

## ■ 期指机构观点 | Viewpoints |

### 短期刺激将很快消失

**广发期货股指期货研究组:** 昨日期指表现出一定的超跌反弹倾向,总持仓在创下历史新高后,也仅仅小幅减持188手,依然维持95737的高位持仓。从中金所公布的持仓数据来看,多空均微幅增持小于50手,多空实力均衡。但从前五席位来看,空方占据绝对优势,增持卖单883手,而多方前五却减持542手。但空方广发期货和申银万国减持空单为641手和461手,并未维持坚决看空的思路。另外多方出现近一半的观望席位,似乎传递着依然对后市充满信心的信号。

在空头氛围浓厚的背景下,虽然转融通业务似乎带来了有望提振市场的1200亿元资金,但需要警惕的是,随着A股做空机制的打开,覆盖1700家上市公司,加上A股做空较容易的特质,转融通业务恐难为市场带来实质性利好,反而带来利空隐忧。虽然宝钢响应蓝筹回购一定程度上利于市场修复,但此政策力度还要看后续的实行情况,目前来看短期刺激很快将消失殆尽。 (黄宇 整理)

### 套期保值 构筑期现市场间桥梁

张楠

随着国际贸易与投资的发展,布雷顿森林体系的瓦解,市场全球化不可逆转,同时货币与商品价格波动加剧,实体经济经营的不确定性大大增加。管理价格波动风险是各国实体企业家们必须解决的问题。金融市场以及各种金融工具和金融衍生品正是顺应这项基本需求产生和发展。虚拟经济为实体经济提供管理风险、流动性以及优化资产配置的工具,使实体经济抵御风险的能力增强,实现可持续发展。套期保值是实体企业不可或缺的风险管理工具,期货是企业进行套期保值操作的具体手段之一。

期货市场与现货市场在大多数情况下价格联动,但期货市场占用资金少、反应更为灵敏,并且能够反映除基本面外更多的宏观与微观因素。如果能够有效地设计与现货对应的期货投资组合,企业可以锁定未来收益,许多风险能够得到化解。套期保值是指企业通过持有与其现货市场头寸相反的期货合约,或者把期货合约作为其现货市场未来要进行交易的替代物,来对冲价格风险的方式。当然,这必须建立在三个条件之上:期货品种及合约数量的确定应保证期货与现货头寸的价值变动大体相当;期货头寸与现货头寸方向相反;期货头寸持有的时间段与现货市场承担的风险的时间段相对应。满足这三个条件,就意味着期货市场盈亏与现货市场盈亏之间构成了冲抵关系,可以降低企业面临的价格风险。

以贵金属市场为例,虽然我国黄金白银等的产量和消费量均位居世界前列,但是由于全球市场金银的定价中心是在虚拟经济活跃的伦敦与纽约,而我国金银的衍生品市场规模较小,在贵金属价格方面的影响力较小。金融危机后,贵金属全球行情波动剧烈,做好套期保值,是我国贵金属生产和经营企业的当务之急。例如:黄金白银等贵金属生产企业面临成品价格波动的风险,采购原料和安排生产有一个周期,如果成品价格下跌,其实际售价可能低于排产时的预期售价,于是利润下降,甚至可能亏损。如果价格上涨,想要购买这些贵金属产品的企业又可能因价格上涨而增加了成本。原材料价格的上涨和成品价格的下跌能够很轻易地侵蚀掉生产企业的利润,甚至影响企业的稳定经营。如果进行套期保值,可以在期货市场上做一定比例的反向操作,期货市场上价格波动带来的收益用以弥补现货市场上由于价格波动所造成的亏损,从而达到控制成本、锁定利润的效果。

从以上例子可以看出,套期保值是实体企业管理风险的有效途径。它可以让现货企业通过期货市场抵消现货市场中对企业经营不利的价格波动,化解价格风险。对于衍生品市场来说,套期保值者的参与可以稳定市场价格,避免经济的虚拟部分由于投机造成的价格无序波动。套期保值者以现货市场经营者和期货市场交易者双重身份存在,更加强了期货市场与现货市场的联系。现货市场是期货市场的基础,而期货市场可以引导现货经营者发现价格。套期保值的应用,使期货市场与现货市场联系的纽带加强。通过促进套期保值业务,使这两个市场相互促进共同发展。同时,一个公平公正的交易平台,是连接实体经济与虚拟经济的坚固桥梁,为从事实体经济的企业提供管理风险的工具,为投资者增加资产配置品种、拓宽投资渠道,从而实现实体与虚拟经济的共同发展。 (作者单位:天津贵金属交易所)

# 持仓高位运行 螺纹钢空头行情延续

付阳

近期商品、股市走势出现分化:贵金属、原油价格表现强势,有色金属有反弹迹象,外围股市同样走势偏强,而唯独A股、螺纹钢、白糖、橡胶这四个与国内经济相对紧密的品种如难兄难弟般,跌跌不休。外强内弱的格局,以及螺纹钢与股指的同步下挫,透露出的是国内以投资拉动为主的粗放型经济走到了两难境地。

螺纹钢主力合约自4000元重要心理价位跌破后,目前已下跌500多元,其中在3600元稍作停留后,有加速下跌的迹象。究其原因,乃行业资源错配、资金面紧张、需求面疲弱等问题集中爆发所致。

从整个钢铁行业来看,2009

年的大量固定资产投资副作用已出现,当时基建投资所带动的需求刺激了大量新高炉的建设。而淘汰落后产能的口号伴随着的是更大高炉的建设,而落后产能的淘汰力度远远不够。这就造成粗钢产能严重过剩,在目前需求不佳时,供求矛盾更显突出。钢铁行业国有企业占主流,考虑到地方政府财政、就业、市场占有率等指标,国有企业不可避免地采取了亏本生产、争夺市场占有率的做法。相比较民营钢企以利润为主要考量指标而言,国有钢企的减产动能很弱。这也是为什么全行业持续亏损阶段下,仍不见大的减产迹象的原因。

钢铁行业已经进入“拼血”阶段,无论是钢厂还是钢贸企业,为了保持各自的市场份额,在行业低迷时,只能看谁的资金链过硬,谁

有硬硬的资金后盾谁就能扛过这一轮行业调整。而无疑国有钢企占据优势。民营企业受制于银行严格监管,资金早已呈现出逃离这一行业的现象。目前已出现钢贸资金风险向钢企转移的迹象。民营钢企的资金链断裂问题已逐渐显现,唐山地区中小钢企跑路的传闻不绝于耳。虽然货币面偏向宽松,但寄希望于银行雪中送炭并不现实,资金链紧张将加剧现有产品、原材料的抛售行为。

建筑钢材市场去年8月份和今年4月份的两次破位下跌,都与需求面低于预期有关,一次是保障性住房建设低于预期,一次是基建投资重启低于预期。而最近各地政府再次抛出天量投资计划,无论从计划时间和资金来源上看,都难以服众。时点上,“十八大”前投资拉动难有大的政策出台。从7月固定资产投资和房地产

数据看,还远未到底底之时,具有前瞻意义的房屋新开工面积增速7月达到-9.8%,是2010年5月以来的最低值。而房产税在明年加大推广的可能性非常大,限购政策退出之日很可能就是房产税登台之时。房地产调控在可预见的时期内还将持续。

成本支撑一直是业内人士估算价格底部的重要参考因素。随着近期钢价连续下跌,咨询价格底部的行业人士逐渐增多,抄底心态跃跃欲试。笔者认为熊市不言底,成本支撑还需动态调整。铁矿石供求关系已发生转变,目前外矿与内矿价格已出现倒挂,国内矿边际成本是矿价支撑的观点开始出现动摇。外矿矿产能集中释放后,为了争夺市场份额,可能继续降价销售。有行业专家提出了目前“成本是顶”的观点,即一旦价格涨回到成本线以上,稍有利润钢厂就将

加大生产,从而再次造成供过于求打压价格。成本是“顶”的状态恐怕会困扰市场较长时间。

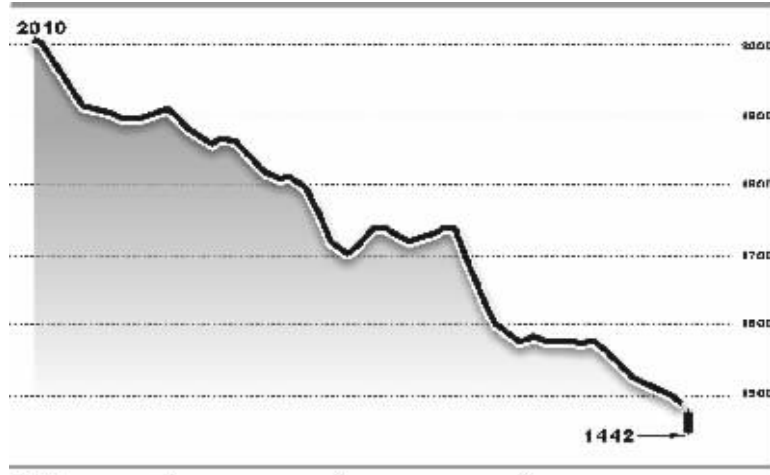
从技术面看,螺纹钢期货的空头趋势已经非常明显,持仓处于历史高位,抄底资金涌入显示出市场分歧加大。但技术面的背后也可看到随着价格加速下跌,将不断有抄底资金被套,这些资金都将成为今后螺纹钢期货反弹的压力。对于投资者而言,应该要脱离纠结于底部点位的想法,对于其后技术形态演变的猜想可能更加实际。笔者猜想:如将触底,最终难免出现加速下跌行情,拉出长阴,伴随着的是多头投降,持仓量的大幅下降,此后受制于中长期的基本面疲弱,横向弱势震荡行情展开,即使有反弹,幅度很有限。或可参考2011年10月以来棉花期货走势。 (作者单位:国泰君安期货)

## 空袭不断 焦炭期货尚难言底

李佳

继7月中下旬的一波跌势之后,焦炭1301合约经历了一段时间的震荡行情。近期,焦炭市场再掀波澜,在空头的不断袭击下,j1301合约期价重回跌势。那么,焦炭市场在经历了一波又一波的跌势之后,目前是否可以言底?笔者认为为时尚早。

我国焦化行业的产能过剩严重,近年来行业的平均产能利用率不足75%,因而国内焦炭供应充足。国家统计局数据显示,今年7月我国焦炭产量为3735.2万吨,同比增长1.2%;1-7月份焦炭产量2.62亿吨,同比增长5.8%。按照85%的焦炭用于炼钢来对焦炭的需求进行简单评估,笔者发现近年来焦炭的需求量长期小于供应量,并且其过剩程度近期还在持续增加。尽管7月份随着部分焦化企业的减产,焦炭产量出现了一定程度的下降,过剩量也有所减少,但整体而言,目前此数值依然处于历史偏高位置,焦炭供应过剩较为明显。在这种情况下,近期焦炭社会库存持续走高,以典型的天津港库存数据为例,目前达到185.4万吨,处于历史高位。由此可见焦炭供应端压



供应宽松,需求疲软,焦炭期货跌势绵绵。 张常春/制图

力明显,焦炭价格承压。今年二季度以来,受需求疲软的拖累,钢材价格阴跌不止。以上海二级螺纹钢价格为例,其价格从4月初的4150元/吨下跌到了目前的3500元/吨,跌幅高达15.7%。钢材价格的弱势无疑加大了钢厂对焦炭价格的打压力度。近期多数钢厂也频频下调焦炭的采购价格,由于焦化企业议价能力弱,钢厂采购价的下调无疑将打压焦炭价格走势。全球经济的放缓是拖累钢材价格走弱的根本原因。从全国固定资

产投资完成额数据看,目前同比增速一直维持在20%左右的低位,远不及前几年30%左右的平均值。而与此同时,房价依然处于高位,笔者认为后期国家对房地产行业的调控力度仍不会减弱,钢材的需求弱势难改。因此焦炭行业将继续在夹缝中艰难生存,焦炭价格难有反弹的动能。

目前,焦化企业利润已处低位,因此炼焦煤的价格走势或将决定焦炭下方的想象空间。而今年以来,受全球经济放缓的影响,能源

类产品的需求增速在逐步走弱,尤其是煤炭。随着美国页岩气的大规模开发,全球煤炭行业均遭受了巨大的打击。天然气对煤炭的替代作用使煤炭的需求快速萎缩,外盘煤炭价格走势疲软,澳大利亚动力煤价格从年初的115美元/吨左右下跌到了目前的92美元/吨左右,跌幅高达20%。外煤价格的疲软无疑也让国内煤炭价格承压,秦皇岛典型动力煤的价格跌幅也均在20%左右。煤炭行业的整体弱势也让炼焦煤价格承压。

从炼焦煤基本面情况看,受需求疲弱以及进口量增加的影响,近期炼焦煤库存指数呈现逐步走高的态势,炼焦煤供应端的压力在逐步体现。受此影响,炼焦煤价格走势疲软。尽管部分煤矿的限产保价将让后期炼焦煤供应量有所减少,但预计限产力度有限。后期需求端的情况将主导炼焦煤价格的走势。目前来看,煤矿生产利润尚可,炼焦煤仍有下行的空间。

综合看,国内焦炭供应宽松,加上需求端的低迷,焦炭价格将进一步承压。而成本端炼焦煤的价格仍有下行空间,因此笔者认为焦炭价格的弱势行情后期仍将持续。操作上,建议前期空单继续持有,期价若反弹至1520元一线仍可加仓。 (作者单位:浙商期货)

### 用预期眼光 看待期市走势

李永民

尽管欧美国家加强了宏观调控,但至今为止全球经济复苏步伐依然非常缓慢,实体经济依然非常脆弱。欧美国家或地区经济状况直接影响到全球商品消费数量,进而影响到全球商品期货价格变化。

期货价格是对未来阶段商品价格变化的预期。因此,我们在预测今后一个阶段期货价格走势变化时,不应该用当前阶段的供求状况分析行情,而应该从影响未来供求关系变化的因素出发来分析未来一段时期供求关系的调整,即用预期的眼光来看待今后一段时间期货行情的走势。

尽管当前阶段欧美实体经济仍很低迷,但近期内有几个因素值得注意:1、各国政府和央行继续加大宏观调控的力度,实体经济有触底迹象。如美国7月零售环比强劲反弹0.8%,8月的密歇根大学消费者信心指数初值环比上涨至73.6,创下今年5月份以来新高。就业市场呈现出较好的改善势头,初请失业金人数近几周保持了下降的趋势,这为消费者支出提供了有力的支撑。

2、各国联合调控的力度增强。近两年来,全球主要国家央行加强合作,先后两次联手降息。各国央行加强联合可以避免单一国家因银行利率变动产生的汇率风险,从而增强了央行调控的影响力。

3、我国对房地产的严控政策有所调整。在国务院房地产调控督查组对全国主要城市房地产市场充分调研之后,认为“严格落实现有政策的执行,便能遏制房地产市场全面反弹的压力,因此,新的调控政策暂时没有出台的必要性。”这意味着长期以来对房地产的调控政策将有所调整。因为房地产行业占国内生产总值25%左右,房地产政策的调整将对国内商品供求关系产生较大的影响。

笔者认为,对于今后全球期货价格走势,应该从两个方面进行分析:一方面,由于当前阶段实体经济发展迟缓,现货消费难以启动,商品价格上涨过程中将面临较大的现货压力,另一方面,尽管当前阶段消费难以启动,但各国政府和央行加大了调控力度,这有助于增强市场信心,并对未来的商品期货价格起到支撑作用。

鉴于上述分析,笔者认为今后一个阶段内,全球期货价格将呈现震荡触底的行情特征,从时间周期看,这种震荡行情可能会维持到今年年底。 (作者单位:格林期货)

## 等待央行会议 沪铜短线谨慎

邹立虎

近期沪铜出现了一轮温和涨势,从54000元附近涨至56500元重要压力关口。随后,由于股指疲软及全球风险资产普遍回调,铜价亦冲高回落,未能突破上述压力位。短期来看,我们认为市场可能继续维持在大约54000元-55000元震荡区间,重心会略有上移。中期而言,铜市存在走强可能,但存在诸多不确定性。

从全球风险资产表现来看,随着美元的回调,欧盟峰会以来,风险资产普遍表现较弱,欧美股市涨幅在10%左右,反映一篮子商品价格的CRB指数也从低点反弹了接近15%。短期需重点关注月底即将召开的Jackson Hole会议,预计会议可能不会有太多惊喜。因为8月偏强的经济数据会增加美联储

政策观望时间,导致前后期望过高的风险资产价格出现短暂回调。而且考虑到铜市场交投低迷,铜价暂时不会形成突破,需继续以时间换空间。

中期而言,铜价可能随着经济复苏温和上涨。近期公布的欧美采购经理指数(PMI)表明美国经济复苏势头有所加速,和近期零售、耐用品订单及房价等诸多微观层面数据好于预期相一致;欧洲经济萎缩幅度在放缓,边缘国家开始企稳,预计欧洲央行仍将保持宽松货币,防止经济重新走弱。中国方面,由于7月份除投资外的宏观数据普遍不及预期,且近期公布的汇丰PMI数据亦反季节大幅回落,使得市场普遍预期的经济复苏时点继续推后。但尽管如此,我们对年内经济走势并不悲观。去库存可能是拖累7月经济下滑的主要因素,

但从生产者价格指数(PPI)变动周期及中国库存周期来看,预计去库存存底部已接近,可以看到主要工业品价格已经走稳或者小幅反弹。预计随着下半年旺季来临,市场可能进入温和补库存阶段。中国经济企稳趋势更加明显。政策方面,下半年十八大召开前后仍有想象空间。世界银行预测全球工业活动会在今年下半年晚些时候重新走强,并延续至2013年。

综合来看,进入四季度中国经济可能出现相对明显复苏态势,沪铜维持中线看多观点,前期低位建立的中线多单继续持有,但建议密切留意欧债风险。短线来看,预计沪铜维持震荡格局,可能转偏弱,但空间有限。预计9月份将是市场转折点,9月初公布的中国8月份宏观数据及美联储会议可能是市场触发因素,欧洲也会迎来多事之秋,建议重点关注。 (作者单位:平安期货研究所)

### ■ 行情点评 | Daily Report |

#### 豆粕:低开震荡

隔夜美豆类收低,主要由于多头获利了结对盘面形成拖累。根据天气预报,近期美农产区仍然没有足够的降雨缓解作物生长,而高温天气再次回归,天气因素仍将作为美豆价格提供支撑。经过前期上冲之后,期价面临着很大的回调调整的风险,但整体多头氛围依然没有改变。连豆类周二低开震荡,回吐了部分涨幅。连豆粕1月的随机指标曲线进入超买区间,短期上涨步伐放缓,但受稳固的需求以及高价进口成本的支持,短期内连豆粕回调空间有限。

#### 沪胶:仍有下行风险

周二,沪胶未能延续周一的涨势,尾市跌0.02%。印马泰三国昨日商讨橡皮的干预政策,推出干预行动细节。同时印尼政府将与泰国政府联手行动,推出同样的限制出口量政策。短期消息面的利好推动股价在周一出现上涨,但橡胶基本面未有明显好转,现货市场的持续低迷以及下游需求的疲弱,将限制股价上行空间。虽然目前沪胶已突破22000元整数关口,但在消化短期利好消息之后,预计仍有下行风险,建议暂以日内交易为主。

#### 沪铜:震荡上行

周二沪铜主力1212合约低开维持窄幅震荡,午盘受股市强劲反弹的带动震荡上行,收盘下跌0.72%。目前,沪铜在连续反弹后出现技术性调整,由于欧洲央行购债计划和美联储是否退出宽松刺激政策仍存在不确定性,市场情绪仍显谨慎,铜价在震荡区间上沿运行时买盘略显不足,美元指数在目前位置受到较强支撑也令铜价上行压力加大。但沪铜已从前期偏弱格局转为偏强格局,震荡重心有所上移,短线调整后后市仍有望上行。 (招商期货)

**创新进取 服务实体**

天津贵金属交易所  
电话: 022-58678308  
邮箱: tpme@tpme.com

中国平安 PINGAN 平安期货有限公司

**携手平安期货 共赢财富人生**

每周六下午二点公司定期举办培训活动,有意者请拨打服务热线  
地址:广东省深圳市福田区中心区东部时代财富大厦26楼

全国统一服务热线: 400-8888-933 公司网址: http://futures.pingan.com