

货币政策结构性变化 将抑制资产泡沫

许江山

理解一国货币政策有很多角度，而中国的货币政策因其特殊性而与对外贸易有着千丝万缕的联系。而当前中国经济中有一些与货币政策或对外贸易有关的重要现象值得关注。

关于通胀和货币增长速度，笔者认为中国货币政策的关键就在于数量型货币政策，最终是落实到货币的增长速度，而价格型货币政策如利率对经济增长影响相对较小。最近几个月，中国政府不断表达着控制通胀的决心，而这轮通胀的原因无疑是货币高速增长最终传导，那为何我们没有看到货币增速迅速回落？

首先，国内基础货币的增速往往是被动决定的。为维持固定汇率机制，央行必须对冲大量的贸易顺差。而对冲贸易顺差的结果就是我国央行的资产规模就因为对冲而被迫不断增加。从央行资产负债情况可以看出，国外资产这一项占据了央行总资产的80%有余。从这个角度来看，当前若要从根本上治理通胀，主动降低贸易顺差或者逐步放弃固定汇率制度应该是必要条件。

其次，对外贸易和货币政策。可以看出我国贸易顺差和外商直接投资（FDI）的大幅增加倒逼央行采取长期的宽松货币政策。对于中国的对外贸易，笔者认为其正在经历着一些本质性的变化。从2000年左右开始，中国对外贸易总量开始加速上升，至今对外贸易已经真正跃升为拉动中国经济增长的三极之一。FDI和对外贸易为什么会在这10多年的时间内如此快速增长？较低的劳动成本和出口企业的低利润可能是主因。而在中国当前的经济背景下，这种模式还能持续多久值得思考。人口红利的逐渐消失，刘易斯拐点到来导致劳动力成本的增加等，是中国内部抑制出口的一些因素。而全球产业结构调整变化，可能是决定在未来10年或20年中国的出口模式难以为继的国际因素。

笔者认为，在接下来的10年或20年中国的贸易顺差占贸易总额的比重会逐渐下降，贸易逆差可能会成为一个经常现象，而今年2月出现的贸易逆差可能是个先兆。当然这个变化必然是一个连续而缓慢的过程。贸易顺差和FDI的减少，可能意味着中国的货币政策真正回归到独立，而货币增速可能会下一个平台。

而就短期来看，今年年内将迎来全球发达国家货币政策的集体转向，货币政策的收紧会加速中国进出口形势的变化，同时也会真正迎来中国货币政策的紧缩，进而必然会抑制股票、房地产甚至大宗商品等资产的泡沫。

（作者系广发期货分析师）



www.gfqh.cn

全国统一服务热线

95105826

中金所全面结算会员 诚信 专业 创新 图强

沪胶难以摆脱规律性下跌

范燕文

在多空之中纠结，清明节后天胶在泰国洪水题材发挥下引发了一波推涨行情。然而国内天胶市场仍处于青黄不接的时间段，“外强内弱”的格局最终难掩天胶弱势，4月底，沪胶1109合约完美走出“头肩顶”形态。很多投资者都错过了4月中旬的这波大好趋势，沪胶跌势是否能再延续呢？

从历年的数据统计，最近8年来在4月中旬至5月20日的这个时间区间之内，市场的下跌概率达到了75%，而且在该区域一旦下跌行情成立，下跌幅度达到10%以上的概率高达66.7%，平均下跌幅度约12%左右。目前沪胶1109合约根据“头肩顶”形态的度量跌幅计算，最小跌幅11%，下跌通道正式成立。预期下一波行情仍有10%以上，完成最终第二季度的3万下方目标。

从目前国内天胶的供需情况上分析，上期所的注册仓单虽然持续处于减少状态，这也是在开割高峰期来临之前，套保者正常的调整库存阶段。随着高峰期的来临，保值功能继续体现，仓单势必将随之增加，回归正常水平。青岛保税区方面，截至上周，总量能有17万吨左右，船货预计在4万吨-7万吨之间。虽然资源方面随着价格的巨幅波动，有一定的流动性，但是总体库存消化量有限。需求方面，目前下游大型的轮胎企业以合约性质采购原材料，结算方式也以月均价为主，这种盘中的巨幅波动对其影响不大，采购的热情并没有完全启动。需求旺季远还没有来临，短期呈现供大于求的局面。

从宏观和货币政策上来看，目前新兴经济体进入加息周期，而欧元区也开始加息，货币收紧政策的累积效应已在二季度逐步呈现。

综上，天胶5月仍不排除继续下探可能，投资者仍可保持逢高沽空思路，寻找再次入场点。

（作者系金元期货分析师）

美元近期持续下滑，一度跌至73点，刷新近3年的最低水平

流动性继续泛滥 大宗商品进入“深水区”

证券时报记者 魏曙光

美联储27日宣布继续维持宽松货币政策的刺激下，通胀恐惧心理正在推动，把流动性转化成通胀避险商品和贵金属，而能源和食品价格上涨的趋势很可能会继续。

28日，美元指数继续下滑，一度跌至73.02点，刷新2008年7月以来最低水平，此前一交易日收于73.61点。国际黄金价格也涨势强劲，28日亚太盘中一度上冲至1535美元，年内涨幅高达10%。

伯南克的讲话大大缓解了未来加息的可能，并降低了市场对于第三轮量化宽松政策铁定不会推出的坚信程度。”银河期货分析师付鹏认为，美国双率失控变得非常肯定，首先黄金市场毫无疑问仍将持续上涨，1600美元应该很快就能见到；其次美元会加速贬值，不排除下破2008年金融危机最低点的可能；再者商品市场或将从胶着状态逐渐地转入到逐渐体现货币因素的影响中，金融属性强劲的商品或将率先打破这种胶着状态。

当前农业领域推升价格上涨的因素已由食品过渡到非食品，并呈现刚性上涨的特征。仅就上游价格而言，通胀情况也并不乐观。除蔬菜外，其他品种的价格下跌并不明显，甚至如粮油、水果在内的很多品种仍然维持环比上涨。

国际粮价形势不容乐观。由于欧洲部分地区发生严重旱情，受此影响，欧洲市场粮食作物的价格开始攀升，其中小麦价格最近一个月来已上涨15%，如果未来欧洲春旱形势进一步扩大，甚至威胁到其他传统的小麦主产区，那么将很可能会再次引发新一轮的当地粮食、食品价格的上涨。而目前北半球也正在进入作物备耕的关键时期，北

半球各种植区的天气变化将尤为引人关注，芝加哥期货交易所三大粮食品种价格仍维持上涨态势。

同期，在国内生产资料及大宗商品价格方面，最为抢眼的是煤炭价格的上涨，并引致钢铁、化工产品等一系列产品价格的上涨。显然，石油价格上涨带来的能源紧张格局仍然是2011年经济增长和周期波动的核心风险之一。

煤价涨电价不涨的局面下，“电荒”必然全面蔓延，高耗能产业拉闸限电成为必然选择。届时，钢材、铝、铅、锌等上游基础大宗商品价格由于供求紧张而出现价格上涨局面，难以改变。

美联储表态确立黄金中期多头趋势

高赛尔金银

就当诸多投资者认为黄金1520美元/盎司是短线上一个无法逾越的阻力时，周三备受关注的美联储暗示不急于退出宽松货币政策，令美元走软，同时推动黄金创下了新高1529.9美元/盎司。

可以说，美联储主席伯南克在其他各大经济体纷纷收紧货币政策的情况下仍然维持0%-0.25%的低利率不变，是非常有胆识的。自第二轮量化宽松推出以来，美联储的基准利率就未发生过任何的变化，美元的持续性贬值确实也拉动了美国进出口贸易的发展。除此之外，虽然目前因前期中东地缘政治原因导致原油价格高企，但他们认为美国目前的通胀水平仍维持良好，虽然失业率依旧在8.5%附近徘徊，但初请失业金与就业人数已

与此同时，居高不下的大宗商品市场仍然荡漾在资金流动性泛滥的河水中。尽管本月虽然经历了加息和上调存款准备金的双重压力，但市场利率低位徘徊的趋势并未有根本性的改变，实际负利率格局仍在，市场资金面相对宽松，显示了“政策从紧，市场宽松”的格局。上周央行提高存款准备金率，公开市场上却是净投放资金，这种一手加准备金，一手放货币的政策也显示了在控通胀和保增长问题上的纠结。

显然，商品本身供需紧张，加上流动性“覆水难收”的大背景下，商品价格将行进在“深水区”，而能源和食品价格上涨趋势可能会继续。

有了明显的改善。在此次会议中，有决策权的委员们是一致通过的，可见，美联储仍认为较为宽松的货币政策是很适合美国目前经济发展形势的。

面对这样的局面，黄金后市应该如何操作，成为了投资者更加关注的焦点。我们认为，至少在第二轮量化宽松政策6月底到期前，黄金向上仍有一定的空间。从美元目前的盘面变化上看，2009年以及去年低点74.20点以及75.50点等重要支撑已无法对美元的颓势起到太大的支撑作用，下一目标位很可能到达2008年金融危机时的低点70.68点附近。而不仅仅是美国经济面临的巨大财政赤字和宽松货币政策等基本因素，令市场不看好美元的后市发展，技术面上美元周线的下降三角形形态已确认突破并



美联储暗示不急于退出宽松货币政策，令美元受到沉重打压，投资者因此加入到购买黄金和白银的大军。

久。但70.00点对于美元指数来说是生命线，在经过超跌后可能会在这一线的支撑下有所反弹。

虽说目前黄金的多头趋势在此次会议过后再度被确认，但仍存在一定的风险。这个风险可以从两方面来看待。其一，美联储可能在第二轮量化宽松政策到期后结束国债的购买计划，之前已经流露出结束国债购买计划的意愿。在本次政策会议结束后发布的声明中，美联储明确表示将在6月底结束始于去年11月的国债购买计划。商务部周四预计将公布第一季度美国国内生产总值(GDP)增速不足2%。但在大宗商品价格不断上涨的背景下，美联储面临通过加息来抑制通货膨胀的压力已越来越大，所以6月底伯南克的下一个决定将非常重要。之前许多分析机构作出6月底可能出现黄金年内低点也基于此理由。

其二，市场的风险偏好趋向在现在的短线行情上起到的作用不容小视。现在会议结果已经公布，市场前期的炒作预期已不存在，对于谨慎的国内投资者而言，须谨防再度出现大量获利了结盘的出现和涨跌停的过山车行情。也许黄金市场体现得不够明显，但国内白银TD价格周内已经出现两次这样的情况，这已给我们敲响了警钟，追涨杀跌的后果不堪设想。

综合以上分析，对于日内交易而言，资金量较大的投资者可在黄金日线10日均线1505美元（沪金314.98元）一线轻仓介入多单，目标位1545美元（323.00元），止损1496美元（313.20元）。资金量较小的投资者暂时观望，不可盲目追涨，谨防美元超跌后的技术性反弹；中期操作上仍以逢低做多为主。

摩根士丹利称 原油需求依然强劲

摩根士丹利周三表示，虽然当前国际油价持续高企，但全球原油需求依然维持强劲状态。

摩根士丹利表示，原油市场基本面依然保持强劲状态，因全球原油库存料将出现进一步降低。另外，利比亚局势始终未见好转迹象，该地区石油生产和出口将继续受到明显冲击。

摩根士丹利表示，近期以来国际油价持续走强将对需求构成压力，但就目前而言该压力并不明显。而对于新兴市场来说，原油需求反而呈现出扩张迹象。（黄宇）

泰国食糖产量 有望创历史新高

泰国蔗糖管理委员会表示，由于雨水充沛提高了单产，估计本制糖年泰国的食糖产量有望创历史新高，达到947万吨，估计食糖出口量将增加到667万吨。商品分析师表示，泰国大幅增产不在市场预料之中，所以估计对糖价造成的冲击也不小。

去年11月28日至今年4月25日期间，泰国食糖产量已经达到910万吨，产蔗8840万吨。（黄宇）

政府组合拳调控 粮食期货持续回落

陶金峰

尽管日前召开的美联储利率会议宣布维持量化宽松货币政策，并维持零利率政策不变，美元指数一度跌破73点关口，黄金和原油价格再创新高。但是国内早籼稻、强麦、玉米等谷物类期货并没有从中获得支撑，4月28日继续下探。在国家一系列组合拳的强势调控作用下，强麦和早籼稻期货已经将从2月中旬以来调整了2个多月的时间，玉米期货稍显抗跌，但是也面临补跌的压力。

输入型通胀压力未减

周三美联储议息会议维持低利率政策不变，暗示不急于退出宽松货币政策，令美元走软。受此影响，国际黄金和原油继续上涨，包括大多数农产品、金属和能源类商品期货价格也随之反弹或上涨，输入型通胀压力加大。好在我国稻谷、小麦和玉米等主要谷物类供需基本平衡，受国际相同商品期货价格的影响较小，否则输入型通胀压力更大。

粮油市场密集调控

尽管我国先后多次上调存款准备金率和加息，但是调控效果并不十分理想，后期通胀压力依然严峻。近期针对粮油市场的调控措施接二连三，政府连发重拳，可谓用心良苦。

一是发改委约谈粮油企业延后涨价。据市场消息，继食用油生产企业限价令延期后，近日古船面粉、五得利面粉等大型粮企已接到国家相关部门通知，要求企业延迟两个月涨价，各大企业原定4月上涨面粉价格即被中止。发改委约谈价格的结果除了成品粮油现货价格涨势暂停，也打击了期货市场中强麦、早籼稻、玉米等粮食期货多头的信心和勇气，价格承压。

二是调整深加工政策，限制玉米产能扩张。4月19日，国家财政部和税务总局发布《关于暂停部分玉米深加工企业购进玉米增值税抵扣政策的通知》。玉米深加工受限后，将有利于缓解目前玉米供需偏紧的局面。除此之外，有关政府管理部门还出台了一系列政策措

施，包括核定和限制玉米深加工用量，收紧玉米收购企业信贷资金，核查粮食收购价格，停止粮食收购资格申请，等等。目前，玉米深加工企业的收购价格已经开始下调，部分玉米深加工企业已经停产，玉米期货价格的回调压力有所加大。

三是实施定向销售，降低企业生产成本。近日来自国家粮食局的 消息，各地方已经开始着手准备籼稻的定向销售预案。第一批定向销售暂按两个月时间确定。定向销售降低了企业的原料成本，其成品粮油价格也因此有所降低，缓解了粮油市场价格上涨的压力。

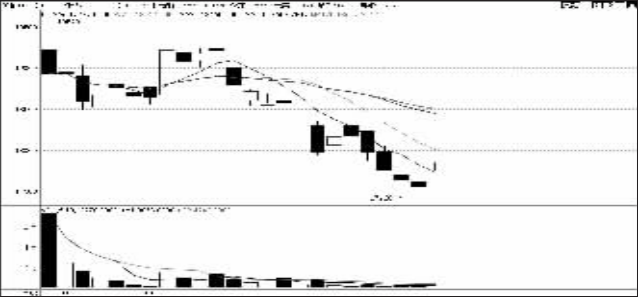
四是加强价格监管。近日，国家发展改革委下发通知，部署各地价格主管部门加强五一期间市场价格监管。在短期国家强势调控物价的大背景下，作为重点调控对象的早籼稻、强麦、玉米等粮食期货品种，面临较大的调整压力。

加息预期升温

今年，在春节长假、清明假期末，央行先后两次加息，随着五一

■ 行情点评 | Daily Report |

沪铅：持续疲软



虽然存款准备金率在市场预期之内继续上调，但是3月消费者物价指数继续超出市场预期，这无疑会加重市场对未来货币政策会继续紧缩的预期。因此未来消费者物价指数的走向不仅决定了货币政策的走向，同样对沪铅的走向有较大影响。但在限电影响下，部分冶炼厂可能因此减产，从而对铅价起到一定支持。

沪金：高位运行



美元大幅走软、投资者长期通胀预期攀升、以及市场对标普下调美国信用评级前景等系统性风险事件的忧虑情绪拉升金价屡创新高。美联储依旧维持极低利率政策不变，黄金的投资价值并未因此削弱。4月全球最大黄金ETF持仓自2010年8月以来首次月度环比增加，反映黄金的长期抗通胀价值得到进一步提升。预计长期通胀预期将继续支撑黄金高位运行。

螺纹钢：支撑明显



市场资金在央行地量发行央票的护航下，银行间拆借利率回调，节前市场资金相对宽松。同时，提前刮起的限电风成为目前市场的焦点，强化了铜企产量下降的预期。美联储议息会议传递出来的信息，支持美元弱势。随着A股走弱，空头趁机打压，昨日盘中回到4910元的争夺，从周四的表现看，4900元得到了有力支撑。鉴于节前风险控制，我们建议注意仓位控制。（伍矿期货）