

多空论剑

摇摆的风向标:原油40美元关口拉锯

油价在今年2月底触及峰值后,已累计下跌逾20%。在市场多空信息交织中,原油5月后接连跌破50美元、48美元、45美元等重要支撑位,目前看跌原油的气氛愈发浓郁。就原油后期走势及对贵金属市场的影响等问题,中国证券报记者特邀请浙商期货研究中心副总经理徐涛和南华期货股份有限公司研究所高级总监张一伟进行分析。

□本报记者 张利静

低位徘徊

中国证券报:从宏观角度来看,如何看待原油下半年的运行区间?

徐涛:整体来看,下半年原油需求会好于上半年。根据IMF预测,2017年全球经济增速将由2016年的3.1%上升至3.5%;而从我们的观察来看,欧洲经济复苏超预期成为了经济增速上调的主要原因。下半年,美国经济短期走弱现象难以持续;目前美国失业率水平较低,就业状况良好,从菲尔普斯曲线来看,通胀的上行只是时间问题,且美国的经济数据在三季度经常呈现明显的V字型结构,所以美国下半年需求还是比较乐观,不过二季度末至三季度可能依然维持较弱的判断。欧洲经济在宽松货币政策的影响下,短期依然处于经济复苏周期中,但欧洲央行货币政策何时收紧值得关注。

国内在上半年来去杠杆之后,近期有边际宽松的迹象,接下来货币政策料继续维持中性,货币端对需求端打压相对有限。去年三季度,需求端炼厂企业因为环保检查等原因遭到强制关停,今年三季度需求在同比基数低的情况下表现也会较好,叠加8、9月份大型炼厂投产对需求的拉动,故对下半年的全球原油需求,大概率会比上半年略好。油价方面,由于成本曲线平坦化的缘故,有可能较长时间处于目前震荡区间,在二季度末三季度初见底后,下半年震荡上行概率较大,但空间依然不大,区间在40-50美元/桶,中东的地缘政治问题可能是潜在的价格上行风险点。

张一伟:今年上半年,国际原油价格大幅回落,跌幅已经超过20%,原因主要在于供应并未有效减少和需求不振。在供应方面,OPEC国家虽然已经达成减产协议,但在执行方面并没有得到很好的价格刺激作用。市场发现,减掉的产量主要集中在新产出原油,而在出口方面,大部分产油国出口量不断创出新高。5月OPEC成员国原油产量环比增加33.6万桶/日,至3214万桶/日。其中两个得到减产豁免的国家——利比亚和尼日利亚原油产量开始大幅增产和增加出口,其中,利比亚原油产量环比上涨17.8万桶/日,至73万桶/日,尼日利亚原油产量环比上涨17.4万桶/日,至168万桶/日。从而削弱了其余个11个国家减产的努力。同时已经成为第二大的原油产出国的美国,原油产量也由年初895万桶/日上



涨至6月份的934万桶/日,其中页岩油对美国原油产量拉动最大。由此导致OPEC国家和发达国家的原油及商业油品库存急剧增长,根据国际能源署EIA和美国能源署IEA的数据,今年前5个月OECD商业原油的库存水平一直处于5年均值的高位。

相比在需求方面,2017年前四个月,最大的需求国中国汽油表观消费量总量为4012.54万吨,同比下滑0.37%,首次出现负增长。而2011至2016年前四个月份汽油表观消费量总量的平均涨幅为10.42%。我国的成品油库存也大幅增加,价格开始较快回落。展望下半年,预计国际原油价格会在每桶45美元—55美元之间徘徊。首先,OPEC的减产总量已经对市场价格起不到刺激作用,除非达成新的减产协议。这已经从上半年原油价格的波动中表现出来;而美国的原油产量仍将会不断释放。截至6月中旬,即使原油价格已经跌入50美元以下,美国原油钻井数仍然上升至747台,比半年前增加了218台,涨幅为41%。预计下半年美国的页岩油产量仍会继续增加。而需求方面,我国的需求还会在总体在供大于需的环境下,由于产能利用率不高,需求表现继续疲软;而印度等其它用油大国需求并没有得到有效改善。所以国际原油价格仍将维持低位徘徊,除非中东的地缘政治发生巨变导致价格大幅波动。

影响几何

中国证券报:从对通胀的影响路径来看,

原油走势将对贵金属产生什么影响?

徐涛:影响黄金的因素主要是实际利率,它由名义利率与通胀预期共同构成,通胀只是影响黄金价格的一部分因素,没有必然的正负相关性。黄金价格的变化取决于债券收益率与通胀预期的相对变化,需要关注这两者速率变化的因素。近期美国十年期国债收益率基本持平,但是因为油价暴跌导致名义通胀预期的下降,两者之差扩大就对黄金形成利空影响。从后市来看,下半年如果伴随美国经济数据的好转,美债收益率出现回升,同时原油价格也出现回暖的话,那么黄金价格就要具体看这两者的上升速率差,通胀率速率大则利好黄金,反之利空。

张一伟:从货币的角度看,美联储年底前有可能收缩其资产负债表,加上升息的作用,美国通胀形势相对平稳;欧洲和日本通胀远没有达到其央行目标;中国的通胀形势仍为平稳,预计下半年的波动高位不会超过3%的水平。总体上看,国际原油价格的低位波动对贵金属的影响较小,反倒是美元价格的走势会使得两种商品获得同样的影响,美元走低将会使原油和黄金得到支撑。

中国证券报:如何看待国内相关资产(如油气基金、沥青期货等)与原油价格走势的联动?

徐涛:国内油气基金通常投资的是国外原油期货的ETF以及相关股票,当然也有部分直接购买远月的期货合约,所以涉及到双方基金经理的调仓问题(国外ETF的调仓以

及国内ETF的调仓),对于原油价格的同比跟踪性还是略差,去年以来的表现大多是原油价格上涨的时候油气基金涨幅不如原油,而下跌的时候跌幅大于原油期货。沥青期货的标的主要是70#沥青,由于沥青属于石油产业链上的品种,原油价格的波动也会对沥青的价格产生影响。

张一伟:原油价格的低位徘徊会使国内的油气基金的销售受到一定的压制。而属于原有的下游产品的沥青,价格也会受到原油走低的影响而受压,但更多的市场焦点会放在沥青本身的供需矛盾上。

中国证券报:原油期货推出在即,如何看待上市初期的投资机会?

徐涛:考虑到资金成本以及交易便利性,INE内外盘套利以及月差交易的成本远不如国外相关市场,不过预计上市初期,价差交易以及内外盘套利交易仍将会是主要的交易方式,如果内外盘套利以及月差交易的成本能够大幅降低,那么交易量将会大大增加。

张一伟:原油期货的上市是我国金融衍生品及石油行业的一件重大事件,标志着我国在石油全球定价权方面迈出了坚实的一步。允许国际机构进入交易也使得我国的原油期货价格更能有效地体现全球化因素,加速我国相关企业的国际化步伐。及时参与和了解我国原油期货的交易,会对相关企业和个人快速融入国际原油现货市场和熟悉国际原油交易市场起到巨大的推动作用。

整体较为平稳。在前期投放跨季流动性被市场充分吸收、月底财政支出力度加大的基础上,央行在6月最后一周超量投放流动性的必要性不大,资金面大概率将平稳渡过季末,甚至不排除央行回笼部分冗余的短期流动性的可能。

不过中金公司指出,从6月份资金面来看,流动性并未如预期中紧张,央行呵护半年末资金面态度仍然明显,叠加银行已有较多准备,安然渡过半年末风险不大。但是在超储率偏低背景下,未来资金面的走势仍将较大程度上依赖于央行的资金投放,渡过季末后央行的货币政策态度仍将是影响后续资金面最大的变量。

中信证券同时表示,在6月央行超额净投放的环境下,市场有望平稳渡过半年末这一关键节点,但与之相对的是,7月初或将因大量短期操作到期造成一定流动性压力。而进入6月下旬,央行连续净回笼,相应7月下旬资金回笼量也趋缓和。此外,季度缴税因素将导致7月财政存款上升,银行体系流动性相应减少。若今年7月财政缴税期间导致资金面明显紧张,预计央行将加大公开市场操作投放以保持银行体系流动性总体平稳。

九月份豆粕期权平值合约行权价移动至2650元/吨的位置,已实现波动率维持稳定。60日历史波动率为15.4%,隐含波动率略有上浮,九月份期权的隐含波动率为17.2%。USDA出口销售报告公布美豆出口数据下降,利空大豆价格,带动豆粕下行,市场投资者情绪转向悲观。同时考虑到整体供需关系并不支持豆粕价格进入上行通道,预计短期内豆粕价格将在2550元/吨至2750元/吨区间内保持弱势振荡。建议卖出2750元/吨上方的虚值看涨期权,亦可在维持delta中性的情况下同时卖出m-1709-C-2800和m-1709-P-2500的宽跨组合。不过一旦豆粕价格突破2550-2750元/吨的震荡区间,即应及时平仓,以免趋势来临,造成大幅亏损。

投资非常道

守住流动性稳定 就是守住系统风险底线

□金学伟

沪深股市从有柜台交易算起,已是“三十而立”了,过去始终没能解决的监管错位、监管缺位问题,看来正在解决、重视中。

首先是2015年的股市大幅下挫证明,通过调控市场、运动市场来达到某个政策目标,路已不通,至少成本太高,已得不偿失,甚至有失无得,于后就有了“股市、房市各归各位”的提法。如能贯穿下去,监管的错位问题就算解决了。

监管的缺位问题也在引起重视。我一直认为,股市监管的重点在证券欺诈(财务造假)、内幕交易、股价操纵上,堵死这三点,股市的很多乱象,甚至一切乱象都会逐渐消除。近一年来,这方面的力度在加强,监管长期缺位问题似已得到重视,这是监管的归位,值得嘉许。

但强化监管的目的,是营造一个公平、公正、公开的交易环境,让市场的力量发挥得更有效,而不是为营造一个纯粹的投资市场,没有投机、炒作。就对社会的贡献来说,股市的投机炒作并不是一无是处的。上世纪90年代末本世纪初,美国纳斯达克的投机不可谓不疯狂,其整体的估值程度要超过我们现在的创业板。但正是这种对互联网公司的疯狂追逐,驱动了继工业革命后最伟大的一次产业革命。“一将功成万骨枯”,没有投资者全方位试错的“万骨枯”,就没有“一将功成”,迄今,那些新经济中的伟大的公司,都是在这波互联网投机狂潮中,获得持续而充足的养料,脱颖而出,成为伟大企业的。这种“创造性投机”或“创造性泡沫”正是市场力量的伟大之处,一如当年对铁路股票的疯狂追逐炒作推动了全美铁路建设高潮,促进了社会和经济的极大发展。

因此对投机炒作,我们要辩证地看待,要厘清正常的市场行为和违背三公原则的“恶行”,也要厘清哪些是由投资者自己决策、自己承担的风险,哪些才是监管者该管的、该杜绝的。

说得浅显一点,把股市看做一个室内菜场,管理员该管的就是短斤缺两、欺诈骗客、强买强卖、欺行霸市、禁止哄抬物价或打压物价、买卖法律禁止和本集市禁止交易的东西等行为。除此之外,顾客买什么、买多少,就是买卖双方自己的事了。如果管理员同时还充当某些摊位的促销员、导购员,甚至为某些摊位的菜更好卖去打压别的摊位,就失去了市场管理的公平性与公正性。

股市是个不同风格、偏好的共生系统,更是个利益场所,无数个利益主体互相博弈,有时兼而相融,有时相互冲突。牛市中,整体需求旺盛,A股票与B股票,顶多是赚多赚少问题。但在平衡市和弱市中,A股票的上涨常会因为B股票的下跌或更大下跌为代价,投资者对监管的公平性会更敏感。哪怕有一万个好心,希望市场理性,希望市场纯净,也不能越俎代庖,更不能因为我喜欢442阵型,你排出了433阵型,就多多咬你犯规。在最高革命原则之上应该有个更高的人道原则,借用雨果《九三年》中的这句话,在净化市场的崇高目标上,有个最高的三公原则,管理者就是管公平、公正、公开的。

有一个事实:从4月第2周到本月16日,股市保证金累计净转出2222亿元,成为自2015年股市大幅下挫以来累计净转出最多的两个月,这说明,不恰当地的监管越位、看似没有实际上存在的交易歧视、交易不信任,不仅造成了市场情绪对立,也影响到了股市流动性稳定。

其实,股市一切乱象、种种不理性的源头就在证券欺诈、内幕交易、股价操纵这3个方面监管的长期缺位。举例说,一个股票莫名其妙涨了几倍,投资者还不知原因何在,摸尽一切公开信息,也无从知晓,最后底牌摊出来,是因为某某原因,公司业绩爆发性增长,从乌鸦变成了白凤凰。但此时再买进已迟了。内幕交易让本应由全市场共享的成长利润,变成近水楼台者的专利。股价操纵则进一步放大了内幕交易的掠夺性,证券欺诈更是让一些根据公开信息做基本面投资的血本无归。正是在这些方面监管的长期缺位,让很多股民长期浸润在恶劣且越来越混乱的交易环境中,养成了一种思维定式:只要涨得好,一定有花头,久而久之就彻底放弃了根据公开信息做基本面分析的原则,把投资变成了纯粹的赌博!

这是20年未见之大变局”,这是自5178点后我对沪深股市的一个重要评价。监管的加强也是这个变局的组成部分,20年的重症顽症,来点标本兼治也是很有必要的。但股市管理也应兼顾国家高层领导人说的“放管服”,该放的要放。股市的成熟,不是靠监管者当导购员来的,而是靠堵住证券欺诈、内幕交易、股价操纵三个源头,由市场在自适应过程中逐渐培养起来的。监管的越位不仅有违三公原则,也是推着市场往“死市”上走的节奏。

今年1月26日,保证金余额占流通市值比例3.03%;3月30日,3.02%;6月2日:3.02%,已到达2013年至2014年上半年的底部区。如能守住流动性稳定,股市就有望进入平稳过渡期。如果再出现一波保证金大撤退,后果就难料了。守住流动性稳定,就是守住系统性风险的底线。

| 证券投资基金资产净值周报表 | | | | | |
|----------------|--------|--------|---------|-------------------|------------------|
| 截止时间:2017年6月9日 | | | 单位:人民币元 | | |
| 基金代码 | 基金名称 | 单位净值 | 累计净值 | 基金资产净值 | 基金规模 |
| 506888 | 德安元利 | 1.1191 | | 11,190,530,639.10 | |
| 184722 | 长城久惠封闭 | 0.9808 | | 1,961,581,915.33 | 2,000,000,000.00 |
| 500058 | 银河网银封闭 | 1.0160 | 3.6940 | 3,048,121,127.57 | 3,000,000,000.00 |

注:1.本表所列6月9日的数据由有关基金管理公司计算,基金托管银行复核提供。
2.基金资产净值的计算为:按照基金所持有的股票的当日平均价计算。
3.累计净值=单位净值+基金建立以来累计派息金额。