去杠杆化和全球宽松主导明年资产价格

许江山

去杠杆化、全球性货币宽松、经济增速进一步回落将是全球经济2012年上半年最重要的三个特征，而主导资产价格走势的“主要矛盾”将是去杠杆化与全球货币宽松之间的力量对比。从大体的节奏上来看，笔者认为，2012年上半年，在欧债危机进一步深化的背景下，欧洲银行乃至全球范围的去杠杆化将主导大宗工业品价格逐步回落，货币政策宽松尤其是新兴经济体的货币宽松对经济产生的累积效应在2012年下半年逐步体现，并逐渐改善经济增长尤其是新兴经济体的增长以及增长预期。

我们对大宗工业品市场持短期（春节前）震荡、中期（至明年中期）看空的观点。2012年的走势关键在于国内流动性好转的程度、政治会议上的态度（利多因素）和欧元区事态的恶化程度（利空因素）。中央经济工作会议强调“实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强调控的针对性、灵活性、前瞻性”。中国的货币政策转向会有一个过渡期，在这个阶段（当前至明年上半年）主要以政策态度的变化、政策预期的变化和存款准备金率的调整为主，利率不会出现调整。

欧洲在2011年12月和2012年1月到期债务的量相对较小，还债风险不大。前期的欧盟峰会虽然没有推出能真正解决欧元区危机的措施，但扩大欧洲金融稳定基金（EFSF）规模和降低欧洲银行抵押融资抵押物的要求会稍微缓解当前市场风险情绪。因而近期（至年底）如果不出现主要欧洲国家主权评级被下调的事件，大宗工业品或以震荡格局为主。但近期也有需要注意的地方：很多欧洲银行已经开始大规模出售资产或业务，欧洲银行的去杠杆化过程可能已经开始。如果欧洲银行的去杠杆化过程全面开启，那只有一类资产的价格会涨——现金。而欧洲银行在出售过程中涉及到的资产，必然是价格跌幅较大的。

我们认为欧洲的问题在明年2、3月份会集中爆发一次，因为以现在的发债成本结合2、3月的债务到期规模来看，这个蓬齐游戏很难继续下去。而这次爆发的力度取决于几个方面的因素：（1）近期各主要国家的政策；（2）从当前到2月份欧洲银行去杠杆化过程的进展，若是在这个阶段欧洲银行去杠杆化规模较大，银行危机相对就会缓和一些，反之亦然。因为当前留给欧洲乃至世界的选择很有限：主动去杠杆或者等待银行危机来临被动去杠杆。无论是哪一种选择，结果都是一样，各类资产（现金除外）价格都将会一定程度回落，不同的选择决定了不同的节奏。

结合上述观点，笔者建议投资者从当前时点直到2012年2月初逐步开始布局做空工业金属（尤其推荐铜），等到一些相对较大的风险事件（出现大银行被接管或破产）爆发时完成止盈（初步预计在2012年4、5月份），尽量走在曲线的前头。虽然原油需求在2012年一季度同样会受制于全球经济萎靡及季节性因素，但因为地缘政治的原因，2012年上半年原油的走势或强于工业金属，因而以原油作为主要原材料的塑料跌幅或小于有色金属跌幅。2012年上半年，农产品整体价格或将强于工业品。而在农产品中，小麦等粮食的价格或强于其他农产品，比如糖。另外，之前习惯用黄金做对冲或保值的投资者应该特别警惕去杠杆化过程对黄金价格的影响。若是欧洲银行在去杠杆的过程中大量出售黄金或与之有明显相关性的硬通货，可能会对其价格形成较为明显的利空影响。

（作者系广发期货分析师）

广发期货有限公司
GF FUTURES CO.,LTD.
诚信 专业 创新 卓强
全国统一服务热线：95105826
网址：www.gfqh.com.cn

转战1月合约 期指多空博弈白热化

昨日持仓再度刷新纪录，成交量追平一年高点

证券时报记者 游石

备受关注的股指期货多头，在IF1112临近交割前一天，移仓到IF1201合约。分析人士认为，尽管期指近日连创新低，但多头越挫越勇，对反弹的预期似乎依然强烈。目前，期指总持仓56212手，创历史新高；成交量36.4万手，追平一年高点纪录。

隔夜欧美股市下挫，黄金、原油暴跌，进一步打压国内A股市场。上证指数继周一失守2300点之后，昨日跌破2200点。盘面上，沪深两市2700余只股票下跌，其中前期坚挺的银行、保险等权重股遭到集中抛售，拖累沪深300现货指数下跌2.36%，收于2340.79点。

股指期货IF1112即将到期交割，昨日，该合约大幅下跌了3.08%，报2343.6点，盘中再创新低2341.4点。尽管如此，多头仍未放弃抵抗，而选择移仓策略。多头在IF1112上减仓1.35万手，并在IF1201上对应加仓1.36万手。至收盘，IF1201合约持仓量已增至3.76万手，超过IF1112的1.24万手持仓量，成为新的主力合约。另外，由于多头移仓，IF1112对现货的升水由周三的21.52点，急剧收窄至昨日收盘时的2.81点，IF1201对现货升水也收窄至11.61点。

东方证券衍生品部经理高子剑表示，多头持仓和期指升贴水变化透露几点信息，其一是多头移仓导致IF1112持仓量骤降，但剩余1.24万手持仓，仍然是股指期货上市以来交割前一天现货月合约的最大量，同时，次月合约以及市场整体持仓量也创下纪录新高，结合目前市场状况判断，多空分歧是巨大的。

其二，多头移仓下一个月合约，说明这个博弈还在进行，而按照“多头不认输，空头不停手”的经验，空方不会轻易放手，期望市场短期能够止跌的难度就较大。只有等多头彻底认赔，或许才是市场真正底部。

其三，多头操作缺乏理性，导致高升水现象难以消退。如昨日IF1112平均升水0.54%，在10:10之前，升水甚至在0.7%之上，很难想象这是一个要马上交割的合约。另外，IF1201合约的平均升水也达到0.93%，根据测算，目前当升水超过0.76%时，就完全可以进行套利交易了。

“综合来看，后市应该是坚定看空的。”高子剑表示。

据国泰君安期货分析师胡江来统计，交割日前一天，待交割合约持仓量在1万手以上的仅出现了两次，其中就包括了即将进入交割日的IF1112合约。而前一次1万手以上的合约为IF1106合约，那次以交割日收盘价减去开盘价，下跌了4.4点。

因此，胡江来认为，此次IF1112合约的交割，或许交割日首尾价格会相差不大。不过，由于大盘趋势向下，已交割的19个合约在交割日日内做空操作，以结算价出清，胜率达到73.68%，总盈亏为87.1点。今日交割日下跌的概率较大。

海通期货分析师王娟表示，按照以往的期指合约交割经验来看，交割周倒数第三个交易日主力有望完成移仓换月，当月合约多是贴水。最近几个交易日，期指当月合约不仅是高升水，整个市场持仓量也屡创新高，多头越挫越勇，不断补仓。

多头的信心或来自两点：第一，博技术上的超跌反弹，沪深300现指部分技术指标开始出现超卖；第二，博政策上的利好刺激，12月份公开市场到期资金较少，存款保证金仍有补缴的需求，多头期待中央经济工作会议能释放更多的利好政策，或者进一步下调存款准备金率。但是，市场见底往往是需要多头认输的。这也导致盘面快速下跌的可能性较大。

期货研究所 展望2012

商品重心将下移 原油黄金存在大变数

——访浙商期货研究所总经理王德峰

证券时报记者 陆星兆

浙商期货研究所总经理王德峰认为，债务危机以及经济增长放缓等将主导2012年大宗商品市场的走势，预计明年是国际形势复杂动荡的一年，世界经济将整体处于下行通道中，商品市场依旧将维持弱势下行的趋势，但黄金和原油受局部形势的不确定影响，相对变数更大。

全球经济继续放缓

“OECD（经合组织）综合领先指标创2009年12月以来的最低，表明全球经济增长动能减弱。”王德峰表示，“根据一般规律，OECD综合领先指标12个月均值较全球实际GDP（国内生产总值）同比增速领先约两个季度，未来两个季度全球经济增长将继续放缓。”

从地区经济看，欧债危机持续发酵，到2012年第一季度有集中爆发的趋势，将拖累欧洲经济陷入衰退；美国经济强于欧洲经济，进入温和增长通道；而对外部经济存在较大依赖的新兴市场经济，预计增速也将减缓，特别近几年对商品价格具有强支撑的中国，经济增长速度将从9%以上进入8%的时期。

金融属性强的黄金和原油，受局部形势的不确定影响，2012年相对变数更大。图为国际金价走势。 吴比较/制图

王德峰认为，具体到中国，“保增长、调结构、控风险”成为2012年的政策主线。鉴于经济面临减速压力，且通胀压力仍然较大，积极的财政政策和稳健的货币政策基调在2012年不宜变动，但在具体操作上要有所调整，货币政策在操作层面将适度地放松，特别在存款准备金率这一工具上或有更加灵活的使用，预计存款准备金率可能有4~6次下调，利率在下半年也有下调的可能。

商品走势将整体下行

而对于明年大宗商品价格走势，王德峰认为取决于供求基本面。“短期内，价格走势主要是受需求主导。因为大宗商品供给因扩大生产规模周期较长、农作物的生产周期较长等因素，短期内相对缺乏弹性。但需求又取决于全球经济，其中欧债危机渐趋恶化已经成为世界金融市场的‘毒瘤’，在国际经济、政治动荡情况下，明年商品市场依旧将维持弱势下行的趋势。”王德峰表示。

在商品下跌过程中，尽管下挫次序不同，但基本金属、农产品、化工等主要品种都在今年经历了普跌态势。9月份以来，价格的下挫更是波及现货市场定价的商品。如铁矿石、焦煤等大宗商品更多是以现货市场定价，作为实体经济的“晴雨表”，现货定价商品的下挫折射出实体需求已放缓。但金融属性强的黄金和原油，受局部形势的不确定影响，2012年相对变数更大。

具体来看各个板块，基本金属以及天然橡胶价格仍有较大的下行空间，化工板块比如塑料、PTA、PVC受到成本支撑的限制，价格下行空间将有限。农产品板块上行压力较大，下方由于人工、种植成本的上升以及长期的土地水资源的限制，加上刚性需求和政府的支持，也限制了农产品板块的下行空间，总体维持震荡偏弱的走势。另外，白糖在周边商品大跌背景下，价格依旧维持历史高位，存在比较大的回落想象空间。在未来三年增产的预期下，糖价有望再下一个台阶，下行第一目标在5000元/吨。

连焦破位下行进入尾声

谭远

在主力空头大幅增持空单带动下，连焦弱势下行，新主力合约1205连续破位下行，跌幅有所扩大。笔者认为，后期焦炭成本支撑效应将有所显现，后市下跌空间不会过大。

欧债危机仍是市场主导力量，风险不断扩散并将德法等核心国卷入其中。本周意大利借贷成本再次攀升至历史新高，法国评级或被下调，德国方面也明确表示反对欧央行推行量化宽松，对经济担忧情绪促使欧美市场以及原油重挫。

国内也急需政策转向以防经济恶化，11月M2同比增速降至12.7%，同时PMI（采购经理指数）数据大幅下降至枯荣线以下，显示出国内流动性过紧已对经济造成了严重损伤。11月CPI（居民物价指数）显著回落1.3个百分点至4.2%，给央行货币调控留出了空间。

国内钢材市场受房地产拖累较深。从政府对房地产调控的坚定态度可以看出，明年上半年房地产行业仍难以走出低谷，限购政策即使退出，也将会有房产税手段替代。今年11月粗钢日均产量降至170万吨以下，达年内最低水平。目前国内钢市基本处于低位盘整，各大钢厂出台的1月份出厂价仅少量上调，基本以平稳为主。对需求的悲观导致钢贸商采购消极，钢厂订单普遍不景气，钢厂端的钢材库存不断攀升，预计后市钢价将维持低位盘整格局。

近年来炼焦煤表现出易涨难跌的特征，炼焦煤与焦炭的价格比已经逐步由2008年前的60%左右上升到接近80%。由此可见，焦煤成本是决定焦炭价格底部的重要因素。尽管近期国际焦煤价格回落较大，2012年一季度国际焦煤长协价降低50美元至235美元/吨，但我国由于焦煤进口结构的变迁，受国际焦煤价格影响程度较低，港口价格基本保持平稳。由于国内焦煤地区分布极不平衡，在国内运力存在瓶颈以及煤企集中度大幅提升情况下，预计未来焦煤价格难有大幅回落，焦炭的成本将维持较高水平。

综上，笔者认为，在焦煤成本维持高位情况下，后市连焦下跌空间不会过大；但受制于宏观经济风险未完全释放以及下游需求低迷，短期内连焦也不具备上行动力，预计维持低位震荡概率较大。

（作者系华泰长城期货分析师）

跌破1600美元 国际金价遭“滑铁卢”

证券时报记者 李哲

美元飙升，商品遭到集体抛售，黄金也不能避免。继前一交易日，国际金价重挫5%，跌破200日均价和1600美元大关后，昨日亚洲交易时段，黄金价格继续下跌。

截至北京时间昨日16:16，纽约黄金2月合约跌0.17%，至1584美元/盎司，盘中一度触及1567美元，跌到2个月来最低点。与此同时，白银期货主力3月合约跌0.52%，至28.87美元/盎司。

“从技术角度分析，这可能预示黄金在做一个中期性方向选择，这个方向显然是向下的。金价再次跌破重要支撑1600美元/盎司，可能带来一轮快速下跌，预计金价将下调至9月低点1550美元/盎司附近。”金顶盛世总裁李珩迪认为，200日均线是2009年1月以来首次失守，这令黄金中期走势逆转。下行重要目标指向1530美元/盎司附近水平，9月末重要低点1535美元/盎司和自2008年680美元/盎司低位以来的重要长期上升趋势线均位于1530美元/盎司一线。

李珩迪表示，作为今年表现最好的资产之一，黄金也面临资产管理公司赎回的压力，以用于弥补在其它投资上的亏损。这是金价最近几天大幅下跌的另一主要原因。从市场数据看，也有资产管理公司在做获利了结的动作，以锁住利润。市场有传言称，对冲基金巨头保尔森可能已开始清仓，这都对近期金价表现带来打压。金价大幅下跌主要是由市场的投机卖盘以及变现卖盘引发。此外，欧洲银行有抛售黄金储备的打算，以加强他们的资本。总体而言，短期的基本面利好美元，这制约了黄金短期的前景。

“短期看黄金的走势可能偏软，但我们仍看好黄金长期走势，如黄金能在9月份低点1550美元/盎司附近获得买盘支持，这可能为投资者布局来年提供了一个比较好的入场机会。”李珩迪说。

这一观点显然与花旗银行最新的报告观点吻合。花旗银行这份报告认为，黄金可能再度测试1550美元一线，但是即便如此，黄金牛市仍保持完好。“2012年金市可能重现1978年的行情，当年黄金上涨近50%。因此预计金价将于明年下半年飙升至2300美元~2400美元。”该报告称，“从长线看，我们甚至更为乐观，我们预计未来两年金价将达到3400美元。如果有类似苏联入侵阿富汗事件的刺激，金价可能会突破6000美元。”

关于中国国际期货有限公司吸收合并
珠江期货有限公司《期货经纪合同》重要条款说明的联合公告

致：珠江期货有限公司客户

经中国证监会核准（《关于核准中国国际期货有限公司吸收合并珠江期货有限公司并变更注册资本和股权的批复》（证监许可[2011]1829号））。中国国际期货有限公司将吸收合并珠江期货有限公司。根据《期货公司管理办法》第四十七条以及中国证监会文件批复要求，现就珠江期货有限公司原《期货经纪合同》中“客户风险率”条款变更相关事宜作出如下说明：

珠江期货有限公司原《期货经纪合同》及结算细则规定：“客户风险率=持仓保证金/客户权益×100%。当风险率>100%时，视为客户保证金不足。”

自原珠江期货有限公司客户持仓合并至我公司交易席位之日起，上述规定统一变更为：“客户风险率=客户权益/持仓保证金×100%。当风险率<100%时，视为客户保证金不足。”原《期货经纪合同》中与客户风险率计算有关的条款，亦根据上述变更作应调整。

以上变更涉及的具体风险控制指标请您登陆保证金监控中心查询（www.cfmmc.com）。除对您阅单阅读习惯有一定影响外，对您风险控制并无实质影响。在此特别提醒您注意，并对由此给您阅读习惯带来的影响深表歉意。

另：凡对上述变更不理解或有异议的客户请及时与公司联系，公司将由专人负责对您详细说明。

特此公告。

中国国际期货有限公司联系地址：北京市朝阳区光华路14号中期大厦A座9层
联系人：郭俊 电话：010-65807806
珠江期货有限公司联系地址：广东省广州市天河区黄埔大道西76号盈隆广场1201-1203室
联系人：汤海波 电话：020-22031844

中国国际期货有限公司 珠江期货有限公司
2011年12月16日

关于中国国际期货有限公司吸收合并
珠江期货有限公司客户移仓的联合公告

经中国证监会核准（《关于核准中国国际期货有限公司吸收合并珠江期货有限公司并变更注册资本和股权的批复》（证监许可[2011]1829号））。中国国际期货有限公司吸收合并珠江期货有限公司。中国国际期货有限公司依法继承珠江期货有限公司的全部资产、负债、权利、义务、业务。合并期间，中国国际期货有限公司、珠江期货有限公司及各营业部全部业务照常运行。

经报中国证监会备案，并与上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所和中国期货保证金监控中心协商，为最大程度保护客户权益、防范风险，选用中国国际期货有限公司在上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所的会员号为存续公司的会员号。现拟于2011年12月23日（移仓实施日）将原珠江期货有限公司在上述交易所会员号下的客户持仓整体转移至存续公司中国国际期货有限公司的会员号下。

本移仓公告通过《期货日报》、《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、公司交易系统、行情系统、公司网站以及中国期货保证金监控中心和电话等方式进行公告。请客户及时查阅。自本移仓公告之日起至移仓实施日，中国国际期货有限公司和珠江期货有限公司接受客户对整体移仓的咨询，并协助客户办理相关手续。在此期间内，客户对整体移仓未提出异议的，视为其同意本次整体移仓。

本次整体移仓不影响客户的正常交易，因非市场因素造成的风险由存续公司中国国际期货有限公司承担。

特此公告。

中国国际期货有限公司联系地址：北京市朝阳区光华路14号中期大厦A座9层
联系人：黄玉凤 电话：0755-23818355
珠江期货有限公司联系地址：广东省广州市天河区黄埔大道西76号盈隆广场1201-1203室
联系人：汤海波 电话：020-22031844

中国国际期货有限公司 珠江期货有限公司
2011年12月16日