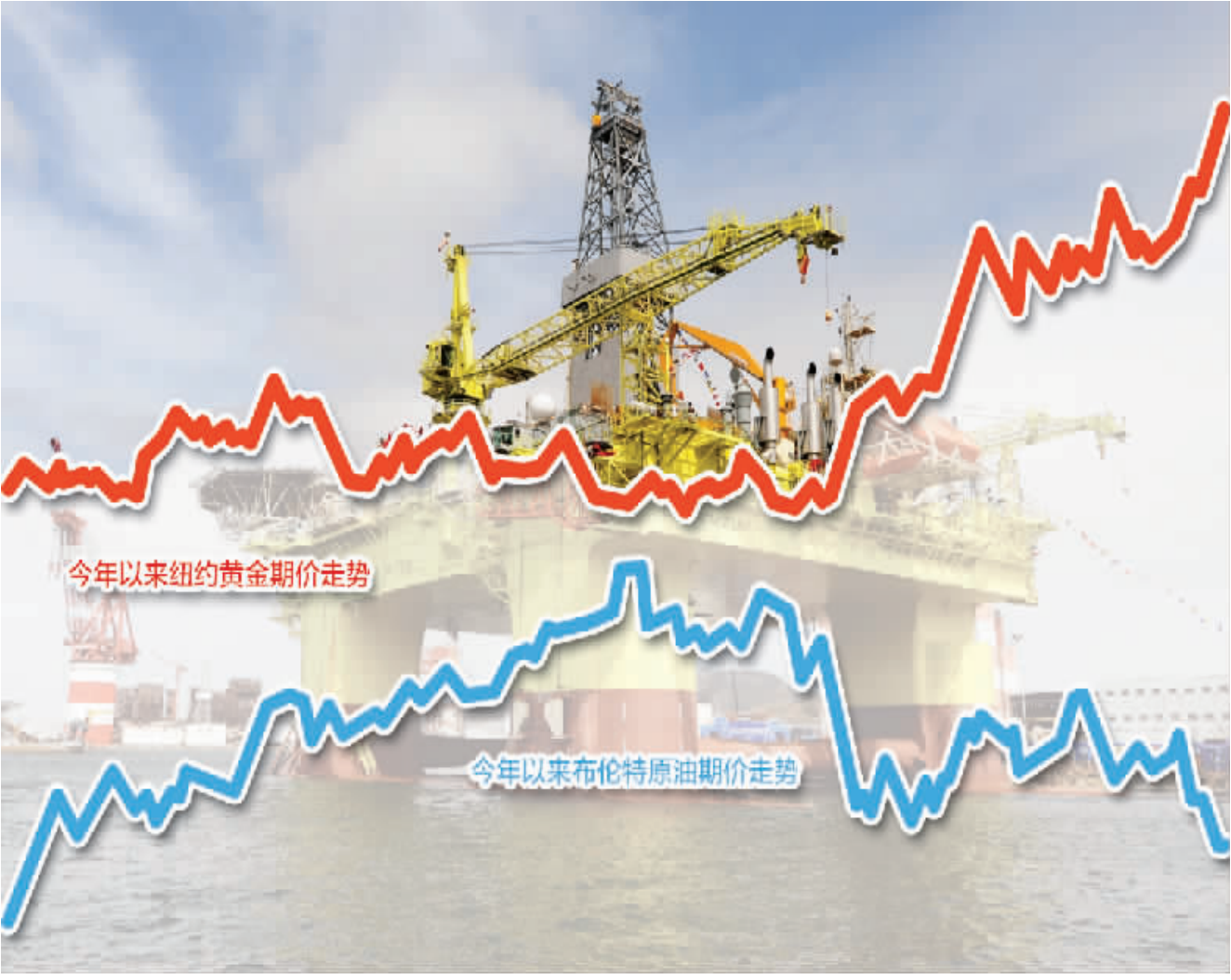


黄金向上 原油向下

金油比拉响“警报”暗藏何玄机

□本报记者 马爽



新华社图片 数据来源:文华财经 合成/刘海洋

黄金原油“分道扬镳”

8月以来,大宗商品市场热闹非凡,其中,同以美元计价的两大大宗商品龙头黄金、原油之间却出现显著背离:黄金向上、原油向下。

中国证券报记者统计显示,8月以来,国际黄金价格出现加速上涨。文华财经数据显示,8月7日,COMEX黄金期货价格主力合约最高一度触及1503.3美元/盎司,创下2013年4月中旬以来新高,本月以来累计涨幅分别超5%。而国际原油价格则出现快速下探,其中布伦特原油期货主力合约8月6日一度跌破60美元/桶关口至58.55美元/桶,较4月25日创下的阶段新高75.6美元/桶累计跌幅超22%,本月以来累计跌幅超8%。

值得一提的是,当资产价格累计跌幅超20%之后,就意味着该资产正式进入技术性“熊市”区域,因此原油市场由此“转熊”。

“近期,人民币汇率‘破7’以及投资者担忧全球经济形势,使得市场避险情绪升温,因此作为避险资产的黄金价格出现较大涨幅,而原油作为风险资产价格出现显著下跌。”浙商期货宏观金融主管沈文卓表示。

方正中期期货研究院宏观经济研究员李彦森认为,近期金价上涨主要是受美联储等全球主要央行货币政策愈发宽松影响,而油价回落则与市场担忧全球经济基本面走弱有关。“近期,国际黄金与原油价格走势背离反映在经济不佳的情况下,全球流动性对避险资产的追捧。”

从属性方面来看,兴业研究分析师付晓芸认为,黄金、原油走势背离反映黄金多元化的投资属性。黄金既是大宗商品的等价物,也具有一定的货币或债券属性。在过去大多数时期,黄金是以前者的身份出现,因此,黄金与原油等大宗商品一度呈现同向走势。但伴随着美联储开启降息、美国经济进入被动补库存阶段、全球负利率债券规模膨胀以及地缘局势风险攀升等因素的综合影响,2018年第四季度以来,黄金的商品属性逐渐削弱,而货币、债券属性不断增强,最直观的表现就是与美债收益率负相关性显著提高。这也是黄金与原油走势背离的根源。

金油比闯入“雷区”

黄金向上、原油向下,也使得金油比价快速攀升。以最新的COMEX黄金期货价格与布伦特原油期货价格表现来看,金油比达到25.67。

从历史数据来看,金油比的均值在16附近,低于16时说明黄金低、原油高,高于16时表明黄金高、原油低。一般而言,但金油比走低的时候,表明全球经济情况基本比较平稳,而当金油比超过25,往往意味着全球经济总有不好的事情发生。

而目前的金油比已经超过25了。由于金价通常与经济增长走势呈现负相关关系,而油价则与经济增长走势正相关,因此两者比值变大就意味着两者同时指向经济衰退。

李彦森表示,目前的金油比值虽然略低于2017年年中以及2018年年底的水平,但

仍明显低于2016年的高点。一般来说,金油比价升高的阶段,通常都是经济预期走弱、政策宽松预期上升的阶段。目前金油比也基本上反映了市场对全球经济基本面的悲观和对货币政策放松的期待。

据付晓芸回忆称,“与历史上数据相比,当前的金油比水平处于历史上较高的水平。而与当前金油比水平比较接近的历史时期有1994年、1998年、2009年,分别对应着墨西哥债务危机、亚洲金融危机和俄罗斯违约以及次贷危机发酵。处于高位的金油比反映当前市场的风险偏好较低,某种程度上进入了‘危机模式’。市场当前更偏好国债、黄金这样的防御性资产,而不是原油等高风险的资产。”

实际上,目前金油比价所反映的经济衰退风险再次印证一些有着灵敏嗅觉的投资人士之前的预测。正如去年表现最佳的对冲基金之一克雷斯卡特资本公司的分析师科斯塔在社交平台上发出警告:“伙计们,系好安全带!”根据他的研究,历史上贵金属飙升而石油价格暴跌都发生在严重的熊市和经济衰退期间。

“阴霾”仍未消散

作为大宗商品市场均有较高“地位”的黄金、原油,谁又将主导未来其他大宗商品走势呢?

从近期市场表现来看,沈文卓表示,由于市场避险情绪升温,金融市场迅速作出反应,外盘市场避险资产更是首当其冲,其中COMEX黄金价格创下2013年5月以来新高,美债收益率显著下跌,而风险资产——

美股也大幅走低。国内市场方面,避险资产同样受益。

“对于黄金来说,除了受短期避险需求之外,市场预期美联储将继续降息以及人民币贬值,均使得国内金价涨幅将大于美盘金价;而风险资产,比如股指、大宗商品等近期则要提防下跌风险。”沈文卓表示。

李彦森认为,相比较来说,商品属性比较强的品种对整体的大宗商品走势有较好的反应或引领性。虽然原油也有一定的金融属性,但黄金本身的金融属性更强。因此,原油价格与商品价格关系更密切,也更具有引领性。

兴业研究分析师张峻滔也认为,对于大宗商品而言,原油仍是比黄金更是具有代表性的品种。尤其是在美联储降息周期中,黄金确实具有避险属性,无论金价单边涨跌如何,黄金的相对表现通常都是好于原油等大宗商品的。因此,对于工业品来说,在全球经济下行的背景下,对需求方面的担忧将占据主导,对于未来走势保持谨慎的态度。

长期来看,沈文卓表示,近期因避险情绪升温,大宗商品受避险情绪影响将出现下跌行情,但随着后期恐慌情绪的逐渐平稳,大宗商品仍将回归其自身基本面影响。

李彦森也认为,短期来看,市场对经济的悲观预期和对货币政策的宽松预期仍可能会继续推升黄金价格。但之后,随着经济形势的好转,商品市场总体仍存机会,尤其是有色等面向制造业的品种。另外,油价还取决于海湾地区局势,如果伊朗和美国冲突加剧,不排除推升价格的可能性。

从目前终端电厂的角度来说,今夏的日耗已基本定型,随着之后旺季效应消退,港口的采购节奏再度放缓,库存将重回累积通道;叠加此时三、四季度榆林地区煤炭产量逐步释放、终端煤耗回落等利空因素将逐步发酵。因此,预计未来两月动力煤价格承压,易跌难涨。

月5日,环渤海部分港口(秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港东港以及黄骅港)锚地船数量同比下降40.9%,港口成交低迷,库存被动累积。目前环渤海重要港口库存月环比增长260万吨左右,进一步夯实供应宽松基础。

东海期货表示,乐观预计未来1-2周内高温天气仍将给电厂耗煤带来一定支撑,但

中国期货市场监控中心商品指数(8月7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		84.43			84.74	-0.31	-0.36
商品期货指数	1032.65	1028.81	1038.45	1027.54	1033.32	-4.5	-0.44
农产品期货指数	850.48	852.36	852.61	849.16	849.98	2.39	0.28
油脂期货指数	456.45	457.1	457.59	453.15	456.4	0.7	0.15
粮食期货指数	1225.94	1224.62	1228.2	1223.99	1225.85	-1.23	-0.1
软商品期货指数	771.51	770.02	773.54	769.02	770.71	-0.69	-0.09
工业品期货指数	1090.7	1082.94	1096.45	1081.56	1092.25	-9.31	-0.85
能化期货指数	628.17	628.75	630.42	625.23	628.81	-0.06	-0.01
钢铁期货指数	1371.54	1353.91	1386.61	1348.6	1374.61	-20.7	-1.51
建材期货指数	1071.79	1072.55	1078.53	1069.32	1073.19	-0.65	-0.06

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(8月7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	908.71	912.19	907.49	909.66	-0.32	909.55
易盛农基指数	1182.35	1186.41	1181.47	1185.06	2.35	1184.32

■ 记者观察

房企外债风险短期可控

□本报记者 张勤峰

人民币汇率“破7”带来的直接影响之一是企业以本币偿付外币负债的成本上升。房地产企业作为近些年举借外债的大户,其外债风险受到关注。研究人士指出,从长期来看,汇率波动对依赖美元债融资的企业可能会造成一定的冲击,但由于多数房企短期内美元债到期压力不大,汇率出现短时波动对房企的影响仍可控。

8月5日,在岸和离岸人民币兑美元汇率双双“破7”。人民币贬值意味着外汇使用成本上升,对企业以本币偿付外债将产生直接影响——企业偿付相同的一笔美元负债,需要比之前花费更多的人民币,这对于拥有存量未到期外债的企业来说,融资成本无疑上升了。2018年,人民币兑美元汇率全年贬值了5%左右。观察上市公司报表会发现,2018年汇兑损失较大的公司多来自航空运输、房地产等行业,这些行业内的企业往往具有较多的外币负债。

近年来,由于行业政策致使境内融资难度加大,举借外债特别是发行美元债逐渐成为境内房地产企业一条重要的补充融资渠道。特别是今年7月以前,境外债融资环境相对宽松,美元债融资成本出现下降,刺激房企美元债融资额大举放量。目前内地房地产企业发行的海外债券中绝大部分是美元债券。据华泰证券统计,今年1-7月内地房地产企业发行的美元债合计达588亿美元,发行金额几乎与去年全年持平。就在上个月,泰来集团发行了一只票面利率高达15%的美元债,一度引起不少议论。从Wind数据来看,在今年以来发行的房企美元债中,年利率超10%的情况其实较为普遍,超过7%的情况更是比比皆是。如今人民币兑美元汇率大幅贬值,意味着这些企业的实际融资成本可能将进一步上升。

汇率波动不光影响企业偿还外债的成本,对其在境内的融资也可能造成一定的不利影响。一方面,市场可能会担心那些对外债较多的房企的资金链风险,导致这些企业在境内融资的难度加大或成本上升;另一方面,外债成本上升后,房地产企业转而在境内融资的需求会上升,进而影响境内房地产融资市场的供求关系。

值得一提的是,今年二季度以来,房地产调控呈现收紧的趋势,几乎房企融资的各个环节和渠道都有所收紧。从各方面传递的信息来看,“房住不炒”的调控取向得到巩固。在境内再融资难度上升的背景下,外债成本的上升促使市场开始关注房地产企业的外债风险。

不过,研究人士认为,汇率出现短时波动对房企的影响仍可控。首先,发改委7月发布778号文,规定房地产企业发行外债只能用于置换未来一年到期的中长期境外债务,有助于控制房企外债规模的无序增长;其次,未来一年内到期的房企美元债规模有限,偿债压力总体不大。华泰证券统计发现,短期内多数房企的美元债到期量较小,汇率波动对企业流动性的影响相对有限,即便是未来一年美元债到期较多的房企,其一年内到期的美元债占有息负债的规模也在10%以内。最后,有不少企业利用相关衍生品工具对外债风险敞口进行了对冲,可在一定程度上降低汇率波动造成的冲击。

总体来看,汇率大幅波动对过度依赖外债的企业敲了警钟,但目前看房地产企业外债风险仍然可控。

焦钢企业期现结合 多元化应对环保常态化

□国信期货 崔健

2019年5月初,山西省焦化限产趋严,将市场对焦化行业的环保限产预期推向高位,焦化迎来强势上涨。6月中旬以来,河北钢铁企业接连收到停限产通知,导致市场对于黑色产业链原料的后期走势愈发不确定。为了更真实准确地了解河北及山西的焦钢企业在环保政策下的生产经营情况,提供更贴近产业企业的风险管理服务,6月末至7月初,在大连商品交易所的支持下,国信期货有限责任公司(下称“国信期货”)钢铁产业部总经理刘琦带领公司黑色团队分别前往河北和山西进行实地调研。

国信期货黑色团队对焦钢企业的生产经营情况作了基本了解。在6月末对河北石家庄、唐山、邯郸等地多家钢厂的深入调研中,国信期货了解到,受矿价上涨影响,当前钢铁企业吨钢利润不到200元,少数企业利润还在不断下降,已接近盈亏边缘。面对利润的大幅压缩,钢厂主要采取以下三种策略应对:第一,增加内矿以及非主流矿配比,在保证产量的同时降低成本;第二,降低铁矿石库存至1周到2周,缓解库存贬值压力;第三,配合增加转炉废钢添加比例的方式提高产量。虽然在接到限产通知后各钢厂严格执行限产,但限产后续有所放松,钢铁企业生产积极性依旧很高。

7月初,在对山西河津地区某大型焦化企业的实地调研中,企业的相关负责人反映,当前山西环保主要体现出两个特点:其一,政策要求更为严格,相关限制条款越发细致;其二,检查常态化,且执行力度加大,长期派驻监察人员检查企业环保情况,并增加检查频度。从焦企的应对现状来看,由于大型焦化企业基本在前期就已完成生产设备改造升级,故受环保检查的影响不大,环保问题比较突出的是中小型焦化厂。预计后期趋严的环保政策要求将倒逼山西地区焦化企业整合,山西焦化企业将朝着规模集约化与环保规范化的趋势发展。由于目前山西地区依然以中小型焦化企业为主,所以后期山西焦化行业环保政策力度的松紧调节将直接影响焦炭供应,从而给焦炭价格带来很大的不确定性。

针对河北和山西地区焦钢企业的现状及对未来煤焦钢价格波动的担忧,国信期货黑色团队在调研过程中专门对接了企业衍生品部门相关人员,交流探讨衍生品工具在风险管理中的多种应用模式,同时介绍了大商所近几年推广的基差贸易、场外期权及商品互换等新模式和新产品。交流过程中发现,多数企业已经可以熟练操作期货工具,对于基差贸易、场外期权及商品互换也有非常高的接受度。

□本报记者 周璐璐

8月7日,国内期货市场上动力煤期货走弱,自7月25日开始回调至今,动力煤主力1909合约已累跌逾2%。与之相对的是,A股市场上,电力板块7日逆市上涨,板块内部分个股表现强势。分析人士表示,三伏过半,动力煤整体库存仍处于历史较高位置,随着旺季效应渐退,预计动力煤期货易跌难涨;同时,煤价是影响火电企业盈利能力的重要因素,预计火电企业的盈利能力有望随着煤价下行继续改善。

主力合约持续走弱

据Wind数据,8月7日,国内期货市场上动力煤期货主力1909合约开盘走低,白天收盘时报578.4元/吨,跌幅为0.45%。从历史行情数据看,动力煤期货主力合约近期出现持续回调,自7月25日开始回调至今,动力煤主力合约已累跌2.50%。

A股市场上,在沪深大盘7日走弱背景下,电力(申万)板块逆市上涨。截至当日收盘,板块涨0.72%;板块内个股多数上涨,其中华银电力强势涨停,兆新股份盘中触及涨停,联美控股、易世达、桂东电力均涨逾5%。

针对近期动力煤期价的弱势走势,建信

期货报告指出,在7月份用电高峰期,电厂进入去库存阶段,但电厂的去库速度低于预期,导致动力煤价格在经历小幅反弹之后于7月25日重新回归弱势震荡格局。

建信期货报告还表示,短期下游电厂用电需求进入旺季,尤其最近电厂日耗持续快速增加并处于较高水平,对火力的需求将较为强劲,不过,考虑到高库存以及供给较为宽松背景下,短期需求难以支撑动力煤价格。

旺季效应渐退

通常来说,每年7、8月份是动力煤需求旺季,但是今年7月以来,需求端并未发挥出应有的旺季提振效用,动力煤旺季不旺。分析机构预计,未来两个月,动力煤期价将继续偏弱运行。

宝城期货报告指出,受强降雨影响,南方高温天气姗姗来迟,且缺乏持续性,居民用电需求不如以往,7月沿海六大电厂煤炭日耗同比降低13.8%。随着8月21日三伏结束,需求旺季将逐渐进入尾声,动力煤价上涨动力随之消退。此外,电厂煤炭库存消耗缓慢,当前沿海电厂煤炭库存同比偏高15%左右,若按照2018年8月上中旬日耗均值80万吨计算,库存基本可以有效覆盖至需求旺季结束。动力煤中间环节库存稳定。截至8