

库存高企 沪胶暴跌创三年新低

证券时报记者 沈宁

昨日沪胶期价再度暴跌3%，创出近三年来新低。多数业内人士认为，在当前基本面持续疲软、现货库存高企的严峻背景下，胶价后市进一步下跌的可能性很大。

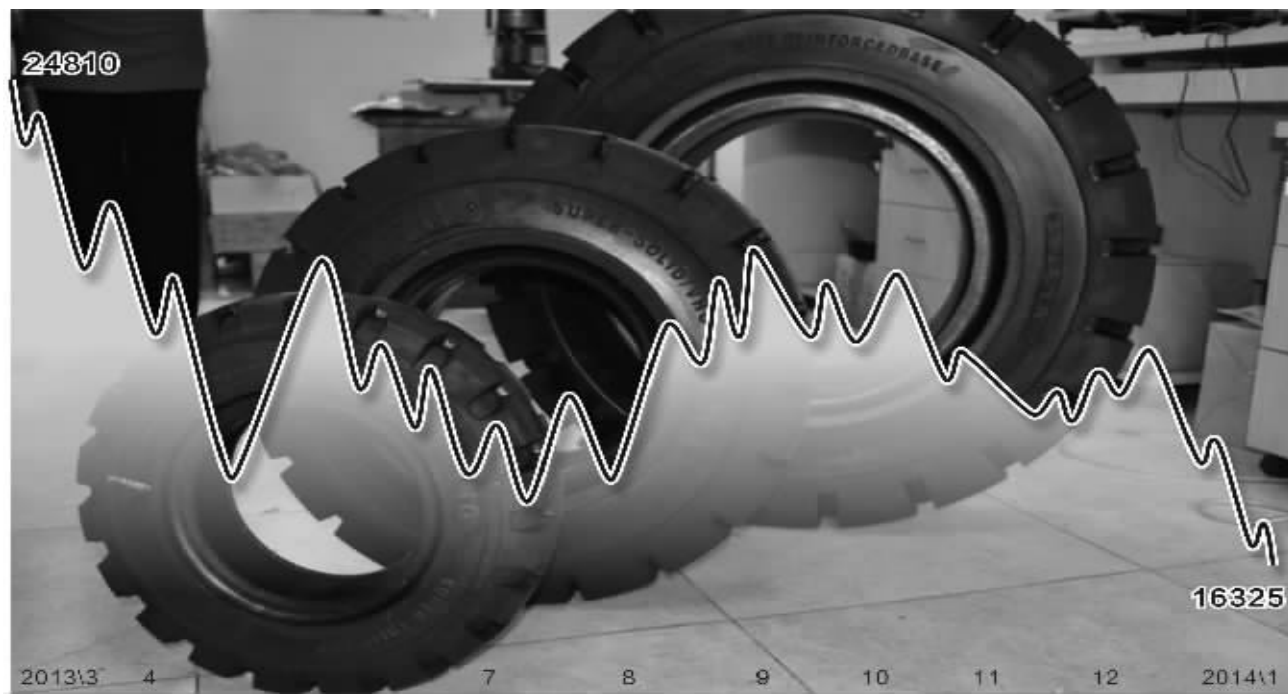
截至周一收盘，沪胶主力1405合约收报16340元/吨，较前日结算价重挫515元/吨，跌幅高达3.06%。主力合约当日增仓21248手至23万手，成交量亦有所放大。去年12月中旬以来，期价一路走低、几无反弹，期间累计跌幅近20%，昨日更是创出三年来新低。

国泰君安期货分析师胡慧认为，天然橡胶价格大幅下跌最直接的原因在于库存较高，尤其是交易所交割库存较高。而近期泰国原材料价格下跌也拖累了外盘美元胶报价。此外，中国12月天然橡胶进口量较大，一定程度上透露轮胎厂已补库的信号。

截至2014年1月10日，上海期货交易所天然橡胶库存约19万吨，其中仓单约13.7万吨。高企的仓单量显示2013年度天然橡胶供应严重过剩并且沪胶价格相对于其他胶种价格明显高估，这对沪胶价格构成很大卖压。

青岛保税区橡胶库存持续反弹，截至12月底已经达到了29万吨以上的水平。国内虽然进入停割期，但现货市场供应依旧过剩。有消息称，目前云南产区大概10万吨库存，加入上期库存2.9万吨，整个国内供应量大概在51万吨左右，创出近几年来的新高。如此庞大的库存存在市场上，对于胶价的压制显而易见。

进入1月以来，泰国产量进入小高峰，原材料价格跌幅较快。截至2014年1月10日，泰国生胶片报价68.55泰铢/公斤，相较12月底下跌



去年12月中旬以来，沪胶期价一路走低，期间累计跌幅近20%。

吴比较/制图

6.8%；胶水报价59泰铢/公斤，相较12月底下跌15.7%，价格一度与杯凝胶持平。泰国原材料价格的下跌也拖累外盘美元胶报价。泰标20号胶1月10日外盘卖价2290美元/吨，相较12月31日下跌约5%，其相对于同类胶青岛保税区卖价的价差从12月底90美元/吨缩窄至30美元/吨。外盘价格的大幅下挫也对沪胶价格构成卖压。

上周据海关进口数据显示，中国去年12月进口天然橡胶35万吨，环比增长29.6%，同比增长12.5%。保税区库存并未在12月份大幅增加，进口可能大部分直接进入轮胎厂，显示轮胎厂可能已经补库的信号，那1月份接下来的时间再继续补库的量会较少，下方支撑力度会较弱。

总的来看，天然橡胶基本目前前

仍然很弱，价格趋势向下的结论比较明显。但在春节前夕现货产业链的节奏都将变慢，现货价格将会持稳。所以，我们认为期货价格再大幅下挫的可能性较小，每一次快速的大幅下挫都适合空单减仓，不建议在节前追空。由于基本面偏弱，不建议抄底与抢反弹。”胡慧称。

东吴期货分析师权殊文指出，沪胶本轮的下跌是宏观面和基本面的双重打击，目前来说并未有利好可以使其反转，整体仍在寻底。从基本面来看，在目前的泰国和印尼的胶农割胶成本来算，最低在15500元/吨有一定支撑，而上方压力源于需求供应的增加，以及需求潜在的减少。沪胶跌势汹汹，创出2010年以来的新低，空头并未出现减仓，整体行情并未企稳，预期短期将下探至15500-16500元/吨区间，但连续下跌后沪胶存

在技术性反抽。

业内人士对天胶后市普遍看淡。上海成俊橡塑有限公司研究总监范燕文称，橡胶本轮下跌已延续21个交易日，总体跌幅达到19%，尤其是昨日日内振幅达到4%，整体趋势仍为弱势。关键的第一波行情的15%，主要源于期现价差的合理回归，但供需结构并没有因为价差的回归而发生改变。第二波正式的下跌开始启动，春节临近的情况下，下游终端没有出现补货行情，保税区港口到岸量再次临近新高，上期所显性库存也不断创新高，整体供大于求的格局远远没有改变，加上泰国原料价格也出现快速补跌行情，技术图表下方空间也完全打开，暂时无有效支撑。预估元宵节后供需方面仍无起色情况下，临近新的开割季时，市场价格有逼近万四可能。

有色金属已失去最后反弹机会

程小勇

1月10日，远弱于预期的就业数据提振了工业金属全线反弹。然而1月13日，沪市金属冲高回落，大幅回吐涨幅。我们认为美国非农数据很难打断美联储削减QE的进程。有色金属上行的风险还是在于海外资金借助避险或转移库存，有色金属已经失去了最后的反弹机会，后市将继续下行。

QE削减进程受阻。1月10日，美国公布的2013年12月份非农就业增长人数仅7.4万人，远弱于预期的数据，引发黄金大涨1.4%，纽约油价大涨1.2%。而工业金属反弹幅度纷纷超过1%。

然而，笔者并不认为，远弱于预期的非农数据会打断美联储削减QE的进程。首先，12月份非农数据大大弱于预期很大原因在于美国恶劣的天气，27.3万人因恶劣天气在家待业，为1977年以来最高，远高于历年12月平均10万人的水平。而且，11月的新增非农就业岗位上修了3.8万个，缓和了上述不利情况。2013年整体来说，美国新增了220万个就业岗位，这与2012年每月平均增加18万人的非农就业水平相当。其次，美国12月份非农数据与制造业采购经理指数(PMI)就业分项指数、ADP民间就业人数相背离，很大可能在下一个月上修。而未来维持政策承诺的权威性，失业率下降至6.7%，可能促使美联储鹰派更加强烈地削减QE，因为其他经济指标都指向美国经济向好。

海外资金软套仓风险。去年12月份至今年初，有色金属强势反弹有以下几个原因：首先，12月和1月属于中国春节备货的季节，以及每年年底和新年年初海外指数基金调仓提供炒作题材。其次，印尼原矿出口干扰事件炒作。再次，海外资金通过转移库存、制造现货溢价和提货排队的有利环境，实现期现两个市场获利。最后，国内冶炼厂也配合压货，或者完成年度生产任务而停产，导致现货市场货源流转缓慢。

从我们跟踪的指标来看，这种软套仓的活动似乎还没有完全退去。10

月10日，伦敦、纽约和上海三地显性库存继续下降，分别降至34.4万吨、12.2万吨和1.54万吨的近年低位。而伦敦注销仓单占库存的比例在1月10日维持64.33%的历史高位，并且1月10日伦敦现货溢价升至27.25美元的1年半的新高。

相对于铜，铝由于过储量庞大，以及国内自给率较高，从而并不是海外库存融资交易影响。据相关资料显示，目前有超过1000万吨的铝库存被融资锁定，导致欧美和日本铝现货贸易升水在250美元/吨以上。

而金融属性仅次于铜的锌，也受融资交易和海外资金制造现货高溢价的影响。去年12月底至今，伦敦现货溢价一度超过10美元，但是1月10日回落至贴水5.75美元/吨。而锌贸易升水也在欧洲和北美不断攀升，目前也突破了200美元/吨。

下游消费逐渐清淡。伴随春节临近，下游消费者开始逐渐撤离市场。对于电缆、铜杆线、铜管和铜板带企业而言，在12月份温和补库之后，由于对今年3月份旺季的订单的不确定性，并没有在1

月份继续补库，维持低库存策略。

另外，基于对印尼禁止原矿出口的担忧也出现缓和。最新消息显示，将允许66家矿业公司继续出口精矿至2017年，初步决定，允许出口的精矿有铜、锰、铅、锌和铁。印尼可能对铝土矿等原矿设定品位，再设立出口关税，因此并不会完全关闭出口大门。对于1月12日生效的出口禁令提供了一个缓冲的时间，一季度中国从印尼进口铜矿的货源并不会中断。

从加工行业来看，去年12月铜杆线企业平均开工率为73.66%，环比微幅回落0.04%，我们预计1月份开工率会进一步下降。线缆方面，浙江电缆厂12月份总平均开工率延续下降为60.86%，环比上月下滑了3.66个百分点。而南方锌合金企业消费相对偏好。整体开工率维持在50%-60%附近，镀锌板企业开工率也明显下降。

总之，随着春节临近，中国补库活动疲弱已是不争的事实。未来伴随下游逐渐放假离开市场，有色金属很可能有价无市，而铝价却不断创新低。

(作者系宝城期货分析师)

供给相对过剩 矿价比钢价更疲软

谢赵维 隆青青

10日，沪钢的反弹仅为昙花一现。在钢铁行业供给与需求两端均疲软的情形下，钢价缺乏持续反弹基础。不过，在钢厂减产明显的情况下，供需对比也略有好转，且市场看多节后钢价表现，钢价回落下部分大盘也择机入市，沪钢下方空间不大。

而铁矿石价格因库存较高、钢厂减产，供应相对充裕，存在进一步下跌的可能。预计短期沪钢主力合约1405将维持底部震荡走势，建议投资者逢高抛空日内操作为佳。考虑到节后螺纹钢需求的爆发，钢价或较矿价显著反弹，建议尝试买钢抛矿的操作。矿价归于弱势，后期或补跌。去年

12月下旬到1月上旬，由于天气炒作等原因，矿价相对坚挺。然伴随着国内钢价的持续疲软，矿价也逐渐归于弱势。截至1月10日，TSI铁矿石指数跌至129.75美元/吨，周环比跌2%，月环比跌6%。与此同时，港口现货铁矿石报价稳中有降。铁矿石价格的回落一方面是由于国内铁矿石供应充裕，截至1月10日，港口铁矿石库存连续四周上升，为9144万吨；钢厂进口铁矿石库存也维持在37天的高位。然同期唐山地区高炉开工率仅93%，铁矿石供应相对过剩。另一方面，在钢价持续回落下，虽然焦炭价格走软，但是钢厂实际炼钢趋于亏损，利润不佳，钢厂无力也不愿挺价。春节前，预计钢厂仍将维持相对低位的生产。同时，

钢价也难有明显起色，矿价进一步下跌的可能性较大。

钢厂下调钢价，需求清淡。1月11日，沙钢下调了1月中旬建材出厂价格130元/吨，降幅明显；上周末，唐山地区钢坯价格也大幅下调35元/吨。钢材和钢坯价格的显著回落，主要是钢厂基本接受了节前需求难有起色的事实所致。

西本新干线数据显示，1月10日当周沪市终端采购量仅1.23万吨，较前一周大幅下降34%；终端采购四周均值也连续一个月下降，显示工地采购低迷。贸易商方面，虽然同期螺纹钢社会库存和钢材库存分别为568.9万吨和1402万吨，周环比小幅增加，然库存的增加多是贸易商因终端采购不佳而被动增加库存

的结果，贸易商因资金问题主动囤货意愿不强。节前需求仍然疲软。

去年12月中旬以来，RB1401持续回落的主因是华北地区钢厂参与交货，现货基准向更低的华北螺纹钢价格靠拢所致。13日，RB1401收于3230元，单边有效持仓2760手。华东地区HRB400-20MM报价3320元；天津HRB400-20MM报价3210元，下调20元。折盘面价3340元，期货贴水110元/吨。仓单方面，上海地区连续两天仓单增加。截至1月13日，天津地区仓单占比下降至15.7%。有消息显示，华东地区仓单增加是华北地区钢厂螺纹钢运送到注册之故。“北货南下”将进一步冲击华东地区价格，现货钢价将继续走软。

(作者系华泰长城期货分析师)

期指机构观点 | Viewpoints |

期指再创新低 整数关口有支撑

上海中期期货研究所：昨日，期指继续弱势下行。主力合约一度击穿2200点整数关口，最终险收于该线之上。上证指数进一步向2000点逼近，市场成交量延续萎靡态势，悲观情绪浓重。

期指小幅高开冲高回落，空头一路加仓直至期指主力合约击穿2200点整数关口。临近尾盘，期指在再创新低后，随着持仓量明显回落，期指有所反弹，最终期指主力依然守住了2200点关口。

从尾盘两桶油托市的表现看，上证指数的2000点对应期指主力的2200点可能是政策底，短线来看该整数关口有望为股指走势提供一定支撑。

上周末，证监会表示加大新股发行监管力度，5公司新股发行暂缓，以缓解市场因新股发行产生的悲观情绪。然而，从盘面来看，近期管理层频频出台的救市政策收效甚微。一方面，新股发行密集度较高，市场参与热情高涨，使得资金分流效应明显；另一方面，经济数据表现不佳引发市场对于经济形势趋弱的担忧情绪，双重利空之下，股指走势未能摆脱弱势格局。

目前期指点位处于历史较低水平，下方技术支撑较强，同时也是重要的市场心理支撑区域。因此，短线下跌开始启动，春节临近的情况下，下游终端没有出现补货行情，保税区港口到岸量再次临近新高，上期所显性库存也不断创新高，整体供大于求的格局远远没有改变，加上泰国原料价格也出现快速补跌行情，技术图表下方空间也完全打开，暂时无有效支撑。预估元宵节后供需方面仍无起色情况下，临近新的开割季时，市场价格有逼近万四可能。

熊市价差头寸 策略效果较佳

国泰君安期货研究所：从关键点来看，上证综合指数下跌至2000.4点位置。不排除期指再度下行，目前利好空头格局相对稳固。持仓结构方面，总持仓量环比增加0.29万手，至12.87万手。前5名、前20名、空头持仓规模较大会员等3个组合净空规模分别是2.29万手、1.37万手、2.31万手，环比一致增加，高频数据方向的信号偏空。

期指基差一致下滑，远端两合约基差下降态势明显，弱势格局下出现大幅升水的概率较小。元旦以后，高升水格局不再，2013年12月一度涌现较好的基差机会，持续时间达20多个交易日，前期建仓的套利头寸有望迎来良好平仓机会。日内主力基差窄幅波动，运行区间为4至9点，日内基差运行至4点下方，12点上方的时间较长。季一与季二合约基差密集波动区间17-22点。

价差利好熊市套利策略，波动密集区间3.5-5.5点，在基差低位建立牛市价差策略效果获利能力良好。价差入场位置可选择3.5点，离场可设置6点。3月合约与1月合约的价差回落至10至12点内，选择10点可了结前期建立的熊市价差头寸，之前日报预期的季一当季价差合约将存在更低点平仓机会的预期兑现。

(李辉 整理)

中期大底已成 贵金属破冰之旅扬帆远航

李津文

2014年伊始，金银价格便一改2013年全年的疲态，不惧美联储宣布削减量化宽松(QE)利空的打击而顽强收阳，但随后又出现了震荡行情，难免让市场再次担忧反弹草草收场。而事实上，上周中黄金只是略作小幅整理，随着上周末非农重磅消息来临，多方一举收复失地，而进一步攻城拔寨。

美国非农数据对外汇市场、黄金市场的影响举足轻重，每到非农数据之夜，常有精彩好戏上演。这一次非农日来临之前，市场本对非农数据有乐观预期。但结果却是让人大跌眼镜，美国去年12月非农就业人口仅增加7.4万人，大大低于预期的增加19.7万人；失业率倒是降到了6.7%，低于预期的7%。但这是在劳动参与率进一步由63%降到62.8%基础上实现的。也就是说，并不是由于总体就业增加了，而是由于工作的努力而导致失业率下降。这显然不能真实反映劳动力市场的复苏程度。这次非农数据如此不尽如人意，尽管可能与美国遭遇几十年难遇的严寒而影响了就业情况以及统计口径等方面的因素有关，但美国经济复苏之路仍会充满波折却不是不争的事实。另外，由于劳动参与率降低，美联储原设定的6.5%的失业率为调整利率门槛很可能面临修正。假设未来一两个月非农数据仍改善不大，而失业率却已降到6.5%，那么此时美联储会选择加息吗？显然，在美国经济复苏之路仍充满反复、就业状况仍不理想、而通胀率又很低的背景下，美联储贸然加息是不可想象的。

与非农数据经常和市场“短你玩”相映成趣，美联储决议也常常和市场预期对着来。这也是美联储又将面临新的难题——已经决定开启QE退出步伐，开弓没有回头箭，但非农数据来了个“倒春寒”。总体来看，在美国经济总体复苏趋势的大背景下，QE逐步退出，使货币政策回归常态从长期来看似应无疑，但短期来看，由于经济数据的变化，暂缓削减QE也是可能的，毕竟美联储的决

议要以数据说话。更有分析称，一旦未来两个月非农数据仍未见好转，美联储货币政策有重新走向进一步宽松的可能。对于金银市场而言，2013年之所以一直长期低迷，就是建立在2014年QE会全面退出的假设前提之下。而一旦这个假设前提可能有变，不要说进一步宽松，只要QE退出时间稍微推迟，那金银价格显然面临相当大的重估空间。

一直以来，金银的金融属性是极强的，其对美联储政策变化的反应极为敏感，并与美元呈现很强的负相关性。但当金银经过长期下跌，风险逐步释放，并已接近生产成本区域之时，其金融属性会淡化，商品属性、价值属性会提高。这以黄金尤为典型。当黄金处在高位时，对利空闻之色变，跌幅明显。而当跌到每盎司1200美元生产成本一线时，对利空的抗击打能力明显增强。而一旦有利好因素显现，便强力反弹。黄金的避险属性姑且不论，但它作为贵金属的特有自然商品属性和作为千百年来财富的象征所具有的价值属性都为其在特定阶段戴上了拒绝下跌的“护身符”。只要黄金自身价值未出现明显高估，这一趋势就会延续。而随着中国春节的临近，中国大妈们的强劲实物金需求将为黄金进一步带来有力支撑。

黄金2013年以QE退出预期为导火索展开了大调整。解铃还需系铃人。随着2013年底美联储正始揭开QE序幕，很可能意味着金银中期大底也已经形成。而技术上的2013年末小双底则对应着2013年6月的小双底形成了复合大双底形态。上周末的非农数据亮相后，短期内笼罩在金银市场的不明朗因素将散去，这为金银价格进一步大幅反弹留下了一片晴朗的天空。金银破冰之旅正在继续，并有望向更远的地方迈进。

(作者系财达期货分析师)

浙商期货
ZESHANG FUTURES
管理总部：杭州市庆春路179号9-10层
理财热线：400-700-5186