

# 避险“魅惑” 黄金上演V型反弹

□本报记者 官平

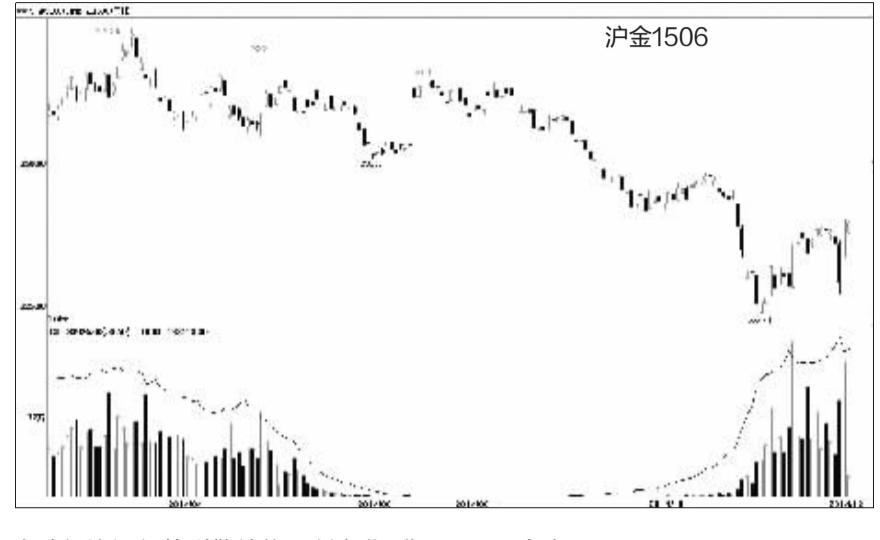
近期，原油、贵金属市场大幅波动，国际金价更是上蹿下跳。市场关注焦点从美联储退出QE量化宽松政策，中国央行降息，到瑞士黄金公投没有通过，欧洲央行可能祭出新的宽松举措，印度央行放松黄金进口等，黄金的避险保值魅力又开始显露。如何研判金价后期走势？本期《中证面对面》邀请宝城期货金融研究所所长助理程小勇、光大期货研究所分析师孙永刚进行分析。

**货币“全球皆松，唯美独紧”**

**中国证券报：**前两个交易日金价上蹿下跳，上海期货交易所黄金和白银期货价格也出现了大幅波动，隔夜白银期货价格最高涨幅近7%，黄金夜盘最高也达到4.5%的涨幅，而前一交易日价格还分别下降5%、3%左右。如何解读金市出现如此大的波动？

**孙永刚：**周一黄金大幅震荡，先是在亚洲盘受到瑞士公投不增加黄金储备结果影响大幅下跌，国内白银一度封在跌停板上，瑞士央行预期增加黄金储备也并未引起黄金大涨，而如此之反应本身就存在过度之嫌，欧洲开盘后贵金属开始大幅上涨，受到穆迪下调日本评级影响，美盘继续高歌猛进。

周一公布的全球制造业PMI数据均不同程度下挫，再加之市场认为日本经济之自循环死结将难维系，对全球经济之悲观引发黄金多头配置需求，至于美元88点争夺必将受到市场预测加息时点关联，如果不及市场预期美元便可出现大幅回调，将进一步推升金价。目前



全球经济运行的引擎结构不断变化，货币效应是否会持续股债牛市格局需要观察，且社会容忍实体经济低增速，又在金融市场的财富低端分配下持续低通胀的特征，未来黄金对冲效应依旧来自美股的下跌效应，而日前美股的波动效应增加。

**中国证券报：**在美联储退出QE后，全球经济体货币政策分化进一步加剧。现在投资者的关注焦点落在了欧洲央行的决议和美国非农就业报告，比如会不会透露更多宽松的信息。美元指数下半年已经涨近一成了。货币政策的分化，对贵金属市场会带来怎样的影响？

**程小勇：**长期以来，国际金价与美元走势密切相关，金价大幅上涨在很大程度上归功于美元的持续贬值。在剔除美元因素的COMEX名义金价与美元指数量现明显的负相关关系，据统计，自1985年11月8日至今，二者的相关性在

-0.6左右。

从全球主要经济体货币政策来看，出现分化的特点。今年10月份之前，美国、欧洲、日本、英国都在次贷危机的冲击下挣扎，主要发达经济体的央行都奉行着程度不一的宽松货币政策。由于经济复苏程度不及美国，以及担忧通胀低迷，欧、日、英央行的宽松政策至少在2015年难有改变；而由于美国经济表现在发达经济体中相对突出，即使美元启动第一次加息的时点比市场预期要迟，也并不意味着美国会与欧洲、日本一样再推出新一轮的量化宽松政策。因此，尽管2015年还存在着诸多的不确定性，但“全球皆松，唯美独紧”的货币政策格局基本定型。

## 实物金需求对金价提振小

**中国证券报：**瑞士黄金公投没有通过，但央行购金行为一直备受关注，俄罗

斯和哈萨克斯坦都在大量买进。请谈谈央行购买的行为以及对市场的影响。

**孙永刚：**瑞士央行之前的公投预期增加黄金储备其实也并没有引起金价大涨，那么由于瑞士公投没有增加黄金储备出现暴跌有点反应过度之嫌，因此市场目前的修正也实属正常。不过从央行购金的角度看，目前全球央行近几年确实一直在净买入黄金，也可以看出全球央行对于黄金资产的重视程度，当然也似乎与价格的关联度不大。

**中国证券报：**去年年底，因中印实物黄金需求旺季，金价快速反弹。但很多分析师都认为，实物金购买对金价影响小。有消息显示，印度央行已经对黄金进口进行了放松，那么今年年底旺季可期吗？对金价的支撑如何？

**程小勇：**我们统计过，黄金价格与实物黄金需求、黄金投机需求的关系，发现实物黄金包括首饰和工业需求与金价并没有明显的正相关关系。黄金不同于一般的商品，其是零息资产，或者说“吉芬商品”，黄金价格下跌并不会刺激黄金需求的回暖，而黄金价格高涨反而会刺激投机需求，因此实物黄金对金价的提振很小。一方面，实物黄金的保值和避险功能只是理论上的，反而不如黄金衍生品便利；另一方面，实物黄金变现会打折扣，特别是首饰不能按照原价回收。

从今年年底的旺季来看，除了传统的婚嫁需求之外，黄金的实物需求很难出现超预期的增长。另外，在中国大妈屡次出手购金被套之后，中国大妈变得越发理性，而目前股市的回暖也将分流部分黄金的投资资金。

## 玉米淀粉期货合约规则设计获市场认可

12月1日是大商所玉米淀粉期货合约规则意见征集截止日，大商所农产品事业部负责人昨日在接受记者采访时表示，大商所在对玉米淀粉相关产业充分调研基础上，以适应现货实际、保持与玉米期货兼容的思路完成合约及规则设计，力求合约及规则贴近产业需求和贸易习惯，同时又适应期货市场规律，在防控风险的同时保障市场功能发挥；从反馈情况看，市场对玉米淀粉期货合约规则设计认可度较高，并希望能及早报批合约规则，早日挂牌交易。

据大商所公布的合约规则征求意见稿，大商所设计的玉米淀粉期货的交易品种为玉米淀粉，具体指以国产玉米为原料生产且产地在中国境内的淀粉，交易单位为每手10吨，最小变动价位是每吨1元人民币，合约涨停板幅度为上一交易日结算价的4%，最低交易保证金为合约价值的5%，合约月份为1、3、5、7、9、11月。最后交易日和交割日分别为合约月份第10个交易日和最后交易日后第3个交易日，交割方式为实物交割，均与玉米期货相兼容。

该负责人介绍说，玉米淀粉是玉米的重要加工产品，居玉米产业链重要环节。玉米淀粉是我国主要的淀粉种类，约占淀粉总产量的94%。据中国淀粉工业协会数据，2013年玉米淀粉产量约2350万吨，2014年上半年平均出厂价格均值约为2800元/吨，玉米淀粉的市场规模超过658亿元。我国玉米淀粉现货市场没有政策管制和收储制度，产品质量

## 钢市反弹动力不足

业内人士认为，在近期国际市场原油、黄金等大宗商品价格出现暴跌，国内大范围降温天气导致钢材终端需求将进一步走弱的情况下，短期内钢价反弹动力不足，或将重新转入弱势整理走势。

据中国钢铁工业协会数据，11月中旬重点企业钢材库存量为1445.93万吨，较上旬增加46.13万吨。与去年同期相比，全国钢材市场库存降低362万吨，而11月中旬钢厂库存增加53万吨，市场库存和钢厂库存合计较去年同期降低309万吨，总体库存处于相当低的水平。

西本新干线高级研究员邱跃成表示，当前钢市整体形势低迷的局面有所发展，下游需求减弱，出口或现转折，钢企销售压力加大，原材料成本支撑趋弱化。制造业挺价意愿增强，短期进口矿价有望小幅反弹。但在当前港口进口矿库存处于高位，以及年末钢厂资金紧张的局面下，进口矿价反弹的空间或较为有限。（官平）

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）2014年12月2日

| 指数名称   | 开盘价     | 最高价     | 最低价     | 收盘价     | 涨跌   | 结算价    |
|--------|---------|---------|---------|---------|------|--------|
| 易盛农期指数 | 977.74  | 981.83  | 976.06  | 977.56  | 4.24 | 978.74 |
| 易盛农基指数 | 1022.57 | 1027.94 | 1022.57 | 1023.63 | 3.88 | 1024.9 |

中国期货保证金监控中心商品指数 2014年12月2日

| 指数名     | 开盘价     | 收盘价     | 最高价     | 最低价     | 前收盘价    | 涨跌    | 涨跌幅(%) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 商品综合指数  |         | 72.93   |         |         | 72.86   | 0.07  | 0.10   |
| 农产品期货指数 | 852.63  | 858.26  | 863.04  | 852.15  | 852.32  | 5.94  | 0.70   |
| 油脂指数    | 557.53  | 563.19  | 568.85  | 556.55  | 556.90  | 6.29  | 1.13   |
| 粮食指数    | 1354.04 | 1356.23 | 1362.40 | 1354.04 | 1348.39 | 7.85  | 0.58   |
| 软商品指数   | 748.14  | 746.61  | 751.83  | 745.24  | 744.30  | 2.31  | 0.31   |
| 工业品期货指数 | 727.09  | 734.46  | 742.63  | 726.54  | 724.89  | 9.57  | 1.32   |
| 能化指数    | 640.30  | 633.13  | 646.12  | 632.84  | 626.20  | 6.93  | 1.11   |
| 钢铁指数    | 526.57  | 523.28  | 533.60  | 520.39  | 526.18  | -2.90 | -0.55  |
| 建材指数    | 616.98  | 616.28  | 624.79  | 613.57  | 616.82  | -0.54 | -0.09  |

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览 2014年12月2日

|          | 收盘价     | 较前一日涨跌 | 较前一日涨跌幅(%) |
|----------|---------|--------|------------|
| 综合指数     | 1073.31 | 10.88  | 1.02%      |
| 金属分类指数   | 753.75  | 11.76  | 1.58%      |
| 农产品分类指数  | 786.2   | 4.55   | 0.58%      |
| 化工分类指数   | 433.34  | 5.07   | 1.18%      |
| 有色金属分类指数 | 808.54  | 11.33  | 1.42%      |
| 油脂分类指数   | 920.87  | 10.16  | 1.12%      |
| 豆类分类指数   | 1130.26 | 10.02  | 0.89%      |
| 饲料分类指数   | 1270.03 | 7.15   | 0.57%      |
| 软商品分类指数  | 1076.36 | 3.4    | 0.32%      |

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期权跟踪标的，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。

周二国内大宗商品期货市场各品种在经历了周一的大跌后均展开不同程度的反弹走势，整体呈现“强农弱钢”的格局。截至昨日收盘，上涨前三的品种有黄金、铜和天然橡胶，涨幅分别为4.80%、1.93%和1.62%；下跌的品种有螺纹钢和铝，跌幅分别为0.71%和0.18%。综合影响下，东证商品期货综合指数较前一交易日上涨1.02%，收报于1073.31点。



兴证期货

INDUSTRIAL FUTURES

专·铸财富 稳·赢未来

# 布伦特原油明年上半年或跌破60美元

□银河期货原油分析师 李涛

在石油需求没有出现大幅度的增加之前，原油价格的重心将主要取决于美国页岩油的生产成本，而不是石油生产的财政预算价格。我们认为，布伦特原油价格还会继续下行，但下跌的动能会减缓，2015年上半年或将跌破60美元。

首先，供给增长过快是油价下跌主因。从6月下旬开始，原油价格一路走低，布伦特原油指数从接近114美元跌至70美元附近，在5个月的时间内下跌了38%。在这一过程中，多种因素共同作用，但最终还是通过供需基本面表现出来。全球经济放缓引起了石油需求增速的下降，但是从我们跟踪的数据来看，需求增速的下降并不剧烈。美国的石油消费比较稳定；欧洲受经济疲软的影响，石油消费相对偏弱；对于中国来说，经济减速，石油消费的增长速度下降，但是从石油消费绝对量上看，同比还是在增加。

从供给方面来看，美国原油产量维持着迅猛增长的态势，从年初的804万桶/日增加到11月初的906万桶/日，在不到一年的时间里，产量就增加了12.7%。在美国原油产量增加的同时，OPEC的原油产量在第三季度也在增加。OPEC6月份的原油产量是3013万桶/日，而到了9月份上升至3075万桶/日。从供需数据可以看出，在全球经济调整，需求偏弱的背景下，产量的过快增长是此次油价大跌的主要原因。当然，基金空头

的大举入场及美元的走强也是油价下跌的推手。截至10月中旬，管理基金在WTI原油期货上的空单增加到81000多手，是6月中旬27000多手的三倍。与此同时，基金在原油期货上的多单在不断减持。

其次，油价下跌的动力仍在。现在市场上有两种观点：一种认为油价下跌是美国为了向俄罗斯施压；另一种认为油价下跌是因为OPEC逼迫美国减产。实际情况究竟是哪一种，我们不得而知。对于未来油价的判断，我们就这两种情景做一简单分析：情景一，假设OPEC不减产是为了保住市场份额打价格战，逼迫美国的石油生产商减产。在这样的情景下，如果美国不

将油价降到让美国的部分石油生产商无利可图，被迫停产时，OPEC才能保住市场份额。

OPEC选择了保持市场份额，油价只有跌到让美国的部分石油生产商无利可图，被迫停产时，OPEC才能保住市场份额。

最后，值得一提的是，原油市场可能将进入一个新的阶段。过去OPEC为了维

持财政平衡，需要将油价维持在一定的区间。OPEC根据经济增长预测全球大概需要多少石油，然后再评估OPEC以外的国家能生产多少，剩下的就是对OPEC的需求。

OPEC就把实际产量维持在这个需求

水平的附近。使得石油市场形成一种紧平衡，间接达到维持油价的目的。美国的原油产量迅速增加，再加上需求不佳，全球对于OPEC的原油需求减少。这使得OPEC陷入了两难：如果要维持原油价格，就要牺牲市场份额；如果要保持市场份额，就不能维持原油价格。上周的会议结果清楚地表明，OPEC选择了保持市场份额。原油价格只有跌到让美国的部分石油生产商无利可图，被迫停产时，OPEC才能保住市场份额。而从OPEC和俄罗斯重量级人物的表态可以看出，尽管油价大跌，但OPEC和俄罗斯为了保住自身市场份额，都不会减产。

综上所述，油价还将继续下跌。而目前从数据来看，我们还没有看到美国有减产的迹象。

情景二，假设美国压低油价以打击俄

罗斯。从现在的情况看，俄罗斯并没有表示出妥协和屈服，因此，美国打压油价的

动力仍在。无论是情景一还是情景二，油价下行的动力仍在。

最后，值得一提的是，原油市场可能将进入一个新的阶段。过去OPEC为了维

持财政平衡，需要将油价维持在一定的区间。OPEC根据经济增长预测全球大概需

要多少石油，然后再评估OPEC以外的国

家能生产多少，剩下的就是对OPEC的需

求。OPEC就把实际产量维持在这个需求

水平的附近。使得石油市场形成一种紧

平衡，间接达到维持油价的目的。美国的原

油产量迅速增加，再加上需求不佳，全球

对于OPEC的原油需求减少。这使得OPE

C

综合指数

1073.31

10.88

1.02%

金属分类指数

753.75

11.76

</div