

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点争夺必将将受到市场预期加息时点关联，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异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。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呈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，或者说是“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，中国大妈变得越发性理，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和规则意见征集截止日，大商所农业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

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，合约涨跌停板幅度为上交易日结算价的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

统一，市场化程度高，不存在垄断，价格波动大，周期明显，商品化率高，可供交割量充足，物流流向清晰，适合开展期货交易。

据介绍，经充分研究与调研，大商所以国标为基础，并参考行业习惯，设计了玉米淀粉期货交割质量标准，质量要求包括感官指标、理化指标及卫生指标等三部分。其中感官和理化指标采用国标要求；卫生指标选取对下游消费企业影响较大，检验时间较短且成本较低的二氧化硫、砷和铅，国标中的大肠菌群和霉菌两个指标检验时间至少需要5个工作日，而下游消费企业使用时普遍可以进行处理，因此未纳入交割质量标准；基准交割品采用目前现货市场主流的国标一级品及以上要求，优级品不设升贴水，可以满足主要下游客户使用要求且可供交割量充足。

在交割方面，该负责人表示，作为加工产品，玉米淀粉质量较容易控制且有国家标准作为生产贸易的参考依据；从贸易习惯看，玉米淀粉一般采用袋装，标识明确，储运方便。因此，大商所玉米淀粉期货采用实物交割方式，并沿用标准仓单制度和现有品种成熟交割系统。与此同时，我国玉米淀粉产业集群较高，玉米淀粉重点生产企业产量大、标准化程度高、质量稳定，适宜开展厂库交割。玉米淀粉物流流向清晰，并已形成一些仓储条件较好的物流节点，适宜开展仓库交割。因此，玉米淀粉期货实行仓库与厂库并行的一次性交割、滚动交割和期转现交割制度。（王姣）

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，短期国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月中旬末重点企业钢材库存量为1445.93万吨，较上周增加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，原材料成本支撑持续弱化。制造业

与钢铁业PMI指数均明显回落，显示当前我国制造业整体景气度依然低迷，经济下行压力继续加大对市场信心将形成一定打击，同时数据的低迷也意味着后期宽松政策也可能难以继续加码。

今年以来，进口铁矿石价格持续大幅下跌，年初至今累计下跌幅度已经接近50%。随着矿价跌破70美元/吨关口，近期宣布停产、减少投资的海外矿山已明显增多。

邱跃成认为，随着国际非主流矿山的减产，国内矿山在成本及季节性影响下冬季减产力度将继续加大，以及国际主流矿山挺价意愿增强，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	较前一曰涨跌	较前一曰涨跌幅	
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”的格局。截止昨日收盘，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。



“油价暴跌掀黑色风暴”系列二

航运板块业绩获提振 谁还受益油价下跌

□本报记者 王朱莹

从每桶最高146.77美元到70美元，原油价格的腰斩令市场震惊，更一度带来商品市场哀鸿遍野。不过，东边不亮西边亮，油价下跌对中国这样的需求大国而言，有助于降低能源消耗的成本，降低输入性通胀风险，助力中国实体经济的腾飞，同时也对A股形成显著利好。

油价下跌提振业绩最直观的行业莫过于航运板块，相关股票在近期已有一定表现。那么，除了航运股，原油下跌这一逻辑还将带来哪些未被挖掘的宝藏呢？

航空航运之外 油价尚利好两板块

“对于刚从底部走出来的A股而言，油价暴跌将促使政策发生转向及企业整体运作成本出现大幅下降的格局，由此会对股市形成中长期利好。”有市场人士如此表示，一直以来，国际油价的大起大落基本会对中国股市带来深刻性的影响。从历次表现来看，油价与股市之间更多呈现出一种负相关性。即油价大幅上涨，股市

下跌的概率就偏大；相反，油价大幅下降，则股市有望走出逐步回升的走势。

其观点的主要逻辑在于：油价暴跌对以航空、航运为主的“耗油”大户产生直接性的刺激。此外，化工行业乃至消费行业等都会因油价的下降而有所受益。随着多数上市公司的运作成本下降，必然会在一定程度上提升其整体的盈利能力。于是，反映到二级市场上，就是上市公司的基本面好转，股价的上涨，从而带动股市的回暖。

此外，油价暴跌将会对国内的通胀水平带来本质上的影响。换言之，国际油价暴跌，将直接减少对我国的输入性通胀压力，从而促使国内通胀压力降低，转而促使中央政策发生转向及企业整体运作成本出现大幅下降的格局，为市场的持续性回暖创造更大的想象空间。

具体到相关A股板块上，汽车、石化产业链中的下游企业、造船业等板块也将迎来利好。“今年以来，尽管汽车行业销量增长19%，重点汽车企业利润总额增长37%，但汽车股普遍下跌50%以上，并且

市场的恐慌情绪仍然没有得到有效的缓解，高通胀、成本压力和油价上涨是投资者主要担心的风险。由于价格管制，国际原油价格的攀升并未对国内汽车产业造成直接冲击，油价的持续下跌将会降低人们养车的费用，增加汽车销售。”前述市场人士撰文指出。

中信证券研究报告指出，油价对汽车行业中的轻卡更为利好。油费占运输成本约30%，如油价持续低位，物流成本有望明显下降，将有效提升物流需求，尤其是主要用于城市物流中的中高端轻卡。

石化产业链方面，光大证券指出，原油价格的趋势性下降，将带动相关石油化工产品价格的下跌，而许多建材公司采用石油化工产品如沥青、丙烯为原材料，自身产品价格相对刚性，因此未来这些建材公司成本将显著改善，盈利能力得到提升。

双刃剑 垂直打击两行业

原油暴跌同时是一把双刃剑，A股中石油石化、新能源行业将遭受其垂直打

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

减产，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或屈服，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

玉米淀粉现货基础知识讲座(五)

近年来，我国淀粉市场总体处于净进口状态，且呈现进口量逐年增加而出口量逐步减少的特点，净进口总量逐年递增态势明显。

一、玉米淀粉的进口情况

目前，我国淀粉进口总量逐年增大。据海关统计，2012年各类淀粉进口量总计突破100万吨，达到107.49万吨，2013年我国各类淀粉总进口量约145.9万吨。

我国玉米淀粉进口量较少，常年水平不到1万吨。2013年，我国玉米淀粉进口量为0.15万吨，多为一些具有特殊用途的玉米淀粉。我国玉米淀粉进口量较少，主要原因是国外玉米淀粉商品化率较低，多直接作为原料进一步深加工，而我国玉米淀粉商品化率高，是全球商品玉米淀粉产量和贸易量最大的国家，货源充裕，价格竞争力较强，可以满足国内市场需求。

现货 5：玉米淀粉的进出口情况

二、玉米淀粉出口情况

与玉米淀粉进口不同，我国玉米淀粉出口量相对较大，据中国海关统计，2013年玉米淀粉出口量约占淀粉总出口量的90%。2003年和2004年我国玉米淀粉出口量分别为10.86万吨和10.55万吨，2008年我国玉米淀粉出口量曾达到44.52万吨。2008年之后玉米淀粉出口量总体呈现逐年下滑态势，到2013年回落至9.7万吨，重回十年以前的出口量规模。

-CIS-