

BDI创近11年新高 库存时钟唤醒“周期牛”

有着大宗商品风向标之称的BDI指数近期持续飙升，逼近2010年以来新高。今年以来在工业品期货上以做多为主的投资者李杰(化名)说：“黑色、有色、化工是当前市场供需矛盾最突出的板块，现货原材料一涨再涨，目前感觉这波行情还没有走完。”

● 本报记者 张利静 马爽

工业品供需矛盾突出

今年以来铜价大涨，铜冶炼厂利润跌至谷底。一位有色金属冶炼企业相关人士告诉记者，目前冶炼厂利润出现了大幅下滑，国内很多同行正计划减产，市场上的精炼铜可能会进一步减少。

据了解，目前铜精矿加工费不足30美元/吨，处于近12年来低位。主要因为铜精矿主产区南美地区受到疫情影响，矿山供应减少。“下游线缆等加工行业进入产销旺季，开工率普遍上升，供需矛盾推动价格再度上扬。”中银国际期货有色首席研究员刘超表示。

今年李杰在持仓中配置了一定比例的铜、铝头寸，主要是看好供需矛盾下的价格涨势。而近期高盛等机构对市场未来趋势的观点让他预感这一波有色涨势可能比他预期得更强。

包括高盛在内的多家机构提出，铜、铝将是未来新能源经济的重要原材料。“铜、铝供应端扩张空间有限；从需求端看，拜登政府对新能源经济的倾向对市场带来想象空间，而国内对于碳排放控制的重视，令未来电动车、光伏风电等领域有较大需求提升潜力。只能通过价格上涨调整供需平衡。”中大期货首席经济学家景川对中国证券报记者解释，产业转型大背景下的供需矛盾突出，是有色涨势背后主要推手。

在黑色系方面，陕西一位动力煤企业相关人士表示：“4月以来国内煤矿安检再次升级，主产地晋、陕、蒙地区煤矿安全检查越来越严格，限制了产量的释放力度。”

从动力煤下游看，今年以来国内发电量数据迅速上扬，1-2月发电量累计同比上升21.15%，动力煤需求旺盛可见一斑。

文华财经数据显示，从上周二起，国内商品市场再度开启强劲上涨，逼近前期高点。截至4月22日收盘，今年以来，文华商品有色板块上涨了11.44%，黑色系上涨了8.14%，化工板块上涨12.33%。



2010年以来BDI指数走势

新华社图片 数据来源/Wind 制图/苏振

有着大宗商品风向标之称的BDI指数4月21日报2710点，今年以来累计上涨98.39%，创2010年6月以来新高。

商品涨价向股票市场传导。就近期周期行业股价表现来看，截至4月22日收盘，4月1日以来钢铁(申万)指数涨幅10%，有色金属(申万)指数涨幅5.92%。

库存周期影响商品价格

从商品库存周期看，根据商品价格周期和库存周期共振理论，分为复苏(价升库减)、繁荣(价升库增)、衰退(价跌库增)、萧条(价跌库减)四个阶段，不同商品供需差异较大。多位分析人士判断，目前国内总体处于主动补库存阶段，这是本轮大宗商品价格走强的重要背景。

具体来看，景川分析，原油价格已经历了一轮显著回升，而市场库存依然在持续去化，处于复苏阶段；铜当前价格显著回升，库存也开始出现重新垒库迹象，或处于繁荣阶段初期；铁矿石价格当前已处于历史高点，库存从去年下半年起处于缓慢回升阶段，可能正在从繁荣阶段进入衰退阶段；天然橡胶价格仍处于历史低位附近震荡，库存自去年下半年开始有所回升，可能仍在持续去化，预计正在从复苏阶段进入繁荣阶段。

“从主要大宗商品的库存周期来看，多数品种处于复苏-繁荣阶段。”景川说。

“更看好和海外需求回升关联较大的品种。”景川解释，随着美国经济开始复苏企稳，美国房地产市场回暖，美国居民加杠杆的能力更强，主要因为2008年之后美国居民的杠杆率一直在回落，目前已恢复至比较健康的水平附近。而国内居民杠杆率普遍偏低，在政策面的影响下，国内地产行业压力比国外要强。

刘超则认为，当前处于主动补库存阶段，企业库存普遍偏低，主动补库存阶段尚未完成，大宗商品价格仍有上涨动力。

“商品主动补库存阶段至少会持续至今年6月份。”中信期货研究

咨询部金融板块负责人张革对记者表示，“未来纺织服装行业和对应的聚酯链条具有更高的补库弹性，而有色金属、黑色金属的补库逻辑已经兑现一部分。”

不过，在景川看来，库存周期因素固然重要，但仍旧盖不过货币宽松对商品带来的影响。“本轮商品大幅上涨，主要驱动因素是全球超额流动性。从历史上看，货币供应量的增长从来没有如此之快，上世纪70年代是唯一接近这一水平的时期。在低利率环境下超额流动性难以避免地带来资本市场的溢出效应，引发资产价格飙升。”他说。

从周期行业上市公司盈利情况看，根据已披露的一季报，周期股净利润增幅数倍甚至数十倍的现象非常普遍。

周期股行情将延续

近期，持仓盈利已经颇为可观的李杰准备结束今年的“战斗”，落袋为安。“最近市场大幅反弹，我准备平仓了结，今年的盈利已经差不多了，后市就算继续涨，机会也越来越难把握，心态已经改变了。后期准备轻仓交易。”他说。

景川表示，大类资产和大宗商品板块内部之间的配置价值排序可能发生变化。“二季度之后，债券将迎来配置机会。商品方面，看好全球定价商品如有色、原油的多头配置，国内黑色系建议择机进行空头配置，如铁矿石、不锈钢等。”景川说。

“更看好和海外需求回升关联较大的品种。”景川解释，随着美国经济开始复苏企稳，美国房地产市场回暖，美国居民加杠杆的能力更强，主要因为2008年之后美国居民的杠杆率一直在回落，目前已恢复至比较健康的水平附近。而国内居民杠杆率普遍偏低，在政策面的影响下，国内地产行业压力比国外要强。

刘超则认为：“碳中和、碳达峰政策利好新能源产业，未来全球新能源领域需求会产生新的增长点，

商品上涨的驱动力或未消退，全球经济复苏背景下继续看好风险资产表现。”

近期的市场资金流向显示，受到碳中和与顺周期拉动的钢铁板块、整体估值明显偏低的纺织服装板块、防御特征明显的公用事业板块存在明显资金流入。

张革表示：“顺周期逻辑步入中后段，更应关注主动补库存周期中弹性仍存、估值相对低位的资产。从这个角度出发，可关注这些商品板块：棉花、PTA、锌、动力煤、螺纹钢；对应的行业有：纺织服装、有色金属、煤炭采选、黑色金属、汽车等。”

尽管去年以来周期股频频爆发，但有色金属和钢铁板块总体还处于历史偏低水平。钢铁行业指数(申万)前两轮高点分别是2007年10月的7750点、2015年6月的5355点，目前为2846点；有色金属行业指数(申万)历史最高点出现在2007年10月的9030.95点，其次是2010年11月的6206点及2015年6月的6065点，目前为4316点。

新时代证券4月初在研报中指出，目前商品涨价只完成了一半，周期股的行情依然没有结束，但是节奏上周期股进入投资的第二个阶段，波动可能会加大。

今年以来涨幅居前的商品	
品种名称	今年以来涨幅
BDI	98.39%
苯乙烯期货指数	40.36%
原油期货指数	28.06%
PVC期货指数	25.26%
热卷期货指数	22.03%
纸浆期货指数	22.02%
PTA期货指数	20.81%
沪铜期货指数	19.71%
燃料油期货指数	19.19%
螺纹钢期货指数	19.03%
沪铝期货指数	14.48%
菜籽油期货指数	10.92%
动力煤期货指数	10.87%

数据来源/文华财经

基金经理点金

银华基金唐能：核心资产或持续消化估值压力

● 本报记者 张凌之

“我们想赚公司长期业绩增长的钱，不想赚市场博弈的钱。”银华瑞祥一年持有期混合担任基金经理唐能旗帜鲜明地亮出了自己的投资风格。

作为一名“长期成长猎手”，唐能希望通过构建长期成长股票池，并在这一股票池中进行横向比较，选择中期趋势向上和估值较低的品种，来分享优质公司长期业绩增长的收益，为持有人赚取满意回报。唐能表示，当前核心资产总体还处于估值偏高的状态，今年大概率会持续震荡，消化估值压力。

构建长期投资池

人民银行研究生部毕业之后，唐能一路从银华基金的研究员成长为一名业绩稳定、优异的基金经理。在他看来，投资最重要的两件事：一是勤奋，二是找到适合自己的投资方法。

“在投资过程中要充分熟悉规则，认识常识，很多投资出现的失误或重大差错可能就是常识性错误。只有把这个常识认识得很深刻，在碰到巨大诱惑时，才会正确应对。但常识靠的是平时的经验积累，靠反复的训练。”唐能如是说。

对于投资方法，唐能已经找到了适合自己的一条路。

建立长期投资池是投资的第一步。“长期投资池的理论基础是：希望投资池的标的业绩未来复合增速至少在15个百分点以上，如此才能跑出长期超额收益。因为我们认为，时间拉得越长，股价和价值是趋于一致的，股价的涨幅和业绩的复合增速也是一致的。”唐能解释道，“进入投资池的公司有两个标准：一是行业格局很好，龙头影响力特别强，它做的事别人做不了；二是引领时代的公司，未来三年增速很快。”

近一年融券余额增长逾6倍

● 本报记者 吴玉华

在市场持续震荡之时，近日两市融券余额已创出历史新高。近一年，两市融券余额增长逾6倍，机构重仓融券余额快速增长。

分析人士表示，融券余额增长由多方面因素造成，比如机构投资者对融券需求的增加，上市公司及公募基金参与融券出借的积极性进一步上升，融券业务活跃并不代表大盘就要下跌。

融券余额超1510亿元

Wind数据显示，截至4月21日，两市融券余额达1519.04亿元，今年以来融券余额累计增长149.20亿元。而2020年4月21日，两市融券余额仅为210.82亿元。近一年时间，两市融券余额规模增长超6倍。

截至4月21日，两市融券余额居前的行业分别为非银金融、电子、医药生物、银行、食品饮料行业，融券余额分别为189.09亿元、175.46亿元、155.95亿元、137.60亿元、112.14亿元。

从个股情况来看，Wind数据显示，截至4月21日，两市融券余额居前的个股为中芯国际、恒瑞医药、招商银行、美的集团、贵州茅台，融券余额分别为60.54亿元、59.93亿元、45.60亿元、41.94亿元、30.38亿元。融券余额居前的个股多为机构重仓股，近一年规模快速增长，如恒瑞医药2020年4月22日的融券余额为3.11亿元，贵州茅台2020年4月22日的融券规模为4.77亿元。

今年以来，上市公司股东通过融资融券出借公司股票的现象进一步显现，为两融市场提供了大量新增券源。4月以来，多家上市公司股东宣布参与融券融券业务。

4月21日晚间，万科A公告称，股东

第二步便是在投资池进行组合和调配。从长期维度看，格局、增速较差的公司唐能会暂时选择放弃，组合中最好的公司则会增加筹码。短期来看，因为股价是波动的，唐能会将估值偏贵、行业景气度在三个月到半年内下行的股票卖出一些，买一些同类性质但估值偏低、景气度有可能上行的股票。“做一些适当的高低搭配可以适当控制回撤，增加组合弹性，不吃估值的亏。”唐能表示，“长期维度的选择才是组合盈利的主要来源。”

分享优质公司长期增长红利

在银华基金，唐能被称作“长期成长猎手”。他希望长期持有优质公司，获取优质公司业绩增长带来的复合收益，而不是通过估值波动的判断去争取估值的差价。

投资优质公司就必然绕不开那些核心资产。谈及核心资产，唐能表示：“现在核心资产总体还处于估值偏高的水平，经过连续两年的上涨，部分核心资产的估值很高，经过这波调整后又消化了一部分。所以短时间内赚钱的难度较大，想获得较高收益率的可能性也很小。核心资产今年大概率会持续震荡，消化估值压力。”

“我们最核心的初衷就是为基民赚到钱。”唐能坦言，虽然核心资产短时间赚钱难度较大，但以一年的维度看，只要持有的公司业绩能够兑现，赚钱的概率就较大。因此，唐能的这只新基金——银华瑞祥设置了一年持有期，希望投资者可以通过长期持有，赚取较为满意的回报。

此外，唐能认为，此时发新基金也是一个很好的介入时点。他说：“如果在1月份市场比较热的时候建仓，基金净值会有较大回撤。但在市场经历下挫后，一些优质个股调整了20%以上，这对于长期投资者而言是一个好事，新基金建仓的压力也会小很多。”

卖空与下跌没有必然联系

融券余额快速增长对市场有何影响？从市场层面上来看，在融券余额快速增长的2020年，上证指数上涨13.87%，深证成指上涨38.73%，而融券余额增长的主力——机构重仓股在2020年均表现不俗，恒瑞医药上涨53.19%。

分析人士表示，从海外经验来看，卖空活跃与市场下跌没有必然联系。

东兴证券表示，融券业务通过融出证券盘活存量资金，增强了市场流动性，有效推动价格过高的证券回归合理估值区间，起到了市场“润滑剂”和“稳定器”的作用。对标成熟资本市场，我国融券市场规模、标的数量仍有扩张空间。

方正财富投资基金经理郝心明表示，融券余额创新高是A股市场交易机制走向成熟的标志，做空需求一直存在，只是看空者找不到券源，没有渠道融券做空。现在很多上市公司大股东加入到提供券源的队伍中，做空效率提升。未来随着券源供给的提高，融券余额将继续增加，对A股市场交易制度的完善起到积极促进作用。

建泓时代投资总监赵媛媛表示，通常会同时跟踪融券和融资余额分别占交易量的比例。可以看到这两者的比例是同步上升的，并没有出现偏离，也就是说做多和做空是同时加杠杆的。这是一种市场活跃度提升的表现，并不具有趋势性意义。

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(4月22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	1084.42	1099.73	1083.11	1098.06	12.26	1092.55
易盛农基指数	1419.94	1439.99	1418.52	1438.04	15.75	1430.57

少了“奢侈味”的白酒行情是否更“讨喜”

● 本报记者 牛仲逸

不经意间，白酒板块又走出了一波行情，只不过由于“茅、五”的缺席，少了一点市场关注度。经历去年的持续上涨，市场对白酒行业商业模式的“好”已充分认知。那么，对于今年的行情该如何看待？

机构人士表示，今年白酒股的业绩依旧突出，但估值承压。因此，相对收益尚可，绝对收益预期不高，建议理性看待估值消化，重视评估宏观因素的影响。

陷入估值争议的贵州茅台，显然错过了这波白酒行情。有市场人士指出，厘清茅台的估值问题有着两方面意义。一是茅台如何估值，影响到整个白马股群体的估值体系。二是从长远看，得高端者得天下”仍是白酒行业

的长期逻辑。

茅台估值中枢在30-40倍市盈率是比较合适的，高于以往25倍的长期平均估值。”沪上某中型券商食品饮料行业首席分析师张伟(化名)对中国证券报记者表示。原因是，市场对茅台的稀缺性、稳健性、确定性等方面的认知在不断提升。

张伟表示，茅台酒已具备奢侈品特征，估值上是可以对标国外奢侈品的。30-40倍估值水平并未高于国外奢侈品估值，具有可接受度。

东吴证券食品饮料分析师何长天表示，茅台估值可以借鉴海外奢侈品估值，但是限于饮品属性和相应的控价政策、产量因素，不能够完全以海外奢侈品估值为对标，与LVMH目前60倍左右的市盈率相比，茅台50倍左右市盈率已经基本达到市场预期。

茅台估值中枢大概为50-55倍市盈率左右，随着茅台业绩稳定上升，后续发展可观。”何长天分析称。

还有一位外资基金经理虽并未给出明确估值区间，但他认为，判断企业估值是否合理，要看它的行业属性、成长性以及跟全球其他对标公司的相对估值。高端白酒的成长性、管理质地等方面不必多说，可以享受较多溢价。

近期我们赴成都参加白酒春糖会，看到今年参展公司众多，整体氛围热烈。产业及企业端展望积极，酱香酒招商火爆，浓香企业稳健前行，多维印证了白酒景气度向好的逻辑。”国金证券食品饮料行业分析师刘宸倩表示。

刘宸倩认为，未来3-5年白酒依旧是强确定性的板块，有望通过稳健

成长带来稳定收益。但短期要适当降低预期收益率，以时间换空间。

在具体品种上，天风证券最新行业研究指出，当下环境看好次高端品种，主要基于三点。首先，2020年受疫情影响次高端整体有业绩坑，而今年宏观经济形势向好，次高端需求增长；其次，去年次高端酒企结构升级和提价动作都较密集，此部分价格提升会反映在今年，且高端白酒价格带的打开为次高端提供了空间，有望量价齐升；最后，酱香酒热潮对其他香型次高端价格带来冲击，虽然二者短兵相接，但传统次高端酒企在产品渠道品牌方面仍具优势。三方面叠加下整个次高端板块机会凸显，逻辑被不断验证，次高端的估值也会随着业绩的逐步验证而有望持续拔高。