

■ 期指机构观点 | Viewpoints |

总持仓继续下降
期指仍将争夺2200点

中证期货研究部：三季报的业绩预告正在展开，总体表现仍不乐观，市场缺乏基本面的支持，而又得不到政策面的强力呵护，整体延续疲态就难以避免。另外外围市场也是在弱势中等待欧洲和美国的政策出台。

期指升水略微放大到 10 点，总持仓下滑的局面仍在延续。而主力空头也是继续减持，对市场企稳形成帮助，不过多头仍然同步减持，使得期指提振力不足。从技术看，期指再度守住 2200 点，其有效性支撑仍难确定，预计多空仍将继续对 2200 点形成争夺。后期仍将继续关注总持仓变化，如果总持仓能下到 8.5 万手以下，短期企稳的概率将有所增大；一旦总持仓持续下降仍不能有效提振市场，后期如果空头资金再度介入，市场将再度面临跌走势。

多空纠结 暂时观望为宜

上海中期期货研究所：上证指数再创新低，市场信心不足不言而喻。期指盘中 2200 点失而复得，同时总持仓量呈现逐步下降趋势，显示出现阶段投资者观望情绪浓重。在经济数据不佳、政策预期犹存以及外围环境复杂的背景下，短期市场方向并不明朗，因此建议投资者暂时观望。技术上，期指仍处于技术性空头市场，不过 2200 点处支撑尚在。（李辉 整理）

棕榈油价格洼地显现

陈燕

今年油脂油料供给全面紧缺，从 8 月的美国农业部报告中可见本年度美豆干旱情况更甚于 2003/2004 年度。年初巴西及阿根廷大豆因天气干旱而减产，全球大豆买家别无选择，只能继续购买美国大豆。今夏美国中西部地区遭受 56 年来最严重干旱，大豆作物受灾，加之年初南美大豆产量已经减产，将引发油脂油料供给的全面紧缺，继而推高大豆价格创下最高纪录，对大豆的需求将大量转移至棕榈油，进而推动棕榈油价格上涨。

宏观利好导向，促进棕榈油价格上涨。9 月中旬乃是行情的关键点，从大的经济周期来看，目前正处于经济的复苏周期，宏观政策导向仍为重要。从目前美国经济数据不断好转来看，推出量化宽松政策的可能性较小，成为支撑市场走好的又一主要利多。而欧盟也将在 9 月 12 日得出结论，中国政府也开始采取经济刺激政策，市场更倾向于中国经济数据将在第三季度触底。在宏观利好导向下，油脂需求从豆油转移到廉价的棕榈油，从而进一步推动棕榈油价格上涨。

厄尔尼诺现象致棕榈油产量存在不确定性。根据 MPOB 预估，2012 年全年马棕榈油产量将达 1860 万吨，照此计算未来 4 个月马棕榈油总产量将至少达到 747 万吨，平均单月产量或将达到 187 万吨。从历年数据来看棕榈油产量高峰将在 9、10 月份到来，这将是近两个月棕榈油价格上涨的拦路虎。

世界气象组织在最新报告中表明，目前赤道太平洋水温较常年异常变暖，已进入厄尔尼诺状态，并可能发展形成厄尔尼诺气候现象。如果厄尔尼诺气候现象产生，将带来棕榈油产区马来印尼干旱少雨、温度降低将影响雌花比例，减少未来 3 至 6 个月结果量，干旱将造成棕榈生长缓慢，影响产量。从目前马来主产区温度来看，已经在兑现温度降低的预期，后期将对马来棕榈油产量造成较大影响。

后期棕榈油去库存化进度加快。马来西亚近月棕榈油出口数据将成为后期行情走势的主指引。日前船运机构 SGS 公布 8 月马来西亚棕榈油出口量为 143 万吨，较上月的出口增幅达 19.6%。预计在未来两个月棕榈油的月度出口增幅在 8% 左右，使棕榈油去库存化进度加快。尽管短期内棕榈油基本面上并没有对棕榈油价格形成利多的支撑，库存将上升至 200 万吨。市场预期 9 月棕榈油产量在 163 万吨，至于 169 万吨，9 月产量的减小仅是因斋月影响所致。从跟踪的 SGS 数据来看本月出口预计为 148 万吨，届时 9 月马来西亚棕榈油库存仍将保持在 201 万吨-206 万吨。此后，棕榈油的库存也将达到峰值之后开始下滑，从而支撑棕榈油价格进一步上涨。

短期来看，棕榈油基本面将不会太大的改善，但目前的走势不用过于恐慌。从本年度全球大豆的大幅减产情况以及目前棕榈油价格来看，后期棕榈油具有强劲的替代优势。目前棕榈油下跌已形成的价格洼地，更是为我们提供了是很好的入场点。

（作者系金元期货分析师）

优质服务，专业投资，只为您专注



金元期货
GOLDSTATE FUTURES

财富热线:0755-82077657 地址:深圳市福田区上步南路 1001 号锦峰大厦 4F8238 室

经济减速 投资者商品市场觅“空”间

证券时报记者 沈宁

国内经济减速，最直接的影响就是国内定价的基础工业品价格下跌。传统政策刺激效应递减，需求下滑导致相关工业品凸显过剩，消化过剩产能、去库存背景下，工业品熊途短期内看似很难结束。下跌趋势吸引投资者进入商品期货市场，企业套期保值，不少机构、散户也因做空受益。

经济减速 工业品很受伤

象屿期货董事长洪江源表示，商品市场在 2001 至 2008 年间出现了一轮罕见的大幅上涨，期间全球经济的高增长源于全球刺激、通过债务提升去延伸高消费。欧美国家的资金、技术与新兴国家劳动力结合，全球经济一体化释放了生产

力，此外，通过全球金融创新、欧美国家借债消费的模式，推动了经济发展。但这样的模式如今难以维系，欧债问题是国家债务危机，无法解决根本问题，会是一个相对漫长的过程，2011 年~2014 年对全球经济都异常艰难。就国内而言，今年底到明年会是中国企业危机，多数国内定价、供应过剩、库存偏高、成本动态下行的工业品都存在下跌风险。”

从国内商品期市看，自主定价的工业品期货显然跌势正酣。其中，螺纹钢期货跌至 3200 元/吨附近，自 4 月高点累计跌幅已逾 20%；焦炭期货下跌势头更猛，连续两日跌停后，期价已不足 1300 元/吨的，距离 2 月高点跌去近四成。

工业品价格暴跌的背后，是国内经济增速下滑给相关行业带来的

噩梦，消化过剩产能、去库存步履维艰。以钢材为例，随着房地产、汽车、轮船终端需求下滑，国内钢价持续下跌，三级螺纹钢自 4300 元/吨附近跌至约 3600 元/吨。钢铁行业陷入全面亏损，然而钢厂扩产热情却有增无减，产量大幅走高，去库存速度缓慢。7 月国内粗钢产量达 6169 万吨，同比增长 0.40%，处于历史高位。反映需求变化情况的西本新干线 7 月钢铁新订单指数为 33.3，6 月则为 46.3，均低于 50 关口，这使得西本新干线统计的全国主要钢材品种库存总量居高不下，该数据在 8 月中下旬达到 1481.17 万吨，较 7 月中下旬小幅下滑。

浙江系资金做空有道

国内金融市场做空工具并不很多，商品期货算是其中起步较早、发

展相对完善的可做空市场。分析人士表示，工业品趋势性下跌，吸引投资者介入商品期货市场，部分浙江系游资力量在某些品种上形成做空合力，收获颇丰。但商品市场是多空对现货走势的博弈，资金更多是顺势操作，很难通过该市场肆意做空。

国金期货首席经济学家江明德称，工业品和经济有直接关系，上半年中国经济增速降至 7.8%，国内原材料需求伴随经济增长同步显著下滑，直接引发终端需求不足。今年以来国内工业品整体震荡走低，后市看下行压力仍然很大。分析国内市场的做空力量，实体企业不会主动做空，套期保值是为了规避风险。由于国内商品期货市场还没有大规模的基金，主动性的做空力量更多是集合性的游资力量，浙江系资金抱团的可能性就比较大。”

查看螺纹、焦炭等跌幅较大的期货品种持仓，确实能发现浙江系资金的身影。其中，浙江永安席位在螺纹、焦炭、PTA 等多个工业品品种上占据空头榜首，与永安步调一致，浙江中大席位相关品种上净空也处于较高水平。据记者追踪浙江永安席位在螺纹钢期货上的持仓变化，其持仓基本都维持较高水平净空，此轮下跌必然投资回报丰厚。据了解，浙江系资金不乏个人大户与投资公司，交易时倾向选择某些浙江本地期货公司席位。

国内期货保证金和前期对比未见明显变化，因此并没有外部力量做空。而游资抱团只是大资金对部分品种达成共识，主力持仓集中、形成合力，会在品种方向选择上形成趋势性，商品市场不存在肆意做空的可能性。”江明德称。

库存处于低位
PTA短期难大幅下滑

董丹丹

今年有大量的精对苯二甲酸（PTA）产能投产，然而产业链的大幅扩张并没有终端需求的大幅增长相配合。正是在这样的背景下，PTA 走出一波下跌行情。时至今日，后续仍有新产能推出，然而短期还是不可再盲目看空，有如下几点理由。

原油供需偏紧，原料支撑 PTA 价格。油价涨跌决定了下游的化工品种的总趋势。从原油的供需面出发，笔者认为油价上涨仍是大概率事件。原油供需偏紧，油价后期继续走强的概率较大。原油的上涨带动下游石化品逐步攀升。石脑油和对二甲苯（PX）跟随原油也在 6 月中旬出现反弹，石脑油从 736 美元/吨涨至目前的 990 美元/吨，PX 从 1184 美元/吨涨至目前的 1462 美元/吨，涨幅分别达 34.5%和 23.4%。PX 的上涨直接带动 PTA 的成本从 7200 元/吨上升到目前的 8500 元/吨。

短期支撑 TA 的因素除了原料上升之外，笔者认为最为根本是目前 PTA 社会库存处于低位。2012 年以来因大规模 PTA 装置投产带来的供应过剩预期，无论是贸易商还是下游的聚酯企业囤货积极性大幅下滑。进入夏季，台风、装置减产降负荷、货物运输等各因素始终在制约现货市场，现货供应也并未出现预料中的过度宽松状态。近期以及 9 月份以后，国内外 PTA 装置检修规模较集中，初步估计，9 月份国内停车检修装置大约至少 220 万吨左右。国外装置开工负荷始终偏低，外盘船货供应并不宽裕。8 月底和 9 月份国内聚酯装置迎来开车潮，多套共计 180 万吨聚酯将在此时间段陆续开车，新投放的聚酯产能需要原料，加大在现货市场上的采购。聚酯和终端织机目前的开工率绝对值处于高位，聚酯开工率为 84%，织机为 68%，尤其织机的开工率接近了年内高点；不论下游是否有实质性好转，高位的开工率事实上增加了 TA 的需求量。这些因素就造成了目前 PTA 现货市场货源短缺。

在目前的宏观背景下，PTA 会有多大的反弹空间不好预估，但是短期的下跌趋势将会逆转。

综上，短期 PTA 将延续反弹。同时我们中期看空的观点没有改变。PTA 供应压力不变；下游聚酯处于盈亏平衡线附近，产品库存有上升趋势；终端织机产品库存高企，利润低下，订单较少；这些因素都从中长期限制 PTA 的上涨空间。

（作者系光大面积货分析师）

总持仓与净持仓的区别需仔细甄别

总持仓更多反馈的是市场总量的提升,而净持仓量突变则反馈的是机构对后市的判断

胡江来

股指期货市场不断培育，使得套保操作等稳健模式的操作变得更加普遍，从而增加了市场的总体持仓量。

期指上市已 29 个月，月度最后一个交易日的期指总持仓量，总体呈现持续增加的趋势。2010 年 7 月总持仓量首次站上 3 万手上方，后经过爬高至 4 万手下移的整理过程，再于 2011 年 12 月突破历史高位，自 2012 年开始总持仓量不断创出新高，几无明显下滑迹象。

持仓增加反映市场不断成熟

从长时间角度看，期指总持仓量的高位运行，与行情走势的关联度较小。2012 年 1 月 4 日主力合约收盘价为 2305.6 点，总持仓量为 54108 手。2012 年 9 月 2 日，期指总持仓量到达 9 万手，主力收盘价 2234.4。通过对比两个间隔较长时点的日数据，可看出持仓量大幅增加，与较长时间行情走向的关联度并不大。反而，根据基差及宏观经济状况，期指持仓量增加，有

相当大的部分是由于期现套利、套期保值、Alpha 套利等方案执行时引发的存量头寸增加。持仓量的增加，也在一定程度上反映了市场的不断成熟。

下面借助期指与股票市场成交额比值这一指标判断期指市场套保量持续增加这一假设的准确性。基本逻辑是经济放缓的环境中，单边参与者会减少交投规模，稳健参与者借助股指期货的套保操作，通过对冲规避风险事件冲击。因此，在经济增长乏力的情况下，按照相对居前的时点与相对居后的时点比较，理论上认为居后时点的期指与股票成交额比值应大于靠前的时点，而且距离越远，比值会越大。国内市场的表现也佐证了这一假设的成立。8 月份，期指市场成交额超出沪深两市股票总体成交额约 135%。较大的期现成交额比值，在一定程度上揭示了通过期指套保对冲所持有股票风险的操作模式得到了较大范围使用的信息。2011 年 8 月份，该比值为 1.07，2012 年同期则爬升至 2.35。从制造业采购经理人指数

（PMI）的持续下降可以推断出套期保值头寸较多地选择了空头模式。比较 2011 年及 2012 年 8 月股票成交数据，股票成交额下降了 35.4%，从交投下降可以看出参与者的交投意愿明显清淡。

借助净持仓投资

我们把中金所公布的主力合约前 20 名多空持仓差值（多空持仓比）简称为净持仓，当净持仓超过一定阈值后，历史数据显示，分析净持仓的方向指示进行跟随操作、在净持仓从高位衰减的过程中反转头寸方向的策略有较大获利能力。

比如，当净空持仓量上穿 8000 手，开始执行做空操作，当从 1 万手持续下行时转而做多操作，直到回落至正常波动区间出清头寸。因此，有一些策略借助净持仓量穿透正常区间、下穿高点时执行相关操作，持仓时间也普遍较长，比如头寸存续期限在 4 天以上。阈值的选择，也应根据总持仓量进行调整。比如 2011 年净空阈值可设定为 6000 手，而 2012 年净空阈值设定可上移至 8000 手。

旺季需求恐落空 焦钢跌跌不休

陈栋

在上周末的全球央行年会上，美联储主席伯南克再度暗示在必要时会推出量化宽松政策（QE3）来刺激经济，这让更多投资者相信新一轮宽松预期已为期不远。而随着利多效应扩散，市场风险偏好快速升温推动了周一国内多数商品联袂走强，然而高涨的做多热情并未给焦炭和螺纹钢期货带来共振。受产业链弱势因素制约，煤—焦—钢”价格集体陷入崩溃边缘，即使需求步入“金九银十”旺季，也难以挽救其脱离危局。

国内钢企生存环境愈加恶劣。引发此轮“煤—焦—钢”产业链品种集体走弱的根本原因在于终端用钢需求萎缩，钢企减产力度不足导致供需矛盾加剧。在库存持续高企以及现金流日益短缺的背景下，钢铁价格首当其冲陷入崩溃。据统

计，截至目前，国内每吨钢材价格较年初时平均下降了 1000 元，体现到中钢协编制的国内钢材综合价格指数上则跌回了 18 年前的原点。由于销售价格大幅走低，今年上半年国内钢企吨钢利润仅为 6.8 元，到了 7 月份更是下滑到了 1.68 元，对比 2008 年金融危机时期吨钢利润 50 元，当前钢铁行业的生存现状可谓相当惨烈。据中钢协抽样调查显示，截至 8 月中旬国内钢铁行业亏损面已经扩大至 83%，而作为先行指标的 8 月钢铁 PMI 指数也是环比回落 4.6 个百分点，下探至 39.9%，创 2008 年 12 月份以来最低水平，预示未来国内钢市依然可能处于“冰川期”。

下游不景气拖累上游跟跌。伴随着下游行业持续低迷以及钢企利润大幅减少，上游焦煤价格相继迎来“寒风”。截至今年 8 月底，国内焦炭价格倒退至 5 年前的水平，

与 2007 年 8 月-9 月相当。由于议价能力偏弱以及钢企采购力度削减等双重因素制约，焦煤企业亏损程度逐渐加深。当前国内独立焦化企业吨焦亏损额度普遍维持在 100 元~200 元，而焦化行业回款周期较长引发企业资金周转频频告急，在急于出货心态影响下，焦炭价格进一步陷入崩溃境地。

从炼焦煤行业来看，今年以来全球煤炭价格受美国页岩气革命冲击较大。在新技术推广成功以后，受到高效廉价的新能源替代，煤炭需求遭遇“滑铁卢”。而国外煤企在失去美国市场的情况下，将剩余产能蜂拥出口至中国，导致国内沿海港口煤炭库存高企。加之今年中国经济增速下滑严重，火力发电需求减弱导致动力煤消费一落千丈，煤炭行业黄金十年正迎来拐点。在供应压力大增而需求前景不佳的背景下，煤炭价格也在步入崩溃边缘。

弱势因素不变，旺季预期势必落空。随着下游消费步入“金九银十”旺季之后，身处困境的钢企无不盼望借助需求回暖的机遇而扭转亏损局面。尽管当前国内钢市产能过剩严重，但谁都不想减产，似乎都想靠“同行减产、自己增产”来获取市场份额。而在落后制度环境制约下，国有钢铁企业即使面临亏损也不会轻易大幅减产，因为地方政府对产值、税收的诉求只会有增无减，国内钢市已经陷入了一个囚徒困境。

冰冻三尺并非一日之寒，若想扭转“煤—焦—钢”产业链危局，唯有医好“煤—焦—钢”产能过剩的毛病，同时配合下游需求回暖的因素支撑。而最关键要根除这一历史遗留问题，则势必会触动地方政府的“奶酪”。在市场无法寻求到更好解决途径的情况下，产业链弱势因素将导致今年旺季行情恐将落空。

（作者系宝城期货分析师）

■ 行情点评 | Daily Report |

沪金:强势调整

周三，上海黄金期货高位强势调整，主力合约 AU1212 报收于 350.16 元/克，微跌 0.19%。美国 8 月采购经理人指数（PMI）为 49.6%，创近 3 年来新低。美国制造业数据疲弱，美联储 9 月议息会议推出量化宽松真诚预期升温。预计周四的欧洲央行会议将处理购买国债项目的细节问题。纽约黄金在 1700 美元附近遇阻，市场等待周四欧洲央行议息会议结果和周五美国 8 月非农就业数据和失业率结果。黄金经过强势调整后，将伺机再次上攻 1700 和 1728 美元阻力。

螺纹钢:增仓大跌

周三，螺纹钢期货继续下跌，全日大幅增仓 129580 手，主力合约 RB1301 报收于 3228 元/吨，跌 2.27%。发改委表示重大在建续建项目等实行即报即审，全国多个城市的轨道交通建设规划获得批准，或将新增部分消费需求。不过，对于产能严重过剩的螺纹钢利多有限。经济下行压力增大，国家强化房地产调控，产大于需，库存压力较大，上游原料铁矿石和焦炭大幅降价，螺纹钢后市下跌压力很大。后市 RB1301 将下探 3000 元/吨的支撑。

焦炭:再度跌停

周三，焦炭期货继续低开低走，大幅下跌，主力合约 J1301 跌破 1300 元，报收于跌停板附近 1296 元，暴跌 4%。由于下游钢铁行业消费低迷，钢厂纷纷下调焦炭采购价格，打压焦炭价格。上游焦煤也纷纷下调价格，原材料成本价格下调，进一步推动焦炭价格走弱。国内焦炭产能过剩严重，很多焦化企业资金链十分紧张，残酷的市场竞争，让很多焦化企业没有议价能力和条件。后市焦炭期货将继续震荡走低，J1301 将继续下探 1200 元乃至 1100 元支撑。（海通期货）