

■ 多空论剑

光芒四射的黄金 只是熊市中的“小牛市”？

□本报记者 马爽

近期,贵金属板块
光芒四射,不管是期货
价格还是概念股均出
现显著上涨,沉寂多时
的白银价格更是拾级
而上,也使得金银比值
得以修复。何种因素驱
动贵金属标的资产联
动走高?金银比出现修
复意味着什么?此轮贵
金属能涨到多高?本栏
目邀请格林大华期货
武汉营业部总经理韩
晓、光大期货贵金属高
级研究员展大鹏一起
探讨。



视觉中国图片

标的资产联动上涨

中国证券报:近期,贵金属板块期货、股票等标的出现联动上涨的原因是什么?

韩晓:近期贵金属价格大幅上涨的原因主要是市场对于美联储降息预期的炒作。美联储最快可能在7月底的议息会议上下调基准利率25个基点。美联储主席鲍威尔在本月16日表示,央行正在密切监控美国经济成长下滑风险,将会采取适当行动以维持经济扩张,并强调近年来利率决策更加考量全球因素,这番话使得市场更加确定了本月底美联储降息的猜测。

自2015年底首次加息以来,近些年美联储一直处于货币紧缩周期,美联储此次降息意味着美联储可能会进入到货币宽松的周期,货币宽松会增加市场货币流动性,导致美元贬值,刺激贵金属价格上涨。因此,在美联储降息预期下,贵金属相关资产开始大幅上涨。

展大鹏:贵金属股票估值与贵金属价格走势息息相关。对于黄金冶炼企业来说,利润最大的变量就是金价,金价上涨,利润增加,估值也会相应提升;对于黄金饰品加工企业来说,赚的是加工费,但金价上涨可以提高销量。因此,理论上,贵金属板块期货和股票呈正相关表现,今年走势联动最紧密的一段始于5月中下旬,表现为同步上涨与同步回调。

不过,需要注意的是,金价与黄金股呈现强相关性往往是短期的,长期来看是弱相关性,这主要是因股票相比期货更能反映投资者对企业的盈利预期,这其中不仅包含价格预期,还包含宏观、基本面以及市场整体氛围和投资者的情绪等。投资者可以认为期货更加理性,股票多存情绪化,预期一致时,股期多联动,增强相关性;预期产生分歧,金价与股市常有背离,从而降低了相关性。

金银比值迎来修复

中国证券报:目前,金银比值处于何种水平?该比值变化隐含哪些信息?

韩晓:截至7月18日,金银比值在88附近,前段时间由于黄金价格暴涨导致金银比一度突破90,近日由于白银价格补涨,金银比值有所回落,但仍处历史高位水平。金银比值在近几年持续上涨,今年甚至突破85——近年来比值的震荡区间。这其中反映出一个问

题,黄金和白银这两个贵金属品种的相关性减弱。每个市场品种其实都拥有金融属性和商品属性,从近几年来看,黄金的金融属性远超过其商品属性的特性没有多大改变,但白银的金融属性在逐渐减弱,商品属性在逐渐增强,这点从今年黄金价格大幅上涨但白银价格涨幅有限,以及近期有色金属价格大幅上涨白银价格也跟着大幅上涨上可以很明显地看出来。因此,对于做套利的交易者而言,做多或者做空金银比值这个内在逻辑可能需要调整。

展大鹏:过去三年,金银比持续震荡攀升,近几个交易日最高一度达到93,超过2008年金融危机前水平,也是近20年的最高水平。从历史走势来看,金银比平均在70-75左右,90以上相当罕见。

一般来说,黄金因避险作用稳定性强于白银,而白银比黄金具有更强的工业属性和波动性,因此金银比可以反映经济周期的一定变化,在经济衰退周期,白银价格下跌快于黄金价格,金银比一般会上升;在经济复苏周期,白银价格上涨快于黄金价格,金银比往往会上升。

当金银比接近或达到某一极值,市场中做空金银比的意愿会相当强,即会产生买银抛金的动力,这对于金或银来说可能面临重要的拐点。在当前的环境下,随着美联储货币政策转松以及国内经济“弱复苏”,白银工业属性有所显现,此时价格又处于近几年低位,在“做空金银比”的保护下,白银价格出现补涨行情也在预料之中。只是白银价格补涨行情在市场预期一致下很快变成了轧空行为。随着银价迅猛上涨,金银比快速修复,或预示着本轮金银比上涨行情进入收尾阶段,特别是对黄金投资者来说,当金银比修复至80左右,应注意因多头获利了结可能产生的回调风险。

多头行情能走多远

中国证券报:从历史牛市周期来看,此轮贵金属价格能涨到多高?

韩晓:俗话说:“牛市不言顶。”如果参考历史上牛市周期的话,2008年黄金价格从680美元/盎司涨到了2011年1900美元/盎司,涨幅度接近300%。黄金从2013年开始进入震荡周期以来,波动率已持续6年保持在较低水平。根据以往经验,在持续长时间低波动率后,接下来很有可能会迎来波动率的快速上扬。目前,金价在突破前期压力位后,会逐渐转入牛市周期中,中短期可能还会有关于10%左右的涨幅,未来几年有可能创出历史新高。

展大鹏:从黄金涨幅上看,此轮行情只能称为熊市中的“小牛市”。从历史上两轮大牛市周期来看,主要发生在某一经济体高速发展时期,往往伴随着高增长、高利率和高通胀。第一轮发生在上世纪七十年代,以美国为首的经济体快速发展,当时利率和通胀水平都较高;最近一轮大牛市是本世纪初,源于中国经济的腾飞,彼时利率和通胀同样处于较高水平,而且它不光是黄金的十年牛市,也是整个大宗商品的黄金十年。经济学家普遍认为目前所处的环境是进入“存量经济”时期,政府也定调“L”型走势,因此暂时看不到经济的再度腾飞,也就看不到黄金新的大牛市。

从技术上测算,本轮贵金属行情符合熊市中“小牛市”的看法,反弹最高点一般是熊市下跌幅度的50%处,从最低点测算行情高点应该在1500美元/盎司左右。从近期上涨高点来看,已比较接近,因此黄金多头投资者在乐观的同时,也要注意随时回调的风险。

中国证券报:对于后市贵金属标的资产走势有何看法?投资者又该如何布局?

韩晓:本轮贵金属价格上涨的主线逻辑是美联储降息预期,后续美联储的确有降息的可能性,因此后市贵金属类标的资产包括期货、期权、贵金属企业证券、贵金属理财产品等应该都会有良好的表现。

风险偏好较低的投资者可考虑配置低杠杆类的标的资产,例如贵金属现货、银行纸黄金等;风险偏好中等的投资者可考虑配置贵金属企业证券、适合仓位的贵金属期货、贵金属理财产品等;风险偏好高的投资者可考虑贵金属期货、贵金属期权等贵金属金融衍生品。

展大鹏:从历史走势来看,黄金的作用并不在于“涨”,而在于“稳”,在于对冲未来经济发展过程中市场可能出现的不确定性风险,国际上许多知名机构或基金往往会在资产配置中加入黄金来对冲或分散风险,然后根据经济周期节奏来调整黄金配置的比重。

随着国内投资者对于金融市场风险认识的加深,黄金投资需求越来越得到重视,在实际投资过程中也会考虑黄金类投资标的来分散风险。当然对于不同的投资者推荐的标的也会不一样,稳健的投资者建议选择定投买入黄金ETF做中长期持有,因折现难度大并不建议选择黄金实物;激进的投资者建议选择黄金期货或递延品种,如此对于中短期金价波动多空都可灵活对待。

科创板退市制度: 精简流程 全面从严

□本报记者 牛仲逸

退市制度是资本市场健康发展的基础性制度之一,在成熟资本市场,上市公司退市是一种常态现象。2018年A股最严退市新规落地后,从严退市成为监管主基调。机构人士表示,与主板相比,科创板实施更为严格的退市要求,退市效率大幅提升,这也将引领A股构建有效的退市制度。

存在四种退市类型

科创板企业退市可分为四种退市情形:重大违法强制退市、交易类强制退市、财务类强制退市、规范类强制退市。虽然退市类型与之前A股退市政策类型基本一致,但具体内容有较大差别。

其中,财务类指标方面,科创板退市标准中最大的亮点在于:充分突出主营业务的重要性,明确规定对明显丧失主营业务经营能力的企业进行强制退市,如主营业务停滞或规模极低、营业收入或利润主要来源于不具备商业实质的关联交易等。这一标准是主板、中小

板和创业板退市标准中没有涵盖的;通过引入扣非净利润和营业收入双重指标,避免了上市公司通过售卖资产提高非经常性收益的方式规避退市标准。连续两年扣非净利润为负,且营业收入低于1亿元的上市公司将被强制退市。

交易类指标方面,科创板首次引入市值标准,对于连续20个交易日市值低于3亿元的上市公司进行强制退市。这一方面契合了科创板规定的上市标准,另一方面也清理了那些不受市场认可的上市公司。

市场人士表示,科创板在原有退市标准的基础上实现了改革与创新,集中体现了对于科技创新型企业“退市从严”的理念。

退市周期缩短

当前A股主板、中小板和创业板存在退市警示(仅主板、中小板)和暂停上市制度,据新时代证券统计,2012年以来,超过90%的公司在实施退市及其他风险警示之后,都没有进一步被暂停上市;在被暂停上市的15家企业中,恢复上市比例高达86.7%。

反观科创板退市制度,其最大亮点是提高退市效率,缩短退市周期。科创板企业一旦触及退市标准,股票将直接终止上市,不再进行暂停/恢复上市的程序。对比退市周期来看,由于取消了暂停/恢复上市程序,企业从被实施风险警示到最终退市的时间从原来的四年缩短至两年,加快了整体退市进程,且上市公司无法再通过处理亏损资产、可回转的资产减值、政府补助和应收账款冲回与转让等方式来实现保壳,继续维持上市。在退市警示期,科创板企业仍可以通过改善指标、申请复核等形式合理自救,但一经退市再无上市机会。

对此,新时代证券策略研究指出,综合来看,科创板退市制度已与美股相近,要求严格、流程精简,“宽进严出”下,科创板将为我国多层次资本市场建设做出创新性贡献。

华安证券表示,对比美国纳斯达克市场,科创板最大的相似之处在于对上市企业设立了多种退市标准,其中在市值、股东数量等要求上有类似的地方。而对于主营业务的要求是科创板所特有的,这也是科创板退市制度的严格之处。

■记者观察

隔夜利率两周涨200基点 资金面太松太紧均非常态

□本报记者 张勤峰

资金面由夏入秋不过半个月时间。近几日,银行间市场上隔夜利率最高成交到3%以上,月初时则最低只有0.7%。资金面这般显著变化,凸显了税期等因素造成的冲击。不过,央行维护流动性合理充裕的态度没有变化,愈演愈烈的海外宽松浪潮也为国内政策腾挪拓宽了空间,货币政策逆势收紧的概率微乎其微,流动性可能难回到月初那般极度充裕状态,但保持合理充裕并没有太大问题,后续预计央行在流动性投放方面仍会有动作。

19日,债券回购利率涨跌不一,但短端仍继续上行。银行间市场上,隔夜债券回购利率DR001加权价上涨3基点至2.83%。数据显示,当月DR001盘中最高成交到3.3%,而本月2日最低时只成交到0.7%,创出历史极低值。从加权价来看,7月4日,DR001加权价报0.843%,改写该指标发布以来的新低,两周来,DR001加权价也自低点反弹了将近200bp。

不过两三周,货币市场却恍如隔世。月初时,市场资金面极为宽松,有资金需求的机构往往在早盘就能借足;如今,市场参与者普遍反映短期资金面吃紧,隔夜和7天等短期资金融入难度较大,有时候临近尾盘仍有不少机构融入需求未能得到满足。

流动性这轮剧变与月初时央行连续通过逆回购到期对流动性进行纠偏不无关系,但更重要的原因可能还是税期高峰造成短时冲击,以及前期低利率环境下部分机构加大了杠杆操作。7月是传统税收大月。2017年、2018年的7月,财政存款净增量分别高达11600亿元、9345亿元。本周处于7月税期高峰,税期因素成为货币市场利率上涨的重要推手。

本周央行重启并持续以较大力度开展流动性投放操作。据统计,本周央行累计开展逆回购操作4600亿元,开展MLF操作2000亿元,期间有1855亿元MLF到期,故累计实现净投放4715亿元,创下近半年来最大规模单周净投放。若算上周一央行继续对部分中小银行降准释放的约1000亿元长期资金,本周央行通过各类政策工具释放的资金量将近6000亿元。

央行连续实施大力度流动性投放,表明其保持流动性合理充裕的立场没有变化。事实上,在经济下行风险犹存,海外宽松预期高涨的情况下,市场普遍认为货币政策易松难紧。下周,面对5020亿元MLF到期和超过3000亿元的政府债券缴款,预计央行还会有所动作。值得一提的是,按之前惯例,下周将迎来TMLF操作的窗口。

总的来看,随着税期因素影响消退,加上央行适时适量提供流动性支持,资金面虽难回到月初那般极度宽松的状态,但保持平稳偏松态势没有太大问题,资金面太松太紧均非常态。

■“走近科创,你我同行”科创板投教专栏(十三)

科创板股票交易规则必知(二)

1. 投资者参与科创板股票竞价交易,在提交限价申报时需关注哪些方面?

投资者可以选择提交限价订单或者市价订单参与科创板股票竞价交易。

根据《上海证券交易所科创板股票异常交易实时监控细则(试行)》(以下简称《细则》)规定,如果投资者在连续竞价阶段通过限价申报买入科创板股票,那么,其买入申报价格不得高于买入基准价格的102%。也就是说,投资者可以以等于或者低于买入基准价格102%的价格来提交买入申报。相应的,如果投资者在连续竞价阶段通过限价申报卖出所持有的科创板股票,那么,其卖出申报价格是不得低于卖出基准价格98%的。

需要指出的是,这里提到的有效申报价格范围仅针对投资者提交的高价买单和低价卖单加以单向限制,对低价买单或者高价卖单不会造成影响。此外,价格申报范围会随着市场动态调整,投资者不用担心交易的连续性问题。

提示投资者,一方面,上述提到的对限价订单设置有效申报价格范围的要求,仅适用于连续竞价阶段,对于集合竞价阶段和盘中临时停牌期间不适用。另一方面,如果投资者的申报超出有效申报价格范围的限制,那么,该笔申报将被交易系统自动拒单。

此外,科创板股票在开市期间临时停牌,投资者仍然可以提交申报。复牌时,将对已接受的申报实行集合竞价撮合。

2. 在连续竞价阶段,投资者提交的科创板限价买入申报的“买入基准价格”是如何确定的?

根据《细则》规定,在连续竞价阶段,投资者提交的限价买入申报的价格不得高于买入基准价格的102%。

这里提到的“买入基准价格”,是指即时揭示的最低卖出申报价格;如无即时揭示的最低卖出申报价格,则是即时揭示的最高买入申报价格;如无即时揭示的最高买入申报价格,则是最新成交价;如当日无成交的,则是前收盘价。

举个例子,投资者小王想买入科创板股票A,如果此时既无即时揭示的最低卖出申报价格,也无即时揭示的最高买入申报价格,而股票A的最新成交价为10.00元/股,那么,小王的买入申报就不得高于10.00元×102% = 10.20元/股。

提示投资者,在开市期间临时停牌阶段的限价买入申报,不适用上述规定。

3. 在连续竞价阶段,投资者提交的科创板限价卖出申报的“卖出基准价格”是如何确定的?

根据《细则》规定,在连续竞价阶段,投资者提交的限价卖出申报的价格不得低于卖出基准价格的98%。

“卖出基准价格”是指即时揭示的最高买入申报价格;如无即时揭示的最高买入申报价格,则是即时揭示的最低卖出申报价格;如无即时揭示的最低卖出申报价格,则是最新成交价;如当日无成交的,则是前收盘价。

举个例子,投资者小王打算卖出所持有的科创板股票A,如果此时无即时揭示的最高买入申报价格,仅有即时揭示的最低卖出申报价格,为10.00元/股,那么,小王的卖出申报价格就不得低于10.00元×98% = 9.80元/股。

同样,在开市期间临时停牌阶段的限价卖出申报,也不适用上述规定。

4. 在连续竞价阶段,投资者通过市价申报买卖科创板股票,其申报应包含哪些信息?

投资者在连续竞价阶段,可以通过市价申报的方式买卖科创板股票,其申报应当包括买入保护限价,或者卖出保护限价。其中,买入保护限价是投资者能接受的最高买价;卖出保护限价是投资者能接受的最低卖价。

上交所交易系统处理投资者提交的买卖科创板股票的市价申报时,一方面,买入申报的成交价格、市价申报转为限价申报的申报价格不低于卖出保护限价,也就是投资者能够接受的最高买价。另一方面,投资者卖出申报的成交价格、市价申报转为限价申报的申报价格不高于买入保护限价,也就是投资者能够接受的最低卖价。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2019年7月19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	1.1556		11,556,356,305.75	

注:1.本表所列7月19日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核后提供。

2.基金资产净值的计算方法: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+基金成立以来累计派息金额。