

原油上涨 限制美联储政策空间

李晨铭

回顾近几个月的大宗商品市场，原油破百是最值得关注的新闻。虽然表面看来是北非和中东动乱的偶然性因素使然，但若深入分析，这一切却有着相当的必然性。

此轮原油价格上涨，市场早有预期。2010年9月后美联储开始启动的第二轮量化宽松引发了大宗商品的此轮涨势，形成“农产品-基本金属-原油”的联动效应。这种联动关系的背后逻辑源于美联储积极货币政策的代价与效果的分离，即由新兴市场国家承担货币超发引起的通胀，而由美国自身享受经济复苏成果。

原油消费增长更依赖于发达国家的经济复苏状况。发达国家先前在世界经济复苏期中的拖累状况一旦改变，就有可能使前期扭曲的大宗商品比价关系向正常状况回归。从2009年初至2010年末，相对商品大市，原油价格的回升受到显著的压制，压抑的程度越大、持续时间越久，一旦爆发可能就越有力。

在美联储预期的政策路径下，经济增长所形成的通货膨胀率在初期应该逐步缓和，仅是良性循环的一个外在表现。但是，全球经济复苏节奏的不一致使得原油价格暂时被低估，这种假象很可能误导政策的制定者。随着美国复苏的逐渐赶上，大宗商品市场的价格结构失衡，使得油价对近期货币投放速度的弹性更大，而油价在美国CPI中占比很大，这就使得美国通胀率的上升速度可能超出市场预期。

回顾系列的新闻报道，北非动乱的主要根源是物价的不断上涨，特别是与生活相关的食物价格，而这正是农产品价格上涨的一个直接后果。从某种意义上讲，上述政治事件是大宗商品市场价格关系的一个必然后果，即原油价格的低估成为发达国家国家积极货币政策的一个根据，而货币超发的最直接后果即农产品价格上涨，其又引发消费结构中食品占比较高的欠发达国家出现政治动乱。并由此引起国际市场对原油供应的担忧，进而推高了原油价格，使国际大宗商品品种间的价格失衡向均衡回归。

因而，我们对此可得到两方面的结论：一、原油价格后期的涨势可能超过农产品和基本金属，由此形成的“马太效应”也会进一步吸引投机资金关注原油及下游石化产品；二、国际市场有效的反馈机制限制了美联储进一步量化宽松的政策空间。而且今年又是美国的大选年，美联储可能会处于防范通胀的目的提前收紧货币政策，但上半年出现加息的可能性仍然比较低。

我们对上半年的判断依然是原油价格会逐渐攀升，从现在到第二季度前期可能会出现原油价格上涨引起大宗商品普涨的局面；但从第二季度开始，市场对油价上涨阻碍经济复苏的担忧可能会逐渐占据主流，对于美国量化宽松政策退出的预期可能会越来越浓。

(作者系广发期货发展研究中心分析师)

广发期货
www.gfqh.cn
全国统一服务热线
95105826
中金所全面结算会员 诚信 专业 创新 图强

旱情无大碍 农业专家预计夏粮有望丰收

证券时报记者 李哲

随着华北小麦主产区出现大范围降水，旱情得到有利缓解，也将对火热的市场起到明显“降温”作用。河北省农林科学院专家甚至预计，今年夏粮很有希望迎来一场丰收。显然，在政策稳定物价的导向下，后期市场小麦价格不可预期过高。

据统计，截至3月1日，河北、山西、江苏、安徽、山东、河南、陕西、甘肃八省冬小麦受旱面积2863万亩，其中严重受旱480万亩，受旱面积和严重受旱面积比比2月9日旱情最严重时分别减少8732万亩和2056万亩。

从现在情况看，今年的小麦仍很有希望迎来一场丰收。“河北省农林科学院副院长王海波表示，目前受旱情影响严重的，主要是播种没有做好或浇水不当导致土壤干裂的一小部分麦田。而在两场‘及时雪’后，这些麦田的旱情也已得到缓解。

去年冬天以来，我国山东、河南、河北等冬小麦粮食主产区遭受持续干旱。小麦现货和期货价格均出现一定程度上涨。

市场对小麦减产的预期主要源于信息的不对称”。王海波表示。作为河北省农科院小麦抗旱领导小组组长，王海波近段时间已多次带领专家前往抗旱第一线。据调查，由于选种对路、播种质量高、冬前管理到位，河北省大部分麦田对当前旱情有较强的抵御能力。山东、河南的情况也大致如此。

王海波强调，在通胀预期升温之际，各方不宜再过度炒作旱情带来的负面影响。

期棉放开交割 新一轮行政调控或开始

证券时报记者 游石

郑州商品交易所昨日发布通知，决定全国棉花交易市场的仓单均可转换为郑商所仓单，这对投机性多头不利。并且郑商所如此放开交割的做法，在国内期货市场应该尚属首次，或预示新一轮行政措施开始。通知发布后，郑州棉花期货出现一轮快速下跌行情。

棉花是纺织服装业的基础原料，由于存在供需缺口，在去年物价上涨中，炒作最为凶猛。棉价从去年8月份的1.6万元/吨，飙升到了11月初的3.3万元/吨，涨幅逾1倍。并且以棉花为代表，小麦、玉米、橡胶等商品价格也在去年下半年大幅上涨，带动CPI从6月份的2.9%升至11月的5.1%，迫使政府祭出行政调控和货币调控的组合利剑。10月23日央行启动本轮加息周期，11月20日国务院出台16项措施稳定物价。与此同时，期货市场遭遇了严厉的行政调控，主要包括出台异常交易监控指引，提高保证金、扩大涨跌停板，增加手续费等措施。

本次，郑商所突然宣布放开棉花交割，是在前期政策利空已被市场消化，棉花价格又掀新一轮涨势的背景下产生的。从而引发了有关部门可能在更大范围行政干预物价的猜测。

目前，央行已连续3次加息，基准利率上升至3%，但仍是负利率，存款准备金率连续上调8次至19.5%的历史新高。如果货币紧缩继续加码，其边际效应将挫伤实体经济来之不易的复苏。因此，政府恐怕将不得不考虑辅以第二轮行政调控措施，来应付即将到来的又一

轮物价上涨。

可以注意到，尽管发改委主任表示，2月份CPI涨幅有望继续回落，但实际国内物价形式仍十分严峻。当前，北非和中东政局动荡，国际油价已突破100美元，国内大旱刺激小麦、玉米价格接连飙升，以棉花为代表的其他一些大宗商品价格也已回到了去年物价调控前的高点。而且，在去年一直未“发言”的猪肉价格，年初以来开始上涨，本周全国出栏肉猪均价在14.74元/公斤附近，去年同期为9.64元/公斤，同比上涨了52.9%。再加上春节后部分食品价格将要放松管制，1月外汇占款5016.48亿

元，环比增24.39%，1月新增信贷1.04万亿元，环比增116.35%。这些因素都增加了通胀压力。

期货市场连接现货市场，具有价格发现和套期保值的经济功用，但也是社会游资炒作物价上涨最方便的场所。去年下半年国内期货市场资金规模已突破2000亿元，创历史新高。因此国家管理通胀预期、稳定价格总水平自然离不开期货市场的正确引导。

据估计，未来国内期货市场将建立农产品持仓重点监控、商品期货投资者适当性制度、扩大农产品期货合约规模，以及本次棉花期货放开交割措施，在其他农产品期货品种上进行推广。



市场预期放开交割可能缓解目前棉花仓单过少的局面，近期表现强劲的郑棉午后显著回落。郑棉1109合约收盘报32500元/吨，下跌0.46%。

政策利空短暂 郑棉有望先抑后扬

黄骏飞

郑商所3日发布了《关于全国棉花交易市场仓单转换为郑商所仓单的通知》，决定全国棉花交易市场的仓单均可转换为郑商所仓单。市场普遍认为这将大幅扩大棉花仓单数量，属于短期政策性利空。

虽然近期郑州棉花期货价格经历了暴跌暴涨，但是现货市场上的成交价格却一直较为理性，维持着稳步走高的格局。这主要还是因为美棉价格大幅波动，带动节后国内棉市看涨情绪迅速升温。

全球期初库存极低、供应有限、需求旺盛以及美元贬值可能是引发本年度国际棉价大幅上涨的主要原因。2011年2月，我国棉花进口量继续

保持相对较高水平，纺织出口同比增速明显回升。而国内政策紧缩的步伐进一步加快，大宗商品市场波动加大，棉花市场形势错综复杂，宏观经济环境和产业政策调整将成为影响未来棉价变动的重要因素。

基本上，棉价的中期趋势是稳定在高位区间运行。近日国家统计局表示，去年棉花产量下降6.3%至597万吨；全年棉花产量597万吨，比上年减产6.3%。棉花种植面积485万公顷，减少10万公顷。

美棉库存增加将使棉价从高位回落，但由于库存消费比仍只有16%，因此棉价跌幅会比较有限。ICE期货远月合约的跌幅小于近月合约说明市场仍对棉花供应紧张感

到担忧。虽然USDA对美国全球库存增加的预测超过了大多数人的预期，但该数据并不算利空。天气对美国全球棉花产量仍然至关重要。

在棉价走强阶段，有三个特点一直贯穿始终：一是棉花现货价格上涨领先于期货价格，且多数时间现货价格高于期货价格；二是美棉价格上涨幅度超过国内棉价，国内外棉花价差年度均值低于往年；三是棉纱价格与棉花价格联动紧密，其价差是过去20年来的最高水平，纺织企业创纪录的高利润刺激了棉花消费量屡创新高。这三个价差正是反映市场是否理性的关键。

历史上棉纱KC32S和棉花的价差经常在5000元-6000元之间，这是纺织企业微利时期的价差水平。本

轮棉花牛市中，这个价差多数时间在7000元-10000元之间，高利润的纺织企业难扩大棉花消费需求，带动棉价走高。

国内棉价常常高于国外进口棉价格1500元左右，当前也在这一价差范围内，这决定了国家通过增发进口配额来调控棉价的能力减弱，同时东南亚棉纺织竞争对手的成本与国内成本的价差在合理范围内，国内棉纱需求不会被大量替代。

据了解，当前现货价格3.1万元/吨，与期货价格大致相当。而根据我们对棉花产区的调研，今年国内棉花显著减产，内地方面三级以上高等级需求不会被大量替代。《作者系长江期货分析师》

政策利空短暂 郑糖徘徊在十字路口

陈维倬

郑糖SR1109自2月18日出现调整并盘跌出狭窄的上升通道后，走势一直萎靡不振，多空双方均不给力。由于持仓量持续性减少，可以看出主流资金流出明显。盘局走势也较为清晰，突显两会期间郑糖走势多空之间的迷茫。

国储拍卖价提升期价预期

本月28日国家第四次抛售储备糖15万吨，意在平抑糖价，增加市场供给。本次拍卖最高价7570元，最低价7300元，成交均价7424元，比第三次拍卖价高出558元，与目前现货价相比，仍有124元的升水，显示现货商对后市信心十足。由于第四次拍卖国储糖提货时间普遍在3月份，也间接证明了现货商对3月份现货价为7424元左右的认可。3月现货价7424元与目前期价相比较，期现价偏低134元，因此可以预见期价有向现货靠拢的动力。

调控预期加剧观望气氛

市场普遍预期两会将比较关注



于民生方面，房价和通胀或将首当其冲，前期一系列调控房价措施已是征兆。由于普遍预期2010/2011榨季食糖缺口较大，需要从国外进口补充。但目前ICE原糖价格高企，进口与国内成本出现倒挂，进口不易。市场猜测两会期间政府会出台一些原糖进口减免关税等优惠措施，使进口成为可能。出于这种担心，郑糖近期表现极度疲软，投资者观望气氛浓厚。且2月23日南宁食糖会议上没有出现所预期的利好，更加加剧观望气氛积聚。

国储不足 年内缺口巨大

随着2010/2011榨季临近结束，产量将趋于明朗。依据调研数据显示，预计食糖主产区广西2010/2011榨季食糖产量或只有650万吨，远低于去年11月桂林会议所预测的750万吨产量。由于去年国家已连续八次抛售国储糖近200万吨，新榨季四次抛售77万吨，目前国家食糖储备已严重不足，估算只有60万吨左右。因此预计2010/2011榨季全国食糖缺口

或高达200万吨，这是目前支撑食糖价格仍然可以高企的重要原因之一。

维持区间震荡

由于国际原油价格突破100美元，市场预期巴西将加大酒精生产力度同时相应减少原糖产量，因此周三ICE原糖5月合约强劲反弹已重返60日均线之上。纽约原糖短期形态向好，但由于调整已久，大形态上已呈现三重顶迹象，预计33美分一线压力颇强，短期走势仍然维持箱震荡可能性较大，突破不易。

郑糖SR1109技术上已盘跌出维持三月之久的上升通道，低探箱底下沿后，震荡反弹高见箱体上沿7383元受阻回落，同时亦受阻于20日均线之压力，箱顶上沿与20日均线双重压力之下，技术性回撤不可避免。但由于5日均线已拐头向上，形态上对日K形成一个支撑，因此反弹仍然会继续，再次冲击箱体上沿7400元亦有可能。考虑到目前市场气氛并不支持直接期价冲关，预计后市走势仍然以箱体震荡为主。操作上宜接近箱底7000元买入，反弹到箱顶位置7400元减持，实行高抛低吸操作。《作者系华泰长城期货分析师》

瑞银看好 玉米小麦大豆将领涨

瑞银表示，由于粮食出口国需要重建库存，这将加剧全球粮食供应紧张局面，玉米、小麦和大豆价格将进一步上涨。

瑞银财富管理研究部门主管多米尼克·施奈德称，玉米价格有望涨至8.30美元/蒲式耳，较目前水平高出15%；小麦价格有望上涨23%至10美元/蒲式耳；大豆价格有望上涨7.6%至15美元/蒲式耳。

截至昨日北京时间16时，CBOT玉米、小麦和大豆主力合约分别报7.21美元/蒲式耳、8.13美元/蒲式耳和13.94美元/蒲式耳。

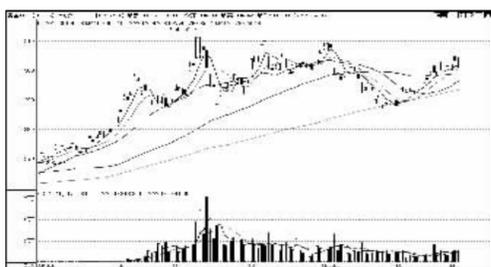
施奈德认为，全球重建粮食库存至少需2年-3年的大丰收。预计粮食价格将继续走高，2012年或达到顶峰。

据国际谷物协会称，今年全球玉米库存将连续三年下降，全球创纪录的产量不足以满足需求的增长。该协会预计，到6月底，全球玉米库存将从4年低点1.19亿吨进一步下滑。由于美国乙醇生产商对玉米需求增长，该协会将全球玉米库存预估下调了100万吨。

施奈德认为，美国强劲的乙醇需求将令玉米库存继续下降，玉米价格将升至8.30美元/蒲式耳才会挤压乙醇生产商的利润。《黄宇》

行情点评 | Daily Report |

黄金:地缘政治主导



地缘政治危机是2月以来金价快速拉升的主导因素。在欧美经济复苏强劲、新兴市场国家货币政策紧缩以及欧元区升息预期抬头的背景下，黄金2011年的投资价值实质上是在减弱。不过，展望后市，我们认为中东地缘政治危机发展仍将是主导因素。若危机继续蔓延和升级，黄金的避险价值有望推动金价继续创造新高；否则，金价存在快速回调的可能。

螺纹钢:继续颓势



由于成本高企，以及需求旺季在即，昨日螺纹钢期货高开并反弹至4878元附近僵持后，空方发力，价格又回到了4800元附近的关键点位争夺。目前，产能、库存与需求的矛盾在货币政策收紧以及钢企利润可观的情况下，显得更加突兀。而作为市场最重要的需求方，却在场外观望。等到春暖花开后，螺纹钢需求跟上时，才能一扫当前的颓势。

PTA:警惕回落



近期原油不断攀新高助长PTA价格，但基本面并不乐观：一般下游涤纶的销售在三四月份进入季节性旺季，而基于限电原因，当前各地织机开工率并不高。观察聚酯产量同比下滑暗示出下游的需求并不乐观。在季节性消费旺季没有正式启动前期，高位买货的情绪偏向谨慎，PTA欲冲击前期12000元平台压力重重，预估短期内存在技术性调整。《伍矿期货》