

## 假期持有商品 不及金融资产安全

程小勇

春节临近至今,国内大多数商品都出现了久违的普涨行情,而此前遭遇回撤的期指也一改萎靡的势头而持续回涨。

展望春节假期,我们需要警惕的是美联储加息预期升温带来的市场冲击,希腊和欧洲谈判局势再起波折,以及中国货币政策回归中性的可能性。由此,笔者建议,节假日可以适当持有金融资产,以及进入减产周期的商品多单,规避化工品、有色、黑色和大多数农产品等品种的多单。

### 节前反弹诱因

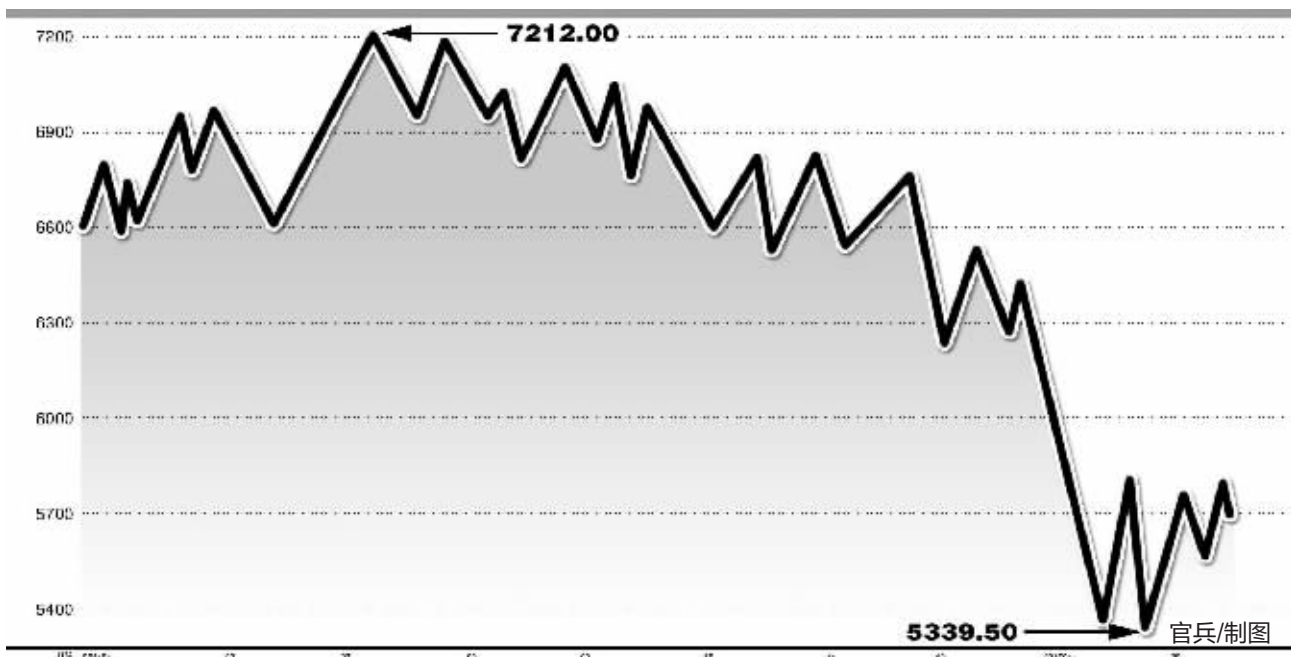
自2月中旬以来,国内商品出现普涨行情,特别是化工品甲醇、橡胶、聚丙烯(PP)和塑料(LLDPE)等反弹幅度都超过6%,而有色金属也紧随其后,最后连煤焦钢也不甘寂寞出现明显反弹势头。

笔者认为有两大诱因引发市场反弹:首先,原油反弹带来的羊群效应。原油在美国很多页岩油开采平台出现关闭的刺激下大幅反弹,这使得前期的利空转变为利多,大宗商品由此出现强势反弹,从化工品到有色,甚至最后蔓延至农产品中的油脂。

其次,中国货币宽松发力。尽管从长期来看货币政策在经济下行周期中难以改变大宗商品的长期下跌趋势,但是在一个较短的周期内,部分品种可能要么因超跌、要么因减产、要么因资金投机而出现超预期的反弹,当前就属于这种情况,并非基本面出现逆转。

### 节后风险事件

第一个风险事件是本周美联储公布会议纪要后,市场对美联储加息预期的升温。当美联储的声明提到利率政策时不再用“耐心”一词,可能就释



放了加息的信号。原因在于,随着美国劳动力市场强劲复苏,美联储主席耶伦不得不面临调整货币政策的巨大挑战。而长期国债收益率处于相对较低的水平实际上可能给予美联储更多自由空间,因为低长期收益率在美联储上调短期利率时会起到一个缓冲的作用。这时候,美元回归强势意味着大宗商品将面临来自实际利率上升和机会成本增加的抛压,大量资金会继续流向美元资产,从而引发新兴经济体的动荡,最终新兴市场股票和商品出现同步下挫。

第二个风险事件是原油反弹夭折。尽管油服业巨头 Baker Hughes 近期发表报告称,美国运转的钻井平台已连续九周减少,降至 1140 座,这是 2011 年 12 月以来最低水平,然而离实际减产可能还较远,关闭的一些钻井平台可能是无效或抵消产能。另外,3、4 月份是原油季节性弱势时期,到时候需求不但没有明显改善还会因炼

厂检修的原因减少原油使用量,而产量方面的变化不会立竿见影,因此供应过剩有进一步恶化的可能,预计全球的盈余仍高达 200 万桶/日-250 万桶/日左右。

第三个风险事件是中国货币政策低于预期。从公布的经济数据来看,包括消费者物价指数(CPI)、生产者价格指数(PPI)和 M2 等都显示经济通缩压力加重,市场普遍对节后中国货币政策进一步宽松预期升温。然而,我们关注到央行在降准的同时,并辅以逆回购等公开市场操作和结构性工具释放流动性,属于被动型的托底策略。一旦春节资金需求旺季过后,不排除通过公开市场回收流动性的可能,货币政策目前定调还是中性的。到时候,不仅股市、债市,包括商品都面临超预期的利空。

### 投资机会和风险点

从投资机会来看,由于中国货币政策总体目标是对经济托底和降低融资成

本,因此尽管总量性货币供给节奏不会太快,但是结构性货币供给还会不断出台,无风险利率下行是长期趋势。再加上中国居民对金融资产配置需求的逐年上升,期指和期货等金融资产从长远来看依旧是机会。

从产业来看,当前社会总需求不足时普遍性的问题,这意味着大宗商品要出现止跌反弹,就必须从供应端着手。而目前进入减产周期的商品主要有白糖、橡胶、铅锌等品种,未来可能还包括钢材等,因此这些品种意味着机会。

不过,大多数有色如铜、铝等来看,目前尚没有真正进入减产周期,而化工品更不会减产,包括煤制烯烃技术的成熟,以及原油低位带来成本的下行,这意味着产出还可以增长。而黑色产业链的煤炭和铁矿石目前只是国内出现减产,而国际生产商纷纷摩擦掌握准备通过低价来抢占中国市场份额,因此对于大多数商品来讲春节持有商品意味着风险大于收益。

(作者系宝城期货分析师)

## 收储量稳增 玉米中期向好

张革

由于今年国储玉米收购进度大幅走高,后期玉米现货市场可用库存将逐步收紧,从而支撑玉米价格上涨。我们对后期玉米市场仍旧抱以乐观向上预估,因收储量始终表现为激增状态,建议投资者逢低买入为主。

### 收储推动现货趋紧

自 2012 年国储收购量再度大幅放开后,国内玉米市场的供需状况开始深受临储政策影响。玉米价格持续维持区间震荡格局,因收储政策“做底”,供给过剩格局“毁顶”,国内玉米市场的震荡周期维持至今。

对于玉米临储政策,政策观点大体上维持不变,2015 年玉米临储政策将继续维持,但同时亦不排除出现一些调整的可能。不过,总体来讲,临储政策对于 2015 年 9 月之前的旧作玉米影响已经确定。而如果政策出现微调,影响到的也是 2015 年 9 月之后上市的新作玉米。因此,中期来看,影响国内玉米市场价格的重要因素仍为临储量的大幅攀升引发现货库存逐渐趋紧的现实。

### 临储进度远超预期

对于 2014/2015 年度的收储政策,市场最初预计收储量将较 2013 年度大幅降低,或在 3000 万吨左右波动,然而现实再次让人大跌眼镜。收储开始的第三周,国储玉米收购进度迅速上升至 619 万吨高位,之后收储进程如泄洪之水蓬勃上涨,速度之快远超市场预期。截至 2 月 10 日,国储玉米收购量已达到 5499 万吨,较去年同期增长 1750 万吨。若按照去年 2 月 10 日至 4 月 30 日收储量 2600 万吨的增量计算,今年国储玉米收购量将超过去年的 6919 万吨。但我们暂时对这一增量持保留意见,因今年运输补贴政策未推出,华北玉米倒流速度将低于去年。同时由于去年的国储收购导致现货市场缺货现象严重,今年下游企业备货较去年积极,因此,我们预计今年玉米国储收购量保守估计将达 6000 万吨以上。

即便如此,国储收购总量也已远超市场初始预估。2015 年玉米市场的基本面将与 2014 年颇为相似。从当前至 2015/2016 年新作上市前,玉米现货市场可用库存将逐渐收缩,最后会再度因为现货可采购量匮乏而导致供应紧张。如此,若加

## 通缩风险显现 宽松政策加码

沈文卓

1 月消费者物价指数(CPI)五年来首次跌破 1%,创五年来新低。1 月份生产者价格指数(PPI)则连续第 35 个月下跌,同比降幅扩大至 4.3%,创下五年来新低。预计 2 月份 CPI 依然在低位徘徊, PPI 降幅或继续扩大,通缩为主要风险,最主要的原因还是经济持续下行导致实体经济总需求不足。出于通缩风险的考虑,货币还会继续宽松,2 月降准不会是货币宽松的终点。

从资金面看,上周 2 万亿打新叠加春节临近因素导致流动性偏紧,交易所回购利率全面飙升,银行间流动性趋紧,上周央行重启 14 天和 21 天逆回购净投放 2050 亿元,公开市场操作力度加大。上周资金紧张主要源于春节因素和前半周新股发行因素,随着春节资金陆续到位,后期资金面有望明显缓解。目前市场更为关注节后资金利率中枢水平,笔者认为随着未来宽松货币政策继续加码,资金利率仍有下行空间。

从政策角度看,央行在四季度货币政策报告中不再讲“定力”,强调在外汇占款投放基础货币出现阶段性放缓的情况下,增强主动提

上二、三季度新作种植期干旱、洪涝等天气炒作,2015 年的玉米价格走势将与去年雷同。

### 玉米消费整体中性

2015 年的玉米消费可能不能达到预期。由于畜禽存栏水平下降使得饲料消费低迷,同时工业加工需求偏稳定。因此,我们认为玉米消费对玉米价格的影响整体偏中性。需要关注的是阶段性的需求高峰和玉米现货可用库存之间的均衡。

饲料需求方面,存栏下降拉低销量。虽然当前国内生猪、鸡蛋价格仍未摆脱弱势格局,但存栏下降的根基已定,价格上涨只是时间问题。同时,关联到饲料上,玉米、豆粕等大宗饲料的消耗量减少为必然。因此,2015 年玉米的饲料需求量将继续表现低迷。若单纯按照存栏减少情况来看,饲料消费增量将较难实现同比上升,甚至可能同比下降。

工业消费方面,开工率下降与利润短期回落,中期季节性回升。从淀粉产量的年度变化来看,整体波动较为平稳。当前仍为产量稳定增长期,2015 年的玉米淀粉产量或将继续保持稳定。

淀粉需求具有明显的季节性特征。每年一季度玉米淀粉价格疲弱,企业加工利润也降至年内低点,开工率水平较低。汇易网统计数据示,2 月 6 日当周国内玉米淀粉的开工率水平已由 12 月的高点 75% 下跌至 65%,虽然仍处于较高水平,但随着后期玉米市场价格的上涨和可用库存的下降,以及玉米淀粉需求的回落,加上春节假期,2 月中旬之后国内玉米淀粉市场的开工率水平将继续下降,直至二季度之后方有好转。因此,玉米淀粉的对玉米需求的拉动将于二季度之后季节性走高。

由于今年国储玉米收购进度大幅走高,后期玉米现货市场可用库存将逐步收紧,从而支撑玉米价格上涨。同时季节性规律亦表明 9 月合约相对强势,可选作多头标的。从季节性波动来看,春节前后玉米下游开工率较低。因此,虽然在三季度之前我们对于玉米价格始终维持看多思路,但不排除因利多兑现短期涨幅放缓的可能。预计若玉米价格出现回落,则将在春节后面临短期压力。最后,我们对后期玉米市场仍持乐观向上预估,因收储量始终表现为激增状态,建议投资者投资策略以逢低买入为主。

(作者系中信期货分析师)

## 过剩压力主导节后金属市场走向

曹洁

临近假期,商品活跃程度明显下降,加上受周边市场影响较为明显,铜市继续保持反弹走势,但这仅仅是短期影响。一旦资金回归市场,铜价将再度受到基本面过剩的压力而偏弱运行。

事实上,金属资源的过剩已是不争的事实。工信部最新发布的 2014 年中国有色金属工业运行情况分析 and 2015 年形势展望及重点工作数据报告显示,2014 年,有色金属国有及国有控股企业利润占全行业的 6.5%,亏损额占全行业的 67%,数据显示有色金属行业产能过剩压力仍大,整个行业的创新能力有待加强。

其中,电解铝产能过剩压力仍较大。同时其他品种冶炼产能及中低档加工产能过剩也比较严重。企业成本

压力不断增加。加上电力体制原因,煤炭价格下跌带来的发电成本下降难以传导到用户,采用电网的国有电解铝企业亏损严重。

另外,新探明的潜在金属矿产储量亦很惊人。事实上,在陆地矿产资源逐步枯竭的过程中也伴随着海洋矿产资源的开发。海底世界除了大家耳熟能详的锰结核、深海油气,还有热液矿床,以及当前炙手可热的天然气水合物。天然气水合物的储量极为巨大。据估计,把人类已经用掉的和还没有开发的石油、煤、天然气加在一起,还赶不上天然气水合物中有机碳总含量的一半。如果这个估计不错,那无疑是人类的福音,因为它很可能将成为新世纪的新能源。

在研究中我们发现,海底资源大致包括:分布于水深 4000-6000 米海

底,富含铜、镍、钴、锰等多金属结核以及分布于海底山表面的富钴结核和分布于大洋中脊和断裂活动带的热液多金属硫化物。此前我们提到“黑烟囱”所蕴涵的资源价值,其实多金属结核亦有丰富的金属资源。多金属结核含有锰、铁、镍、钴、铜等几十种元素。世界海洋 3500-6000 米深的洋底储藏的多金属结核约有 3 万亿吨。其中锰的产量可供世界用 18000 年,镍可用 25000 年。而目前我们探明的全球铜矿储量才 4.74 亿吨。相比海洋丰富的资源来看,还有很大的发展空间,一旦科技进一步发展,海底矿藏浮出水面,将对目前的资源类商品供应产生巨大的冲击,价格将会一落千丈,目前可能只是一个下跌的开始。

当然,市场依然存在很多阻碍价格下跌的因素,这包括中国铜厂家本月在上海召开会议,商讨如何应对铜价下跌。

主要讨论的话题包括市场供应和国内销售情况,与会人员没有最终确定将采取何种应对行动,现货市场从冶炼厂出货速度来看的确有些放缓,而部分原料供应商也表示冶炼厂有缩减产量举动。我们认为缩减产量在春节前都属于常态,但本周现货铜市场上供应量的确偏小乃事实,此时消费极端低迷的情况下,减少供应能对价格起到一定的阻跌作用,从目前现货升贴水稳定表现也能看出来。

从较长周期看,铜价应该是下跌的,在这个过程中,关于抛空时点,我们建议主要关注几个方面:首先是美元,在美元回调的时候,抛空需谨慎;其次是持仓量,持仓量下降到 80 万手以下抛空会相对安全,因为空头回补动力将更弱;最后是比价和升贴水,如果比价足以进口,现货升贴水明显走弱,表明铜价基本面不佳。(作者系光大期货分析师)

## 回归商品属性 黄金开启反弹之路

黄李强

近期美国的经济数据表现不佳,加之希腊债务问题有所缓解,美元指数面临回调,黄金价格有望反弹。此外,随着黄金价格大幅下挫,黄金商品属性开始显现,在成本支撑的作用下,黄金价格大幅下挫的空间有限。

美国经济面临阶段低迷,美元指数或将小幅回调。近期美国的经济数据有所下滑,美国一月份制造业采购经理指数(PMI)为 53.5,较去年 12 月下降 1.6 点,虽然仍在荣枯线之上,但是已经连续三个月下滑。此外,2 月 7 日当周,美国初请失业金人数为 30.4 万人,较上一周增加 2.5 万人,为 2014 年 5 月以来的新高。

欧元区经济运行状况近期有所好转。欧元区去年第四季度经济增速调整后改为增长 0.3%,高于市场预期的 0.2%,2014 年全年,欧元区经济增长

率为 0.9%。此外,据媒体报道,关于希腊债务问题,德国和希腊都有意妥协,寻求在救助协议上达成共识,以继续救助希腊。虽然笔者认为从长期来看由于希腊自身经济增长能力有限加之负债比率过高,德法关于希腊债务问题的让步只是在拖延希腊债务危机的爆发,但是短期来看,德国与希腊关于债务问题的妥协的确有助于缓解市场的担忧情绪,对于欧元也将产生一定的刺激作用。

综上所述,我们认为近期美国的经济数据不尽如人意,市场认为美联储可能会对加息更加谨慎。但是,欧元区最大顽疾的希腊债务问题在短期内得到缓解,欧元近期走强的概率较大。由于美强欧弱格局在近期有所变化,美元指数可能会面临短期的回调,支撑黄金价格。

回归商品激发成本支撑,黄金价格未来难现大跌。布雷顿森林体系解

体之后,美元的币值不再和黄金挂钩。之后,由于黄金由美元来标价,两者一直呈现高度负相关的关系。因此,美元在汇率市场上表现的好坏很大程度上决定了黄金的价格,美元走强黄金就会走弱。

2012 年 10 月左右,由于市场预期美国货币政策将在未来收紧,黄金价格开始大幅下挫。2013 年 6 月之后,黄金延续了长达一年的低位震荡走势。可是,2013 年 7 月之后,由于美国退出 QE,加之市场认为美国将会在 2015 年加息,美元指数一路飙升。在 2014 年 7 月至 2015 年 1 月的 7 个月的时间里美元指数由 80 点涨到 95 点,涨幅达 18.75%,而黄金在同期最大跌幅也仅为 15.5%,特别是在 2014 年 11 月份之后,黄金已经开始和美元同涨同跌。

造成这种现象的原因一方面是由于这一时期风险事件频发(原油暴跌、希腊存在退出欧元区可能等),引起市场对于黄金保值需求的增加所致。另一方面也

说明前期黄金的暴跌已经将黄金的金融属性剥离,目前黄金更多体现其商品属性。从有关数据来看,如果黄金跌破 1200 美元/盎司,部分黄金生产企业将会亏损;而如果金价跌破 1100 美元/盎司,那么大多数的黄金生产企业将会面临亏损。因此我们认为短期黄金可能会在 1200 美元/盎司获得强劲的支持,而后期即使美元大幅上涨,黄金下跌的空间也会相对有限,很难跌破 1100 美元/盎司。

综上所述,我们认为,由于短期美国经济表现不佳,加之希腊债务问题有所缓解,美元指数可能面临回调。此外,由于黄金价格的大幅下挫,黄金金融属性逐渐淡化,随着黄金回归商品属性,黄金也将受到来自成本的支撑。我们认为 COMEX 黄金期货短期内将会背靠前期的上涨通道反弹,第一目标位为 1252 美元/盎司;上海期货交易所黄金期货则有站稳 250 元/克的整数关口。

(作者系金石期货分析师)