

■多空论剑

# 有色品种分化 “铜博士”缘何哑火

□本报记者 张利静

今年下半年以来,一向亦步亦趋的有色金属品种出现分化:铜铝冲高回落,锌铅重心抬升,镍、锡期货大涨。文华财经统计数据显示,7月10日以来有色板块涨幅累计为7.2%,期间最高涨幅达12.7%。有色金属行情分化背后的原因是什么?后市投资机会如何?本期多空论剑邀请东吴期货有色分析师张华伟和中大期货有色分析师赵晓君进行解读。

## 基本面上有別

**中国证券报:**如何看待下半年金属板块的分化行情?铜博士“哑火”的原因是什么?

**赵晓君:**今年整体来看无论国内还是国外宏观经济都是偏弱运行的状态,主要的先行指标如PMI、消费者信心指数来看都是明显下行,承压明显。国内房地产数据、零售数据均偏弱。基建刺激只能起到托底的作用,而供给侧改革在经历了近几年的实施后边际效应递减。特别是铜,在需求端和宏观经济预期高度相关,而镍、锡等品种的供给减少预期从国内延伸到国外,加上全球经济低迷、地缘局势等不确定因素,有色金属期货走势在下半年呈现一定程度的分化。

**张华伟:**今年下半年以来,有色金属期价出现分化,主要原因还是各自的基本面的差异及对宏观经济数据的反应不同。从宏观经济的先行指标——制造业PMI来看,Markit与摩根大通联合发布的全球制造业PMI指数从今年5月份开始连续五个月跌入萎缩区间。由于主要经济体贸易摩擦持续升温,拖累全球经济增长。全球最大的经济体美国9月ISM制造业指数跌至十年低位,连续两个月萎缩,甚至跌至美国经济复苏前的位置。全球经济下行压力加大,对未来需求的担忧将打压工业品价格。

镍、锡出现逆势上涨行情。镍方面,今年下半年以来,由于印尼方面提前禁矿的消息风波,整个三季度镍市重回供应缺口扩大的基本面逻辑,最终提前禁矿消息落地,镍价被大幅拉升。锡方面,纵观下半年,因供应增加而现货需求低迷,全球显性库存存5、6月份快速攀升,LME库存存升至三年高位,伦锡7月初大幅下跌带动沪锡下挫。锡价大跌后,全球锡生产企业经营遭受重创。9月初,国际锡协2019年亚洲锡业周在西安举办,与会企业一致同意:中国锡冶炼企业将联合减产2.02万吨,随后,全球主要的精锡供应商也表示将减产1万吨以上。根据此次会议达成的减产共识,后续全球精锡供应将减产3.02万吨以上,大概占全球年产量的10%左右。锡价应声反弹,基本收回7、8月份的跌幅。

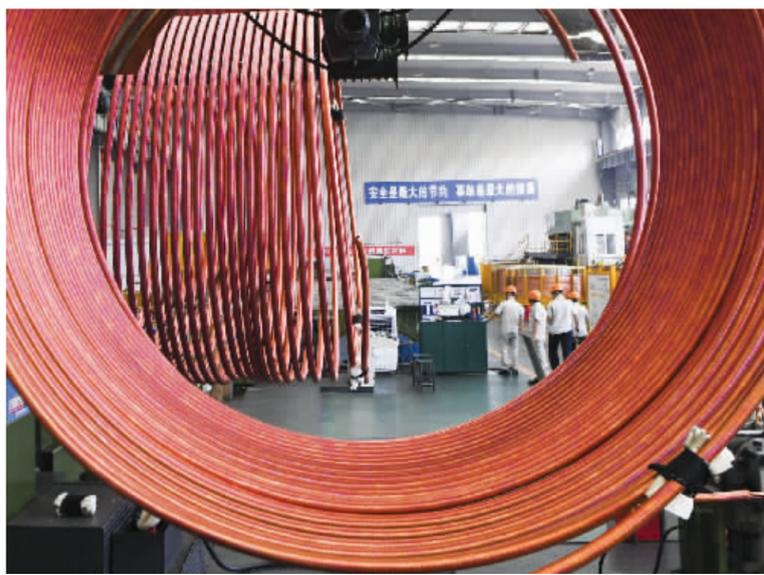
从基本面上来看,虽然今年以来全球市场矿山供应偏紧,但需求亦表现低迷,供需两弱的格局未能提供铜价上涨的推动力。三季度伦铜下跌近5%,而由于人民币贬值和中国率先出现制造业复苏迹象,沪铜指数微涨0.47%。从全球范围来看,经济下行压力仍较大。



张华伟



赵晓君



新华社图片

## 需求短期难获提振

**中国证券报:**如何看待当前经济形势与货币政策对有色金属板块的影响?

**赵晓君:**海外货币政策路径转变过程,可以说是对有色金属需求端疲软的印证。美联储货币政策自年初从加息到9月份的二次降息,使得美债收益率连续下行,市场对美国经济衰退的预期到达阶段性顶峰。美债自年

初的转向以后,铜就开始呈现弱势,铜金比目前触及历史的阶段性低点。步入负利率时代后,央行的货币政策空间和有效性均不断递减,而财政刺激在当前债务规模下使得欧美经济体很难短期内达成共识去实施,致使需求端一直被压制,无论从宏观的基建、房地产到微观的汽车、零售行业表现都不利于有色金属。

**张华伟:**目前多项经济指标重新回到金

融危机后全球经济复苏前的水平。中国以外的各主要经济体尚未完全退出金融危机后所实施的宽松政策,目前货币政策空间有限。以美国为例,美联储基目标利率偏低,并没有剩下太多的降息空间。中国或重新扮演上一次全球金融危机时力挽狂澜、带动全球经济复苏的角色。从中国近期的数据来看,制造业率先在各主要经济体中开始明显回升,9月官方制造业PMI回升至49.8,创五个月新高;财新中国制造业PMI为51.4,更是创了2018年2月以来最高。另外,中国财政与货币政策仍有较大空间,将有效避免经济出现失速的局面,起到全球经济稳定器的作用。铜价预计向下空间有限,虽全球宏观经济环境目前仍不甚乐观,但偏紧的供需基本面仍将支撑铜价,在宏观环境回暖后,或带动铜价率先回升。

## 潜在利多因素值得关注

**中国证券报:**如何看待后市有色金属价格的变化?有何投资建议?

**赵晓君:**短周期来看,2018年的上行到2019年的急转直下,有色金属价格再度回到阶段性底部,悲观预期有所释放,全球化倒退逼资源国收缩供给仍然有延续性,而需求端如若遇上短期风险事件缓和,将会带来价格上的明显反弹。而欧盟经济政策正向财政政策刺激转变,很有可能在2020年释放预期;国内的货币政策空间大,托底预期和财政刺激的传导效率较海外为强,潜在的利多因素只等预期的不断推进。

**张华伟:**分品种来看,铝方面,从中期来看,基本面仍然较弱,9月中旬铝价上涨至14500元/吨附近,行业利润达到近两年高位,市场担忧新增及复产产能将加快投放。需求端来看,在短周期的季节性回升后,需求增速总体仍将放缓。但因成本端仍将形成较强支撑,预计铝价回落空间有限。

镍锡方面,锡价主要看价格回升后,锡企能否仍严格执行此前的减产协议,否则将呈震荡回落走势。关于镍市,短期内国内镍矿暂时不会出现短缺,最快也要到明年一季度末期,预计在镍矿供应短缺预期将会与消费低迷因素交叉影响下,震荡偏弱概率较大。

锌方面,目前全球锌市呈现供需转弱,国内外矿山逐渐复产提速,锌矿加工费维持高位,锌锭供应增加预期逐渐加强,而锌消费下游持续疲软,中长期来看,锌可能成为有色板块中偏弱品种。

# 债市分歧加大 中期仍有支撑

□本报记者 罗哈

18日盘中三季度经济数据出炉,高开低走的国债期货跌幅加深,全天大幅收跌。本周债市走势震荡,分析人士认为这反映了市场分歧较大,多空力量持续博弈。不过从中期来看,宏观经济形势、“资产荒”等因素仍对债市形成有力支撑。

## 债市走势震荡

18日上午,我国三季度主要经济数据出炉,2019年三季度GDP同比增长6.0%,较二季度跌0.2个百分点,但9月单月指标明显回暖。数据显示,9月工业增加值同比增长5.8%,增速较前值高1.4个百分点;社会消费品零售总额同比增长7.8%,增速较前值高

0.3个百分点。

国债期货18日高开低走,盘中数据公布后,跌幅加深,午后进一步扩大。截至收盘,10年期、5年期国债期货主力合约分别跌0.25%、0.12%。现券市场上,Wind数据显示,10年期国债活跃券190006、10年期国开活跃券190210收益率分别上行2.75基点、2.90基点。

本周,债市走势震荡。以10年期国债期货主力合约为例,本周走势“一波三折”,呈现“跌—涨—跌”的态势。总的来看,10年期国债期货主力合约本周微跌0.03%。

分析人士指出,债市震荡显现市场看法出现分歧。国信证券固定收益团队指出,近期国债期货的持仓量不断攀升,以10年期合约为例,该合约的总持仓量最近

达到了8.8万手左右,处于历史最高水平。而导致当期国债期货持仓量上升的原因之一可能是市场投资者当前的分歧较大,不少看空和看多的投资者同时进入国债期货市场博弈。

“从近3个月的走势来看,债券市场的波动较小。伴随着较高的持仓量,若后续债券市场选择了方向,则波动幅度可能会明显加大。”国信证券固定收益团队表示。

## “资产荒”影响市场

三季度数据显示出我国经济运行的积极信号,但仍有一定下行压力。民生证券分析师解运亮指出,制造业结构出现改善迹象,但不管从PPI走势、盈利表现还是从出口需求上看,制造业投资仍面临下行压力。

长江证券宏观团队强调,要重视“资产荒”对市场行为的深刻影响。当前经济核心矛盾是“出清”,市场核心矛盾是“资产荒”;中期来看,宏观形势、“资产荒”下再配置压力等,仍对债市形成有力支撑。

华创证券房地产行业研报指出,本轮全球降息潮自2019年初开启,目前30余家央行陆续跟进。就我国而言,本轮周期采用“宽货币+紧信用”,推动流动性相对宽松、但优质资产稀缺其紧缺,从而形成不同以往的“优质”资产荒。

此外,CPI虽然“破3”,但核心通胀仍然疲软。解运亮团队认为,尽管未来一段时间内猪肉可能推动整体CPI持续高企,但工业领域可能面临通缩。总体看,中国经济面临更多的将是通缩风险。

# 中金公司正式启用“中金财富”品牌

## 财富管理战略升级方案出炉

□本报记者 张利静

10月18日,中金公司在深圳举办“中金财富战略升级发布会”,并宣布旗下财富管理业务品牌“中金财富”正式启用。据介绍,未来公司将从方案一体化、客户关系、数字化转型与金融科技三方面进行发力,推动业务战略升级。截至目前,已有多家券商在资产管理业务方面提出大规模转型方案。

## 升级侧重三方面

据悉,中金公司财富管理业务起步于2007年,该业务发展以来在面向个人开展财富管理业务的战略一以贯之。2017年,中金公司与中投证券整合,标志着中金公司财富管理转型升级正式启动。整合后的“中金财富”品牌,融合了原“中金公司财富管理”和战略重组后的“中投证券”及其旗下财富管理与经纪业务。

对于承担了中金公司财富管理战略升级任务的“中金财富”来说,未来将如何发力?

中国证券报记者根据发布会内容梳理后发现,主要有以下三个方面侧重。

一是业务目标。据介绍,品牌整合后的中金财富,努力打造全链条、立体化、一站式的客户投资解决方案平台,为客户提供更加高效、更具国际视野的交易服务、产品与投资管理服务、融资服务以及与中金公司投行等业务板块联动的一体化综合解决方案。

二是客户关系。在此次战略升级方案上,中金推出“中金财富规划”、“中金财富中国50尊享专户服务”以及“中金环球家族办公室”等接近国际成熟市场的财富规划与资产配置落地方案。据了解,这些方案在业内属于领先水平,旨在帮助客户制定覆盖全生命周期人生目标的财富规划,并提供资产配置方案。

三是数字化转型与金融科技。中金公司

日前宣布与腾讯数码(深圳)有限公司订立股东协议,拟成立一家合资技术公司。该合资技术公司将通过提供技术平台开发及数字化运营支持,助力中金财富管理和零售经纪等业务提供更加便利化、智能化、差异化的财富管理解决方案,提升投顾服务效率,优化精准营销,强化合规风控,以数字化和金融科技能力推动中金财富管理业务加快转型及实现规模化发展。

## 券商资管转型之路漫长

据介绍,中金财富作为中金公司财富管理与零售经纪业务的统一平台,借助中金公司投行、私募股权、资管、研究等一揽子优势资源,持续为客户提供具有国际水准的专业财富管理解决方案。

中金公司的近年业绩情况显示,剔除中投证券并表因素,公司财富管理业务业绩增长在各业务板块中表现并不突出,合并中投

证券后,财富管理整合优势还未显现,战略升级之后的中金财富管理业务能否带来惊喜还需拭目以待。

实际上,受《资管新规》和《券商大集合指导意见》的影响,券商通道业务和资金池业务仍在整顿,行业资管业务向去通道化和提升主动管理能力两方面持续推进。中国证券业协会发布最新数据表示,今年第二季度前20名证券公司主动管理资产月均规模总计达到28559.71亿元,较第一季度微降3.22%。

另据了解,目前业内多家公司多根据自身情况在财富管理业务转型方面进行了布局和探索。例如银河期货根据不同类型客户,提出不同财富管理服务模式,主要有交易型、配置型和定制型三类。此外,高调宣布财富管理业务转型的券商还有山西证券、中信证券、东方证券、兴业证券、中原证券和华泰证券等。

## 政策有望托底 红枣期货短期或震荡运行

□本报记者 马爽

继10月17日遭遇跌停之后,10月18日红枣期货主力1912合约延续下跌态势,价格一度创下逾四个月以来新低9770元/吨。分析人士表示,目前距离红枣下树还有10天左右,而今年的红枣长势尚可,预计产量将较去年有所增加,市场面临较大抛压。不过,考虑到新疆地方政府拟出台一些托底政策以及受储存成本支撑,红枣价格下跌空间将受限,短期或以震荡运行为主。

## 月底将面临供应压力

10月18日,红枣期货延续弱势运行态势,主力1912合约最低至9770元/吨,创下6月10日以来新低,收报10010元/吨,跌1.18%。

对于近期红枣期货下跌原因,金石期货投资咨询部主管黄李强表示,其一,通过对新疆本地红枣加工企业沟通了解到,近期红枣市场供需格局并未发生变化。2006年—2010年期间,自红枣在新疆地区大面积种植之后,随着前年种植枣树陆续进入盛果期,红枣出现严重的供大于求现象,现货企业库存出现累积,部分地区甚至出现枣烂在田现象。今年因产区气温合适,红枣的坐果情况良好,目前基本上可以确定产量将高于去年。

其二,10月下旬新疆红枣通常会集中上市,因农产品季产年销的特性,在集中上市时,价格也往往会出现年内低点,因此近期做空红枣期货相对安全。

其三,从产业角度来看,红枣加工主要集中在几家大型企业方面,而终端零售企业则相对分散。因此,上游相对下游集中度更高,产业链上空方实力更强。前期红枣期货价格在11000—11500元/吨时,有机构和企业开始注册仓单交货,因此1912合约存在一定的现货抛压。在目前的价值运行时段,多头也不敢往大幅推拉价格,这也刺激现货企业在期货市场进行抛售。至于产业多头,然目前有企业愿意接货,但接货成本和现货采购成本接近,没有太大的意愿接货。因此,在当前的位置,多头没有推升价格的动力。

## 对红枣不宜过分看空

“红枣产量下降只有通过砍树或弃种方式来实现,但从目前情况来看,新疆枣树虽然出现了砍伐现象,但规模并不大,且弃种对供应的影响仍需价格持续处于低位才行。需求方面,红枣作为一个干果,市场上没有太强的刚需,价格需求弹性低,因此价格下跌并不会太大地刺激需求。因此,从目前的情况来看,未来几年红枣供大于求的格局都难以打破,做空是大势所趋。”黄李强表示。

那么,红枣的价格底部在哪里?

从目前红枣期货盘面价格推算,黄李强表示,折合成现货市场上的通货的价格为5元/公斤左右,此价格对于拥有自有地的枣农来说仍有收益,但对租地枣农来说,这个价格就不太友好了。除非个别高产的枣园,否则目前5元/公斤原料枣,租地枣农即使不亏损,也肯定是白忙活一年了。因此,目前的价格折成通货价格已起到了一定的淘汰落后产能的作用。

分析人士还表示,新疆红枣种植收益是南疆地区很多地区农民的重要收入来源,在2020年扶贫攻坚最后一年的大背景下,一些因素可能会对红枣的价格产生影响,对红枣价格不宜过分看空。

瑞达期货分析师表示,新赛季红枣一般在10月下旬到11月初开始下树,目前距离红枣下树还有10天左右,今年的枣树长势尚可,预计产量将较去年有所增加,红枣大概率仍将延续供过于求的格局。不过,为了保证枣农收益,新疆地方政府拟出台一些托底政策,鼓励企业以更高价格收购红枣,有望对价格形成一定的支撑作用。此外,储存成本也将给予红枣价格一定的支撑作用。整体而言,短期内红枣期价或以震荡运行为主。

# 大商所与交通银行 续签战略合作协议

□本报记者 张利静

10月18日,大连商品交易所(以下简称“大商所”)与上海交通银行股份有限公司(以下简称“交通银行”)续签战略合作框架协议。大商所理事长李正强、副总经理王伟军,交通银行总行行长任德奇、副行长吕家进、业务总监涂宏等参加了签约仪式。

据了解,此次续签的战略合作协议是交通银行与大商所在2014年5月首次签署合作协议的基础上,根据双方业务发展最新情况和进一步加强期货领域合作的实际意愿,经多次协商达成。为保证新签署协议内容符合当前双方开展合作的最新情况及未来发展趋势,此次续签主要在期货品种国际化、场外市场建设、期货资管产品等方面对原协议进行了丰富和完善,新增内容契合双方发展战略,为进一步明确了合作方向。

协议签署前,李正强以“衍生品市场发展与银期合作”为主题与交通银行同业板块及相关部门进行了交流,从衍生品起源、衍生品市场的功能发挥、国内期货市场创新对实体企业的促进作用、期货市场服务实体经济高质量发展等角度,进行了深入浅出的阐述。

一直以来,大商所高度重视与银行等金融机构的业务合作,围绕“深化银期合作,服务实体经济”的总体方向,结合建设多层次、国际一流衍生品交易所的战略目标及工作重点,深耕细作,持续推进与银行等金融机构的合作。交通银行作为大商所首家期货保证金存管银行,多年来,致力于在传统的期货保证金存管业务方面给予市场优质服务,同时注重加强与大商所的交流与合作,在铁研石期货国际化、商品指数基金、场外市场建设、标准仓单融资、市场培育等方面开展了多元合作,建立了深入的合作关系。