

货币战争硝烟弥漫 风险背后有机会

程小勇

近期,全球金融市场跌宕起伏,各类资产价格走势分化和暴涨暴跌的特征明显,这意味着波动率回归。笔者认为,导致波动率回归的有两个驱动因素,即市场不确定性增加和政策干预力度增强。目前,欧洲央行实施开放式量化宽松(QE)之后,全球新一轮货币宽松已经开启,货币战争硝烟弥漫。在弱势的实体经济和国际原油、强势的美元背景下,大类资产配置可能会出现一些新的变化,需关注其中蕴含的机会。

货币战争硝烟弥漫

在欧洲推出QE之前,为了未雨绸缪,很多央行率先祭出了降息这杆大旗。1月份,全球主要国家中,已有12个国家的央行步入了降息周期,仅巴西、俄罗斯和新西兰由于通胀和本币贬值等因素的困扰,仍处在加息通道;而美国由于经济复苏一枝独秀,即将步入加息周期。

笔者认为,导致全球主要经济体重启“印钞机”的原因有两个方面:一是,主要经济体经济增长放缓,甚至停滞,实体经济压力倒逼央行新一轮宽松;二是,原油暴跌、产能过剩和经济结构性问题导致通缩风险席卷全球。在通缩蔓延的压力下,各国央行逆周期政策就不得不出台,以便防范本国经济陷入通缩的泥潭。

在新一轮宽松的浪潮下,货币战争硝烟弥漫。首先,欧洲实施开放式QE,这意味着随着全球面临通缩压力,区域性风险上升。一个关键点是此次QE采用了开放式期限,可以一直持续至宏观经济条件允许的时间才退出。于是,新一轮资产流动从欧洲流向美国拉开序幕。其次,其他经济体纷纷降息,以便防止本币升值和损及出口,同样采用货币贬值的方式应对。第三,在欧洲开放式QE的情况下,欧央行压低欧元汇率导致全球竞争性贬值愈演愈烈,人民币汇率弹性不足的情况下,实际有效汇率过于坚挺将损及出口,不利于国内经济的复苏。于



是,为了应对冲击,1月23日央行下调人民币中间价,该信号推动人民币贬值。

强势美元冲击不止

美元延续去年强势周期,主要原因是美国经济复苏一枝独秀,美国金融部分基本上完成去杠杆,再加上国际资本大量流入美元资产,因此美元兑其他非货币币被动升值。

美元是否继续强势呢?笔者认为,强势美元周期还没有结束。首先,历史上美国经济增长势头强于其他经济体的时候,美元就存在明显的上涨周期,直至美国资产价格泡沫破灭。历史上1981-1985年的强周期、1995-2001年的强周期都表现出这一点。其次,在新兴经济体经济遭遇挫折之际,美元也会表现异常强势,比如上世纪80年代拉美债务危机、上世纪90年代的亚洲金融危机。再次,本轮美元牛市受到新的利好支撑,在以往美元强势的时候,美元名义利率要么相对较高,要么处于中间情况,而当前美元名义利率已是底部极值,未来美元利率只会上

升,这意味着美元汇率实际上还有很大的上升空间。

油价显示通缩阴影

笔者认为,国际油价暴跌对全球金融市场的冲击是深远的,而在实体经济上显示通缩阴影尚未散去,在金融资产上表现为实体资产价格持续下跌,现金或称为最安全资产。根据供需基本面、国际贸易变革和全球经济形势,低油价恐怕在2015年,甚至2016年是常态。

首先,页岩革命等技术进步从根本上打破了国际石油市场的旧有秩序,削弱了欧佩克等传统石油生产大国对国际油价的控制力和话语权,从而使原油供给更加多元化,地缘政治风险溢价下降。

其次,2014年以来的油价下跌归功于供求失衡,而在全球经济复苏缓慢的情况下,需求在短期内难以出现大幅改善,而供应压力却在OPEC、美国和俄罗斯等国的市场份额的战争中难以通过减产来缓和。

再次,回顾历史,1986年上半年,美联储开始大幅放宽货币,这有助于促使油价反弹。可今天美联储已没有降息的

空间,美联储的官员也不愿重启QE。

大类资产出现新机会

从投资回报率来看,在全球新一轮货币宽松下,风险类资产一般会受到资金的青睐。然而,当前全球经济笼罩在通缩的阴影中,这意味着大宗商品获得的预期回报率会很低,资金不大可能涌入商品市场。而其他风险类资产,如股票、债券表现也会大打折扣,原因在于2009年至2013年全球已经经历过一轮货币超级宽松的周期,因此大多数股票的估值已经高估,而债券的收益率压制到很低的水平,甚至部分国债收益率出现负值。那么,最终受益的可能是贵金属,特别是黄金,其可能在一定程度上摆脱强势美元的压制。至少在美国真正加息前,贵金属都会表现最佳。

从国际资本流动性来看,美元资产无疑是最安全资产。虽然美联储宽松有助于套利资金流入中国,但美元强势又会导致人民币兑美元贬值,私人部门的结汇意愿或延续去年以来的下滑态势,资产美元化的趋势将更加明显。

(作者系宝城期货分析师)

供给预期修正 铁矿石价格波动收窄

刘秋平

去年普氏指数从年初的134.5美元跌至年末71.75美元,价格几乎拦腰斩,整个2014年呈现出非常明显的单边下行走势。进入2015年,矿价长期弱势的局面将不会改变。不过,在跌破70美元的情况下,继续下跌的难度加大,目前价格水平下下跌的节奏比趋势更为关键。

供给预期需要修正

2014年铁矿石价格呈现单边下跌态势,主要原因在于市场对于未来几年矿石扩产预期不断升温。不过,从另一个角度来看,随着矿价的不断下跌,之前预计的潜在产能投放也会不断收缩。

按我们调研的数据:主流矿在2015年产能增加幅度会低于大多市场人士预期,澳洲、巴西主流矿的增加产能投放合计是7200万吨左右。如果仍按照普氏维持在70美元附近,非主流矿减产5000万吨,国内矿减产3000万吨,则全年矿山退出产能会超过新增产能。我们不认为2015年矿山仍是一个产能供给严重过剩的格局。

总体上,市场对于矿石供给高过剩的预期需要修正,价格下跌后,主流矿的扩产计划可能会延迟,而非主流矿和国内矿很明显在逐渐减产或停工。如果普氏指数维持在70美元吨下方,2015年很可能出现阶段性供不应求。

市场重回半垄断格局

2013年,非主流矿(除澳洲和巴西以外)出口至中国的增速整体在15%左右。去年,非主流矿出口占比及增速大幅下降,去年前11个月同比下降1600万吨。相比而言,自澳洲和巴西的进口矿增速持续扩大,同期澳洲进口矿增速是30.66%,同比增加了11个百分点;巴西进口矿增速是10.9%,同比增加了14个百分点。

2014年矿价下跌在大矿山的预料之中,它们通过以价换量抢占市场目的非常明显。如果普氏持续在70美元吨以下,我们可以认为

市场重新由竞争市场转向垄断市场,矿山的话语权随着非主流矿的退出会逐渐增强。

市场波动率下降

铁矿石港口库存从去年6月中旬开始持续下降,目前下降至9830万吨,降幅13.8%,显示出2014年6月份后贸易商和钢厂均在主动去库存,不再囤货。考虑到进口量增速一直处在高位,港口库存出现明显下降,说明去年下半年进口矿消耗量并不低,这与华东华北地区钢厂加大使用进口矿有很大关系。

目前钢厂对于铁矿石按需采购已达成共识。矿价长期弱势预期下,多数钢厂均表示只会按照生产计划维持合理库存,原料和成材低库存管理会持续很长时间。

从期货盘面看,去年11月底随着矿价一波单边趋势结束后,持仓也出现大幅下降,可以理解为在这一价位,多空资金都对未来市场无明确方向,金融市场的去杠杆也在进行中。

从行业去杠杆、维持低库存状况看,矿石现货价格和期货价格很可能表现为波动率下降的趋势,单边行情已经走完。我们估计期货主力合约振幅在25%左右,约120元。目前铁矿石期货在470元附近,明显不利于短线投机资金操作,期货流动性会逐渐减少,也会减小中期矿的中短期波动幅度。

今年呈前高后低走势

伴随价格快速下跌,矿产能的释放预期需要修正,主流矿产能将在2015年还有一定幅度增加,但很可能将低于预期,非主流矿和国内矿在退出。我们预计2015年矿产能过剩程度会较大低于市场预期,特别在一季度,矿石阶段性的供不应求可能出现。鉴于全行业低库存管理可能是常态,我们预计2015年铁矿石期货主力合约的波动区间难以超过20%,节奏上一季度偏强,下半年偏弱。全年高点可能出现在春节后,预计在550-570元之间,全年低点预计在400-420元之间。(作者系国泰君安期货分析师)

安信证券首席经济学家高善文称

商品进入熊市有利缓解产能过剩

证券时报记者 沈宁

由永安期货主办的2015东方智慧财富论坛日前在杭州举行。安信证券首席经济学家高善文在会上指出,国内产能过剩最严重的时候已经过去,大宗商品下跌对上下游行业盈利复苏起到积极效果,加之资金成本下降和经济改革深化,经济企稳的有利条件在逐步具备。

2013年以来总体看工业品价格的波动越来越频繁,底部不断抬升,企业盈利能力开始恢复,实体经济领域产能过剩的程度出现趋势性的缓解。

麦格理银行称

全球大豆价格低迷将持续两年

证券时报记者 魏书光

尽管2014年中国大豆进口首次突破7000万吨大关,但是全球创纪录丰产的背景下,国际大豆价格仍在持续下跌,推动国内豆粕现货价格一个月内跌幅达到8%以上。而投行预计未来国际大豆价格仍将持续低迷。

海关总署近期公布数据,我国2014年1-12月份大豆进口总量为7140万吨,首次突破7000万吨,创历史新高。而中国农业部预测,2014/2015年度中国大豆进口量将达到7800万吨,将再创历史新高。

不过,中国创纪录的进口并没有提升国际大豆价格。数据显示,去年12月大豆进口量为853万吨,较上年

我们并不认为现在中国经济已经彻底摆脱了产能过剩的困扰,基于一些数据我们想得出的结论是产能过剩最严重、最坏的时候看起来已经过去了。”高善文表示。

在他看来,大宗商品市场转入相对长期的熊市,对于产能市场的调整有重要意义,主要体现在三个层面上:一、大宗商品价格的下跌,缓解和降低了中下游行业的成本压力,可以改善中下游行业的盈利水平。

二、降低通货膨胀的水平,使得中央银行更加有可能转向比较宽松的货币政策。

三、带来相对低且较为稳定的通货膨胀水平,可以降低整个金融风险。

高善文还特别分析了房地产市场,他认为,虽然长期内看空,但2015年短期内房地产市场存在超跌反弹的可能,这对于股票市场、经济会产生明显刺激作用。这样的反弹至少将持续12个月,目前反弹大概走了三到四个月,从股票市场房地产板块和银行板块估值看,主流的看法还是相对积极的。

30个大中城市商品房销售面积近期出现极快速的上升,到去年12月份的时候,月增速达到20%的水平。从

销售面积来看,去年底全国商品房销售面积的同比增速收敛到了零附近,我们认为今年出现不到5%的增长是一个大概率事件。迄今为止房地产行业已经有三四个月了,但是房地产开发在下降,我们认为房地产开发投资的下降已经接近以前水平,就要看到这些投资水平的反弹。”他分析说。

然,高善文也指出,中国要进入一个长期牛市,还需要经济重新恢复增长,目前是否有需求的重新加速仍不明确。但企业盈利逐步恢复、资金成本下降以及经济改革的深化,一些有利的条件正在积累。

量首次突破3亿吨,较2013/2014年度2.83亿吨的纪录产量,仍高出3063万吨。其中,美国大豆产量统计约1.08亿吨,而上年的纪录产量为9139万吨。

国际谷物理事会的最新报告也预计,2014/2015年度全球大豆产量将达到3.12亿吨,较上次预测值高出400万吨,也高于去年的2.84亿吨。本年度大豆期末库存预计为4200万吨,高于去年的3100万吨,比上次预测值高出400万吨,比上年增长35%。同期,2014/2015年度全球谷物总产量(不包括大米)也将达到创纪录的20.02亿吨,谷物期末库存将增长7%,达到4.32亿吨,这将是自上个世纪80年代中期以来的最高水平。

鉴于大豆如此严重的过剩局面,麦格理银行预计,芝加哥期货交易所有

(CBOT)大豆期货价格可能跌至2009年以来的最低水平,而且未来两年大豆期价依然看跌,因为大豆价格仍相对高于其他一些竞争性农作物,这可能致大豆播种面积提高。在美国,大豆价格仍比玉米有竞争力,因而今年大豆播种面积可能再度增长5%,达到创纪录的8790万亩。

麦格理银行称,本年度以及2015/2016年度全球大豆供应依然严重过剩,大豆价格表现不佳。麦格理银行预计,今年四季度大豆期货平均价格将跌至9美元/蒲式耳,2016年四季度将跌至8.70美元/蒲式耳,这将是自2009年3月份以来的最低水平。麦格理银行还预计CBOT2016年11月大豆期约价格为9.66美元/蒲式耳。

产区余粮减少 玉米年后供需矛盾将显

李艳飞

年关将至,产区农户积极售粮,临储收购速度稳步抬升,饲料企业开始筹备年前备库,玉米市场购销热度上升,但玉米价格并未受到提振。预计春节之后,在临储大量入库、贸易商库存上升和好感占比不多的情况下,供需矛盾将逐渐显现,为玉米价格上涨创造机会。

临储发力,产区基层粮源缩减。截至1月20日,临储累计吸纳东北玉米3318万吨,较去年同期高出43万吨,为收储以来首超去年同期,目前收储总量已占东北玉米总产35%。分省情况来看,至20日,黑龙江省临储入库量1852万吨,吉林省950万吨,辽宁省166万吨,内蒙古350万吨,分别占各省玉米产量的49%、36%、13%和19%。

从数字上可见,黑龙江玉米入库速度最快,其他省份明显慢于去年。其中,吉林省主要因玉米霉变率高,辽宁和内蒙古因价格偏高和外流顺畅。

贸易商处玉米库存高于去年同期。去年因临储大量收购,5月份后粮源供应紧张,引发玉米价格上涨。今年临储同样以惊人速度收购,基层粮源日渐萎缩,未来可流通玉米数量将明显下降,大有复制去年行情之势,吸引产区贸易商积极建立库存。目前产区贸易粮整体存量要明显高于去年同期,除东北的吉林、黑龙江贸易商外态度积极外,华北粮价大幅下跌也吸引本地贸易商开

始建立库存。不过,鉴于玉米水分偏高,目前存储数量尚有限。

贸易环节库存增加,会在一定程度上降低基层玉米数量。同时,价格更易受成本支撑,对粮价构成短期利多;但另一方面,也能对市场形成调剂作用。在粮价上涨到合理价位后,贸易商源可陆续投放于市场之中,降低出现类似去年暴涨行情的可能性。

农户售粮节奏较快,年后供应压力减弱。在临储收购和贸易商积极建库带动下,当前产区农户售粮进度均快于去年同期,基本全部过半。其中,辽宁、内蒙古已经见底,黑龙江进度已在70%左右。立春和春节之前,产区农户将继续维持较高售粮热情,加快基层粮源销售进度。在供应宽松的节奏下,粮价疲弱趋势难改。年前的提前释放,有利于年后供应压力的缓解,为后期粮价反弹奠定基础。

供需矛盾或于年后体现,为价格上涨提供机会。2012/2013年市场中陈粮结余库存较高,而2013/2014年贸易陈粮基本无结转。因此,若今年临储按照去年水平收购,则更易造成后期供应偏紧局面。加之优质玉米数量不多,好粮成“抢手货”,价格亦会受支撑。总体来看,目前产区玉米余量正在逐渐萎缩,年后供应紧张致粮价上涨是大概率事件。但是具体上涨幅度如何,还要看临储收购的最终进度、进口情况如何以及养殖需求情况。

(作者系中国玉米网分析师)