

焦炭弱勢盤整未改

黃慧雯

昨日，焦炭主力1109合約以2338元/噸的當日最高價開盤，全日維持區間盤整格局，盤中最高2338元/噸，最低2320元/噸，以2326元/噸收盤，較上一日結算價跌5元/噸，成交量7924手，持倉量14088手，減784手。

現貨市場方面，昨日天津港一級冶金焦炭稅價2150元/噸，較前一日持平，连云港一級冶金焦炭稅價每噸2120元至2180元，較前一日持平。山西地區焦炭現貨市場運行平穩，主流山西焦炭報價維持平穩。

目前，山西地區焦化企業目前仍維持適當限產比例，大中型焦化企業產能利用率較高，小型焦化企業限產幅度維持在五成左右，焦化企業庫存壓力不大，限電題材的持續對於焦炭的利好已結束。從盤面來看，昨日焦炭主力1109合約總量小幅回落，成交量能繼續維持萎靡態勢，K線形態始終受制於均線系統，維持偏空思路。今日或將繼續向下試探2300元/噸的整數關口。 (作者系上海中期分析師)

投機資金主導 滬鋁上漲空間難樂觀

唐亮華

倫鋁在2010年11月創出新高2500美元之後出現一波回調，最低觸及2185美元。下探獲得支撐後再次上沖，至2011年5月份創出次貸危機以來新高2803美元，上漲幅度達到28.28%。相比之下，滬鋁在2010年11月份觸及高點17261之後回調至15927元，此後，在長達6個月的時間內，維持在16500元至17200元區間窄幅震盪。端午節後的第一个交易日，滬鋁一馬當先，收出長陽，上漲1.90%。本輪上漲是曇花一現，還是長期積蓄能量後的新一輪上漲行情呢？

宏觀環境趨緊

歐洲方面，穆迪週三將希臘本幣和外幣債券評級從B1下調至Caa1，評級前景為負面，這是自3月份以來希臘評級的再次下調。但周四的最新消息顯示，欧元区经济及金融委员会原则上已经同意对希腊进行新一轮的国际援助，这将给予该国更多时间解决债务危机。这从欧元兑美元汇率走势中就已经反映出来，近期欧元兑美元持续性反弹。

美國方面，5月份供應管理學會製造業採購經理人指數(PMI)從4月份的60.4滑落至53.5，這是自3月份達到高點61.2之後的連續兩月出現減弱。失業率方面也不樂觀，數據顯示，美國5月份失業率為9.1%，比上個月增加了0.1個百分點，連續兩個月上漲。這也是自去年12月份以後，時隔5個月再創新高。

中國方面，中國5月居民消費價格指數(CPI)即將出爐。儘管4月份廣義貨幣量(M2)增速已經回落至16%之下，達到管理者預期的水平，但在高通脹的預期下，進一步加息的可能性非常大。

總體來看，在宏觀方面，歐元的反彈對銅價形成支撐，但美國經濟復蘇腳步的放緩以及中國緊縮的貨幣政策也將限制鋁價的走高。由於基本金屬中，銅受宏觀因素影響最大，從期銅最近走勢中發現，宏觀面因素似乎未能為行情發展指明方向。因此，我們認為宏觀因素並不是推動鋁價大漲的主要因素。

電價上調影響有限

在最近影響鋁價的基本因素之中，中國上調電價最受市場關注。國家發改委決定自6月1日起，15個省市工商業、農業用電價格平均每千瓦時上調1.67分錢，電價上調將使鋁價的生產成本每噸提高240元至250元。但從實際看，各地表現並不一樣。由於從西部運到東部的電解鋁每噸運輸成本為50元至80元，部分發達省市的鋁加工企業開始到西部直接採購鋁原材，電價上調對鋁價拉升並不如預想中的大。

另一方面，考慮到電價的上漲採取的是一步到位式，對市場衝擊也是一次完成，缺乏預期性，無法為市場上漲提供源源不斷的動力。因此，電價上調只能作為一個短期影響因素，只能抬高鋁價的波動區間，而不能成為支撐鋁價上漲的因素。從持倉上看，6月4日滬鋁持倉為25萬手，截至6月8日，滬鋁持倉達到31萬手，4個交易日持倉增加24%，資金推動迹象明顯。

整體來看，目前鋁價上漲更多是受資金推動的影響，其推動鋁價的波動區間上調約200元/噸。未來一段時間鋁價的波動區間將處於每噸16800元至17800元之間，而難於突破18000元/噸的高點。

(作者系南華期貨研究所金屬分析師)

量化寬松前景難料 大宗商品面臨劇烈波動

證券時報記者 李哲

美國有沒有可能推出第三輪量化寬松政策(QE3)成為困擾近期大宗商品走勢的最重要因素，畢竟在第二輪量化寬松政策(QE2)下大宗商品成為了大贏家。可以預期的是，不管美國會否徹底退出量化寬松政策，都將給市場帶來劇烈波動。

統計顯示，自去年11月美聯儲實施QE2以來，美國標普500指數已經上漲超過10%，大宗商品指數增幅為16%，而美元兌歐元則下跌5.3%。去年11月，美聯儲出臺了規模達6000億美元的第二輪資產購買計劃——該計劃定於

本月底到期。

其實，美聯儲主席伯南克本週二已經發出了一個強有力的信號：儘管經濟數據走軟，但美聯儲不打算放寬貨幣政策。伯南克認為，美國經濟“看上去正在以一種溫和的速度”復蘇。在這種背景下，貨幣政策不可能是一種萬靈藥。

伯南克此番言論將澆滅市場此前對於美聯儲可能會出臺QE3的預期。不過，伯南克也表示，美聯儲更有可能通過延長其所持有資產的時間來應對經濟低迷，而不是購入更多的資產。儘管美國經濟正朝著正確的方向前進，但實際產出較潛能仍有很大差距，因此，我們仍需要適應性的貨幣政策。”他表

示，在出現一段就業創造更為強勁的持續時期之前，我們不能認為復蘇已真正確立。”

對於伯南克的表態，國內市場看法分歧嚴重。格林期貨研發總監李永民認為，美元影響面太大，目前美元已經貶值很多，如果繼續推出QE3，會導致美元進一步貶值甚至引起美元信任危機，美國還要考慮到美元繼續貶值可能會影響到美元的權威地位。即便後期推出，也將困難重重。

銀河期貨首席宏觀經濟顧問付鵬認為，從伯南克的講話內容來看，伯南克承認了美國經濟成長低於潛在趨勢，仍然需要寬松政策，美國經濟增幅低於預期，而且多個數據暗示就業市場近幾個月喪失了部分動能，必須

密切關注就業市場狀況，預計QE3還是需要的。

值得注意的是，多位分析師強調，不管美聯儲未來是否會採取措施進一步QE3，美聯儲已經表示將繼續努力維持資產負債表不會因為前期購買債券的自然到期而逐步縮小。果真如此，這其實就是一次隱含的QE3。這些觀點也與高盛的觀點一致，即QE2結束後聯儲會繼續將收益用於再投資。

顯然，美國寬松政策對於全球流動性控制至關重要，繼續推出將使得全球通脹更加惡劣。但是，如果美國確實停止了國債購買計劃等量化寬松措施，勢必影響美國經濟復蘇。而由於缺乏進一步的刺激措施，美國經濟

今年下半年也將再次陷入衰退，拖累全球經濟復蘇。

全球最大外匯對沖基金FX Concepts 創始人約翰·泰勒(John Taylor)就表示，將在未來幾日買進美元。經濟將陷入衰退週期，因政府將削減財政支出，QE2也將結束，所有這些告訴我們經濟復蘇的盛宴就要結束了，末日即將來臨。”

基於此邏輯，美國標普公司近期的一份報告中稱，政府政策意外轉向或銀行業出現問題都可能引發經濟突然減速，並推動大宗商品價格大幅下挫。預計目前每磅1.20美元的鉛價最低可能跌至每磅65至70美分，而目前每磅4.10美元的銅價最低可能跌至每磅1.50至1.75美元。

期指持倉連續下降 見底信號提前出現

劉超

總持倉、淨持倉作為股指期貨市場上的量能指標，直接反映了市場參與者的興趣與情緒，通過分析其與價格的關係，可以輔助我們對於價格走勢的判斷。

統計2010年4月16日以來期指的成交持倉數據，可以發現，期指的總持倉呈穩步增長的態勢，已經從上市初期的幾千手上升到近期的4萬手，最大持倉量出現在2011年5月27日，達4.5萬手。同時，我們看到，成交量在上市之初快速增長後，2010年7月15日創出峰值47.8萬手後逐步萎縮，2011年6月1日的成交量甚至只有12萬手。在一增一減共同作用下，成交持倉比上市以來期指總持倉的變化為0.4%。這說明市場的上漲往往伴隨著持倉量的上升，而市場下跌過程中持倉量卻變化不大，這對我們以上的分析構成了支持。

其實，如果以月度來看，股指期貨上市以來最典型的上漲莫過於2010年10月份，當月股指期貨上漲16%，同樣我們看到10月底股指期貨的持倉量比9月底上升近50%。

而11月份隨着價格的下跌，持倉量也出現近30%的下降，隨

在325億左右。

持倉量與價格的關係主要體現在：上升趨勢中，持倉量增加是穩健的上升趨勢信號，持倉量減少則意味着其後價格可能轉為震盪甚至下跌；在下降趨勢中，持倉量只要不出現明顯下降，都是看跌信號。檢驗持倉量變化與價格變化的關係，剔除上市初前兩個月的數據，33個漲幅大於1.5%的交易日中，持倉量平均增加5%，而32個跌幅小於1.5%的交易日中，持倉量平均下跌0.6%，而所有交易日持倉量的變化為0.4%。這說明市場的上漲往往伴隨着持倉量的上升，而市場下跌過程中持倉量卻變化不大，這對我們以上的分析構成了支持。

其實，如果以月度來看，股指期貨上市以來最典型的上漲莫過於2010年10月份，當月股指期貨上漲16%，同樣我們看到10月底股指期貨的持倉量比9月底上升近50%。

而11月份隨着價格的下跌，持倉量也出現近30%的下降，隨

後我們看到市場陷入一個多月的震盪。2011年4月中旬到6月初這段時間市場出現單邊下跌，股指期貨的總持倉經歷了一個“增—減—增—減”的過程，高點分別出現在4月28日和5月27日，均在4.5萬手附近，低點則出現在5月20日，近3.5萬手，而目前股指期貨總持倉為3.8萬手，6月以來僅5个交易日，總持倉較5月底下降了15%。從這個角度來看，後市市場更可能陷入震盪。

前面我們分析的是股指期貨四個合約的總持倉，如果看主力合約，我們發現結論是類似的，主力合約持倉占總持倉的比例一直穩定在60%至80%之間，而最近我們看到6月合約持倉量從高位下降，有主力開始移倉至遠月，所以看總持倉更能觀察市場的總體變化。

除此之外，我們還可以看看淨持倉變化與價格波動的關係。統計前20名會員淨持倉(特多減去持空)與該合約總持倉的比

值可以發現，股指期貨上市以來該指標大部分時間是負值，僅在2010年7月和10月指數反彈時出現正值，近期的波動範圍在-11%到-7%之間。

比較明顯的一個現象是淨持倉占比的拐點領先於指數的拐點，比如2010年6月11日淨持倉占比達到-6.5%的局部低點，而主力合約直到7月1日才觸底反彈。同樣，其後的10月12日淨持倉占比達到2%的局部高點，指數在10月15日達到峰值。

此外，2011年1月14日的淨持倉占比的低點和1月20日的指數低點對應，而其在4月11日的高點也領先於指數4月13日的峰值。近期，淨持倉占比在5月31日達到低點-10.7%，指數的低點則在6月2日出現，仍然前者領先。

上述統計意味着，我們可以通过該數值與指數的背離來判斷拐點的出現，當然並不是每次淨持倉占比出現極值，指數隨後都會出現拐點，還需結合其他指標綜合研判。(作者系華泰長城期貨研究所分析師)

(魏曙光)

現貨高升水 鋼企套保策略需調整

劉慧茹

從2009年3月螺紋鋼上市一直到2011年初，螺紋鋼主力合約基本上保持着與現貨高升水的狀態，這也為鋼廠參與賣出保值提供了極好的投資機會。然而，今年以來現貨長期升水成為市場常態。以北京、上海市場現貨市場

與期貨價格價差來看，5月份北京市場三級螺紋鋼與期貨(RB指數)價差最大的時候達到了400點，上海市場現貨與期貨的價差最大也達到100點，創下了螺紋鋼期貨上市以來最大的期現價差。

現貨升水的走勢充分表明現貨價格更多由鋼鐵的產業因素來決定，而期貨價格則體現了更多的金融因素。從目前螺紋鋼供需

基本面上看，鋼廠依然在力挺出廠價格，除6月份寶鋼保持平盤外，其他鋼廠如鞍鋼、武鋼均上调了出廠價格。建築鋼材方面，沙鋼5月份兩次上调出廠價格累計達到180元/噸，大部分鋼廠均在上调出廠價格。較低的庫存水平也使得經銷商並不急於降價銷售，因此現貨價格一直較為堅挺。

而期貨價格則體現了更多宏觀預期的影響。目前世界宏觀經濟環境依然存着較多不確定因素，而中國採取緊縮宏觀政策，市場擔心歐美日等國經濟增速下滑導致需求減弱，中國從緊的宏觀政策也導致經濟增速減緩。宏觀上的不明朗直接制約了螺紋鋼期貨價格，從而導致期現價差不斷擴大。

對於市場出現的新環境，企

業需要一些新思路和策略來面對期貨市場和現貨市場出現的變化。

首先，鋼鐵生產企業需要調整期貨套期保值策略來面對現貨高升水的局面：

一方面，鋼材期貨貼水，將不利於鋼材企業利用簡單套保理論來進行賣出保值，而必須加入企業對未來宏觀經濟、行業的判斷。另一方面，鋼材期貨貼水，將阻止部分企業介入鋼材期貨的步伐，部分企業由於監管的要求，甚至從此將離開期貨市場。此外，鋼材期貨貼水，也對企業套保提出了新的要求，即當期貨價格遠遠低於現貨價格的時候，企業應當扭轉對期貨只能賣、不能買的偏見，並從制度上保證企業套保團隊可以進行買入交易的操作。最後，鋼材期貨貼水，也對鋼材企業的套保團隊提出了新

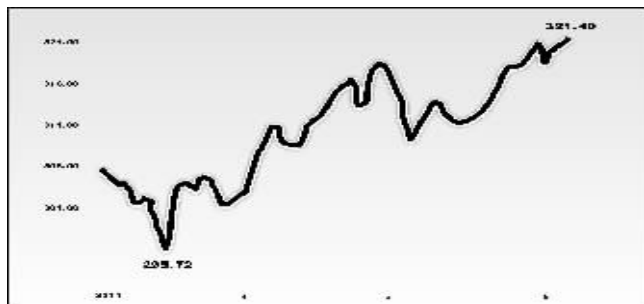
的要求。要適應這種新的局面，需要企業套保團隊從信息搜集、分析、制定套保策略、風險控制等方面做出調整，對套保團隊來講也是一次新的挑戰。

其次，貿易企業可以多採取虛擬庫存來降低現貨的庫存風險。目前，很多鋼鐵貿易商由於對不確定的宏觀政策擔憂及資金的壓力導致不敢在現貨市場上囤貨。在這種環境下，合理利用期貨市場進行虛擬庫存的管理更為迫切。一方面，期貨的虛擬庫存可以利用資金杠桿降低資金風險，另一方面，目前期貨價格貼水也給企業提供了採購的機會。因此貿易企業應該更多利用期貨市場來進行虛擬庫存降低現貨風險，同時如果市場後期出現上漲也能獲取一定的利潤。(作者系銀河期貨分析師)

(魏曙光)

行情點評 | Daily Report |

黃金:上漲乏力



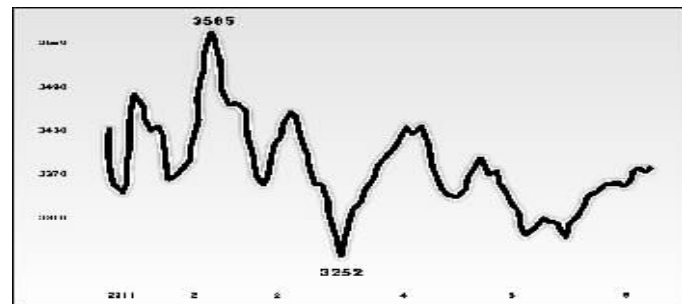
昨日，滬金主力合約1112低開後小幅震盪，尾盤有所下探，至收盤時收於一根小阴线，收於320.05元，較上一交易日下跌0.87元，成交量與持倉量都有所減少。短期來看，黃金上漲動能不足，伯南克的講話缺乏新意，並未對市場後向形成方向性的指引。技術上看，MACD指標紅柱在縮短，有形成死叉的跡象，顯示短期內上漲乏力。

鄭棉:寬幅震盪



受到美棉跌停影響，鄭棉昨日跳空下行，並一度殺跌，至午後逐漸企穩。最終主力1109合約收盤報每噸25910元，較昨天結算價下跌440元，跌幅1.67%。從技術上看，近期每逢棉價下跌都會吸引一定的買盤介入，對棉花有實際需求的紡織企業可以擇機在遠月進行買入套期保值。對於投機者來說，近期鄭棉震盪頻繁，仍需謹慎觀望。

豆粕:延續弱勢



昨日國內豆粕期價震盪回落，延續了端午節日後的疲軟走勢，主力1201合約跌3點收於3363元/噸。隨着夏季肉類消費需求淡季的來臨，貿易商逢低備貨豆粕的積極性或將受到打壓。且長江流域即將進入梅雨季節，也將對近期飼料廠備貨需求形成抑制。操作上暫且以觀望為主，待3350點支撐位上方企穩，多單可輕倉跟進。(上海中期)

南華期貨 中金所全國結算會員
NANHUA FUTURES

您身邊的風險管理專家

全國統一服務熱線：400 8888 910