

■ 期指机构观点 | Viewpoints |

期指反弹乏力
弱势震荡格局延续

中证期货研究部：上周末的红利税差异化政策没有点燃投资者的热情，显示目前投资者的信心仍处于冰点，压制市场的主要因素恐怕还是来自新股的担忧和解禁的压力，当然也包括经济仍然疲软的大环境。目前最大的期盼是即将公布的汇丰采购经理指数（PMI），如果本月数据继续回升，对于市场会形成一定提振作用，但更重要的是，投资者信心还是需要政策的组合拳，否则预计震荡偏弱的局面难以扭转。

期指尾盘强势拉升收红，上涨 4.8 点，升水扩大到 17 点，从持仓看，应该是空头主动减持的结果，可以理解为一些空头资金或许嗅到了一些利多消息的可能，导致了急速撤离。但是多头仍没有动静，这显示投资者整体还是以谨慎为主。从技术看，期指报收十字星，虽然重心有所回升，短线杀跌力量有缓和迹象，但仍处于 5 日均线下方运行，整体弱势还是没有改变。我们认为，市场连续下跌后市场本来就有技术修复需求，只是缺乏多头力量的推动，空头的减持使得技术修复呈现横盘整理的概率增大。因此总体看，扭转空头主导的格局还需要更强的契机的出现，否则后期迹象震荡偏弱仍将是大概率。（李辉 整理）

金银价格回调空间有限

谭水梅

金银价格自 10 月初分别达到阶段性的高点之后，便开启了一轮调整行情，尤其是伴随着美国“财政悬崖”不确定性的增加，使全球经济前景更为黯淡，让前期坚定看多的投资者信心也逐步开始动摇，并质疑金银价格能否重回牛市格局当中。面对错综复杂的宏观经济环境，笔者认为金银价格回调空间有限，短期调整依旧不改其牛市格局。

在美国总统大选最终以支持宽松货币政策的奥巴马获得连任而尘埃落定之后，影响金银价格接下来走势的一个重要不确定性因素终于敲定，从而再次为金银牛市奠定了一定的基础。然而，奥巴马连任的利好刚一兑现，“财政悬崖”问题便接踵而至。

市场主流的观点认为，美国财政悬崖犹如全球经济市场中的一把高悬的达摩克利斯之剑，随时都有掉下来的可能，从而给全球经济带来巨大的震荡。但笔者认为，市场对美国的财政悬崖问题有点解读过度之嫌，毕竟作为全球第一大经济体的美国，也会深知如果两党不能就“财政悬崖”问题及时达成一致，届时无论是对尚未步入正轨的美国经济还是疲软的全球经济，均会造成不可估量的冲击。因此，就这点而言，两党是无论如何都会最终摒弃各自的利益分歧，在财政悬崖即将发生之前，达成一致，采取相应的经济刺激措施来避免其发生。

而从常用的经济刺激政策工具来看，美国财政政策的空间已经是相当有限，对美联储来说，货币政策工具，真可谓驾轻就熟，且美联储通过前几轮的量化宽松政策以及扭转操作，使美国经济得以处于复苏的通道当中。笔者认为，在美国财政政策空间有限的情况下，无限量、无期限的第三轮量化宽松政策将会在未来美国经济刺激政策中发挥更大的作用，更是未来美联储进行经济调控的一个有力武器。而一旦美国经济恢复不及预期或者失业率依旧居高不下，更是会加大美联储推行第三轮量化宽松政策的力度，从而推升金银价格。

此外，欧债问题在沉寂一段时间之后，再次浮出水面。希腊援款迟迟不能到位，使市场担忧情绪持续升温，加之英国退出欧盟的谣言四起，更使欧元的前景不容乐观。笔者认为，欧盟目前看似杂乱无章的局面，其实只是各方利益博弈的一个表象，考虑到各国脱离欧盟的代价不菲，最终各国会做出一定的妥协来继续维系这样的同盟。然而，要想使经济重回正轨，欧洲央行将会采取同美联储一样的经济刺激措施，施行量化宽松的货币政策，从而也会在一定程度上刺激金银价格的上扬。

而从原油市场来看，原油价格自 100 美元/桶的水平调整以来，经过接近一个月的整固之后，目前有逐步企稳的迹象。美国商品期货交易委员会上周五公布的数据显示，截至 11 月 13 日的一周，投机者持有的原油净多头头寸增至 34410 手，显示投机者看多原油的情绪在逐步升温。加之，巴以之间的冲突持续升级引发石油供应担忧，更是奠定了油价近期上涨的基调，从而限制金银价格的下跌空间。

伴随着巴以冲突的逐渐升级，金银价格也有望在地缘政治因素的提振下，获得一定的支撑，使其上涨成为大概率事件。

（作者系世元金行分析师）



创新进取 服务实体

天津贵金属交易所
Tianjin Precious Metals Exchange

电话: 022-58678308
邮箱: tpme@tpme.com

棕榈油市场萎缩 豆棕高价差恐成常态

证券时报记者 魏书光

随着国家将打击地沟油上升到刑事责任高度，强化食用植物油安全也对调和油提出了更高质量的诉求。由于棕榈油在一定的低温之下会凝固，生产厂家普遍弃用棕榈油而采用豆油，推动豆油和棕榈油之间价格差越来越大，由正常年份的 1000 元/吨上升到 2000 元/吨，更恐将成为日后常态。

地沟油泛滥引燃餐饮业消费信任危机，2011 年三季度公安部破获特大地沟油案件，吹响了消灭地沟油的集结号。强化食用植物油安全也对调和油提出了更高质量的诉求。棕榈油因其价格优势，曾经是食用油企业进行油品掺兑的首选。但由于棕榈油熔点较高（以 24℃ 为主），低温环境下会发生凝固，加之精炼技术要求高，小品牌油企虽想控制成本，但担心被牵涉地沟油事件，因而多数放弃了使用棕榈油来生产调和油。

由于棕榈油终端市场承接力度不足，加之前期信用证融资导致其港口库存居高不下，双方面共同打压导致 2012 年夏季棕榈油旺季特征未能显现。国内棕榈油库存积压越发严重，国家粮油信息中心的最新监测显示，上周末国内主要港口库存约 75 万吨，较前一周略有下降，但与往年同期相比，库存水平仍处高位，去年同期约 49 万吨左右，前年同期仅 27 万吨。

其中，广州港库存接近 26 万吨，天津港约 18.5 万吨，张家港库存约 9.5 万吨，日照港约 5 万吨，福建约 5.5 万吨，浙江约 3.5 万吨。9 月底以来，由于到港

量增加，国内库存再度上升约 10 万吨。

需求的萎缩导致棕榈油价格持续下滑，而偏低的棕榈油价格导致国内外豆棕价差过大，国际豆棕价差 250 美元/吨~300 美元/吨，而国内已经高达 2000 元/吨~2500 元/吨左右，国内外豆油价格受棕榈油价格拖累严重。9 月份以来，棕榈油引领国内油脂大幅下跌，豆油与棕榈油的价差也不断扩大，创出近四年来的新高。11 月初，豆棕 5 月合约价差达到 2000 元/吨以上。不仅体现在远月合约上，还体现在近月合约上，豆棕 1 月合约价差在 2400 元/吨。近期，豆棕价差有所回落，但是仍在 1750 元/吨左右。

棕榈油期价中期难以回升

刘锦

近期棕榈油主力 1305 合约期价呈现震荡偏强态势，这主要是因马来西亚棕榈油 10 月的产量下降、出口数据良好、库存水平低于市场预期、巴以冲突导致原油价格上涨等一系列利多因素刺激。然而棕榈油信息中心的最新监测显示，随着这些利好的消化预计棕榈油期价将在盘整一阶段之后将再度试探 6482 元一线支撑。

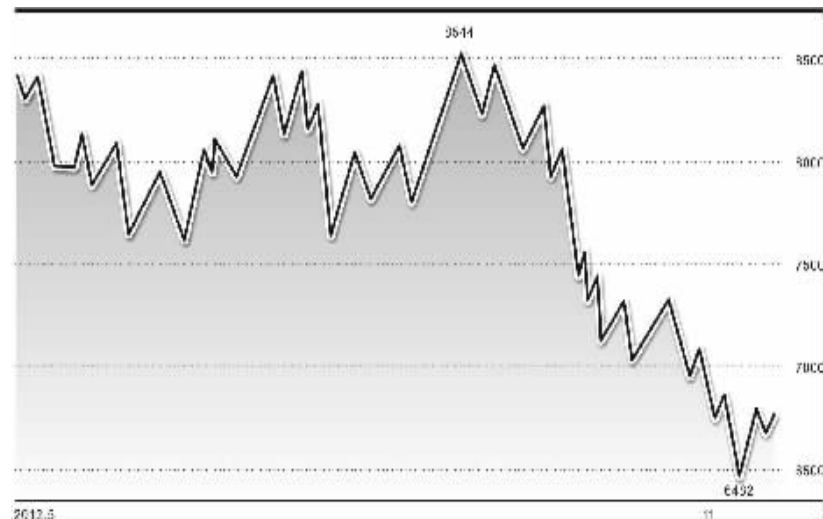
虽然四季度是油脂消费以及备货旺季，但由于豆粕销售相对强劲，压榨产出的豆油库存始终对豆油价格造成压力。预计 11 月和 12 月大豆压榨量将达到月均 520 万吨的水平，豆油月均产量 95 万吨，同时豆油每月进口也将处于高位。

不仅仅是豆棕油之间价差成为常态，连国内外棕榈油价格倒挂也成为常态。受制于国内油脂供应充裕，国内棕油价格走势弱于国际市场。监测显示，目前 12 月船期马来西亚亚棕油对我国港口 FOB 报价为 815 美元/吨，折合成港完税成本约 6640 元/吨，较国内棕油分销均价高 670 元/吨，倒挂幅度较上周扩大 200 元/吨以上，为今年 5 月份以来最高。

浙江大越期货公司报告建议，鉴于油脂的港口库存和商业库存均处高位，特别是棕榈油进口商在年末有回笼资金要求，短期有抛售可能，加大市场压力，后期棕榈油市场仍然偏空。

根据海关总署的最新统计显示，目前国内的进口豆油总量在 121 万吨左右。到目前为止，我国 2012 年的大豆抛储量已经达到 376 万吨，按照 16% 的出油率计算，能产出 59 万吨豆油，综合下来我国的豆油商业库存将保持在 140 万吨以上，国内的豆油供给充裕。由于经济下行，餐饮业今年累计销售总额同比增速为 13%，明显弱于去年的 16%，其中，植物油消费下降 0.2%。目前中国每年人均消费 20 公斤植物油，该消费水平是全球的平均水平，国内植物油消费能力到达这个水平之后增长的速度就会趋缓。

棕榈油库存压力空前。11 月 12 日 MPOB 报告显示，马来西亚 10 月份棕榈油产量环比下滑 3.3%



9月以来，棕榈油领跌国内油脂，豆油与棕榈油价差不断扩大。 翟超/制图

至 194 万吨，出口增加 16% 至 176 万吨，但由于印尼棕榈油涌入马来西亚，造成马来西亚棕榈油库存环比反而增加 1.1% 至 251 万吨。从后期来看，由于印尼处于季节性增产季节，加上印尼出口关税下调，预计 11~12 月印尼对马来西亚出口继续增加，导致马来西亚库存达到 250 万吨以上，国外马来西亚库存仍将继续维持高位。而从国内市场看，由于 2013 年棕榈油检验新政以及 2013 年马来西亚对精炼棕榈油出口关税预计增加，导致 2012 年底前中国采购精炼棕榈油加快，年底前将集中到港，预计国内棕榈油库存年底前达到 90 万吨以上。而且进入冬季以后，棕榈油因其自身的物理特性，冬季低温凝结而限制了其消费，这将使得冬季棕榈油

消费放缓，这也就进一步制约了国内棕榈油库存的消耗步伐。

从国内棕榈油持仓来看，国内的投资者对未来的棕榈油期价仍然持悲观态度。根据大商所公布的连盘棕榈油前二十名持仓分析可以发现，自 10 月 15 日以来资金对棕榈油的关注度持续增强，棕榈油的空头持仓数量已经连续五周高于多头持仓，而且在第五周空头持仓较上周有了 10% 左右的较大增幅。空头资金的持续增加超过多头，将使得期价持续弱势下行。

综上，棕榈油基本面并无实质性改变，短暂的利好消息被市场消化之后将继续保持弱势下行态势，棕榈油期价在后期将再度试探 6482 元一线支撑。

（作者系格林期货分析师）

政策面主导 郑棉延续近强远弱格局

孙宏国 黄玉萍

全球库存高企和需求不佳的情况仍在继续，但随着部分地区收储标准放宽至 5 级，郑棉 1301 持续走高。考虑到在收储价具有明显吸引力的情况下，棉企全力交储，无人注册仓单，1301 合约临近交割或面临逼仓风险，上涨仍有望继续。相比之下，1305 合约表现较弱。在政策面主导情况下，这种近强远弱的格局还将继续。

美国农业部和国际棉花咨询委员会两大机构公布的 11 月全球供需预测数据较 10 月都大幅调高了产量和库存，而消费和贸易量却在不断调降，供给过剩将长期打压期棉。

近期有数据显示下游有回暖迹象。虽然如此，我们也不能忽略另外一些利空消息：广交会到会采购商人数及成交额双双大幅下滑；中国棉花信息网 10 月调查显示纺织企业在库库存增加 4.76 万吨至 84.21 万吨。目前判断行业回暖尚为时尚过早。

最为关键的还是我国的收储政策。近日，中储棉管理总公司宣布，局部地区因遭受严重自然灾害导致大部分棉花等级达不到 4 级以上的，可放宽收储质量标准至 5 级，自 11 月 19 日起实施。从郑棉走势来看，收储新规确实有效抬高了 1301 合约期价底部。随着不断加快的收储进度减少市场上流通的棉花数量，现货价也是加速向收储价靠拢，20 日中国棉花价格指数已经涨至 18807 元/吨。

回顾这近十年收抛储历程，我们发现，2008 年以后三次大规模的收储托市作用都不容小觑。纵观收储结束后郑棉的走势，第一次收储在 2009 年 4 月 30 日结束后，市场供需缺口显现，加之全球经济逐步走出低谷，棉花价格继续上升之路。而第二次收储结束后郑棉应声下跌。

笔者认为，即将在 2013 年 3 月 31 日结束的收储同样将宣告郑棉失去支撑。因为目前来看，全球供给过剩和下游需求不佳的情况短时期无法改变。我们预计目前国储库存达到了 535.2 万吨，一旦出现抛储和轮库的情况，将对国内棉价造成巨大冲击。

（作者系华泰长城期货分析师）

螺纹钢需求明年初有望好转

林小春 付阳

继 11 月 19 日增仓放量大跌 2.82% 之后，20 日螺纹钢期货低位震荡，收盘价于 3552 元。笔者认为，尽管目前短期螺纹钢期货仍处于弱势，3500 元一线支撑或将继续受到考验，但中长期仍有进一步上行空间，夯实底部后螺纹钢或将迎来趋势性做多机会。

冬季需求弱

分析 19 日的大跌，有以下几点原因：一是天气转冷、北货南下力度增大，现货市场心态转淡；二是接近年底，银行回笼资金压力增大，部分质押资源低价抛售；三是上周末北方钢坯价格下跌较大。前面两点可以理解为季节性因素，即冬季需求弱、资金紧。其实季节性因素导致的价格下跌在近几年并不突出，以上海地区三级螺纹钢为例，2009 年 10 月均价每吨 3475 元，12 月均价 3738 元，上涨 263 元；2010 年 10 月均价 4346 元，12 月 4696 元，上涨 350 元；2011 年 10 月均价 4528 元，12 月 4388 元，下跌 140 元，但当年 10 月螺纹钢期货结算价为 4103 元，12 月 4185 元，上涨 82 元。三年里涨多跌少。分析原因，一是冬储等因素会削弱需求不足的影响，二是 2009 年钢材期货上市后，季节性因素的影响已经小于期货价格体

现的趋势性预期。至于钢坯价格的下跌，更多反映的是区域性的短期供求波动，并不具有长期的影响。因此，此次急跌更大的可能是资金利用久盘之后心态的变化做出的一波短线行情。从长期来看，由于需求转好的可能性加大，以及库存、原料等因素的支撑，螺纹钢期货下跌之后或是良好的买入时机。

明年初需求有望好转

从需求看，2013 年初钢材需求或进一步转好。一方面，在消费形势不明朗、外贸出口增长乏力的背景下，国家通过基建项目建设以实现稳增长的动力依然存在。下半年发改委密集批复了大量基础建设项目，其中仅轨道交通项目就涉及 8000 多亿，而今年铁路基建项目还留有大量未完成投资，这将直接拉动钢材需求。10 月份宏观经济数据出现了转好的迹象，预计四季度触底反弹的可能性大。一个值得关注的信号是：10 月份发电量为 3898 亿千瓦时，较上年同期增长 6.4%，远高于 9 月份的 2.9%，这充分反映了近期中国制造业的回暖态势，也体现了政府鼓励基础设施投资的影响。

另一方面，党的十八大刚刚闭幕，从十六大、十七大的情况看，党代会后的第二年的年初，钢材价格都高于党代会召开期间的钢价，这反映了党代会后经济发展目标更

加明确、包括基础设施建设在内的投资、建设力度进一步加强，从而提振了钢材的需求，2013 年例外的可能性不大。

从粗钢产量与库存数据看，目前终端需求旺盛。中国钢铁工业协会最新数据显示，2012 年 11 月上旬重点大中型企业粗钢日均产量为 163.77 万吨，旬环比增长 7.78%；预估 11 月上旬全国粗钢日均产量为 195.67 万吨，旬环比增长 1.61%。再看库存，11 月下旬末 76 家重点钢铁企业钢材库存 1006 万吨，旬环比下降 3.12%，是自今年 1 月上旬以来的最低水平；而截至上周五钢材社会库存总量为 1208.5 万吨，较前周减少 25.2 万吨，其中螺纹钢较前周减少 3.4 万吨，再创年内新低。一方面钢厂粗钢产量持续高位，另外一方面钢厂库存、社会库存均处于低位，钢材并没有被囤积，充分说明钢材生产出来确实实被终端需求消化了。而且目前社会库存持续低位，一旦

市场转暖，贸易商补库存的中间需求会大力助推钢材价格上涨。

原材料价格坚挺

从原材料角度来看，钢材价格也将获得支撑。钢材生产旺盛必然导致原料需求旺盛。上周全国港口铁矿石库存为 8729 万吨，连续第三周下降，周环比降低 1.36%。库存的降低有力地支撑了矿价，矿石贸易商心态较好，报价坚挺。国土资源部要求在 2013 年底前继续暂停受理新的煤炭探矿权申请，加之天气、安全生产因素，近期及 2013 年初煤炭供给或将持续偏紧，煤焦价格亦难有大幅下跌。因此，矿石、煤焦等主要原料价格的坚挺将对钢价形成支撑。

综上所述，技术面上，资金主导的短线偏空行情短期或将持续，但基于需求预期的好转及库存、原材料成本等因素，中长线仍有进一步上行空间，关注下跌之后出现的趋势性做多机会。

（作者系国泰君安期货分析师）

■ 行情点评 | Daily Report |

豆类:油强粕弱

国储暂停定期出售大豆，开始收储计划为美盘提供了一定支撑。但从量能来看，美豆期货总持仓仍在下降，美豆反弹会受到限制。短期内美豆 1 月或维持在 1400 美分附近整理。连豆类周二走势分化，油强粕弱比较明显。在部分消化大豆收储价提高的利好之后，国内缺乏明显利好消息，市场氛围依然偏弱。短期连豆油 5 月震荡区间在 8400 元/吨~8600 元/吨，连豆粕 5 月震荡区间在 3100 元/吨~3200 元/吨。

沪胶:高开低走

周二，沪胶高开 after 一路走低，尾市报收 24375 元，下跌 0.27%，收大阴线。国内橡胶收储工作已启动，将向海南农垦、云南农垦等三家单位分期分批收储 15 万吨~20 万吨天然橡胶。年底前收储数量为 6 万吨，价格为 24600 元人民币/吨，以从现货市场购买为主。目前来看，市场这几日的反弹已经充分反映收储利好，且又将关注点回归到橡胶疲弱的基本面上来，料胶价近期将围绕 24000 元附近震荡为主，建议短线操作。

沪铜:信心不足

周二沪铜主力 1302 合约高开低走，收盘上涨 0.54% 或 300 元/吨。受美国两党有望避免财政悬崖达成协议和希腊将获得救助的利好带动，以及美国住房市场持续改善的利好影响，沪铜有所反弹，但市场信心仍显不足，市场乐观情绪的持续性有待观察。现货方面表现仍然不佳，贴水销售依旧，买家追高接货意愿不足，现货疲弱拖累铜价反弹。铜价上有压力但下有支撑，暂时走出趋势性方向的可能性不大。（招商期货）



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，有意者拨打服务热线

地址：广东省深圳市福田区中心区东南部时代财富大厦26楼

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