■ 通缩疑云系列之三

货币放水正酣 黄金坐收渔利

□本报记者 王姣

伴随着油价暴跌、美元走强及国际大宗商品价格持续下行，人们对通缩风险的担忧开始进一步升温。为抵御目前的通缩压力，以欧洲为主的各国央行竞相掀起“放水”大赛，全球货币战争正硝烟弥漫。

“货币走软或者被贬值通常对黄金是好事。”分析人士指出，短期来看，在全球央行不断敞开宽松大门的背景下，正在筹划加息的美联储是否真的能够独善其身，成为左右金价走势的关键。

1300美元下陷入胶着

继前段时间的突飞猛进之后，黄金市场近日重回震荡格局。截至1月27日周二收盘，美国COMEX2月黄金期货价格上涨12.30美元或1%，报1291.70美元/盎司。

“造成当前金价震荡走势的原因主要有两点，一是希腊政局动荡、国际油价暴跌及美国经济复苏放缓等利多因素兑现后，多头获利了结。二是美元强劲的升值预期，导致了以美元计价的黄金价格走低。”顶金贵金属董事长兼总裁夏宇飞告诉中国证券报记者。

广东盈瀚投资有限公司投资总监于杰表示，目前金价处于震荡走势的原因有两方面：一是技术上抛压较重，金价一时难以突破故进入震荡；二是最近基本面多空消息相互交替，对金价的影响并没有一致的方向。

“黄金在全球金融市场及经济复苏的不确定性面前，出现了巨大的对冲配置需求，而在欧版QE、希腊大选落定之后，市场归于相对平静期。”光大期货分析师孙永刚认为，在黄金的调整期显示市场正在等待美联储的态度。

美元能否独善其身

值得注意的是，面对全球性通缩压力，近期世界主要国家央行动作不断，欧央行宣布总额1.1万亿欧元的QE计划，而加拿大、瑞士、丹麦、土耳其、印度、埃及等相继宣布降息，英国也打算放弃加息。一般来说，货币走软或贬值利好金价。

在全球货币战争愈演愈烈的背景下，美元作为唯一坚挺的货币，其价值一路突飞猛进，几度创下新高，从而给黄金空头增添了不小的助力。世元金行研究员丁卯指出，在全球央行不断敞开宽松大门的背景下，美联储能否独善其身地维持进一步紧缩的货币政策无疑是市场最为关注的焦点。

“为预防美元不断升值给美国出口带来的威胁，维护美元世界霸主的地位，抵御通胀水平进一步走低的危机，美联储延后加息时点将成为大概率事件，受此预期的影响，黄金多头有进一步发威的趋势。”丁卯认为，鉴于当前全球基本面的跌宕起伏，在此次的议息会议中美联储很难对具体的加息时点做出正面的回应，短期内会打压市场对美联储提前加息的预期，给黄金市场再添助力。

于杰同时表示，最终决定金价走向的是美元的货币政策取舍，所以尽管国际货币战争打得如何激烈，若是美国作壁上观，继续坚持加息的话，黄金将来的走势仍将重归下行。

金价短期料继续上升

截至1月27日，全球最大的黄金上市交易基金SPDRGoldTrust的黄金持仓量较前一个交易日增持9.26吨，为752.70吨。基金连续三日增持黄金。

“近期机构资金正在加速回流黄金市场，对于国际黄金价格的支撑作用明显。”夏宇飞认为，近期来看，国际黄金白银价格还是会在希腊局势及地缘政治危机的影响下继续向上攀升，短期黄金价格仍然有可能到达1340美元/盎司附近。

孙永刚认为，就目前的市场结构看，金融和经济的双重不稳定，叠加出货币体系的不稳定和经济结构的不平衡，必然会使得黄金出现配置需求，抬升黄金价格。短期美元的多头过于集中，如果美联储言语出现松动，那么黄金的下一波上涨自然将来临，关注金银比价修复，金银比价下破70或将打开更强的上涨空间。

“美联储在结束QE政策后，对加息的态度一直含糊不清，令市场捉摸不定。而国际形势，以欧洲为主的各国央行竞相降息，则为黄金创造了相对良好的上涨环境，所以市场情绪回暖，预计黄金后市将以震荡走高为主，而最终的价格走向将由美联储的加息政策所决定。”于杰说。

欧元区趋于平静

黄金美元将回归负相关

□国金汇银 李庆学

近期欧洲市场动荡不安，重磅消息应属欧央行利率决议以及希腊大选，在此之前，避险情绪推动黄金和美元出现同涨格局。目前随着消息的落地，市场预期将淡出市场，国金汇银认为黄金和美元将回归正常的负相关关系。

首先，欧元区技术性通缩得到确认后，欧央行不得不扩大资产购买规模，购买时间将从2015年3月开始，每月购买600亿欧元，持续到2016年9月，规模超市场预期。同时下调TLTRO定价10个基点，变相降低了银行的融资成本，相当于额外刺激，货币大战愈演愈烈。成员国方面，瑞士央行的动作可谓是外汇市场的黑天鹅事件，丹麦央行一周宣布两次降息，美元受益走高，而黄金作为硬通胀避险功能尽显，所以市场上出现了黄金和美元同涨的格局。目前欧元区重磅事件尘埃落地，宽松的货币政策将成为常态，对黄金长期推动作用将减弱，强势美元将发威，打压金价。

其次，希腊方面，极左翼党派联盟Syriza赢得大选，再次给欧元区严重打击。新领导人在获胜后发表言论称，希腊受制于国际债权人的时代已经结束了；Tsipras计划就希腊的援助计划展开谈判，并放弃此前与援助计划绑定的紧缩政策。但随后各国纷纷表态，德国态度依然明确，表示欧盟将讨论希腊债务展期的请求，但是在债务减计问题上，德国态度不会改变，希腊必须遵守援助协议才能继续获得援助；德国反欧元党派表示Syriza不想退出欧元区，但它想减计债务，这两件事不可能同时发生。

值得关注的是，极左翼政党并不是一个真正的政党，它是一个联盟，尽管Syriza不希望放弃使用欧元，但其联盟内部的左派团体希望希腊退出欧元区。大选结束后，希腊将面临更多的问题需要解决：一方面是与右翼党派“独立希腊人党”组建联合政府，另一方面是更重要的与“三驾马车”谈判，Syriza主张减计希腊的大部分外债，反对实行财政紧缩，可能彻底推翻希腊此前与“三驾马车”签订的国际援助贷款协议；若欧盟不再就债务问题让步，希腊退出欧元区可能成为现实。但国金汇银认为“退欧”可能性较小，因为如果希腊退欧，新政府将发行新货币，并让货币市场决定新货币的汇率，这将导致新货币大幅贬值，由此带来的存款外逃和金融风险将造成市场恐慌，重创希腊经济，新任总理不会不考虑这点。而对于“三驾马车”，希腊退欧将会使德国以及其他欧元区债权人对希腊的救助贷款蒙受巨大损失。但双方的谈判将会是一个曲折的过程。

最后，本周1月29日凌晨3点，美国将公布利率决议，在全球经济一片萧条之中，美国成为唯一的经济强劲复苏的国家，拥有加息预期的美元也成为投资者的避风港。但耶伦此前表示美联储在4月之前不会加息，市场普遍预期年中加息概率大，后市将会提振美元。作为以美元计价的黄金在欧元区趋于平静的前提下，将会逐步回归与美元的负相关关系。

金价避险支撑难持续

□南华期货 夏莹莹

在全球股市、汇市强震以及原油、基本金属市场重挫之际，黄金市场翩翩起舞，一枝独秀。截至1月21日收盘，黄金价格已经回到2014年8月中旬的水平，并成功站上200日均线。而金价自本月以来的升幅，更是接近10%，创2011年8月份黄金见顶时来最大。如此强劲的走势，是否意味着黄金已经改头换面，由熊转牛了呢？

首先，我们需辨清推动此轮黄金上涨背后的驱动因素。我们认为避险买需是本轮金价上行的主推手，而季节性买需则助涨了黄金的升势。

1月份欧洲地区风险事件密集，美元、债券以及黄金等资产受到大量避险资金的追捧而出现同涨，黄金涨势更是一发不可收拾。

1月15日，瑞士央行意外宣布放弃欧元兑瑞郎汇率下限，掀起金融市场惊天骇浪。而就在一个月前瑞士央行主席还信誓旦旦表态“要尽最大努力”捍卫欧元兑瑞郎汇率下限。该突发性消息导致瑞郎暴涨，而传统避险资产——黄金的避险魅力则彰显得一览无余。

对于1月22日的欧洲央行议息会议，市场似乎一直押注将有大规模QE出炉。一方面，欧洲股市1月份以来的升势，体现了投资者对欧版QE的预期；其次，瑞士央行的动作几乎可以看作欧洲央行量化宽松的最后一个注脚；第三，欧洲法院已经表态，欧洲央行购买政府债券符合欧盟法规，这被视为替“欧版”QE开绿灯；最后，最近超级马里奥的几次表态，也疑似暗示了欧版QE已经呼之欲出。显然，宽松的货币政策打压欧元货币贬值，而黄金则是对抗货币贬值的最佳“良药”。

除此之外，希腊还将在本月25日举行总体大选。主张反紧缩政策并勾销欧盟债务的反对党左翼激进联盟(Syriza)在民调中处于领先地位，加深了外界对希腊退出欧元区并把欧元区拖入新一轮危机的担忧。但我们认为希腊退欧风险仍较低，双方更可能的是展开拉锯并达成新的妥协，且即使推出，蔓延风险亦较2012年欧债危机时小得多。

从基金持仓看，截至1月21日的当月，全球最大黄金上市交易基金SPDR黄金持仓量激增33.22吨至742.24吨，增量刷新2012年8月来新高，这反映长线投资者买兴有所复苏，但这种增长趋势目前看仍不明确。我们同时注意到，短线投机资金对金价的助推力更强劲。据美国CFTC报告显示，截至1月13日的两周里，黄金非商业净多头寸就增加了近45吨，而这尚不包含1月14日至今期间的短线投机力量。

展望后市，随着这些风险事件有望在短期内纷纷落地，黄金避险买需亦将见顶回落，金价避险支撑料难以持续。相反，美国强劲的经济数据下美联储升息的担忧挥散不去，美元强势仍将延续，加之金价在上涨后的实物买需料受到抑制，金价中短期顶部已经可期。

■ 大连期货市场创新发展系列报道之二

优化规则制度 做精做细已上市品种

□本报记者 王姣

“三步交割法”落地、仓单串换扩容、放开持仓管理、合约修改——2014年，大商所重大制度创新完善举措持续推出，在优化规则制度、做精做细已上市品种、提高市场效率方面取得丰硕成果。

“三步交割法”突破传统交割流程，提升企业交割便利性。长期以来，交割中接货地点的不确定性常困扰市场买方，今年7月，大商所创新性地将原有的一次性交割流程优化为“卖方交仓单、买方选货、然后配对结算”的“三步交割法”。新制度在保障市场“三公”原则、不影响卖方交割的前提下，充分兼顾了参与企业意向需求，有效缓解了买方接收仓单地点不确定性问题，大大增强了企业参与套保的积极性，进一步促进了期现融合。

“三步交割法”推出后，当年实施这一交割新流程的4个月份合约上买方提交意向踊跃，满足率平均达到92%，有效验证了整个流程的可操作性和有效性。

“仓单串换”打破指定交割仓库交割“老规矩”，极大地拓展了交割地域。油脂油料品种是产业企业参与度较高的成熟品种，但长期以来以饲料企业为主的下游企业希望能就近接货，而油脂企业也希望能通过增设交割厂库更好地满足套期保值需求。为解决这一矛盾，大商所创新性地设计了仓单串换机制，交割买方客户在支付一定的串换费用后，可以将接到的标准仓单申请从串换企业集团所属其他厂库提取现货、或者串换为该集团其他厂库的标准仓单。

2014年，大商所对仓单串换试点参与企业集团扩容，并在11月份又启动了豆油、棕榈油仓单串换。同时，在豆油品种上规定串换企业可为有需求的接货方进一步加工为成品食用油，实现商品品质的串换，便利各类主体参与期货市场。仓单串换成为大商所做精做细已上市品种、提升市场服务能力的一项业务创新，市场运行效果也有力回应了这一工作的成效。豆粕仓单串换推出后，期现价差大幅缩减，1、5、9主力合约基差比过去六年同期平均缩小了90元、19元和33元，市场有效性进一步提升，也为多层次市场体系建设及机构场外业务拓展打下了基础。

打破传统限制管理，放开期货公司持仓限制、放宽保证金和套保套利管理。过去的一年，在“放松管制、加强监管”的监管转型新形势下，服务会员做大做强并放宽套保套利管理更好地服务产业成为大商所在基础制度完善方面的又一突破点，重点体现在交易所从提升市场效率和服务能力出发，对风险管理办法等相关规则的修改。

在风险管理办法修改中，鉴于原有限仓模式已经不适应市场规模增长下会员业务拓展的实际，期货公司会员限仓及相关持仓报告制度被取消。会员对此表示，以后再也不用因为限仓而劝退客户交易了。梯度保证金标准进一步放宽，交割月前一个月的梯度保证金要求执行时间后推了五个交易日。另外，根据主体临近交割月持仓增加的需求，交易所将一般月份套期保值有效期和套利增加额度有效期延长至交割月前一个月的最后一个交易日，临近交割月份持仓管理改为交割月份持仓管理，便利套保套利交易。

此外，LLDPE交割质量标准修改、胶合板厂库交割制度制定、黄大豆2号合约规则完善方案等相继完成，做精做细已上市品种工作全面推进。

新的一年，大商所在优化规则制度、做精做细已上市品种方面继续前行。据了解，目前，大商所正在推动黄大豆2号合约规则完善方案和PVC交割注册品牌制度的落地，研究论证在东北玉米产区设立延伸交割库区，设计和论证焦煤无仓单交割制度，进一步优化铁矿石提货单交割制度。在一系列举措的推进下，2015年又将是大连期货市场运行机制持续完善、市场效率进一步提升之年！

大连商品交易所
DALIAN COMMODITY EXCHANGE

贺 海通期货 首批获得
股票期权经纪业务资格
★ 海通期货荣获大连商品交易所
优秀会员奖
最佳产业服务奖 最佳产业拓展奖
最佳机构服务奖 最佳机构拓展奖
最佳农产品交易会员奖
最佳工业品交易会员奖
海通期货 客服热线：400-820-9133
网址：www.htfutures.com

天胶短线攀升不改中期震荡

□兴证期货 施海

随着有关国家和机构对天胶市场一系列的调控政策和措施的出台，天胶下探长期底部后，展开技术性反弹，并演绎成阶段性上升趋势。但由于供需关系尚未根本改善，沪胶中期走势仍将陷于区域震荡整理格局。

受全球宏观经济疲软、美元持续走强、及原油供需关系严重偏空失衡影响，原油期货价格持续下跌，并跌破50美元关口，直接导致合成胶价格联动走弱，目前丁苯胶和顺丁胶现货价格陷于9000元/吨一线低位徘徊，对沪胶期价贴水扩展至3000-4000元。根据以往合成胶与天然胶之间的价差扩展至3000元以上，将引发跨品种套利和品种替代作用的经验推测，此次合成胶对天然胶的替代冲击作用渐趋严重，天胶消费性需求也将显著减弱。

从消费需求看，近来下游市场采购状况不容乐观，下游轮胎企业即将进入2月开始的减产停工期，截至1月23日，国内全钢胎开工率不足6成，仅为58.61%，国内半钢胎开工率也仅为63.01%，两指标延续去年以来的下滑趋势，双双连续第3周小幅回升，原料库存尚能满足需求，虽然逐渐临近春节长假，但始终未见轮胎企业节前备货消费继续，显示企业库存周期逐渐延长的消费疲软特征，同时，美国商务部21日公布初裁结果，认定多家中国企业输美的轮胎产品存在倾销行为，美国将对相关企业征收反倾销税，税率高达19.17%至87.99%，国内轮胎对美出口将陷于困境。

从终端汽车景气度观察，中国车市拐点已到来。2014年，虽然车市整体销量依然保持快速增长，但其增速已经低于年初8%-10%的市场预期，2015年上述低增速将成为车市新常态，预计2015年中国汽车增速将与2014年基本持平，保持在7%左右。同时，去年12月份国内商务车产销分别为347173辆和349045辆，环比上月分别增长6.47%和10.61%，比上年同期分别下降2.42%和2.32%，产销量已经连续9个月低于上年同期水平，产销量增长幅度呈现继续缩减态势，2014年商用车市场累计产销量为3803095辆和3791324辆，与2013年相比，分别下降5.69%和6.53%，说明商用车中长期产销双双缩减。

从周边市场供应分析，泰国等东南亚天胶主产国持续降雨气候逐渐减缓，洪水灾害渐趋平息，气候逐渐转变为严重寒冷，而寒冷带来产胶淡季，胶树自2月起将陆续进入落叶期，天胶产量将季节性缩减30%，4月底5月初陆续恢复。因此，根据产胶季节性规律显示，目前时值高产期向减产期的过渡期，天胶供应将季节性缩减，现货价格季节性回升。同时，泰国家和平秩序委员会和政府将下达指示，令政府储蓄银行和泰京银行为从胶农处购买橡胶的企业经营商提供250亿泰铢软贷款，对沪胶走势构成一定程度的支撑作用。可见，天胶产业链正处于供应强消费弱的矛盾态势，短线攀升走势难以持续。

多菜油空豆油套利机会显现

□长江期货 韦蕾

2015年国内经济增速放缓，宏观经济的疲软及油脂供需依然宽松，定调新年度油脂市场仍以弱势为主，但暴跌行情恐再难出现，届时市场节奏会较难把握，建议多关注多菜油空豆油的套利机会。

2014/15年度国内外菜油供需明显好于豆油。从全球油脂供应来看，全球大豆、油菜籽已经连续三年增产，2014/15年度全球大豆产量3.14亿吨，较上年度增幅10.8%，库存消费比22.54%，达到历年高位；2014/15年度全球油菜籽产量7194万吨，较上年度增幅1.1%，库存消费比11%，处于历史较高位，新年度全球大豆、菜籽供需宽松明显。

从国内供应来看，今年国产菜籽受种植面积减少及恶劣天气影响，减产预期强烈。专业信息机构预估2014/15年度产量675万吨，较上年度970万吨减少30.4%。尽管2014/15年度6-11月国内菜籽进口量同比增长74万吨达到224万吨，但因年末进口压榨持续亏损，目前福建及两广地区进口菜籽压榨利润平均亏损280元/吨，2015年1季度菜籽进口量或显著下滑。根据船运机构调研数据，2014年12月菜籽到港量48万吨，比去年同期51万吨减幅3%，1月预估到港量17万吨，比去年同期58万吨减幅达70.7%。在国产菜籽减产幅度大，以及后续进口到港量减少的情况下，国内菜籽供应将呈现偏紧状态。对比国内大豆供应，尽管国产大豆也是播种面积逐年下降，但因今年单产良好，2014/15年度国产大豆产量预估1140万吨，较上年度1180万吨仅小幅减产。

需求方面，由于进口菜籽到港量较少，再则现在正值春节备货旺季，菜油商业库存持续下降，其中华东地区菜油商业库存数量在12万吨左右，已经连续6周回落，更是远低于去年同期；福建及两广地区主要油厂商业库存降至8.2万吨，已出现区域性货源紧缺局面，且从WCE油菜籽盘面来看，WCE油菜籽期价处于强势上涨状态，也支撑国内菜油价格。豆油尽管近阶段市场需求普遍良好，商业库存下降至96万吨，但美豆和豆油走软，南美大豆丰产在望，期现价格明显上涨乏力。

菜豆油期现价差均偏低。豆油和菜籽油作为植物油市场的主要消费品种，需求上具有很强的替代性，从数据统计来看，两者相关系数高达0.98，价格走势大体一致。但两者也会因原料生产季节性、消费习惯和国家进出口政策等影响存在明显的变化和差异，导致价差偏离正常区域。正常情况下，菜籽油价格要高于豆油，统计2009年以来菜油豆油活跃合约的收盘价数据，笔者发现菜籽油和豆油价差历史变动区间为-200-2500元/吨，主要区间在100-1200元/吨，历史中位值为650。现货价差方面，四级菜油与四级豆油现货之间的价差变动区间为-500-3200元/吨。主要区间在250-2000元/吨，历史中位值为1125。

当前主力菜油RO1505与豆油Y1505合约的收市价差在418元/吨左右，国内四级菜油与四级豆油现货价差450元/吨，均处于历史较低位区。通过菜豆油价差的季节性分析，发现每年的1-3月、11月份两者价差扩大概率超过70%，存在明显的买菜油卖豆油的跨品种套利机会。

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2015年1月28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	1047.52	1048.89	1036.94	1040.95	-7.83	1042.02
易盛农基指数	1136.23	1136.23	1118.10	1121.88	-11.32	1125.19

中国期货保证金监控中心商品指数（2015年1月28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		67.95			67.97	-0.02	-0.03
农产品期货指数	850.40	846.70	851.75	844.65	849.83	-3.13	-0.37
油脂指数	547.21	545.07	548.38	542.19	545.58	-0.51	-0.09
粮食指数	1309.12	1304.67	1311.62	1300.71	1308.35	-3.67	-0.28
软商品指数	802.55	796.79	803.70	791.76	804.64	-7.85	-0.98
工业品期货指数	698.10	697.82	699.76	693.69	699.15	-1.34	-0.19
能化指数	612.33	615.56	617.47	608.89	613.68	1.88	0.31
钢铁指数	511.24	512.88	513.43	509.21	510.19	2.69	0.53
建材指数	593.75	595.53	595.59	592.33	592.98	2.55	0.43