

第二轮LTRO 将决定3月商品走势

许江山

欧央行于2011年12月9日欧盟峰会后提出两轮3年期的长期再融资操作(LTRO)，一笔者于2011年12月21日拍卖，第二笔计划于2012年2月底拍卖。去年12月21日拍卖的这次LTRO，涉及523家欧洲银行，贷款规模总计4890亿欧元，贷款利息只有1%。欧央行希望欧洲银行获得1%低息长期贷款后可以拿去购买高息的债务国国债。

无论是因为到期债务还是满足监管要求，欧洲银行在2012年都面临巨大的去杠杆化压力，在去杠杆化过程中必然会对欧洲国债市场产生巨大冲击。

从第一轮3年期LTRO的效果来看，应该是符合欧央行预期的。自欧央行推出第一轮LTRO以来，3个月欧洲银行间欧元同业拆借利率(Euribor)就出现连续下跌，至2月9日连续下跌了36天，持续时间为2年半以来最长。

2月底将迎来第二轮LTRO，第二轮LTRO的进展情况，或将决定3月大宗商品尤其是工业品的走势。第二轮LTRO和第一轮在以下几个方面有区别。第一，规模更大，第一次LTRO的规模为4890亿欧元，第二次LTRO的规模超过一万亿欧元的可能性非常大。第二，第二次LTRO对抵押物的要求有了变化。比如对法国央行的抵押资产的接受范围，就从欧央行评级系统中的“step3”放宽至“step4”（欧央行标准体系），再比如对塞浦路斯央行的标准放得更宽。

2月底的第二次LTRO如果实施得当，会对市场产生明显的积极影响。但是若LTRO操作不能真正提振实体经济发展，其埋下的隐患可能会非常严重。LTRO大幅减轻了商业银行解决自身问题的压力，可能催生一批类似于日本出现过的账面上摆脱不了不良贷款和资产的“僵尸银行”。另外，从第一轮LTRO看也存在一些问题。第一，LTRO的实际规模远没有4890亿欧元，因为银行在LTRO之后减少了1230亿欧元的MRO操作，1110亿欧元的3个月期限的LTRO。此外，许多银行利用这个机会替换了在10月份发行的1年期LTRO，金额大约为460亿欧元。因此净增加额相对较小，约为2100亿欧元。第二，欧洲银行通过LTRO融到的钱并未完全用于购买国债（并未出现明显的欧央行期望的套利行为），而是将其中较大部分存回了欧央行。第一轮LTRO的第二天，欧洲银行将2100亿欧元中的近一半，即820亿欧元都存到了ECB的账户中。这让ECB的存款总额从前一天的2650亿欧元攀升至破纪录的3470亿欧元。第三（同时也是最重要的一个），LTRO容易成为一种标签，进而导致逆向选择。逆向选择存在于两个方面。其一，从LTRO中寻求资金的银行，担心此举暴露自己存在的风险，会导致其他融资渠道对自己的封锁，因而真正需要LTRO的银行可能反而并不积极参与LTRO；其二，LTRO的另一个目的是为银行提供一个“相对稳定”的套利机会，从而可以弥补银行资本金，但从当前来看，发生套利行为的往往是一些小银行或者说风险较大的银行。两个方面的逆向选择，导致LTRO对欧洲银行产生的实际作用大打折扣。

（作者系广发期货分析师）

广发期货有限公司
GF FUTURES CO., LTD.
诚信 专业 创新 团结

全国统一服务热线: 95105826
网址: www.gfqh.com.cn

全球黄金投资需求 去年首次超过2000亿美元

证券时报记者 沈宁

世界黄金协会昨日发布的《黄金需求趋势报告》显示，2011年全球黄金需求升至4067.1吨，价值约合2055亿美元，这是全球黄金需求价值首次超过2000亿美元，需求量创下自1997年以来的最高点。这一增幅的主要驱动力来自投资领域，其年度需求为1640.7吨，其中2011年投资需求最突出的市场为印度、中国和欧洲。

分区域看，中印两国仍是黄金需求重地，占全球金饰需求的55%、全球总需求的49%。其中，印度仍是需求量最大的国家，为933.4吨，金饰需求超过500吨，投资需求达366.0吨，占全球金条和金币总需求的25%。中国全年黄金需求为769.8吨，同比上升20%，投资领域需求量达258.9吨，价值845亿人民币，跃升69%。

欧洲市场需求也呈现激增，连续七年增长，达374.8吨。德国和瑞士增长尤为明显。市场人士认为，欧元区动荡态势引发的资产保护需求是其中重要原因。

此外，出于储备多样化的需要，各国央行延续2010年黄金净买家的趋势，去年购买量从77吨激升至439.7吨。

全球大豆淡定面对43亿美元采购诱惑

证券时报记者 李哲

中国贸易代表团近日赴美大采购，其中大豆总采购量或将超过1200万吨，总价值43亿美元。不过，面对中国的巨额进口，美国大豆和中国大豆市场虽然表现大相径庭，但是幅度均非常有限。

在中国采购美国大豆预期提振下，美国芝加哥商品交易所(CBOT)黄豆期价接连收涨，15日期价已上升至了近4个月的高位，而国内大连大豆期价则连续三日小幅下探，16日更是平开后震荡下跌，创下3个交易日来最大跌幅，与美豆期价一路高涨的走势截然不同。

显然，内外盘的如此差异，呈现出国内对短期豆类市场继续上行的悲观态度，其中一方面由于国内现货对期货的提振告一段落，另一方面工业

品的弱势也对豆类形成拖累。

中期研究院研究员张莉认为，国内大豆期价下跌，首先是受国内商品市场普遍下跌的拖累，导致国内大豆期货价格难以一枝独秀；其次，在中国代表团访美之前，市场已经对于中国将进口美国大豆有了预期，外盘美豆期价连续4个交易日上扬正是基于中国需求以及南美减产的基础上，因此，中国采购美国大豆的利好已经被提前消化；再次，自1月中旬至今，连豆期价整体呈现出震荡上扬的走势，短期内期价已进入超买状态，存在一定的回调需求。

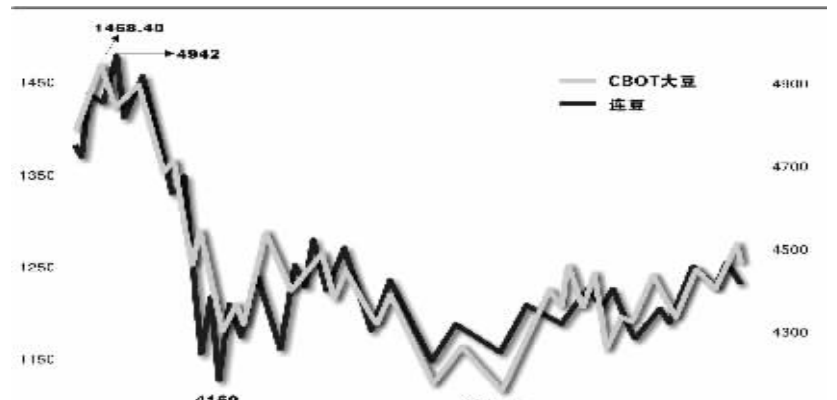
据中粮集团内部人士介绍，本次签订的采购合同是计划内的进口量，而且订单未对价格及期限做明确界定。回顾往年的情形，2011年中国贸易代表团访问美国期间，中美双方共签署了合计1170万吨

的大豆订单，涉及金额66.8亿美元。2008年中国采购代表团签署了一项价值45亿美元的大豆采购协议。

美国农业部2月13日曾预计，今年中国将进口大豆5550万吨，而未来10年大豆进口量将较此数值增长62%，达到9000万吨。进口大豆逐年增加，一方面满足了国内居民对食用油日益增长的需求，另一方面也造成了国产大豆被挤压的现状。同时，中国对美豆的大量进口也是连豆期价与美豆期价高度相关的重要原因。

目前，除了关注中国采购外，全球大豆市场的焦点处于南美天气向半球播种面积的转移过程中。南美产区方面，阿根廷近期天气不错，有利于大豆生长，巴西帕拉那地区的干旱或将进一步恶化的迹象，但对单产的影响在2月美国农业部报告中已有所体现。

展望后市，张莉认为，自2月1



在中国采购美国大豆预期提振下，美豆期价小幅攀升，而连豆最近3个交易日连续下滑。 吴比较/制图

日大幅上涨后，连豆持续在高位整理，上涨动力明显不足；从技术形态来看，KDJ、RSI指标均高位回落形成死叉，期价回调的趋势愈发显著，但隔夜美豆持续走高将限制连豆的回

调幅度，故连豆后期的回调幅度将比较有限，暂时看至4300元-4350元，回调之后连豆仍有望继续上行步伐。建议投资者可以在此区间采取逢低买入的操作。

对外依存度攀升 国内原油市场呼唤定价权

证券时报记者 沈宁

2月15日，中国石油经济技术研究院在上海召开发布会，会上发布了其最新出版的《2011年国内外油气行业发展报告》。报告预测，2012年国内油气市场对外依存度将继续攀升，其中原油对外依存度将升至57%。成品油市场上，汽油供求宽松，而柴油供应三季度或有缺口。

原油市场关乎国家经济命脉，国内对外依存度的持续上升，也使得定价权争夺的重要性日益显现。据证券时报记者与到会人士交流，尽管推出条件还需进一步完善，但国内市场对于自己的原油期货普遍较为期待，相关准备工作也在紧锣密鼓地进行之中。

需求增长推高原油进口

中国石油经济技术研究院报告显示，2011年国内石油表观消费量为4.7亿吨，同比增长4.5%，低于近十年7.1%的平均增速。全年原油表观消费量估计在4.54亿吨，同比增长3.4%。石油和原油对外依存度双双突破55%，成品油消费与经济同步放缓，成品油供需形势总体平衡，但仍存在阶段性

局部柴油供应紧张的现象。

展望2012年，报告预计，全球经济增速将进一步放慢，欧债危机成为首要风险因素，世界石油供需将趋于宽松，国际油价前低后高，总体低于2011年水平。预计WTI油价为90美元/桶-100美元/桶，布伦特油价为95美元/桶-105美元/桶，WTI与布伦特油价价差将有所缩小。

对于中国，报告预测石油需求有望接近5亿吨，预计全年原油净进口量达到2.66亿吨，对外依存度升至57%。天然气消费量有望超过1500亿立方米，进口量继续快速增长，对外依存度将超30%。

原油期货筹备进行时

对外依存度节节高，意味着国际油价波动对国内经济影响日益上升。而推出原油期货，无疑将助力中国这一能源消费大国争夺国际定价权。中石油集团公司经济技术研究院市场研究所副所长、高级工程师戴家权会上接受证券时报记者采访时表示，原油期货推出有利于中国争夺国际商品定价权，业内和政府都非常关注。结合WTI与布伦特市场的历史发展看，国内金融市场的进一步开放与石油产量的提高是发

展原油期货的必要条件。目前看，较为现实的如大庆油、胜利油等都可以作为未来国内原油期货的标准交割品。

日前，有外媒报道称上海期货交易所以推出原油期货合约，并将对境外投资者部分开放，或以美元计价。中国证监会主席郭树清在1月召开的全国证券期货监管工作会议上也曾提出，抓紧建设原油等大宗商品期货市场，逐步增强我国在国际市场上的定价能力，稳妥推出国债、白银等期货品种以及期权等金融工具。有市场人士认为，今年国内商品期货市场或将迎来上市潮，原油期货显然位列其中。

据消息人士透露，近期上期所正抓紧原油期货相关准备，包括合约设定、规则制度设计等工作正加快推进，包含美元计价在内的多套方案也正在筹备之中。该人士同时表示，由于国内原油期货可能以美元标价，涉及外汇兑换问题，上市筹备中牵涉部委较多。此外，在现货市场还存在与三大油企沟通协调问题，因此原油期货具体推出时间还很难判断。

对于原油期货上市，眼下确实是较好的时点，也很有必要。”

沪钢弱势寻底 震荡格局难改

谢超维

沪钢近期弱势下行，在现货价格的拖累下螺纹钢主力合约RB1205连续下跌，至周三收盘主力合约已经失守4200元/吨整数关口，后市仍将面临较大的下行压力。

全球金融市场仍存变数，国内政策松绑希望增大。目前希腊主权债务违约的可能性仍然存在。从国内来看，温总理近期发表讲话政策微调从一季度就要开始，同时强调了房价合理回归调控不动摇的立场，结合芜湖楼市新政三天被叫停的事件，表明目前国内收紧政策有望在未来一段时间内出现松动迹象，但房地产市场漫漫严冬仍未出现转好的迹象。

现货市场疲软不堪，下游需求暂无改观：目前螺纹钢现货市场需

求疲软不堪，在国内房市调控政策毫无松动迹象的情况下，螺纹钢下游需求在春节长假之后并未出现改观，在经历了连续两周的库存增加后螺纹钢社会总库存已经突破800万吨。巨量的社会库存将使得价格面临沉重的上涨压力。目前国内螺纹钢产能利用率仍然偏高，从产量以及库存数据中都可以找到佐证。下游需求则表现出前所未有的低迷，2011年12月份国内商品房销售面积以及新开工面积都已经回落至2008年金融危机时期的水平，同时基础建设投资也出现大幅回落，螺纹钢处于明显的供大于求关系之中。

1月信贷数据不及预期，国内货币政策仍然两难。1月份国内新增贷款7381亿元与此前市场预测的8000亿元仍有一定的差距，虽

然有春节因素的存在，但这仍然表现出国内货币政策的两难处境：一方面不断下滑的经济数据迫使管理层对货币政策进行微调，但另一方面高居不下的通胀压力也时刻给管理层提振经济释放流动性形成制约。在这种两难处境之中，显然管理层仍未完全放弃调控物价的总体方针，后市市场流动性究竟能有多少改观仍然谨慎看待。

现货价格不断下行，钢厂亏损面积扩大。沪钢近日走势疲软不堪，在现货价格不断创出新低的情况下，期货主力合约RB1205压力不断增大。目前上海地区三级螺纹钢已经跌至4120元/吨附近，北方地区更是下探至4020元/吨左右，唐山方坯目前在3860元/吨。在库存不断增大以及贸易商资金回笼压力大增的情况下，现货价格在近期

毫无反弹的迹象。另一方面新加坡铁矿石掉期价格也出现了较为明显的回调，远月铁矿石掉期价格又重回130美元/吨附近，但国内港口矿石价格却仍然坚挺，63.5%品位现货矿报价多在1070元/吨附近。

从炼钢利润来看，华东以及华北地区吨钢亏损已经达到100元-150元，根据历史来看，亏损程度不断扩大将导致钢厂减产蔓延，后市供给将出现一定的回落，将成为支撑钢价反弹的重要因素。

总体而言，在房地产市场维持低迷的情况下，建材下游需求难有改观，沪钢走势仍将维持宽幅震荡格局。目前价格已经接近箱体下轨附近，但短期内反弹难度较大。操作上建议以4150元至4350元间的箱体作为操作依据。

（作者系华泰长城期货分析师）

行情点评 | Daily Report |

沪铜:主力减仓

昨日螺纹钢期货大幅调整，主要是进入春节后第二周，螺纹钢现货拉涨无力后回归大幅下挫，螺纹钢期货开始偏空运行。元宵节后，随着轧钢企业陆续复工，而终端采购极其萎靡的情况下，钢厂以及各地社会库存大增，贸易商只能降价抛货降低库存压力。因此，盘面上，空头大量空单打压盘面价格，螺纹钢先于有色金属大幅下跌。由于成本在4000元-4200元的区间内，螺纹钢再大幅下行的空间比较有限。在价格跌至4200元以下，空头纷纷获利了结。

豆油:减仓下行

周四豆油大幅减仓下行，主力1209收9252元，较上日跌74元。本周巴西产区降雨偏少使南美大豆减产忧虑持续；正在访美的中国贸易代表团可能总采购1200万吨大豆。从国内看，节后贸易商补库基本结束，油脂需求转淡，而油厂已基本开工，供应增加；同时，港口大豆库存仍维持高位。豆油基本面难以乐观，而宏观方面近期希腊违约风险加大、美元大幅走升，也使之转势下行的概率增加。因此，建议投资者长线空单可继续持有，关注南美天气及宏观面变化。

连塑:弱势调整

周四连塑主力合约低开低走，现货价格同步下跌，余姚塑料城大庆石化7042下跌250元/吨至9850元/吨，现货贴水135元/吨。上游方面，亚洲石脑油裂解价差走软，4月上半月日本公开规格石脑油/布伦特原油期货的价差由每吨165.70美元缩至158.40美元。综合判断，目前产业链上游偏强而下游不旺，短期内或将持续回落，但地膜需求走强的预期亦将使下行空间受限，建议万元以下空单不宜久持，逢低兑现利润。

（五矿期货）

法国巴黎银行上调今年金银价格预期

法国巴黎银行周三表示，上调对今年黄金及白银平均价格的预期。该行将2012年黄金平均价格预期从1775美元/盎司上调至1850美元/盎司；并将白银平均价格预期从35.75美元/盎司上调至37.50美元/盎司。

法国巴黎银行在一份纪要中表示，尽管黄金短期内面临抛盘压力，但我们对该金属的长期上行趋势存有信心，这将支撑金价持续走强。”

（黄宇）

德意志银行上调今年基本金属价格预估

德意志银行周三称，鉴于未来数月中国和欧洲将重新补充库存，上调2012年基本金属价格预估。德意志银行将基本金属价格平均上调14%，其中包括上调2012年铜价预估17%至每吨8600美元。

德意志银行称：鉴于经济条件更正常化，我们确信中国和欧洲在未来几个月将补充库存，因此我们预期本年初价格的强劲走势可能持续至第二季度。”

德意志银行上调铝价预估9%至每吨2325美元，上调镍价格预估21%至每吨22500美元，上调锡价预估24%至每吨25500美元，上调锌价预估10%至每吨2250美元，并上调铅价预估3%至每吨2200美元。

（黄宇）

巴克莱资本称中国基本金属供应过剩

巴克莱资本表示，中国基本金属价格较伦敦金属交易所(LME)价格的升水走软，表明目前中国大多数基本金属供应过剩。

巴克莱说道，过去几个月中国基本金属价格较LME价格的升水走软。对于铝、铜、锡和锌来说，进口套利窗口现在牢牢关闭，而在去年第四季度一直是开启的。”该行表示，考虑到其他的证据，即现货溢价疲软，下游制造业走低以及存货水平上升的明显信号，国内其他几种金属的存货无疑也已经增长。”

分析师表示，预计中国目前的供应过剩情况将会减轻。由于较高的LME价格，中国进口可能会在近期减少，但价格走低将会重新刺激需求。而且巴克莱预计第二季度活跃度增加会重新稳定国内市场平衡。

（黄宇）