

# 煤炭板块有望发起夏季攻势

□本报记者 张利静

立夏节气临近,随着气温回升,煤炭板块也“热”了起来。分析人士指出,煤价和股价基本上是“孪生兄弟”,股价走势反映煤价走势,未来板块仍有望联动走高。

## 煤炭资产活跃度提升

从“三一”定律到拐点共振,从商品看股票,被一些投资者当做屡试不爽的投资秘门。本轮A股牛市以来,从猪周期、糖周期到近期趋于活跃的煤炭板块,均体现了这一投资手法的优越性。

4月以来,煤炭板块股票、商品资产交投活跃度提升,市场整体出现上行格局。

商品方面,文华财经统计数据 displays,4月以来,煤炭板块期货指数涨幅为3.57%。股票方面,万德统计数据 displays,4月以来,A股煤炭指数累计涨幅为9.5%,同期上证综指涨幅为3.49%。龙头股红阳能源4月以来涨幅超94%,该股同时受到氢能源概念提振。

中信证券分析认为,本轮煤炭板块行情的启动,从近期M1和M2同比增速变化中可见一斑。“历史数据显示,M1与M2同比增速之差领先中周期煤价变动,社融规模持续扩张或带动M1增速加快,或在中期带动煤价上涨。”

该机构还认为,目前供需预期双向修正利好煤价预期改善,加之板块估值水平接近历史底部,均为板块热度持续提供支持。

“3月份金融数据出台,预示着中国先行指标全面企稳回升,中国经济周期进入被动去库存到复苏前期阶段,自2017年初以来的库存下行周期进入尾声。前期滞胀的周期和蓝筹股的估值修复将是下一阶段主动“杀估值”。有研究机构表示,转债估值尚未明显透支,近期调整后风险有所释放,仍可保持参与度。但随着股市波动加大,转债仓位应转向防守,以抓个券结构性机会为主。

## 说好的抗跌呢 转债主动“杀估值”

□本报记者 张勤峰

涨的时候没有正股涨得多,这可以理解,但跌的时候比正股跌得还多,这让号称攻守兼备的转债情何以堪?在最近这波调整过程中,转债表现不及正股,主动“杀估值”。有研究机构表示,转债估值尚未明显透支,近期调整后风险有所释放,仍可保持参与度。但随着股市波动加大,转债仓位应转向防守,以抓个券结构性机会为主。

## 行情降温

开年以来,A股走出一轮上涨行情,可转债虽涨幅不及股票,但跟涨特征明显。然而,4月8日以来,在股市回调整理过程中,可转债出现更明显的下跌,似乎有违转债抗跌的一般规律。

据Wind数据统计,1月2日至4月7日,上证综指上涨30.18%,中证转债指数则上涨22.04%,涨幅稍逊前者一筹;4月8日至23日,上证综指下跌1.48%,中证转债跌幅则达1.71%,跌幅远大于前者。

近期转债个券跌多涨少。4月23日,沪深市场上正常交易的可转债共147只,其中上涨的仅10只,下跌的有135只。而即便是上周,在中证转债指数止跌反弹的情况下,个券仍是跌多涨少。

值得注意的是,上周以来,转债上市首日涨幅较前期有所下滑。据统计,4月15日至今上市的7只可转债,首日涨幅最高为14.9%,最低为5.73%,平均为9.1%;4月1日至14日上市的10只转债,首日涨幅最高则达到30.57%,最低也有9.14%,平均涨幅为20.3%。

从指数到个券,从老券表现到新券首日涨幅,诸多迹象表明近一两周转债行情出现了退潮。而转债比正股跌得更多,直接导致转债溢价率下降,也就是“杀估值”。

## 转债投资者转向谨慎

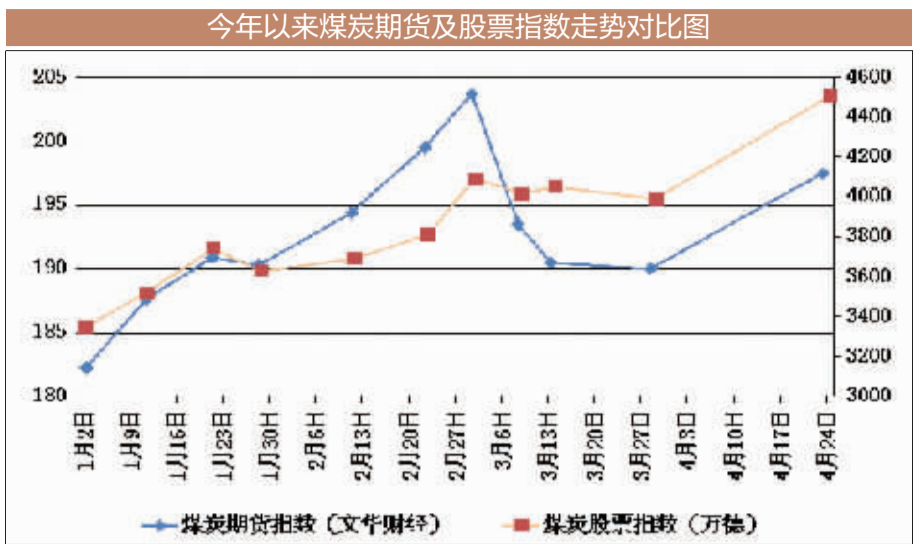
转债缘何会“杀估值”,这一现象又有何启发?有投资者担心,转债主动“杀估值”可能反映市场对正股走势的谨慎预期。4月8日以来,A股市场转而呈现震荡走势,不少市场机构认为牛市第一阶段已结束,而第二阶段行情的开启需基本面支持。目前来看,企业盈利拐点尚需等待,而年初以来股市涨幅不小,各方看法出现了一些分化。

有研究人士指出,这可能与转债市场估值结构有关。中金公司研报指出,尽管目前转债平均估值不高,但其中分化显著,不高的平均估值实际上是靠着部分估值较低的品种在维系,另有部分转债已呈现高估状态,存在调整压力。

还有观点认为,近期债市表现欠佳,流动性也出现收紧,不排除有基金类账户在应对赎回时抛售转债。从以往来看,转债流动性较好,在债券投资者需要流动性的时候,的确可能首当其冲。

光大证券固收研究团队表示,经济显现企稳迹象,对于货币政策转向的担忧也开始压制市场风险偏好,转债投资者已转向谨慎。

华泰证券固收研究建议,在保持转债参与度的同时,仓位上转向防御,以抓个券结构性机会为主。他们认为,股市活跃度仍在,中长期仍有机会,转债估值基本合理,仍可保持参与度,但“指数行情”不确定性在增大,转债仓位应向防守,建议关注结构性机会、增持优质新券,关注估值偏低、可能存在错误定价的品种。



泰证券研究称。

从现货市场来看,因水电发力叠加部分电厂进入检修期,上周电厂日耗煤量整体略微回落。此外,港口吞吐量也由于铁路线路检修及港口封航出现下降。下游需求维持较强表现,煤票略显紧张,山西、陕西等产地煤价以上涨为主。

## 板块内股期联动秘密

从历史经验来看,煤炭板块投资主要涉及两方面联动变化,一个是商品价格和 Related 股票价格的波动,另一个是炼焦钢产业链利润分配变化下的上下游联动。

商品、股票联动规律方面,中信期货相关统计数据 displays,目前A股煤炭上市公司中,焦炭类企业有8家,从主营产品来看,除焦炭业务外,多数上市公司还通过“煤焦化”一体的产业链对初级产品进行加工。因此,除焦炭以外,主营产品还包括煤化工副产品。

此外,炼焦煤类企业有7家,企业的主营产品中除了炼焦煤外,一般还包括动力煤等其他煤种。若一定要按照相关性进行排序,相对来看,以冀中能源、潞安环能、西山煤电为主的龙头炼焦煤企业股价与煤价

联动性较板块内其他企业更高。

动力煤方面,中信期货研究指出,通过分析,动力煤企业的行业地位与动力煤期货价格联动能力和溢价能力明显相关。一方面,尽管动力煤行业集中度较低,但从反映动力煤企业行业地位的煤炭产销量指标来看,产销量越高的动力煤企业相关度也相对靠前;另一方面,大型动力煤企业行业地位体现在其所持有采矿权。近两年随着煤价上行,显示出大型动力煤企业溢价能力回归的特点。综合高联动性和高溢价两个条件分析,应当关注位于行业前列的龙头动力煤企业。

“通常意义上,煤价和股价基本上是孪生兄弟,股价走势反映煤价走势,方向一致。但也有不一致的时候,尤其是在煤价拐点或股价拐点,股价不跟煤价,这种不跟更多的是股价的领先性或煤价的滞后性体现。煤价和股价最终方向是一致的,短期不跟,但最后一定要跟。前期的不一致,要么通过股价调整达到一致,要么通过煤价调整达到一致。”招商证券相关研究指出。

从炼焦钢产业链联动角度分析,东证期货研究指出,随着钢材供给持续增加,短期

# 资金面“变脸” 货币市场波动加大

□本报记者 张勤峰

“比前一天更紧,DR001快摸到4%。”市场人士表示,4月23日,市场资金面延续前一日收紧的态势,紧张程度加重,隔夜利率大涨。近期货币市场反复波动,不乏超预期表现,分析人士认为,今后一段时间流动性波动性可能上升,货币市场利率中枢可能小幅上移。

## 超预期的收紧

上周,4月税期高峰出现,还有MLF到期和政府债缴款“凑热闹”,央行仅略施流动性投放,资金面竟面不改色。本周,税期高峰已过,财政投放在即,政府债缴款减少,资金面却骤然收紧。资金面莫非要超预期进行到底?

从回购利率走势上看,23日,银行间市场上,隔夜利率DR001大涨27bp至2.83%,盘中最高成交到3.84%;代表性的7天期利率DR007涨10bp至2.75%,隔夜利率大幅上涨导致其与7天利率再次

# 猪概念股持续走红 股期“两手抓”

□本报记者 王朱莹

CME瘦肉猪期货4月22日下跌,并一度触及跌停。但这并没有影响国内A股市场上生猪概念股炒作热情。周二,猪产业链概念股持续走强。禾丰牧业、正虹科技、得利斯等涨停,天康生物、华统股份、唐人神、双汇发展、温氏股份等个股也有较好表现。分析人士认为,此轮猪周期上涨幅度有望突破历史高点。股票方面,建议继续关注猪概念股,期货方面则可关注豆粕做空机会。

## 猪价预期继续上行

4月23日,农业农村部发展规划司司长魏百刚指出,一季度相关疫情发生势头趋缓,23个省解除疫情封锁,生猪生产和调运秩序加快恢复。一季度生猪出栏1.88亿头,同比减少5.1%;猪肉产量1463万吨,同比减少5.2%。

其表示,受疫情影响,现在规模猪场补栏比较谨慎,一些小散户加速推出,生猪和能繁母猪存栏数持续减少,连续三个月同比比下降超过10%,按照6个月生猪生产周期推算,预计下半年猪肉供应可能趋紧,价格可能出现明显上涨。特别是,猪肉是CPI当中占比最大的食品消费品种,猪价上涨对CPI走高会起到一定的推动作用,所以要保证生猪产能。近期,农业农村部也要求各地加强生猪生产和市场监测预警,强化一系列的政策措施,以保障生猪生产平稳运行。

畜牧兽医局副局长王俊勋在发布会上表示,猪价已提前进入上涨周期,预判全年猪肉产量会下降,后期生猪供应会趋紧,四

发生倒挂。此外,21天至2个月品种也纷纷上涨超过10个基点。当日Shibor同样全线走高,隔夜Shibor大涨27bp至2.83%,1周Shibor涨5bp至2.7%,3个月Shibor涨1.1bp至2.83%。自4月10日起,3个月Shibor已连涨10日。

“这一次收紧来得非常突然。”某农商行交易员告诉记者,22日早间资金面还风平浪静,有大行按加权利率融出隔夜资金,但临近午盘,隔夜融出突然减少,资金面骤然转紧,到下午大行、股份行都开始加点融入,紧张局面到尾盘也没有明显缓和。23日,紧张局势还在加重。

## 资金面波动性上升

最近一周资金面表现,令不少市场参与者感到疑惑。上周资金面本该收紧,但实际并不紧张;本周资金面本该趋缓,反倒明显收紧。

这背后有何玄机?市场上众说纷纭。在正常因素难以解释的情况下,有部分观点认为可能与央行流动性调控有关,

季度活猪价格将会突破2016年历史高点。

据农业农村部监测,4月23日全国农产品批发市场猪肉平均价格为20.31元/公斤,去年同期为16.12元/公斤,涨幅为26%。

## 猪周期下如何布局

“市场积极处理冻肉库存,猪价连续两周承压,自上周五开始猪价已呈现企稳回升迹象,预计随着冻肉库存出清,以及随着五一消费旺季到来,猪价即将进入上升趋势性上涨阶段。”华创证券分析师王嵩表示。

川财证券杨欧雯指出,生猪存栏量持续大幅下降,复产难度较大,此轮猪周期上涨幅度有望突破历史高点,且时间区间长,企业业绩有望迎来大幅改善。持续关注个股盈利能力及业绩完成情况。目前鸡苗价格受去年引种较少,供给偏紧影响,且鸡肉对猪肉具备一定的替代性,禽链终端的较强消费支撑鸡苗价格。建议继续关注禽链养殖个股一季报超预期情况。

## 中国期货市场监控中心商品指数(4月23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  |         | 85.31   |         |         | 85.32   | -0.01 | -0.01  |
| 商品期货指数  | 1004.85 | 1003.97 | 1006.63 | 1003.32 | 1004.59 | -0.63 | -0.06  |
| 农产品期货指数 | 840.34  | 838.96  | 841.49  | 838.43  | 840     | -1.04 | -0.12  |
| 油脂期货指数  | 451.91  | 451.39  | 453.62  | 450.5   | 452.33  | -0.94 | -0.21  |
| 粮食期货指数  | 1230.84 | 1229.45 | 1230.84 | 1224.84 | 1228.04 | 1.41  | 0.11   |
| 软商品期货指数 | 817.96  | 814.31  | 819.05  | 813.86  | 816.7   | -2.39 | -0.29  |
| 工业品期货指数 | 1080.21 | 1081.04 | 1084.13 | 1079.93 | 1080.16 | 0.87  | 0.08   |
| 能化期货指数  | 691.38  | 694.28  | 696.14  | 690.97  | 691.46  | 2.82  | 0.41   |
| 钢铁期货指数  | 1266.06 | 1265.68 | 1272.84 | 1264.13 | 1264.68 | 1     | 0.08   |
| 建材期货指数  | 1088.87 | 1085.06 | 1092.58 | 1084.6  | 1088    | -2.94 | -0.27  |

## 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(4月23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 | 999.84  | 1001.54 | 995.5   | 996.35  | -2.28 | 998.15  |
| 易盛农基指数 | 1281.24 | 1282.4  | 1276.65 | 1277.78 | -2.04 | 1279.16 |

黑色系品种价格进一步上行驱动力减弱。钢材去库存速度放缓加之南北价差低于往年同期将造成价格回调风险加大。原燃料期价同样存在回落压力,导致基差扩大。

“不过,1-3月经济数据显示需求回落风险下降,抑制价格回落幅度。同时,5月环保限产的执行力将成为行情重要变量,由于唐山5月-7月列入限产产能的规模较大,若严格执行,钢材供给收缩或将超过需求的季节性回落,进而带动钢价再度上涨。虽不利于原燃料补库需求,但钢材利润回升预期也将再度驱动原料价格。尤其是对已处于盈亏平衡附近的焦炭而言,钢价上行将带动焦化利润扩张。”东证期货研究称。

## 仍可看高一线

从基本面来看,申万宏源证券研究指出,供给端方面,因国内焦煤主产省份河南、河北、山东和安徽四省焦精煤资源濒临枯竭,产量连年下滑5%-10%,山西整合矿井技改释放产能有限,因此国内供给持续减少,叠加澳洲进口煤限制政策,导致国内焦煤供给大幅下降。需求端方面,因钢价下跌,导致钢厂减少废钢和电炉使用,增加焦煤使用促吨钢成本下降,从而导致焦煤需求持续增长。

该机构指出,进口端因澳煤限制和印尼低卡煤采购减少仍将持续,将会直接导致沿海地区5-6月动力煤价格大幅上行,保守看到670元/吨。炼焦煤市场进入传统旺季,供给紧张局面加剧促使焦煤价格持续上涨。

“进入二季度炼焦煤消费传统旺季,预计焦煤价格进一步上涨。数据显示经济向好趋势明显,煤炭作为前期滞胀的板块预计将迎来估值修复行情。”申万宏源证券表示。

中泰证券研究指出,总体来看,目前市场逻辑由前期的“经济退,政策进”演变到“经济稳,政策平”阶段,经济企稳预期一旦形成,低估值的周期龙头将是目前市场预期差最大的板块,建议近期超配煤炭及周期板块。

但这一点似乎很难得到证实或证伪。

“有一点可能比较明确,那就是货币条件在微调,流动性最充裕的时候已经过去。”一位买方研究员认为,随着经济逐步企稳,宏观政策相应出现微调,货币政策放松可能性下降,后续货币市场波动性可能上升。

过去一段时间以来,央行流动性投放减少,货币市场波动性已有所加大,资金面在2月底和3月中旬都曾出现短时收紧,利率中枢在2月份触底之后也开始反弹。

分析人士指出,二季度本就属于流动性易出现波动时段,再加上货币政策调控出现微妙变化,后续流动性不确定性增多,货币市场利率中枢可能小幅上移,市场参与者应关注流动性风险,债券市场加杠杆策略价值下降。

“周内还有2600亿元央行逆回购到期,在财政支出到来前,可关注央行是否会重启流动性投放。如果不会,可能表明央行对流动性波动的容忍度上升。”前述研究员表示。

业内人士表示,投资者可从以下方面布局:首先是生猪概念股。中信证券建议,继续一揽子整体配置生猪养殖板块。同时,基于生猪短缺带来鸡肉消费的增加,建议关注相关板块标的等。其次是关注豆粕的做空机会。生猪产能下降直接影响豆粕需求,随着国际贸易环境回暖,豆粕供应有望恢复。



## 记者观察

## 收益率曲线倒挂已非股市杀手

□本报记者 张枕河

今年3月下旬,美国3个月期、10年期国债收益率曲线出现2007年7月以来的首次倒挂,由于该指标被部分投资者视为美国经济衰退的重要信号,一时间美国以及部分相关市场股指出现明显回调。然而,一个月过去了,全球主要股指表现回暖。综合各种因素来看,短期内国债收益率曲线倒挂这一因素已非股市杀手”,但其可能带来的中长期风险仍需投资者警惕。

首先,从历史数据上看,美国历史上出现过四次同样的较为明显的长短期国债收益率曲线倒挂情况,分别是1982年、1989年、2000年、2006年,其中有三三次美国经济在随后一到两年后陷入衰退,分别是1990年、2001年、2008年。看似概率很高,因此这个指标被视为重要信号。然而,被投资者所忽视的是,当时美国经济和金融市场本身就存在一些问题。例如,2001年美国面临科网股泡沫破裂的困境,进而影响到整体经济;2008年更是受到外国欧债危机蔓延的冲击。因此,美国经济陷入衰退更多是受到综合因素影响,虽然长短期国债收益率曲线倒挂是重要的指标,但绝不是决定性因素。

其次,对于美国股市而言,即使经济走弱,也并不意味着股指一定会迅速下跌。对于美国股市而言,2年期与10年期收益率利差才是市场更

## 天气条件或带来玉米市场新机会

□本报记者 马爽

中华粮网高级分析师孙开源4月19日在中华粮网、华金期货主办的2019年我国玉米行情走势分析及期权研讨会上表示,2019年,在农产品市场空头压力下,天气条件或会给玉米市场带来新的机会。

随着大数据、智慧农业等领域苏醒崛起,农业遥感在农产品行业中展现出独有的魅力。据孙开源介绍,凭借卫星独有的远距离、大范围对地面的观测优势,农情遥感较传统的农业生产考察更加客观和全面,基于遥感体系建立起来的农产品长势、单产、面积等指标监测,更是给分析预测农产品产量提供了重要参考和依据。在全球权威预测作物产量的机构中,不论是美国的USDA,欧洲的JRC,或者是南美洲的Conab,均离不开经验丰富的优秀分析师团队,但在其背后,利用农情遥感技术形成的海量数据,微观评判以及历史对比,也是最终结论和评定的重要参考之一。

孙开源表示:“在传统的监测、估产、模型等大框架下,遥感技术不断精进,并逐步从定性预判向定量监测转变。从宏观到微观,尺度覆盖国家、省、县乃至村镇,识别作物种类、预测产量、长势、成熟度,甚至可以对每一个地块的化肥使用情况进行,为辅助农业生产管理和粮农行业分析决策,提供越来越多的可靠参考。”

近年来,伴随国家倡导利用“保险+期货”服务农业发展,也给农情遥感带来了新机遇。孙开源认为,可以预料的是,在不久的将来,农业生产

## 金价后市恐创新低

□美创鑫裕 杨艺

因全球风险情绪改善以及美国经济相对强势,使得美元显得更为强势,黄金则持续受到一些抛售压力。从技术上来看,目前黄金处于底部震荡状态,短期内可能出现小幅反弹,但反弹动能明显偏弱,整体趋势仍偏空,后市仍有出现低点的可能。

美国方面,美国3月零售销售数据创2017年9月以来最大增幅,该数据为1.6%,强于预期的1%。同时,上周初请失业金人数也大幅下降,降至近50年来最低,巩固了美国经济持续强劲增长的势

关注且更具有说服力的指标,而这利差目前尚未倒挂,即使这一利差发生倒挂,股市的调整行情也将有一段“延迟期”,在此期间投资者仍具备入场机会。就上一次2年期与10年期美债收益率出现倒挂来看,2006年首现倒挂后,美股继续大涨超过20%后才在2007年10月见顶回调。

再次,决定美国股市的基本因素还是企业盈利水平。本周可能是决定美国股市下一步走势的关键时刻。截至目前,已有79家标普500指数成分股公司公布了2019年第一季度业绩。与往常一样,大型银行业绩仍表现突出,其中多数银行的业绩更是超过华尔街分析师此前相对悲观的预期。金融领域的积极表现使市场对第一季度美股上市公司盈利的总体预期明显升温,此前部分业内人士预计的美股整体盈利下滑的情况大概率不会出现,市场悲观情绪预计也将有所降温。

综上所述,尽管倒挂的收益率曲线不是美股的“告兆”,但在短期内预计也不会再度扮演“股市杀手”的角色。正如一位资深美股投资人所言,在收益率曲线倒挂之后,美国经济或会进入衰退,但通常来说,这要在很长一段时间之后,股市距离高点仍有上升空间。历史告诉我们,不要在这里卖出,更高点才是更好的卖点。对于投资者而言,当前“考虑如何选股”比“离场观望”更为明智。”

将通过期货工具将生产、经营等风险转嫁到市场中,再通过遥感手段客观给出定损和理赔依据。种植者将减轻曾经的“卖粮难”压力,提前锁定收入,国家相关粮农部门也会减轻相关资金和存储压力。留下的将是一个更加积极、健康、且富有信息化时代的特色农产品市场。

就2019年天气条件对农产品市场的影响,孙开源认为,在农产品市场空头压力下,天气条件或会给玉米市场带来新的机会。

近年来,天气对玉米行情的推动起到不小的作用,天气也越来越受到业内关注。2017年秋收阴雨,我国华北、黄淮遭遇连阴雨,影响了玉米品质,造就了东北地区行情火爆,进而推动全国玉米价格一路高企。2018年夏季干旱,产区反馈出玉米减损消息,叠加市场炒作因素,玉米期货又走出一波涨势。2019年,全球再一次进入厄尔尼诺周期,且随着全球气候变暖大趋势以及新形势下厄尔尼诺变种“Modoki”的多重叠加,我国“北旱南涝”的阴霾悄然埋藏到本年度玉米生产季。

“虽然目前的一些资料仍难全面描述厄尔尼诺会对我国哪些地区带来更直接的影响,但冬春以来,我国东北地区降水量偏少却是事实,气象数据以及一些考察都表明我国大部分地区玉米带已显露干燥缺墒情况,春播进程将不可避免地受到影响。也许到了夏季,厄尔尼诺趋势恢复中性,天气将出现改善,但对玉米从业人士来说,也及时关注天气,适度调整手头仓位和头寸才是可取之举。”孙开源表示。

头,同时缓解了市场对全球经济的担忧,推动美元持续走高。美联储表示,如果经济表现良好,今年晚些时候可能还会进一步加息。虽然温和的通胀并不意味着某些官员必须降息,但它可能会提高其他官员考虑进一步加息的门槛,而近期一些联储官员已开始频繁提出降息条件,且美国总统特朗普呼吁降息的压力,也使得美联储在是否降息的问题上变得复杂。不过,英国脱欧日期迫在眉睫,英国政府却没有制定出相应的计划。对于英国脱欧的担忧可能会帮助金价重获提振。