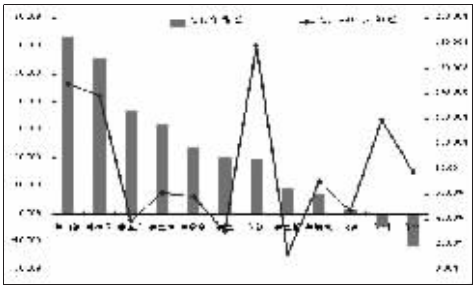


■南华策略

明年油价上涨值得期待



评论:上图是国外主要商品 2010 年涨跌幅和 2009 年-2010 年涨跌幅对比图。从 2010 年涨幅看出,白银、农产品和黄金的涨幅较大,原油和有色板块涨幅较小。而从两年涨跌幅来看,有色、棉花和白银的涨幅较大,其中铜的涨幅达 178%。也就是说 2009 年-2010 年有色板块和农产品板块轮涨的现象明显,而原油是两年中涨幅较小的商品,以黄金和白银代表的贵金属一直表现较为抢眼。与有色金属和农产品不同,原油消费主体仍为发达国家,近两年来欧美国国家经济低迷,原油和主要商品的比价已处于历史低点附近。发达国家工业生产回升带动原油需求,而全球原油供给已达高位,2011 年上半年原油期货价格补涨行情值得期待。

南华期货
NANHUA FUTURES

中金所全面结算会员

您身边的风险管理专家

全国统一客服热线: 400 8888 910

美联储的“过山车”游戏

高赛尔金银 熊 科

11 月初,美联储宣布推出 6000 亿美元的购债计划即 QE2 政策之后,市场出现了多方争执。QE2 遭到广泛的抨击,债券之王格罗斯甚至骂它是“旁氏骗局”。在各方面的因素作用下, QE2 规模变得更大,向来喜欢撒钱的伯南克依然暗示 QE2 并非终结,除非市场有望实现其制定的通胀目标。那么 QE2 究竟想要达到什么效果?一般来说,它会仰止长期利率,6000 亿美元大约会将长期国债利率压低 20 个基点左右,但是市场仿佛在和美联储开了一个玩笑:美国国债市场不断创出新高。这使得伯南克进退两难。

压低长期利率 20 个基点对美国经济有什么帮助吗?就目前而言,它对美国房地产市场的止跌和购买影响都不大,它提供的利益太小了。不过,伯南克所信奉的是一种“摆动理论”:美联储大幅度购买债券,迫使市场接受低利率,市场投资者会加大购买其他资产(例如股票)的强度,从而构造出一个人人为的大牛市,股市上涨会增加家庭财富和消费需求,而这将刺激经济增长。坦率地说,伯南克所面临的情况是怪异:因为“股票大牛市”和“房地产大熊市”并存;证券市场财富增长同经济部门的“去债务化”并存;加速杠杆化和去杠杆化并存。

这其实意味着,在某个市场的财富增长很可能用于另外一个市场的债务偿还,作用被抵消。但是,伯南克所强调的 QE2 为了对付通缩“是站不住脚的。但实际上,我们如果看 CPI 的变动,目前还找不到通缩的影子。欧洲的通胀似乎正在兴起,美国核心 CPI 是缓慢上升的。用稍长一点时间看,2%的水平可能是一个下限。这意味着,一旦美国经济进入一个正常轨道,通胀将会突然性放大,变成跳跃性的通胀。QE 塞给银行体系大量现金,被困积着,因为信贷需求不足。一旦某个产业或经济部门成为需求的“领头羊”,囤积的现金可能会促进相互传染式的信贷,这无疑是对过去美国泡沫的一种“强行拷贝”,其风险是惊人的。

美国的 QE 计划无非是用通胀上升换取取利率,让美元贬值。这相当于让美国变成一个世界流动性泛滥的出口,投机者从美国市场摘到资金然后进入新兴市场国家,新兴市场国家第一反应是资本管制。同时,新兴市场国家也会用加息等方式来面对国内通胀和需求膨胀问题,尽可能限制资产价格泡沫来阻挡热钱的套利。这些行为其实对美国的政策具有抵消作用。因为新兴市场国家发现,热钱套利模式主要是“资产泡沫获益+本币升值”,如果打击资产泡沫,将会萎缩国内需求,那么美国从新兴市场国家获得的出口需求将不会大幅度上升。新兴市场国家也不大会一直承担国际货币体系跟随时调整者角色,他们不会一直容忍美元的不断贬值而不采取跟随性贬值。也就是说,美国的 QE 计划除了扩大了整个世界货币体系的无序性之外,捞到的好处是有限的,但它的代价却是异常严峻的。

兴利投资
XINGLI INVESTMENT

——保值增值——

全国专业的期货投资理财专家

全国服务热线: 0571-85451971
全国服务热线: 4008888888

国内抑制通胀还需闯几关?

证券时报记者 游 石



尽管在政府的有形之手作用下近期农产品价格有所回落,但工业品(如铜、橡胶)价格相继创新高,其传导压力增加。

制图/张常春

通货膨胀是当前国内经济面临的主要问题。11 月份, CPI 已飙升至 5.1%, 大大超出市场普遍预期。昨日, 央行发布四季度调查问卷结果显示, 居民对物价满意度创 11 年以来最低。而明年物价还有持续上涨的动力, 国内宏观调控任重道远。

食品价格上涨压力不减

食品价格上涨是 CPI 超预期的主要因素。在国内 CPI 构成中, 八大类产品权重食品占比最大, 为 33%, 当中肉禽及其制品占 6.93%, 猪肉占 3.03%, 粮价占 3.07%。今年下半年, 这几大品种价格轮番上涨, 成为 CPI 的主要推手。未来, 食品价格还有进一步上涨的可能, 并形成持续性的通胀压力。

中信建投证券预计, 明年 CPI 同比涨幅将达到 4.1%, 农产品价格仍是明年影响中国通胀水平的重要因素, 其中猪肉价格是最不稳定的因素。明年上半年或不对称加息 2-3 次。

上一轮猪肉价格暴涨发生在 2007 年 5 月, 首次超过 4 年来鲜猪肉批发价的最高值 14 元/公斤, 至 2008 年 1 月达到 21.99 元/公斤的历史最高。而按照猪肉 34-36 个月的自然周期规律计算, 目前正好落于猪肉涨价的时间窗口。

雨润集团董事长祝义材接受境外媒体时曾采访时表示, 猪肉价格上一个周期是从 2006 年第二季度到 2009 年第二季度结束, 而从 2009 年第三季度开始就是新一个周期, 预计 2010 年猪肉价格上涨 20%。

根据经验判断, 猪肉价格上涨 15% 对 CPI 贡献达 1 个百分点, 如果

猪肉涨幅超过 20% 将对整体物价水平和资本市场构成极大压力。2004 年德隆、汉唐等横极一时的庄家, 2007 年券商关于大盘冲 8000 点、10000 点的豪言, 均在货币紧缩面前灰飞烟灭, 而宏观调控背后多少有猪肉的身影。

上周五, 全国出栏肉猪均价为 13.41 元/公斤, 较去年同期 12.52 元/公斤, 上涨 7.1%。猪肉价格为 21.38 元/公斤, 较去年同期的 19.69 元/公斤, 上涨 8.6%。但环比来看, 受稳定物价 16 条政策调控的影响, 猪肉价格近 1 个月来是回落的。明年, 影响猪肉价格的主要是饲料成本和猪病疫情两大因素。本周期货盘面上, 豆粕连续两天强劲上涨, 就表明对未来饲料成本的看涨预期。

再从影响 CPI 另一大因素粮食情况来看, 国内粮食连续 7 年丰收, 仍无法阻挡粮价上涨, 说明决定粮食价格的因素已超出自身供求本身。今年玉米期货价格上涨 24%, 小麦涨 19%, 水稻涨 12%, 涨幅较 2009 年明显扩大。尤其下半年受国际粮价上涨带动, 直接拉升 CPI 从 6 月份的 2.9% 飙升至 11 月份的 5.1%。这让一些持“丰收论”的专家预言落空, 他们年初曾认为, 今年物价是“中间高、两头低”的走势。

分析今年粮价上涨的原因, 一方面是因为宽松货币环境下, 今年全球频发的自然灾害诱发涨价; 另一方面, 也是相对黄金、原油、住房价格, 以及居民工资收入增长的比值修复。而明年这些压力还将持续存在。比如: 现有农业水平下, 连年丰收增加了明年进一步增产的难度; 黄淮遭 50 年一遇秋旱, 恐将影响明年夏粮产量; 城镇化推

进, 沿海工业产能内陆转移, 农民工工资提高, 都会对未来国内农产品价格产生深远影响。

工业品传导压力增加

11 月份, 工业品出厂价格 PPI 同比上涨 6.1%, 将在未来数月内逐步传导到 CPI, 影响普通百姓的衣食住行。

工业品价格上涨体现在大宗商品期货市场最为直接: 锡、橡胶等商品相继创出新高, 原油重新逼近 90 美元/桶的位置, 铁矿石、煤炭价格也维持高

位运行。摩根大通被曝光囤积 15 亿美元现货铜, 约 17.79 万吨, 超过伦敦金属交易所(LME)仓库库存铜的一半。昨日, 国际铜价飙升至 9210 美元/吨, 接连刷新历史纪录。

和粮食“丰收论”一样, 年初也曾有学术专家抛出工业品“过剩论”的观点, 认为庞大闲置产能将降低国内通胀的发生概率。当时, 2009 年 12 月份 PPI 刚刚由负转正, 市场主要讨论的是经济二次探底的话题。但却忽视了特殊货币环境下的“三高”现象, 即高

产量、高库存、高价格的特殊现象, 这非传统经济理论所能解释。5 月份 PPI 飙升至 7.1%, 6-9 月份经过短暂蛰伏, 随着美国第二轮量化宽松, 又从 10 月份开始发动第二轮攻势, 11 月份 PPI 到 6.1%。

大宗商品原料价格波动, 首先影响工业生产领域, 然后通过产业间关联向下游扩散, 一直波及到最终消费品。一般来说, PPI 向 CPI 传导中间存在半年到一年的时滞, 因此明年春节前后和年中, 涨价压力将会最大。

行政调控遇挑战 或让位货币手段

证券时报记者 游 石

商品市场经过回调, 目前已开始出现新一轮上涨迹象。未来数月, 粮食、肉禽、蔬菜、油脂, 工业品价格可能再次轮番上涨, 不断挑战政策容忍底线, 价格主管部门还将面临更大的压力。

为遏制物价上涨、稳定物价, 11 月 20 日“国 16 条”出台, 各具体执行部门采取了重点储备物资投放、打击市场囤积炒作、发放临时生活补助等措施。并且, 最为严厉价格临时干预措施也已启动, 但在国际商品价格高企的背景下, 其负面作用也开始显现: 一些进口商品内外价差倒挂, 企业生产积极性下降等。

近日, 就有媒体报道相关部门颁布豆油限价令后, 压榨企业因进口大豆亏损被迫停产。虽然发改委网站对此专门刊文称报道严重失实, 但随后当事媒体又发布声明称有数据、文字和录音作为物证, 内容属实。一时间, 食用油企业是否陷入停产困境一事显得扑朔迷离。

姑且不论报道失实与否, 有形之

手和无形之手对抗过程中, 如果价格长期扭曲, 对实体经济和产业的挫伤在所难免。而且历史上也多次上演。比如, 2004 年国外铜市反向套利和 2005 年的国储铜事件, 2007 年油脂企业迫于发改委豆油限价令, 对豆粕提价, 结果猪肉暴涨, 引发民众物价恐慌和央行一连串货币紧缩。2010 年 6 月, 煤炭限价令后, 煤炭企业供货数量、质量也大打折扣。

上周末, 发改委答记者问“如果物价继续上涨, 政府是否会进一步加大调控市场稳定价格的力度?”时表示, 当前的工作重点要切实抓好“国发 40 号文件的落实工作”, “稳健的货币政策是控制物价较快上涨的根本性措施”, 暗示行政措施已出台到位, 后续调控工作主要是由央行货币政策进行主导。

刚刚结束的中央经济工作会议中明确, 2011 年将实施稳健的货币政策, 增强宏观调控的针对性、灵活性、有效性。这是 2008 年 11 月中国为应对国际金融危机提出货币政策

“适度宽松”之后, 首次回归“稳健”。随后央行表示, 要实施稳健的货币政策, 按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求, 把好流动性这个总闸门。数据显示, 11 月份 M2 同比增长 19.46%, 达到 71.03 万亿元。为了对冲流动性, 今年以来, 央行以 6 次宣布上调准备金率和 1 次加息。

但分析人士认为, 如果进行常规性的加息和准备金收紧, 政策效果体现需要一个累计过程, 除非收缩力度非常大, 否则短期很难改变物价上涨趋势。因为在持续负利率情况下, 市场各方都不愿意持有货币, 货币流通速度和乘数效应大大增加, 而这又将进一步诱发通胀加速上行。政府未来不可避免地将会动用价格工具。

从时间窗口分析, 考虑到 11 月份中国较好的工业生产、城镇固定资产投资数据基础, 以及春节前南方制作腊肉集中增加猪肉需求, 冬季蔬菜供应不便等问题, 若行政措施控制不住物价, 春节前央行很有可能再有紧缩动作。

旺季来临 黄金投资需求却显谨慎

证券时报记者 李 哲

较上一交易日下跌 2.38 元/克, 跌幅 0.79%。尾盘因穆迪将西班牙主权评级放入可能下调的观察名单中, 导致美元迅速反弹, 沪市黄金承压回落。近日公布的美国经济好于预期, 加之欧债危机又起传言, 黄金近期或将进入回调整理。

此外, 全球最大的黄金 ETF——SPDR 黄金 ETF, 其持有黄金的数量自 2010 年 6 月 10 日突破 1300 吨以来, 并未形成稳步增加趋势。12 月 10 日的最新数据显示其持仓量为 1289.83 吨。

SPDR 迟迟不愿意增加持仓, 一定程度上也反映大资金的谨慎。尽管, 黄金 ETF 可能滞后追加多头持仓, 进而带动金价上涨, 但在未来的

2011 年投资者确实应该对黄金市场增添更多警惕了。

在国际黄金期货市场上, 期货多头选择通过期权保护头寸。统计显示, 自 2010 年 10 月份以来, 黄金期货市场的多头不断通过卖出更高价位的看涨期权, 甚至进一步买入低价位的看跌期权对其裸露期货多头进行保护。这一点可从期权持仓量放大得到反映。

COMEX 市场的黄金看涨期权持仓量从年初的 40 万张不到, 至 11 月中旬增加到近 70 万张; 而看跌期权也从年初的近 30 万张, 增加至 11 月中旬的近 50 万张。最新数据显示, 黄金期权持仓量依然维持在高位, 反映投资者更趋谨慎。

相对于当前投资者的保守取向, 分析机构仍然对于未来黄金走势保持乐观态势。高盛集团在一份报告中预测到, 黄金将于 2011 年攀升至 1690 美元/盎司, 并于 2012 年达到顶峰。高盛表示, 只要美国低利率政策环境保持不变, 总体而言金价将不断走高。但我们预计未来当美国开始告别低利率政策时, 这样的局面将出现逆转, 金价将逐渐回落。”

摩根士丹利上周五的最新报告也指出, 新兴市场经济增长、宽松的货币政策、主权债务危机以及朝鲜半岛的紧张局势都促使该行对黄金的前景愈发乐观。并预期 2011 年黄金平均价格将从 2010 年的 1203 美元/盎司升至 1315 美元/盎司。

摩根大通否认 持有 LME 铜库存 90%

本报讯 摩根大通近日否认了市场中关于该行持有伦敦金属交易所(LME)超过 90% 铜库存的传言, 但是拒绝对该说法作出进一步评论。按照当前市值计算, 这些仓位已经达到 29 亿美元水平。

据 LME 公布的统计数据, 有一大型单一仓位的交易商自上月 12 日起, 持续在该交易所增持现货合约库存, 占比介于 50%-79%。到了上周五, 占比大增至 90% 以上。不过伦敦金属交易所没有透露这一仓位持有者的身份。

市场参与者和分析师普遍认为, 这一持仓不会太持久, 可能是由同一公司内客户和自营交易部门共同持有仓位组合而成。有分析师指出, 这种超大型仓位很少出现, 通常也会很快消失。之前有报道指摩根大通是这笔仓位的最终持有人, 不过摩根大通拒绝对相关报道作出回应。(魏曙光)