

美元回流 大宗商品涨势退潮

黄金熊市格局或已明确

□本报记者 官平

近期资本市场似乎在形成新的逻辑：美股、美债下跌，美元指数弱勢震蕩，非美货币如欧元、英镑等相对强势，而亚太股市和汇市纷纷下挫，泰国、印度尤为典型。分析人士指出，美国实体经济转好，美元纷纷从其他国家和地区转向美国市场，美元指数亦在前期大幅反弹，短期大宗商品可能再次“退潮”，特别是对于黄金来说，意味着熊市格局已定。

美元回流的四个“推手”

8月21日，美联储发布的7月议息会议纪要显示，伯南克缩减QE规模的时间表获得了广泛支持，并认为在7月份会议上宣布缩减QE时机尚不成熟，部分美联储理事表示，美联储可能需要在不久以后就开始缩减“量化宽松”计划。该消息使得美元指数从底部企稳。数据显示，截至北京时间22日17时，美元指数从20日阶段性低点80.754点攀升至81.492点，升幅近1%。美元是大宗商品的计价货币，这也使得原油、伦铜等大宗商品在当天会议纪要发布时价格走势受挫。

分析人士指出，导致美元回流有四个推手：一是美国经济复苏。随着美国实体经济好转和美国道琼斯股票指数连创新高，赚钱效应导致美元纷纷从其他国家和地区转向美国证券市场；其次是美元指数。前期美元指数出现大幅反弹，作为重要的投资手段，美元指数安全性增强，吸引力也

进一步提高，美元指数走高进一步吸引美元回流。三是新兴国家经济增速放缓。在这些国家资本市场进行投资的风险加大。四是美国政府采取的旨在增加本国投资和就业的政策。这对美元回流起到促进作用。

美元回流会流向哪儿

美元回流，会流向哪些领域和资产？格林期货研发总监李永民说，流向主要取决于预期收益率及风险的高低。目前看，美国实体经济恢复进程最快，自我修复能力最强，美元流向美国应该第一选择。中国政府近期是采取了一系列旨在重振实体经济的宏观调控措施，这些措施已经逐步生效，中国也有望成为美元投资的重要选择之一。

他进一步表示，美元回流对不同国家和地区会产生不同的影响。对流入国而言，美元短期大幅增加会导致当地流动性短期内大幅上升，美元流入短期内会对流入地物价起到支撑作用。但长期看，美元流入并没有投向实体经济，而主要投向资本市场。如果有一天美元流出，将对流入地经济产生重大冲击，1998年亚洲金融危机就是明显的例子。

资产选择方面，此前有市场人士认为，美元回流可能会选择证券市场。数据显示，从6月下旬开始的一波牛市行情令美股屡创新高，道琼斯工业指数一度攀升至15658.43点的历史高位。不过，8月以来，美股开始回调。



大宗商品会否再“退潮”

不可否认的是，美元回流会对新兴市场以及全球大宗商品市场等造成冲击，黄金亦不例外会遭受负面影响。市场人士认为，无论9月，亦或是今年年底，缩减QE已成为大概率事件，全球美元供应量快速膨胀的趋势将会得到一定的限制。

在这一预期下，进入2013年以来，美国净资本流入大体处于增长状态。而金融市场的个突出表现是，美国十年期国债收益率攀升至近两年高位。有分析称，美元资产收益率上升有望吸引更

多投资者，对于美元回流也将会起到促进作用，但进一步来看，尽管美国经济延续缓慢复苏的态势，不稳定性却始终存在。

国际期货研发中心总经理姜兴春认为，今年以来，随着美国经济稳定复苏，美国股市屡创新高，美元回流是一个确定性事件，但是美元从新兴市场撤离速度和数量并没有想象中那么多，仅是全球资产配置的细节变化，不会引发汹涌的“撤离潮”。

他表示，美元回流会加速大宗商品市场调整，股市受到流动性影响出现技术性调整，美元快速回流

加速美元走强，短线利空大宗商品。不少分析师指出，市场避险需求减弱又会遏制美元的回流，美元回流过程应不会一蹴而就，对于黄金价格的负面影响也会是间歇性的。光大期货分析师孙永刚认为，在美股出现高风险持续下跌之后，QE政策的正式退出是否会成为一个真正的终结，与此同时将给全球金融市场带来巨大的风险，但是这样的风险至少对于发达国家传导至实体经济的效应并不强，QE的退出或许并没有市场想像的那么遥远，黄金价格无疑将进入长期熊市格局。

■ 品种扫描

沪锌 震荡上扬

沪锌1312合约开盘报于15005元/吨，最高15175元/吨，最低14905元/吨，尾盘收于15160元/吨，上涨80元/吨。全天共成交60974手，持仓量增加4988手至101606手。建议投资者保持偏多思路操作。（程鑫）

玻璃 收十字星

玻璃期货重心继续走低。1401合约收盘报1415元/吨，较前一交易日结算价下跌5元/吨，跌幅0.35%。成交量73万手，减少20万手，持仓量增加12348手到62万手。考虑到现货处于旺季，建议谨慎观望，寻找做多机会，关注1409元/吨支撑效果。（白亚洁）

甲醇 冲高回落

甲醇1401合约以2850元/吨开盘，冲高回落，盘中最高2860元/吨，最低2830元/吨，以2832元/吨收盘，跌11元/吨，成交量3168手，持仓量3720手，增204手。在基本面转弱的情况下，建议前期空单继续持有。（李丹丹）

郑糖 继续回落

郑糖主力1401合约开盘4980元，最高5004元，临近尾市结束，在多头减仓打压下，期价走低，收于4956元，下跌71元/吨，跌幅1.41%。市场交投依旧清淡，成交量32.38万手，持仓量略减至55.56万手。短期看，期价或延续震荡调整格局，短线交易为主。（李丹丹）

棕榈油 弱势整理

昨日棕榈油主力1401合约跌18点，收于5524元/吨，日增仓4728手。马盘棕榈油出口需求增加，难以抵挡大连棕榈油期价跟随豆类下行走势。因棕榈油增产利空影响仍有延续，且美豆即将上市压力，大连棕榈油期价反弹空间有限。（白亚洁）

粳稻 跌破均线

郑州粳稻期货主力1401合约小幅反弹，最终收报2482元/吨，涨3元/吨，幅度为0.12%。前期利空因素并未完全解除，走势上看，1401合约仍受压于20日线且偏空形态仍然维持，暂不宜加多。（白亚洁）

■ 探秘大宗商品市场“榨菜指数”（四）

税收：衡量商品供求关系的平衡仪

□宝城期货金融研究所 程小勇

从当前税收反映的情况来看，7月份中国经济只是一个短周期企稳。长周期来看，经济结构调整带来的经济增速会逐步放缓，潜在的经济增长率会伴随人口红利消失，加之产能过剩和投资效率下降等，决定大宗商品难以摆脱熊市格局。

从税收定义上来看，税收可以看作反映经济运行状况的“晴雨表”，同时具有经济调控职能。具体来看，我国税收主要包括流转税（主要是增值税）、所得税、财产税、资源税等，其中所得税类、资源税类和行为税类份额的增加意味着经济的总体规模在扩张，这从收入分配方面直观的反映出一国的经济景气度。

统计数据发现，2005年以来，中国税收增速大幅放缓甚至负增长发生过5次，且都伴随经济滑坡和大宗商品价格下跌。分别是2005年2月至3月，主要是工业增速和出口增速放缓；2008年9月至2009年5月，当时美国引爆的金融海啸演变为全球经济危机，中国出口等遭遇重创；2010年8月至9月，4万亿元刺激措施负面效果显现，传统的经济增长模式缺陷凸显；2011年11月至2012年1月，中国开始货币收紧，4万亿投资项目步入尾声；2012年7月—9月，货币紧缩

和地产调控导致经济硬着陆风险上升；2013年1月至5月，经济结构调整、金融去杠杆化、产能过剩、出口下降和资源错配等结构性矛盾集中爆发。

近期财政部公布的数据显示，税收增长情况和7月份公布的其他宏观经济指标一样，都显示出在稳增长措施加码和经济自我周期性调整的双重利好下，中国经济短周期出现了企稳迹象。7月份，中国税收总量较去年同期增长12.06%，达到10171.39亿元，而6月份同比增速为12.86%，增速略有下滑，但是相较于5月份只有8%的增速已经明显的好转。分项数据来看，对应工商业的增值税在7月份同比增长11.2%，这也与7月份工业增加值回升到9.7%相吻合；对应房地产和服务业的营业税，受前几个月房地产市场成交额大幅增加拉动，7月份同比增长10.4%。

7月增值税和营业税基本保持同步增长。营业税主要对应服务业和房地产业，增值税主要对应工商业。考虑营改增的因素，营业税增速实际要快于增值税，说明服务业、房地产业的景气度要好于工商业。这一趋势在企业所得税中也有所体现。数据显示，7月企业所得税3079亿元，增长14.1%，扣除年度间退税等不可比因素，增长约9%。其中，工业企业所得税增长3.7%，表明整个经济



景气度回升，但工业景气度相对较差。7月份我国外贸增速由负转正，亦拉动进口相关税收增幅由前几个月下降转为正增长。7月份进口货物增值税、消费税同比增长8%。然而，相对居民消费的国内消费税在7月份确同比下降1.8%。一直以来国内消费税增长都比较快，但7月份出现负增长出乎意料，由此反映出终端消费依旧疲软。

7月份经济企稳是逆周期操作和自身的库存调整的共振结果。从经济回升的传导链来看，主要是在经过三个月的去库存之后，上游重新扩张，向中下游传导，实际下游景气度回升有限，且主要是政策引发的预期好转。这种经济企稳的基础并不牢固，地产泡沫已经非常严重，依靠地产投资拉动的模式最终会自我崩

溃，而铁路基建投资和轨道交通投资是个长期的过程，在未来很长一段时间内由于财政收入增速放缓（主要体现在税收），地方债务问题将制约基建项目的实际开工和跟进。再加上工业制造业景气度明显弱于地产，煤炭、有色和其他工业原材料在新一轮投资引擎启动之后，其产能过剩会加剧，再加上当前政策实施托底而非拉动，长期调结构的任务将导致高能耗、高投资和低效率的增长模式难以为继。

由此，在经过3—6月份的被动去库存之后，“金九银十”旺季驱动的补库行为，引导大宗商品反弹持续时间可能只有1—2个月，最乐观的是3个月。但主动去库存和去产能尚未真正启动，下行的经济长期周期决定大宗商品难以摆脱熊市格局。

社会库存明显恢复

据中塑资讯统计，截至8月16日，PE市场库存较7月底增长6.18%，比2012年同期仅减少2.82%，而7月底PE市场库存比去年同期大幅下降10.1%，这表明8月上半月贸易商备货量较大，市场货源供应也逐漸充裕；另外，贸易商备货的季节性规律也较为明显，



华泰长城期货有限公司
HUATAI GREAT WALL FUTURES CO., LTD.

做最具责任感的风险管理顾问

全国热线：4008280888

公司网址：www.htgwf.com

需求回暖 PTA以退为进

□海通期货研究所 林河

8月20日，PTA1401合约开盘即跌破8000元/吨的心理支撑位。午后受亚洲股市大跌影响，跌幅扩大，最终收盘跌2.13%，几乎收于最低点，一根大阴线跌破原有趋势，多空双方都大幅减仓。8月21日，1401合约维持弱势整理态势，尾盘小幅跳水，说明经过一根大阴线，多头信心仍显不足。但我们认为，PX成本支撑明显，临近9月，下游需求有望回暖，因此对于期货价格不必过于悲观，短期弱势整理，调整是为了更好地反弹。

首先，PX价格坚挺，成本支撑明显。因地缘政治动荡，国际原油价格维持高位震荡。而国内扬子石化60万吨、辽阳石化70万吨、乌石化100万吨PX装置停车，目前国内PX开工率在七成左右，PX供应略为紧张。8月21日亚洲PX收盘价为1478.5美元/吨FOB韩国和1502.5美元/吨CFR中国台湾，较7月底上涨了2.1%，较6月底上涨了4.8%。从历史走势中可以看到，PX与PTA价格的相关性非常大。其次，上游强、下游弱的格局

有望缓解。7月底以来，PTA产业链“上游强、下游弱”的格局不断加强。一方面，受PX价格不断上涨影响，PTA厂家边际生产亏损加大，目前已达到300元/吨左右，从而降低了开工积极性，开工率降到70%左右，较7月底下降了一成。另一方面，受淡季、高温限电的影响，江浙织机开工率已降到67%左右，处于一个较低水平。因此，这轮上游成本传导并不顺畅，这也是PTA主力合约在8000点上下反复纠结、上攻8100点失败的主要原因。

但有利因素依然存在。第一，8月汇丰PMI初值为50.1，较7月终值的47.7显著回升，创下2010年8月以来最大升幅。第二，江浙高温天气在逐渐消退，高温限电的不利因素也在消失。第三，下游涤纶长丝的库存处于一个较低水平。临近9月，下游厂家可能会为传统的“金九银十”提前备货而出现补库存行为，下游需求有望得到改善。近几日，江浙织机的开工率出现企稳略微回升的迹象。“上游强、下游弱”的格局有望得到缓解，这也是PTA现货涨价的基本动力。

避险情绪推动黄金反弹

□世元金行 高思远

近期黄金和白银的表现完全超出了市场最乐观的预期：黄金从1180美元/盎司涨到最高点的1384美元/盎司，涨幅超过17%，白银更是在近期收出“八连阳”，从前期低点18.22美元反弹到最高点23.62美元/盎司，涨幅超过29.6%。

金银表现简直和之前的跌势“判若两人”，原因是什么？表面上看，黄金大涨的原因是中国和印度年内大量购买。中国人对黄金自古以来的追求，加上金价大幅下挫，激起了老百姓捡便宜货的心态，尤其是4月份“中国大妈”的抢购黄金行为使得我国黄金需求激增。据黄金协会报告称，今年上半年中国对黄金的需求增长了54%。

不过笔者认为，黄金进口绝不是在一天之内完成的，上半年每天都会进口黄金，可为何金价还一路下跌呢？再说，“中国大妈”购金行为虽在当时引起了金价大幅反弹，但还是没有能够彻底改变黄金下跌趋势，并且黄金价格进一步下挫还将“中国大妈”套牢在高位。

那么黄金的上涨动力源自何方？

笔者认为，正所谓“乱世金银”，黄金的根本属性之一就是避险，而这种避险属性不仅可以规避通胀风险、汇率风险，更重要的是规避政治风险。

近期的政治风险包括三个事件：首先是埃及骚乱。如此大规模的局势不稳必然导致黄金价格上

涨。其次是德国大选。最后一个，也就是最重要的因素是美联储主席的接班人选。市场最关心的是接任者偏向鸽派还是鹰派，因为这决定了QE政策的退出时间。但市场可能都忽略了另一个问题，那就是接任者将如何管理美联储才是关键。除了以上三个政治影响之外，作为投资者所关心的收益率问题，美国固定收益类资产上半年表现也着实令人失望。

在所有固定收益资产类别中，仅有企业杠杆贷款的回报率为正，而这又主要是因为这些贷款支付浮动利率的息票（LIBOR+息差），因此利率上升时收益预计也将上升。

在政局不稳、美国投资回报率极低的情况下，如果美国经济不能实现复苏，那么原来的强势美元政策所吸引来的资本又将大量流出美国，加上现在黄金大幅上涨，投资者很可能选择卖出美元，选择黄金进行避险，或令美国经济复苏雪上加霜。

由此可见，黄金近期上涨是对政局动荡所引发的避险情绪所产生的，短期之内内需问题都不会解决，黄金上涨还将持续一段时间。



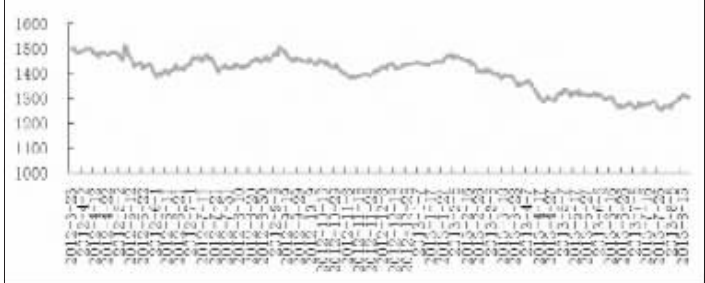
天津贵金属交易所
Tianjin Precious Metals Exchange

创新进取 服务实体

电话：022-58678358
邮箱：tpme@tpme.com

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	770.85	773.80	767.82	768.07	-8.27	770.95
易盛农基指数	1436.93	1439.91	1434.89	1435.50	-4.41	1436.78

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览（2013年8月22日）			
	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅
综合指数	1303.35	1.42	0.11%
金属分类指数	873.78	1.14	0.13%
农产品分类指数	940.42	-1.28	-0.14%
化工分类指数	631.18	5.64	0.90%
有色金属分类指数	875.34	4.01	0.46%
油脂分类指数	1114.17	-4.13	-0.37%
豆类分类指数	1324.65	1.93	0.15%
饲料分类指数	1427.47	9.87	0.70%
软商品分类指数	1400.07	-7.09	-0.50%



注：东证期货大宗商品期货价格综合指数，是涵盖国内三大商品期货交易所上市交易的所有活跃品种的交易型指数，指数以各品种主力合约为跟踪标的，采用全年固定权重法，基期为2006年1月4日，基点1000点。东证期货大宗商品期货价格分类指数，以不同的商品板块进行分类统计，编制方式与综合指数一致，但基期各不相同。

周四国内大宗商品期货市场多数品种小幅低开，整体市场呈现出弱势盘整的格局，午后部分品种发力上涨，其中，化工分类指数以及饲料分类指数表现相对强势。昨日上涨前三的品种有橡胶、豆粕和沪铜，涨幅分别为1.72%、1%和0.69%；下跌前三的品种有白糖、螺纹钢和豆油，跌幅分别为1.41%、0.74%和0.59%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周三上涨0.11%，收报于1303.35点。