

## 摩根士丹利: 白银表现将优于黄金

白银拥有很多昵称,其中最出名的一个便是“穷人黄金”。但摩根士丹利分析师认为,白银四季度表现将优于黄金,且该强势格局将延续至2013年。

摩根士丹利分析师在其报告中称,一季度风险偏好上升对白银构成支撑。但在二季度及三季度中,白银表现则逊于黄金,因全球宏观经济政策的不确定性令投资者偏向于购入黄金。该机构分析师认为,在未来数季度内,白银表现将优于黄金。

摩根士丹利预计,四季度黄金/白银比价均值为54,2013年该比价均值为53。数据显示,2012年上半年,黄金/白银比价波动范围为2月所创低点48至6月所创高点57。就第三季度而言,金价升幅超10%,银价升幅则近25%。而与白银有着较高拟合度的全球最大白银ETF—iShares Silver Trust三季度累计升幅亦逼近25%。

黄金价格本周三出现调整,这是自美联储宣布第三轮量化宽松政策后,黄金出现的首轮较大回调。(万鹏)

## 原油仍然有下跌空间

张卉瑶

近期原油市场走势比较疲软,美联储第三轮量化宽松政策(QE3)出台后颇有点空出尽的感觉,原油上冲100美元/桶关口未果,选择了向下调整。展望后市,我们认为原油未来仍然有下跌空间,下方目标位在85美元/桶一线。

从近期各期货品种的走势来看,QE3的支撑作用并不明显,对于原油而言更是如此。原油价格之所以低迷,一方面是因为QE3本身对其提振有限,另一方面,QE3对市场的提振作用早在美联储正式发布消息之前已经得到充分反映。QE3推出的预期已经促使国际油价有了10美元至20美元的涨幅。9月13日,美联储宣布推出QE3,此后6个交易日,这一利好并未像之前市场想象的那样在短期内大幅推高油价,相反,国际油价还出现大幅下跌。从目前原油和黄金的比价来看,原油的上涨已经透支了QE3的预期。

再来看一下过去美国推行QE对原油价格的影响。此前两轮QE被推出时,原油价格分别在50美元/桶和75美元/桶的水平,然而此次的QE3推出时,原油价格却已接近100美元/桶,上涨空间严重压缩,因此我们认为原油价格存在较大的下跌风险。

近期国际能源机构(IEA)释放原油储备的传言四起,市场的担忧情绪也反映到了油价上来。我们认为,释放储备的可能性不是非常大,但一旦决定实施,对原油价格的短期打击将会非常明显。从美、法等国家的利益来看,高油价不仅让其国内通胀率上升,阻碍其经济复苏的速度,也对奥巴马的大选带来冲击,更是削弱了对伊朗、叙利亚的制裁效果,这也是美国无论如何不愿看到的结果。

而美国一向有释放原油储备打压油价的传统,因此这次传言可以被看作是一种语言上的威胁。但我们认为,倘若各方博弈后油价依然继续上冲,冲破去年的高位,那美国必然会对EIA软硬皆施,通过释放原油储备来维护自己的利益。

结合历史走势来看,我们认为,释放原油储备短期内对于原油价格的打击将是毁灭性的,通常跌幅会超过30%,但对于中长期的影响则并不确定。但更大的可能性是随着原油需求低谷期的来临,多头炒作资金获利离场,原油价格停止上涨或小幅回落。这种情况下,我们认为,释放原油储备的可能性很小,市场各方将会寻求一种平衡。因此,无论EIA是否释放原油储备,对于原油价格都将是一个利空。

最后,全球性原油供应宽松也不支持原油在100美元/桶的高位徘徊。美国8月份汽油消费有好转迹象,但随着淡季到来,汽油消费逐步趋弱。美国工业生产趋缓,柴油消费持续回落,年底前预计不会出现好转。欧洲方面,随着经济的持续下滑,加之消费淡季的到来,需求仍将会持续降低。因此预计在年底之前,全球原油消费量将较三季度下滑20万桶/天,但供应却在增长。一方面,南北苏丹在8月份达成共识,将于9月末重新复产;另一方面,沙特等海湾国家承诺将于年底之前持续增产,以确保油价维持于100美元/桶以下。此外,10月份北海维修结束,产量将恢复至近一年高点199万桶。预计年底之前,全球原油供应量仍将有50万桶/天的增幅。

(作者系广发期货分析师)

# 传闻诱发A股反弹 轻仓期指应对长节

黄伟 邹丹

周四,股指期货主力合约IF1210早盘维持弱势震荡,午后出现惊天大反弹,一扫前日大盘击穿2000点关口后的极度恐慌状态,在半小时内飙涨100多个点,一举突破上方压力5日均线,并伴有明显的量能放大,成交量达到73.26万手,接近9月7日的天量成交量,最终报收2257.2点,较上一交易日上涨2.69%。板块上来看,券商、煤炭、有色三大权重板块集体爆发,不排除有国家队大举入场护盘的可能。

对于A股昨日午后的逆转走势,我们认为主要有以下几个方面的原因。首先,有关利好传闻对股指的反弹起到了重要的刺激作用。此外,还有消息称,经过多日商讨和遴选,第一批获准管理险资的非保险类投资管理机构名单出炉,九家机构获得首批入场券,理论上可动用1.65万亿元资金进行权益类投资。

这说明昨日与9月7日反弹的触发点相同,即市场对政策利好做出了强烈反应。上次是发改委密集公布万亿审批项目,让市场产生了政府加快基建投资带动经济增长的预期,引发了基建类股票的大涨;而本次暂停新股发行和1.65万亿元险资入市的传闻,带动了金融股的飙升。无论是哪种情况,都反映出A股市场积弱已久,迫切需要政策利好来提振投资者的信心。

再者,近期市场连续杀跌的一个重要原因是创业板将迎来解禁高峰,未来3个月的解禁规模达4000亿元,产业资本可能大幅离场。但9月26日晚间出现了一定的积极信号,32家创业板公司集体发布了有关减持的公告,要么承诺2012年内不减持,要么追加股份锁定,此举大大舒缓了投资者对创业板解禁潮的担忧,对创业板指数形成正面支撑。

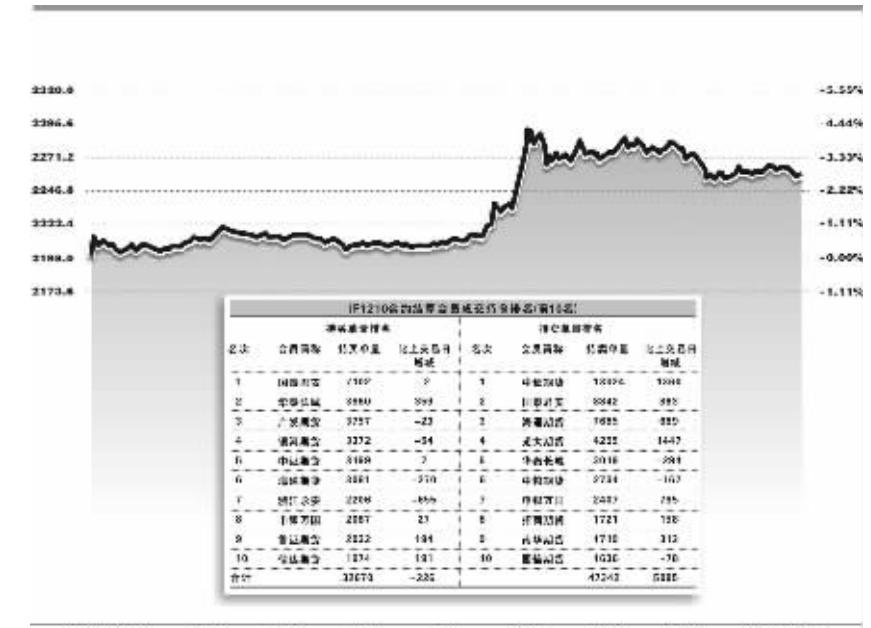
最后,资金面上,央行昨日开展了500亿元14天逆回购操作,以及1300亿元28天逆回购操作。加上央行周二已通过逆回购投放了2900亿元的流动性,本周将实现资金净投放3650亿元,成为历史上公开市场单周净投放规模最多的一周,和一次性降低存款准备金率50基点的效果相当,此举有效地缓和了季末节前资金紧张的局面,也在一定程度上提振了市场信心。

而从股指期货持仓上来看,4个合约总持仓量上升至87214手,仍处于较高位置,市场风险尚未释放。从多空对比来看,前20名会员在4个合约上的净空头持仓打破近10天以来的下跌趋势,大幅上涨至14519手,较上一交易日增加4819手,净空头持仓占比升至11.13%,空头仍占据主要优势。多头在IF1210合约上小幅增仓160手,华泰长城、东海期货增持较多,多头司令国泰君安持买单量未有明显变化;而空头则在IF1210合约上大幅增仓4893

手,前五名会员仅有华泰长城减持294手,其余均大幅增仓,其中空头司令中证期货此前连续三天减持空单,但昨日却大举增仓1360手空单,国泰君安、海通期货、光大期货席位也分别增仓863手、689手、1447手,说明机构看空后市的情绪依然浓厚。

综上所述,昨日的股指反弹多为传闻诱发,考虑到宏观基本面并未有显著改善,经济下行趋势尚未扭转。不过,从历史经验来看,A股节假日前后出现凌厉走势的情况较为普遍,因此,市场反弹的持续性和力度仍将取决于后期政策的表现。今日将是双节前的最后一个交易日,需要警惕节前“红包”行情,且国庆期间风险事件集中,建议投资者谨慎控制仓位。

(作者系华泰长城期货分析师)



昨日,期指大幅反弹,但空头持仓却不减反增

张常春/制图

## 空头逆势加仓 短线依然堪忧

刘奕奕

“绝地大反击”是对周四的股指走势最好的注解。早盘期指小幅高开,后维持窄幅震荡,盘中持仓一度下降了2000多手,被视为多头离场的信号。谁知下午开盘不久,A股市场就迎来绝地反击,期指亦大幅上涨。不过,相对于IF1210合约最高4.09%的涨幅来说,盘中持仓的变化却不大,从11:30最低持仓7.4万手

到14:27的最高8.3万手,持仓量仅增加了不到1万手,由此也透露出,多头虽然积力已久,但对于突然到来的大涨还是心存疑虑。

从主力席位的持仓来看,华泰长城席位还是一如既往的继续看多,多单增330手,空单减333手;周三稍作喘息的空头光大席位,周四增持1445手空单重登空头榜第一,本周前4天已经有3天荣登榜首了,同时其多单亦减持了542手,也登

上了多单减持的榜眼。潜伏多日的中证席位也开始重出江湖,以1358手的空单增持位居第二。总的来说,周四期指虽出现大涨,空头亦大刀阔斧增仓,而貌似顺势而为的多头,反而底气不足。以致期指主力席位净空单增加了4819手,一下子吞掉了多头前期连续7天进攻成果的大半。由此来看,本轮反弹的力度仍然有待观察。

(作者系广发期货分析师)

## 聚焦 FOCUS 四季度期货市场投资机会

# 流动性泛滥 黄金进入加速上涨阶段

我们预计伦敦金年内重返1900美元/盎司的可能性很大,甚至有可能再创历史新高。伦敦金价将超过2300美元/盎司,突破3000美元/盎司也不意外。

吴泱

从下周开始,期货市场将进入第四季度,在各个品种中,我们最看好黄金。对于中长线投资者而言,在控制好仓位的前提下,持有黄金多头过节应该是上佳的选择。

本轮黄金牛市的开始可以追溯至2001年一季度,持续至今已经有大约11年半了,而商品价格运行通常包括13年左右的牛市加上21年的熊市构成34年的大周期。如果这个周期依然成立的话,从现在起黄金仍有1年半左右的牛市,时间虽然不长,但却将迎来最具爆发性也是最疯狂的急速上涨阶段,因此投资收益与资金效率将会非常可观。关于具体价位,我们预计伦敦金2012年内重返1900美元/盎司的可能性很大,甚至有可能再创历史新高。至于未来爆发性上涨阶段,预计至少将上涨至2300美元/盎司以上,突破3000美元/盎司也不意外。

我们认为,黄金仍将上涨的最重要的原因是货币的大量超发,使得美元以及全球纸币体系存在着重大的隐患,最终这个流动性的堰塞湖将会决堤并崩溃。随着越来越多的投资者意识到这个问题的严重性,黄金作为具有流通与结算功能的准货币将越发受到投资者的追捧与青睐,这是必然的趋势。

美元是全球的储备货币,而过去几年美国基础货币增速之快是令人震惊的,在金融危机爆发之前的2008年8月底,其基础

货币是8770亿美元,到2012年9月已增加了2倍至2.651万亿美元。在经历了第一轮量化宽松、第二轮量化宽松以及扭转操作(其实也是带有欺骗性的宽松政策)之后,9月中旬美联储刚宣布了新一轮量化宽松政策,这无疑将再次大幅地增加货币的供应量。虽然注入大量的流动性对其实经济并没有带来什么实质性的的好处,但被庞氏骗局理论蒙蔽了双眼的经济学家们却宁愿相信这样的教条:若想让经济保持持续稳定的增速,就必须源源不断地向其注入新的流动性。如此做的结果是经济问题远没有解决,而流动性泛滥成灾最终形成一个堰塞湖。

美元作为全球储备货币的地位也越来越受到挑战,人民币正

通过大量的双边贸易协议而替代美元成为结算货币。例如中国与俄罗斯、墨西哥的原油贸易就采用人民币结算,这最终将撼动石油美元的统治地位。而如果美元丧失全球储备货币地位,那么一旦美联储放开宽松货币的闸门,源源不断的流动性将使原先就已经蓄满水的堰塞湖决堤甚至崩溃,而通货膨胀的泛滥洪水首当其冲的是自己本身。美国当然不会放任美元逐渐失去全球储备货币的优越地位,保卫美元的行动将引发全球主要货币之间的金融战争,而这场金融战争的爆发将加速全球货币体系隐患的爆发与崩溃。而如果发生上述情形的话,黄金尤其是实物金将是最大的受益资产,其次我们看好白银等其他贵金属,再次是具有一定金融属性的基本金属。

在具体的操作策略方面,目前伦敦金虽然从上周的高点1787.62美元/盎司有所回落,但回落的幅度并不大,在20日均线也就是1740美元/盎司附近受到支撑,建议仍可以逢低做多黄金并持仓过节。类似地,伦敦银也从上周高点35.2美元/盎司回落,在20日均线33.65美元/盎司附近支撑较强,也可以逢低做多白银,在控制仓位(例如使用1.5至2倍杠杆)的前提下也可持仓过节。

基本金属方面,目前基本面并不甚明朗的情况下,近期基金价格中短线趋势并不明显,总体上以宽幅震荡为主。虽然有第三轮量化宽松政策(QE3)利好刺激,但中国正处于强化房地产调控与政府换届周期中,固定资产增速下滑,人民币升值预期消退,资金持续流出市场,这些中国因素明显限制了基本金属价格的涨幅。

农产品方面,前期创出高点的大豆、豆粕目前仍在高位做震荡整理,而前期走势较弱的白糖、棉花等品种依然在相对较低的位置波动,预计四季度豆类品种走势的关注焦点仍是南美天气状况,而糖、棉花的关注焦点则是国内的收储计划。

因基本金属与农产品的中长线影响因素暂不明朗,建议投资者轻仓或者空仓过节,没有必要重仓去赌一时的方向。

股指期货方面,由于有关传闻并未兑现,预计期指短线仍将恢复跌势。但鉴于上证指数已接近2000点,并且如果跌破该重要的心理关口与整数点位,后续管理层可能推出一系列利好政策,为此,如果期指盘中急跌,空单也可及时获利了结。

(作者系国泰君安期货研究所常务副所长)

# QE3加剧全球通胀 原油重回上涨通道

叶燕武

以下是我们对四季度市场的几点看法,仅供参考。

首先是市场状态。横向来看,欧美股市强,而国内A股弱。现阶段的一个重要命题是:欧美股市是否到顶,而A股是否见底?我们倾向于认为,市场的底不是猜出来的,而是踩出来的;市场的顶不是摸出来的,而是挂出来的。换言之,国内外市场之间的差异可能还会持续。

其次重点论述政策的变化。目前首当其冲的是美国第三轮量化宽松政策(QE3),第二个就是欧洲央行于9月6日推出的直接货币交易计划(OMT),第三个是日本所谓的QE8。应该说,美国与欧洲的此次操作,无论是资金投放还是流动性刺激,对市场带来的影响都是比较大的。从政策层面来看,今年主要国家的政策基调没有变化,具体可

以完美匹配伯南克的激扬之言。然而,事物永远存在正反面,而且往往是正在前、反在后,如格林斯潘神话的破灭。经济有个词叫“出清”,金融有个词叫“清算”,时下欧洲和美国正在经历此种煎熬,但出来混,总要还的。不难想见,在此如此极端的货币条件下,可能出现两种分化的路径:其一是刺激给力,就业逐步好转,推动经济稳步复苏,第二是一鼓作气,再而衰,三而竭,美联储政策失误的尾部风险得以激发。我们倾向于后者。

究其原因,美联储资产规模已达2.7万亿美元,但其中的1.5万亿是商业银行的超额准备金。也就是说整个美国国内包括实体经济,包括金融机构是不缺资金的,现在美联储继续释放流动性,只会造成流动性飙升。我们知道,政策的目标通常是在经济增长与通胀之间的抉择,目前来看,美联储选择了保增长,因此对通胀会有超容忍度,目前美国的通胀率不到2%,而通胀指标主要由能源类商品构成。回顾前两次QE操作,资金都能沉淀下来,但这次资金可能引发溢出效应,连续三次QE的负面效应累积叠加,可能会造成原油暴涨引发通胀抬头,反而进一步挫伤美国就业市场,通胀恶化势必触发市场隐含利率的飙升,从而最终刺破美股和贵金属泡沫。

最后,我们认为,四季度市场走势的聚焦点在原油,原油的金融属性在沉寂4年之后可能再度点燃,并重返大宗商品领头羊的角色,预计到年底突破110美元/桶至120美元/桶,届时将触发金融市场的大清算。现阶段而言,美元可能维持下行,另一个闪亮的品种是铜,预计国庆节后待原油企稳启动,铜价也将面临向上修正的估价,从CFTC基金持仓来看,COMEX铜非商业净持仓于上周结束了17周的净空,预示着资金偏向结构性的转变。至于欧美股市,可能维持高位区间震荡。

(作者系光大期货研究所所长)