

黄金“黑金”加“美金” “金三角”开启商品第二轮跌势

□光大期货研究所 叶燕武

随着月底QE2的如期结束，作为国际金融市场两大供水货币之一的美元（其次是日元），其走向无疑再度成为牵动全球投资者神经的TOP指标。对商品市场而言，笔者认为，其定价中枢的核心驱动变量有三，美元仅是“金三角”中的第三个支点，首要是黄金，其次是原油。

为什么说黄金是最主要的支持点？大宗商品的立足根基虽在于宏观经济，但笔者通过对8个主要商品的横向比较发现，资金流动或许才是今年上半年商品价格大幅波动的主因，而黄金恰好正是衡量全球经济流动性水位的“浮标”。这一奇特的现象在于，在2009-2010年领衔商品报复性反弹的4大品种（铜、橡胶、白糖和棉花），于今年2月中旬几乎同时见顶后演绎一轮跌势；而以白银和原油为代表的（包括黄金和铝）4大商品，也几乎是在同时开始走出非常凌厉的升势，并于5月初（拉登被击毙）在同一个时点暴跌，白银当周跌幅高达30%；自5月以来，上述8大商品中除黄金外，其余商品与各自顶点均已产生较大的落差。其背后的逻辑正是资金的全线撤离，这从相关机构资金监测报告和每周公布的CFTC持仓报告中不难印证，而某些国际机构频繁看多看空或同出此理。不难想见，

随着QE2结束后美联储水龙头（美元增量）的拧紧，全球流动性水位无以复加，黄金的下沉空间远甚于上浮高度，这也预示着大宗商品的最后一道防线已岌岌可危。

如果说黄金是通胀预期的反应用剂，原油则是控制通胀预期的“离合器”。油价走势牵一发而动全身，其持续上涨超过一定界值所引发的第二轮更广义通胀预期效应的担忧，频现于发达经济体特别是欧洲央行措辞上。数据显示，美国5月CPI同比涨幅创三年以来新高，而二季度以来欧债危机旧病复发，美国经济复苏乏力的同时，债务上限压力又好比半空中的石头悬而未决，因此，非基本面因素推动的油价上涨显然是不被认可和接受的，这也就难怪理解为什么6月以来欧美两大央行掌门人一致对原油“重点关注”了。不妨做一种假设，在全球经济活动趋于放缓或紧缩的条件下，油价持稳，通胀预期亦随之稳定，与之对应黄金的通胀题材必然弱化，而二者的相辅相成又会衍生出一个新的问题，即市场对农产品趋势上涨的一致性预期能否经得起推敲？

再者，美元对上述黄金和原油的逻辑起到一种验证的作用，其与黄金的历史性周期拐点在2011年重合值得高度关注。从历史大周期来看，1971年8月美元与黄金脱钩的40年以来，黄金大致演绎的是“涨10

国内大宗商品6月23日涨跌统计						
品种	6月22日(收盘价)	6月23日(收盘价)	涨跌幅(%)	涨跌	单位	交易所
焦炭	2288	2318	1.31	30	元/吨	DCE
螺纹钢	4694	4734	0.85	40	元/吨	SHFE
铅	16720	16855	0.81	135	元/吨	SHFE
锌	17155	17240	0.50	85	元/吨	SHFE
燃料油	4975	4990	0.30	15	元/吨	SHFE
铝	17015	17035	0.12	20	元/吨	SHFE
黄金	321.2	321.07	-0.04	-0.13	元/克	SHFE
早籼稻	2508	2504	-0.16	-4	元/吨	CZCE
铜	67740	67620	-0.18	-120	元/吨	SHFE
豆粕	3316	3310	-0.18	-6	元/吨	DCE
豆油	10196	10158	-0.37	-38	元/吨	DCE
LLDPE	10445	10405	-0.38	-40	元/吨	DCE
菜籽油	10526	10480	-0.44	-46	元/吨	CZCE
大豆	4418	4396	-0.50	-22	元/吨	DCE
线材	4781	4756	-0.52	-25	元/吨	SHFE
PVC	7950	7905	-0.57	-45	元/吨	DCE
强麦	2820	2804	-0.57	-16	元/吨	CZCE
白糖	6770	6721	-0.72	-49	元/吨	CZCE
棕榈油	9062	8996	-0.73	-66	元/吨	DCE
天然橡胶	32390	32090	-0.93	-300	元/吨	SHFE
玉米	2375	2351	-1.01	-24	元/吨	DCE
PTA	9182	9058	-1.35	-124	元/吨	CZCE
棉花	23790	23370	-1.77	-420	元/吨	CZCE

注：以上均为连续合约；数据来源：世华快讯；品种取值截止北京时间6月23日18:00。

年—跌20年—涨10年”的曲谱，而美元则映射的是“跌10年—涨5年—跌10年—涨5年—跌10年”的路径，时间走到2011年的三季度，恰好是两条曲线形变的交汇点，历史的巧合往往如此。按照“自上而下找逻辑，自下而上寻验证”的研究思路，微观层面的验证表明，一般用来监测美元阶段性拐点的指标，即美元指数期货合约，仍分为套息交易、估值交易和趋势交易，对美元的分析通常从套息（欧元兑美元外汇期货）和趋势（美元指数期货）两方面验证。非商业净持仓已于6月初翻多并以较强的动能蓄势，其意义不言而喻。

由黄金、原油、美元三点汇聚而成的“金三角”，显然可以作为主导当前商品市场定价中枢的芯片，原油区间波动，美元伺机而动，中转轴则在黄金。随着QE2的如期结束，最后一道防线黄金难免失守，其趋势拐点或对应商品第二轮共振下跌的汇聚点，甚至不排除殃及农产品的可能性。

■ 招商期货看市

农产品“慢牛”将继续前行

□詹志红

尽管2011年下半年的宏观环境仍然复杂多变，但不会改变农产品尤其是油脂油料产品牛市运行趋势，在需求主导之下，下半年市场将延续以慢牛的形式演绎。

回顾即将过去的上半年，农产品总体处于对之前快速上涨的消化整理阶段，缺乏后续利多刺激同时遭遇宏观环境拖累，上半年全球油脂油料市场未能延续2010年强势格局，而是在资金避险情绪的主导下震荡整理，但供需偏紧的基本面仍限制着期价的下方空间，CBOT大豆在每蒲式耳1300-1400美分的主要区间窄幅震荡。

宏观面，货币趋紧预期对商品构成压制。尽管宏观环境仍旧复杂多变，但全球步入货币紧缩期的市场预期将在下半年不断被强化，对商品市场将形成显著的压制性作用。而美元在下半年有较强的反弹基础，商品不具备全面走牛的基础。商品走势料将出现明显分化，金属可能继续下挫而农产品则可能与美元同步上涨。

油脂油料供需偏紧格局未变，需求仍唱主角。美玉米、小麦品种间的比值效应料将给美豆强支撑。由于播种面积基本明朗，下半年的单

产将成为市场关注焦点，而从我们对单产历史规律研究推测今年美豆单产仍将维持高位。中国的进口需求仍将维持上一年大致水平以及生物柴油对豆油消耗已经走出低谷，预计下半年需求数据的调整将加剧油脂油料供需紧张程度。

农产品金融属性弱化，但资金流向起决定作用。在2011年下半年全球货币收缩的预期下，预计大宗农产品尤其是农产品的金融属性将减弱。但是经历了上半年系统性风险消化后，未来供需偏紧的基本面仍对寻求出口的投机资金构成较大吸引力。

大豆牛熊规律揭示农产品正处牛市运行途中。大豆牛市运行规律揭示，本轮自2010年7月启动的牛市行情将有望延续至2011年底甚至2012年初。尽管复杂的宏观环境可能对牛市轨迹构成波折，但整体油脂油料的牛市步伐不会改变。

把握慢牛节奏，耐心等待市场回暖。我们预计下半年油脂油料、玉米市场将继续以慢牛的形式深化本轮农产品牛市行情。预计CBOT大豆下半年波动区间将在1300-1600美分/蒲式耳，连豆料将运行在4350-5000元/吨的区间内。把握牛市节奏，耐心等待市场回暖将会是油脂油料市场下半年主要操作思路。

黄金“黑金”加“美金”

“金三角”开启商品第二轮跌势

国内大宗商品6月23日涨跌统计

品种	6月22日(收盘价)	6月23日(收盘价)	涨跌幅(%)	涨跌	单位	交易所
焦炭	2288	2318	1.31	30	元/吨	DCE
螺纹钢	4694	4734	0.85	40	元/吨	SHFE
铅	16720	16855	0.81	135	元/吨	SHFE
锌	17155	17240	0.50	85	元/吨	SHFE
燃料油	4975	4990	0.30	15	元/吨	SHFE
铝	17015	17035	0.12	20	元/吨	SHFE
黄金	321.2	321.07	-0.04	-0.13	元/克	SHFE
早籼稻	2508	2504	-0.16	-4	元/吨	CZCE
铜	67740	67620	-0.18	-120	元/吨	SHFE
豆粕	3316	3310	-0.18	-6	元/吨	DCE
豆油	10196	10158	-0.37	-38	元/吨	DCE
LLDPE	10445	10405	-0.38	-40	元/吨	DCE
菜籽油	10526	10480	-0.44	-46	元/吨	CZCE
大豆	4418	4396	-0.50	-22	元/吨	DCE
线材	4781	4756	-0.52	-25	元/吨	SHFE
PVC	7950	7905	-0.57	-45	元/吨	DCE
强麦	2820	2804	-0.57	-16	元/吨	CZCE
白糖	6770	6721	-0.72	-49	元/吨	CZCE
棕榈油	9062	8996	-0.73	-66	元/吨	DCE
天然橡胶	32390	32090	-0.93	-300	元/吨	SHFE
玉米	2375	2351	-1.01	-24	元/吨	DCE
PTA	9182	9058	-1.35	-124	元/吨	CZCE
棉花	23790	23370	-1.77	-420	元/吨	CZCE

注：以上均为连续合约；数据来源：世华快讯；品种取值截止北京时间6月23日18:00。

年—跌20年—涨10年”的曲谱，而美元则映射的是“跌10年—涨5年—跌10年—涨5年—跌10年”的路径，时间走到2011年的三季度，恰好是两条曲线形变的交汇点，历史的巧合往往如此。按照“自上而下找逻辑，自下而上寻验证”的研究思路，微观层面的验证表明，一般用来监测美元阶段性拐点的指标，即美元指数期货合约，仍分为套息交易、估值交易和趋势交易，对美元的分析通常从套息（欧元兑美元外汇期货）和趋势（美元指数期货）两方面验证。非商业净持仓已于6月初翻多并以较强的动能蓄势，其意义不言而喻。

由黄金、原油、美元三点汇聚而成的“金三角”，显然可以作为主导当前商品市场定价中枢的芯片，原油区间波动，美元伺机而动，中转轴则在黄金。随着QE2的如期结束，最后一道防线黄金难免失守，其趋势拐点或对应商品第二轮共振下跌的汇聚点，甚至不排除殃及农产品的可能性。

□广发期货研究中心

从宏观面来看，当前的农产品正承受着双重压力：一来整体通胀水平持续创新高，政策调控的压力很大；二来作为下游的食品价格环比却在持续走低，这不利于上游农产品价格的走高。

豆类：旧年度大豆和植物油库存增加，对市场压力较大，但预期新年度库存减少，供需处于紧平衡状况，将对远月期价有一定支撑。政策面上，在通胀压力仍存的前提下，大豆抛售和植物油小包装限令使得上涨压力较大，但由于国内储备减少，后期补库的需求相对抗植物油期价将有所提振。国内市场，由于生猪养殖利润较高，后期补栏将增加三季度豆粕需求，且随着高价进口大豆的到港，对豆粕期价支撑较强。四季度植物油需求将逐步增加，且随着政策性压力的减弱，可能出现明显的上涨。总体上豆类下跌空间有限，而上涨高度将取决于美豆实际的种植面积和产量。7-9月份市场关注的焦点为美豆种植情况，由于三季度豆粕消费可能增加，豆粕

走势相对较强。10月份后，随着美豆产量的确定，政策性压力减轻，季节性消费需求将可能使得植物油上涨概率较大。

玉米：在国内玉米播种面积、进口玉米双双增加的情况下，玉米市场存在一定的中长期利空。但人工、种子、化肥等农资成本明显上涨，农民对玉米价格也有更高的要求，玉米价格中长期走势仍然值得看好，期货价格底部区间在下半年同比也将明显抬高。值得一提的是，深加工企业成为今年玉米市场调控的重点，有关部门要求严格限定深加工玉米用量；严肃处理玉米深加工违规企业，坚决遏制住玉米深加工盲目发展的势头。由于今年上半年是淀粉市场消费不景气，深加工行业已经开始洗牌，下半年玉米市场主要靠饲料企业需求拉动。总体来看，我国玉米现货价格持续上涨，目前国内玉米价格已经处于历史新高。下半年玉米市场维持高位震荡走势的可能性较大，如果天气正常，上方空间已经有限。

白糖：下半年首先迎来2010/2011榨季第二个需求旺季，但高糖价与替代品盛行，二季度进口增加与储备糖投放导致国内供应紧张局面缓解，在正常情况下，三季度的旺季需求已无法推动糖价继续创新高。但上涨行情依然还可以预期。从更长的时间范围来看，全球糖料扩种增产已是趋势，这对国际糖价不太有利。同时，国内糖料种植面积出现较大增加，广西扩种4%，云南、广东、海南都有7%-9%的扩种幅度。正常情况下，增产已经可以预期。如果风调雨顺产量甚至会有一个较大的回复，这对四季度糖价也同样不利。而在年底新产量预估之前，预计国内糖市的垄断企业还会惜售挺价，但如果天气正常，糖市的看空压力会因制糖企业的逐渐转空而增大。同时，与去年不同的，是2010年上海世博会与广州亚运会为白糖需求提振不少，而今没有了两会，上游的涨价已经传递到终端消费者，可以预计需求不会在9月份以后还维持高水平。这样对四季度糖价不算有利。总体上，白糖价格第三季度反弹、上涨的可能性更大，而第四季度调整并逐渐转弱的可能性较大。

国内商品演绎另类“牛皮市”

□本报记者 胡东林

普涨普跌轮番上演，幅度却都较为有限，近日的国内商品期货正演绎着一种另类的“牛皮市”。6月23日，国内商品重现弱势调整，其中农产品全线下行。分析人士认为，政策面收紧及外盘回调的双重压力令农产品走低，随着部分品种重新下探前期低位，市场或现新一轮买点。

宝城期货程小勇指出，全球货币环境逐渐倾向于紧缩，导致商品市场价格走高是一种压力。目前，新兴经济体新一轮紧缩已经开始，6月中上旬，巴西、韩国和智利等国家重启加息利器，而印度也于16日加息25个基点至7.5%，延续了反通胀的货币政策立场。中国加息预期也有增无减。发达经济被动走向紧缩。欧洲央行表示必须予以高度重视未来欧元区可能出现的物价上涨风险，并暗示7月份加息；英国央行可能被迫于

2011年晚些时候加息；澳大利亚央行表示由于通胀可能逐步上升，央行未来仍有必要加息。

随着QE2临近尾声，市场后市开始出现分歧。一方面，由于缺少新的流动性注入，商品上涨的步伐已经停止，此前受全球资金面可能收紧的预期打压，商品一度