整体来看，尽管目前不少生猪养殖企业仍面临亏损，但随着生猪市场不断回暖，销售价格逐渐上涨，后期公司经营业绩水平将迎来好转，这是促使股价上涨的关键。

长江证券赵伟：

利率债阶段性调整压力或加大

□本报记者 马爽

长江证券研究所首席宏观债券研究员赵伟日前在接受中国证券报记者采访时表示，在3月社融大增、经济数据改善以及CPI上行预期上升的情况下，预计利率债阶段性调整压力加大。中国证券报：一季度新增社融规模大增，主要流向何处？背后的宏观驱动逻辑是什么？

赵伟：3月新增社融为2.86万亿元，创历史同期新高。其中，人民币贷款较去年同期多增8166亿元。除贷款外，企业债券和专项债也是社融重要贡献项。从贷款结构来看，企业中长期贷款和短期贷款均较去年同期明显增加，新增中长期贷款达6573亿元，是企业短期贷款的2.1倍，票据融资也小幅净增加978亿元；居民中长期和短期贷款分别增加4605亿元和4294亿元，均较去年同期有所增加，尤其是短期贷款增加较多。

从资金流向来看，信用环境加速修复，或与财政加快发力下，基建投资配套资金明显上升有关。今年以来，信托和企业债券较多流向基建领域。同时，政府性基金和一般财政支出节奏均快于前几年同期，基建相关支出加快、占比有所抬升。考虑到财政发力会撬动社会资金参与基建投资，类似信托和企业债券，基建投资拉动或是企业信贷回升的主要原因。中国证券报：如何看待当前宏观经济形势？经济运行未来可能存在哪些风险点？

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。

赵伟：3月社融大增，叠加“春节干扰”、复工复产回暖带来的3月经济数据改善，或刺激经济预期明显上修，加之未来几个月CPI通胀上行风险抬升，利率债阶段性调整压力或加大，建议控制仓位和久期。转债方面，坚守低溢价率、基本面有支撑个券和新券两条路的同时，需关注转债赎回条款的触发情况，及时采取相应措施。