

361° 看市

厄尔尼诺 :资产配置荒中的“沙漠玫瑰”

□本报记者 张利静

一场17年不遇的天气现象，乐坏了世界各地的投资经理，在此之前，投资经理们正苦于何处寻找高回报资产。而圣婴厄尔尼诺“调皮鬼”每次到来，常常掀起一波农产品和金属领域的黑马行情，从而成为时期内收益高地。

气象专家称，这一次的厄尔尼诺将是百年之中最强的一次。似乎已有迹象显示，准备发“天气财”投资经理已经悄悄埋伏了起来。中国证券报记者调查多位商品投资经理发现，目前厄尔尼诺正是他们关注的焦点，其中不少人肯定地认为这匹收益“黑马”在不远的将来必将爆发。

投资经理苦觅收益“黑马”

此时此刻，不少低仓位投资配置的投资经理仍在为找不到高回报资产而“挠头”，数以万亿计的资金仍面临无处可去的困扰。“现金为王”思维似乎主导着当前的金融市场。

纵观全球，新一轮新兴市场货币贬值潮起；各经济体经济复苏形势仍不明朗，股市动荡还在持续；大宗商品市场波动率在过去三年中几近腰斩，从黄金到原油再到农产品，波动率下降遍及整个大宗商品市场。大宗商品价格普跌之际，传统行业遭遇转型危机，许多上市公司股价一蹶不振。

业内人士称，大宗商品市场这几年波动率低迷，已重重打击投机客的获利且压缩交易机会，在缺乏亮点的大宗商品市场，一些人很难赚到钱，因为波动率看起来处于极低水平。与此同时，在大宗商品过剩产业周期背景下，以传统行业为主力军的股市中，许多公司股价上涨空间受到抑制，传统产业股票投资价值趋于减弱。

纵观今年上半年投资情况，知名华尔街对冲基金经理达伦·森及埃因霍恩等大佬纷纷在黄金、原油等商品及能源股票上折戟。投行大佬也纷纷退出商品投资。瑞士信贷年内表示，将逐步结束大宗商品交易业务，加入德银、摩根大通和巴克莱的队伍。他们已经纷纷退出或大幅缩减在大宗商品领域的活动。

北京鼎金投资总监、清华大学证券与期货投资核心讲师徐东波表示，目前对于想用基金理财形式进行投资的投资者来说，基金经理并不好找，正是巧妇难为无米之炊，因为在地产市场没落、信托产品安全性存疑、银行理财产品收益受冲击、金融市场的缺乏以及股市未出现明显多头趋势的情况下，基金经理难以找到合适的投资标的。

而投资经理们并没有泄气，他们仍在全球范围内寻找奇迹发生的可能，无论是区域性的还是周期性的机会。据了解，目前全国高净值人群拥有54万亿美元的财富总量，其中24%投向了海外。中国的这一数据为5%。

“目前许多投行相继退出大宗商品交易，从市场抽走流动性，而一旦出现意料之外的事情，波动性可能骤然攀升。”国内某银行商品业务人员解释说，银行一直是扮演流动性提供者，目前活跃于商品市场的银行数目越来越少，波动性一旦出现变化，可能会较以往被放大很多。

当前，许多投资经理将目标瞄准了一个题材——17年不遇的厄尔尼诺天气，并认为这是下一匹特点鲜明的收益“黑马”。

分析人士称，资金量的进入情况是行情启动的测量器，一旦资金大笔持续进入，便是趋势



CFP图片

性行情形成的先兆。

来自中国气象局的消息显示，2015年10月，厄尔尼诺海温距平指数(升温和幅度)累计达到18.4摄氏度，已达到极强厄尔尼诺事件的标准。这也意味着自1997/1998年度“史上最强”厄尔尼诺之后，全球时隔17年再次迎来“超级圣婴”。

气象机构预计，本轮厄尔尼诺可能是1950年有记录以来最强的。它已经给南美的部分地区带去暴雨，给东南亚带来干旱。

虽然多国政府早些时候已经确认了厄尔尼诺，世界气象组织也称中等强度厄尔尼诺已形成，但在大宗商品市场上，跃跃欲试的多头们却屡屡抄空，白糖、咖啡、可可、棉花以及有色金属等并未有明显起色，甚至在中期技术面上仍呈现空头趋势。

但市场人士分析，并不是厄尔尼诺力量不及，而是此次大环境有所不同：国内经济增速放缓以及美元走强对这些商品走势均有压制。一旦这些因素出现变化乃至形成良好共振，可能形成意想不到的多头行情。

多位商品投资经理告诉中国证券报记者，当下厄尔尼诺现象的发展正是他们密切关注的一个热点，不少私募已经在部分品种上打下底仓，一旦条件配合就大举买入。资深分析人士告诉记者，观察以往期货股票价格联动情况，通常期货价格和股价上涨存在1:3的现象，即期价上

涨1%，股价将随之上涨3%，期价表现通常先于股价。

厄尔尼诺行情屡创收益神话

说厄尔尼诺是一匹穿越牛熊的收益“黑马”一点也不过分。

从历史上看，2009年7月至2010年10月发生的厄尔尼诺现象，令东南亚很多地区干旱，印尼2009年橡胶产量同比下降11.3%至244万吨，由此导致橡胶价格持续上涨至2011年。2009年7月至2011年10月，印尼天然橡胶现货价格上涨158%。

无独有偶，当时的白糖正处于牛市周期，在天气因素炒作前，已因4万亿投资政策的提振而从2900元/吨大幅走高1000点至3900元/吨。但厄尔尼诺对价格的提振似乎更令人振奋，8月份之后，市场爆出当年新疆甜菜由于极端天气还未采收及收榨即被冻在地里造成新疆甜菜糖接近绝收的消息。白糖期价一骑绝尘，于2010年1月一度达到5700元/吨。厄尔尼诺对糖价的影响，对4万亿的经济刺激政策来说，可谓“小巫见大巫”。

纵观上轮白糖牛市，白糖期价涨幅约158%，个股南宁糖业两年中上涨逾300%；贵糖股份股价则从2008年底的5元左右一路涨到2010年底的15元附近，涨幅200%。

而A股的上一轮牛市周期为2005年6月至

2007年10月，A股从998点一路攀升至6124点。也就是说，糖业上市公司股价的上涨完全在熊市中完成。厄尔尼诺行情穿越牛熊的魅力也受到市场关注。

湖北一位投资者李伟民告诉称，对上一轮厄尔尼诺行情印象很深。“白糖从4600元/吨到7500元/吨的价格时间跨度仅仅5个月，短期行情之大可以想象，成交放出天量，多头趋势极为明显。”他自己竟然因此打下来一份“家业”，在市区偏中心的地段购置了房子。“真是天赐的机会，完全没有想到。”李伟民称。

而就在最近，厄尔尼诺对行情的带动似乎已经悄悄显现。上周五，有媒体报道称，以糖、植物油、乳品为代表，全球粮价10月创三年来最大涨幅达4%。

联合国粮食和农业组织(FAO)高级经济学家Abdolreza Abbassian表示，“厄尔尼诺及反常的气候环境将限制2016年粮食产出，这样的预期推升了10月的粮食价格。”糖、植物油、乳品成为食品价格中涨幅最大的，三品种10月份FAO指数分别上涨17%、6%、9%。

这一消息传出后，国内A股市场南宁糖业即封上涨停。

谁是“厄氏”宠儿

从历史经验看，厄尔尼诺发生时，农产品首当其冲，特别是咖啡、可可受影响明显，其次是白糖、橡胶和小麦、玉米等。

瑞银证券指出，1997年至1998年，全球遭遇强厄尔尼诺，这段时期咖啡价格上涨逾200%；即便2009年全球遭遇一次较小的厄尔尼诺时，咖啡价格也从2009年下半年开始上涨近100%。

究其原因，咖啡的全球产量集中在巴西，约占全世界40%左右。作为全球波动率最高的品种，如果热带地区气候异常，咖啡价格便会急速上涨。

厄尔尼诺现象给巴西地区带来大量的降雨，给甘蔗收获造成严重风险。2009年7月—2010年4月的中等强度厄尔尼诺天气中，过量的降水使得甘蔗糖含量下降，导致巴西2011/2012年度甘蔗总产量下降6%。受此影响，国际糖价连续9个月累计涨幅达119.71%。此外，2009年的厄尔尼诺还曾引发了印度40年来最严重的旱灾，导致全球蔗糖价格大幅上涨。

此外，厄尔尼诺发生会对全球橡胶产量产生较大影响。2009年7月至2010年4月发生的厄尔尼诺，令东南亚很多地方遭受干旱，印尼2009年橡胶产量同比下降11.3%。2009年7月至2011年1月期间，天胶期货价格累计涨幅达118.7%。

市场人士认为，厄尔尼诺的降临，萎靡不振的大宗商品价格可能突然变成狂飙的黑马，价格的上涨直接传导为上市公司的经营利润，又能带来股期映射下的A股主题投资机遇。这在历史经验中已经多次得到印证。

除此之外，有色金属因采矿过程中通常需要消耗大量水资源，而主产国智利、秘鲁等可能面临严重的洪水或干旱威胁。海通证券指出，锂、铜、锡、银、锌和镍6个品种是核心的受影响品种。

此外，分析人士指出，在养殖业领域，厄尔尼诺将增强猪肉价格的上涨趋势，直接关系生猪养殖板块行情；在生产资料领域，可关注地下管道建设。

国内外纷纷限产

铝价反弹会否延续

□本报记者 王朱莹

10月，对于铝市来说，是一个黑暗的月份，跌跌不休，创出几个历史新低。10月28日，沪铝截至收盘主力1601合约报10290元/吨，逼近2008年历史最低点10125元/吨的新低。不过，上周沪铝却出现较明显的止跌反弹信号。

“沪铝反弹，一方面是由于前期跌幅过大，另一方面，受益于国内外厂家限产保价。”业内人士分析称。

为了应对铝价下跌，国内外厂家纷纷作出限产保价的举措：10月24日，有“中国第一铝”之称的中铝子公司，抚顺铝业电解铝生产线全线停产，其年产能约为35万吨。

美国铝业11月2日下午宣布将暂停美国三家铝冶炼厂运转，削减产能50万吨，位于印地安那州的Evansville炼厂将是该公司在美国仅剩的铝厂，该厂年产能26.9万吨。

由嘉能可控股的世纪铝业公司Century Aluminum称其将在年底前关闭肯塔基州Sebree铝冶炼厂三个电解槽中的一个，减少约70,000吨产能。该厂年产能为210,000吨。

生意社有色分社铝分析师刘美丽认为，虽至今国内整个行业减产有200万吨左右，但新增产量也有300万吨左右，明年预计仍有400万吨新增产能。整个行业有减量，但同时也有增量，减产对价格的提振作用非常有限。今年国内原铝产量同比仍出现较快增长，但铝终端需求不佳，推动铝相关产品出口大幅攀升，加剧了全球铝市供应过剩的忧虑。

电价和动力煤价格下跌，也推动铝生产成本降低。中国最大铝生产商中国铝业股份有限公司已暂停关闭最大炼厂计划，因地方政府提供了电价下调优惠，该公司之前曾计划在两周前关闭该炼厂。一个交易商称，“俄罗斯铝业联合公司以前也说过减产，但卢布这么弱，为什么会减产呢？铝价格下跌，但他们以美元可兑换更多的卢布，他们的成本是用卢布计算的。”

“铝的基本面非常富有挑战性，目前还没有看见任何真正的大规模减产，问题是大家都等着别人先行动。由于一些综合性生产商在其他领域实现获利，而且地方政府为提振就业和经济增长给当地企业提供补贴，过剩铝产能的关闭速度较为缓慢。”刘美丽认为，中国有许多高成本的工厂，虽然在亏损，但仍在继续生产大量铝。

她表示，铝业过剩格局，短期无法逆转，虽铝价在10月末11月初小幅反弹，但铝消费增长不能得到持续有效的提振，2015年剩下不多的日子难以出现高增长的局面。

对2016年全球电解铝的消费，从国内市场来看，建筑、电子电力、交通运输三大消费领域仍具备一定刚需，但绝对增量有所回落，预计铝未来需求增长会保持个位数。她预计在2015年最后季度，铝市在生产商纷纷减产的情况下，有止跌反弹的迹象，但由于持续产能过剩，大幅上涨的情况很难发生。

合约和制度完善打开油脂油料期货产业服务新空间

——写在油脂油料期货品种体系建立完善十年之际之二

□本报记者 王超

2006年以来的十年，在创新品种、推动油脂油料品种体系完善的同时，大商所通过品种合约维护、制度创新和调整，不断完善市场机制，提高市场运行效率，提升市场持续发展能力，从而进一步提升产业服务能力，打开产业服务新空间。

始终坚持从服务产业和实体经济这一方向出发，根据现货市场和产业发展格局的变化，不断完善品种合约，使其成为市场可持续发展的内在动力，是大商所已上市合约的维护、完善原则。油脂油料产业发展变化较快，也对合约的修改完善提出了要求。近十年来，在油脂油料品种上，通过修改完善合约内容，使油脂油料合约始终适应现货市场和产业格局，满足企业需求。

2006年，大商所在充分论证和深入调研的基础上，对豆粕期货交割标准进行了修改。当时，在产品生产技术不断进步下，油厂逐渐采用去皮和蒸煮工艺生产豆粕，豆粕国家标准根据市场变化调整了相关指标。新国标实施后，豆粕现货市场出现了一些新的变化，当时的豆粕期货合约的质量标准在粗纤维、水份、尿素酶活性等指标上与现货贸易合同存在一定的差异。

鉴于此，大商所有针对性地将交割标准进行调整：水份由小于等于12.5%改为小于等于13%；粗纤维由小于6%改为小于等于7%；

粗灰分由小于7%改为小于等于7%；尿素酶活性由大于等于0.02mg/(mg·g)且小于等于0.35mg/(min·g)改为小于等于0.3mg/min·g。修改后的豆粕期货合约更加贴近了现货贸易合同，为油脂、饲料行业的生产和经营提供更加真实的价格信号，方便现货企业参与套期保值。

2012年，交易所顺应现货市场变化，在充分调研基础上，相继修改完善了棕榈油、黄大豆1号等合约。其中棕榈油品种上，2009年10月棕榈油新国标实施后，棕榈油现货贸易情况发生了较大变化，棕榈油期货交割品核心指标之一酸值等指标与现货市场实际需求间存在一定差异，交易所在充分调研后、根据新国标的变动对涉及质量要求和检验两部分内容进行了修订，同时顺应现货市场对涉及到的酸值和标签两个内容进行了完善；大豆品种上，由于当时国内大豆市场发生一定变化后，黄大豆1号交割质量标准与现货贸易流通情况出现了一些偏差，无法完全适应现货市场的要求，一定程度上制约了市场功能的充分发挥，交易所根据现货市场新趋势对原合约规则中交割替代品、相关升贴水设置等方面进行了完善，并引入了散粮交割方式。品种运行情况证明，合约交割质量标准的修改完善，适应了新国标和市场新情况，使企业能更好地利用期货市进行风险管理，降低了市场不确定性，进一步提高了品种流动性。

在市场运行发展中，交易所还不断通过制度创新从而实现服务方式的创新，增强对企业的服务能力。在此方面比较典型的是在油脂油料品种上推出的立足于集团经营的“仓单串换”业务，在服务整个产业企业的同时增强了对中小微企业服务的力度，这是继厂库交割制度在豆粕品种上首次引入国内期货市场后，大商所在行业进行的又一制度和服务方式创新。

长期以来，由于交割库分布于不同区域而产生的异地接货问题长期困扰着饲料企业等下游中小微企业参与期货交易、交割的积极性，为有效解决这一问题，增强小微企业市场参与的便利性，大商所于2013年12月创新推出仓单串换业务试点。

仓单串换业务是指客户在通过交割买入集团所辖交割库的仓单后，通过与集团签署串换协议，客户可实现异地提货或由集团为其注册该集团其他交割库的仓单。大商所于2013年12月在豆粕品种试点集团内厂库仓单串换业务，随后又分别于2014年7月和11月启动了两期串换试点业务，其中将豆粕品种串换试点进一步扩容；在11月份启动的豆油和棕榈油串换业务中，实现了豆油的品质串换、仓库提供串换服务等。今年9月，大商所又与集团企业联合推出了新一期的豆粕、豆油和棕榈油“仓单串换”业务，增加了豆粕品种串换主体，增添了交割月仓单串换申请次数，串换费用的降低幅度达三分之一，实现了现货

报价常态化。市场人士表示，这一制度创新降低了饲料企业等中小微买家客户对交割地点不确定性的担忧，使相关品种客户参与结构进一步得到优化，能够促进中小微企业积极参与利用，在助力其风险管理水平提升的同时，也使市场力量得到更好平衡，促进了市场价格发现功能发挥。

据数据，制度实施以来，饲料企业在交割买方客户中的比重大幅增加，1401、1403、1405合约中买方饲料企业交割量所占比重达到64%、71%和100%。而随着“仓单串换”业务范围扩大，期现价格到期收敛情况得到明显，如豆粕远期销售基差大幅降低，从2015年9月的远期销售基差中看，平均基差已从2013年的200元/吨左右下降到100元/吨以下、且较为稳定，这在基差定价模式在市场运用日渐成熟的背景下，更多中小微企业能够参与到市场风险管理中来，为企业稳定经营打开了空间。

在市场运行发展中，交易所还不断加强交割库管理、优化交割库布局，提升市场运行效率。2007年12月，大商所调整豆粕仓库管理模式，由不对仓库管理调整为对仓库管理。为适应现货市场的变化和期货交割需求，大商所多次扩大油粕品种交割仓库、优化交割库布局和结构，为在黄大豆一号产区黑龙江设库，解决了困扰现货市场十余年的问题，目前，产区交割量占总交割量一半以上。此外，大商所调整豆粕品种指定交割库13次，豆油品种8

次，棕榈油品种8次，增设了物流优势明显、服务能力强的仓库，根据业务需要调整了部分交割仓库资格，提升了交割仓库整体资质水平，保障了期货市场稳健运行和产业服务能力的发挥。

紧密围绕现货市场实际，服从市场未来发展趋势，并适应期货市场运作规律，是大商所制度创新的根本出发点。大商所相关负责人表示，未来油脂油料市场将继续成为期市制度创新的重要实验场，进一步努力促进市场服务水平和效果的提升。如“仓单串换”方面，将研究由集团内向集团间、集团外延伸的可行性，并促进将串换商品品质由期货交割标准品扩大到更多的不同类型的产品，拓展串换品质的范围；同时，交易所还正在推动黄大豆2号合约及相关制度的修改，以有效激活黄大豆2号合约，进一步完善油脂油料市场风险管理工具。

在市场运行发展中，交易所还不断加强交割库管理、优化交割库布局，提升市场运行效率。2007年12月，大商所调整豆粕仓库管理模式，由不对仓库管理调整为对仓库管理。为适应现货市场的变化和期货交割需求，大商所多次扩大油粕品种交割仓库、优化交割库布局和结构，为在黄大豆一号产区黑龙江设库，解决了困扰现货市场十余年的问题，目前，产区交割量占总交割量一半以上。此外，大商所调整豆粕品种指定交割库13次，豆油品种8

次，棕榈油品种8次，增设了物流优势明显、服务能力强的仓库，根据业务需要调整了部分交割仓库资格，提升了交割仓库整体资质水平，保障了期货市场稳健运行和产业服务能力的发挥。

紧密围绕现货市场实际，服从市场未来发展趋势，并适应期货市场运作规律，是大商所制度创新的根本出发点。大商所相关负责人表示，未来油脂油料市场将继续成为期市制度创新的重要实验场，进一步努力促进市场服务水平和效果的提升。如“仓单串换”方面，将研究由集团内向集团间、集团外延伸的可行性，并促进将串换商品品质由期货交割标准品扩大到更多的不同类型的产品，拓展串换品质的范围；同时，交易所还正在推动黄大豆2号合约及相关制度的修改，以有效激活黄大豆2号合约，进一步完善油脂油料市场风险管理工具。

在市场运行发展中，交易所还不断加强交割库管理、优化交割库布局，提升市场运行效率。2007年12月，大商所调整豆粕仓库管理模式，由不对仓库管理调整为对仓库管理。为适应现货市场的变化和期货交割需求，大商所多次扩大油粕品种交割仓库、优化交割库布局和结构，为在黄大豆一号产区黑龙江设库，解决了困扰现货