

# 大宗商品暴跌背后的企业众生相

□本报记者 孙翔峰

2月以来,新冠疫情在全球范围扩散,工业品需求急速下降,原油市场更是遭遇了主要产油国价格战和需求下滑的双重冲击,全球主要大宗商品价格急速下滑。在价格暴跌的背景下,不少基本金属已经跌破成本价,上游企业利润大幅压缩甚至亏损已经可以预见。而在中国疫情率先得到控制的背景下,中下游企业却已经大面积开工备货,产成品已堆满仓库,押注国内需求复苏成了企业不约而同的选择。

作为中国北方最重要的电解铝产地之一,山东的电解铝市场一定程度上成为行业风向标,而现在势头正向不利于上游企业的方向发展。受疫情影响,铝价年后持续走低,电解铝厂与去年下半年的高盈利告别,快速进入亏损状态。

山东一家大型铝企副总经理王非(化名)向记者介绍,公司春节之后在复产复工方面一直做得较好,处在上游企业为持续的价格下跌烦恼时,一些中下游企业订单却没有减少,持续的生产甚至让一些产成品仓库“爆仓”。

“我们的存货已经堆到了马路上,”浙江一家电缆企业的总经理李程(化名)对中国证券报记者表示,3月份以来,公司加大了电缆的生产速度。

据SMM最新调研数据显示,目前多数厂家反馈下游需求处于复苏周期,预计4月消费还将有好转。预计4月精铜制杆企业开工率为64.44%,环比上涨5.04%;预计4月电线电缆企业开工率为80.01%,环比回升4.18个百分点。

在山东的地炼企业,也是加足马力生产。有山东地炼企业对中国证券报记者表示,公司库存已经处于历史高位,但是生产速度并没有减少。

原材料价格持续下行是下游企业增加生产的动力之一。国泰君安期货原油研究总监王笑对中国证券报记者表示,目前国内大多厂商库存水平都非常高,在境外疫情延续导致消费及订单并不好的情况下,期货盘面的利润非常丰厚导致这些厂商都在不断加码生产,将更多的原油变为成品,而这些成品仅以库存的形式进行累积,进而能够空闲出更多的库存进行更多低价原油的采购。

加大马力生产的另一面,是对中国需求恢复增长的预期。

“国内宏观经济政策发力的预期是很清晰的,我们也和终端客户讨论过,目前适当备货是有空间的,”李程对中国证券报记者表示,电缆的主要用户是国家电网等,行业普遍预期疫情缓解之后,电力投资会加快速度。

中期货首席经济学家景川也对中国证券报记者分析,国内的货币和财政政策相对海外有较大的空间,整个市场对于国内“新基建”等政策带来的消费需求预期非常明显。

“铝行业的下游型材企业等也在持续备货,”王非介绍,一些型材的主要用途在于房地产行业的装修等领域,企业预计疫情好转之后房地产需求有望持续恢复。

据SMM统计,从3月中旬起,铝加工出口新增订单明显削弱,海外疫情的扩散已开始负反馈至铝加工版块,企业成品库存压力增加。内需方面,当前建材相关铝加工订单环比小幅转暖,如幕墙板、建筑型材等,但包装等相关订单仍无好转迹象。

提供流动性、中国提供需求,两大经济体一拍即合,现在如果没有人愿意提供需求,光靠流动性不够。”

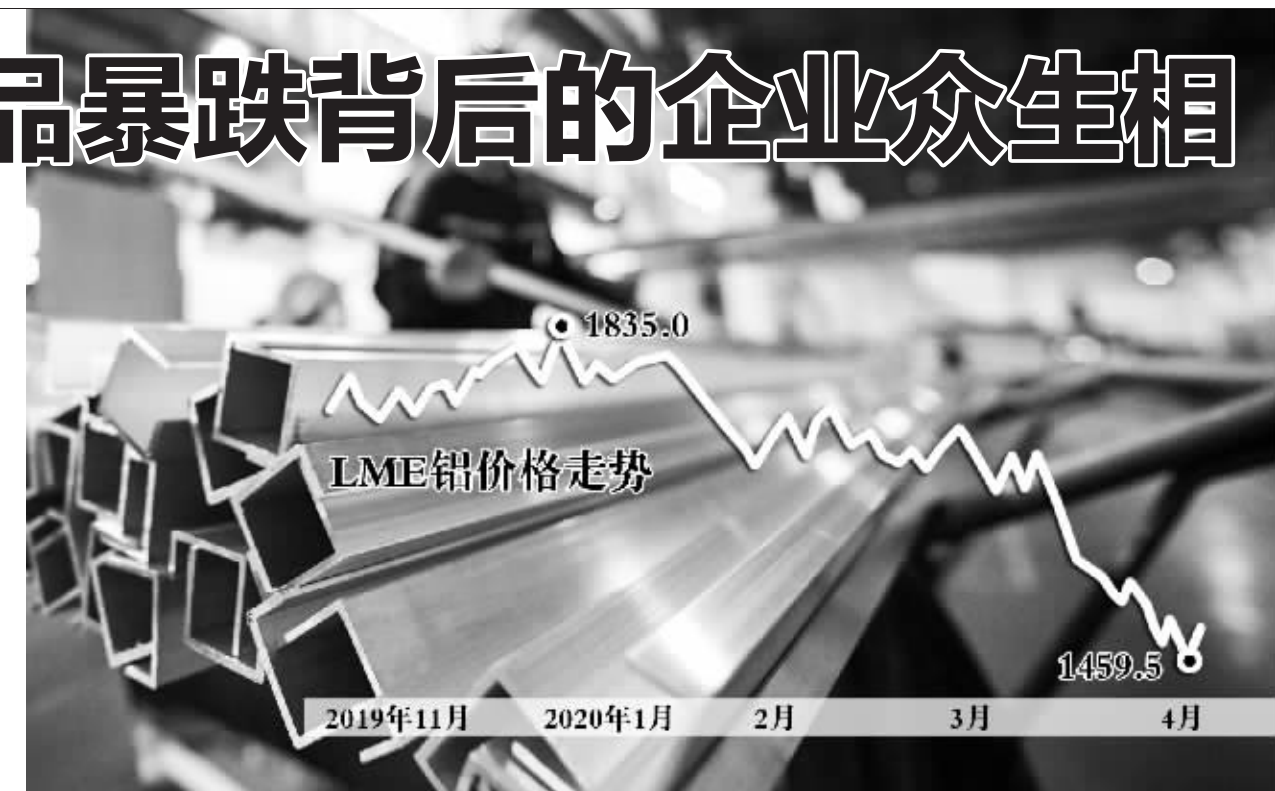
景川也认为,即便中国需求快速恢复,但是对于铜、铝、铅、锌等基本金属而言,仅靠中国市场消化全球产能并不现实。而对于主要面对中国市场的动力煤、焦炭、螺纹钢等品种,在国内需求预期下有望保持较好的价格。从2020年1月开始计算,上期所螺纹钢期货主力合约下跌为360元/吨,跌幅约为10%,显著低于铜等品种。

提供流动性、中国提供需求,两大经济体一拍即合,现在如果没有人愿意提供需求,光靠流动性不够。”

景川也认为,即便中国需求快速恢复,但是对于铜、铝、铅、锌等基本金属而言,仅靠中国市场消化全球产能并不现实。而对于主要面对中国市场的动力煤、焦炭、螺纹钢等品种,在国内需求预期下有望保持较好的价格。从2020年1月开始计算,上期所螺纹钢期货主力合约下跌为360元/吨,跌幅约为10%,显著低于铜等品种。

提供流动性、中国提供需求,两大经济体一拍即合,现在如果没有人愿意提供需求,光靠流动性不够。”

景川也认为,即便中国需求快速恢复,但是对于铜、铝、铅、锌等基本金属而言,仅靠中国市场消化全球产能并不现实。而对于主要面对中国市场的动力煤、焦炭、螺纹钢等品种,在国内需求预期下有望保持较好的价格。从2020年1月开始计算,上期所螺纹钢期货主力合约下跌为360元/吨,跌幅约为10%,显著低于铜等品种。



## 上游企业进入“艰难时刻”

于接近满产状态,但是近期电解铝价格下滑的压力越来越大,亏损已经近在眼前。估计从3月份后段开始,公司每吨电解铝将由盈转亏。

据SMM统计,3月国内电解铝加权平均现金成本11709.4元/吨,以4月3日SMM A00铝价11590元/吨水平,当前已有61.5%的国内电解铝运行产能亏损现金成本。

不过,王非所在的企业在行业中

仍然处于较好的境地。作为行业龙头,该企业不仅拥有从氧化铝到下游终端产品的全产业链,而且拥有自备电厂。电解铝行业最重要的成本之一就是电力,电力和氧化铝约占电解铝成本的70%,这意味着没有自备电厂的企业,电解铝成本将更加高。“中小电解铝企业产能的亏损很快就会到达1000元以上,”王非表示。

另外,江西铜业一位证券部门人

士在接受中国证券报记者电话咨询时也表示,国际铜价大幅下跌将对公司资源矿的利润产生“非常大”的影响。根据江西铜业2019年年报,公司目前年产铜精矿含铜超过20万吨。不过,该证券人士表示,铜价大幅下跌对工业业绩的影响还需要考虑在期货市场套期保值等业务的具体成效,目前暂不确定价格下跌对利润的具体影响。

## 中下游企业押注中国需求

线电缆企业开工率为80.01%, 环比回升4.18个百分点。

在山东的地炼企业,也是加足马力生产。有山东地炼企业对中国证券报记者表示,公司库存已经处于历史高位,但是生产速度并没有减少。

原材料价格持续下行是下游企业增加生产的动力之一。国泰君安期货原油研究总监王笑对中国证券报记者表示,目前国内大多厂商库存水平都非常高,在境外疫情延续导致消费及订单并不好的情况下,期货盘面的利润非常丰厚导致这些厂商都在不断加码生产,将更多的原油变为成品,而这些成品仅以库存的形式进行累积,进而能够空闲出更多的库存进行更多低价原油的采购。

加大马力生产的另一面,是对中国需求恢复增长的预期。

“国内宏观经济政策发力的预期是很清晰的,我们也和终端客户讨论过,目前适当备货是有空间的,”李程对中国证券报记者表示,电缆的主要用户是国家电网等,行业普遍预期疫情缓解之后,电力投资会加快速度。

中期货首席经济学家景川也对中国证券报记者分析,国内的货币和财政政策相对海外有较大的空间,整个市场对于国内“新基建”等政策带来的消费需求预期非常明显。

“铝行业的下游型材企业等也在持续备货,”王非介绍,一些型材的主要用途在于房地产行业的装修等领域,企业预计疫情好转之后房地产需求有望持续恢复。

据SMM统计,从3月中旬起,铝加工出口新增订单明显削弱,海外疫情的扩散已开始负反馈至铝加工版块,企业成品库存压力增加。内需方面,当前建材相关铝加工订单环比小幅转暖,如幕墙板、建筑型材等,但包装等相关订单仍无好转迹象。

提供流动性、中国提供需求,两大经济体一拍即合,现在如果没有人愿意提供需求,光靠流动性不够。”

景川也认为,即便中国需求快速恢复,但是对于铜、铝、铅、锌等基本金属而言,仅靠中国市场消化全球产能并不现实。而对于主要面对中国市场的动力煤、焦炭、螺纹钢等品种,在国内需求预期下有望保持较好的价格。从2020年1月开始计算,上期所螺纹钢期货主力合约下跌为360元/吨,跌幅约为10%,显著低于铜等品种。

提供流动性、中国提供需求,两大经济体一拍即合,现在如果没有人愿意提供需求,光靠流动性不够。”

景川也认为,即便中国需求快速恢复,但是对于铜、铝、铅、锌等基本金属而言,仅靠中国市场消化全球产能并不现实。而对于主要面对中国市场的动力煤、焦炭、螺纹钢等品种,在国内需求预期下有望保持较好的价格。从2020年1月开始计算,上期所螺纹钢期货主力合约下跌为360元/吨,跌幅约为10%,显著低于铜等品种。

## 商品仍将维持低位震荡

持续下跌之后,原油、铜、铝等重要大宗商品的价格已经跌破了上游企业的成本线,市场普遍认为,此类商品价格继续下跌的空间不大,但是在全球经济复苏进程不确定的背景下,商品价格大幅反弹似乎也难以实现。

以铜为例,供应端的收缩趋势已经非常明显。波兰总理莫拉维茨基日前表示,随着铜价跌破5000美元,全球重要铜银生产商之一的国营波兰铜业集团(KGHM)目前在盈亏平衡点之下运营。莫拉维茨基对会议上议

院称,“公司盈亏平衡点在每吨5100-5200美元。”以目前的国际铜价来看,KGHM每一吨铜都在亏损生产。

“全球铜矿连续两年的供应增加已经结束了,矿山的产出现在处于零增量的状态,随着矿供应减少,铜价会开始回升,”景川分析。

在电解铝行业,减产也在持续进行,自3月中旬开始,陆续有电解铝厂选择主动减产,截至4月3日,SMM统计国内电解铝减产年化产能65.5万吨,且随着亏损周期的持续

## 原油、经济、流动性

# 三大推力助黄金与股市同涨跌

□本报记者 张利静

黄金与股市,曾经走势以负相关为主,而3月中旬以来,二者却罕见地同涨同跌,拥有永恒魅力的黄金,一度颠覆其留给市场的“避风港”印象,上演了约尼·雅各布预言的景象——《黄金大崩溃》。

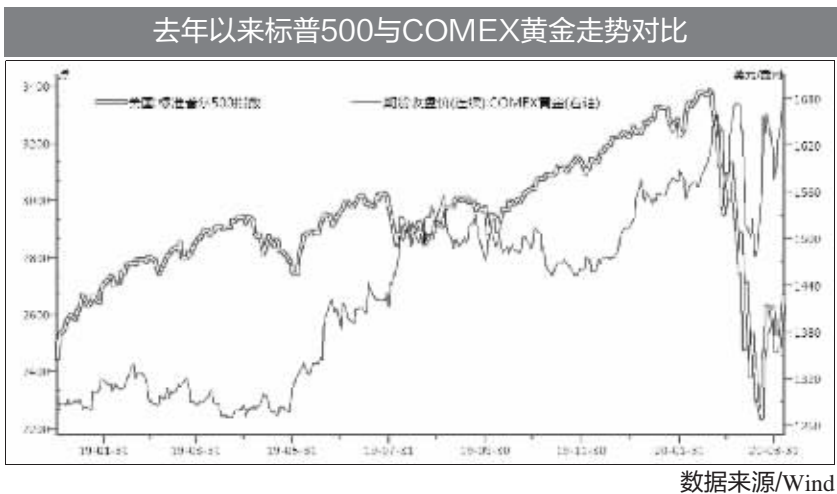
“亦步亦趋”的背后

3月以来,全球金融市场多品种、多标的走出了“改写教科书”的行情,其中,股市与黄金“化仇讎为密友”的一段插曲,备受关注。

3月9日至19日,全球金融市场资产普遍遭到无差别抛售,黄金未能幸免。据Wind数据,期间美国标普500指数累计下跌21.9%,COMEX黄金期货指数跌幅为12.3%;3月19日以来,截至4月7日,美股进入震荡反弹阶段,黄金亦步亦趋,标普500指数累计反弹了19.05%,COMEX黄金期货同期上涨15.3%。

对于此前的股市与黄金同步下跌,业内人士表示,主要受原油大跌打压通胀预期,以及金融机构为保持流动性,在黄金市场清盘有关。在2008年金融危机期间,美股与黄金曾出现过类似的同步大跌行情。而近期黄金与股市同步上涨,则主要受原油价格修复预期、全球经济走差的形势,以及流动性危机缓解所影响。

“从市场情况来看,CFTC净多持仓在创历史峰值后有所修复,而美股在美国财政、货币刺激下继续技术性修复使得黄金的短期流动性危机缓解。近期在油价触及20美元的价格水平下,终于引发美、俄、沙特的减产博弈,通胀预期得到一定程度修复。”中大期货赵晓君告诉中国证券报记者,可以看到美债收益率和美元指数在近两个交易日有所反弹,但黄金仍然维持强势上涨,也从侧面反映了市场悲观情绪(无论是通胀还是衰退)都已



经触及阶段性极值。

### 黄金价格中期存在支撑

值得一提的是,在3月中旬黄金价格重挫期间,美国黄金现货市场需求大幅增加。

赵晓君表示,从现货市场来看,美国金币3月份销量为14.2万盎司,逼近2016年英国脱欧公投以来新高,一方面显示了公众避险情绪的攀升,另一方面从销售情况可以看出,散户投资者更喜欢一千克(约32盎司)、1盎司的金条和硬币,或者更小的投资品。因此,白银价格也迅速底部回升,金银比价得到一

## 消费电子板块迎修复行情

□本报记者 牛仲逸

明显。

### 关注超跌反弹机会

4月7日,消费电子板块迎来修复行情,板块内,春秋电子、和胜股份涨停,龙头股蓝思科技、大族激光等个股涨幅超6%。前期消费电子板块出现大幅调整,近期板块内龙头个股逐步呈现止跌企稳迹象。4月8日,华为P40系列正式在国内开始发售,消费电子板块能否借此机会,迎来一波反弹修复行情,成为市场关注焦点。

### P40国行版来了

近期一则华为P40系列预售量超预期的消息,引起了市场的广泛关注,不少业内人士预测,实际开售后,销售数据可能更加火爆。在华为商城的官方网站上,可以看到P40系列将于4月8日召开国内发布会。

3月26日,华为在法国巴黎发布了2020年首款旗舰产品P40系列手机,该系列共有三款机型,分别为P40、P40Pro以及P40Pro+。据悉,三款机型分别搭载徕卡三摄、徕卡四摄和徕卡五摄。

值得注意的是,P40Pro+五摄为50M主摄+40M广角镜头+8M3倍长焦镜头+8M10倍超长焦镜头+ToF镜头的组合。其中,10倍长焦镜头采用多棱镜潜望式结构,支持10倍光学变焦、20倍混合变焦、最大100倍数码变焦。

可以说,此次P40系列最大亮点是光学影像技术的全面升级。

中信建投表示,2020年在智能手机存量市场竞争越发激烈的局面下,旗舰机型“神仙打架”的光学升级趋势仍将持续,更大尺寸的CMOS、更高倍率的光学变焦、更高渗透率的TOF、更稳定的OIS、更智能的算法将成为光学升级的主要方向,国内厂商在摄像头产业链参与度较高,受益

目前市场对手机产业链预期较为悲观,有机构曾测算,2020年全球智能手机出货量将同比下降7.0%。

不过,中信建投表示,2020年5G手机将加速渗透。2020年下半年,随着5G手机成本下降以及价格档位进一步下沉,5G套餐资费的下降,以及5G应用和内容的兴起,5G手机将加速渗透,在年底渗透率将达到60%-70%,中国区出货1.4-1.5亿部。

华西证券持有相似观点,在5G基建加速提量的加持下,5G手机订单将在疫情结束后快速释放。

在此背景下,消费电子板块该如何布局?

华泰证券表示,在海外疫情蔓延引致需求端下滑的风险预期下,市场在内需消费的短期复苏逻辑和5G创新周期的长期成长逻辑中产生分歧,电子板块经历了连续5周的下跌,部分优质成长股的估值逐步回到历史中位水平,建议关注在一季度高速增长预期兑现过程中,叠加iPhoneSE推出及新基建加码预期所带来的个股配置机遇,继续推荐TWS、可穿戴、5G新基建核心标的。

平安证券表示,在华为P40系列在摄像头的升级上持续发力,5G射频前端芯片用量有所提升,天线数量持续增加,且配备大功率有线快充和无线超级快充,验证5G趋势下手机在摄像头、射频和快充等方面存在全面升级空间,驱动电子行业上行。其中,摄像头仍然是华为旗舰机升级的焦点,华为引领摄像头的持续升级,在多摄+堆叠式+面积变大趋势下,CIS产能趋紧景气度旺盛,建议关注国内CIS产业链。

## 流动性量足价低 国债期货罕见涨停

□本报记者 罗晗

7日,国债期货多品种罕见涨停,主力合约日内均创历史新高,现券收益率也大幅下行,10年期国债活跃券收益率盘中跌破2.5%。分析人士认为,央行“双箭齐发”,不仅将于近日实施定向降准,还于7日下调超额存款准备金利率(以下简称“超储利率”),目前流动性量足价低,宽松预期加强。此外,超储利率作为利率走廊下限被大幅调降,将带动长端利率下行,10年期国债收益率有望进一步走低。

### 期债现券联袂大涨

4月7日,国债期货大涨。截至收盘,10年期主力合约涨0.72%,5年期主力合约涨0.93%,2年期主力合约涨0.5%。2年期国债期货上午就涨停封板,5年期主力合约也一度涨停,各期限主力合约日内高点均创上市以来新高。其中,10年期主力合约超过3月高点,最高报102.8,创下新高;5年期主力合约也超越2016年高点,最高涨至103.34。

国债期货涨停较为罕见。按中国金融期货交易所规定,2年期、5年期、10年期每日价格最大波动限制分别为上一交易日结算价格的±0.5%、±1.2%、±2%。上次国债期货市场出现大面积涨停还是在2016年底,彼时还没有2年期品种。

现券收益率也大幅下行。10年期国债活跃券190015收益率下行9基点,报2.50%,处于历史低位,盘中一度跌破2.5%,最低至2.47%。10年期国债活跃券190215收益率也大幅下行约9基点,报2.96%。

7日,不仅债市大涨,A股、汇率以及国内商品市场也大面积翻红。上证综指大幅收涨2.05%,重新站上2800点,深证成指、创业板指分别收涨

3.15%、3.31%。在岸、离岸人民币对美元汇率双双走高,在岸人民币对美元即期汇率日盘收报7.0550元,涨超300点。国内期市反攻,基本金属全线上涨,黑色系、农产品也多数上涨。

### 宽松预期强化

国债期货大爆发,显示当前债市多头占主导,对国债收益率下行预期强烈。方正证券首席经济学家颜色表示,7日债券、权益资产双双上涨,与宽松预期有关。

上周,央行决定对部分中小银行定向降准1个百分点,于4月15日和5月15日分两次实施,将释放长期资金约4000亿元。而央行近期才在3月16日实施普惠金融定向降准,释放长期资金5500亿元。三周之内,定向降准释放近万亿元资金。

价的方面,3月30日央行已经“意外”调降逆回购利率20基点,上周更祭出重磅——自4月7日起,将金融机构超储利率从0.72%下调至0.35%。这是2008年金融危机以来第一次下调超储利率,幅度也远大于前次。颜色表示,此次超额准备金利率下调,除了提高贷款意愿外,也使得银行更愿意购买债券,为发行更多特别国债和地方专项债提供流动性支持。

此前,央行曾在公开渠道表示,正常情况下,包括DR001在内的货币市场利率都应该高于超储利率,具体幅度则取决于当时货币市场的供求情况。分析人士指出,这表明央行实际上是将超储利率视为利率走廊的下限。

天风证券固定收益分析师孙彬彬认为,未来长端利率下行方向明确。3月末公开市场操作利率调降为2.2%,DR001最低已降至0.78%,本次超储利率调降也意味着公开市场操作利率和资金利率的下行空间进一步打开,这将进一步带动长端利率下行,利率曲线由牛陡向牛平的转换可期。

### 中国期货市场监控中心商品指数(4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		84.72			84.02	0.7	0.83
商品期货指数	954.07	955.33	959.08	950.82	941.22	14.12	1.5
农产品期货指数	812.75	814.73	817.58	812.66	805.97	8.77	1.09
油脂期货指数	440.9	442.46	444.94	439.77	435.4	7.06	1.62
粮食期货指数	1262.31	1252.18	1263.26	1251.75	1257.62	-5.45	-0.43
软商品期货指数	684.8	685.34	685.91	682.54	674.2	11.14	1.65
工业品期货指数	952.73	956.79	959.87	949.14	941.57	15.22	1.62
能化期货指数	483.81	487.6	489.06	482.71	475.2	12.4	2.61
钢铁期货指数	1344.26	1348.29	1355.64	1334.11	1338.76	9.53	0.71
建材期货指数	1028.54	1028.38	1037.17	1024.61	1020.63	7.75	0.76

### 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(4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	846.07	847.29	841.98	844.84	13.99	844.52
易盛农基指数	1126.6	1126.6	1115.95	1119.75	16.54	1120.15