

携工业与货币双重属性

# 白银能发现大豆价值？

□本报记者 王超

“什么？白银和大豆也能套利！”当记者和一位期货投资者沟通时，初闻此事的他惊讶地睁大了眼睛。

一般来说，能进行套利的品种都有一定“近亲关系”，如具有相互替代性或受同一个供求因素制约等。像有色金属之间的铜和铝，农产品中的大豆、豆粕，小麦和玉米等。而白银和大豆似乎风牛马不相及。

不过，银期货首席宏观经济顾问付鹏告诉记者，新品种白银期货的推出将带来一次不错的套利机会，而套利对象就是大豆期货。“大豆与白银的比价关系很好地预测了过去20年内大豆的四次高低点，这和白银兼具工业属性和货币属性密不可分。”他说。

## 白银发现大豆价值

现实世界只有两组东西：吃的粮食和买粮食的白银。”付鹏表示，虽然目前大豆价格逼近2008年创下的历史高点，但从大豆/白银的比较关系来看，大豆价格依然被低估，现

在仍是买大豆卖白银的好时候。

“白银具有工业属性，但我认为它更多体现为货币属性。”付鹏介绍，他经过统计发现，2004年之前，工业需求增长推动白银价格上涨，2006年之后工业需求趋于停滞，白银供应过剩，但价格仍不断创新高。仔细观察后发现，2006年之后，全球主要经济体不断被注入流动性，白银货币属性上升，银币、银锭等投资需求不断高涨。从这一角度来分析，当时的白银供应实际上是短缺的。”付鹏分析。

他认为，探讨大豆/白银套利交易，逻辑思维是将白银作为货币来看待，二者从购买力比价角度存在一定平衡关系。2004年大豆开始飞涨，但白银价格未动，当两者比值达到180的时候，大豆价格明显高估了。”他介绍，随后国内外大豆价格迅速开始回归。

在全球金融局势不稳、现有的货币体系不断遭受冲击的背景下，金银等与农产品的比较关系将越来越受到重视。

## 是对冲而非套利

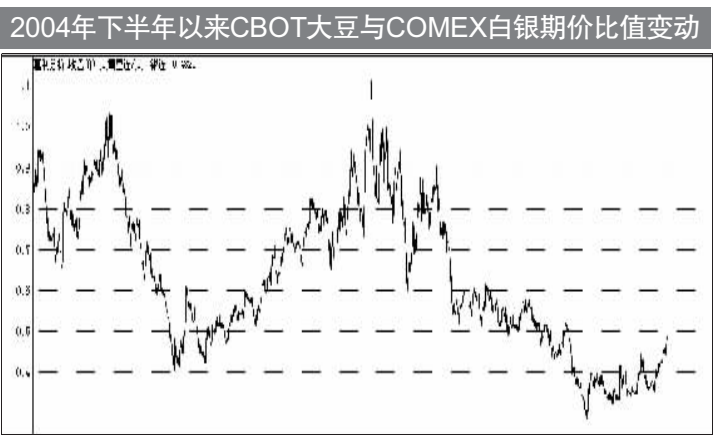
“白银与大豆之间的操作关

系只能称之为对冲，而不是套利。”宏源期货首席分析师吴守祥则认为，可以套利的商品之间必须有内在逻辑关系，而不仅仅是数据上具有相关性。

他介绍，此前曾有人提出PTA和白糖也可以进行套利操作，但实际上，两者分属于不同的产业链。“有内在逻辑更靠谱。比如，总不能参考白银价格来决定明年种多少大豆吧？”他反问说。不过，以数据上的相关性来作为投资操作的参考未尝不可。通过同时做空和做多相应品种来规避突发性事件带来的系统性风险有一定价值。”吴守祥认为，单地做空或做多风险较大，而用对冲来保证投资组合的稳定，降低收益的波动性在操作上是可取的。

## 金银套利由来已久

黄金/白银套利由来已久。有市场人士介绍，虽然白银作为保值工具的属性不如黄金，但总体而言支持黄金上涨的理由对白银基本都适用，而且白银投资门槛更低。从历史上看，白银与黄金的



兑换关系在17:1与99:1之间，两者在投资方面存在一定的制约关系，两者的兑换关系也是此消彼长，一定程度上趋于价值回归。因此，白银期货上市后，国内贵金属市场的套利体系将进一步完善。

黄金和白银之间的兑换关系，从1970年初的1盎司黄金兑换18盎司白银，发展到目前的1盎司黄金兑换33盎司白银。有分析认为，总体而言，白银涨跌非常显著地受经济活动的扩张和收缩影响，黄金受这类影响较弱，而更多地体现了抗通胀的属性。

中期研究院李玲表示，从1994年至今，金银比价就一直高于其历史15倍的均值水平，特别是2008年8月份开始，由于金融危机的爆发，黄金作为避险工具的金融属性凸显，进而遭遇资金追捧，价格一度被推高，而白银作为贵金属虽也受黄金走高的提振，但涨幅却不及黄金。“乱世买黄金”的历史理念重新被验证。1994年至今，黄金和白银的最高比价接近90（出现在1995年初），最低比价为46倍（出现在1998年初）。

# 成本支撑 铝价下行空间受限

□招商期货 张琦

相对于铜而言，铝金融属性较弱，即便国际宏观环境继续恶化，对铝市的冲击性也相对较小，再加上成本支撑以及减产影响，铝价后市向下空间有限，价格将会逐步企稳。

4月初以来，在西班牙债务危机爆发、中国经济增长放缓以及美国QE3推出无望的背景下，沪铝跟随基本金属向下调整，震荡区间有所下移。进入4月下旬后，价格在16000元/吨一线企稳。目前，铝市总体上供大于求的局面并没有改变，同时国内经济增速放缓、消费疲弱的局面没有得到较大改善也是压制铝价的重要因素，但由于去年电价上调以来，电解铝生产成本大幅攀升，而由于铝的生产工艺属性导致铝厂不能轻易停产，使得铝价运

行于成本价下方已有一段时间，而由于长期大面积的亏损，铝生产企业已经开始逐步减产。

## 成本高企 企业减产

自去年底上调电价后，电解铝生产成本大幅攀升，以河南省为例，电价上调后电解铝网电为0.62元/千瓦时，虽然部分大型电解铝生产企业能够自备发电，可以摊低成本，但电价平均也达到0.55元/千瓦时，按照目前0.55元/千瓦时、氧化铝2675元/吨以及每吨铝生产消耗14000度电的标准来计算，每吨铝生产成本高达近16500元/吨，以目前现货价格运行在16050元附近来看，每生产一吨电解铝亏损仍然达到400-500元/吨。而部分小型的电解铝厂并没有自备发电的能力，只能采用外购电来生产电解铝，生产成本

较大铝厂更高导致亏损更加严重。而由于电解铝的生产工艺属性，导致生产准备的费用巨大，停产后再复产的成本较高，使得电解铝的生产无法根据铝价的波动而立刻调整，使得铝生产企业仍然维持亏损经营，但随着亏损的日益扩大，大部分小型的电解铝生产企业无法维持而被迫停产，同时大型的生产铝厂家也逐步步入减产行列，作为铝生产大省河南省今年以来就主动减产超过40万吨。与此同时，由于全球铝生产供应过剩，今年年初以来国际上大型铝企业主动减产的数量也开始增多，国际铝产量呈现下降趋势，1A13月份最新数据显示原铝11月产量降至6.84万吨，3月份全球铝产量为4339万吨，较2月下降126万吨。总体来看，生产成本高企以及铝企业的主动减产为铝价

提供了有效支撑。

## 下游消费不容乐观

从下游消费情况来看，铝消费仍然不容乐观。目前，国内外库存仍然高企显示铝消费不旺，伦敦库存维持在500万吨的历史高位，而上期所库存今年年初以来也持续攀升至36万吨上方，铝消费仍然还处于去库存的阶段。而同时国内房地产调控政策仍然没有放松迹象，房地产市场表现低迷，3月中国房地产景气指数的综合指数为96.92，连续九个月下滑，同时商品房销售以及住宅销售同比也呈现下滑。同时，一季度产销量均表现不佳，同比下降1.83%和3.40%，分别为478.43万辆和479.27万辆。供应过剩以及下游消费低迷仍然是制约铝价上涨的因素。

# 甲醇回落概率依然较大

□华泰长城期货研究所 胡佳鹏

随着时间的推移，甲醇市场炒作题材影响力减弱，甲醇期货价格将因国内供需面的悲观而回落，建议投资者维持空头思维，逢高可增持空头头寸。

## 需求疲软短期难改

甲醇需求疲软的格局在短时间内难以好转。尽管甲醇开工率持续恢复，但下游板材市场供应充足，需求不能放量；二甲醚

掺烧的严查有所缓解，且目前液化气与二甲醚的价差较大，将持续刺激二甲醚的掺烧需求，但短期内仍难见效；醋酸方面，因国际醋酸装置检修，国内醋酸的出口需求增加，但近期装置检修以及装置负荷较低导致对甲醇的需求有所下滑，其中河北建滔和天津碱厂停产检修，山东兖矿、上海吴泾和河南顺达装置负荷较低。而供应方面，因前期甲醇装置开工率持续较高水平，尽管近期有部分装置陆续进入检修，

但市场供应仍充裕，另外，新投产甲醇装置带来新的供应也不容忽视，我国一季度新投产产能接近150万吨，因调试需求时间，部分产能的实际释放将延迟到二季度，且二季度本身也有200万吨左右的产能计划投产，未来甲醇供应压力不断增大，由此可以看出基本面对甲醇期现价格带来的压力较大。

## 内地货源涌入港口

因华东地区甲醇价格不断

## QE3威力不再

# 供需面决定贵金属后市走向

□王为鸿

在美国经济企稳复苏、欧洲危机减缓的大背景下，QE3出台与否对市场的影响越来越小，未来贵金属市场的走势将更多取决于基本面的改善，尤其是消费需求和工业需求的表现。

## QE3影响已明显减弱

2010年四季度以来，由于受到欧债危机和美国债务上限风波影响，贵金属市场进入牛市的主升浪行情，2010年10月至2011年9月，国际现货黄金从1300美元/盎司，涨到1920美元/盎司，涨了600美元/盎司，涨幅近50%；国际白银涨幅更是惊人，近一年的时间，从23美元/盎司涨到48美元/盎司，翻了一倍多。从市场炒作的行为学来看，任何一轮炒作都是从预期开始的，利好兑现而终结，所以也就有了“利好兑现是利空”这一经验之谈。2010年下半年以来贵金属市场牛市的主升浪

行情，虽然是欧债危机发酵、通货膨胀以及各国央行增加储备等多方面因素共振的结果，但对于QE3推出的强烈预期始终是此轮行情炒作的主线。不过，随着美国经济的企稳复苏，QE3实施的可能性越来越小，即使未来美联储推出QE3或变异的QE3，笔者认为其对市场的影响也越来越弱，而难以复制2010年10月以来震撼的上升行情；同时，贵金属市场经过一年的主升浪行情，已充分地释放和消化了QE3实施带给市场流动性充裕的利好，可以说已提前把QE3效应演绎得淋漓尽致。

另外，市场有自身的运行规律，消息只能对市场一时或波段性的提振，并不能影响贵金属市场的长期趋势。从技术图形来看，国际现货黄金5月均线线下穿10月均线，月MACD高位死叉，已经改变了月线级别的上升轨迹，后市回调空间仍然较大；国际现货白银月线处于三角形整理之中，后市调整延续，或将构筑三重底或

多重底，预计在三季度中期完成筑底行情。

## 基本面决定贵金属后市

黄金矿业服务公司(GFMS)4月11日公布的报告显示，2011年黄金价格的剧烈波动可能导致了投机性投资需求的减弱，但实物黄金需求依然坚挺，部分原因是来自中国和其他新兴经济体的买盘强劲，这应会有助于金价在2012年保持高位。世界黄金协会的报告显示，2011年全球黄金需求量升至4067.1吨，创下自1997年以来的最高纪录，2011年全球黄金需求总值首次突破2000亿美元，达2055亿美元，增幅的主要驱动力来自投资领域。

基本面的变化直接传导到现货市场，并主导着投资行为，这从去年年底以来机构频繁减仓的动作中可见端倪。从全球矿业公司报告和行业协会的数

据中不难看出，今年的黄金白银消费需求高位徘徊，工业需求仍没有明显好转。在美国经济缓慢复苏、欧债危机持续、中国经济滞胀的情况下，工业需求今年很难有一个质的飞跃。当然，随着全球经济的缓慢复苏和经济转型，特别是新兴国家的经济转型，贵金属的工业需求也会随着经济的复苏缓慢地释放，后市消费需求和工业需求将成为引导贵金属价格走向的主因。（作者单位：天津宁翼贵金属经营有限公司）

被推涨，内地甲醇供应水平因装置开工持续较高而相对充裕，价格稳定，因此华东与周边地区的价差逐渐拉大，内地与港口地区的套利空间显现，且进口货源的价格持续上涨，内地低价货源的优势显现，这使得内地货源逐渐涌入港口地区，一方面缓解了内地的供货压力，该地区现货价格逐渐回升，另一方面也打压了港口地区现货价格的上行，将对期货价格形成一定压力。

TPME

天津贵金属交易所  
Tianjin Precious Metals Exchange

创新进取 服务实体

电话：022-58678308  
邮箱：tpme@tjpme.com

## 促进产业结构升级 推动金融创新 有助加强交易市场监管 业内人士热盼白银期货问世

□本报记者 熊锋 上海报道

白银期货即将登陆上期所，行业人士认为，这不仅为相关企业提供了一个合理有效的套期保值平台，还有助于金融创新的推进，为企业提供新的融资平台，并有利于加强交易市场监管规范交易秩序。

## 促进白银产业结构升级

“白银期货的推出，对我国白银产业尤其是对副产白银的铜、铅冶炼企业意义重大。”中国有色金属工业协会副会长王琴华指出，铜、铅冶炼企业是我国白银生产的中坚力量，白银产量占全国白银总产量的85%以上。2011年我国生产白银12348吨，其中电铅冶炼副产白银产量约8000吨，占白银总产量65%；电铜冶炼副产白银产量约2500吨，占比20%。白银的综合利用生产，已成为我国铜、铅冶炼企业实现利润的重要来源。开展白银期货交易，有利于白银产业平稳健康发展：一是可以利用期货市场发现价格的功能，充实和增强价格信息，形成现货、期货价格相互影响、制衡的良性机制，为政府调控和企业经营提供决策依据；二是可以通过价格传导机制，将中国因素反映到国际市场，增强与国际市场的关联度，提高中国在国际白银市场的影响力；三是期货市场严格的品牌注册等相关制度，体现了国家产业政策要求，有利于铜、铅冶炼等白银生产企业提升产品质量，引导产业结构优化升级。

## 有助于加强交易市场监管

近几年来，有关地下炒金、炒银导致资金损失的事件诸见报端，不少公司以伦敦金、24小时连续交易、10-100倍杠杆比例等噱头诱骗投资者进行交易，由于资金不安全、交易不受法律保护，这些地下交易存在很大风险，很容易造成投资者血本无归。地下炒金、炒银的存在，除与市场政策监管有关外，国内金银投资渠道的缺少也是一大重要原因。

“交易场所的缺失造成投资者持有大量资金却投资无门。”苗红强表示，白银期货的上市，为这些投资者打开了一扇投资白银的合法之门，期货市场为投机者提供了新的投资渠道，而投资者适当的投机交易也促进了期货市场的繁荣。投资者可以通过期货公司开户，进行正规、受法律保护的交易，相关部门和机构加强监管与引导，对打击地下炒银行为会起到至关重要的作用。”

## 期货微博

婉洋591：美国能源署公布库存结果，截至4月20日当周原油库存增加400万桶，汽油库存下降230万桶，馏分油库存下降310万桶。库存数据中性偏空，但美联储政策声明对行情形成提振，这有助于增加大宗商品对投资者的吸引力。

qhtz\_yuanyuan：美联储会议无新意，声明表示提高2012美经济增长预期，调降失业率，通胀较之前有提高，暂未提QE3。同时美耐用品订单数据下滑，国内商品上升空间有限且将高位承压。

达富金融：美国原油库存持续增加令油价承压，但随后的美联储议息决议带来支撑，原油大幅反弹。但在欧美经济增长担忧未减的情况下，原油反弹继续受到制约。

锦泰\_陈捷：原油供需偏紧格局近期缓解，油价进一步上行缺乏需求基础，而下方空间也受到地缘政治因素支

撑。预计在美管道计划的推动下，布伦特和WTI之间价差有望继续收窄；短期内，国际油价将继续在百元附近维持高位盘整格局。

旗擎投资：美联储维持利率不变，宣布维持接近于零的利率至2014年底后，政策声明并未对进一步宽松政策作出暗示，随后伯南克指QE3仍为政策选项美指走弱，金银得已探升。周四国际金价短线支撑1635美元，压力1657美元；白银支撑在30.3美元，压力31.2美元。

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：4006280888  
公司网址：www.htgwf.com

## 大连华信信托股份有限公司 关于聘请会计师事务所的公告

本公司董事会及董事承诺所披露的信息真实、准确、完整，并对内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

本公司原财务审计机构——国富浩华会计师事务所有限公司大连分所因业务拓展需要，重组至京都天华会计师事务所有限公司。为保持工作连续性，经本公司2011年度股东大会审议通过，本公司聘请京都天华会计师事务所有限公司承办2012年度相关财务审计业务。

特此公告

大连华信信托股份有限公司  
二〇一二年四月二十六日

信诚人寿保险有限公司  
投资连结保险投资单位价格公告

| 账户类别                | 单位价格     | 账户设立日      |
|---------------------|----------|------------|
| 优选全保投资账户(原债券投资账户)   | 14.34909 | 2001年5月15日 |
| 稳健配置投资账户(原增值投资账户)   | 15.64419 | 2001年5月15日 |
| 成长先锋投资账户(原基金投资账户)   | 23.90091 | 2001年9月18日 |
| 现金增利投资账户(原稳健增长投资账户) | 11.51403 | 2005年3月25日 |
| 平衡增长投资账户            | 9.14142  | 2007年5月18日 |
| 策略成长投资账户            | 10.71123 | 2007年5月18日 |
| 积极成长投资账户            | 9.44768  | 2007年5月18日 |
| 打新立稳投资账户            | 9.58429  | 2010年6月25日 |
| 季季长红利投资账户           | 8.33480  | 2010年6月25日 |

本次公告(2012-073)仅反映投资账户截止2012年04月25日的投资单位价格，下一公告日为2012年05月02日。信诚人寿投资连结保险各账户价格为每日在中国证劵报及公司网站公告，如遇节假日则顺延。详情请咨询信诚人寿全国服务电话：4008-838-838 或登陆公司网站：www.citic-prudential.com.cn。信诚人寿竭诚为您服务。