

■ 财富圆桌

■ 投资非常道

BDI难以带着工业金属“一起飞”

□ 本报记者 马爽

今年以来,国内商品期货市场已有十余个品种涨幅超10%,本周这些品种更是屡屡出现涨停,背后是受何因素驱动?近期前瞻指标波罗的海干散货指数(BDI)一度刷新近九年来新高,是否会带动工业金属起飞?对于后市工业金属价格走势有何预期?本期财富圆桌邀请国投安信期货首席有色分析师车红云、中银国际期货有色首席研究员刘超、美尔雅期货有色金属分析师王艳红一起探讨。

供需矛盾凸显

中国证券报:本周以来,沪镍、铁矿石、沪银等期货轮番上演“涨停”戏码,是受何种因素驱动?

刘超:首先,全球经济增速下滑,货币政策宽松预期升温,为中国货币政策适度宽松创造了条件。美国方面,美国8月PMI数据跌破50枯荣线并下探至49.1,叠加美国近期降息预期升温,且幅度可能增大,引发金银价格大幅飙升。国内方面,决策层强调用好逆周期调节政策工具,加快落实降低实际利率水平的措施,及时运用普遍降准和定向降准等政策工具。在政策的激励下,国内下游需求有望超过上半年。其次,供给端“黑天鹅”频现。巴西淡水河谷溃坝事故推升铁矿石价格到达高位后,国内铁矿石现货持续保持高升水局面。四季度,几大矿山供应不会有太大变化,铁矿石供给依旧偏紧。另外,印度尼西亚将于2020年1月1日对镍矿石出口实施禁令,比原先宣布的要早两年,镍供应减少预期推升镍价大幅攀升。

车红云:本周以来,沪镍、铁矿石、沪银等期货轮番涨停,与这几个品种的特殊背景密切相关。比如,沪镍期货作为去年下半年最弱的品种,今年6月之前还是市场上表现较弱的品种,但就是因为镍原料主要供应国印尼决定提前禁止镍矿出口,使得镍的市场供应发生根本改变,成为镍价6月以来大幅拉涨的根本原因。本周一,镍价上涨就发生在印尼官方正式公布提前禁矿的信息之时。铁矿石和镍类似,但上涨发生得较早。年初时,因铁矿石主要生产国巴西淡水河谷出现溃坝导致大量矿山关闭,铁矿石价格直线上升,7月最高时涨幅超60%。不过,随后因巴西淡水河谷陆续重启关闭产能,又导致铁矿石价格下跌30%,这也是本周铁矿石期货价格大幅波动的主因。综合来看,由于经济大环境不佳,工业品表现疲软,除了有政策性或行业发生突然变化的原因外,工业品价格走势难以乐观。

王艳红:今年以来,沪镍成为国内商品期货市场上涨幅最大的品种,且涨势主要集中于三季度,主要由于镍供需重回缺口状态,全球精炼镍库存持续下滑为镍价提供较强支撑力。其他涨幅排名靠前的还包括黄金、白银、铁矿石等品种。比如,白银方面,三季度以来,在市场对全球经济增长前景趋疲的担忧和美联储降息预期上升的影响下迎来上涨趋势,本周由于全球衰退风险丝毫未减,降息预期进一步加强,避险情绪增加,银价迎来新的高点。整体来看,近期工业金属等品种大涨背后既有基本面变化,也有



今年以来波罗的海干散货指数(BDI)大幅上涨

视觉中国图片 制图/韩景丰

宏观不确定性增加的因素。

BDI难以带动工业金属

中国证券报:有研究指出,BDI中期趋势往往与工业金属指数中期趋势相吻合。虽然目前两者走势背离,但后市大概率会以后者大幅反弹来修复。对于这种观点怎么看?

车红云:从中长期来看,二者走势趋于一致,大的背景是发生在相同的经济周期下,因经济好坏决定了全球大宗商品需求和贸易量,这也是BDI与工业金属价格走势相吻合的根本原因。不过,今年以来,全球经济走势疲软,且全球性贸易摩擦不断,大环境不佳不利于大宗商品走势。而BDI逆势上涨是有特殊原因的,一方面与铁矿石运输有关。由于巴西淡水河谷重新投产以及澳洲港口在3月飓风袭击后出货量有所增加等影响,好望角型散货船运费率大幅上涨,从6月到8月涨幅就超过一倍。而BDI是由好望角型运费指数(BCI)、巴拿马型运费指数(BPI)和超灵便性船运价指数(BSI)组成的综合指数,根据最新的调整内容,2018年BCI权重占比已达40%,其他两个指数各占30%,因此BDI指数的上涨主要受到好望角指数的影响。另一方面,2020年1月1日开始生效的国际海事组织(IMO)硫排放限制规定也被业内认为是催化BDI大涨的原因之一。赶在限硫令生效前,越来越多的船舶必须暂停运营以安装脱硫装置。在出口运输量强劲、船舶供应减少的情况下,运费率也随之提高。因此,BDI是由行业特殊政策和特殊事件引发的上涨,就像前面的镍、铁矿石一样不具备普遍性,因此并不能与工业金属价格形成共振。在BDI短期因素释放后,后市将取决于经济环境,如果经济仍然疲软,BDI将向有色金属价格靠拢。

刘超:BDI指数与工业金属指数的相关性主要体现在实际需求增加带动船运市场的增长。国内由于环保因素,煤炭、铁矿、铜精矿、铝土矿进口需求增加,从而推升了BDI指数。但从长期看,国内政策以稳定为主,预计经济增速将保持在稳定的区间,而环保政策趋稳,边际需求增量不大。叠加宏观扰动事件影响,BDI指数很难出现大幅拉涨局面,因此预计对工业金属指数大幅拉升作用有限,但短期基本金属需求回升有望拉升价格。

王艳红:BDI是反映国际贸易情况的领先指数,与工业金属指数趋势有一定相关性,但两者在过去4个月里出现了重大背离。后市背离行情的修复可能会在BDI下跌或工业金属行情反弹的交替中出现,并不一定是以工业金属大幅反弹来实现。决定工业金属价格的主要还是宏观环境以及金属自身供需条件。中期来看,宏观环境不确定性较大,国内实体经济仍将稳健增长,但预计投资回升力度或将有限,且工业金属中像铜、锌等品种并未出现明显的供给短缺现象,因此对工业金属后市大幅反弹观点持谨慎态度。

投资者该如何掘金

中国证券报:对后市工业金属价格走势有何预期?

车红云:今年以来,工业金属价格整体处于低位震荡、重心下移的格局,这与全球经济疲软趋势一致,对于未来4个月行情持谨慎的看法。目前来看,工业金属处于消费旺季,加上各国央行和政府采取宽松政策,价格会有所反弹,但在全球经济趋势仍然向下、经济缺少增长点的大背景下,短期反弹空间有限,将难以改变价格向下的趋势。

刘超:从供给端来看,铜精矿、氧化铝、锌精矿供应增幅均低于年初预期。需求端方面,上半年,我国电网投资也低于国家电网年初制定的目标。但从月度数据看,7月电网投资同比大增21.2%。由于上半年电网投资增速过低,在逆周期调控的政策目标驱动下,下半年电网投资有望快速回升,从而会带动基本金属消费量的增加。此外,金属价格偏低,下游企业备库采购积极,也有利于推升价格震荡反弹。预计下半年金属价格会出现温和上涨,幅度有望回到冶炼企业盈利区间水平。

王艳红:目前,工业金属市场除镍品种外,其他品种的波动并未超出宽幅震荡运行范畴。国内的稳定经济措施等对金属来说是短期的宏观面改善信号,因此工业品金属市场暂时出现积极反应。不过,因市场上较长期的经济下行担忧并未改变,在此前提下,年内工业金属价格走势依旧会是宽幅震荡格局。

中国证券报:投资者该如何布局与工业金属相关的股票、期货标的投资机会?

车红云:对于投资者来说,股票上还是建议关注与贵金属相关的股票,期货市场上可以等待近期工业金属价格反弹后的做空机会。

刘超:震荡上涨将是工业金属短期的主要运行趋势,可以尝试低位建立股票和期货多仓头寸。待市场进一步转暖,宏观扰动事件引发担忧情绪升温时平仓。

王艳红:在避险情绪维持较长时间的情况下,贵金属期货及相关股票标的仍是多头配置的选择;沪铜方面,维持价格在46000-49000元/吨区间运行的判断;锌方面,利空情绪已释放较为充分,继续下行空间不大;镍方面,建议不追高,逢低做多为主。

5G红利释放 通信行情纵深演绎

□ 本报记者 吴玉华

6日,两市震荡反弹,申万一级通信行业指数上涨3.43%,涨幅位居28个一级行业指数之首。本周申万一级通信行业指数累计上涨11.29%,涨幅同样位居行业第一。

近期科技行情向纵深深化发展,通信板块尤为受到市场关注。对于通信板块,分析人士表示,2019年下半年,有望迎来5G红利落地。5G基地站的落地数量有望进一步增加,运营商也有望在2019年四季度展开主设备集中采购,设备商将迎来国内5G基站订单的增长。相应的上游供应商受益于5G相关产品的持续放量,也将迎来相应业务的增长周期。

5G提升通信业景气度

据中泰证券统计,2019年上半年,通信行业整体实现营业收入4668.44亿元,同比增长

5.7%,剔除中兴通讯、中国联通后,行业总营收2772.81亿元,同比增长9.5%;2019年二季度,通信行业整体实现营业收入2390.98亿元,同比增长4.3%,剔除中兴通讯、中国联通后,行业总营收1448.84亿元,同比增长1.2%。

中泰证券表示,随着5G商用牌照的发放,运营商积极开展5G建设,资本开支触底回升,但受到外部因素的影响,行业整体增速仍然缓慢。具体来看,物联网板块盈利能力加速增长,2019年上半年净利润同比增长64.1%;无线射频板块营收净利出现同步增长;主设备商板块毛利率改善尤为明显,产业地位正在悄然改变,2019年上半年主设备商板块毛利率为35.17%,同比提升6.65%,主要受益于5G资本开支的增长。

从资本开支来看,据运营商披露的2018年财报,2019年三大运营商资本开支规划3029亿元,同比增长5.6%,其中340亿元用于5G投资,中泰证券认为,2019年运营商资本开支触底回

升,将带动产业链回暖;从毛利率来看,产业链毛利率均有所改善,2019年上半年主设备商、光器件、无线射频、运营商板块毛利率分别提升6.65%、3.07%、1.49%、1.11%,行业盈利能力明显改善,呈现向好态势;2019年二季度主设备商板块营收同比增长46.9%,板块拐点已至。

在终端和物联网方面,2019年上半年物联网板块净利增速最快,同比增长64.1%,二季度继续高速增长,2019年二季度物联网板块净利增速为344.3%;此外,终端行业迎来趋势性增长,ODM龙头厂商闻泰科技2019年上半年营收净利规模显著提升。中泰证券认为,5G将带来手机市场拐点与物联网机遇,5G作为人联和物联网时代的分界线,未来终端市场将迎来爆发和形态的多元化。

把握三条主线

本周以来,通信行业板块持续上涨。6日,通

信板块中的东土科技、超讯通信、鼎信通讯、东信和平涨停,新易盛、中兴通讯涨幅超过9%,板块内超过8成股票上涨,通信板块行情正向纵深演绎。

对于通信板块的投资,渤海证券表示,随着科技概念深度挖掘,由此衍生的各种题材将会在行业各个公司上得到响应,市场估值得到有效提高,同时也给业绩弹性赋予更高的估值,因此在个股半年报中进行挖掘,寻找业绩同比和环比高增长的品种进行甄别,有望借助市场风格的切换之际获取超额收益。

兴业证券表示,可把握网络设备、终端、应用三大主线,5G网络已开始规模建设,设备侧业绩景气度大幅提升。作为5G元年,2019年的无线侧支出,不仅同比增长有望达到20%,下半年还将有25%左右的环比提升。5G网络设备侧最显著的投资机会集中在通信主设备、设备PCB、光器件/模块、基站制冷、IDC及相关领域等。

拐点渐近 汽车板块迎来布局机会

□ 本报记者 牛仲逸

9月6日,汽车板块上涨1.96%,位居申万一级行业涨幅榜前列,亚星客车、光洋股份等涨停。此外,爱科迪、中鼎股份、拓普集团等个股涨幅也较为显著。

分析人士表示,当下产销低基数、国六车型备货、政策预期等三大因素对汽车行业带来边际催化,预计三季度开始行业数据将有所改善。行业销量持续下跌对汽车股的估值抑制已久,目前已迎来布局时点。

行业有望逐步回暖

从行业基本面看,2019年1-6月,我国汽车总销量1232.3万辆,同比下滑12.4%,乘用车总销量1012.7万辆,同比下滑14.0%,国内乘用车市场自2018年7月开始已经连续13个月销量下滑。受行业景气度低迷、产销量下降的影响,汽

车板块2019年中报业绩表现一般。券商统计显示,2019年上半年汽车行业上市公司实现总营收12299.1亿元,同比下降7.9%,归母净利润440.9亿元,同比下降30.5%。

值得注意的是,2019年上半年乘用车上市公司实现总营收5956.3亿元,同比下降14.2%,归母净利润173.9亿元,同比下降45.0%。其中,乘用车板块营收利润降幅显著大于行业水平。国海证券汽车行业分析师代鹏举表示,这主要是由于量价双双下降造成:一方面上半年下游需求低迷,经销商库存高企,车企处于主动去库存周期因此导致整体批发销量下滑严重;另一方面,前期去库存时价格体系下移,再叠加国五国六排放标准切换时期价格的剧烈波动,厂家出于对渠道的补贴造成自身盈利的下滑。

虽然汽车板块中报业绩一般,但梳理发现,多家券商分析师对汽车行业后市较为看好。兴

业证券汽车行业团队最新研报表示,汽车行业上半年基本面压力在2019年半年报中充分释放,业绩增速在2019年二季度探底,预计行业2019年下半年产销同比增速逐步回暖,之前的产业调研也显示部分零部件公司2019年三季度产销将回暖,而2020年-2021年汽车产销有望周期性复苏。

配置机会来临

从8月中旬以来,汽车板块呈现出触底企稳、温和上涨态势,反映出部分资金对于汽车行业基本面拐点临近存在较高的预期。在此背景下,汽车板块后市该如何布局?

华金证券表示,2019年上半年汽车行业景气度继续下行,行业整体业绩加速触底。考虑到部分省市国六排放标准已于7月1日切换完成、相关促进汽车消费的政策效果逐步显现、汽车消费旺季来临、新能源汽车迎来年末的季节性

做一个理性的乐观主义者

□ 金学伟

笔者发现投资者判断大势最容易出错的时候往往都是宏观经济比较特殊的时候。如果是高度的繁荣,就容易对顶部判断发生错误。如果是比较低迷,看上去比较危险,就容易对底部判断发生错误。

而且类似的错误会比较顽固,会一次次地发生在同一个投资者身上。一些长期在我身旁的投资者,就会一次次因为宏观经济原因而对大势发生错判。

究其原因,笔者认为可能跟这几点有关。首先是理性。虽然经济学上的理性人假设已被大量事实证明是错误的,但这种错不在理性本身,而在独立的、作为个体的人和作为群体之中的人是有区别的。群体之中的个人常常是非理性的,会随着大众走。作为个体的人,理性是他不可缺少的一部分。在宏观经济比较低迷或高度繁荣的时候对大势的错判,恰恰是理性的产物。

其次就是认识层面的问题。既然这种错判是理性的产物,就有一个认识层面上的问题。正是认识上的错误,才使我们发生判断上的错误。比方说,股市是经济晴雨表,对这个定义的不同认识就会产生不同的视角。当年查尔斯·道提出这个论点,其本意是:股票投资者来自各个领域、各个层级,他们每个人所掌握的信息不同,对信息的把握、理解也不同,但是,当他们汇聚在股市,按各自所掌握的信息和对信息的理解进行交易时,就会产生合成效应,股市的走势反映的不仅仅是过去的、现在的、已经发生的事,还将反映未来会发生的事。正是基于这个推论,查尔斯·道提出了股市是经济晴雨表的论断——股市可以提前反映经济动向,经济变化。

但这个定义在传播过程中发生了扭曲,人们只是被经济和股市这两个概念所吸引,而丢掉了晴雨表这个至关重要的关键词。于是,股市是经济晴雨表——股市反映经济将趋向于晴还是倾向于雨,变成了经济是股市的晴雨表——股市成为了经济被动从属物,经济好了,股市才会好。

从晴雨表角度来看,A股市场其实很敏感。远的像1993年2月上证指数从1558点大幅下跌,当时笔者的感觉是:如此猛烈下跌一定是深层次面的问题。几个月后,以抑制通胀、抑制经济过热为主旨的各项紧缩措施陆续出台,诠释了这轮剧烈的调整。

再近一点则是2007年上证指数从6124点下跌,这轮下跌同样非常猛烈,据此笔者判断6124点是个标志性点位,它标志着中国经济的一轮高速增长结束了,未来相当长的年份里,宏观经济成为康德拉季耶夫周期的平台期和调整期,股市则呈现长期大型震荡。这十来年的宏观经济及股市同样证明了这个晴雨表功能的存在与完好。

正是基于这个认识,所以在股市和经济之间,我们总是优先考虑股市,观察股市,分析和判断股市正在发生什么,然后再去考虑其背后的经济动因。而不是倒过来,先考虑经济,再考虑股市,用宏观的经济分析来代替股市的大势分析。

既承认股市是经济的晴雨表,以股市领先而非以经济领先来分析大势,又要在考察股市之后,去考虑其背后的经济动因,这看起来矛盾,其实一点也不矛盾。它反映了股市和经济既联系,难分难舍,无法割裂,但又有区别,具有相对独立性的状况。

股市是个高效率、高波动的市场,宏观经济则是个超稳定结构。股市可以在短短几个月内涨跌百分之几十,但宏观经济一年几个百分点的波动都很难出现。

股票的价值由存量与增量两个部分组成,存量部分反映的是过去的增长成果,不受宏观经济未来增长率的影响(极端情况除外)。增量部分则取决于宏观经济的未来走势。存量与增量,存量反映过去,增量取法未来,股市与经济的微妙之处就在这里。

对底部的判断,需要投资者适当忽略增量,忽略对宏观经济形势的考量,把重点放在存量上:如此的平均股价,如此的平均估值,是否具备了构筑成底部的条件?

对高度及前景的判断,则需要把重点放在增量上:在这样宏观经济背景下,股市能走多远,走多远?

需要投资者把重点放在存量上,通过存量来考察是否已经具备底部成立甚至已经成立的时候,投资者往往把目光放在了增量上,纠结于宏观经济的增速。

当需要投资者去考虑增量问题,用宏观经济态势来考虑这个股市到底能走多高时,大部分投资者早已被涨势冲昏了头,忘记了这一茬。

这就是在经济形势比较微妙的时候,很多投资者在大势把握上动摇不定,左右出错的主要原因。

对股市,要保持一份单纯之心,更需要做一个理性的乐观主义者。