

■ 财富圆桌

升至六年高位 黄金上涨刚刚开始?

□本报记者 张利静

4月底以来启动的黄金多头行情引人瞩目，期间沪金主力累计涨幅超10%，海外COMEX黄金期货指数涨超6%。目前，沪金期货主力合约运行于六年来高位。本轮黄金上涨背后逻辑是什么，是否仍具配置价值？本期邀请格林大华期货武汉营业部总经理韩晓、中大期货贵金属分析师赵晓君、金大师首席分析官助理王琎青对此进行分析。

中国证券报：如何看待近期黄金上涨行情的背后逻辑？

韩晓：黄金期货价格快速上涨，主要是两个因素所导致。首要原因是市场对于美联储年内降息预期升温，今年黄金价格的走势还是由美联储货币政策所主导，在市场对美联储年内降息的预期下，美元指数开始回落，黄金价格在大部分时间与美元指数负相关，因此快速上涨。其次，由于外部扰动持续存在，导致市场受一定程度影响，之前相对强势的美元对资金的吸引力相对下降，非美货币（例如日元）的吸引力开始上升，资金向有着投资属性和避险价值双重属性的黄金市场流入，导致黄金价格快速上涨。因此，只要美国经济数据（例如非农、失业率、CPI等数据）的表现一般，市场对美联储年内降息的预期不出现减弱，黄金接下来可能会延续上涨行情。

赵晓君：从经济角度看，在一季度超预期的宏观数据如GDP、非农就业数据下，美国相较于新兴市场以及欧元区更具韧性，市场在年初出现的美联储受制于经济而降息的预期一度落空，黄金见顶。但值得关注的是，一季度美国经济反弹更多受政府投资主导，消费疲软暗含短期强势可能告一段落。此外，仍然强势的美元继续刺激新兴市场潜在危机，土耳其里拉再度贬值使得美元相较于黄金的避险属性更为强烈，金价一度出现阶段性调整。但进入5月份以后，外部扰动加剧，美股、原油、黄金低波动率受到刺激，人民币贬值预期重启，人民币计价黄金抗跌明显，但彼时经济数据仍然未验证降息预期，金融市场波动的结果更多是提振美元，直至一系列经济数据诸如非农、通胀以及景气指标PMI进一步下行。美联储在去年宣布不加息后，美联储主席对于降息可能性的言论终于引爆黄金，美联储利率持续下行叠加美元回落终于使黄金再度站上1350美元/盎司这一几年来的关键阻力位。人民币计价黄金则呈现突破格局。

王琎青：黄金这波上涨，与美国经济开始走弱有很大关系。因为黄金是以美元定价的，美国经济相对于其他经济体不好，美元就会下跌，黄金就会上涨。一旦美国经济开始走弱，美元指数就会走弱，黄金就会反弹。从今年第二季度开始，美国几大主要的经济数据特别是PMI数据开始走弱，PMI制造业数据往往是经济的先行指标，PMI数据走弱，尤



其是ISM制造业PMI数据一旦跌破50的荣枯分界线，美联储降息的大门就会打开。另外，美国5月份新增非农就业人数跟之前的数据相比大幅减少，只有7.5万人，原先最为强劲的美国就业数据也开始出现了回落。目前美国经济放缓、通胀数据也已经开始走弱，美国通胀放缓，美联储货币政策从原先偏紧的状态将转为宽松，美国实际利率下行引发黄金上涨。

中国证券报：历史上，黄金价格大幅上涨一般需具备什么条件？如何看待本轮行情级别？

韩晓：近十年来，黄金单边行情基本都是市场跟随着美联储货币政策的预期来走的。一旦市场出现美联储降息的预期，黄金就会出现一波上涨行情，而一旦市场预期美联储会加息，黄金就会走出下跌行情。本轮黄金行情可能处于上涨周期的起始阶段，原因有三。首先，美国经济下半年可能会开始由强转弱，去年的刺激性税改的副作用可能会在下半年开始显现，

中国证券报：历史上，黄金价格大幅上涨一般需具备什么条件？如何看待本轮行情级别？

韩晓：近十年来，黄金单边行情基本都是市场跟随着美联储货币政策的预期来走的。一旦市场出现美联储降息的预期，黄金就会出现一波上涨行情，而一旦市场预期美联储会加息，黄金就会走出下跌行情。本轮黄金行情可能处于上涨周期的起始阶段，原因有三。首先，美国经济下半年可能会开始由强转弱，去年的刺激性税改的副作用可能会在下半年开始显现，

这从最新公布的大幅差于预期的非农数据可以看出一些苗头来。配合回落的通胀数据来观察，下半年美联储降息概率较大，在此预期下，黄金价格可能会走出单边上涨行情；其次，黄金波动率目前处于历史低位水平，根据历史经验，超低波动率下很可能出现井喷行情；最后，黄金ETF持仓和CFTC非商业净多头持仓处于历史低位水平，从资金和盘面交易层面具备了走出单边行情的条件。因此，本轮黄金行情应该处于大的上涨周期的起始阶段，上涨幅度值得期待。

赵晓君：进入2000年以来，黄金的牛市行情多在一系列利多因素共振情况下出现，在美联储宣布降息后初期，受益于低利率，黄金作为“零息”资产受到短暂追捧，随后美联储降息推动全球流动性宽松的格局下，新兴市场受益于全球化进而相较于美国更为强势的经济增长使得美元黯然失色，美元计价黄金在美元贬值下继续上涨，直至金融危机爆发，使得美国短期信用危机刺激金价加速上涨。本轮上涨仍然是建立在预期美联储开启降息周期，但后续的推动力主要还在于美联储正式降息，市场确认对美国经济周期转向的预期，黄金才能继续上涨。此外，考虑到特朗普逆全球化的政策，此轮美国降息可能不会给新兴市场带来特别大的刺激，全球宏观需求一直靠目前的高流动性勉强维持，并没有新的需求经济体带动全球经济，因此在全球共振衰退的格局下，美元优势可能会再度显现，不利于黄金。

王琎青：历史上黄金大幅上涨一般要么是避险因素驱动，例如欧债危机，要么是通胀因素驱动。这一轮黄金上涨的驱动因素是避险+美联储货币政策将转为宽松的政策预期。如果美联储进入降息周期，这对于金价而言是大利好。黄金今年有机会上探1450美元/盎司。

中国证券报：对后市黄金投资有何建议？

韩晓：由于全球经济体可能会在美联储降息节奏的带动下进入一个降息周期，持有现金或者其他保值能力差的投资品种可能会甚至跑不过通胀水平。此外，全球经济环境愈发恶劣，全球经济展望愈发不明朗，传统证券和债券市场出现系统性风险的可能性在逐渐加大。如果投资者持有的投资品种过于单一，可能会投资风险较大。因此建议投资者配置具有保值和避险属性的黄金类产品，例如商品黄金、黄金题材证券、黄金标的期权等。根据投资者个人的风险承受能力选择合适的黄金配置，例如风险承受能力高的可以考虑黄金期货以及其衍生品，风险承受能力低的可以考虑配置部分黄金题材证券或者无较大杠杆的实物黄金以及其衍生品。

赵晓君：短期来看，CFTC上黄金基金净多头再度呈现拥挤，一方面说明目前炒作联储降息的逻辑使得资金追逐金价，另一方面也意味着一旦预期稍有反转，大幅下跌会发生的非常急促，投资者不宜盲目追高。考虑到特朗普的执政政策可能会贯穿整个任期，一旦经济受到此影响，特朗普可能会再度给美联储“吹风”，经济下行的趋势会非常曲折，因此利率和美元两大影响都倾向于震荡向下的格局，预计美元黄金仍然难以摆脱这几年宽幅震荡的格局，而人民币计价的黄金在这几年人民币贬值的趋势下，支撑明显，在市场对于加息预期升温的情况下，结合CFTC基金净空头过分拥挤的情况，目前逢低做多仍是较好时间节点。

王琎青：黄金类资产一定要配置。可以配置上海黄金交易所的黄金类投资品种，包括实物金和黄金T+D，上海黄金交易所的黄金期货，上海证券交易所的黄金ETF以及黄金类股票。建议黄金类资产的配置比例可以提升到20%。

■ 瞭望塔

慢涨缓调提示后市转机

□本报记者 牛仲逸

近期上证指数围绕2900点陷入拉锯战，由此引发了市场关于A股何时迎来转机的讨论。有机构认为转机的时间窗口在6月中下旬，也有机构预计8月之后将迎来具有可操作性的中级行情。那么A股究竟何时迎来转机？向上动力何在？

回答这个问题之前，首先来复盘近半年时间A股的运行脉络。若以反弹逻辑看，大致可分为三个阶段：第一个阶段是沪指从年初的2440点至4月8日见阶段高点3288点。这一时段又可细分为两部分，首先是1月-3月中旬的逼空上涨行情，背后驱动力主要来自风险偏好提升以及流动性溢价；其次则是从3月中下旬至4月初，背后驱动力来自经济数据改善带来的对经济复苏的预期。总体来看，在这段时间内，沪指不断通过放量长阳来提升运行区间。

第二个阶段是沪指在创下阶段性新高3288点后出现快速调整，直至5月6日跳空低开收出长阴线。这一时期的“急跌”源于估值修复完毕后，市场对当前乐观预期的一个理性下修。

第三个阶段则是从5月7日至今，沪指呈现出区间震荡态势，期间几次反弹源于对回踩下方缺口的技术面修复。

在经历了“快涨”与“急跌”后，市场主要的支撑因素再度出现变化。如果说一季度市场的上涨来源于流动性环境的显著宽松，那么在下半年流动性环境改善空间有限的情况下，市场下一阶段上涨的支撑动力将切换至盈利支撑。

历史经验也显示，上市公司盈利变化是决定股市走势的趋势性力量。A股市场中但凡反转行情必有基本面拐点，而但凡出现基本面拐点也必有趋势性行情。

偏乐观的机构认为，从上市公司的年报和一季报来看，业绩增速的拐点已经出现。

也有部分机构表示，这一拐点有望在三季度出现，因为新一轮经济复苏都要经历信贷规模扩张——信贷结构改善——企业融资能力回升——企业盈利水平改善”这个大周期。目前来看，信贷规模的扩张已经基本实现，眼下正处在信贷结构改善的第二阶段。

虽然A股何时迎来转机尚有争论，但可以预见的是，下一阶段A股反弹节奏将从快涨急跌变为慢涨缓调，呈现出“慢牛”格局。正因如此，下一阶段投资者应更多从长期的配置价值、公式的内在价值考虑仓位和结构的配置。

一手抓核心资产，一手抓硬科技，从中长期角度兼顾相对与绝对收益，不失为分享慢牛红利的优质策略。核心资产属于头部资产，国内行业的龙头企业，各自领域的领军企业都已经在行业中建立起明显的领先优势，且能看到明显的未来的发展方向；硬科技是需要长期研发投入、持续积累才能形成的原创技术，具有极高技术门槛和技术壁垒，难以被复制和模仿。包括人工智能、航空航天、生物技术、光电芯片、新一代信息技术、新材料、新能源、智能制造八大方向。

钢厂燃起恐高情绪

铁矿石期价上涨空间或有限

□本报记者 马爽

自6月6日盘中创下阶段新低692.5元/吨之后，铁矿石期货主力1909合约便不断攀升，14日盘中最高触及797.5元/吨，创下逾五年多新高。

分析人士表示，近期钢厂高炉开工率水平维持高位，叠加铁矿石港口库存持续下降，供需格局持续偏紧对铁矿石期价提供显著支撑。然而，铁矿石价格的不断走高，也降低了下游钢厂对原料的采购意愿。因此，未来铁矿石价格进一步上行空间将受限。

期价迭创阶段新高

14日，铁矿石期货延续升势，主力1909合约最高至797.5元/吨，创2014年4月下旬以来新高，收报783.5元/吨，涨2.22%。本周以来该合约累计上涨9.96%，创下逾四个月来最大周线涨幅，铁矿石期货因此成为本周商品期货市场当之无愧的“黑马”品种。

兴业期货分析师表示，本周全国26港铁矿石到港总量环比减少97.3万吨，北方6港到港总量环比大幅下降227.8万吨，其中低品澳粉到港量下降最为明显。而国内环保仍无趋严迹象，高炉炼钢盈利尚可，本周高炉开工率水平与之前持平，铁矿石日耗及疏港量亦维持较高水平，使得铁矿石供需格局持续处于相对偏紧局面，近期港口铁矿石库存下降至1.17亿吨。

上述分析师进一步表示，考虑到长流程高炉短期内大幅减产的概率较低，且力拓宣布7、8月份可能将取消1000万吨的小长协，淡水河谷停用矿山仍未复产，港口铁矿石库存或有继续下降的空间。

A股方面，在铁矿石价格连续大涨之后，近期相关概念股涨幅有所收窄。同花顺数据显示，截至6月14日收盘，与商品铁矿石相关的A股方面，宏达矿业涨1.13%，重庆钢铁、本钢板块分别涨0.52%、0.47%；五矿发展、ST创兴则均跌逾4%，河北宣工、广东明珠均跌超3%。

钢厂对高价原料采购意愿下降

上游铁矿石价格持续攀升，但下游钢厂因为盈利水平下降，对高价原料接受度下降。迈科期货分析师表示，近期由于海外发运及到港量双降，本周港口铁矿石库存继续大降至1.2亿吨以下，但从发运量推算，未来几周到港量有望回升。虽然目前下游钢厂利润水平尚未降至亏损状态，短期难以出现减产情况，但目前根据模型估算，即时利润已降至百元以下的临近减产边界，未来需关注钢厂减产进度。整体来看，铁矿石短期价格对利好反应充分，应谨慎看待上方高度。

兴业期货分析师也表示，当前钢厂利润已大幅萎缩，尤其是部分热卷及冷轧生产企业已接近亏损，高炉检修限产意愿有所增强，铁矿石需求或会阶段性转弱，叠加此前外矿发运量回升的影响，或会对矿价形成压制。此外，铁矿石期货盘面价格已运行至前高，淡季上攻压力增强。

“进口铁矿石现货价格继续上调，部分贸易商受利润高涨的影响，报价积极性较高，但受制于港口库存持续下降的影响，挺价意愿较为明显。不过，钢厂方面，受连日来铁矿石现货价格上涨影响，恐高情绪较为严重，对于此轮现货价格上涨接受程度不高，以低价试探性询盘为主，采购积极性不高。”瑞达期货分析师表示。

对于后市，兴业期货分析师认为，短期来看，铁矿石价格或将维持高位震荡。策略方面，单边方面，建议对铁矿石期货1909合约前多轻仓谨慎持有；组合方面，铁矿石买9-卖1正套组合继续耐心持有；买铁矿石1909-卖焦炭1909组合继续持有。

红枣期货上涨动能犹存

□国投安信期货 董甜甜

红枣市场“以质论价”的习惯使得通货（指直接下装箱、并未清洗分级的原枣）价格的区间较宽，以实际的样本和价格推算更具参考意义。分析认为，当前通货价格处于正常范围内，若市场给予部分天气升水，价格继续上涨的空间仍存在。

红枣期货1912合约的仓单成本估算也是红枣市场焦点话题之一，其中不乏不切实际的计算方法，我们将逐一分析。

首先，根据交割规则对生产日期的规定，当前市场已加工的成品无法注册成仓单，所以根据当前一级品价格加仓储成本计算仓单成本是不合规定、不切实际的。

其次，2018年下树通货一直储存到2019年11月后，再加工成注册仓单，除去高额储存成本，这与此前（含2019年）的现货习惯不同，尽快将红枣加工、分级储存销售是主流模式，现货商很少采取这种“屯通货”方式，也即当前现货市场中通货量较少、加工的品级货为主，所以这种预估方式也比较不常见。

最后，预估2019年下树的红枣通货价格、商品率等数据，据此推算1912仓单成本。红枣的现货交易中，一般将特一、二、三、四这五个级别红枣占通货的比例界定为商品率，价格方面以特级补四级、一级补三级、二级为定价标准的模式，再根据每个级别的估算级差来定价相应价格。

从此前了解的情况看，新疆红枣的商品率在80%-90%之间，有些少数地区管理较好能达到95%以上，此外我们将采取80%-85%-90%三种情况来看计算仓单成本。

在通货成本的预估上，我们从种植成本的角度考虑区间下沿以4元/公斤为始点，主要考虑了土地费用、物料（化肥、农药、水）费用、人工成本，将种植成本定为4元/公斤。

再依次从通货成本、商品率计算出商品成本，再考虑加工成本（新疆1500元/吨，沧州1200元/吨）、包装费（500元/吨），计算出二级枣的定价，根据一级与二级的差价在2000元/吨预估一级定价，再参考入出库费用、交割手续费，考虑仓储费后预估出仓储一个月的仓单成本。

综合来看，以4元/公斤的红枣通货成本计算，90%的商品率对应仓单成本在8600元/吨左右，随着商品率的降低，仓单成本在逐渐上移，80%的商品率意味着9150元/吨的仓单成本。以居中的85%商品率估算，昨日收盘10305元/吨的1912合约价格对应的通货成本在5.3元/公斤，对比去年下树通货价格（阿克苏3.5-5.5元/公斤、麦盖提4-6.5元/公斤、阿拉尔5.5-7元/公斤），当前的通货价格处于正常范围内，若市场给予部分天气升水，价格继续上涨的空间仍存在。

中国金币总公司

CHINA GOLD COIN INCORPORATION

淬炼金银 传承文化

Refine the Bullion Inherit the Culture

地址：北京市西城区百万庄大街6号 客户服务电话：400-100-5888

中国人民银行定于2019年5月发行中国书法艺术（隶书）金银纪念币一套。该套金银纪念币共5枚，其中金质纪念币1枚，银质纪念币4枚，均为中华人民共和国法定货币。

规格：直径30mm，重量15g，材质：999纯金，成色：99.9%，面额：100元，发行量：10000枚。

规格：直径30mm，重量15g，材质：999纯银，成色：99.9%，面额：10元，发行量：100000枚。

规格：直径30mm，重量15g，材质：999纯银，成色：99.9%，面额：50元，发行量：10000枚。

规格：直径30mm，重量15g，材质：999纯银，成色：99.9%，面额：50元，发行量：10000枚。

规格：直径30mm，重量15g，材质：999纯银，成色：99.9%，面额：50元，发行量：10000枚。

扫一扫
关注中国金币

www.chgb.com.cn

www.ch