

空军一号减空 期指强势有望延续

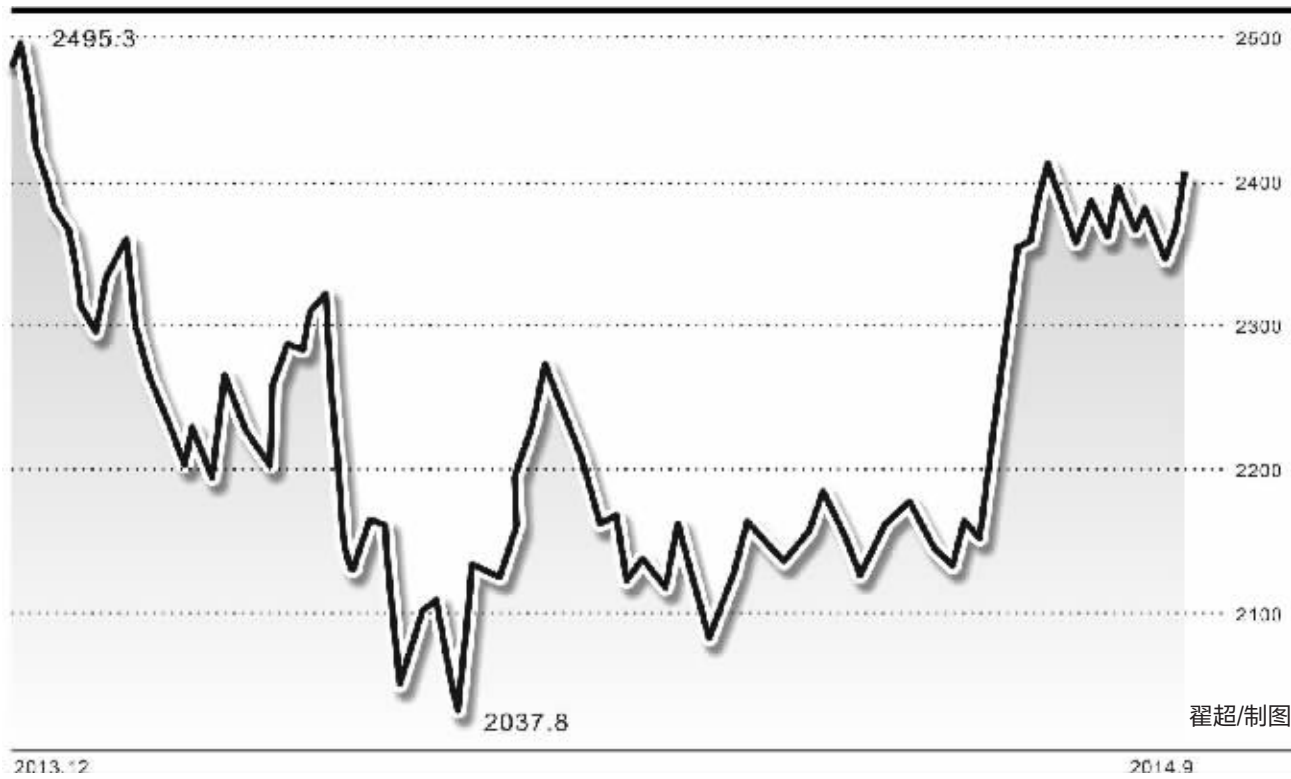
证券时报记者 沈宁

周二，期指与现货指数同步大幅上扬，市场重拾做多信心。尤其沪深300指数等多个现货指数，已经创出本轮反弹新高。伴随资金面及市场预期的回暖，多数业内人士认为期指近期有望延续强势。在期指主力合约IF1409的持仓上，“空军一号”中信期货减少1261手空单，增持553手多单。

截至昨日收盘，期指主力IF1409合约上涨37.4点至2389.4点，涨幅为1.59%，当日增仓4360手至13.4万手，成交量有所放大。现货指数方面，沪深300指数收报2386.46点，上涨31.14点或1.32%；上证指数上涨30.54点收报2266.05点，均创出反弹新高。期指较现指升水2.94点。

对于昨日期指大幅反弹，国泰君安期货分析师毛磊认为有多方面原因：前期导致市场出现调整的新股申购迎来了否极泰来时刻，逾6500亿的解冻资金为市场做多提供保障。虽然经济数据有所走弱，但也不具备趋势性下行风险。相反，在高层不断强调经济增长重要性的背景下，更多刺激政策出台预期再度升温。而对于空头来说，虽然有房地产市场下行以及信托、产能过剩行业高企的还债压力，但必须注意到的是，10月份将迎来国庆六十五周年纪念日以及十八届四中全会的召开，预计各部委将采取措施避免违约等风险事件发生。

当前，从高层活动情况看，改革进程正在加快。9月，天津夏季达沃斯论坛、亚太经合组织财政部长、能源部长等会议将召开。按照以往惯例，在此类经济会议上，国内政要将对我国经



济、改革发表看法，届时改革预期有望进一步高涨。市场对改革红利的憧憬将提升现货市场主题投资炒作热情，赚钱效应有望进一步改善市场风险偏好。对于期指后期走势，我们认为得益于政策预期和改革红利，指数有望稳步上行，当月合约短期将挑战2400点整数关口。”他说。

资金面方面，央行昨日进行180亿正回购，本周到期资金400亿，资金面呈稳健偏宽。银行间资金面较为宽松，周二银行间资金市场回购利率波动较小，FR001报2.9000%，与前日持平；FR007报3.5500%，涨5个基点；FR014报3.9600%，跌10个基点。

上海中期分析师陶勤英分析称，周二期指日内持仓峰值创近期新高，日内持仓峰值超过了19.3万手，随着中金所对股指期货保证金的下调，期指持仓的积极性明显增加。当日期指总成交量、持仓量均较前期显著上升，市场参与热情升温，期指收盘总持仓量增仓超过7000手，可见多头增仓力度较大，市场做多情绪高涨。目前现货指数已放量突破前期震荡平台，有利于增强市场做多信心，后市有望继续保持强势。”

在她看来，在近期经济数据表现疲软的状况下，市场周二能走出强势，有些出乎效果市场预料，不过也有迹可循。首先，IPO进入短期暂停窗口，前期因申购

新股冻结的资金逐步回流市场，为市场带来流动性；其次，由于政策利好频频，市场在经济疲软的压制下表现出了极强的抗跌性，表明市场做多意愿较强；此外，中金所下调期指保证金，从上周五指逆势上行的走势来看，市场对此解读颇为乐观，保证金的下调对整个市场的流动性有一定正面影响。随着震荡平台上沿被突破，股指上行空间被打开，后市有望强势运行。她建议操作上轻仓试多并关注2400点一线压力。

中金所盘后持仓报告显示，昨日期指前20名多头期货公司席位增持多单1537手至10.3万手，前20名空头增持空单3575手至13万手。

泰国抛储：胶价上方的“达摩克利斯之剑”

彭程

8月份，全球天然橡胶主要期货市场全线下跌。新加坡市场RSS3近月合约跌幅达到10.5%，带领需求端日本及上海市场集体下挫，日胶指数、沪胶主力合约跌幅分别达到6.45%、8.26%，三市场再次创出2011年熊市以来新低。

泰国、印尼、马来西亚及越南等东南亚主产国占世界天然橡胶总产量比重达到93%。2013年天然橡胶主产国协会合计产量1115万吨，同期泰国年产量为417万吨，占协会比重近40%，占全球产量近35%。考虑到泰国在2005年至2008年持续四年增加天然橡胶种植面积，而2011年至2013年的产量复合增长率为8.1%，保守估计2014年泰国天然橡胶年产量能达到450万吨以上。从历史数据来看，泰国生产橡胶80%以上用于出口。2011

年至2013年出口复合增长率为10.9%，超过产量增速，且出口占产量比重稳定在83%以上。泰国天然橡胶产量占全球产量比重如此之大，且多用于出口，因而任何关于泰国天然橡胶的信息均能吸引市场人士的眼球。

今年8月21日，泰国国家立法议会召开会议选举临时政府总理，陆军总司令、全国维持和平秩序委员会主席巴育上将顺利当选为泰国第29届总理。25日，泰国政府批准出售20万吨橡胶库存计划，以缓解价格压力并减少仓储成本。消息公布第二天，沪胶主力跳空下跌1.67%，突破震荡区域并刷新2011年以来新低；日胶指数当日也大幅下挫2.26%。

此次泰国20万吨抛储计划需要追溯至2012年。2012年10月至2013年5月期间，英拉政府曾以220亿泰铢买入20.8万吨橡胶，均价在105泰铢/公斤，当时收储是在迫于国际胶价

急速下跌，为提振国内市场价格背景下而采取的行动。由于去年年末至今年年初，泰国政局不稳，使得该国国内经济停滞，同时也错过了在生产淡季采取有力措施的时机。根据最新消息，该国上周签署协议销售10万吨橡胶，并计划很快再出售剩余的10.8万吨。已签售的橡胶中，约3万吨标准胶价格为每公斤55泰铢，约6万吨烟胶片为每公斤62.56泰铢，协议成交的货物将于3个月内交货。尽管以上消息仍未得到证实，且最终是否能实现仍存在不确定性，但泰国抛储行动如同悬在天胶价格上方的“达摩克利斯之剑”，压得市场无法喘气。

进入9月，我们认为，投资者除了需要关注泰国下一步的抛储动向外，还需关注RU1409移仓及最终的交割情况。截至9月2日，该合约双边持仓12770手，对应仓单6.385万吨。预计随着最后交易日临近，RU1409上方持仓将陆续选择平仓或向RU1411移仓。上海期货

交易所对天然橡胶仓单有效期中规定：国产天然橡胶在库交割的有效期限为生产年份第二年的最后一个交割月份，超过期限的转作现货。这也就意味着2013年生产的国产全乳胶最晚能在RU1411上进行交割，未交割的则将面临强制期转现。由于RU1411较RU1409具有两个月的时间价值，因而空头选择在RU1411上交割是理性的选择；同时因RU1409已进入交割月，多头也难以有所作为，预计RU1409最终实际交割量不大。

除了泰国等主产国政策措施对橡胶市场的外在冲击，沪胶自身的矛盾也许随着9月合约的平稳交割，市场会稍有缓和。但由于RU1411将承接2013年老胶大部分的交割压力，预计这一部分期货仓单在10万吨左右，因而不论最终是在期货上交割还是被强制期转现，对市场都存在进一步打压的作用，沪胶后市前景仍一片阴霾。

（作者系光大期货分析师）

库存结构决定焦煤价格上下两难

陈逍遥

8月以来，焦煤走出了过山车行情，月初上冲受阻后跌至770元/吨，随后缓慢回升至792元/吨。从后期来看，虽然煤炭产量相比前期有一定的回落，但总体仍较为平稳，需求方面下游焦炭以及钢厂采购较为刚性，9月补库有预期待四季度，此外考虑到生产、物流环境的库存结构，预计短期焦煤上下两难。

从5月开始煤炭主产区当地政府陆续出台减负政策，税费的削减使得煤炭可变成本压缩煤企让利给市场。但在终端需求疲软背景下并未看到起色，反之加重了煤企亏损。根据煤炭工业协会统计，目前国内煤企亏损幅度达到70%，在此背景下，7月底发改委助力煤企拉开序幕，8月的政策落地相继推出例如《商品煤质量管理办

根据我们测算，以山西商品煤产量为例，按照8月山西日均产量259.96万吨，焦煤集团240万吨来计算，预计8月山西商品煤产量为8060万吨左右，山西原煤产量在8100万吨，焦煤集团洗精煤产量为345.6万吨，我们预计炼焦煤产量在4816万吨左右。

此外，进口炼焦煤方面来看，自3月二季度国际炼焦煤长协价公布后，由于煤价低于煤矿现金成本，部分煤企暂停了炼焦煤煤矿，截至7月，底累计削减炼焦煤产能超过2000万吨，而今年年初预计将新增1300万吨，煤矿产能缩减抵消供应增加的预期。在此背景下，澳煤相比国内市场弱势走出了较为坚挺的格局，其中一线主焦煤最具代表。就后期来看，随着国内进口煤市场的洗牌，预计进口炼焦煤维稳。

焦煤产量方面来看，根据统计局数据显示，1-7月焦炭产量累计在2.74亿吨，累计同比下降0.45%，连续

5个月保持负增速，其中7月焦炭产量为4024.33万吨，环比下降2.1%。

不过从去年以来表现来看，焦炭产量总体维持在4000万吨左右，较为稳定；钢铁方面随着铁矿石重心下移利润转好，产量预计后期或将回升至225万吨以上。产量的提升带动焦煤绝对量需求，使得焦企库存下滑明显，不过虽然绝对量需求向好，但对焦煤价格来看，主要影响的为实际需求。按照以往的历史数据来看，焦炭、焦煤补库周期一般集中在四季度，目前钢厂焦炭、焦煤库存为10、19天，和去年同期相比焦炭水平略偏低。后期钢厂处于终端需求疲软的因素考虑，对9补库谨慎，力度主要看四季度。

对于焦煤来看的库存为三个环节，生产、消费、物流。消费环节在中我们上面已经提及，从生产、物流环节来看，相比焦化厂低库存，煤企炼焦煤库存略偏高。根据煤炭工业数据显示，截至7月，煤企煤炭库存达到1.05亿吨，根据我们计算不考虑进出口不考虑净进口量以及

期初库存，煤炭库存增加2.1亿吨，如果加上净进口，库存接近4亿吨。按照炼焦煤占原煤产量比重15%左右来计算，估算煤企炼焦煤库存约1575万吨。按照炼焦煤产量在4700万吨来测算，目前煤企炼焦煤库存在10天左右。港口库存方面，在经过1-4月降库之后，目前六港京唐港、日照、连云港、天津、青岛港、防城港，六港合计在859.3万吨。按照500万吨炼焦煤进口量来计算，库存接近1.5个月。虽然从绝对量上来看，库存仍有一定的压力，但从趋势来看降库明显。如不考虑青岛港、防城港，四港库存已经回落至2012年12月左右的水平。

综合分析，从8月走势来看，焦煤两品种波动加剧在一定程度上受到9月合约临近交割低价仓单的影响，不过随着时间推移进入9月，交割尘埃落地，1月合约受到近月因素减弱重回基本面。在当前供需平稳的背景下，库存结构决定焦煤短期处于上下两难格局。

（作者系中信期货分析师）

PTA1月合约贴水有望修复

董丹丹

8月中旬开始，精对苯二甲酸（PTA）期现价格双双下跌，这对PTA1501合约有直接的拖累作用，加上对未来供应的预期，1501合约从7150元的高点跌至6700元一线。

展望后市，我们认为，PTA1501合约可能有这样两种走势，一个是跌到底，一个是企稳反弹后再度下跌，决定这两种走势的关键是下游聚酯的旺季能否提振PTA的需求。

产业链情况各异

对现在的PTA产业链条进行梳理，我们发现PTA市场多空因素并存，PTA上游、下游和PTA自身的情况各异。

首先看PTA的上游。对二甲苯（PX）的现状是社会库存低位，但供应逐步增加将是大概率事件。韩国三套和印度一套共计420万吨的PX新产能已分别在6、7月份投产，8、9月份开始供应市场。新加坡九龙的80万吨产能将在9月初或9月中开车运行。同时，旧产能也开始负荷从60%提升至70%-75%；中国计划9月检修的PX工厂也纷纷推迟检修且缩短检修时间。这背后的直接动力就是PX-石脑油的价差。8月11日两者价差曾高达550美元/吨，8月底跌至370美元/吨，但该价差依旧意味着PX环节的高利润。PX新产能的释放，从因果关系看，PX-石脑油的价差势必也将跌至历史上一再测试过的200美元价差，不确定的是时间。

再看PTA下游聚酯，聚酯最糟糕的情况可能已过去。聚酯中占比三分之一的涤纶、瓶片情况不佳，开工下移，亏损严重，但占比三分之二的涤纶情况尚可，涤纶带动整个聚酯开工率已经从65%升至67%。随着PTA现货价格从7600元跌至7100元一线，聚酯的亏损态势也将逐步缓解。金九银十是终端纺织和聚酯的传统旺季，2014年的金三银四聚酯旺季特征明显，金九银十值得期待。

最后看PTA自身。PTA的社会库存存在今年2月份达到峰值，之后便持续去库存。截至目前，PTA的供

应仍呈收缩态势，但是下游聚酯的一片颓势还是导致过去两月PTA社会库存增加了20万吨。与此同时，我国最大的PTA生产企业近期也宣布9月份开工率依旧不超过60%。PTA环节的现实就是社会库存虽有上升，但绝对值依旧低位，而且未来供应也并不宽松。

未来两种可能走势

我们维持PTA期价中期下跌的观点不变。亚洲地区PX新增产能将对应一个新的200美元价差，按照900美元/吨的石脑油，200美元价差的PX就应是1100美元/吨，加上720元加工费的PTA价格就应为6150美元/吨。这将会在未来几个月内看到。

对于1501合约，我们认为期价有这样的两种走势可能，他们所对应的投资策略也各异。

1、1501可能先下跌再反弹，再下跌，这也是我们认为最有可能的。PTA供应依旧维持收缩态势，PTA1501合约将企稳。PX现阶段价格为1300美元/吨，对应7120元/吨的PTA；即使PX跌到一个重要震荡平台1200美元/吨，对应的PTA价格为6650元/吨，因此这是近期1501的关键支撑。如果下游聚酯能够实现金九银十的旺季，或者仅仅是略有提升，将新增的20万吨库存消化，且不增加新的社会库存，PTA1501很有可能重回7000元/吨，走出一波基差回归的行情。之后再根据当时的供需面选择下跌时点。

2、1501可能走震荡下跌的模式。如果下游聚酯在金九银十的开工率仅仅是持平，PTA工厂的供应收缩，但依然有新的社会库存产生，PTA现货价格持续下跌。另一方面期货1501合约在6700元一线窄幅震荡。PX价格也一蹶不振，拉动PTA期现价格下跌至目标点位。

简而言之，1501主力可以因为预期把价格打压至低点，也可以基差回归的名义将其拉升至与现货水平。而多头是否能成功拉升则要取决于下游聚酯是否出现大幅好转。但无论如何，6650元将是1501合约较为重要的支撑，空头在此点位可以减仓，多头可以轻仓试多。

（作者系国泰君安期货分析师）

美元强势反弹 白银弱势震荡

黄伟 徐闻宇

二季度以来，美元指数强劲反弹，从5月初78.9低位一路上扬至目前接近83的一年以来高位。在乌克兰、伊拉克等地缘风险并无进一步爆发的情况下，美元的强劲反弹进一步削弱白银的避险需求，国际银价从7月初21.6美元/盎司下滑至19.3美元/盎司，国内银价从4425元/千克下滑至4075元/千克。

美国经济良好表现短期内仍将延续，白银价格短期反弹空间有限。美国商务部公布数据显示，美国经济增速在一季度萎缩2.9%后，二季度强劲反弹，初值增长4.0%，修正值达到4.2%，显示出整体经济良好表现。而就业市场和住房市场也发出较为乐观积极的信号，新增非农人口3月以来连续超过20万人，失业率也下降至6.1%的低位；7月新屋开工大幅上扬至年化109.3万户。欧元区经济数据不甚乐观，加深市场对于欧央行宽松预期，进一步提振美元走势。

除美国外，虽然全球整体经济增长面临众多不确定因素——欧元区的经济失速风险、中国房地产泡沫破裂风险、日本经济难以提振风险等，对于工业属性较强的白银来说，需求受到抑制；但是在工业需求中，白银的电子需银量将呈现出亮点。SEMI研究显示，全球半导体呈现周期性规律，随着大宗商品10年牛市中积累的产能逐渐消耗，半导体行业呈现出恢复性上扬的格局。

另一方面，光伏用银量的上升也有望支撑银价。研究显示，目前电

池和组件过剩的状况已不复存在，目前太阳能行业已存在产能过剩的问题。从产能过剩到重建产能，光伏产业正逐步加快行业发展步伐。光伏行业因其为摄影行业需银量降低后，目前最大单一用银行业而受到关注。美国能源信息署报告显示，美国光伏发电量是去年的两倍以上，而2013年太阳能占美国新发电量的25%左右。而中国光伏增长也逐渐加速，工业和信息化部发布的数据显示，上半年我国光伏制造业总产值超过1500亿元，光伏产业发展延续了去年下半年以来的回暖态势，总体处于调整发展状态。工信部预计下半年光伏产业可能出现跳跃式增长。中国面临经济转型和房地产泡沫等风险因素下，经济增速放缓降低大宗商品需求；美国加息预期下资金回流美国对新兴市场国家经济再次形成压力。这两点因素作用下，白银价格呈现持续下滑走势，价格下跌降低矿商产量。白银供给主要来源为铜、铅锌等基本金属矿的副产品，在金属减产预期下，国内白银现货出现短期供应紧张，导致现货相对升水。随着未来减产的持续和白银矿商转向高品位矿的开采，整体供应格局将有所改善。

另一方面，虽然上期所白银库存已降至100吨以下，COMEX白银库存仍在5500吨以上的高位，从全球来看整体供应压力并不大。虽然电子和光伏等行业用银对于白银工业需求有提振，但是在美联储加息预期下，白银的投资需求受到打压，银价未来以弱势震荡为主。

（作者系华泰长城期货分析师）