

多空论剑

利空不断兑现 大宗商品会否迎来拐点

今年2月至5月,文华商品指数连续四个月下跌,黑色系压力尤为明显。分析人士认为,随着做空动能逐渐释放,中期大宗商品或许将结束下跌局面迎来反弹行情。中国证券报记者特邀国泰君安期货金融衍生品研究所副所长陶金峰和混沌天成研究院宏观金融部经理孙永刚,从经济基本面、资金面、商品供需及技术等角度对大宗商品未来走势进行探讨。

□本报记者 张利静

BDI与大宗商品联袂下跌

中国证券报:文华商品指数连续四个月下跌,如何看待这一现象?
陶金峰:今年2月至5月,文华商品指数连续四个月下跌,与国际和国内宏观经济大环境的变化密不可分。

国际方面,美国近期经济数据好坏参半,总体表现仍不错,美联储今年3月加息后,市场对美联储今年后期将两次加息预期仍较强,抑制商品期货反弹空间;而特朗普当选美国总统后,市场预期其财政刺激政策热情降温,“再通胀交易”也随之降温,抑制商品期货反弹。国内方面,供给侧结构性改革对于商品期货支撑力度有限,其利多影响明显弱于2016年,抑制大宗商品期货反弹;国内金融去杠杆继续推进落实,货币政策稳健中性偏紧趋势明显,市场资金利率明显回升,房地产调控进一步收紧,加上4月开始部分经济数据增速明显放缓,对于经济增速放缓的忧虑增大,在较大程度上抑制商品期货反弹。

技术分析显示,文华商品指数在164.97点附近有较强の中长线反弹阻力,从去年11月至今年2月多次上攻均未能突破,随后开始中线级别的震荡回调,5月31日跌破140.49点中线支撑,预计6月底前将继续下探133.92点附近的中线支撑,6月跌破该支撑的可能性较大,但在128.53点附近有较强の中长线支撑,140.49点有可能是6月后市的中线反弹阻力。

孙永刚:国内大宗商品价格在二季度的下跌,主要受到两方面因素影响,一是需求预期过高而导致的价格回落,二是金融去杠杆导致的资金流出效应产生的金融资产价格的下跌。需要注意的是,金融去杠杆对资产价格的影响是整体性的,其次这种影响对于不同大宗商品的的不同影响,来自于需求预期和供给程度的不同,所以不同品种的跌幅不同。比如,橡胶的下游轮胎、汽车需求的下降更快,就使得橡胶价格在胶水供给淡季出现了大幅下跌;螺纹钢下游基建和房地产需求相对稳定,其价格下跌幅度也相对较小;铁矿石的供应压力不断增加,所以下跌就更为剧烈。

中国证券报:从4月中旬开始,BDI跌幅超过30%。如何看待BDI和大宗商品走势之间的关系?

陶金峰:6月1日,波罗的海综合运价指数(BDI)跌至850点,较3月30日阶段性高点1338点下跌了36.5%,为2月23日以来最低。BDI衡量的是铁矿石、水泥、谷物、煤炭和化肥等资源的运输费用。4月初以来BDI指数的持续较大幅度下跌,与铁矿石、水泥、谷物、煤炭和化肥等大宗商品市场运输需求相对低迷密



国泰君安期货金融衍生品研究所副所长陶金峰

黑色系期货在6月和7月仍将以偏弱震荡为主,并将下探新的支撑,即便有反弹,也至多是中小级别的反弹,难以出现中等级别(20%至30%)的反弹行情。

切相关,与上述大宗商品价格相对疲弱也密不可分。长期来看,BDI与文华商品指数走势存在较明显的正相关性,但是阶段性其相关性可能偏小。近期来看,4月初以来,BDI大跌与铁矿石、动力煤、焦煤、焦炭、豆粕、菜粕等有关商品期货价格下跌有较明显的正相关性。

孙永刚:BDI指数和CRB大宗商品指数确实会表现出一定的同步性,因为BDI可以直观的看成运输CRB的一种贸易流动方式,也就是大宗商品价格的上涨,意味着大宗商品需求的上涨,需求的上涨必然带来贸易量的上升,贸易量的上涨同时就会带动贸易运力的提升,而大宗商品的国际贸易又以船运为主,因此作为衡量大宗商品干散货的指标BDI指数必然也会上涨。不过,还需要注意的一点是,两者虽然有着逻辑上的联动性,但是也受到自身供需关系的影响。大宗商品价格是受到大宗商品的供应和需求的影响,而BDI也是受到自身船舶供给量和需求量的影响,两者会存在一定的不对应性,这种不对应性其实是表现在船运行业的重要资产效应之上,供需的应变量要明显低于大宗商品供需的应变量,因此两者也存在一定的差异性,尤其是波动幅度上的差异。

黑色系难出现中级反弹

中国证券报:从经济基本面和技术角度看,在利空不断兑现、下跌动能释放不断后,黑色系今年下半年会否走升?

陶金峰:从国内来看,4月以来的主要经济数据显示,二季度和三季度国内经济增速放缓的苗头初步显现,将不利于六月和七月后市黑色系期货中线止跌反弹。如果美联储在6月再次加息,国内货币政策中性偏紧将难以改变,国内市场操作利率有可能再度上升,将不利于后市黑色系期货中线反弹。

技术上来讲,螺纹钢期货价格是黑色系期货中4月以来最强的品种,主力合约RB1710从4月20日至5月22日一度震荡反弹,但是未能突破



混沌天成研究院宏观金融部经理孙永刚

在国内房地产投资出现回落迹象之前,黑色系的调整压力凸显,可能存在第二波大幅下跌的可能。

3429元中长线重要反弹阻力,随后最低下跌,6月2日收盘时再次跌至中长线重要支撑3004元附近,6月后市再次跌破3004元中长线支撑的可能性较大,并有可能继续下探2779元中线支撑,在2779元附近出现阶段性中线级别反弹的可能性较大,但是预计7月底前难以再次上攻3429元中长线反弹阻力,3135元/吨将可能是7月后市的中线反弹阻力。

铁矿石期货是黑色系期货中4月以来最弱的品种,主力合约I1709在今年2月21日创下今年反弹新高后,随后震荡下跌,初步预期685元/吨将很可能是该合约今年的最高点,原主力合约I1705在2月21日创下的阶段性高点741.5元也将很可能是铁矿石期货主力合约今年的最高点。6月2日,I1709的5日、10日、20日、40日和60日均线呈现明显的空头排列,中线和中短线下跌趋势十分明显,且跌至中长线重要支撑411.5元附近,预计6月后市跌破411.5元中长线支撑将是大概率事件,尽管在该支撑位附近存在技术性反弹的要求,但是难以在6月后市出现中小级别的反弹,481.5元/吨将是6月后市重要的中线反弹阻力,并有可能在6月和7月后市继续下探355.5元/吨附近的中线支撑。

此外,4月以来,动力煤期货相对抗跌,但是其走势要明显弱于螺纹钢期货;焦煤和焦炭期货走势弱于动力煤期货,稍强于铁矿石期货;热卷板期货走势弱于螺纹钢期货,稍强于铁矿石期货。上述黑色系期货在6月和7月后市仍将以偏弱震荡为主,并将下探新的支撑,后市即便有反弹,也很可能是小级别(10%以下)至多是中小级别(10%至20%)的反弹,难以出现中等级别(20%至30%)的反弹行情。

孙永刚:黑色系确实存在五穷六绝七翻身的季节性规律,这种规律主要是对应基建和房地产的建筑行业的季节性特性,但是这种季节性规律并不是必然成立。从基本面看,黑色系去年的上涨,一部分确实来自于供给侧改革对于产能的约束,但是房地产投资的需求端回升

也是不可忽视的重要原因。在基建需求稳定的情况之下,房地产投资需求的回升推动了黑色系商品的价格上涨,未来基建和房地产需求能否继续推升黑色系价格是最为重要的因素,尤其是其中的一个变量房地产市场,在房地产价格不能持续上涨的情况下,在人口周期的因素制约之下,房地产投资的周期是否会持续回暖,而基建需求能在多大程度上承接未来可能的房地产投资的再次回落,或者全球经济周期的回升是否会持续,全球性的基建投资是否会改变目前大宗商品的周期都是中、长期需要考虑的因素。短期看,在金融去杠杆的大背景之下,资产价格整体会受到抑制,而未来需求端的持续性是决定后市走势的关键因素。

中国证券报:未来哪个板块具备投资机会,如何把握?

陶金峰:初步预期,6月后市,国内商品期货整体上震荡下跌将是大概率事件,期间即便有反弹,反弹幅度也有限;操作上,建议以逢高做空为主,但是对于短线跌幅过大,特别是短线跌速很快的品种(例如,跌至5日均线下方5%左右或更大时),避免过度追空,如果跌至关键的中长线和中短线支撑位附近时暂时企稳,中长线和中短线空单要注意及时止盈;同时,可以谨慎参与大跌后技术性反弹的短线做多机会,但是要控制好仓位,短线多单要注意及时止盈或止损。建议重点关注6月后市铁矿石、焦炭、焦煤、天然橡胶、甲醇、沥青、PTA、镍、豆粕、菜粕、豆油、菜油等期货品种中线和中短线逢高做空机会;适当关注鸡蛋、淀粉、铅、玻璃、动力煤、螺纹钢、黄金、白银等期货品种中短线和短线反弹做多机会。

孙永刚:从投资角度看,在国内房地产投资出现回落的具体迹象之前,黑色系的压力将再次显现,可能存在第二波大幅下跌的可能。如果流动性整体依旧相对稳定,全球经济持续向好回暖,全球基建周期出现,那长周期的大宗商品价格还需持续走高,因此投资机会还是需要观测诸多变量之后的相对确定因素才能进一步确认。

美国退出《巴黎协定》 氟化工行业料迎利好

□本报记者 叶斯琦

本周,美国总统特朗普宣布,美国将退出《巴黎协定》,此举引起各方高度关注。业内人士指出,美国退出该协定,可能意味着其将继续采用温室效应值高的传统冷媒,温室效应值相对较低的新型冷媒或受冷落,这使得氟化工迎来利好。

制冷行业步入景气周期

在经历近六年的低潮期之后,制冷行业已提前步入景气周期。2017年,制冷剂价格震荡上行。据生意社价格监测,2017年年初至今,R22价格由9533元/吨涨至17468元/吨,涨幅高达83%;R134a价格由20050元/吨涨至32950元/吨,涨幅也达到64%。

据生意社介绍,我国是全球最大的制冷剂生产国,2016年全国制冷剂总产量约70万吨;同时也是全球最大的制冷剂使用国。2017年,国内R22的总生产配额申请额为27.4万吨,内用生产配额约为18.9万吨,配额总量与2016年相同。其中,山东东岳化工有限公司申请生产配额8.08万吨,内用生产配额5.25万吨;江苏梅兰化工有限公司申请配额5.67万吨,内用生产配额4.64万吨;浙江衢化氟化学有限公司申请生产配额4.49万吨,内用生产配额3.54万吨。据统计,本次申请配额的前10名公司合计申请生产配额26.54万吨,占总申请配额的比重约为96.75%。这表明配额向大企业集中,R22行业的集中度不断提升,大部分的分散产能已被淘汰。

中信证券研究指出,氟化工行业自2011

年景气高点回落以后,目前处在周期底部。大部分主流产品的价格和盈利能力都处在历史低位。由于下游空调、汽车需求稳定,目前上游萤石供应紧张的局面将快速向下游传导,导致氟化氢、R22、制冷剂和聚合物产品价格快速上涨。相关上市公司业绩弹性大,建议关注巨化股份和东岳集团。

氟化工行业迎来利好

值得注意的是,行业回暖之际,美国退出《巴黎协定》的消息或对氟化工行业产生巨大影响。据悉,《巴黎协定》提出了全球应对气候变化的目标;除此之外,各个国家还要提出本国减排目标。

氟化工行业资深人士指出,美国退出《巴黎协定》会在一定程度上缓解制冷剂行业产

能过剩的问题。巨化股份总经理助理陆嘉认为,美国此次退出,会有效刺激传统氟化工冷媒市场,制冷剂价格和产能将继续走高。浙江永和制冷股份有限公司销售经理认为,美国退出《巴黎协定》对制冷行业而言是一大利好,有利于消化前期库存积压,缓解销售压力。常熟市欣鑫化工贸易有限公司相关人士也指出,此次事件对制冷空调行业是重大利好,市场上积压的商品将逐渐减少,供需矛盾将得以缓解。

其实,《巴黎协定》达成以来,传统冷媒正逐步被新型冷媒替代。中国化工网总编刘心田认为,美国的退出使得新型冷媒替代被放缓,推广周期加长。而传统冷媒的生命周期也将被大大延长。以萤石、制冷剂为代表的氟化工产业新一轮景气周期或持续较长时间。他预测,6-7月份氟化工市场仍以上行为主,短期拐点或在7月。

政策护航前景向好 白糖期权机会多

□华泰期货 徐盛 柳悦

5月22日商务部发布公告,就食糖进口立案调查做出裁决,自2017年5月22日至2020年5月21日对关税配额外进口食糖征收保障措施关税。实施3年期间保障措施关税税率逐步降低,分别为45%、40%、35%。业界普遍认为,此举将中长期利好我国糖市。不过利好出台后,食糖现货价格并未出现明显上涨;期货市场上郑糖更是放量下跌,此后更是一蹶不振。其实,市场对进口食糖调查机构的裁决结果早有预期,预期兑现后多头急于离场。期货方面,SR1709合约短期继续下行的可能性较大,短线应该以高空为主。个股方面,白糖股整体弱于指数,个股下行趋势十分明显,当前介入并不合适。

利好兑现 多头急于离场

5月中旬,市场空头氛围稍有缓解。A股在海外市场的一片欢呼中终于开始反弹;在期货市场上,以螺纹钢为代表的黑色系拉开了商品反弹的序幕,白糖也随之上行。

市场对进口食糖调查机构的裁决结果早有预期。4月就有商务部提高食糖配额外关税

的传闻,而商务部随后公布的结果也与市场预期并无二致。郑糖主力合约也在4月初开始走强,价格重心逐渐上移。至政策公布当日,SR1709合约在5月22日10点30分放量急剧下挫逾100元/吨,市场解读为利好出尽,多头平仓兑现收益。

2017年国内食糖进口配额194万吨,与2016年持平。配额外部分很难对国内食糖价格产生实质性影响,更不足以改善国内食糖供需平衡表。另外,配额外进口成本有所增加,走私反弹的担忧恐难完全消除。打击走私的兑现力度,也将成为多空双方关注的焦点。

鉴于巴西糖季供给面打压和国内销售数据不及预期的影响,郑糖上行可能一波三折。有现货的套保企业可选择买入深度虚值合约,当前SR801C7100价格58元/吨即为最大损失,到期时间也较长,未来可能还会更便宜。此外,利用看涨期权构建牛市价差也是很好的策略,如买入SR801C6500合约同时卖出SR801C7000合约,该组合最大损失和盈利分别为247元/吨、253元/吨,盈亏比逐渐合理。等待标的期货合约SR1801出现更低价时,构建期权策略则更为有利。

需求支撑中长期糖价

2016-2017年榨季食糖产量已无多大悬念。步入夏季,传统的食糖消费旺季来临,加上下半年中秋、国庆节日备货等因素,预计下游需求将逐渐好转,可能出现局部性的短缺。主产区广西为例,2007-2008年榨季至今5-9月食糖销售总额的平均值超过300万吨,而4月底广西工业库存仅为253万,余下的部分恐需要国储补充。国内销售数据或有改善,郑糖也将逐步企稳反弹。

期货方面,SR1709合约短期继续下行的可能性较大,短线应该以高空为主;考虑到合约换月问题,中长线多单选择SR1801合约在6500元/吨下方谨慎介入更为合适。

白糖股调整压力较大

6月中旬,美联储将举行货币政策例会,很可能宣布加息。中国央行为应对美联储加息带来的潜在金融风险,货币政策短期可能依然会偏紧,市场流动性不会十分充裕。监管方面,尽管证监会最近推出减持新规放慢了新股发行节奏,意图呵护市场意愿明显,但对市场的

严厉监管并没有明显松动,金融去杠杆也还没有结束。无论是资金面还是政策面,都不太支持A股反转。

A股上市食糖生产企业并不多,但注意到其股价走势和当前高糖价格格不入,仅贵糖股份在5月22日利好当天有过冲高走势。目前贵糖股份、南宁糖业、华资实业的动态市盈率分别为104、310和117倍,显然估值过高。作为沪深300成分股之一,中粮糖业动态市盈率也有23倍,而沪深300成分股的平均市盈率还不到12倍。

对比上证50、沪深300和中证500指数走势可以发现,当前是以上证50为代表的高估值蓝筹股苦苦支撑着上证指数,个股分化十分明显。白糖股中唯一的沪深300成分股中粮糖业跌得最慢。在大环境不佳的情况下,小市值的白糖股估值可能继续回调,还有一定的下跌空间。

总的看,糖企板块整体弱于指数,个股下行趋势十分明显,当前介入并不合适。贵糖股份、南宁糖业、华资实业、保龄宝当前正处于其自身价值重估过程中,成长性并不突出,后市很难再创新高。中粮糖业投资价值较具优势,包括证金公司在内的机构也早已布局,但其股价上行还有待市场整体环境转好。

投资非常道

再论上证50指数：重视估值驱动

□金学伟

关于上证50指数的文章在读者中引起了一些反响,也引起了一些误读。本周我就继续这个话题。

必须明确上证50指数的崛起符合投资逻辑。投资,不管哪种类型,最后都要落实到价值上。即使丑小鸭,也是期望它变成白天鹅,变成白天鹅后的价值能覆盖目前的价格。只是很多人炒着炒着就忘记了这一条,变成了只要有概念,有资金就能炒的纯粹博傻。目前的市况是对这种现象的纠正,具有重要意义。

成长与价值是永恒主题。欧美股市,一般把价值股、价值型和周期性蓝筹股以外的其他个股,都归到成长型投资——无法用价值来度量,来解释其上涨,除了成长,还有什么可以解释的?价值与成长会轮流成为市场的主角,其轮换的一般周期是3-5年。这一次的成長型炒作,从2012年酝酿,到2016年收尾,历时5年,达到了风格轮换的最大时间点。

以指数比价看,2012年1月,创业板指数÷沪综指=0.28,到2016年6月达到最高峰0.96,相对多涨了3.57倍。期间,创业板指数对沪综指的平均PE比,有2次达到7倍——我曾在本专栏说过:成长股的整体估值对价值股的整体估值达到4倍左右是比较正常的。因此,无论从风格轮换的周期律,还是估值差,都是我在去年3、4季度提出“最大调整风险来自深综指,更明确地说是创业板”的缘故。现在看,这个警示还算及时。

从资金驱动走向定价驱动(或估值驱动),是股市的必由之路,沪深股市也不例外。这个进程何时开始,关键看宏观的供求关系。没有合理的供求,就没有合理的价格,如果股票市值总是只占到社会资金总量的百分之几,这个进程就不可能出现。哪怕短时间看似是那么回事了,牛市一来,不看估值看走秀的老套路又会卷土重来。这个关键条件2016年已成熟,是我提出沪深股市已开始从资金驱动向定价驱动转变的主要原因。

但这个转变应该也是市场自组织、自适应、自演化结果。沪深股市早先也有投机潮,但市场聚焦点基本上在业绩,在真实可见可判的成长上。罢什么?”“业绩优股呀!”是很多老一代股评家、分析师都会脱口而出的一句话。其后,虽然有价值理念的短暂回归,总体上,市场行为越来越偏离价值这条主线。这是长期功利主义市场出现的结果。

下面我想谈点技术层面的东西。定价驱动不等于完全可度量的价值驱动,尤其不等于完全的低估值驱动,这是毫无疑问的。十多年前,我发现沪深股市存在3年一次的风格轮换时,还以为是我们的市场不成熟。后来发现,美股也一样:当价值令人失望,人们就涌向成长;当成长令人失望,人们就涌向价值。也是3-5年一轮转换,只是没我们那么明显而极端。于是我就去了解它的内部机理和演变规律。

首先,间断性的风格轮换,是投资者对利润最大化的追求,和市场自我平衡的一种交汇。它让投资和投机能量能在不同市道中找到不同宣泄口,又动态地平衡了成长与价值关系,调整了价格和估值序列,它是市场自适应、自演化过程。

其次,价值和成长一般都会在牛熊循环中各占一段。在牛市中偏弱的,会在弱市中逞强;在牛市中逞强的,会在弱市中偏弱。但从概率来说,因价值在牛市中通常不如成长受欢迎,所以,价值在弱市中逞强的可能性更大。2011年2月,上证50指数对沪综指的比价是0.7,到2013年2月达到0.84。以后分2波下跌,到2015年6月,跌到最低0.67。但沪综指跌到2638点时,它已回升到了0.72倍。目前,回升到0.8,和5178点行情中的最高点持平。由于50指数对沪综指比价的2个历史峰值分别是0.85和0.84,因此,有继续逞强的可能性。

其三,欧奈尔有个相当好的概念——过度持有,可以对风格轮换做最好的市场化解释。过度持有,就是看好它的,有兴趣的,都已持有了,其余的投资人,对它无趣缺乏,或因错过最佳时机,不想再介入了。过度持有会让股票的绝对需求降低到不足以克服其相对卖盘的程度,股价由此会进入牛皮状态。

回头看看中小创,去年6月到11月,中小创的成交总额等于沪综指的1.14倍,但指数却一直原地踏步。无论对投资者还是对大市,这都是一种极不经济状态。股价阻力最小方向走,能量总是朝最经济方向走。到一定时候,市场自组织、自演化就会起作用,推动能量从最不经济状态中脱出,朝最经济的方向运动。所以,一个市场,只要有交易功能,就会有风格轮换。

目前,中小创已开始从过度持有中走出来,上证50指数接续而上。从估值来说,创业板指数对沪综指的PE比,已从2015年最高7倍、2016年最高5.5倍,降到当下的3.3倍,而其历史最低为2.8倍。

每当市场天平倾斜到价值这一端时,我们总能听到“价值投资的时代开始了”。以我观念,市场没有时代,它会永远在价值和成长两端摇摆。我只希望,通过这一轮调整,每个投资者心中,都能树立起一个概念——估值!不管什么股票,都要做一个定价分析,通过,才买,这是一条底线。至于“50不死,熊市不止”,则无关投资理念,只是在讲一种牛熊演化的能量规律。熊市之末,牛市之初,没有一个板块会处在过度持有状态。

证券投资基金资产净值周报表

截止时间:2017年6月2日

单位:人民币元

基金代码	基金名称	单位净值	累计净值	基金资产净值	基金规模
506888	嘉实元和	1.1165		11,165,198,277.70	
184722	长城久盛封闭	0.9429		1,885,838,215.23	2,000,000,000.00
500058	银河网银封闭	0.9740	3.6520	2,321,441,363.20	3,000,000,000.00

注:1.本表所列6月2日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。

2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。

3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。