

# 美股下跌 黄金ETF资金流出格局反转

证券时报记者 李辉

今年以来,全球最大的黄金交易所上市基金(ETF)——SPDR Gold Trust出现了前所未有的资金流出。而资金大规模流出黄金ETF,是今年上半年金价重挫的主要原因。

但是从上周开始,资金开始回流到黄金ETF,这是近几个月来的第一次。这可能意味着黄金ETF资金流出趋势出现了反转,对金价而言,是利好消息。其中,美股的下挫扮演了一个重要角色。

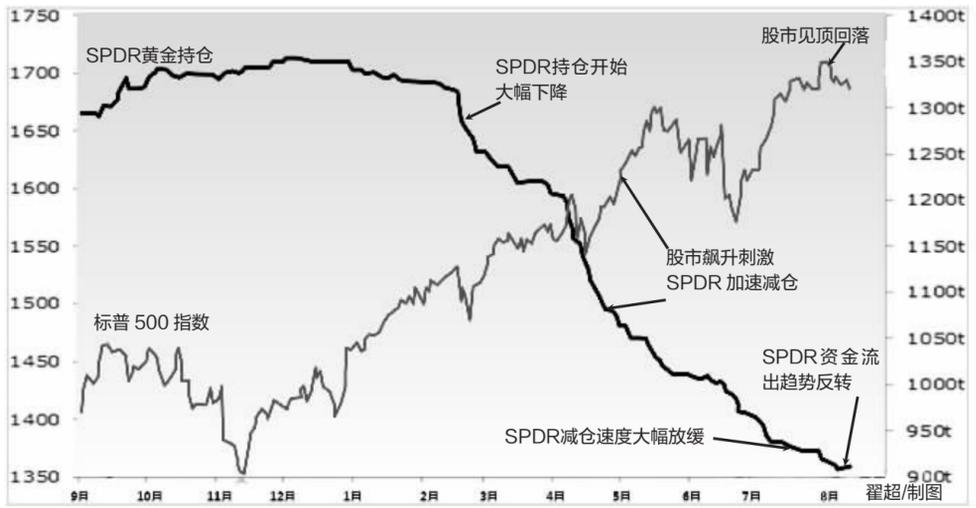
## SPDR 逐渐影响金市

9年前推出的SPDR,目前已逐渐成为全球黄金市场一个主导力量。这是因为SPDR成了美国股市资金快速进出黄金市场的一个通道,这些资金能够在短期内影响黄金市场的需求,对金价形成冲击。

如果SPDR是一只封闭型基金,它根本就不会对金价产生影响,但它不是。SPDR是跟踪金价走势的一个衍生品,而实现其使命的途径只有一个。对SPDR份额的过度供给和需求都直接转向黄金市场:当股市投资者看好黄金时,他们会迅速地买进SPDR份额,会远超过直接购买黄金的速度,从而造成SPDR的增速超过金价。为了避免这种情况出现,SPDR管理人只能不断扩大份额来满足市场需求。

出售新的份额自然会获得大量现金,SPDR管理人马上会将这些资金投向实物黄金市场,以基金持有人名义在伦敦金库购入黄金。这个过程会有效将SPDR的过度需求转向黄金市场本身,放大了金价的升势。因此,当股市投资者大规模购买SPDR份额时,这对金价是非常利多的。

黄金ETF是一把双刃剑。当它面临大规模赎回时,会对黄金市场形成



巨大抛售压力,对金价造成猛烈冲击。今年以前,投资者一直是在买进黄金ETF,情况在今年上半年发生了变化,黄金ETF的大量赎回重创了黄金市场。

从SPDR推出后的历史持仓与金价走势来看,SPDR持仓提供了一个观察股市投资者对黄金市场情绪的窗口,显示了美国股市资金何时进出黄金市场。

在SPDR推出后的8年多的时间里,它一直是黄金市场的福音。在任何牛市中,兴奋的投资者总是尽可能大量投入资金,推高资产价格。而SPDR又提供了这样一个进入黄金牛市的便捷途径。

自SPDR诞生以来,其黄金持仓出现过数次调整,但在今年以前,SPDR持仓出现调整的情况一直相对温和。每次金价上升时期,该黄金ETF持仓都明显增加;而金价出现调整时,该ETF的抛压相对较小,每次调整幅度在4%-7%之间,其抛售黄金的绝对数

量也不是太大,不至于让市场难以消化。

## ETF持仓与股市走势相反

SPDR的历史上最大级别的持仓调整始于去年12月。此后的8个月里,该ETF持仓暴跌32.8%(444吨),跌幅远远超过2008年股市恐慌期间。从绝对值来看,是之前最大一次调整的3.4倍,分别是2008年两次调整的5.3倍和4.8倍。据世界黄金协会数据,2012年全球黄金投资需求为1525.8吨。如此大的抛压,迫使SPDR管理人释放了占全球投资需求29%的黄金。

SPDR前所未有的资金流出超出想象,似乎还没有分析师在2012年末能预测这一情形发生。究竟是什么导致了这一情形发生呢?现在回头去看金价与标普500指数走势,它们在2月份出现高度的负相关,股市上涨使得投资者认为黄金牛市到头,股市会继续上涨,于是他们抛售了SPDR头寸。

附图非常清楚地反映了这一点。如果这一关系持续,那么超买的股市开始调整后,SPDR资金流出趋势将反转,这将利好金价。

今年第二季度,包括保尔森的对冲基金在内的SPDR持有人主动抛售时,标普指数也很快开始再次飙升。4月份,SPDR持仓下降11.7%(142.7吨)。5月份股市继续攀升,14天创11个纪录高点,SPDR卖盘持续,直到5月底标普指数开始调整才放缓。

8月以来,标普指数再次开始调整,SPDR资金流出再次放缓,最后完全停止。标普指数上一轮调整时,这种情形也出现了。当股市不再连续上涨后,对流出SPDR的资金就没了吸引力。由此看来,今年以来SPDR资金大规模流出,驱动力就是股市的上涨。

当股市不可避免地反转时,资金从SPDR流向股市的趋势也将反转。此外,期货市场的空头回补也在近期推动了金价上涨。而且,随着股市的下跌,SPDR的买盘也开始再次出现。

# 地缘政治拉动 原油高位震荡

董丹丹

近期原油市场上最重大的事件是埃及动乱和利比亚的动乱对油价的利多。布伦特原油在105-109美元/桶之间的震荡区间波动,受地缘政治因素影响成功向上突破。

展望后市,从原油的供需面看,消费已达到年度峰值,炼厂开工率将逐步下滑,由消费主导的此波油价的上涨行情将终结;供应端对油价仍有支撑;不确定性的地缘政治和即将到来的飓风季,而现阶段原油库存经过旺季的消耗对价格的压力已减弱。原油将在供应忧虑的情绪下维持高位震荡,但趋势性的上涨难以出现。

夏季消费高峰已经出现,炼厂开工逐步下滑。夏季是交通和发电用油的高峰期。美国是全球最大的原油消费国,占比五分之一多,在下游消费行业中,交通占比74%。美国从5月底进入驾车高峰季节,9月结束,目前

正是交通用油达到峰值的时间。从汽油的周度消费数据上,我们也很清楚地看到了这一点。5月上旬汽油需求企稳在850万桶/日,之后一路攀升,目前稳定在920万桶/日。考察历史数据,汽油消费的峰值通常在8月中旬前后出现,后期汽油消费进一步攀升的概率较小。再从更为直接的炼厂开工数据看,今年4.5月份全球各大炼厂纷纷检修,6月逐步开工,8月初全球运行中的炼厂产能已经达到历史峰值的9650万桶/日,并在峰值趋于稳定。而以往的规律显示美国的炼厂将在9月第二个星期逐步下降。而在8月12日当周欧洲炼厂也将削减日产量50万桶左右。炼厂开工率的下滑将直接减少原油的需求。原油消费的拐点正在逐步显现。

另一个指示需求的领先指标是欧佩克船运量数据。英国咨询机构Oil Movements预计,在截至8月31日的四周内,未计入安哥拉和厄瓜多尔的

欧佩克日均海运石油出口将减少19万桶至2369万桶。欧佩克船运量在7月底达到今年夏季的峰值2430万桶/日,之后便进入了下滑趋势。全球原油和成品油的浮式库存也在8月初达到阶段性峰值。船运量通常由需求主导,被认为是消费的先行指标。该数据的下滑说明全球市场对未来的消费并不乐观。

全球供应地区不平衡,库存压力降低,消费高企,供应的些许减少就容易引发价格的上涨。目前正是如此。美国之外的欧佩克国家和非欧佩克供应都处于偏紧态势。埃及再度爆发动乱,是在现有地缘政治问题上雪上加霜。利比亚因港口工人罢工,原油产量从140万桶/日急剧下降至33万桶/日,后期虽有恢复,但产量依旧不及原来的半数。同时,伊拉克的产量增速也不及预期,同时美国又通过制裁伊朗的新法案,出口量在现有基础上再度缩减100万桶。正是这一系列因素导致欧佩克的整体供应出现了反季节性下滑。非欧佩克国家中,英国、挪威

的产量依旧处于下滑态势。北海原油产量下滑的趋势仍难以改变。

现阶段供应最为充裕的市场是美国,该国页岩油产量再度飙升。8月9日当周美国日产原油高达760万桶/日,较年初的700万桶/日增幅高达8.5%,目前产量的绝对值已达美国24年的高位。同时经过夏季驾车旺季的消耗,无论是原油商业库存还是俄克拉州中转站的库欣库存都较前期高点大幅下滑。以原油商业库存为例,今年5月初库存升至1985年以来的纪录高位,而现在库存已经降至5年均值的上限之下。

综上,原油市场的格局是供应地区性偏紧,而需求将呈现逐步下滑的态势。除了供需外,CFTC投机资金的净多持仓从历史高位36.2万手拐头下滑至35万手,净多持仓连续三周下滑,基金买盘的持续回落也将拖累油价。待埃及、利比亚等地缘政治平息后,原油价格下滑的概率较大。目前油价仍将以高位震荡为主。(作者系国泰君安期货分析师)

# 动力煤期货受关注程度将比焦煤更高

卓创资讯

与焦煤比,动力煤期货上市后,企业参与程度或将相对较高。

首先,动力煤消费总量占煤炭消费量70%,受众面更广泛,而焦煤期货则因焦煤-焦炭-螺纹钢的期货产业链原因,机构投资者可在相对封闭的产业链中进行套利操作,投机气氛较弱,与之相比动力煤期货投机点较少,更适合正常的套保操作。

其二,企业关注力度更高,今年两会期间大型煤企集团代表呼声强烈。而在之前的了解中,诸多煤炭生产企业对动力煤期货上市也是较期盼,同时下游五大电力集团等,也均持期盼态度。由此可看出,与焦煤期货比,煤

电联动”因素会使动力煤相关企业更加关注期货市场的套保作用。

其三,动力煤期货实物交割充分考虑企业诉求,方便企业参与。参考如下:郑商所于2009年始与中国煤炭运销协会合作对动力煤期货进行研究和论证,经过3年多时间,先后调研13个省(直辖市)23个市动力煤生产、消费、贸易、质检、港口、电子交易市场等各类企事业单位63家,在北京、南京、杭州、郑州等地召开专家座谈会7次,在贴近现货实际、遵循期货规律、体现政策导向”的原则上,科学设计动力煤期货合约与交割规则。郑商所考虑采用指定港口“船板一次性交割”的动力煤实物交割制度,指定动力煤现货市场主要中转和集散的北方4海

港(秦皇岛港、唐山港、天津港和黄骅港,2011年4海港煤炭发运总量5.5亿吨)和内陆3个海港(徐州港、芜湖裕溪口港和武汉港,2011年3海港煤炭发运总量为2010万吨)为实物交割地点,买卖双方可在轮船船板上完成动力煤实物交割,需注册和注销仓单。在充分依托动力煤现有流通格局基础上,以充足的可供交割量为保障,最大限度实现实物交割便捷、顺畅。预计动力煤期货上市后,应该不会呈显机构投资一方火热、企业成为旁观者的局面,企业关注及参与程度,与焦煤期货相比,力度将会更强一些。

虽动力煤比焦煤受群众体更广泛,部分相关企业关注力度也较强,但我们认为,在动力煤上市初期,相信大部分企

业仍选择较谨慎的态度,这也与我国期货整体的环境有关。所以动力煤期货能否良性发展的主要因素,就是实体企业的参与程度如何,如参与程度过低,则不可避免沦为资本市场投机炒作的温床。

那么动力煤企业该如何更好地融入期货当中?企业应充分利用在期货市场上的优势。比如:企业在信息方面具有优势,因企业自身处于市场当中,对于市场反应会更敏感。在实物方面优势,如被套,企业可以交割现货,然后利用资源消化交割的现货,降低损失。当然,除认识和利用自身的优势外,动力煤企业还需进行系统期货知识培训,培养自己的期货人才,才能更好地参与到期货市场当中。

## 期指机构观点 | Viewpoints |

### 期指延续震荡 等待方向指引

中证期货研究部:由于信息面持续平静,导致了市场缺乏方向指引,周二走高的利率水平昨日略微有所回落,资金担忧情绪也随之有所缓和。资金略偏紧的情况还没有完全消除,近期还可能成为市场的抑制力量。另外资金再度撤离新兴市场的消息近期充斥市场,这对投资者形成负面影响。加上最新公布的7月外汇占款仍然负增长,因此外资撤离的担忧还是存在。多空交织导致了市场暂时缺乏方向,美联储的议息结果、即将公布的汇丰采购经理指数(PMI)都可能成为市场引导力量,因此周四或是重要的时间窗口。

期货市场持仓有所下降,资金有所撤离,但从盘中的几次主要集中减仓形成的走势看,基本是空方主动减仓为主,因此预计这种减仓略微有利于多方。从技术看,市场还是没有摆脱短线震荡的格局,重点关注2280点的近期重要支撑位。

### 期指险守60日均线 后市面临方向选择

上海中期期货研究所:期指高开下行,尾盘有所抬升,主力合约险守60日均线。从期指日内持仓变化来看,行情为空头所主导。日内期指两次探底均对应着总持仓高点,显示空头发力导致期指下挫。但每次下跌后均有相似幅度的回调,显示下方有较强支撑。日内高点对应的最低持仓也显示出空头打压期指信心不足。日中期指升水幅度一直维持在5个点左右,期指成交也较为低迷,显示前段时间市场异常波动影响已经消失。不同周期均线也逐漸靠拢,上升通道接近尾声,市场重新面临方向选择。

央行数据显示,中国7月外汇占款减少245亿元人民币,为连续

2个月出现减少。上海银行间同业拆放利率亦全线上扬。显示出市场资金面出现紧张,短期内期指或将承压。

### 基差重心下行 期指领先现货

国泰君安期货研究所:期指基差走势胶着,期指主力IF1309合约持仓量三度从10.1万手高位回落。纵观主力合约持仓量变动,其与行情走势的关系较紧密。相对前期的走势,周二、周三的持仓量变动格局有所变化,未进入日内最后一小时交易时段前,主力合约的持仓量变动幅度较大,一定程度上反映出多空对走势的争夺。近期行情的运行方向,可从海外金融市场走势、国内资金利率水平、经济数据等方面寻求指引。

期指基差重心有所下降,主力合约基差一度下行至-8点下方,期间期指价格大幅下行,期指领先现货大约1分钟,前者幅度大于后者。整体表现基本由期指价格引导现货价格。基差的运行态势也表明,近期部分现货参与者可能根据期货价格作为现货市场的操作依据。在上周五前,期指与现货互为引导关系,近期的引导关系有所改变,期货引导现货的趋势更为强烈,上周五又是一个例外,现货引导期货的趋势更加明显。近期期货与现货引导关系出现的变化,可能与市场对基差的看法有关,预期基差大幅往下的概率较小。

由于基差重心尚在0点上方,偏离幅度有限,近期期现套利者无明显机会,对于每手的建仓成本只要7点的参与者,近期基差波动较大,存在隔日期现套利寸的平仓优势。

量化加权指示信号较多地指向多头方向。空头持仓居前2-5名会员的头寸规模有所扩大,环比降低600手。总持仓量有所下降,至9.6万手水平。(李辉整理)

# 炒作天气因素 豆粕有望继续上涨

车勇

隔夜外盘受到获利平仓盘的打压,豆类期货全线收低,受此影响国内豆粕主力合约M1401早盘低开,随后维持横盘运行,最终以3408元报收,仅跌5元。

自进入8月中旬以来,美国大豆期货价格受美国农业部报告利多刺激后,进而又炒作天气炎热干旱,形成了一波上涨行情。在外盘走强的带动下,内盘顺势而起,大连豆粕主力1月一举突破6月3日以及7月23日所创下的高点,持续走强,反弹高度累计超过300元。内盘的凌厉反弹行情受外盘的影响毋庸置疑的,但是国内目前现状也显示豆粕的反弹并非偶然。

众所周知,大豆压榨后产生豆粕和豆油。假若大豆价格固定不变的情况下,豆粕和豆油的价格必然呈现出跷跷板的情况,此消彼长。国内新一届政府上任后,首先杀吃喝风,油脂消费受到影响。与此同时,国内经济受全球经济拖累又没能及时走出低迷,也从一定程度影响油脂的消费。当然,全球三大油脂之一的棕榈油持续低迷,带头领涨也拖累了豆油。在上述因素的综合作用下,豆油价格大幅下挫,即将退市的9月豆油,自年初至今已大跌2000余元。豆油长期持续稳步下跌,从某种意义上讲,是对豆粕的利好。因为油脂加工企业必然会利用豆粕价格为保障,否则则注定油脂压榨企业亏损严重。鉴于此,豆粕价格受到油脂压榨企业的力挺,故难以大幅下挫,在外盘反弹之际,借势走强也是必然之举。

目前美国仍在炒作天气,同时由于今年大豆播种较往年推迟,可能导致收割推迟,进而又给市场炒作早霜留下了想象的空间。

故从天气炒作上来看,行情一时还难以下跌。

从国内大豆生产情况来看,东北遭遇暴雨袭击,部分地方甚至达到了千年一遇的级别,这势必会导致大豆产量的下滑。黄淮海地区则是遭遇近百年以来的高温天气,旱情持续升温。高温干旱天气也将导致豆类产量下滑。这些恶劣天气的存在令市场投资者短期看涨后市的热情不减。故从气候炒作角度分析,行情仍有望高位运行。

不过,随着时间的推移天气炒作将很快过去,中美新豆上市压力将如期而至。根据美国农业部8月份报告显示,播种面积预计7720万英亩,低于7月预计7770万英亩,全国平均单产预计42.6蒲式耳/英亩,低于7月预计44.5蒲式耳/英亩。由此导致2013/2014年总产量跌至32.55亿蒲式耳,低于上月34.2亿蒲式耳,预计2013/2014年期末库存2.2亿蒲式耳低于7月预估2.95亿蒲式耳。因为单产的下调导致总产下调,进而殃及期末库存低于预期。但投资者仍不可忽视全球大豆产量仍在高位,美国、巴西、阿根廷产量都保持在高位,豆粕期货大幅上涨行情难以上演。

综合来看,尽管豆油下跌以及短期的天气炒作利多于豆粕,但投资者务必将眼光放远,一旦天气炒作退却伴随着新豆上市压力势必进入回调,当前的上涨也可以说是为后期的回调做铺垫。(作者系光大期货分析师)

永安期货 YONGAN FUTURES 您的心伙伴

深圳营业部地址: 深圳市福田区福华三路国际商会中心1305

期货咨询电话: 0755-33124800/831

全国服务热线: 400-700-7878

网址: www.yafco.com/list.php?catid=1373