

# 央行降息刺激 有色金属短暂兴奋

程小勇

11月21日,央行宣布非对称降息。笔者认为,央行非对称降息意味着经济可能难以守住底线,“稳增长”压力最后压倒了调结构,从而可以推断未来中国经济走势:短期无忧,长期困难加重。

从有色金属来看,需求不足是最大的不利因素。而降息可能扶持地产、基建甚至制造业投资企稳回升,但是无风险利率下行会进一步削弱投资需求。降息对于金融资产的利好远大于实体经济,或强化虚拟经济但弱化实体经济,从而有色金属反弹可能是短周期的,但长期的抛压可能越发加大。

## 降息意味着政策转向

这是央行转向全面宽松的标志性事件,侧面印证了此前定向宽松和微刺激难挡经济下滑。这也意味着稳增长压倒一切,而调结构的任务恐怕被暂时放在一边。因此,未来一个季度,货币政策会继续发力,直至经济出现企稳。这将带动风险资产(股市和商品)迎来反弹周期。作为强周期的有色金属业将受益,但这个周期恐怕不会持续太久。

## 逆周期政策 难改经济运行趋势

笔者跟踪的情况显示,无论2008年4万亿刺激计划,还是欧美的逆周期操作,都无法改变经济长期走势。就算经济复苏较好的美国也只是虚拟经济恢复到危机前水平,但是实体经济表现还是向下的。

首先,中国经济面临的要素环境出现了变化。中国经济的周期性特征正在淡去,重工业化的高增长时代已结束,而人口老龄化、人力成本上升、投资回落及技术进步放缓等长期制约经济发展的因素在加强。

# 降息推高期指 年底挑战2800点

陶金峰

受央行意外降息、证监会公布一系列利多政策等因素的刺激,昨日股指期货IF1412合约突破2620和2650点阻力,报收于近21个月以来收盘新高2674.4点,上涨3.11%。预计后市股指期货将继续震荡上行,今年年底前有望挑战2800点,明年有望上攻3300点大关。

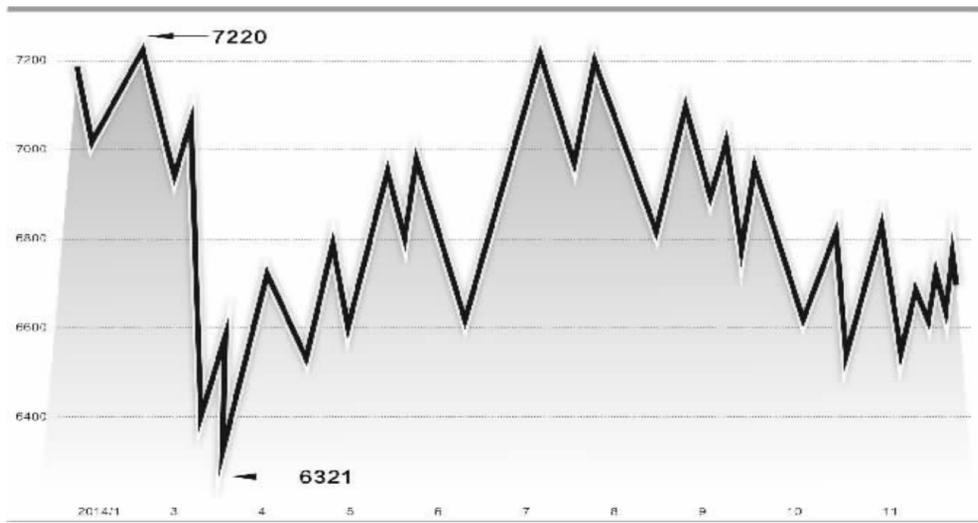
本次降息,旨在降低企业融资成本和市场利率水平,降息周期或将拉开。考虑到10月和11月经济增长放缓超预期,通胀压力减缓,社会融资成本仍居于高位,市场预期,央行后期有可能启动久违的全面降准,明年有可能再次全面降息。央行此次降息,将拉低市场无风险利率,更多资金将流入股市,刺激股市上涨,同时也将带动股

# 各国央行开启印钞模式 黄金多头趋势延续

王宗欣

上周五,央行意外降息无疑给反弹乏力的金价注入了新的活力。在消息公布后,金价重新站上1200美元/盎司,成为周线收阳最重要的支撑因素。然而,细心观察盘面的投资者不难发现,上周五,包括昨日亚洲市场早盘金价与美元指数短线时常出现同涨局面,说明不仅仅是中国央行降息那么简单,更多的决定于市场对于除美国以外其他经济体新一轮量化宽松的预期。

全球新一轮宽松的预期将会促使金价短期内延续涨势,我们分别针对中国、欧元区、日本等三大经济体未来货币政策进行了具体解读。首先,从中国方面来看,即上周五宣布降息后,诸多机构认为未来中国将会继续增加降



以伦敦金属交易所铜为代表的有色金属价格在中国央行公布加息后迅速飙升,但随后很快回落。 彭春霞/制图

其次,高债务率制约了货币和财政政策发挥的空间。从2009年至今,中国的企业、金融部门及政府债务余额增长超过50%,而居民债务增长接近100%。商业银行的杠杆率也在不断提升,2008年至2013年,我国银行业信贷长期刚性扩张,各项贷款余额年均增长19%,远超同期经济增速。

对比之下,2008年、2011年降息,企业资产负债表较为健康,且往往配合较大规模的财政刺激和信贷支持。目前来看,上市公司有息负债占权益的比例高达93%,相比2009年的78%,增长了15个百分点,财务弹性的减弱制约了企业融资能力。

再次,加杠杆只是将风险延后而不能化解风险。在政策转向宽松之后,地产销售会企稳回升,房地产行业融资会回暖,甚至基建和制造业投资也会企稳回升,但这意味增量企业债、房贷的坏账率又将回升。这不利于未来的调结构,将导致未来去杠杆面临更大冲击。

## 有色供应过剩难逆转

2011年至今,中国经济步入下行周期,需求增速持续下滑是导致有色金属价格下跌和行业出现困境的主要原因之一。其中地产对家电、汽车等行业的变相拖累尚没有显现,只是制造业投资增速从30%以上回落至15%以下。降息之后,地产销售和新开工企稳回升,这会带动铜材、铝材和镀锌等需求阶段性回暖。然而,汽车、家电、电子和房地产本

资产证券化业务管理规定》,取消事前行政审批,强化重点环节监管。券商介入信贷资产证券化,有助于券商进一步板块走强。另外,中国证券业协会11月24日公告了第三批共11家获得互联网证券业务试点资格的券商名单。至此,共有24家证券公司可以开展互联网证券业务试点。从当日券商板块表现来看,获得互联网证券业务资格的券商股均涨幅居前,其中有3家券商股涨停。

从各指数表现来看,11月24日,沪深300现货指数上涨2.55%,其涨幅明显超过上涨综指,同时大大高于中小板和创业板指数的涨幅。当日,以券商和保险为代表的非银行金融板块暴涨,地产板块大涨,与早盘一度下跌的银行板块形成鲜明对比。非银行金融板块和房地产板块是拉动当日沪深300指数走高的主要动能。预计后市非银行金融和房地

产等沪深300指数权重板块仍将是推动沪深300股指上行的主要动力之一,其走势表现将在较大程度上影响后市沪深300现货指数和股指期货的上行空间。

从技术分析来看,11月24日,沪深300股指期货当月合约已经突破股指期货上市以来历史高点3630点至历史低点1996点之间的0.618位即2620点重要阻力位,中长期上行空间进一步打开。中线来看,期指当月合约也突破2650点重要阻力,IF1412也在24日盘中一度突破2681点和前期高点2684.4点重要阻力,盘中创下近21个月期指反弹新高2697.4点,虽然没有能够继续冲击2700点,但是中线上涨格局明显。预计后期期指中短线和中期仍将保持震荡上行态势,跨年度的较大级别的股指期货上涨行情正在进行中。

但是,值得黄金多头投资者欣慰的是,在这些并不十分确定的基本面消息以及技术面周线连续两周收阳的配合下,截至本月18日,对冲基金多头的净持仓已有明显增加,纽约市场黄金期货与期权的净多仓环比增加2.1634万手,增至6.0307万手,同期空单减至6.5405万手,创至少今年9月9日以来新低。这是黄金多仓四周以来首次环比攀升。

性同涨的局面下,短线不会造成太大影响。但如果金价想要突破前面三次反弹后调整的重要阻力1205~1210美元区间,美元过于强势势必会对金价反弹造成一定压制。所以,在市场慢慢对已发生的预期减弱时,如果美元继续维持强势,就是金价重新进入整理周期的开始。

但是,值得黄金多头投资者欣慰的是,在这些并不十分确定的基本面消息以及技术面周线连续两周收阳的配合下,截至本月18日,对冲基金多头的净持仓已有明显增加,纽约市场黄金期货与期权的净多仓环比增加2.1634万手,增至6.0307万手,同期空单减至6.5405万手,创至少今年9月9日以来新低。这是黄金多仓四周以来首次环比攀升。

更为重要的是,全面降息难以从根本上解决小微企业和民营企业融资成本高的结构性问题。因此,央行一次降息难以缓解企业融资成本高的问题,经济下行风险仍较大。防范金融风险,尤其是与房地产和地方政府融资平台相关的债务风险,或是央行此次意外降息的另

身并不会因降息会回到2003~2008年的高速增长时代,降息只不过引发短周期的反弹,因此需求的回升也只是阶段性的。

笔者认为,在中央将地方政府和融资平台剥离之后,地方政府发债规模也受到风险和监管的制约。因此,在财政资金和债务融资约束下,基建不大可能保持高速增长。因此,基建对铜材、铝材和镀锌等需求拉动也难持续。

供应端,有色金属除了铅锌供应出现明显收敛之外,铜铝供应端还在扩张。只不过铜的供应目前还体现在铜矿供应缓解,未来在铜精矿加工费不断上扬的情况下,铜冶炼产能也会跟上。而铝产业酝酿铝土矿进口零关税,再加上直购电试点的扩张,电解铝成本下行还是会刺激低成本的产能投产。而在降息之后,有色金属产出和产能扩张将加速。在融资成本下降驱动下,上游供应扩张会超过需求的恢复。

(作者系宝城期货分析师)

## 大商所公开征集 玉米淀粉期货交割库

为更好发挥期货市场功能,服务玉米淀粉产业,为玉米淀粉期货交易所昨日发布通知,公开征集玉米淀粉期货指定交割仓库(厂库)。

根据通知,此次玉米淀粉指定交割仓库(厂库)征集的地域范围为:吉林、辽宁、黑龙江、内蒙古、山东、河北、河南等省的玉米淀粉生产企业及仓库。符合条件且愿意开展玉米淀粉期货交割业务的企业,于2014年12月1日前将规定材料寄(送)大商所,大商所将根据材料和考察情况,择优选用。

(魏书光)

## 疫情阻碍蛋价短期上涨

张革

上周五,江苏盐城新出1例H7N9患者,目前正在ICU接受治疗。该消息的出现给本周末蛋价涨势的恢复带来较大利空,本周一开盘大连鸡蛋期货价格领跌。

基于对生猪周期中长期上涨的判断,以及结合鸡蛋存栏处于绝对低点的现实,我们对鸡蛋价格的中长期看多的预期不变。而短期禽流感个案会影响鸡蛋价格上涨节奏,中期来看,因禽流感疫情而充分下跌后的鸡蛋市场将出现做多良机。

虽然今年秋冬季节国内H7N9疫情尚未大规模发生,但零散个案已两次引起蛋价下跌,表明疫情对蛋价的利空传导迅速。只要疫情不大规模扩散,蛋价回落之后必然重新走上回升之路。但是,我们同时也

应该注意,最近一段时间,欧洲地区频发禽流感疫情,德国、荷兰、英国均有散发病例发生,且邻国韩国也未能幸免。因此,国外禽流感疫情的发展对国内的市场情绪也有影响。

我们对鸡蛋市场的长期判断是基于供给短缺的长期格局,禽流感疫情的发生仅对我们的预估产生短期干扰。在疫情利空因素充分消化之后,蛋价回升之路将继续。因此,在不出现大规模疫情的前提下,我们仍建议投资者关注春节前鸡蛋市场的买入机会。应对疫情散发个案的发生时,我们需要做的是调整入场和持仓节奏,动态跟踪。

市场面临的主要风险点:1.禽流感、生猪疫情的大规模爆发导致生猪价格上涨周期暂时中断。去年冬季至2014年春季期间,国内爆发较大规模的H7N9事件,造成禽类养殖业洗牌,禽蛋价格大跌,存栏水平大幅降低。另外,近期国内生猪5号病有早发迹象。消息显示,广东、福建两省近期有5号病发生,需要密切关注。若疫病大规模扩散,对于生猪、蛋禽市场都将带来断崖式的下跌风险;2.生猪周期上涨判断失误——重新评估行业投资机会;3.蛋禽存栏水平上升幅度远超预期,蛋价上涨时间和幅度受限。

(作者系中信期货分析师)

# 大商所公开征集 玉米淀粉期货交割库

为更好发挥期货市场功能,服务玉米淀粉产业,为玉米淀粉期货交易所昨日发布通知,公开征集玉米淀粉期货指定交割仓库(厂库)。

根据通知,此次玉米淀粉指定交割仓库(厂库)征集的地域范围为:吉林、辽宁、黑龙江、内蒙古、山东、河北、河南等省的玉米淀粉生产企业及仓库。符合条件且愿意开展玉米淀粉期货交割业务的企业,于2014年12月1日前将规定材料寄(送)大商所,大商所将根据材料和考察情况,择优选用。

(魏书光)

# 疫情阻碍蛋价短期上涨

张革

上周五,江苏盐城新出1例H7N9患者,目前正在ICU接受治疗。该消息的出现给本周末蛋价涨势的恢复带来较大利空,本周一开盘大连鸡蛋期货价格领跌。

基于对生猪周期中长期上涨的判断,以及结合鸡蛋存栏处于绝对低点的现实,我们对鸡蛋价格的中长期看多的预期不变。而短期禽流感个案会影响鸡蛋价格上涨节奏,中期来看,因禽流感疫情而充分下跌后的鸡蛋市场将出现做多良机。

虽然今年秋冬季节国内H7N9疫情尚未大规模发生,但零散个案已两次引起蛋价下跌,表明疫情对蛋价的利空传导迅速。只要疫情不大规模扩散,蛋价回落之后必然重新走上回升之路。但是,我们同时也

应该注意,最近一段时间,欧洲地区频发禽流感疫情,德国、荷兰、英国均有散发病例发生,且邻国韩国也未能幸免。因此,国外禽流感疫情的发展对国内的市场情绪也有影响。

我们对鸡蛋市场的长期判断是基于供给短缺的长期格局,禽流感疫情的发生仅对我们的预估产生短期干扰。在疫情利空因素充分消化之后,蛋价回升之路将继续。因此,在不出现大规模疫情的前提下,我们仍建议投资者关注春节前鸡蛋市场的买入机会。应对疫情散发个案的发生时,我们需要做的是调整入场和持仓节奏,动态跟踪。

市场面临的主要风险点:1.禽流感、生猪疫情的大规模爆发导致生猪价格上涨周期暂时中断。去年冬季至2014年春季期间,国内爆发较大规模的H7N9事件,造成禽类养殖业洗牌,禽蛋价格大跌,存栏水平大幅降低。另外,近期国内生猪5号病有早发迹象。消息显示,广东、福建两省近期有5号病发生,需要密切关注。若疫病大规模扩散,对于生猪、蛋禽市场都将带来断崖式的下跌风险;2.生猪周期上涨判断失误——重新评估行业投资机会;3.蛋禽存栏水平上升幅度远超预期,蛋价上涨时间和幅度受限。

(作者系中信期货分析师)

# 央行降息助推期债牛市

戚文举

2014年初以来,国债期货逐步从因利率市场化意外加速和新一届政府不会大规模推迟刺激举措的预期下引发的短暂熊市向新一轮牛市转换。央行宣布从11月22日起非对称降息,更是助推期债牛市。

央行表示,此次利率调整仍属于中性操作,并不代表货币政策取向发生变化,但我们认为,时隔两年之后,央行事实上已经再度开启了降息周期,因为2015年仍面临较大的经济下行风险和金融系统风险。央行表示此次降息旨在缓解企业融资成本高这一突出问题。对此,有两点值得考究:一是目前企业融资成本高主要是小微企业与民营企业融资成本高,主要是因为企业信贷需求低迷和银行惜贷所致。诚然,理论上超预期降息有助于提振企业信贷需求,但是在经济缺乏可持续增长点的背景下料难以激发信贷意愿;理论上,超预期降息有利于降低市场无风险利率,提升市场风险偏好,缓解银行惜贷倾向,但是非对称降息使得存款利率实际未降但与基准利率挂钩的贷款利率下行,进一步压缩银行信贷资源并降低银行放贷意愿。

更为重要的是,全面降息难以从根本上解决小微企业和民营企业融资成本高的结构性问题。因此,央行一次降息难以缓解企业融资成本高的问题,经济下行风险仍较大。防范金融风险,尤其是与房地产和地方政府融资平台相关的债务风险,或是央行此次意外降息的另

一意图。目前,我国非金融部门债务总规模约为118.47万亿元,是2013年国内生产总值(GDP)的208%。更为重要的是,我国债务增长较快,2014-15年债务到期高峰,部门上主要集中在地方政府和企业(尤其是中小型企业及民营企业),行业上主要集中在中上游的重工业、矿业和三四线地产。在经济下行压力仍较大的背景下,2015年债务违约风险有可能进一步攀升。因此,可以预期,央行仍将延续宽松货币政策立场,仍可能继续降息,甚至降准。

回顾2008年降息周期——2008年9月16日至12月23日,存贷款利率分别调降4次和5次,调降幅度平均为0.4725%和0.432%。在此期间,7年期国债收益率平均下降幅度为0.4341%,并且降息对国债收益率的降低作用边际递减。尽管我们并不认为央行此轮降息会如此频繁和力度之大,因为不同于次贷危机外生冲击引发的中国经济快速大幅收缩,本轮经济放缓因更多受内生因素主导,料将更为长久和温和。

综上,央行意外降息将略微缓解经济下行风险及防范金融系统风险,但2015年经济下行风险仍较大,预计未来继续降息,进而助力期债延续牛市。(作者系浙商期货分析师)

