

## 避险需求未能持续 金价回归弱势

程小勇

1月下旬,新兴市场资本外流危机突然袭击全球金融市场,金价也随之起舞。然而,我们认为,驱动1月份黄金反弹的动力正在弱化,而避险需求对金价驱动不可持续。随着全球大多数经济体步入收缩周期,通胀处于低位,黄金投资需求预计低迷。随着消费旺季临近尾声,以及基金持仓调整结束,金价正回归弱势。

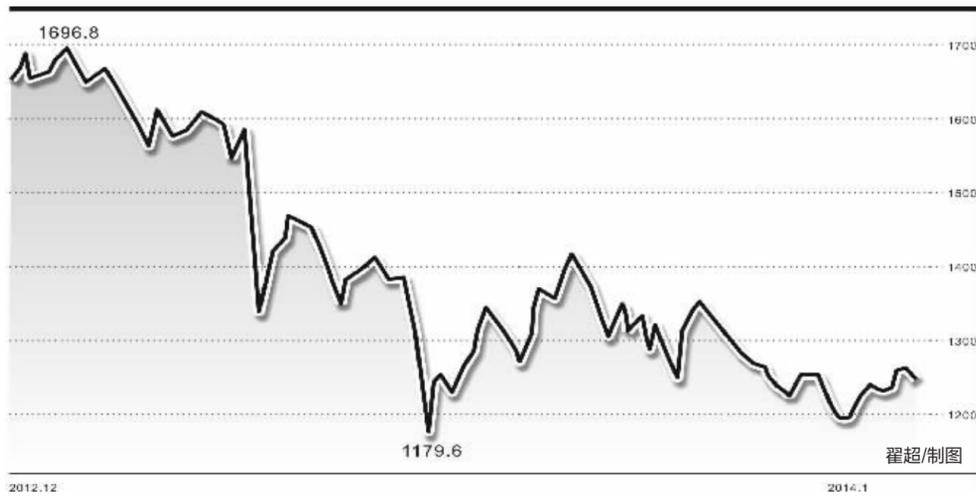
### 避险需求未能持续

1月下旬,由于新兴市场资本外流危机再次爆发,避险情绪大幅升温,黄金价格受避险需求的增加而出现明显的反弹。我们对比金价和衡量市场风险厌恶度的VIX指数的关系发现,在市场恐慌情绪爆发初期(VIX指数大幅上涨),国际金价都会出现一波强势上涨行情,稍后跟随VIX指数回落而出现很大的回撤甚至下跌。在上周五VIX指数暴涨32%之后,本周一和本周二分别回落3.97%和9.3%,黄金的避险需求明显退潮。

1月28日,新兴经济体纷纷加息或者其他干预手段出台,新兴市场货币和股市遭遇大规模抛售的情况有所缓和。虽然未来美联储削减量化宽松(QE)导致资本外逃风险犹存,以及新兴经济体本身过度依赖外资和出口结构性问题,或者政治动荡,新兴市场引爆的避险需求或会在后市卷土重来,但是从历史角度看,避险需求往往对金价的提振是短暂的。

### 前期利多因素正弱化

今年1月份,国际金价出现较大幅度反弹。截至1月24日,COMEX黄金2月合约反弹了5.16%。我们认为,基金回补头寸、美元反弹不及预期以



及年底中国等国家实物黄金需求旺盛是驱动金价反弹的利多力量,但是基金回补头寸是主因。从目前因素来看,这几个因素对金价影响有所弱化。

一方面,基金回补黄金头寸的投资活动尚未结束,但是并不代表金价会继续冲高。CFTC公布的数据显示,截至1月21日,基金持有COMEX黄金净多持仓升至46583手,为2013年11月26日以来的最高纪录。根据我们跟踪的结果,在下跌过程中,基金净多持仓领先于金价出现拐点;而在上涨过程或者反弹过程中,金价往往领先于基金净多持仓而出现拐点。因此,在基金买盘作用边际递减规律的指引下,金价很可能先出现拐点。

另一方面,1月份美元实际利率较去年12月份有所回落,这导致黄金租赁利率也有所下降。作为衡量持有黄金机会成本的黄金租赁利率回落,这可能意味着黄金美元的套息交易活动有所降温。截至1月28日,1年

期黄金租赁利率回落至0.401%,而在去年12月份大多数时间维持在0.42%以上。我们跟踪黄金价格和黄金租赁利率也发现,二者呈现-0.45的中等负相关关系。且黄金租赁利率上升一定会引发金价下跌,但是黄金租赁利率下降并不一定引发金价上涨。

### 多因素限制反弹级别

从当前引发新兴市场危机的三因素(新兴市场本身结构问题、美联储削减QE和中国经济放缓)来看,金价反弹持续时间和空间可能比去年5月底稍微长点,但是反弹级别受到多因素制约。

首先,黄金并非资金的最优选择,而美债、日元和瑞郎更受青睐。我们关注到,在新兴市场货币大幅贬值,资金外逃也拖累欧美股市大幅下跌,唯独美国国债全面上涨。统计发现,由于黄金作为避险资产收益率不稳定,美国国债,以及另外一个套息货币日元和瑞郎可能更受避

险资金的青睐。

其次,美联储削减QE,使得货币朝正常化迈进。美联储于1月28日及29日召开会议,根据美联储官员近期的评论,以及近期美国相对较好的经济指标,几乎可以确定其将把每月购债规模从当前的750亿美元降至650亿美元。

再次,全球通胀环境并不配合金价上涨,实物买盘将于节后降温。当前,美国核心通胀依旧温和,而欧洲通胀偏低,甚至存在通缩的风险,金价反弹可能是阶段性的,中国春节过后黄金买盘降温可能是金价回归跌势之际。

最后,投资需求并没有恢复。作为衡量全球黄金投资需求的风向标,全球最大的黄金ETF—SPDR Gold Trust黄金持仓量在1月17日短暂的上升之后,在1月22日再度减仓,并于1月23日降至790.46吨,创下2009年1月14日以来的持仓纪录,直至1月28日还维持当前持仓水平。

(作者系宝城期货分析师)

## 看好中国需求 海外资金推高铜价

许勇其

近期市场忧虑美联储继续缩减购债,新兴市场出现大幅动荡,导致节前精铜备货需求受牵连。但是,海外资金看好节后中国电网用铜需求,将继续推高铜价。

在过去的12个月中,美国通货膨胀率平均值为0.9%。美联储已经接近两年无法实现通胀目标,而今年1月已经开始缩减量化宽松(QE)规模。在货币政策预期收紧的环境下,如何推动通胀率向2%的目标上升,美联储需要拿出具体方案解决这个问题。通胀率过低已在美联储内部引发忧虑,波士顿联储主席称低通胀率加大了经济遭受负面冲击时陷入通缩的风险。在通缩环境下,家庭会推迟消费,企业也会因产品需求疲弱而延缓投资和聘用人手;还意味着,经过通胀因素调整后的利率水平上升,使得经济更难以增长。恶劣的低温天

气,去年12月新屋销售大幅下滑,以及糟糕的非农就业数据,近期的经济现状似乎不利于美联储扩大缩减QE规模。

今年国家电网、南方电网计划固定资产投资共计4881亿元,同比增长约12.07%,远高于同期4.56%的增速。国家电网公司计划完成固定资产投资4035亿元,同比增长11.92%;其中,电网投资为3815亿元,同比增长12.9%。去年规划电网投资为3182亿元,实际完成3379亿元。2009年以来,经过四五年的平淡期之后,国家电网的规划投资少见,比实际完成量增长了13%左右。

今年国家电网拟开工的特高压项目将达到10个,高于去年4条交流和3条直流的计划。同时,还将加快电能替代,将淮南—南京—上海、锡盟—枣庄、蒙西—天津南、靖边—潍坊等特高压交流工程纳入国家大气污染防治行动实施方案。在66/110千伏及以上

交流线路上,计划开工6.1万公里,投产5.1万公里。另外,在配网方面,今年建设改造投资达到1580亿元,将以提高供电可靠性、解决农村供电电压为重点,完成30个重点城市核心区配电网建设改造。

根据国家电网提出的工作目标,到2015年建成“两纵两横”特高压网架和7回特高压直流工程;到2017年建成“三纵三横”网架和13回特高压直流工程;到2020年建成“五纵五横”网架和27回特高压直流工程,连接各类大型能源基地与主要负荷中心,在全国形成大规模西电东送、北电南送的能源配置格局。而南方电网今年计划完成固定资产投资约846亿元,较同期增长12.8%。去年南方电网公司完成电网建设投资约632亿元。近5000亿元的投资规模,将给智能电网、充电桩、电气设备、电器仪表等众多产业带来机会,并带动相关行业用铜量的大幅增长。

去年规模以上工业企业实现利润总额

同比增长12.2%,应收账款增长14%,产成品存货增长6.8%,企业固定资产投资增长19.6%,增幅逐月回落。显示出中央坚持稳中求进的经济工作总基调。今年宏观政策将继续稳定,创新调控方式,推动改革开放,调整产业结构。国民经济呈现出整体平稳、稳中回落的态势。国内经济的信心下降,导致2013年精铜进口较上年下降5.8%,出口创纪录高位,上升7.1%。即便现货大幅贴水,节前下游消费企业采购精铜的积极性较往年却大幅下降。

伦铜库存继续下降至一年低位32.54万吨,注销仓单占总库存的61%;大户持仓报告显示,随着注销仓单的回流,集中持仓在50%-80%,缩减至40%-50%;海外软逼仓热情不减。CFTC持仓显示,截至1月21日当周,基金增加期铜净多头寸,资金继续看好铜市。

春节期间,国际铜价有望延续逼仓行情,再度冲击7350美元/吨高位。

(作者系国泰君安期货分析师)

## 缺乏新消息刺激 油脂继续破位下行

王娜

本周,国内油脂市场因缺乏基本面新利多消息刺激,期价继续破位下行。截至周三收盘,大连商品交易所棕榈油主力合约最低已跌至5660元/吨。棕榈油领跌,豆油、菜油跟随下行。

原油市场下跌成导火索。近期,国际金融市场中美股跌势持续下跌,受其拖累纽约期货交易所原油报价不断下跌。市场担心,美联储可能继续放缓经济刺激计划,这一利空消息导致全球股市、商品市场联动下挫。

新的一年中国信贷紧缩,市场担心中国需求将逐步放缓。作为全球第二大石油消费国的中国经济增速预期放缓,这引发全球原油需求疲软担忧。春节后,国际原油期货期价能否企稳反弹还需关注美国国债计划、中国采购及

美国原油、馏分油库存数据。

马来西亚棕榈油出口预期下降。船运调查机构数据显示,马来西亚1月份前20天棕榈油出口量比上月同期减少15%到16%,因为印度的需求疲软。同时,因春节假期,中国对马来西亚棕榈油采购量明显下滑。

2月初,市场将公布MPOB月度供需报告。市场普遍预期1月马来西亚棕榈油出口仅有135万吨,这样马来西亚棕榈油库存或将维持不变。如果2月公布的MPOB供需报告马来西亚棕榈油库存维持在197万吨的库存高位,节后马盘棕榈油期价或将承压。

备货期结束油脂消费不乐观。统计数据显示,2013年1-12月份国内豆油表观消费量1330万吨,上年同期为1270万吨,同比增加4.55%。2013

年1-12月国内棕榈油消费量603万吨,上年同期为591万吨,同比增加2.06%。自2012年末开始,中国油脂消费增速持续放缓。专家表示,由于中国人口增长率、城镇化进程及国内生产总值(GDP)增速难以维持前水平,中国油脂增速7%、8%的高速增长期已经过去,自2013年开始国内油脂消费增速将维持在2%-5%低位水平。

同时,鉴于我国政府反腐倡廉政策力度不断加大,春节前餐饮行业中的肉品、油脂消费明显下降。春节前一周,我国生猪、肉鸡、鸡蛋、植物油等节日主要消费产品报价均大幅下行,与往年相比2014年油脂市场呈现出旺季不旺的消费特征。

春节前一周,国内菜油期、现货价格因中央一号文件政策支持表现相对明显。1月19日,国务院下发了中央一号文

件,文件指出2014年将继续执行稻谷、小麦最低收购价政策和玉米、油菜籽、食糖临时收储政策。受菜籽继续收储政策的刺激,1月20日菜油期价大涨3%以上,并由此带动豆油、菜油上涨1%以上。

市场预计虽然节后新菜籽面临集中上市压力,但收储政策的潜在利好仍不容忽视,预计菜油在三大油脂中还会继续走强。

综上,笔者预计春节前国内油脂市场延续探底表现,节日期间需关注南美天气、货物装运对美国豆类市场可能带来的利多支持。节后重点关注2月MPOB供需报告马来西亚棕榈油出口及库存情况,预计在全球油籽供应宽松背景下,油脂市场延续弱势表现。考虑到春节前国内各品种期货保证金上调,建议投资者节前短线减仓交易为主。

(作者系光大期货分析师)

## 糖价屡创新低 能否筑底看巴西产量

王聪颖

春节将至,但喜庆的气氛没能给冰冷的糖市带来一丝温暖,糖价仍在下跌途中,并屡创新低。在国际增产的大背景下,国内尽管连续两年出台收储政策,但托市效果不佳。据悉,年后2013/2014年度临储政策即将出台。

笔者认为,临储政策仅仅是短时间缓解了糖厂的资金压力,并不能从根本上改善国内供过于求的格局,糖价依然承压。而展望未来,国内糖价还得看原糖价格,而原糖价格筑底仍看巴西2014/2015年度产量预估。

国内政策难改糖价颓势。2014年,诸多政策可能给糖价带来一定的支撑,但难以从根本上改变糖价下跌的颓势。1号文件正式出台,文中确定对白糖继续实施临储政策。临储政策力度远不及2011/2012和2012/2013年度实施的收储政策。不论是时效性,还是力度,临储政策都不会改变当前糖市供应过剩的格局。

另外的政策比临储还要虚无缥缈。进口关税可能提高5%-10%不等。此举有赖于中国加入世贸组织时签署的协议细则。细则中若规定当国内产业受到巨大冲击,可以适当提高进口关税,则进口关税提高有望。甘蔗直补政策也在研讨中。若这两项政策落地,对糖业稳定无疑具有重大意义,对稳定糖价也会有积极作用。但短期内政策实施还存在不确定性,糖价弱势恐难改变。

进口持续增长仍是最大利空。2013年中国累计进口食糖高达454万吨,增加21.31%。最新船运统计数据,1月巴西有30万吨左右的食糖发往我国,去年同期仅为5万吨。

中国自2004年以来食糖进口一直相对稳定,且在进口配额194.5万吨以内。随着近3年食糖价格的大起大落,食糖进口呈现持续攀升的趋势。2011年食糖进口首度突破配额上限(194.5万吨),配额外进口量不断走高。2011年和2012年食糖进口总量分别高达292万吨和348万吨,其中配额外

进口分别达到97.5万吨和153.5万吨。而2013年累计进口总量454万吨中,配额外进口量更是高达259.5万吨,首次超过配额内进口量。

总体上,中国食糖进口市场表现出新特征,一方面,2013年食糖进口总量持续增长,并创历史新高;另一方面,食糖进口量的结构分布发生变化,从以往的配额内进口为主,转变为配额外进口量占据主导地位。

配额外进口利润长期存在是中国食糖进口量持续攀升的最重要原因,同时也解释了配额外进口食糖多余配额内进口食糖。以1月22日为例,郑糖/原糖的比值约为298,高于笔者测算的进口上限229(高于此上限,表明原糖进口再加工成白糖的成本仍低于国内)。预计2014年,进口加工利润存在的情况下,进口食糖还会源源不断涌入。进口量的持续增长也给国内糖价带来持久压力。

巴西2014/2015年度单产或略降。当前北半球食糖主产国正处于压榨高峰期,预计2月底3月初将逐渐进入收榨期。

从目前的生产情况看,印度、泰国较为正常。印度预计全年产糖2500万吨左右。泰国2013/2014榨季甘蔗产量或为1.1亿吨,糖产量或为1100万吨。2013/2014年度泰国出口预计增长到850万吨。

而巴西4月开始的2014/2015年度的生产,将成为市场关注的重点。近期巴西出现连续干旱,或影响甘蔗的成熟,降低甘蔗单产,预计巴西2014/2015年度食糖产量小幅下调,这或成为原糖筑底的契机。作为全球第一大生产国和出口国,巴西食糖对全球糖价举足轻重。2012年巴西反季节降水一度造成产进度放缓,国际糖价一路飙升;2013年巴西港口失火也令糖价连续收阳。

糖价在三年增产周期中的下跌回吐了上一轮上涨,预计节后糖价走势仍偏弱,但伴随着三年减产周期的临近,糖价有望筑底。建议投资者关注巴西2014/2015年度的产量预估,这可能成为原糖筑底信号。

(作者系中信期货分析师)

## 国内聚丙烯供给状况

### 一、国内聚丙烯市场概况

2002年后,世界经济的逐步复苏和中国加入WTO的推动,中国经济进入了新一轮快速发展期。2002-2007年,中国国内生产总值(GDP)连续5年增长超过10%,国内投资和出口继续保持了大幅增长。在此带动下,聚丙烯(PP)的供应与消费也呈现快速增长。其中,产能由2002年的423万吨/年增加到2007年的717万吨/年,年均增速高达11.2%;消费由2002年的623万吨增加到2007年的1036万吨;产能的快速增加以及高的开工率,使得我国聚丙烯自给率由2002年的61.0%增加到2007年的70.1%,提高了近10个百分点。

2008年受美国金融危机影响,我国纺织、玩具、塑料制品等行业的出口明显下降,导致聚丙烯的需求仅为1008万吨,较2007年下降了近9万吨。2008年我国聚丙烯新增产能65万吨/年。由于下游需求求萎缩,开工率由2007年的102.1%下降到2008年的94.6%,为多年来开工率最低值。2009-2012年国内聚丙烯产能大幅扩张,消费也随着经济复苏而迅速增长。

### 二、我国聚丙烯历年产能产量

近年来我国PP工业发展很快。随着我国PP生产能力的不断增加,产量也不断增加。2002-2007年,我国聚丙烯工业处于快速发展期,产能由2002年的423万吨/年增加到2007年的723万吨/年,年均增速高达11.3%。2007年,国内聚丙烯生产企业开工率都很高,许

多企业开工率都在100%以上。为满足市场需求,近几年国内先后有多套大型聚丙烯装置投产。2012年我国PP产能达到1218万吨,国内产量达到了1109万吨,较2011年增长了13%。

### 三、我国聚丙烯生产区域结构

从2002-2012年区域分布变化来看,截至2012年,除西南地区外,华北、华东、华南、东北及西北地区都有一定产能分布。随着煤制烯烃的快速增长,煤炭资源丰富的西北地区产能增长十分迅速,2012年产能达310万吨,占全国总产能的25.5%,未来西北、华东仍将是国内产能增长的集中分布区。

2012年,我国聚丙烯生产企业主要分布在华东、华南、西北和东北,合计占全国总产能的83.8%。其中,西北产能310万吨/年,占总产能的25.5%;华东地区282万吨/年,占全国总产能的23.2%;华南产能227万吨/年,占总产能的18.6%;东北产能202万吨/年,占总产能的16.6%。从省市分布来看,浙江是以140.6万吨的产量排名第一,其后依次是辽宁、广东、内蒙古、黑龙江、新疆、上海等省市,前10位的省市产量占全国总产量的70.4%。

(聚丙烯现货基础知识之三)

