

美联储未削减QE并非商品市场福音

程小勇

中秋假期,在美联储暂时放弃削减量化宽松(QE)出乎市场预期,海外市场波动剧烈。我们认为,美联储在最后关头暂时放弃削减QE,短期内可能带来全球资产配置的重新调整,美元实际利率短期的回落刺激资产配置于高风险的虚拟资产上,资金外流缓解,新兴市场股市和债市将获得喘息的机会。而前期因市场预期美联储削减QE带来的遭遇持续抛压的部分商品将出现修复性反弹或者抗跌行情。

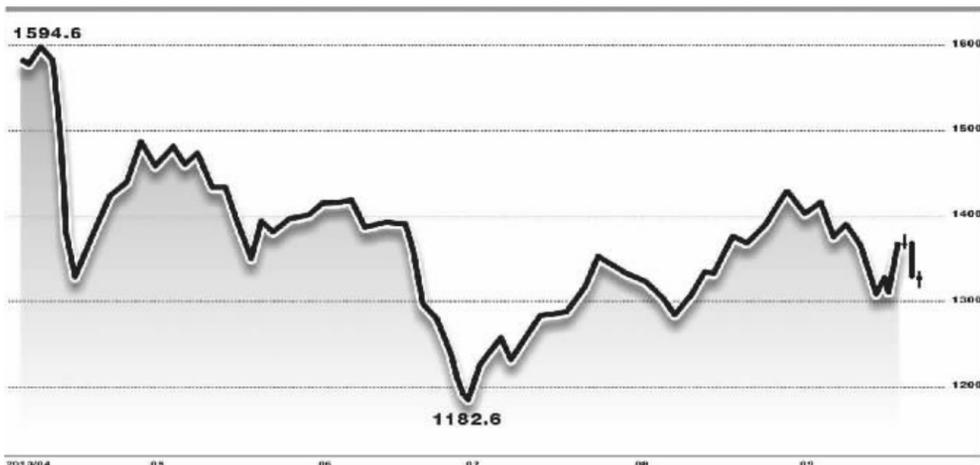
然而,中长期来看,美联储削减QE并不能过度乐观,资产配置将面临诸多不确定性,大宗商品难以受益。原因包括:货币政策不确定性增加,美联储前瞻性指引失败,美国债务上限谈判再度陷入僵持、德国大选落幕后欧洲政策及债务问题、中国地产泡沫以及四季度潜在的下行风险。

QE暂未削减并非利好

从政策本身来看,美联储比预期更鸽派。从伯南克讲话中可以看出,对经济增长前景变得更悲观,所以需要更宽松的货币条件抵消经济自主增长动能的恶化。

美联储本次没有削减QE,影响市场对未来美国货币政策走势的预期,意味着美联储9月份举动将导致美联储前瞻性指引失败,未来市场判断美联储政策走向困难加大,从而金融市场不确定性加大将降低市场的风险偏好。9月20日,市场涨势迅速结束表明投资者正在考虑下一步该如何行动,而不是急于入市。

而美联储削减QE只是时间问题,10月份和12月份依旧是重要的时间窗口,但是由于9月份美联储与市场沟通失败,这可能导致后市一旦真正削减QE,那么市场受到的冲击更大。9月20日,堪萨斯联储主席乔治明确表示反对维持QE,而路易斯



美联储暂时放弃削减量化宽松引发了商品市场的大幅波动。

张常春/制图

联储主席布拉德表示10月份视经济情况有可能宣布削减QE,美联储内部分歧也较大。

从美联储启动退出QE到结束购债、收缩资产负债表和启动加息将是一个较为长期的过程,资本流向的逆转和利率的上升将是一个中长期过程,廉价融资的时代可能很快结束。在这个过程中,全球不可避免地会陷入一个新的不确定性时期。

对大类资产的影响

货币政策对大类资产配置主要是从资金成本、投资回报率和国际资本流动等方面来影响和传导。从短期来看,对股市、债市、商品,以及对新兴经济市场是利好,因维持QE有利于缓解美元利率攀升的势头,降低全球的融资成本,持有风险资产比持有现金更划算,提高了风险资产的回报率。

对于美国经济而言,前期市场对收益率的预期上升太快,这一情绪将得到纠正,国债收益率已出现一定程度

的回调,10年期国债收益率年内不太可能超过3%,而美债收益率对很多机构来说是无风险收益率的参考,这一指标从快速上升中稳定下来,对其他资产来说是利好,对美国经济也是积极因素。

分情况看,风险型虚拟资产受益要明显好于风险型实物资产,而信用债和金融债又优于政府债。大宗商品属于风险型实物资产,在经济复苏初期,表现不及股票等风险型虚拟资产。再加上中国等新兴经济体经济增速放缓,全球大宗商品特别是工业品需求表现清淡。我们对比美国10年期国债收益率、股市收益率和商品的收益率发现,股票大于债券,而商品收益率却没能跑过信用债等收益率。

从长期来看,有研究显示,全球的资本流动、资产价格和信贷增速存在一个明确的金融周期,与衡量投资者恐慌情绪和金融体系稳定状况的VIX指数之间存在很强的负相关关系。在美联储政策越难以预判之际,以及美国债务上限谈判的长时间博弈,我们预计VIX指数会在四季度出现明显的上升,信贷创造活动将低迷,杠杆率和资产价格下降。

两大负面因素相随

首先,美国债务上限和财政问题,长期以来,美国共和党和民主党针对债务上限问题一直争论不休。尽管两党都认为需要降低赤字和削减债务从而避免屡屡突破债务上限,但对于究竟削减哪一项财政支出却无法达成一致意见,目前僵局的关键还是在于如何减少政府开支。尽管最终会达成上调债务上限的协议,但是谈判双方也都在不断试探对方底线,这将导致问题解决的过程一定会颇费周折,市场波动会加剧。

其次,国内房地产市场再次呈现过热迹象,今年以来泡沫的程度进一步增加,四季度中国经济面临潜在的下行风险,而美联储暂时放弃削减QE将增加中国政府主动调控的压力。如果主动调控不到位,泡沫可能进一步扩大,到了美联储开始退出量化政策,尤其是美国长期利率有较大幅度的上升时,对我国房地产和经济的冲击就更大。

(作者系宝城期货分析师)

动力煤期货26日挂牌上市 基准价520元/吨

证券时报记者 魏书光

郑州商品交易所网站昨日正式公布,动力煤期货合约将于26日正式挂牌上市交易,各合约挂牌基准价均为520元/吨,手续费为8元/手。这一基准价与当前秦皇岛动力煤价格指数相当。

根据郑州商品交易所动力煤期货合约标准显示,合约的基准交割品为收到基低位发热量为5500千卡/千克,干燥基全硫≤1%,全水≤20%的动力煤。交易单位为200吨/手,最小变动价位0.2元/吨。

市场预期,动力煤期货上市后将成为我国规模最大的商品期货品种。以2012年我国煤炭产量36.5亿吨,按照75%比例测算,动力煤产量约27.4亿吨,按动力煤550元/吨计算,市场规模为1.6万亿。

业内人士认为,上市动力煤期货通过形成公正、透明、权威的中远期价格体系,能够为煤炭、电力等上下游企业签订长、短期协议提供有效参考,减少定价分歧,降低交易成本,提高市场效率,是动力煤市场化改革的重要配套措施和煤炭市场体系进一步完善的重要内容。

铁矿石交割地点在环渤海 更符合物流格局

证券时报记者 魏书光

对于铁矿石期货交割地点设置在环渤海地区,大商所工业品部负责人表示,这一设计思路,主要基于符合现货贸易流向、兼顾市场避险需求并力争降低交割风险的思路,以确保铁矿石期货切实为钢铁产业健康发展服务。

该负责人介绍,大商所在设置铁矿石期货交割区域和地点时,主要考虑铁矿石贸易流向以及价格特征。北方环渤海区域的青岛港、唐山港、日照港、天津港和连云港是我国最主要的铁矿石接卸港口,累计接卸量约占全国总量的60%,合计铁矿库存量约占全国总量的62%。这五大港口也是铁矿石贸易集散地,进口矿石通常进行港口贸易,部分水运的国产铁矿石也常在港口进行贸易。沿海港口已成为铁矿贸易最集中、活跃的区域。其中唐山港主要辐射河北;连云港主要辐射江苏、河南等地;天津港部分供应河北,部分流入山西等内陆省份;日照、青岛由于交通便利辐射面积最大,山东、河南甚至陕西等省都能覆盖。上述港口的运力充足,疏港方式灵活,交割地设置在这五大港口,贴合贸易习惯,有利于降低交割成本,更好地促进期货市场服务功能。

此外,大商所在河北唐山地

区和部分港口设置厂库。河北省是我国铁矿石最主要的产区、消费地及贸易区,2012年其铁矿石产量、消费量分别占全国总量的40%和24.9%。

以河北为主的内陆铁矿石产地对钢铁集中地区的辐射量很大,大多数铁矿石运往周边及内陆钢铁消费区域,并不流经港口,在产地设库符合正常的贸易流向,卖方无需将交割品运往港口的仓库检验、交收,内陆的买方也无需反向到港口接货。在河北唐山设置厂库,便于国产铁矿参与交割,抵消进口矿供应集中带来的交割风险,并利于降低逆向物流成本。同时,沿海港口是铁矿石贸易的活跃地,大型贸易商在港口往往具有大量的常备库存,以及充裕的堆场面积,将贸易商纳入交割仓库,可以适当分流港口仓库的交割压力,有利于充分利用港口库存,扩大可供交割品范围,助推期货市场平稳运行。

该负责人表示,上述五个港口的价格相关性较高,均超过0.99,共同隶属于一个完整统一的贸易市场。与进口矿相比,国产矿贸易相对分散,缺乏明显的物流节点。但国产矿价格间也具有较好的关联性,河北主要国产矿市场间的价格相关性均在0.95以上。此外,港口进口粉矿与唐山精矿均可作为原料,在一定程度上可相互替代,其价格间相关性超过0.97。

铁矿石期货交割 首选粉矿和精矿

证券时报记者 魏书光

大商所相关负责人日前在接受记者采访时表示,大商所铁矿石期货交割品首先确定为粉矿和精矿,这样的交割设计既符合我国主要进口粗粉的贸易特点,也考虑了国产矿的经济利益以及内外矿供应平衡的问题,有利于保障铁矿石期货上市后平稳运行。

在铁矿石期货设计中,矿型选择是确定交割品质量标准的基础,大商所铁矿石期货交割品首先确定为粉矿和精矿。

大商所相关负责人表示,将合约交割品种确定为铁矿石粉矿和精矿,这主要考虑以下几个方面:第一,粉矿和精矿是我国生产、消费、贸易的主流品种。2012年,我国生产的4.4亿吨铁矿石成品矿中有4.2亿吨为粉矿,占比高达95%,进口的7.4亿吨铁矿石中粗粉量5.6亿吨,粉矿和精矿占我国铁矿石供给总量的83%。

第二,粉矿是我国企业敞口风险中最大的品种。粗粉在进口铁矿石中占据主流,而进口铁矿石价格、库存风险体现在两个方面,一是长途海运,我国主流铁矿石进口来源国到我国的海运时间短则半个月,长则40天;二是庞大库存,我国港

经济弱复苏 年底前国债期货走势偏空

路滨

回顾国债期货上市以来走势,从开盘首日的高开低走,到接下来连续几个交易日的下跌,而刚刚过去的一周,受无新债发行及美债收益率下降影响,加之节前资金面还算宽松,国债期货迎来一波反弹行情。

刚刚过去的中秋节,美联储宣布暂时不缩减量化宽松(QE)规模,一时间,大宗商品价格纷纷上扬。紧接着,就有联储官员出来讲话,10月份如果经济数据达到预期目标,仍将考虑缩减QE。同样令人云里雾里的,还有国内的国债期货。

在这样一个背景之下,个人认为国债期货在下半年将会呈现下跌走势,并且在临近年终之时,逐渐转好。众所周知,国债期货价格跟国债收益率成反向走势,而国债收益率主要受经济增长与消费者物价指数(CPI)等因素制约。借用美林时钟,将

近些年划分为不同的资产配置周期,2006年至去年中期,已经大致走完了两个资产配置周期,根据目前的经济数据,如采购经理指数(PMI)及股市表现,个人认为当前正处于经济的弱复苏阶段。此外,由于利率市场化进程而导致的银行信贷投资方式压力测试,当前资金利率长期中性偏紧状态无疑增加了经济运转的整体成本,对经济的强势复苏产生抑制作用。因此不管是从美林时钟资产配置的角度,还是从国债价格的影响因素来分析,下半年国债收益率主要呈现上升趋势,进而国债期货呈现空头格局。

不仅如此,从货币政策角度来分析,可以得到同样的结论。每年年初央行制定当年货币发行计划,该计划具有一定政策性质。今年广义货币(M2)发行央行确定的目标值为13%,但是已经过去的上半年的走势表明,实际M2普遍高于发行目标,因此可以预见央行在接下来的几个月内,对

货币将会实行谨慎的态度,进而导致资金利率呈现偏紧的状态,最终导致债券价格面临下跌的趋势。

同样,我们还可以从季节性规律得出下半年国债期货呈现下行格局的结论。对2010-2013年中债五年期国债净价指数进行整理,可以得出如下的走势规律:前一年度的12月20日至本年度5月中旬,国债价格基本上呈现上涨的走势,主要是由于银行、保险类机构每年都会选择在这个时期来完成其固定的债券投资计划;从5月中旬到6月底,债券价格呈现下跌走势,主要是由于资金利率趋紧明显,因为金融机构面临缴税、半年度考核等事项,将会大幅拉高资金利率,从而对债券价格形成打压;从7月初到7月中旬,由于前期高企利率逐渐回归正常水平,进而导致债券价格上涨;从7月中旬到9月下旬,债券价格呈现下跌趋势,主要由两个原因造成,一是金融几个购债计划在上半年基本完成,而国债发行则相对平均地分配在各个月度,

供需失衡导致债券价格下行。此外也受双节及季末银行缴存准备金等因素影响,使得资金利率走高,进而压低债券价格;从10初到年底这段时期,债券价格走势较为平稳,主要受当时经济基本面因素影响,而前文已经给出了经济处于弱复苏的结论,因此,下半年国债期货走势大体为下跌。

最后,按照财政部的国债发行计划,今年的国债发行区间为1-11月份,12月份无发行计划。因此12月中下旬银行、保险等金融机构开始次年购债计划,所以整体而言,12月债市开始企稳回升。

考虑到美联储有可能在10月份开始缩减QE规模会对国内债市形成一定利好,因为外汇流入将会增加。但是经济复苏以及下半年债券配置较弱这个大格局仍然对下半年国债期货的走势形成了主导作用,美国的缩量宽松只会一定程度缓解空头格局,整体下跌走势不变。

(作者系浙商期货分析师)

花旗称金价明年继续下跌

证券时报记者 李辉

花旗集团在最新报告中称,随着美国经济好转,黄金价格明年将继续下跌。

花旗集团分析师埃德·莫斯和希斯·简森在昨日发布的报告中称,预计黄金价格在今年年底前将跌破1250美元/盎司的水平,投资者预期美联储将开始削减资产购买。报告预计2014年黄金均价为1250美元/盎司,较今年的1405美元/盎司下降。

随着美国经济复苏以及货币政策收紧,花旗集团也加入了高盛集团看跌2014年金价的行列。随着投资者对黄金失去信心,目前黄金价格正步入

13年来首次出现年度下跌的趋势。上周美联储维持每个月的债券购买计划一度刺激金价大幅反弹。对此,花旗的分析师认为,美联储推迟退出计划对金价的利多影响只是短暂的,这当然并不意味着金价的跌势结束,相反,基本给出了明确的否定答案。

截至昨日北京时间15时,纽约黄金期货12月合约报1326美元/盎司。今年以来,随着美元反弹2.6%,以及全球股市攀升14%,伦敦金价已跌去21%。

本月18日,美联储表示,需要劳工市场出现更多复苏迹象才能决定削减每月购买850亿美元的债券计划。当日金价大涨4.1%,创15个月最大

涨幅。面对金价的大幅反弹,法兴银行建议卖出黄金,并预计第四季度金价均价将降至1225美元/盎司。

而高盛在当日的一份报告中称,美联储不缩减债券购买规模的决定,以及即将开始对美国债务上限的讨论,使得金价在近期的上升有风险。高盛同时认为金价在2014年会有下跌。

花旗的分析师称,宏观经济数据的改善以及股市的优异表现将在今年剩下的时间里降低对金价的支持。而且,各国央行今年购买黄金的数量将比2012年少,中国的黄金进口有望放缓。

根据这份报告,花旗将今年和明年的黄金价格预估分别调整为1358美元/盎司和1145美元/盎司。美联储推迟削

减购买债券的计划可能会暂时刺激交易所产品增加对黄金的持仓。

JP摩根大通在上周美联储推迟退出计划后建议投资者买入黄金,因为通胀风险和亚洲的黄金零售需求仍然强劲。

美联储通过购买债券在金融系统中注入2万亿美元美元的流动性,引发了美元贬值忧虑,金价从2008年12月至2011年6月间上涨了70%。

花旗分析师称,因全球供应增加,白银价格将下降,预计2014年银价将从今年的23.8美元/盎司降至20.2美元/盎司;铂金价格将从今年的1516美元/盎司降至2014年的1500美元/盎司。

今年以来,现货银价下跌了29%,目前在21.5美元/盎司附近徘徊。

浙商期货 ZHESHANG FUTURES
管理总部: 杭州市庆春路173号9-10层
理财热线: 400-700-5186