

## “去库存”抑制短期商品价格

许江山

4月的重要经济数据均已出炉，消费者物价指数(CPI)同比上涨5.3%，而工业增加值和固定资产投资的增速以及之前公布的制造业采购经理指数(PMI)指数都在回落。数据表面似乎呈现着“滞胀”的迹象，而且明显扰乱了股市和商品近期的节奏。但是事实上，笔者认为这次的数据必须更加深入去分析。

先看“滞”。细看4月份的宏观数据，反映支出的指标比如固定资产投资增速是继续上升的，消费指标比如消费品零售的增速也继续维持在高位。1-4月份，固定资产投资62716亿元，同比增长25.4%，比1-3月份加快0.4个百分点。而同时4月份的社会消费品零售总额13649亿元，同比增长17.1%，相比3月份仅回落0.3个百分点。而反映生产的指标，比如工业增速和进口增速确实在快速回落。两类指标之间出现背离，其中的原因是什么？笔者认为原因在于当前经济处在库存周期的去库存阶段，而消耗的库存正是上述两类指标之间的楔子，因而造成当前社会的总支出和生产之间出现的短暂背离。若是从这个角度来理解诸多指标的回落，那就属于正常的短期回落。

再看“胀”。CPI同比涨幅5.3%，确实高出了市场预期的中值。但从CPI的环比数据来看，可以发现价格环比上涨的趋势从3月份开始已经有了明显的变化，而最为重要的一个迹象是食品的环比涨幅从3月以来回落幅度非常大。笔者一直认为食品的环比涨幅对于判断通胀的中期走势非常重要。结合当前的形势，通胀可能在三季度阶段性见顶，之后可能呈现逐步回落的趋势。

结合上述判断，在当前去库存的周期中，大宗商品尤其是工业品的价格必然易跌难涨。对于去库存的过程，我国贸易顺差可以作为其较好的简单指标，若是贸易顺差收窄或转为贸易逆差，可能是去库存结束的信号。若是当前经济出现短暂回落的原因确实如笔者的判断，那么货币政策收紧的步伐可能并不会因为经济的正常回落而放缓，因而我们认为在二季度准备金率和利率政策会被继续使用。而通胀若是在三季度见顶，货币政策收紧的步伐可能会在三季度末开始放缓。

但对于国内经济中期走势的一个判断，笔者认为国内货币政策可能并不是最为关键的，重点应该在经济中一些重要的风险点，比如保障房的建设。保障房建设正好是经济中诸多矛盾的一个集中点，一边牵着国内在未来三年或更长时间的重要投资需求，另一边牵着地方政府财政问题。因为保障房，地方政府近几个月的土地出让金急剧下降，而在之前的“平台化”投资中，地方政府建立的各种融资平台本就积聚了较大的风险，若是不能解决好保障房建设融资和地方政府财政之间的矛盾，可能会使得地方财政问题集中爆发。而从另一方面来看，若是解决好这个矛盾，国内近几年的投资需求都会得到提振。

总体而言，短期内股市和工业品上行压力较大，若是通胀在三季度内见顶，四季度可能会有较好的行情。另外，投资者必须密切留意保障房和地方政府财政之间的矛盾演化情况。

(作者系广发期货分析师)

**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

## 高盛集团上调农产品期货价格预估

证券时报记者 黄宇

因部分小麦主产区天气恶劣，全球小麦产量可能下滑，高盛集团5月11日上调了美国小麦期货价格预估。高盛还调高了大豆和玉米期货价格预估。

高盛集团将未来3个月芝加哥期货交易所(CBOT)小麦期货平均价格从之前的7.75美元上调到了8.00美元/蒲式耳。高盛还将未来6个月和未来12个月的小麦期货平均价格从7.50美元上调到8.35美元/蒲式耳。

高盛将未来3个月CBOT玉米价格预估从7.75美元/蒲式耳调升到8.00美元/蒲式耳，未来12个月价格预估从7.50美元/蒲式耳上调至8.35美元/蒲式耳。

高盛称，未来3个月大豆价格预估为15.00美元/蒲式耳，未来6个月和12个月预估均为15.75美元/蒲式耳。

截至北京时间5月12日18时，CBOT7月小麦合约下跌6美分，报7.5275美元/蒲式耳；大豆7月合约报13.26美元/蒲式耳；玉米7月合约报6.695美元/蒲式耳。

# 美元大涨拖累大宗商品大跌

证券时报记者 李哲

美元的旗帜在高高飘扬，大宗商品价格重演上周大幅跳水的情景，国内商品期货市场周四全线下跌，市场风险厌恶情绪持续上升。

希腊债务危机死灰复燃，使得欧元走弱，美元继续强劲反弹，对大宗商品造成打压。由于希腊债务问题再次引发市场忧虑，欧元遭到投资者抛售，对美元汇率跌至三周以来的最低水平，同时美元对其他主要货币汇率全线上扬。美元指数则逼近76，涨势逼人。

目前，市场的风险焦点仍主要

集中于欧元区区域。继希腊之后，葡萄牙偿债问题也会浮出水面。市场甚至一度传闻，葡萄牙将被迫出售贵金属储备以换取欧盟援助，这也引发了金、银等贵金属的投机性抛盘。而随着形势日益严峻，西班牙、葡萄牙、意大利等国的风险溢价也悄然攀升。

在市场风险厌恶情绪有所攀升的情况下，美元与商品的负相关近日骤升至去年11月初以来最强。而美元走强促使投资者加大了抛售力度，投资者们纷纷买入美国国债等以美元计价的资产，以减少大宗商品市场和股市的风险敞口。

国际油价和伦敦期铜成为大宗商品领跌品种。国际油价在11日美国交易时段跌至每桶100美元以下，收盘98.21美元。汽油期货则一度大跌0.25美元，引发汽油、取暖油及原油期货在纽约商业期货交易所(NYMEX)暂停交易五分钟，此为自2008年金融危机以来首次出现。11日，亚洲交易时段，国际原油价格继续下滑到96美元下方。同时，伦敦期铜价格更是跌到8505美元左右。

受原油以及期铜大跌影响，纽约白银期货11日结束此前三天的涨势，价格更是出现巨幅下滑，周三大跌逾8%，周四大跌逾7%。纽约黄金6月

期货12日亚洲交易跌破1500美元。受此影响，截至12日收盘，国内商品价格除焦炭外几乎全线下跌。期铜主力合约收盘大跌2620元，至每吨64200元，跌幅3.92%，领跌有色金属商品的同时，也创下年内价格新低；而农产品方面亦全线下挫，郑州商品交易所棉花期货主力合约收盘下跌1085元，至每吨24300元，跌幅4.27%，刷新纪录再创新低。大连商品交易所焦炭期货主力合约收盘于每吨2344元，涨幅0.99%，成为当日唯一上涨的商品。

商品期货价格的暴跌，使得A股市场资源板块等资金流出明显。统

计显示，沪深两市有色金属股资金流出最多，共流出23.05亿元；其中，主力资金流出7.21亿元，散户资金流出15.84亿元。而有有色金属板块跌势也较重，超过七成的金属股跌幅大于2%。豫光金铅、宏达股份和常铝股份等跌幅超过5%，厦门矿业、驰宏锌锗、山东黄金、厦门钨业和锌业股份等跌幅超过4%。

尽管市场短期内如此暴跌，但是分析人士也提醒，当前多数国家实质利率仍为负值，强劲需求加之宽松货币，意味着未来还需进一步紧缩货币政策，仍需防止大宗商品价格再度飙涨、全球通胀急升。

## 美报告释放“空”气 农产品再度下跌

证券时报记者 游石

USDA5月玉米报告利空”、“棉花报告偏空”、“大豆报告中性偏多”，周三晚上，期货公司三条短信群发至客户手机处。而同一时刻，远在万里之外的美国芝加哥，农产品期货正全线暴跌，玉米7月合约大跌30美分，到跌停位置。

美国农业部(USDA)5月作物供需报告显示，2010/2011年度美国大豆和玉米的期末库存都远远高出4月的预期，分别高达1.70亿蒲式耳和7.30亿蒲式耳。只有小麦的期末库存和上月预估数字持平，同为8.39亿蒲式耳。同时USDA预测，美国2011/2012年度大豆和玉米年末库存为1.60亿蒲式耳和9.0亿蒲式耳，小麦的期末库存却只有7.02亿蒲式耳。

美国农业部报告加重市场空头气氛，加上美元反弹和周边商品下跌，芝加哥期货交易所(CBOT)农产品全线下跌。

周三，玉米7月合约大跌30美分，跌幅4.2%，小麦7月合约



大跌39.75美分，跌幅5%，大豆7月合约下跌6.25美分，跌幅0.5%。

国泰君安期货分析师周小球表示，近两年，农产品价格普遍位于历史高价区间，巨大的经济利益使得种植者扩种的积极性增加，新年度全球农产品产量增加是大势所趋。USDA将2011/2012年度小麦、粗粮、玉米、水稻、棉花、大豆等全部农作物产量定性为增产，这是

评判下一个年度全球农产品基本面的依据。除了种植面积增加之外，气候条件的相对乐观也将是农产品增产的重要条件，只要2011/2012年度天气不会比上一年度更坏，农产品产量增加几成定局。

周小球指出，农产品产量普遍增加不仅将有效满足市场所需，更重要的是使得投机性需求进一步减少，从而有利于价格从高位回落。从美国期货交易委员会公布的总持仓来看，棉花、白糖、小麦、玉米、大豆等均出现了不同程度的减仓，资金离场的信号非常明显。

## “电荒”点燃热情 焦炭独放异彩

部分焦炭相关股票呈现联动大涨，山西焦化近3个交易日涨幅已逾20%

见习记者 沈宁

一度低迷的焦炭期货如今又火了起来，火得还颇另类。

昨日，国内期货市场一片，焦炭期货逆势上扬，成为市场中唯一的上涨品种。截至收盘，连焦主力1109合约收报2344元/吨，上涨23元，持仓、成交均有所放大，相对当日沪铜、郑棉近4%的跌幅，焦炭表现较为强势。业内人士表示，“电荒”、淘汰落后产能等题材诱发近期焦炭期货上涨，但炒作意味较浓，基本面并不支持焦炭价格大幅上涨。

“电荒”无疑是当前市场关注的热点，今年的“电荒”较往年来得早，缺口大。国家能源局数据显示，一季度我国全社会用电量累计10911亿千瓦时，同比增长

12.7%，3月用电量已接近去年7、8月份高峰时期的用电量，4月以来，许多地区用电负荷大增，有的甚至开始限电，可以预见，夏季用电高峰电力紧张的问题会更加严重。

光大期货焦炭分析师唐嘉表示，用电紧张导致近期电煤需求上升，价格出现上涨，受制于运力饱和的影响，焦煤供应将受到挤压，支持其价格维持高位，作为焦煤下游的焦炭也将获得成本支撑。

此外，焦化行业进一步淘汰落后产能也是市场看好焦炭价格的原因。日前，工信部明确了2011年18个行业淘汰落后产能的目标任务，焦化行业计划淘汰落后产能1870万吨。

炒作题材的出现让市场嗅到了机会。近两日，焦炭期货增仓上行，资金介入明显，部分焦炭相关

股票也呈现联动，大幅上涨。11日以来，焦炭期货总持仓量大幅上升，累计增仓9502手至18268手，主力席位持仓量也同步上升。昨日国泰君安、华泰长城分别占据多空持仓榜首，单边持仓量均超过1000手。焦炭相关股票山西焦化、安泰集团、\*ST黑化等也出现不同幅度上涨，山西焦化涨幅最大，10日至今累计上涨已逾20%。

焦炭期货应声上涨看似有理，但似乎又经不得仔细推敲。百川资讯焦炭分析师郑红红表示，煤炭种类繁多，焦炭的上游直接原料是焦煤，和电煤分属不同品种，两者走势不尽相同。焦化行业议价能力很弱，焦炭价格不能完全反映焦煤价格变化，更多参考钢价走势，目前焦炭现货价格总体稳定，焦化行业本身并不会受到限电影响，

短期价格持续上涨概率不大。中证期货焦炭分析师周欣晓指出，此前市场普遍认为电力短缺将对钢厂开工造成影响。从数据来看，4月国内粗钢产量为5903万吨，同比增长7.1%，日均产量为196.8万吨，创历史新高。持续了一个多月的电荒炒作暂时未对钢铁供应造成明显减量。而如果今夏电荒情况持续加剧，则钢厂开工势必受到影响，焦炭的销量将受到压制，实际上形成利空。

对于淘汰落后产能，周欣晓表示，中国从来就不缺焦炭，2011年淘汰产能计划与去年任务量相比甚至降低了12%，国内焦炭产能过剩的局面不会有太大改善。

据了解，在期现价差大于300元/吨的情况下，部分现货企业已经开始关注期货市场的做空机会，这也将削弱焦炭期货进一步上行的动力。

### 行情点评 | Daily Report |

#### 沪铜:震荡下行



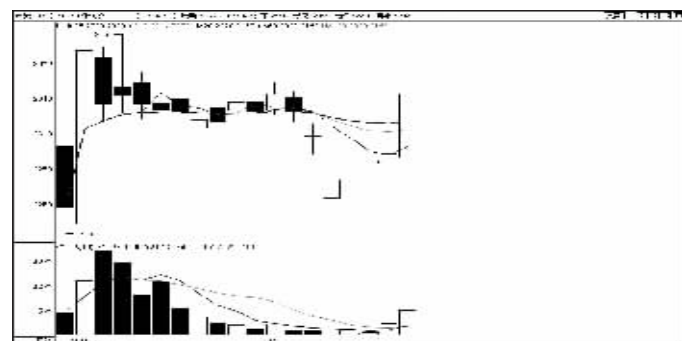
中国最新公布的数据暗示通胀形势严峻，央行可能进一步加息。由于人民币与美元加息将令融资成本升高，融资铜被抛售的忧虑令铜价承压。5月以来，进口比值恢复至接近甚至达到盈利水平，部分保税区铜正准备报关进入国内市场。随着淡季来临，供应增加将给铜价带来压力。预计短期铜价仍将震荡下行，沪铜或触及62500元。

#### 螺纹钢:偏空运行



2日，螺纹钢在大宗商品疲软的影响下，跳空低开。在其他品种下挫之际，螺纹钢还是难逃下行命运。钢材市场目前最大的问题是产量连续创新高，销售压力大增，而且需求释放并未呈现较好的旺季现象。同时，最近大宗商品连续下挫，使得市场观望情绪更加浓厚。下游房地产行业的负债率上升到70%，而保障性住房的落实一直未到位，所以需求难言在短期内能够见好。

#### 焦炭:相对强势



12日焦炭9月合约低开高走，走势强劲。借助几个隐性利好消息，焦炭连续两日走出上涨行情。4月粗钢日产量创新高至193万吨显示焦炭需求旺盛，短期利好；节能减排计划公布显示节能减排对焦化企业力度强于钢铁，长期利好；中国4月焦炭产量环比增长大幅放缓，有利于缓解供过于求局面。现货方面，焦炭价格稳定。焦炭基本而偏空无根本改善，难以支持价格突破前期高点。(五矿期货)

## 贵金属筑底过程 仍将持续

王宗欣

世界两大评级机构惠誉与标普频繁下调希腊、葡萄牙的债务评级与银行评级令欧元兑美元大幅下挫，美元指数在短短不到一周的时间涨至75.00点一线。但黄金市场依旧能够上演反弹行情，一方面是欧洲债务危机再起波澜令市场担忧情绪加剧，另一个重要原因就是前期一些抱着试探心态的买家重新回到了这个市场，多空双方的力量交替主导。

过度的投机性令白银市场的波动过大，一些分析机构甚至认为目前白银已进入了“泡沫阶段”，这样的情况引起了芝加哥商品交易所的注意，并多次提高了交易保证金。这也是上周白银出现大跌的直接原因。

原油价格走向为贵金属市场近期关键影响因素。贵金属市场于本周前三个交易日普遍走稳，原油引领了这三天来的涨势，但升势未能一直延续。周三纽约交易时段公布的美国能源情报署公布的原油数据瞬间扭转了局面。美国能源情报署公布库存数据后，6月原油期货结算价跌25.69美分，至每加仑3.1228美元，跌幅7.6%，创2009年2月以来最大单日跌幅。汽油期货跌势如此剧烈，以至罕见地引发纽约商交所全部能源交易暂停5分钟，这是两年多来首次出现这种情况。

笔者认为，当原油市场遭受大幅抛售，美元指数因避险举动而获得强劲上涨。就欧盟的主权债务和金融问题来说，希腊是最新成为焦点的欧美国家。评级机构下调希腊信贷评级，加上有报道称希腊甚至可能脱离欧盟，这对欧元最近造成压力并支撑了美元指数。美元指数最近已显示一些势头，而且要是出现持续的复苏，那对贵金属和其他商品市场是利空因素，所以，现在并不是投资者抄底去做多黄金白银市场的最佳时机。

但对于长期而言，笔者依旧看好黄金白银的未来。从技术图形上我们可以发现：黄金并没有像白银那样超买，并且并没有出现类似于白银这么多的投机性流动。黄金长期价格的重要支撑位位于1425美元-1450美元之间，日线300天移动均线位于1297美元-1300美元附近，并且正在上升中。预计今年白银的底部可能在28美元-30美元附近形成。

(作者系高赛尔贵金属分析师)