

## 美元走强的故事讲得不够动听

天羽财经社

过去的5个月中,伴随着美国经济逐渐显出的复苏迹象,美元也日渐走强。但恰恰是这种现象,令市场参与者感到非常困惑:这是否意味着一个新的时代即将开始——美元长达11年的疲软趋势是否即将改变?

自5月3日美国非农就业报告公布以来,10年期美债已经上升了30个基点。市场参与者认为,上述信号足以使美联储采取逐步削减货币宽松QE的策略。这种预期又进一步使美元走强的趋势得到加强。受此因素影响,最近两天,美元对贸易伙伴的货币已经突破了重要的技术支撑,如美日汇率突破了100大关。此外,美元相对于澳元、欧元、英镑和瑞士法郎等,全部走强。

有分析者指出,本轮美元走强,从长期来看,主要受三大因素影响:其一,美国国内削减经常账户赤字的政治需要;其二,日元和澳元走软的推动;其三,页岩油神话的不断加强。上述三个因素相互叠加促进,在一定程度上推动了美元不断走强。此外,从心理因素上来看,市场把美联储即将削减QE看得过重,导致货币投机者收得过早。

但是,比之美元走软的长期根本趋势,上述这些推动力依然显得十分脆弱。历史证明,任何一次美联储收紧银根信贷,或退出经济计划的决策,哪怕仅仅是谣言,都会使美元走软。即便是当下,如果出现任何不好的经济数字,都有可能使正日益变强的美元一夜之间突然转向。

首先,美国经济逐步走上正轨,虽会使美元得到加强,但这个趋势,需要在很漫长的一段时间中,被经济数据和银行信贷规模反复证明后,才最终有可能得到市场参与者的支持。而目前,从短期来看,美国经济仍处于低迷中,金融部门漫长的去杠杆化进程尚未结束。冰冻三尺非一日之寒。它的经济欠债太



今年以来,美元持续走强,但支撑美元走强的三大推动力仍然是脆弱的。

翟超/制图

多,复苏之路任重道远,并非只能靠走强的美元来削减债务和赤字。

其次,美元真实利率仍然处于近半个世纪以来的低位区间。从美元贸易加权指数来看,该指数在上周整体上升1.5%,但相较一个月前,仍然处于相对平缓的空间内,并未像人们想象般站到了新的战略高度之上。

其三,本轮美元走强,主要得益于日元和澳大利亚元走软。而根据美联储贸易加权美元指数计算规则,日元和澳元所占的比重仅为7.3%和1.4%,并不算份额很重的贸易伙伴。只有另外“四大金刚”:人民币(占20.3%)、欧元(占16.5%)、加拿大元(占12.9%)、墨西哥比索(占11.3%)共同对美元贬值,才有可能形成真正的美元升值趋势。但这样的后果却不堪设想,因为“四大金刚”同贬,势必会造成全球经济衰退,这是比美元贬值

更大的经济灾难。

从目前情况来看,中国发展速度虽放慢脚步,人民币长期升值的趋势不会得到改变;做多墨西哥比索现在是货币投资者的一门热门生意,因为该国制造业的发展和投资已经进入起飞阶段;加拿大元的贬值趋势也即将得到修正;而欧洲虽身处水深火热,但德国和欧央行保证欧元完整的决心没有丝毫动摇。这个决心,必须依靠坚挺的欧元做后盾。

其四,从美国自身来看,美元走弱的大趋势并未因这次反弹而得到根本的改观。目前,美元的国外直接投资和私人账户的净流入仍然处于负值期间,只是速度和规模都有所下降而已。美国大规模的经常账户赤字,仍需要全球美债目前最大的购买者——美联储来不断弥补。

其五,美元走强的好故事说得还不够动听。上一次美元走强出现在上世纪

90年代,并在2002年被终结。当时支持美元走强的故事是网络泡沫。净资本和外国投资的流入,使美国经常账户建立了平衡。但这个故事在网络泡沫后被打破。

此次美元走强,支持它的故事是页岩油气的开发。有数据表明,美国的石油产量将在2020年后,达到利比亚的水平,成为全世界最重要的石油出口国。但是,页岩油技术十分昂贵,开采过程中的成本很高,达到每桶35至65美元左右,是欧佩克国家传统石油开采成本的2至3倍左右。这就意味着,页岩油的成本价至少要维持在65美元的基础上才能持平。正因此,美国不可能让升值的美元增加页岩油的销售成本,从而损害由它主导的整个国际石油贸易体系。

综上所述,从短期来看,美元对日元和澳元的持续走强,虽然在可预见的未来仍会持续一段时间,但其过去11年的走弱趋势,不会在一夜之间被完全改变。

期指机构观点 | Viewpoints |

### 分红进行时 期指继续大幅贴水

东方证券研究所:股指期货上市以来,投资者对于沪深300成分股分红的关注度逐年提高,究其原因,根据沪深300指数的编制方法,样本股股息(分派现金股息),指数不予修正,任其自然回落;股票除权的同时将带动指数除权,从而影响股指期货价格;简单地说,就是分红会对期指的价格产生影响。近期我们观察到期指价差水平下降不少,甚至出现了贴水现象,其中很大一部分原因可能是来自于大家对分红的预期。

随着A股市场不断的成熟和发展,我们看到,沪深300指数成分股分红的次数及股息率在逐年增大,同时市场的有效性日益增强,例如,2012年5至7月期指合约的持续贴水充分说明期指交易者已清楚认识到了分红对于期指的影响。

市场越有效,就需要越早越准确的获取一切信息。根据往年的经

验,预计2013年的沪深300成分股分红仍将集中在5至7月,因此,分红对于IF1306、IF1307、IF1308以及IF1309期指合约的定价将有显著的影响。目前,IF1306与IF1309合约已经上市交易,且沪深300所有成分股都已公布了年报,因此,我们只需要对除权除息日进行预测,就能够根据当前股价和权重计算分红对各期指合约的影响。我们取沪深300指数成分股2013年5月15日的收盘价以及权重来计算分红对期指的影响,结果如下:分红对5月至9月合约的影响分别为0.001%、0.841%、1.518%、1.645%和1.678%,对应点数分别为0.01点、21.8点、38.04点、41.22点和42.05点。

对于期货交易者来说(无论是投机还是套利),切忌不能简单从期货贴水得出看空后市的结论,更切忌贸然进行跨期套利或期现方向套利;在衍生品市场中,“细节决定成败”,全面了解定价的各个因素,更早更准确的把握合理价值,将成为制胜的核心。(李辉整理)

## 一季度饰品需求成黄金消费主流

证券时报记者 魏书光

世界黄金协会昨日发布的最新一季度世界黄金需求趋势报告显示,今年第一季度全球黄金总需求为963吨,比2012年第四季度下降了19%,但是金饰品总需求同比增长12%。

根据世界黄金协会的统计,2013年第一季度全球黄金总需求为963吨,比2012年第四季度下降了19%。其中,各国央行仍是黄金的重要买家,连续第7个季度购买量超过100吨。2012年占全球黄金需求6%的黄金交易所上市基金(ETF)的持仓量一季度下降了177吨。

从价值来看,2013年第一季度黄金需求为510亿美元,比2012年第四季度下降23%。平均金价为1632美元/盎司,同比下降3%,比2012年第四季度下降5%。

黄金投资需求下滑的同时,饰品需求上升明显,主要受到亚洲市场的推动。统计显示,2013年第一季度全球金饰总需求同比增长

12%。中国市场的金饰需求同比增长19%,达到创纪录的185吨。印度和中东市场的需求分别上升15%。美国市场的金饰需求实现自2005年以来的首次显著增长,到达6%。

中国和印度市场的黄金需求还受到金条和金币销售上升的推动——中国市场同比增长22%,印度市场同比增长52%。美国市场的金条和金币需求同比增长了43%。全球来看,金条投资增长了8%,而官方金币(例如美国鹰徽金币和加拿大枫叶金币)增长18%。

世界黄金协会投资部董事总经理郭博思称,受市场无形因素影响,4月金价暴跌,刺激了抢购潮,造成零售商断货和精炼厂订单积压。在这种情况下,金条和金币、金饰的销售以及科技部门的黄金消费需求仍占市场的81%。

他说,这些数字表明,在4月黄金市场震荡之前,黄金市场的基本面仍保持稳健;中国和印度市场需求不断增长,央行持续增加黄金储备,金条和金币等投资产品销售强劲。

## 大商所举办期货法律理论与实务座谈会 与会人士呼吁出台《期货法》

证券时报记者 李辉

日前,大商所在大连召开“期货法律理论与实务座谈会”,来自中国证监会相关部门、最高人民法院、相关地方法院、仲裁机构、高等院校、律师事务所等单位的二十余名代表对相关期货法律问题进行了交流。与会人士呼吁能及早出台《期货法》,为行业发展提供一部“根本大法”。

座谈会上,大商所相关负责人表示,完善的法制建设是一个市场走向成熟的标志,我国期货市场作为一个新兴市场,可以在市场规模上短时期内赶上发达市场,但发达市场发展过程中所形成的一套法制制度、法制环境,还有整个市场上依法经营的理念是无法复制的。目前国内司法实务、法学研究、律师界对期货市场的了解和期货法律的关注程度还不高,相比国际发达市场,国内期货市场法制建设还有一个需要完善的过程;相比金融市场其他领域,我国期货市场的法制建

设水平仍有很大的提升空间。该负责人表示,今后交易所将会通过更多方式进一步密切与法律界的联系,也希望法律界人士能够继续关注期货市场工作、支持期货市场法制建设。

大商所法律部相关负责人在会上分析了交易所面临的法律风险及趋势,表示在未来法律风险防范工作方面,交易所将继续不断完善业务规则体系,严格依法依规履行职能;同时将做好法制宣传和业务规则的培训工作,使会员和投资者深入了解规则,增进交易所与市场主体之间的互信。

座谈会上,与会法律界人士对期货法制建设和市场规范发展给予了积极评价。相关专家表示,目前期货市场整体较为规范,发生的纠纷案件相对较少,一个重要的原因在于市场形成了一系列严密的规章制度,有效防范了风险,同时最高人民法院出台的相关司法解释,针对性和操作性都非常强,也对防止和减少纠纷起到了积极作用。

## 郑糖:价差交易机会将逐渐增加

周小球

在各类收储传言渐渐落空以后,白糖期货市场的基本面缺乏明显的不确定性,价格逐渐进入窄区间整理阶段;不过,窄幅波动的价格并不影响在不同合约之间进行跨期价差交易。

我们认为,基本面最平稳的阶段正是介入跨期价差交易的最好时机。基本面供过于求的格局非常清晰。2012/2013榨季国内食糖产量预估为1300万吨(不含进口原糖加工);全社会总供应量为2028万吨,期末库存达到693万吨,同比增加165万吨;我们认为2012/2013榨季国内食糖市场将始终处于高库存的压力之下,现

货价格在未来2至3个月内不具备明显反弹的条件。价格不能上涨并不意味着就会下跌。由于依然存在150万吨的收储计划预期(市场传言会减少收储量,不过我们认为国家政策是具有严肃性的,只要政策上没有明确表态不会收储,那么就应当将该因素考虑进去),现货价格大幅度下跌的概率很小。相对于国际糖市而言,过剩量更大、价格更高是当前国内白糖市场最主要的特征,在基本面看不到任何改善的情况下,市场继续窄区间整理的概率最大。

市场认知一致引发羊群效应。我们认为当前市场价格运行的情况基本反映出市场对于基本面认知的统一性。对于市场空头来说,等待价格反弹

到一定程度后回补空头是其最优选择;而对于多头来说,等待价格下跌至较低水平以后,在有较强的政策信息的配合下低买高卖是其最理想的交易策略。也就是说,在基本面缺乏不确定性的背景下,市场投资者都很理性,在高位追涨或者在低位杀跌都难以形成有效的号召。市场认知过于一致使得价格波动幅度进一步收窄,并逐渐弱化对投机资金的吸引力,成交量和持仓量均出现不同程度下降。

平稳阶段是介入价差交易的最好时机。由于期货价格波动幅度收窄,跨期合约的价差也基本没有方向性波动;不过,我们认为市场平衡阶段正是介入跨期价差交易的最好时机。对于不同榨季的合约来说,虽然当前阶段价差波幅不惊,但

背后实际是风起云涌,因为不同榨季的基本面具有很大不确定性,所有的平衡都只会是暂时的;对于相同榨季的情况来说,传统意义上的统计套利可以大行其道,此外还可以根据基本面强弱提前进行中长期布局,并且不会造成明显的成本冲击。

我们认为市场跨期价差在未来2至3个月将经常来回波动,投资者可以获得相对安全的投资回报。总体上,我们认为由于投资者对于当前市场的认识缺乏新意,市场认知仍将使得价格波动幅度进一步收窄;不过,平衡总是在为未来新的波动做准备,市场平静之时正是介入跨期价差交易的最好时机。

(作者系国泰君安期货分析师)

## 期现价差修复 玻璃期货将向上突破

梁琰

郑州玻璃期货从5月初开始触底反弹,从1310元附近上涨至1400元上方,涨幅达10%,近期在1400元至1450元之间调整蓄势。

郑商所调整厂库升贴水公告发出之后玻璃期货强势拉升,冲击1450元压力。4月下旬开始玻璃销售逐渐好转,库存降低,各地现货价格小幅攀升,期现价差有待继续修复,期货价格有望攀升。

4月份商品房销售、房屋开工和施工数据均好转,玻璃下游需求改善。4月份的房地产数据相比3月有好转。房地产开发投资完成额累计同比增加21.1%,房屋新开工面积累计同比增加1.9%,商品房销售面积累计同比增加38%,增加幅度相比3月份都

有增加。与玻璃短期需求走势较相关的房屋施工面积累计同比增加17.2%,该数据相比上月增速增加0.2个百分点,继续温和攀升。近期房屋成交方面略有降温,不过百城住宅平均价格同比和环比分别增加1%和5.34%。近期十大城市的商品房可售套数不断降低,房屋库存降低。另外近期城镇化发展规划正在修改中,后期如果政策开始逐步推行对玻璃需求将长期利好。

玻璃现货销售情况好转,从供需面来看玻璃价格有望逐步攀升。玻璃供应小幅增加,玻璃生产线在近期有点火生产线,前期点火的产线有逐步出货的,5月上旬玻璃实际产能增加15万吨/年至3989万吨/年。玻璃销售情况好转,虽然走出淡季尚未到消费旺季,不过玻璃下游订单的好转

也促进了玻璃库存的逐步降低。4月份以来玻璃库存逐步下降,5月上旬相比4月底下降32万重箱。5月以来各地主要厂家的现货价格均有一定幅度的上涨,河北地区上涨16元/吨至1200元/吨,江苏地区上涨32元/吨至1488元/吨,武汉地区上涨8元/吨至1400元/吨,不过上涨幅度均小于期货。随着下游加工和流转渠道进货的好转,玻璃上下游的信心正在好转,玻璃库存降低,玻璃价格有望逐步走出低谷。

升贴水调整降低了沙河地区的期现价差,不同地区的期现价差的差距也减少,后期各地的玻璃套保套利空间将相对公平。郑州商品交易所公布了最新的玻璃厂库升贴水调整,沙河地区的贴水由170元/吨增加至200元/吨,滕州金晶玻璃由贴水80元/吨减少至贴水40元/吨,中国耀华玻璃升水由50元/吨降

低至20元/吨,没有调整华南地区的升水幅度。调整之后江苏华尔润的期现价差为-65元/吨,沙河地区为+7元/吨,武汉长利为+37元/吨,漳州旗滨为-145元/吨。华北和华中以及华东地区的期现价差差距相比调整前减少,不过与华南地区的价差仍旧较大。

目前的期现价差相对处于低位,后期随着期货价格和现货价格的上涨,期现价差将得到修复。

(作者系广发期货分析师)