

# 美联储料于明年加息 黄金维持弱势

□本报实习记者 叶斯琦

昨日,备受瞩目的美联储7月议息会议尘埃落定,会议结果基本符合市场预期,商品市场反应平稳。分析人士指出,随着经济条件好转,美联储在明年加息的概率较大,加之中国、印度等大国的需求收紧,黄金在未来继续下行的可能性较大。

### 议息会议符合市场预期

昨日,备受瞩目的美联储7月议息会议尘埃落定。在会议后的声明中,美国联邦公开市场委员会对第二季度的经济增长给予肯定,并宣布维持联邦基准利率目标区间在0—0.25%不变;缩减每月购债规模至250亿美元;将从8月开始,每月购买100亿美元MBS和150亿美元美国国债。

“从7月30日商品走势来看,议息会议声明对黄金瞬时价格的影响非常有限,不及美国二季度GDP的瞬时影响,对铜和原油的影响同样如此。这说明声明基本符合市场预期,短期并没有特别强烈的新增信息冲击市场。”南华期货贵金属分析师薛娜表示。

唯一出乎市场预期的是,在本次利率决议中,美联储对通胀的看法有所改变,表示通胀水平已经“接近”2%的长期目标,而此前的声明中则称通胀“低于”目标水平。对此,广东盈瀚投资有限公司投资策略总监于杰表示,这其中蕴含的信息是,美联储已经对近期物价的上涨有所察觉,并密切关注通胀对经济的影响。换句话说,若美国通胀维持目前趋势,结束低利率将会提上美联储的议事日程。

除了对通胀水平的表述,会议还传递出另一个值得注意的信号:虽然当前美国失业率继续下降,但是劳动市场的一系列指标显示,劳动力资源的利用率仍显著不足。因此,多数委员认为利率将在量化宽松结束的“相当一段时间内”保持在低位。

南华期货宏观研究中心副总监张静静指出,“通胀与失业的信号叠加在一起,显示美联储的态度仍然是比较保守,既没有一味延续鸽派,但耶伦也未如其在两院作证词时倾向鹰派。相对平衡的做法比较符合市场预期,因此会议之后美债收益率没有大幅波动,商品走势也未出现剧烈震荡。”

### 美联储或于明年加息

金融危机后,美国的货币政策经历

了两个阶段。在危机后的恢复期,全球需求放缓,美国通胀始终难以达到的2%既定目标,此时美联储货币政策围绕改善就业环境而实施,一直处于超宽松状态。而随着美国经济复苏势头渐强,通胀水平逐步接近既定目标,就业和通胀这两个目标的重要程度开始发生变化,甚至将出现一定“对抗”,因此,近期美联储一直强调提高短期利率预期以防止通胀走高,同时保持中长期利率水平维持低位,从而确保就业环境持续改善。

“美联储制定货币政策的依据始终是通胀和失业率。综合来看,美联储于明年上半年启动加息周期的概率非常高,目前美联储对于2015年年底联邦基金利率的预期中位数值为1%左右,这个预期的幅度会根据各项指标的变化而改变,不过并不影响整体格局和趋势。”张静静说。

于杰也表示,在目前良好的经济环境下,美联储逐步转向鹰派可能性较大。收紧货币政策是循序渐进的,加息的快慢则取决于经济发展与美联储预期的相符程度。以目前经济发展形势预计,明年

第二或第三季度可能开始加息。

不过,薛娜提醒,从日本和欧洲的经验来看,在发达经济体中,若无强大的外部因素,高通胀威胁并不强烈,甚至可能面临低通胀甚至通缩的风险。如果这样,未来推迟加息的概率高于提前加息。

### 黄金下行概率大

作为美联储货币政策首当其冲的影响品种之一,COMEX黄金在7月30日下跌了0.09%,报收于1297.1美元/盎司,仍然围绕1300美元/盎司的关键位置震荡。市场人士普遍认为,美国货币政策和黄金供需关系是影响黄金走势的两个主要因素。

于杰认为,一方面,数据表明美国第二季度GDP增长超过市场预期,成功扭转了第一季度衰退2.9%的颓势,实现4%的高水平增长。对于即将公布的7月非农就业和6月PCE物价数据,各种前瞻数据和相关调查均表明其将进一步改善。美国经济的强势复苏可能使加息时间并不那么遥远。另一方面,今年中国黄金需求疲弱,黄金进口量持续减

## 非农数据预计继续走好

抗跌性。

美联储此次会议发表的言论可以说是鸽派与鹰派并存,这可能是接下来要公布非农数据的原因。关于美联储对通胀数据的表述来看,似乎在从侧面表达现有的货币宽松政策在美联储的可控范围内。而且QE的实施也为美国经济起到了很好的服务作用,因此也给市场留下了后期还会继续推出新一轮量化宽松的伏笔。

美国GDP数据表现优异,进一步说明了美国经济已经摆脱了恶劣天气因素的影响,经济复苏正在步入正轨,而且对下半年的经济走势有了较好的预期作用。在美国经济整体走好的背景下,市场资金将会更多的选择美元资产,进而推高美元指数走势,可想在强势美元走高的前提下,未来黄金白银价格将可能承受新一轮的下行压力,因此投资者在后市的金融环境下,不要过多的看高黄金涨势。

尽管美国GDP数据表现好于市场预期,但是ADP数据的表现给市场又增加了许多的不确定性,而作为非农数据的先行者,这似乎让投资者对七

少,印度在新政府财年预算中并未提及放宽黄金进口限制,预计今年中、印两个大国的黄金需求难以对金价形成有力支撑。在这两大利空因素影响下,未来黄金价格可能会继续下行,甚至不排除跌破去年低点的可能。

“在美联储加息预期不断发酵之下,美国1年期国债收益率很可能在不晚于四季度的某个时点进入上行通道,这意味着COMEX黄金彻底失守千三位置是大概率事件。另外,随着量化宽松完全退出,全球美元流动性过剩的局面也将逐步扭转,LIBOR美元利率走强,美元指数也将随之进入上行通道,这对于包括黄金在内的贵金属同样是重大利空。”张静静认为,无论是从基本面还是技术面看,四季度黄金跌破前低1200美元/盎司的概率较高,但其下行深度还需进一步判断。

不过市场人士提醒,从近期贵金属走势看,在超预期的就业数据和GDP公布后,黄金、白银等品种仍未大幅下跌。这可能使黄金在前低1200美元/盎司左右获得较强支撑,并在未来一段时间震荡筑底。

月非农数据的预期有了些质疑。无论是美元指数还是黄金白银的价格走势在此因素的影响下都没有形成较大波动,这也极大反映出市场情绪的谨慎状态。

美国非农数据已经连续五个月取得超过20万的就业人数,此次是否能够取得六连冠将是市场较为关注的焦点。尽管ADP数据表现略逊于市场预期,但是近期美国经济复苏表现强劲,市场消费者信心走高,进一步推动实体经济走好,那么就业单位将会提供更多的岗位给市场,在整体因素的考量下,笔者认为,本次的非农数据应该还会继续走好,这对于贵金属而言,短期内黄金白银将面临再度下行的压力。

技术方面来看,国际黄金价格跌破1300美元/盎司一线,而且短期走势开始转空,如果美国非农数据表现再度走好,那么金价将会进一步下行,下方目标为1260美元/盎司一线。白银价格同样保持在低位盘整,布林带已经收窄,等待非农数据的指引,当前来看,银价后市面临下行的风险,下方目标指向20.00美元/盎司一线。(作者系该公司董事长兼总裁)

## 东疆保税区首笔期货保税仓单顺利注册

□本报记者 王蛟

7月21日,天津东疆保税港区国际贸易服务有限公司在顺利完成20吨线型低密度聚乙烯(LLDPE)的期货保税仓单注册。

至此,期货保税交割的货物入库、质量检测、仓单注册等操作流程已顺利实施,这标志着大商所在东疆保税港区的期货保税交割业务试点工作已取得实质性进展。

据记者了解,该笔仓单预计在8月份进行交割,同时东疆保税港区也正在推进期货保税仓单的质押工作。

### LLDPE何以成为首选

所谓期货保税交割,是指以海关特殊监管区域或保税监管场所内处于保税监管状态的期货合约所载商品作为交割标的物进行期货交割的过程。

在天津东疆保税港区国际贸易服务有限公司的经纪服务商家屿期货董事长洪江源看来,开展保税交割业务有三大好处,“一是满足市场的需求;二是满足货物中转存放的需求;三是满足贸易融资的需求。”

2011年初,根据监管层领导在全国期货监管工作座谈会上提出“推动商品期货保税交割扩大试点工作”的指示,大商所将研究开展期货保税交割业务确定为全所工作重点之一。经过调研和筛选,最终选定LLDPE作为首个试点品种;在天津东疆管委会的大力支持下,选择天津东疆保税港区作为首个试点区域。

而之所以选择LLDPE作为首个试点品种,与其市场地

位密切相关。据悉,自2007年7月上市以来,截至2013年末,LLDPE期货累计成交3.6亿手(按单边计算),折合现货规模18亿吨,累计完成实物交割74.5万吨,大商所已成为全球最大的LLDPE期货市场,对国内及国际现货贸易的影响力越来越大。

### 首次办理打通全流程

为保证保税交割业务的顺利完成,大商所根据业务流程专门设计了保税交割软件,并制定了详细的业务操作指引,在保税货物进仓前多次与客户、交割仓库、检验机构沟通,保证业务办理顺利进行。

7月21日,天津东疆保税港区国际贸易服务有限公司在大连商品交易所顺利完成20吨线型低密度聚乙烯(LLDPE)的期货保税仓单注册。至此,期货保税交割的货物入库、质量检测、仓单注册等操作流程已顺利实施。

洪江源感慨道,“整个过程很曲折,时间很长,很多细节都经过反复沟通和协调,很多单位积极参与并付出了辛苦的劳动。因为这不光是金融或者期货行业内的事情,而是个系统工程,对交易所、银行、期货公司、企业等都是新鲜事物。”他认为,东疆保税区首笔期货保税仓单顺利注册的重要意义在于打通交割流程,为以后正常的贸易、正常的期货交割起到先行探路作用,随着企业认识的提高和需求的增长,未来这个市场将从品种、地点等各方面得到扩展,最终服务好实体经济,并帮助我国企业走向国际市场。

易盛农产品期货价格系列指数( 郑商所 ) 2014年7月31日 )						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农指数	1092.51	1096.66	1092.42	1094.70	2.59	1095.21
易盛农基指数	1185.24	1193.42	1185.24	1189.92	4.96	1191.82

中国期货保证金监控中心商品指数 2014年7月31日 )			
	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅
综合指数	1201.05	0.75	0.06%
金属分类指数	831.39	2.87	0.35%
农产品分类指数	854.80	0.11	0.01%
化工分类指数	563.17	-2.76	-0.49%
有色金属分类指数	872.84	5.36	0.62%
油脂分类指数	1046.41	0.81	0.08%
豆类分类指数	1247.11	-1.09	-0.09%
饲料分类指数	1387.63	-4.10	-0.29%
软商品分类指数	1163.19	0.09	0.01%

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览 2014年7月31日 )							
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		77.87			77.85	0.02	0.03
农产品期货指数	938.15	937.24	938.39	934.22	938.04	-0.81	-0.09
油脂指数	643.86	644.25	646.32	641.45	643.65	0.59	0.09
粮食指数	1437.19	1440.86	1441.70	1435.78	1445.01	-4.16	-0.29
软商品指数	802.43	803.71	804.87	802.21	803.41	0.30	0.04
工业品期货指数	825.03	824.18	825.81	822.52	822.31	1.87	0.23
能化指数	786.36	784.27	786.36	781.38	786.82	-2.55	-0.32
钢铁指数	603.02	601.52	605.13	600.42	602.77	-1.25	-0.21
建材指数	694.61	694.65	697.44	693.47	693.99	0.66	0.09

# 全球衍生品市场趋势与挑战——FIA总裁Walt Lukken在上海衍生品论坛开幕式上的演讲

2014年5月28日

Walt Lukken(中金所译)

### 引言

本次论坛群贤毕至、高朋满座,能够担任演讲嘉宾,我感到十分荣幸。特别要感谢上海期货交易所和中国金融期货交易所的倾情邀请。两家交易所已取得令人瞩目的成绩,我期待中国期货市场继续发展壮大。

我今天的演讲主题是全球衍生品行业的发展趋势。这个话题很有挑战性,因为目前有太多的变化在影响着全球衍生品行业的发展。

### 提高市场安全性

2008年金融危机过后,二十国集团成员国开始对衍生品监管框架进行全面改革。目标很简单,即增加风险定价的透明度和加强对全球大型金融机构违约风险的防范。尽管如此,实现目标却并非易事。实际上,危机过去已经六年了,我们还停留在制定新监管框架的阶段。即便在进展最快的美国,还是有大量重要的细节尚未最终确定。而这些新制度对市场架构的影响才刚刚开始显现。

### 交易所/清算模型的崛起

尽管如此,我认为有一个趋势必定会影响所有人,即交易所和清算所日趋成为金融体系的中心。这并不是一个新的趋势,但是伴随着2008年的金融危机和随后的二十国集团改革,该趋势不断加强。从2009年匹兹堡峰会开始的二十国集团改革就能看出,金融危机一条最重要的教训就是不管是在危机前,危机中还是危机后,衍生品交易所和清算所始终都平稳运行。在2008年9月最黑暗的日子里,华尔街陷入了恐慌的边缘,而芝加哥、伦敦、法兰克福和新加坡却继续发挥着价格发现和风险管理中心的作用。彼时,我担任着美国期货行业监管机构——商品

## 全球衍生品市场趋势与挑战

期货交易委员会的主席。和许多经历过金融危机的人一样,我认为应当将场外衍生品从不透明的银行账簿上转移至风险透明、管理完善的清算所中。

2008年末,我与当时的美国证券交易委员会主席和纽约联邦储备银行行长联手核准了第一个接受信用违约掉期业务的清算所。信用违约掉期曾被视为致使金融体系崩溃的罪魁祸首之一,而至今已有超过50万亿美元的信用产品通过清算所集中清算,为市场带来更大的透明性和安全性。

我们三人当时意识到交易所和清算所模型在价格发现和风险管理方面有着很大的价值,匹兹堡峰会后其他国家也纷纷达成此项共识。回首过去的数十年可以发现全球各地的期货和期权交易都经历了爆炸式的增长。五十年前,期货和期权交易还仅限于大宗商品,并且集中在芝加哥、纽约、伦敦和东京几个城市。如今,世界各地都在使用期货和期权进行风险管理。企业使用这些工具防范各类大宗商品的价格波动风险,包括玉米、小麦、原油、铜、塑料,甚至还包括鸡蛋和培根。

二十国集团改革正在把场外市场推向交易所和清算所。例如,美国就要求特定类别的利率掉期和信用违约掉期执行平台(Swap Execution Facilities)上进行交易。这一转型目前进展相对缓慢,但随着时间的推移我相信这些市场将会更多地向交易所模型转变。

与此同时,欧洲也有相同的趋势,预计将于今年年底开始执行强制清算制度,强制交易制度也会在不久之后生效。其他国家和地区,包括澳大利亚、加拿大、香港、日本和新加坡也正在开展类似的改革。中国的优势在于已有透明化的集中交易模式,并目睹了境外场外市场缺乏监管的危害,可从中吸取经验教训。

## 全球衍生品市场趋势与挑战

随着世界各地的场外市场改革不断深入,交易所和清算所的重要性也会日益凸显。

### 转型的经济影响

这个趋势会有什么样的影响?对于参与这些市场的企业和负责监管交易所、清算所的政策制定者又有怎样的意义?首先,对整个行业,以及此类业务集中的城市会有大量经济、利润的重新调整。在这里,我想起奥巴马总统前任幕僚长、现任芝加哥市市长2012年秋天在我们FIA芝加哥衍生品大会上说过的一句话。他说期货行业对芝加哥经济起到了推动作用,为芝加哥创造了十万个就业机会,而且是金融和科技产业的高附加值就业机会。

今天站在这里,我想到衍生品行业能够为上海带来同样的机会。上海已经拥有全亚洲最具活力和创新力的两家期货交易所,新产品加速推进,而且更多还将纷至沓来。毫无疑问,上海很快将成为中国乃至全世界的价格发现和风险管理中心。

### 大而不倒

但我想给大家敲响一个警钟。二十国集团改革有一项风险并没有消除,有的人甚至会说它有增无减,即交易所和清算所不断扩大,相互之间联系紧密,可能会发展成为一个“大而不倒”的机构。

这对于衍生品更是严重的问题。掉期市场向交易所/清算所模型的转移意味着衍生品清算所的风险急剧增加。我相信改革能够降低金融体系整体的风险,但也意味着留存的风险全部集中在了清算所和清算会员

### 全球衍生品市场趋势与挑战

那里,因此必须小心管理这些风险。

国际监管者们已经意识到这一潜在问题。这也是支付与结算系统委员会与国际证监会组织制定新的清算所国际标准,即金融市场基础设施原则(PFMI)的主要原因。目前各大清算所都在努力执行该标准,我希望中国也将将其纳入考虑范围内。

巴塞尔协议III还要求清算会员预留更多资金,以应对对客户或清算所违约情况。毕竟清算会员才是清算所资金的主要来源。同时也只有清算会员才有最大的积极性来预防清算所风险过大。

然而,随着巴塞尔协议III对机构资金要求的不断提高以及企业合规成本的逐步增加,我们未来可能将不幸面临行业进一步整合的趋势。早在十年前这一趋势就已开始显现,未来还将进一步持续。十年前美国共有177家期货商(即持有客户资金用于期货交易的清算会员),而现在只有100家。十年前美国排名前十的清算会员处理客户交易额占总数的69%,现在这一数字上升至77%。十年前排名前五的期货商占总业务的42%,目前上升至52%。相比之下,十年前由清算会员持有的客户资金是620亿美元,目前已增长129%至1420亿美元。很显然,清算业务正向少数几家公司集中。

这一趋势在交易所行业也有所体现。尽管近十多年期货行业交易量由72亿美元上升至216亿美元,增加了191%,但是交易所的数量却越来越少。十年前美国有18家注册期货交易所,但目前只有8家。

资金要求的提高和结算、监管成本的上升也将使得这一趋势进一步加深。讽刺的是,这些原本为了降低市场风险而设置的规则反而可能使市场风险进一步集中,并妨碍新参与者加入市场。业界和监管机构应继续不断关注这一趋势。

### 监管信任与合作

由于全球监管趋势不断变化,许多国家实施财政紧缩措施,再加上市场全球化趋势的加深,一个趋势正变得越来越清晰:即各境内外监管机构必须以合作和务实的态度开展工作才能有效监督全球监管体系。

没有一家监管机构可以不依靠合作伙伴的帮助独自对全球市场进行监管。而监管机构间的相互帮助则离不开务实精神和相互信任。

当今全球监管者有一个新的合作机遇,那就是相互认许原则或替代性监管原则。此原则指的是一家监管机构在对境外机构和交易实施法律管辖权时,只要境外法规完整并与境内法规对等,则该监管机构愿意认可境外监管法规。

这种原则注重的是结果,而不是手段。每个国家进行市场监管的手段不同,这种不同可能是由市场规模、成熟度、人口分布,甚至是文化差异所致。然而,通过如国际证监会组织这样的国际标准制定者来对全球市场进行规范,可以最大化的减少这种不同。我相信监管者将会不断发现监管合作的价值,进一步寻求合作,在确保全球市场存续的同时保护市场和市场参与者。同样,我们需要尽可能的寻找合作伙伴,使这种新监管体系运行的更安全有效。

### 结论:

最后,我想说的是非常荣幸能来参加本次盛会,同时祝贺中国期货行业发展取得巨大进步。我希望我们两国能本着友好合作的精神共同努力,使得期货行业成为培育创新、保护市场和参与者的佼佼者。如果我们能做到这一点,期货市场将继续为全球经济的健康和活力作出重大贡献。