

美元走高可期，紧缩性政策将继续， 短期内不会升值和加息

摘要、导读

随着欧盟 7500 亿欧元救援计划的出台，拖延已久的希腊主权债务问题暂时告一段落，危机影响绝非短期所能消除，再加上美国经济的相对强势，美元继续走高可期。在流动性的推动下，房价上涨令人瞩目，通货膨胀的压力逐步成为现实，绿豆、薏米等小杂粮更成为投机的乐土，这些因素决定了当前紧缩的政策将继续。经济增长的不确定性以及人民币面临的升值压力使得央行不敢贸然加息。尽管人民币存在实实在在的升值压力，但由于一般贸易形势严峻，而房地产也处于调控当口，人民币暂时不会升值。

一、欧元区债务危机余威犹在，美元继续走高可期

为应对急剧恶化的欧洲债务危机，平息市场忧虑，拯救命悬一线的欧元，欧盟一改昔日的拖沓行动与顾虑，达成了高达 7500 亿欧元紧急救援计划。欧洲央行突破不允许通过增发货币直接购买各国国债的法律限制，史无前例的承诺将在二级市场上收购债务危机国家国债和非公债券以压低市场利率。此外，为对抗欧洲债务危机可能引发的全球金融系统性风险，美联储与欧央行、英国以及瑞士央行之间的无限额美元互换协议重启，以稳定当地金融机构的美元借贷需求。拖延已久的希腊主权债务问题暂时告一段落，市场恐慌情绪得到缓解。冰冻非一日之寒，冰之解冻也需时日。危机影响绝非短期所能消除，危机将在一段时间内继续影响欧元走势和欧元区经济，CDS 市场对此也有所反应（见图 1）。从图中我们看到，随着救援方案的出台，希腊、西班牙、葡萄牙等国 CDS 顺势回落，但很快又掉头向上。

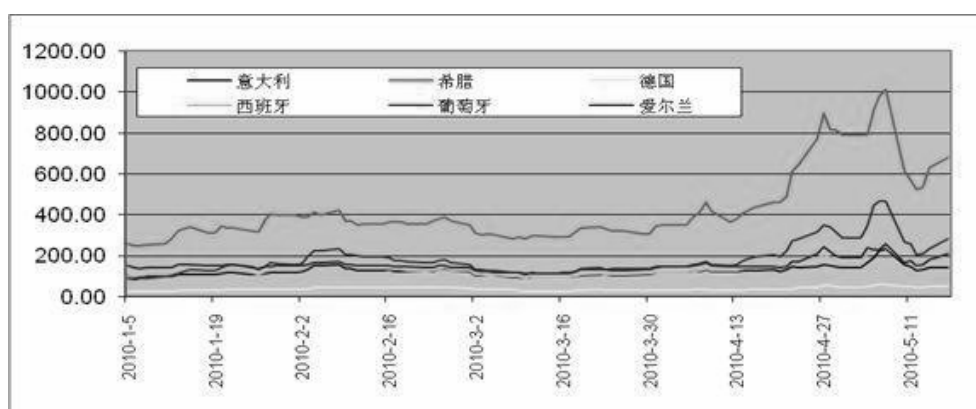


图 1：欧洲主要国家 CDS 走势

与困扰不断的欧元区经济相比，美国经济则在复苏的轨道上稳步前行，GDP 增速加快，消费者信心逐渐恢复。尤其是 2010 年第一季度，美国实际 GDP 同比上涨 2.5%，而欧元区经济则在 0 轴以下徘徊不前。与经济基本面相一致，美元和欧元分别经历了“冰火两重天”的遭遇。可以预计只要欧元区债务问题没有解决、美国经济继续保持相对强势，美元就会继续走强。

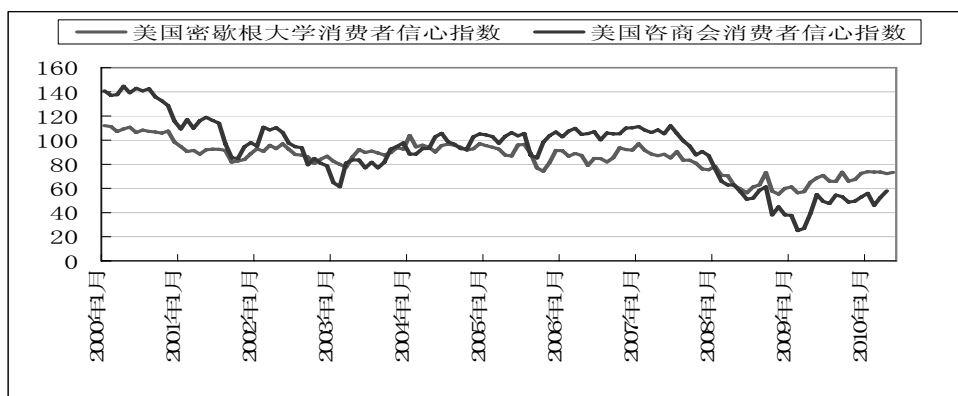


图 2: 美国消费者信心指数

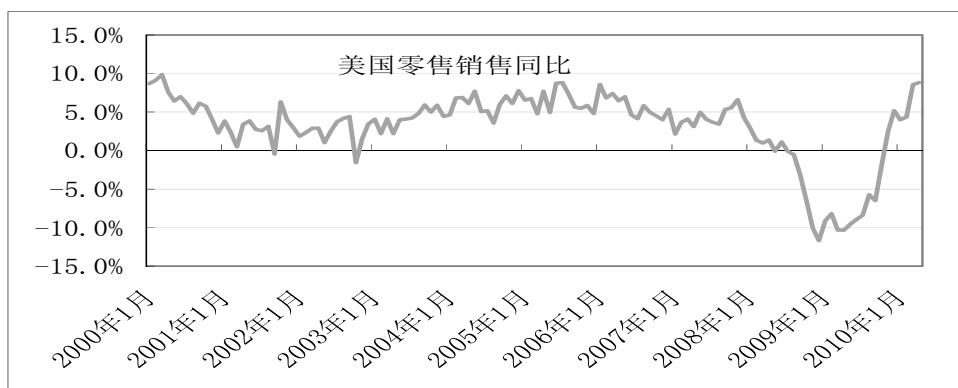


图 3: 美国零售销售同比增长

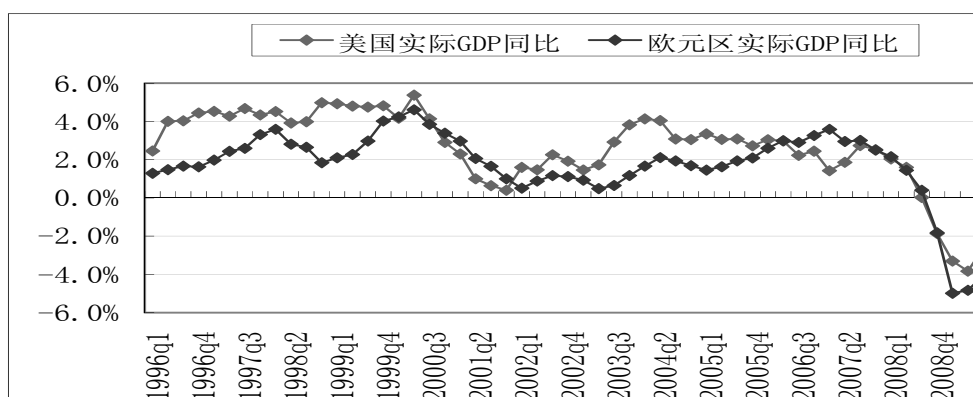


图 4: 欧美经济增长对比

二、流动性充足背景下紧缩性政策将继续

当前，宏观经济面最热闹的事件莫过于令人“眼花缭乱”的宏观调控措施。5月10日，存款准备金率在年内第三次上调，加上前两次累计冻结资金近9000亿。同时公开市场操作力度也明显加强，三年期央行票据发行重启，房地产市场调控“组合拳”也不断变换招数。一时间股市破位，期市暴跌，房市也出现了难得的交投清淡局面和房价即将下跌的市场预期。

对于政府密集调控的意图。有人认为是通货膨胀压力，有人认为是房地产等资产价格泡沫所致。这些因素是诱因之一，但不是最根本的因素，政府调控的目的是收缩市场的流动性。市场的流动性状况如图5所示，2010年4月末，广义货币(M2)余额为65.66万亿元，同比增长21.48%，增幅分别比上月末和去年同期低1.01和4.47个百分点；狭义货币(M1)余额为23.39万亿元，同比增长31.25%，增幅分别比上月末和去年同期高1.31和13.77个百分点；金融机构人民币贷款余额43.35万亿元，同比增长21.96%，比上月末高0.15个百分点，比去年同期低7.76个百分点。无论是M1、M2抑或是贷款，尽管增速有所回落，但是总体上仍处于02年以来最高水平。

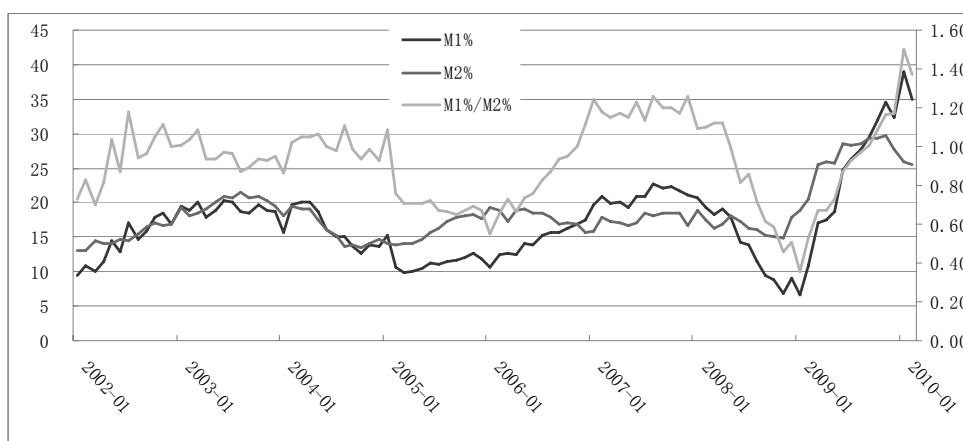


图5：货币供给和信贷增速

在宽松货币政策和积极财政政策的密切配合下，2009年我国经济“保8%”成功，实现了完美转身。但另一方面在流动性的推动下，房价的上涨令人瞠目，通货膨胀的压力也逐步显现（见图7），2010年2月份CPI同比上涨2.7%，三月份小幅回落之后，4月份重新加速达到2.8%。就当前的物价水平来说，虽说距离政府3%的通胀目标有一定差距，但是应当看到，PPI增速高于CPI，作为衡量企业投入品价格的能源、燃料、动力指数增长更是迅速。虽说在买方市场环境下，企业不敢贸然把成本向下游转移，但是企业承受成本上涨的能力总有个限度，一旦成本上涨超出了企业的承受力，价格必然会向下游转移。还有，煤电油运价格改革稳步推进，蔬菜、大蒜价格涨势惊人，绿豆、红豆、薏米等小杂粮也在疯狂。与2009年同期价格相比较，近期薏米涨幅为500%，黑豆涨幅为400%，绿豆涨幅为300%，红豆涨幅为200%。从某种意义上来说，通货膨胀正在逐步成为现实。在资产价格存在泡沫、通货膨胀逐步成为现实的背景下，央行必然采取紧缩性政策，手段自然是从问题的根源—收缩流动性入手。

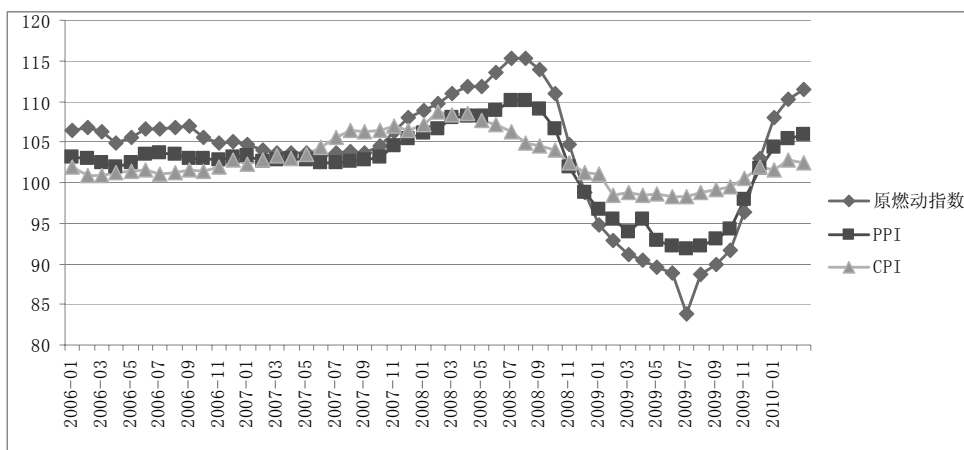


图 6: 物价指数走势对比

三、在经济增长存在不确定性以及人民币升值的压力下短期内不会加息

无论是 09 年经济的完美转身，还是 2010 年首季开门红，投资毫无疑问是经济增长的头号功臣。但是通过分析投资结构我们发现，当前个人投资在下滑，作为 09 年经济重要推动力的中央投资和国企投资增速下降的更快，而受外围经济影响的外商投资一直在地平线运行，只有房地产投资“一枝独秀”。但是以中央经济工作会议“增加普通商品房供给”为引线，各项对房地产市场调控政策密集出台，从“营业税优惠政策”终止，到“国四条”出台、“拿地首付不低于 50%”；从国资委要求“78 家非地产主业央企 15 天给出退出方案”，到“贷款买二套房首付不得低于 50%”；从“房价过高地区可暂停发放第三套房贷”，到“商品住房严格实行购房实名制”，一波一波调控令市场“愕然”。重压之下，房地产市场交投清淡的局面开始出现，房价下跌也已是箭在弦上，可以预计后市房地产投资下降不会是什么悬念。一旦房地产市场出现调整，总体投资增速下降不可避免。

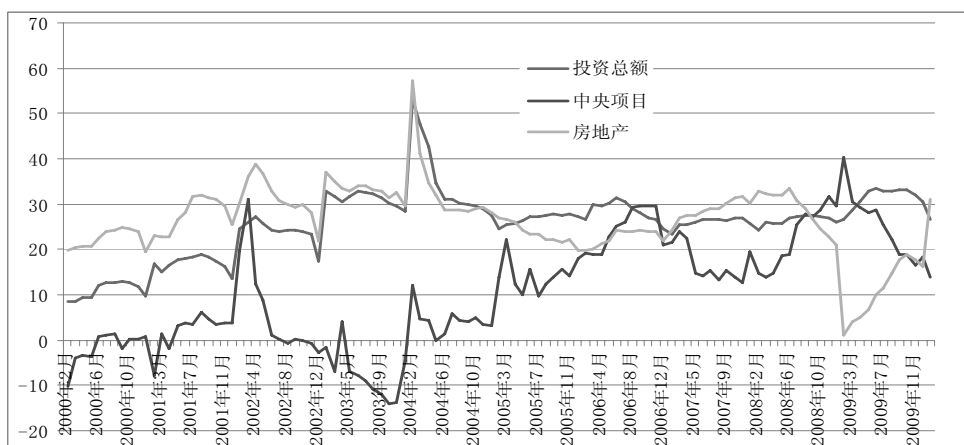


图 7: 固定资产投资结构

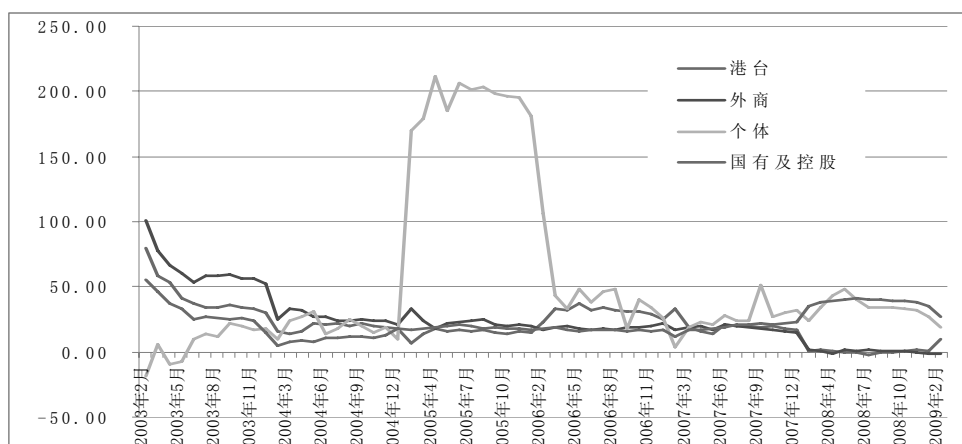


图 8: 固定资产投资结构

再看“三驾马车”中的消费和出口。由于收入增长缓慢，再加上住房、医疗、教育的高成本，虽说转变经济增长方式提了多年，但消费一直未能成为我国经济增长的主力；虽说受到政府消费支持计划的刺激，09 年消费稳步上升，但随着政府刺激力度减小，消费增长也存在变数。受次贷危机影响，我国外贸出口一改昔日的辉煌，转而成为经济增长的拖累，3 月份贸易差额由正转负出现了 72.4 亿美元的逆差。在美日欧经济复苏缓慢、贸易摩擦不断的背景下，贸易差额在短期内难以回到原来的高增局面。经济增长的不确定性使得央行不敢贸然加息。

最后还有一个因素是人民币汇率的问题，我们在下面分析。

四、人民币存在升值压力，但短期内不会升值

2010 年 3 月底我国外汇储备达到 24470.84 亿美元，贸易差额虽说在 3 月份出现了小额逆差，但在“世界工厂”的国际分工格局下，贸易逆差现状不会持续，外商直接投资在经历了 08 年的寒流之后，重拾升势（图 10）。人民币升值压力是客观存在的现实。

但是当前经济条件决定了人民币暂时不能升值。首先是我国的贸易结构（见图 11），目前加工贸易逐步回到正常水平，而真正体现我国企业出口竞争力的一般贸易差额从 09 年起基本处于 0 轴以下水平，进入 2010 年以后，一般贸易逆差额规模更大，前 3 个月贸易差额分别为-23.94 亿美元、-43.60 亿美元和-202.17 亿美元。其次，近期在欧洲主权债务危机影响下，避险资金推动美元指数大幅上涨（图 12），而人民币对美元汇率基本维持在 6.82 ¥/美元水平，这意味着人民币无形中已在升值。还有就是，过高的房价水平除了国内资金的推动，与境外资金的流入也不无关系，在当前房地产调控关口，如果升值必然会刺激境外资金的流入，冲抵政策调控效果。这些因素决定了人民币在短期内不会升值。

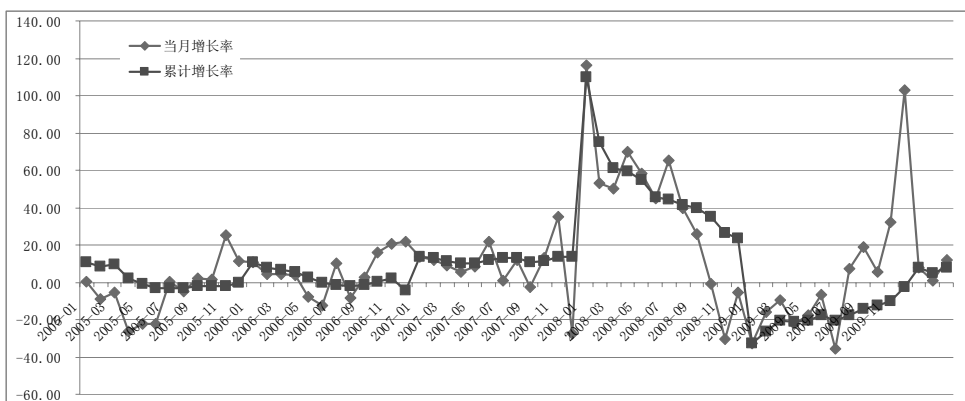


图 9: 外商直接投资增速

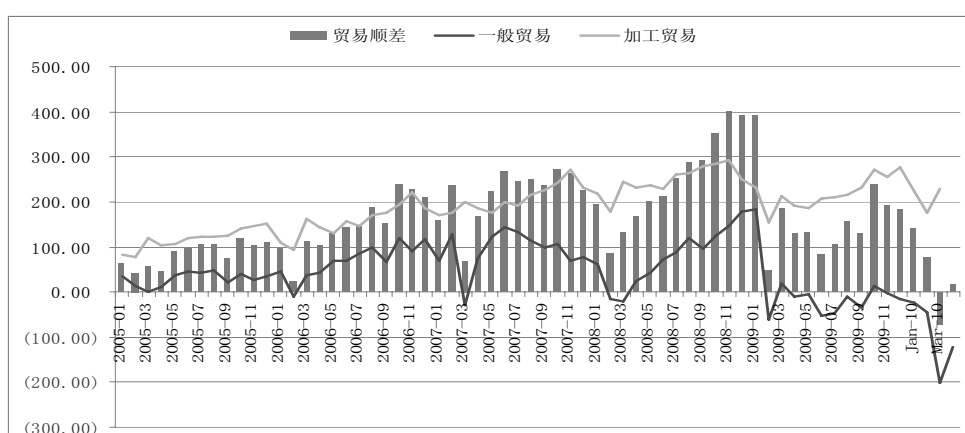


图 10: 贸易差额结构

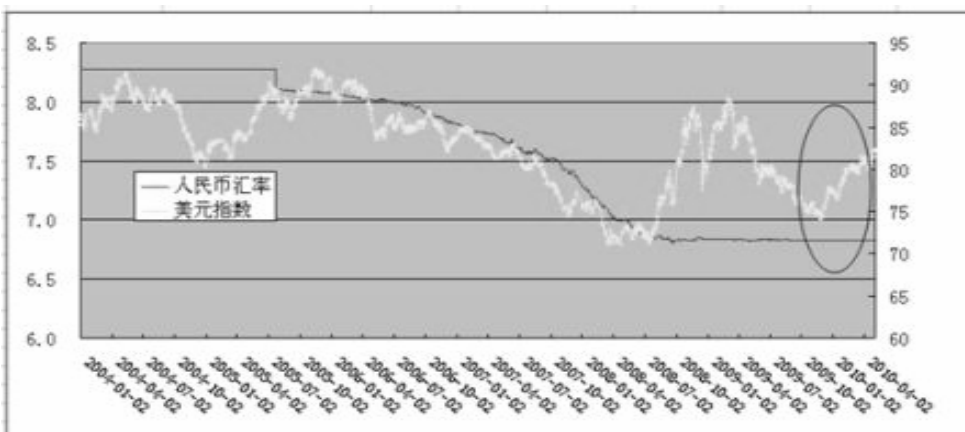


图 11: 美元指数与人民币汇率

研究员: 李志斌

电话: 010-58363270 / 邮箱: bileegh@163.com

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问!

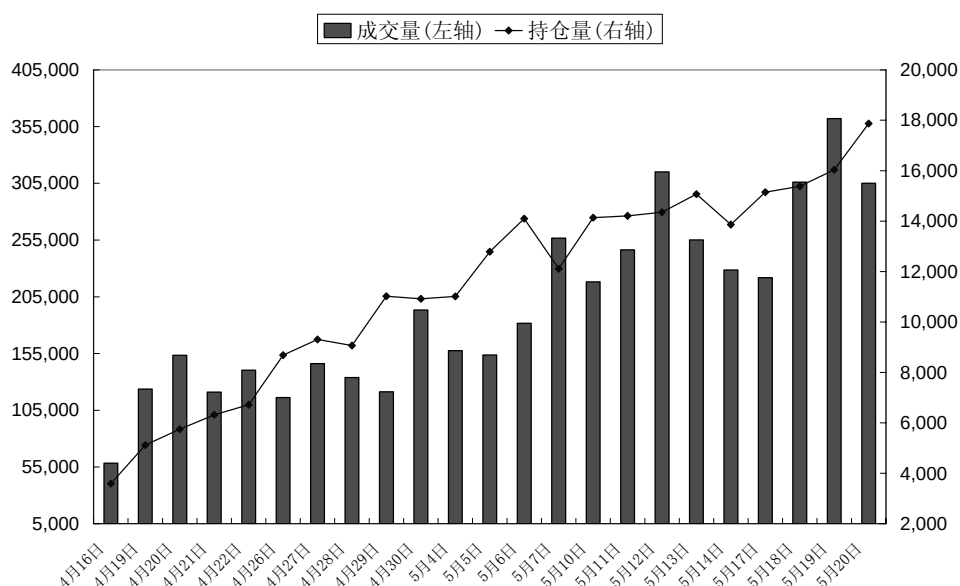
请务必阅读正文后的免责声明部分

大幅回落后有望震荡筑底

一、股指期货行情回顾

股指期货上市的第一个月,受现货市场持续下跌影响,股指期货基本表现为单边下跌行情,空方大获全胜。IF1005 合约自上市开盘 3450 点,最高摸至 3488 点后一路震荡回落,5 月 21 日最低探至 2661 点创出上市以来的新低,累计下跌近 800 点,跌幅近 23%,与现货基本相同。

虽然行情持续下跌,但市场对股指期货的热情并没有下降,成交和持仓持续上升。成交方面,已从上市首日的日成交 5.8 万张、成交金额 605 亿元上升至 5 月 20 日的成交 30.5 万张、成交金额 2554.6 亿元;持仓也从首日的 3590 张上升至 5 月 20 日的 17869 张。



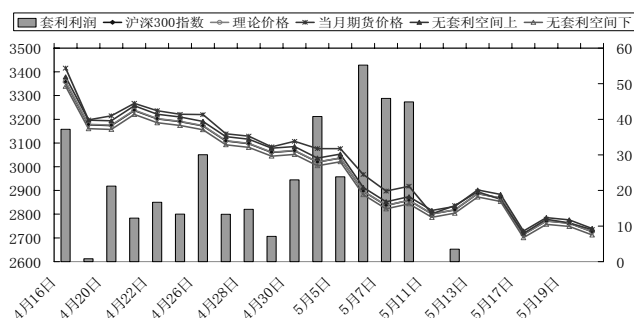
5 月中旬起,中金所批准了首批套期保值额度,券商等一些机构也相继入市,随着这些长期资金进入股指期货市场,市场的容量、深度、广度将进一步加强,成交和持仓也有望持续增长,期现货价格将进一步合理,市场成熟度稳步提高。

期现联动、基差大幅回落

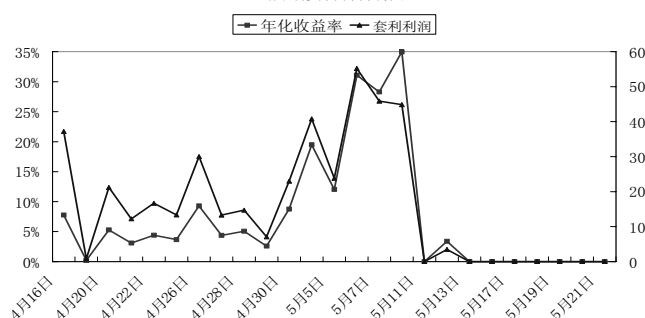
股指期货上市后体现了与现货较好的价格联动,在大部分时间期货价格随现货波动,但在 9:25 之前等部分时段股指期货的主力合约有短期的价格领先作用,对现货价格有一定的指导意义。

上市初期,股指期货还体现着股市传统投资者只做多的影子,无论是当月合约还是季月合约都较不小的升水,使得期现套利机会不时出现,当月合约的盘中基差有时达到百点。但是随着行情的持续下跌、套保获批、机构的入市,加之交割的临近,上市四合约与现货的基差不断缩小,当月合约较现货基利为零甚至为负,正向套利自 5 月 11 日起基本消失。

当月期现套利空间图



当月期货套利利润图



首次到期 平稳交割

5月21日，股指期货迎来了首次到期交割，整体来看平稳实现，但从市场反映看投资者对相关规则仍不是十分熟悉。

沪深300指数期货的交割结算价为最后交易日的指数最后两小时的算术平均价，这种以最后交易日某段时间内价格的平均数作为股指期货的交割结算价可以有效减少市场操纵行为可能对交割结算价的影响，从而有效降低到期日效应。沪深300指数期货交割结算价的计价依据与海外市场相比时间跨度区间更长，远长于中国台湾的30分钟，印度的30分钟及Liffe的20-30分钟，因此能够更有效避免操纵行为的发生，有助于更好地减少到期日效应，确保股指期货市场与股票现货市场的有序运作。

受隔夜美国股市大跌的影响，股指期货和A股双双大幅低开近2%，之后一路震荡反弹，这样的震荡应该说并不是“到期日效应”的影响，更大程度上是A股连续下跌之后市场心态脆弱大幅低开，之后又有技术反弹要求而走强的反映。当月合约IF1005盘中大部分时间与现货的基差在6点到-12点的区间内震荡，持仓量也从642张一度下降至364张。但是，14点之后特别是最后15分钟，随着现货的持续走强，1005合约与现货的贴水持续扩大，投资者误以为有套利机会，持仓不断增加至收盘再度回至640张。由于交割结算价是沪深300指数最后两小时的算术平均价，因此1005合约尾盘的持续贴水只是“假象”，公布的交割结算价2749.46与期货价格基本没有套利空间，投资者反而损失了交割手续费。

展望6月，我们认为由于A股市场的将呈现反复震荡筑底的走势，投资者心态仍比较脆弱，因此股指期货的操作上应注意逢高做多、逢高平仓，预计市场不再如5月一般走出单边行情。

二、5月国内股市回顾与展望

（一）大幅回落后估值合理

4月下旬至5月中旬，A股市场出现快速大幅回落的走势，上证指数由3096点大跌至最低的2481点，跌幅近20%。短短一个月内出现如此大的下跌已经能与2009年8月的中期调整行情相比较，整个市场出现了系统性风险，大部分股票也都不能幸免，年初以来的中小盘股一支独秀局面也不复存在。从分类指数看，大盘股为代表的上证50指数由4月19日的2296点下跌至最低的1874点，跌幅为18.4%；中小板综合指数由6625点下跌至5196点，跌幅为21.6%，这说明了市场由大盘权重股的领跌发展到后来的中小盘股大幅回落。在结构性挤泡沫之后，市场估值水平开始趋于合理，无论是大盘股还是中小盘股，沪深300还是深证100都处于一个可以接受的水平。

	2010/5/20		2010/4/17		2009/12/31	
	近四季滚动市盈率	市净率	近四季滚动市盈率	市净率	近四季滚动市盈率	市净率
上证指数	17.74	2.48	25.25	3.41	26.23	3.5
上证180	15.65	2.3	22.3	3.08	24.02	3.34
上证50	14.64	2.23	20.55	2.95	22.39	3.2
沪深300	16.41	2.4	23.8	3.25	25.47	3.49
深证成指	19.63	2.94	32.9	4.43	34.96	4.61
深证100R	20.73	2.99	35.91	4.4	37.72	4.54
中小板指	28.55	4.7	43.31	6.33	40.44	5.87

数据来源：中证指数

（二）政策预期趋于稳定

4月中旬起的地产调控政策受得市场跳空向下突破，之后海外市场调整、查处地方融资平台、通胀预期使得股指一路震荡下行，市场对于政策紧缩、经济下滑、上市公司业绩回落的担忧日益加重，股指也就一跌再跌。但是，近日温家宝总理指出要防止多项政策叠加的负面影响，在全球经济增长不确定增强、我国经济增速可能回落的背景下，刺激政策的退出可能放缓，股市环境将趋于稳定。

日前，国家统计局预计5、6月的CPI在3%左右，加上近期蔬菜、鲜果价格的回落，国际油价跌破70美元重要关口，这在很大程度上有利于实现全年3%左右的CPI调控目标，也就由此海外投资纷纷预计加息时点会向后推。此外，国税总局也对部分城市试点房产税的问题进行了解释，从中可以看到短期内出台相关政策的可能性正在降低，投资者的担忧也将有所缓解。

（三）股指将震荡筑底

近日，沪深两市成交持续萎缩，沪市已连续6日单日成交低于1000亿，“地量见地价”，市场的阶段性底部正在形成。5月21日，深成指、中小板指数双双反弹站于10日均线均线之上，市场的见底信号正在出现。在股指快速下跌、估值水平趋于合理、政策环境趋于稳定之后，我们认为市场将以反复震荡的方式完成阶段性的筑底行情。

三、权重股分析

4月下旬至4月中旬，沪深300成分股的权重变化多由股价涨跌产生。

由于银行股特别是中大型银行的走势相对抗跌，银行股在沪深300指数中的权重略有上升，招商银行的权重升至3.81%，交通银行、民生银行等银行股也小幅提高。中国平安向新桥投资定向增发股份收购深发展，但由于增发股份为H股对自由流通量没有影响，权重上升也是由于股价跌幅较小而造成。行业方面，300工业行业的权重出现明显下降，其他行业没有明显变化。

6月沪深300成份股中海螺水泥、东阿阿胶、双汇发展和盐湖钾肥将迎来全流通，其中双汇发展已经因重组事项而连续停牌，而海通证券也将有超过70亿元市值的股份解禁。

沪深 300 权重变化 (%)

股票代码	股票简称	5 月 20 日	4 月 20 日	行业权重	5 月 20 日	4 月 20 日
600036	招商银行	3.81	3.5	300 金融	36.93	36.4
601318	中国平安	2.94	2.84	300 材料	17.98	14.61
601328	交通银行	2.85	2.61	300 工业	14.42	15.96
600030	中信证券	2.78	2.71	300 能源	8.45	8.5
600016	民生银行	2.28	2.13	300 可选	8.38	8.44
600000	浦发银行	2.15	2.07	300 消费	4.85	4.68
601166	兴业银行	2.07	2.62	300 医药	4.16	4.03
601088	中国神华	1.79	1.78	300 公用	3.94	3.82
601601	中国太保	1.59	1.62	300 电信	1.93	1.98
000002	万科 A	1.56	1.52	300 信息	1.35	1.5

沪深 300 权重股解禁情况 (2010 年 6 月)

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	变动前(万股)			解禁股份类型
				总股本	流通 A 股	占比 (%)	
000559.SZ	万向钱潮	2010-5-24	8,727.30	122,558.74	62,475.77	50.98	公开增发机构配售股份
600690.SH	青岛海尔	2010-5-24	14,204.63	133,851.88	75,569.49	56.46	定向增发机构配售股份
000807.SZ	云铝股份	2010-5-24	5,512.24	118,397.92	58,722.82	49.60	股权分置限售股份
600804.SH	鹏博士	2010-5-24	59,400.00	133,851.25	56,151.25	41.95	定向增发机构配售股份
600585.SH	海螺水泥	2010-5-26	31,075.42	176,643.42	102,248.00	57.88	定向增发机构配售股份
000680.SZ	山推股份	2010-5-31	12,223.03	75,916.45	63,554.15	83.72	股权分置限售股份
000423.SZ	东阿阿胶	2010-6-1	12,108.14	65,402.15	53,268.98	81.45	股权分置限售股份
601601.SH	中国太保	2010-6-4	10,667.00	860,000.00	257,654.35	29.96	首发原股东限售股份
600497.SH	驰宏锌锗	2010-6-8	6,400.00	100,776.60	87,544.95	86.87	股权分置限售股份
600879.SH	航天电子	2010-6-8	1,938.00	81,104.08	60,628.94	74.75	定向增发机构配售股份
000001.SZ	深发展 A	2010-6-21	18,125.57	310,543.38	292,411.43	94.16	股权分置限售股份
000768.SZ	西飞国际	2010-6-28	13,780.80	247,761.84	152,497.43	61.55	股权分置限售股份
000895.SZ	双汇发展	2010-6-29	31,180.50	60,599.49	29,405.95	48.53	股权分置限售股份
600837.SH	海通证券	2010-6-29	76,343.77	822,782.12	400,242.50	48.65	定向增发机构配售股份
000900.SZ	现代投资	2010-6-29	10,852.52	39,916.59	29,058.78	72.80	股权分置限售股份
000792.SZ	盐湖钾肥	2010-6-29	37,674.70	76,755.00	39,074.73	50.91	股权分置限售股份

四、股指期货套利分析

5月21日收盘后，股指期货存在期现套利机会。

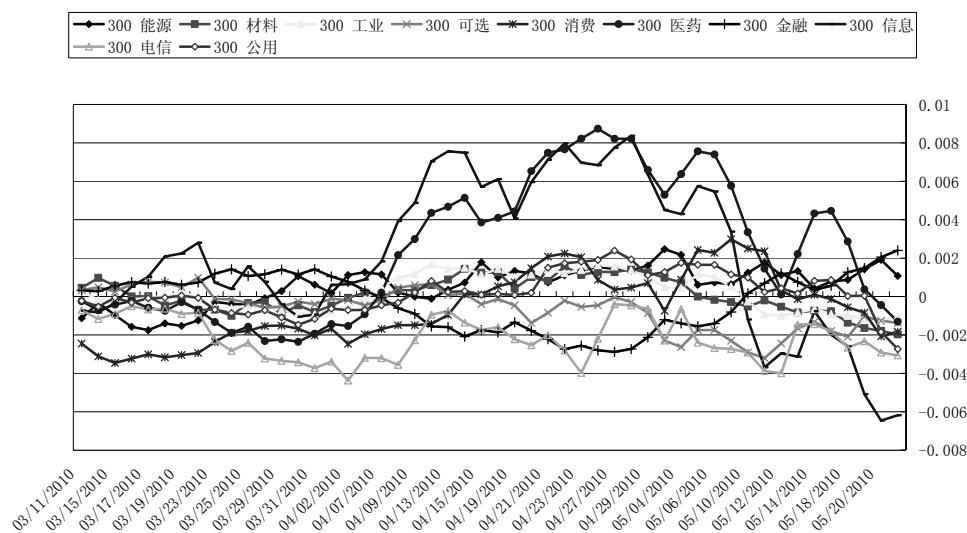
5月21日						无套利区间		套利收益率	
合约	15:00 价格	现货	基差	到期天数	理论价格	下界价格	上界价格	套利利润	年化收益率
IF1006	2791.6		22.81	29	2770.3	2754.93	2785.64	7.5	2.27%
IF1009	2842		73.21	120	2776.8	2754.89	2798.71	51.3	3.50%
IF1012	2883		114.21	211	2784.5	2754.85	2814.10	84.6	3.23%

参数设置							
无风险利率	2.37%	股息率	1.12%	股票佣金	0.1%	期货佣金	0.02%
股票价差	0.06%	期货价差	0.02%	证券印花税	0.1%		

五、股指期货阿尔法套利机会

5月市场大幅下跌，行业也出现大幅波动。之前表现突出的300信息行业和300医药行情的阿尔法值大幅回落，显示两个行业近期的市场表现弱于大盘，而其他行业阿尔法值保持震荡走势。由于300信息行业持续回落，阿尔法值偏离较大，建议逢低买入300信息行业卖出股指期货。

沪深300行业ALPHA



研究员：孙锋

电话：021-56713919 / QQ：1307064220 / 邮箱：sunfeng@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层(100045) / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

长期涨势未完，中期可能步入高位盘整

摘要、导读

自我们上一次报告以来，国际金价走出了一波强劲上涨的行情，并刷新历史最高价至 1249.62 美元/盎司。这期间，金价的表现仍然强于且独立于欧元、英镑等主要非美货币以及铜和原油，并且与美元出现了同涨的走势——避险情绪仍是市场的主导因素。国际上对希腊等欧元区国家的大规模救助对金价的影响在于三个方面：一是救市举措暂时避免了危机向欧元区其他成员国蔓延，即阻止了危机进一步恶化，使市场短期内可能缺乏新的炒作题材，这对金价的涨势有一定的抑制作用；二是救助计划并不能从根本上解决欧洲的债务问题，因为此次危机中国际机构的参与救助暴露了欧元区体制上的根本矛盾，欧洲经济在一体化的进程中还需要进行众多改革，欧元的前景仍然令人堪忧，全球货币体系正在发生转变，长期有利于金价；三是 G7 国家共同提供流动性工具，这情景与 08 年 9 月份金融危机爆发时如出一辙，市场流动性的增加有利于黄金，而且欧洲的债务问题也会在某种程度上影响美联储的货币政策，不排除美联储延迟加息的可能。德国的裸卖空禁令出台后，可能会有更多的欧元区国家仿效，但这类禁令可能反而会加剧市场的恐慌情绪。随着 6、7 月份到来，实物黄金的消费将会逐步步入淡季，ETF 基金大幅增仓对金价的支撑稍显不足。技术上中期的上升趋势已经发出结束信号，未来数周内金价步入高位震荡的可能性较大。

从我们上一次报告以来，国际金价走出了一波强劲上涨行情，并在 5 月 12 日和 14 日两次创历史新高，盘中最高分别达到 1248.42 美元和 1249.62 美元。这期间，金价的表现仍然强于且独立于欧元、英镑等主要非美货币以及铜和原油，并且与美元出现了同涨的走势。截至 5 月 20 日，欧元和英镑兑美元均较上月同期累计贬值 6% 以上，原油和铜的累计跌幅也均超过了 15%，美元累计上涨了约 5.16%，金价的累计涨幅则由于近几个交易日的大幅回调而下降至 3.5% 左右，但整体看仍是为数不多的表现强劲的资产之一。

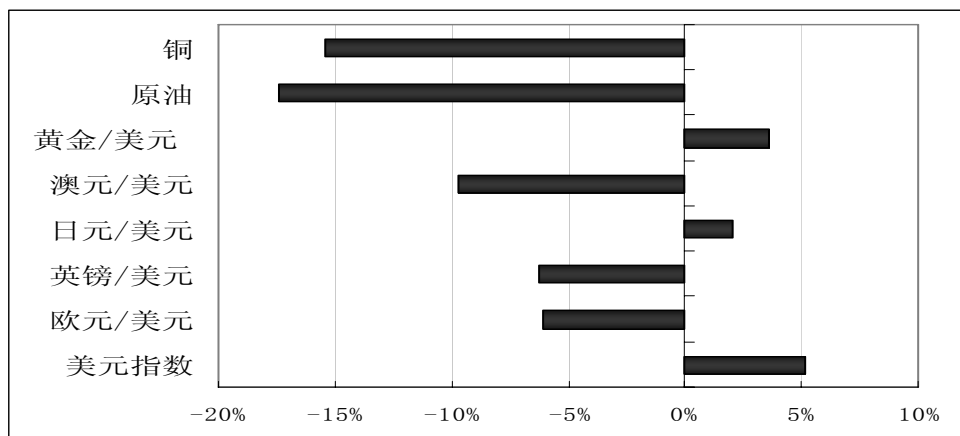


图 1：自上一次报告以来各主要品种累计涨幅

过去数周内，影响金价的因素仍然错综复杂，但很明显，避险情绪是市场的主导因素，这从金价与美元齐涨、与其他商品走势背离中可见一斑。

一、欧洲救助计划暂缓危机蔓延，市场缺乏新的炒作题材

5月10日，在希腊债务问题爆出近半年后，欧盟终于公布了一项规模为5000亿欧元的财政扶持计划，同时国际货币基金组织也承诺将进一步出资2500亿欧元帮助欧元区面临财务问题的成员国缓解财政危机。与此同时，G7国家集体宣布恢复货币信贷掉期工具，以缓解欧洲市场流动性紧缩的局面，美联储与欧洲央行、加拿大、英国以及瑞士央行恢复了07-08年全球金融危机时所建立的掉期工具。欧洲央行也确认将在二级市场买入政府债券。这些举措在短期内极大地缓解了市场的恐慌情绪，消息公布当天美元和黄金均出现回落，同日欧美股市大幅反弹，欧元兑美元盘中一度反弹至1.30上方；希腊等欧洲国家的10年期国债收益率及主要国家的5年期主权CDS利率均出现了大幅的回落。

不过，从目前来看，市场风险偏好情绪并没有持续地好转。欧元兑美元的反弹仅是昙花一现，在救助计划公布后的数个交易日内，欧元继续大幅下跌至4年的低点。希腊的主权CDS利率和10年期国债收益率在短暂的回落后也再次迅速攀升，这表明市场对希腊的中期融资和偿债能力仍然感到担忧。与此同时，国际评级公司也频频对葡萄牙和希腊的主权评级发出悲观言论。这些基本面因素将难以让投资者的风险偏好情绪持续升温。

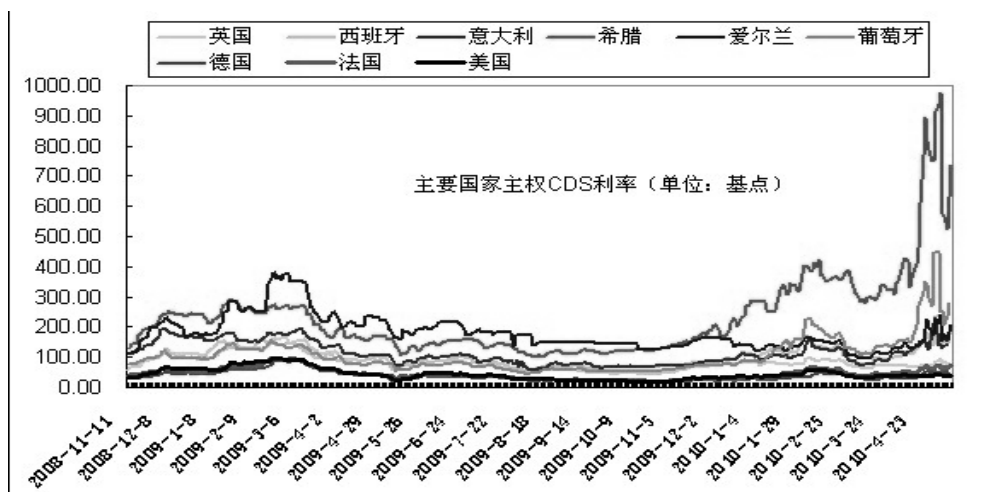
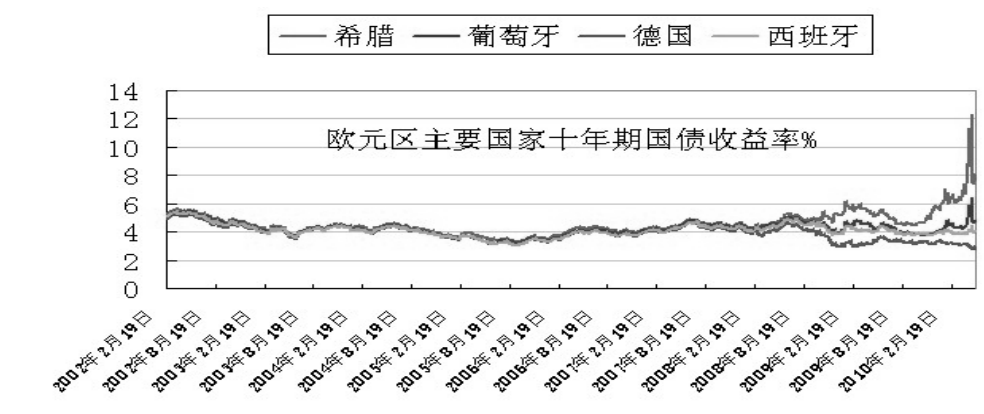


图2：希腊主权CDS利率再次迅速攀升



数据来源：路透，银河期货整理

图3：希腊10年期国债收益率仍处高位

对于黄金本身来说，IMF、欧盟和 G7 的大规模救市对金价的影响在于三个方面：一是救市举措暂时避免了危机向欧元区其他成员国蔓延，即阻止了危机进一步恶化，使市场短期内可能缺乏新的炒作题材，这对金价的涨势有一定的抑制作用；二是救助计划不能从根本上解决欧洲的债务问题，因为此次危机中国际机构的参与救助暴露了欧元区体制上的根本矛盾，欧洲经济在一体化的进程中还需要进行众多改革，欧元的前景仍然令人堪忧，全球货币体系正在发生转变，长期有利于金价；三是 G7 国家共同提供流动性工具，这情景与 08 年 9 月份金融危机爆发时如出一辙，市场流动性的增加有利于黄金，而且欧洲的债务问题也会在某种程度上影响美联储的货币政策，不排除美联储延迟加息的可能。

二、德国“裸卖空”禁令难以提振市场信心，可能加剧欧元跌势

德国政府 5 月 18 日宣布计划从当地时间 5 月 19 日凌晨零点开始在该国 10 家最重要的金融机构禁止“裸卖空”，德国政府同时宣布，裸卖空禁令也适用于欧元区政府债券及相关信贷违约掉期（CDS），这项裸卖空禁令将一直持续至明年 3 月 31 日。

从相关市场的表现来看，市场对这项禁令的解读是非常负面的，因为它从某种程度上凸显了欧洲市场继续恶化的情况。禁令宣布后，市场避险情绪急剧升温：美元兑一揽子货币暴涨，欧元/美元跌至 4 年低点 1.2164，美国三大股指纷纷暴跌，国际金价从当天的日内低点快速反弹。在前期国际市场推出的欧洲救助计划并没有明显地缓解市场避险情绪的情况下，德国政府出台的卖空禁令更是使得市场的不安情绪加剧。从金融危机爆发以来，欧美国家出台类似的卖空禁令已经不是第一次，如美国证监会就曾发出过股市的卖空禁令。继德国后，可能还会有一些欧洲国家出台国债和相关市场的卖空禁令，这类禁令能够在短期内压制国际资金借助欧洲债务危机在相关市场（如欧元区国债市场及 CDS 市场）上的投机，但全球投资者对于欧元区债务危机的担忧并不会因为这项禁令而发生转变，而且，限制卖空欧洲债券可能会导致空头资金流入其他市场（如外汇市场，做空欧元），引发更多的风险厌恶情绪。

三、实物黄金消费逐步进入淡季

虽然目前金融环境的动荡使得黄金的商品属性几乎消失，但黄金的供求状况依然是决定黄金价格长期走势的根本因素。我们在以前的报告中曾经提到过，近 1-2 年中，黄金的需求结构中出现了一个明显的变化，即投资需求占总需求的比重大幅上升，已经从原来的 20% 左右上升到近 50%，虽然首饰和工业需求占的比重已经从原来的 80% 左右下滑至约 50%，但这两大类需求（即实物黄金的需求）对金价的影响仍然存在。进入 6-7 月份，由于中国春季和印度婚礼季等需求旺季结束，实物黄金的消费将会逐步步入淡季。结合 30 多年的数据来看，金价在每年的 6 月份出现调整行情的概率是较大的，而且年内低点出现在每年 7 月份的概率也非常高，而随着时间的推移，到 9 月份和 10 月份可能会产生一个次高点，11 月份进入调整过程，年末到次年初可能会产生年内的高点。因此，结合上述一、二部分的分析来看，如果欧元区的债务问题没有进一步的负面消息爆出，市场缺乏新的炒作题材，那么金价在未来数周内步入高位盘整的可能性是较大的。

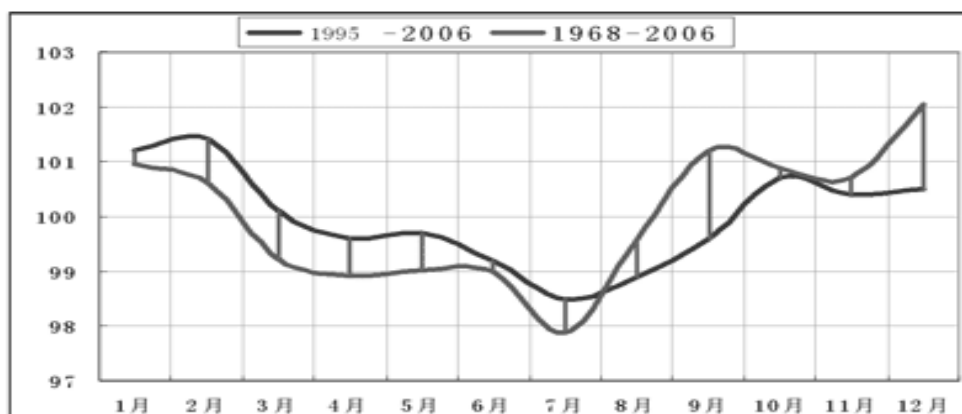


图 4：黄金季节性价格波动规律

四、ETF 基金大幅增仓对价格支撑有限

从我们上一次报告以来，全球黄金 ETF 基金连续 10 多个交易日累计增仓 83.85 吨，上一次这样大规模的增仓是在 09 年 2 月份，那时爱尔兰的债务危机正是全球市场关注的焦点，正如当前的欧洲债务危机。ETF 基金的增仓凸显了现货市场买盘的强劲。在 5 月 14 日国际金价触及历史最高价以前，ETF 基金一共增仓了 70.85 吨，在价格自高位连续大幅回落后，ETF 基金仍然增仓 13 吨，但这 13 吨的买入并没有为价格提供有效的支撑，这表明更大规模的资金倾向于在高位获利了结或做空，这将会对价格形成一定的压制。

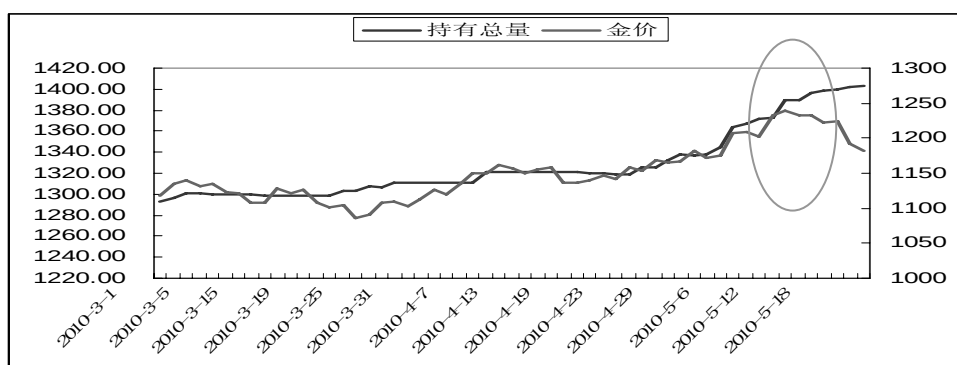


图 5：黄金 ETF 持有总量及金价走势

五、技术分析及价格展望

伦敦金周线上，价格自 08 年 10 月以来的长期上升趋势仍然保持完好。但截至 5 月 21 日一周，价格收出一根长阴线，形成吞没形态，且摆动指标在超买区间形成死叉，中期调整的可能性较大。操作上前期的多单注意逢高获利了结，由多头思路转为震荡思路，区间或波段操作为主。



图 6: 伦敦金周线图

日线上，截至 5 月 21 日，价格连收 3 条阴线，已经回吐了自 5 月初以来的全部涨幅。中线的上升趋势已经发出结束信号，但短期摆动指标已经接近超卖，因此不建议短期继续杀跌，可暂时观望。



图 7: 伦敦金日线图

研究员：张盈盈

电话：010-58363231 / 邮箱：zhangyingying@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

后危机时代风险显现，铜市与经济风雨同舟

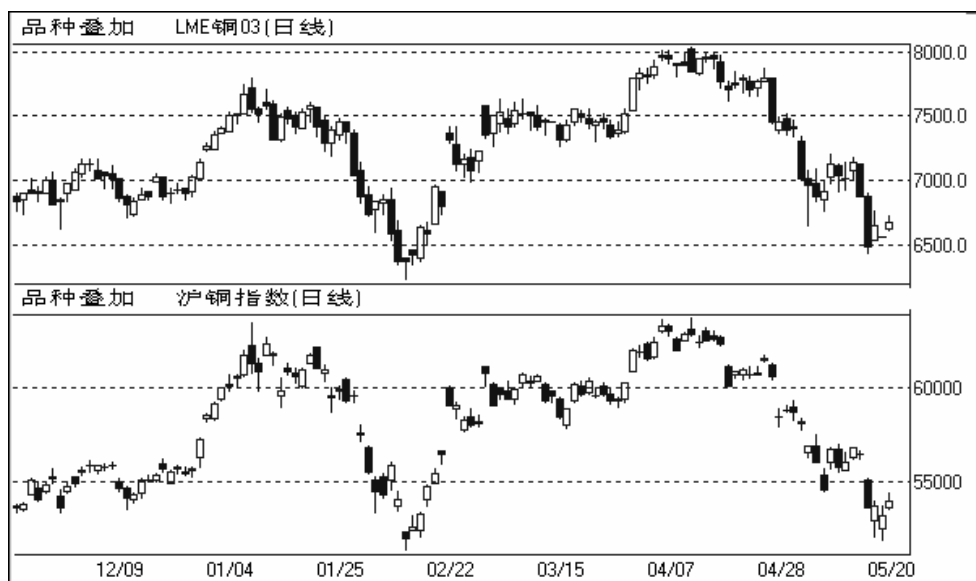
摘要、导读

- **国内外铜价大幅回落。**4月份铜价创新高，但此后出现大幅回落。其中LME铜价回调了20%，国内铜价回调了18%。
- **希腊债务危机引发全球金融市场暴跌。**4、5月份希腊债务问题再现，并且引发了扩散为欧元区债务危机甚至欧元区体系会解体的担忧，大量资金避险引发铜价和金融市场大幅震荡。欧盟紧急出台有史以来的首次救市，但后续实施情况仍需关注。另外欧洲削减赤字会影响经济增长也引发市场担忧。
- **全球经济仍在增长，欧洲和中国成关注焦点。**最新公布的数据显示全球经济仍在好转，欧洲经济复苏，中国经济高速增长。但中国出台新《国十条》对房地产调控引发市场对中国经济的担忧。因为欧元区出现问题，中国进一步调控的时间可能会推迟。欧元区债务问题对经济的影响仍值得关注。
- **铜消费回暖，原材料供应仍然紧张。**随着全球经济的复苏，铜消费也处于回暖之中，即使欧元区债务问题出现，但铜的消费仍在增加。中国铜消费行业也处于消费旺季。供应上看，原材料紧张的情况仍未缓解，铜精铜加工费降至个位数，废铜贴水仍然较小。
- **铜市与经济风雨同舟，不断测试大势分界线。**全球经济增长仍是市场最大的信心，但后危机时代各种风险的出现将令经济增长受到考验。这种背景也为铜的走势定下了基调，即铜的涨势不断受到冲击，铜价将随经济前景不断下试大势分界区间6500-6800美元的有效性。

2010年4月中旬，国内外铜市终于创了新高，但在此后的一个月中，铜市却饱受打压，进行了深幅回调。其中LME三个月铜从4月中旬创立的高点8030美元回落，截止到5月中旬，最低见到6430美元，回调幅度高达20%。国内沪铜指数也从4月中旬创立的高点63619元回落，5月中旬见到51863元，回调幅度达到18.5%。

进入2010年以来，铜市场就是一波三折。进入新年的第一个月开始，铜价就回调了20%，这次又回调了20%，可见铜市在2009年直线上涨的行情已经成为历史。其实铜市这种剧烈的震荡行情早在2009年就已经注定了。2009年在遭遇百年经济危机时，全球主要国家都是通过积极的财政政策和货币政策来救市的，期间遗留下了大量的问题，涉及到财政赤字、公共债务、通货膨胀、资产泡沫、流动性过剩等等。这些问题在经济复苏之时都会开始凸现。因此在2010年全球经济进入增长之时，这些问题的爆发和各国政府政策的出台都将对经济增长造成威胁，而经济增长前景如何将直接决定作为经济先行指标的铜价。

2010年上半年铜市的两波大幅回调就是在这种背景下演绎的，主因都是一样的，即希腊债务危机的爆发和对中国紧缩政策的担忧。



一、希腊债务危机爆发引发全球金融市场暴跌

铜市在 4、5 月份出现深幅回落，其实这也发生在整个金融市场中，主要原因就是希腊主权债务危机爆发并引发了市场对危机扩散到整个欧洲的担忧。

其实希腊主权债务问题起源于 2009 年 12 月底。作为衡量一个国家国民经济对财政的应债能力及债务对经济影响的指标主要有两个，一个是财政赤字占 GDP 比，国际上通常以 3% 为警戒线，还有一个是公共债务占 GDP 的比，欧盟标准是在 60% 以下，但在 2009 年，希腊国家负债高达 3000 亿欧元，占 GDP 的比值已经超过 1.24 倍，财政赤字占 GDP 也高达 13.6%，在 2009 年年底国际三大信用评级机构便纷纷下调希腊信贷评级。2010 年 1 月份希腊债券发售情况不佳引发了金融市场的恐慌，后来因为在 2 月初希腊公布了更加务实的措施并且欧盟表示会支持希腊削减赤字的计划，希腊财政危机才得以平息下来。今年 4 月份希腊开始发行国债，以应对从 5 月份开始的债务偿还工作。这时才发现问题有多严重！因为市场对希腊的财务状况十分不看好，三大评级机构又再次下调希腊信用评级，希腊国债收益率不断上涨，较德国的收益率高出两倍。迫于无奈，4 月 23 日希腊正式向欧盟和 IMF 申请援助。然而这不但没有解决问题，反而引发了市场对希腊债务危机扩散的担忧。在此后的几天里，希腊国债收益率不断冲高，最高达到了 12.26%，较德国高出 3.4 倍。也就在这期间，铜价下跌上千美元，美国股市也出现了 5 月 6 日被计入历史的单日最大跌幅近千点的行情！

迫于希腊危机可能演变成欧洲债务危机甚至全球经济危机的压力，欧盟在经历了马拉松式的会议后最终于 5 月 10 日凌晨达成一项总额 7500 亿欧元的救助机制，以帮助可能陷入债务危机的欧元区成员国，防止希腊债务危机蔓延。根据这套机制，如再有欧元区国家陷入债务危机，将可以申请获得资金支持，所附加的条件将参照国际货币基金组织的规定，与希腊类似。另外美国联邦储备委员会也与欧洲、加拿大、日本、英国和瑞士央行，重新启动美元互换协议，以纾缓欧元市场的压力。全球政府联手救市令市场的恐慌氛围得到缓解。

但从目前来看，市场能否重树对欧元的信心仍需进一步明朗。欧元区的结构性改革方案仍是关注的焦点，另外救助计划的实施情况也值得关注。在笔者完成报告之时，有消息称，美国参议院通过一项修正案，要求美国在一定情况下投票反对 IMF 援助希腊等债务问题严重的国家。另外，德国总理默克尔虽然呼吁议会尽快通过新一轮针对希腊的援助计划，但也表示未来可以让欧元国家政府“有序破产”，可见欧洲问题还远未结束。后续欧元欧债务问题如何解决，对全球经济会造成多大影响，这些都会对铜价形成很大影响。

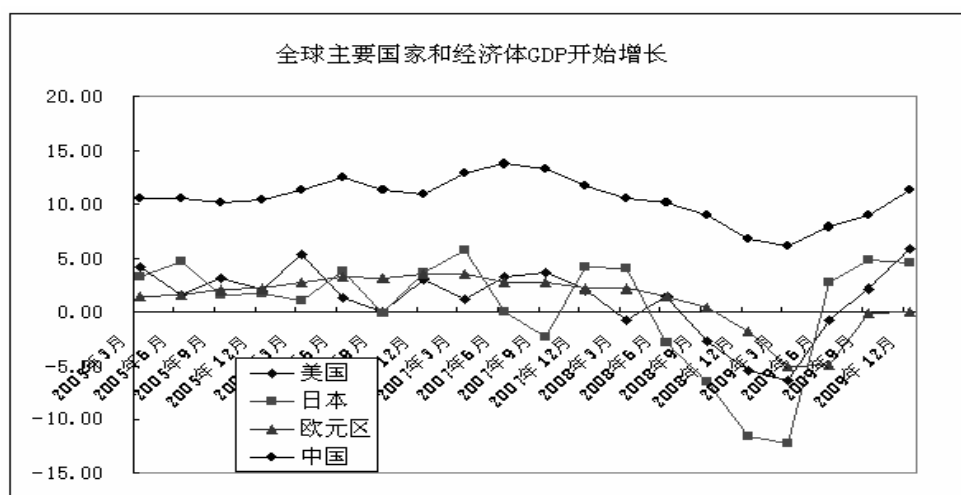


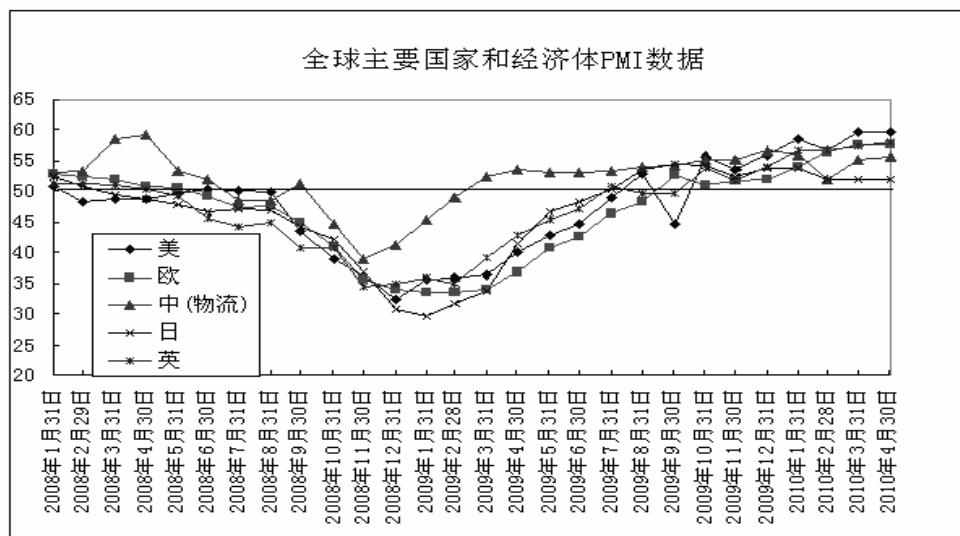
二、全球经济仍在增长，中国和欧洲成关注焦点

就在希腊危机冲击金融市场之时，全球公布的经济数据却在不断好转。4月26日国际货币基金组织在其发布的最新版《世界经济展望》中称，全球经济今年将可达到4.2%的增长幅度。这一预测不但与2009年世界经济0.6%的跌幅形成鲜明对照，且也高过国际货币基金组织今年1月份预测的3.9%增幅。此外，该组织对2011年的世界经济预测仍维持年初的4.3%增幅。分国家来看，美国经济恢复的最为明显。受企业库存增加应对消费者强劲需求的推动，美国经济第一季度增幅为3.2%，在最新公布的数据中，美国4月制造业的增长速度创下2004年7月以来最佳水平中，达到60.4，表明制造业活动在4月继续充当着经济复苏的先锋。美国房地产也开始回升，3月份美国新房开工率和营建许可同比增幅分别高达20.2%和34.1%。欧元区虽然受到希腊危机困扰，但经济仍在复苏，欧元区公布的第一季度GDP初值年率成长0.5%。3月份工业产量年率成长6.9%。欧盟委员会发表最新报告，上调欧元区今年经济增长预测0.2个百分点至0.9%，主要因为全球经济复苏刺激出口。

国内来看，中国2010年第一季度经济增长速度达到11.9%，表明经济回升势头更加巩固。最新公布的数据显示，中国工业生产保持平稳较快增长，4月份，规模以上工业增加值同比增长17.8%，增速比3月份小幅回落0.3个百分点；城镇固定资产投资保持快速增长，1-4月份，城镇固定资产投资46743亿元，同比增长26.1%，比上年同期回落4.4个百分点，比一季度回落0.3个百分点，社会消费品零售总额继续平稳较快增长，4月份，社会消费品零售总额11510亿元，同比增长18.5%，比上年同月加快3.7个百分点，比3月份加快0.5个百分点。总体来看，中国经济仍然保值较快发展。

但值得关注的是，欧洲主权债务危机仍未结束，后续事态的演变仍会对全球经济造成影响。另外，中国宏观调控已经开始成为市场的一大压力。今年到目前为止，中国已经三次上调存款准备金，发行票据进行大量资金回笼，而且在4月份14日国家发布了对房地产调控的新国十条后，各地方政府的调控方案纷纷出台，这次力度史无前例，房地产销量跌至冰点，种种迹象显示，中国宏观调控的信心十分坚定，因此市场对中国资产泡沫破灭可能导致经济增长回落的担忧开始增加，这也是后危机时代最为主要的风险之一。因为最近欧元区主权债务问题，我们估计中国再次调控的时间会有所后移。





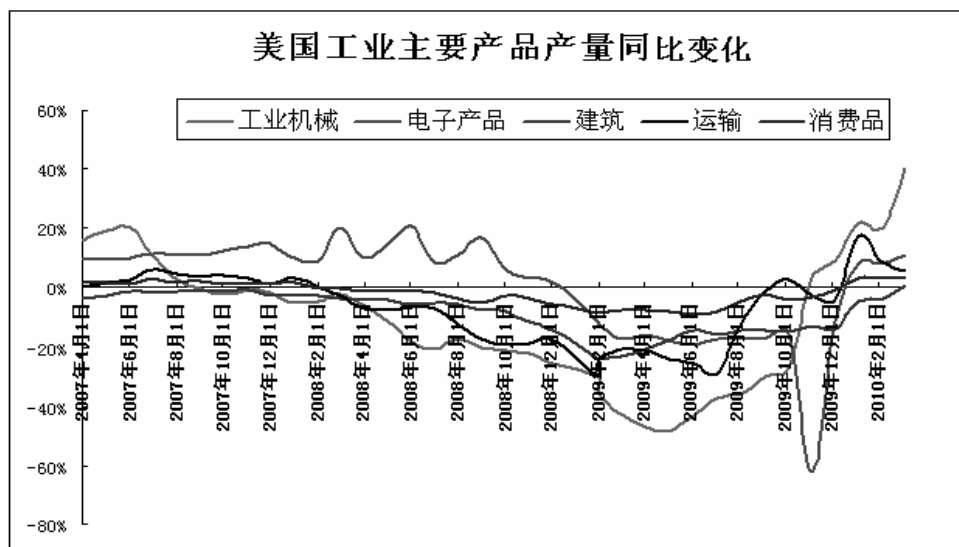
三、铜消费回暖，原材料供应仍然紧张

在铜价大幅回落之时，铜的基本面并未发生多大变化。其中 LME 铜库存持续下降，截止 5 月 19 日，LME 铜库存降至 48.22 万吨，已经近 2 月份时的高峰 55.5 万吨下降了近 7 万吨。并且分地区来看，欧洲和亚洲减少的幅度较大，北美从 4 月中旬开始也小幅减少。从上海交易所铜库存来看，自春节后铜库存一直增加，4 月份上海铜库存也持续增加，但到 5 月份铜库存增速开始缩小，并且在中旬开始下降。5 月 18 日上海铜库存为 17.3 万吨，较 5 月 2 日时的高点 18.9 万吨减少 1.6 万吨。

(一) 欧美消费回暖，中国消费保持平稳

从铜的消费来看，由于全球经济增长迹象明显，铜的消费开始回暖。除中国外的国家铜消费增幅都超过市场预期。以美国为例，3 月份与铜消费相关的行业景气继续回升，产量同比继续增长。如工业机械、电子产品、消费品增幅继续扩大到 40.06%、11.39% 和 3.36%，建筑行业也在持续三年衰退后首次出现正增长，为 0.63%，运输产量同比增幅有所缩小，为 5.66%，由此推算，美国铜的消费增幅会在 10%，而去年同期为 -23%。全球最大的铜加工商诺而达表示，2010 年来自于建筑业、汽车业、电力及通风行业的客户对其产品的需求亦将增长大约 12%，公司因而将相应提高产量。欧洲最大的铜生产商 Aurubis AG 表示，欧美经济复苏拉动了铜在汽车、能源、消费品应用部门的应用，铜棒、铜管需求稳定。

中国也处于传统的消费旺季，在 4、5 月份，铜加工行业开工率普遍上升，其中板带开工率在 4 月份达到 64.8%，较 2 月份上升 10 个百分点；电缆行业也持续上升，4 月份达到 78.5%；线杆行业 4 月份开工率达到 78.8%，铜管行业 5 月份开工率达到 79%。分行业来看，今年家电行业最为红火，4 月份中国空调产量达到 1208.39 万台，为历史最高水平，同比增长 27.5%；电冰箱产量达到 788.68 万台，同比增长 29.72%。从电缆上讲，今年前 4 个月中国电力电缆产量为 722.9 万公里，同比增长 22.2%，去年同期增幅为 -3.01%。汽车上来看，4 月份中国汽车产量和销量分别达到 173.44 万吨和 173.51 万吨，同比增长 45.55% 和 55.79%。



中国铜加工行业开工率

铜管		铜板带箔		电缆		线杆	
时间	开工率	时间	开工率	时间	开工率	时间	开工率
2008年9月	53.90%	2007年10月	78.50%	2007年10月	77.50%	2008年9月	63.50%
2008年10月	50.50%	2007年12月	71.40%	2007年12月	75.20%	2008年10月	59.70%
2008年11月	47.20%	2008年10月	53.00%	2008年11月	69.00%	2008年11月	60.60%
2008年12月	34.60%	2008年12月	47.90%	2008年12月	66%	2008年12月	55.00%
2009年1月	34.60%	2009年1月	49.90%	2009年1月	55.00%	2009年2月	70.20%
2009年3月	71.90%	2009年3月	70.10%	2009年2月	55.00%	2009年9月	78.30%
2009年10月	73.30%	2009年10月	60.10%	2009年11月	79%	2009年11月	73.30%
2009年11月	71.30%	2009年11月	60.10%	2009年12月	71.90%	2009年12月	70.20%
2009年12月	68.50%	2010年1月	59.20%	2010年1月	68.60%	2010年1月	68.10%
2010年3月	78.00%	2010年2月	54.80%	2010年3月	76.20%	2010年3月	72.50%
2010年5月	79.00%	2010年4月	64.80%	2010年4月	78.50%	2010年4月	78.80%

(二) 原材料供应紧张仍给铜价以支持

从供应上讲，精铜产量仍然增长较快，但原材料供应紧张的局面并没有变化。从铜精矿上看，据 CRU 报道，在 2012 年之前铜精矿都会处于紧张状态。根据麦格理银行对 2010 年铜矿的供应预测，在 2010 年铜矿产量为 1618.2 万吨，只较 2009 年的 1606.9 万吨增加 0.7%。并且在 2011 年前，全球前 6 大铜矿产商产量都不会有变化。从铜精矿的现货市场来看，由于铜精矿供应短缺，现货市场成交不活跃，铜矿与贸易商之间的加工费继续保持个位说，冶炼厂直接获得的加工费也在向个位数下滑。废铜供应紧张给下半年冶炼生产形成威胁，给铜价提供了支持。

从废铜来看，欧美市场因为缺少中国的进口，供应开始增加，美国废铜对精铜的贴水开始扩大，欧洲仍然缩窄。但从国内来看，由于进口比值不利，而且海关调整税收等政策，国内废铜进口仍然不佳。最新数据显示，4 月份中国废铜进口量达到 37 万吨，与 3 月份的 36.5 万吨接近，同比增长 10.8%，但细分来看，可能还是与中国废料进口分类改变有关。中国从 6 月 1 日开始加大对废铜进口的管理，主要是分类装运，打击走私违法活动，但因为新的政策需要有适应的过程，同时进口比值也不利，估计可能会对废铜的进口造成影响。

麦格理银行对未来全球铜矿供应的预测

Committed and Probable Mine output by Region	2008	2009f	2010f	2011f	2012f
Africa	1070	1201	1439	1793	1961
Asia	2868	3300	3331	3282	3288
L.America	7194	7196	7575	7839	8472
N.America	1911	1741	1752	1904	2074
Oceania	1066	1136	1156	1077	1102
Europe	1445	1496	1604	1683	1727
Total World	15554	16069	16858	17579	18625
Year-on-Year Change	2008	2009f	2010f	2011f	2012f
Africa	149	131	238	355	168
Asia	-65	432	32	-49	6
L.America	-264	2	379	264	633
N.America	140	-171	12	151	170
Oceania	41	70	20	-79	25
Europe	-29	51	108	79	44
Total World	-26	515	789	721	1046
Disruption Allowance	0	0	-676	-729	-843
% of total output			-4%	-4%	-5%
Total World Output	15554	16069	16182	16849	17782

2012年以前全球前6大铜矿产量变化不大

	2009	2010	2011
Codelco / Freeport	3699	3647	3615
BHP / Xstrata	2934	2965	2928
Anglo / Rio	824	823.5	879
Total Top 6 producers	7457	7435	7422
World	16069	16848	17415
% Share Top 6	46%	44%	43%
% YoY increase Top 6		0%	0%
000t increase Top 6		-22	-13

Source: Macquarie Research, March 2010

四、铜市与经济风雨同舟，不断测试大势分界线

我们认为决定铜价的关键因素还是宏观经济和基本面。从目前的宏观经济来看，全球经济复苏的步伐没有停止，欧洲和美国工业产量开始增加，铜的消费开始好转，尤其考虑到原材料供应仍然紧张，这表明铜的涨势仍未结束。但期间的不定性已经开始出现。如近期希腊发生的债务危机，并且希腊危机是否会继续扩散仍是市场的一个不定因素。还有中国对房地产的调控力度之大是史无前例的。房地产将连带众多行业，这些作用仍未显现出来。再有就是面对不断走高的CPI，中国终将使用加息的大棒。这种种的不定性都可能对刚刚进入增长的全球经济造成威胁。作为经济的先行指标，铜市也将随经济经受这种种考验。全球经济进入良性增长，还是再次陷入衰退，这成为铜市未来走势的关键。回到铜市来看，LME三个月铜的大势分界线是200日均线，目前在6600美元附近，估计铜价将随经济前景不断下试大势分界区间6500-6800美元的有效性。

研究员：车红云

电话：010-58363230 / QQ：81338089 / 邮箱：chehongyun@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

欧元区债务危机影响反复，锌价易跌难涨

摘要、导读

- 5 月份国内外锌价走出单边大幅下挫的走势，伦锌和沪锌分别暴跌 16%和 15.66%！
- 导致 5 月份期锌被大幅抛售的主要原因是欧元区债务危机升级令市场担忧加剧以及市场对中国政府收紧信贷担忧和对政府出台更多地产新政忧虑所打压。
- 全球锌市供应过剩压力继续扩大。欧美需求增长乏力，后市中国需求不确定性增加。
- 我们认为 6 月份锌市可延续弱势格局，且价格仍可能继续下探，锌价虽然可能出现反弹，但预计 LME 锌价在 2200 美元、沪锌在 18000 元将遇强劲阻力。
- 锌价上行风险：中国政府紧缩政策趋于缓解、欧盟拿出让市场认可的更多解决措施、美元指数大幅下挫。

一、国内外锌市场行情回顾

（一）2010 年 5 月国内外锌行情回顾

5 月份国内外锌价走出单边大幅下挫的走势，伦锌和沪锌分别暴跌 16%和 15.66%！具体来看，5 月 4 日开市后，伦锌就重挫高达 6.9%，虽然在随后的 7 个交易日里伦锌震荡整理，但 5 月 14 日、5 月 17 日两个交易日再次重挫高达 13%左右，跌破 2 月初低点 1935 美元，并在 5 月 19 日触及 1823 美元这一去年 10 月以来最低。回到国内市场，沪锌走势和伦锌类似，自五一节后便跟随伦锌一路单边下行，虽然期间沪锌单日跌幅不及伦锌猛烈，但 5 月 4 日以来仍接连跌破前期重要支持 18000、17295 并在 5 月 19 日击穿 15000，最低达到 14830 元。



2010 年 5 月 LME 三个月锌和沪锌指数合约日 K 线走势图

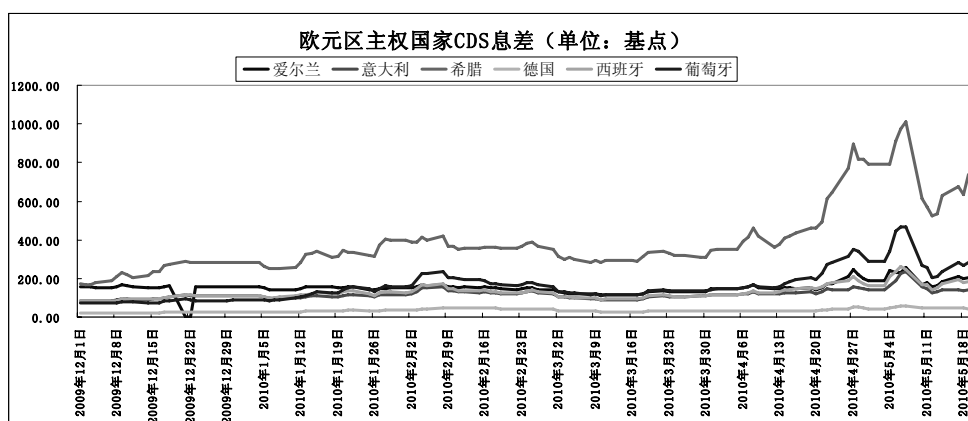
二、2010 年 5 月锌市场走势原因分析

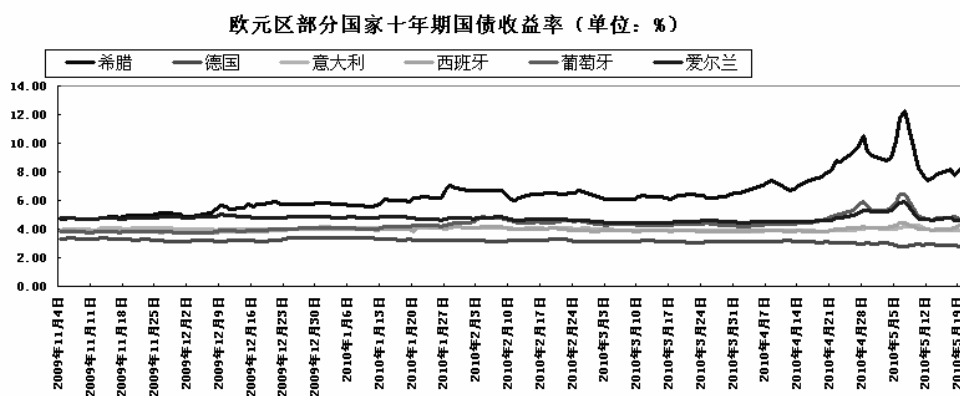
（一）欧盟万亿美元援助计划未能缓解市场忧虑，风险偏好下挫令锌价遭到大幅抛售

毫无疑问，导致 5 月份锌价被大幅抛售的主要原因就是欧元区债务危机令市场担忧加剧。5 月以来，随着欧元区债务问题愈演愈烈，国际股市、债市以及商品市场均遭到较大冲击，金融资产价格大幅回调，避险情绪推升美国国债、美元等避险资产价格走强。金属市场的跌幅更是位居前列，而锌在此轮金属下跌中跌幅也是比较大的，仅次于伦铅（-19%）、伦镍（-17%）跌幅。

在 5 月 8、9 日周末进行的马拉松似地欧盟财长会议结束后，5 月 10 日欧元区财长确定拿出 5000 亿欧元新的援助方案以帮助欧元区面临财务困难的成员国。于此同时，国际货币基金组织 (IMF) 也同时承诺将另外出资 2500 亿欧元来支持欧元区问题成员国度过难关。消息一出，美元应声大跌，但随后便收复大多跌幅，且继续强劲上涨。欧元区问题国家的国债收益率和信贷违约互换（反映国债违约保险成本的指标）在方案公布后虽然自高点回落，但现在仍居高位。这些都反映了市场对于欧元区债务问题忧虑挥之不去。

应该说，欧元拿出如此巨额援助案表明了其防止欧元债务危机蔓延的决心，但金属市场经过短暂的调整后开始遭到猛烈抛盘。从分析来看，欧盟拿出的万亿美元救援方案且欧洲央行将购买欧元区问题国家国债计划被市场严重质疑，1）欧盟拿出如此巨额援助，目前只是口头承诺，如何在欧盟内部完成如此巨额融资受到市场质疑，而目前来看，欧盟也没有拿出更多令市场信服的细节 2）欧洲央行购买国债即向市场注入流动性，这将不利于欧元中长期前景 3）目前包括希腊在内南欧国家负债累累，要得到欧盟的巨额援助，这些国家将要拿出非常苛刻的紧缩财政计划，而希腊和西班牙爆发的反对政府采取紧缩财政的暴力游行示威更是加剧了市场对南欧国家社会动荡的担心 4）很明显，无论是前期德国等国拿出的 1100 亿欧元还是现在欧盟的万亿美元援助案，这些仅仅是缓解了希腊等国短期债务偿还问题，但中长期问题例如欧元区国家经济增长不平衡以及收缩财政将导致经济放缓的这些中长期问题市场并没有看到有很可行的解决方案。以上列出了为何市场在欧盟拿出巨额援助案后仍忧虑仍挥之不去，虽然欧盟爆发系统性债务违约可能性不大，但经济成长将受到影响的担忧重挫了市场人气，包括锌在内的金属遭到大幅抛售。





（二）信贷紧缩预期和对政府出台更多地产新政忧虑打压国内市场人气

回到国内市场，市场对政策不确定性忧虑以及 A 股大跌重挫市场人气。沪锌在外部压力以及国内市场打压下大幅下挫。信贷紧缩预期和对政府出台更多地产新政的担忧都导致国内市场空头氛围浓厚。

五一假日期间，中国央行今年第三次提高存款准备金率，此举皆在控制信贷。市场对于央行紧缩信贷的这种预期打令金属市场承压。再看房地产，4月中旬的新“国十条”出台后，地方政府也开始纷纷出台配套措施。以北京地区新政为例，比前期的国十条还要严厉。此外，深圳也出台了地方地产新政，虽然力度不如北京，但也以利率优惠降低以及控制二套房为主。近期市场可能还将迎来上海等地区地方政府出台的地产新政。且市场普遍预期上海可能出台更严厉的措施，例如出台房地产持有环节的税费房地产消费税。由于市场担忧后续地方政府出台更多严厉措施，金属市场在这种利空因素预期下面临压力。对于中长期展望，地产新政虽然意在控制房价过快上涨，但很可能下半年建筑活动放缓，这将降低金属在内的大宗商品原材料需求。



上证指数和沪锌指数合约日 K 线走势图

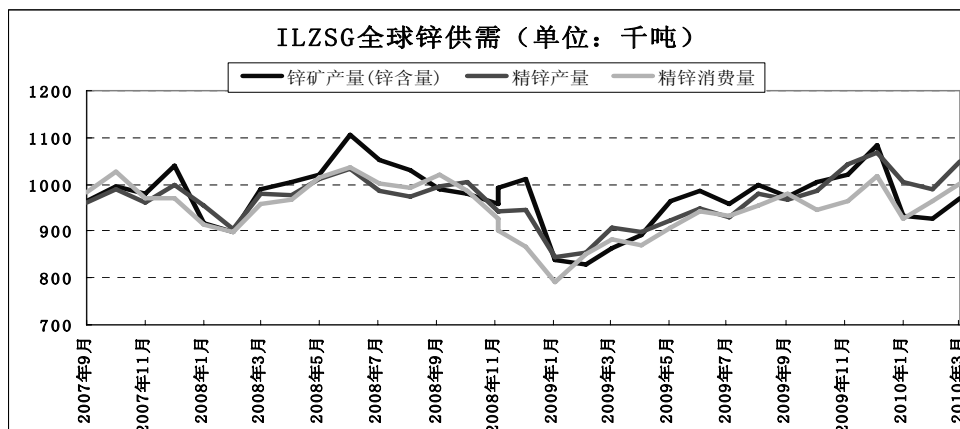
三、锌市场供需分析

（一）全球锌市供应过剩压力继续扩大

1、全球锌产量增速快于消费，锌市场过剩继续增加

经过季节性生产淡季后，3月份开始全球锌产量开始回升，但全球锌市场过剩量也在增加。据国际铅锌研究小组数据，今年第一季度全球锌市场供应过剩157,000吨，2010年1-2月过剩为10.7万吨。全球精炼锌使用量为289.2万吨，2009年1-3月为233.3万吨。2010年1-3月全球精炼锌产量增至304.9万吨，去年同期为256万吨。3月全球锌矿产量97.吨、精炼锌产量105万吨，精锌消费量为100万吨。

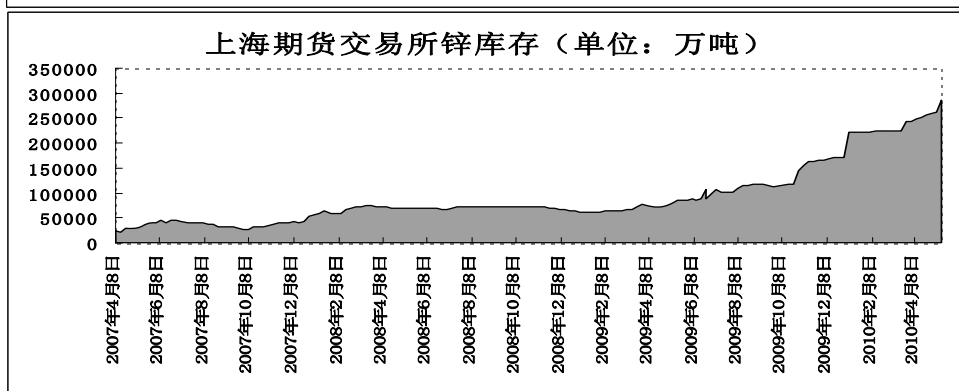
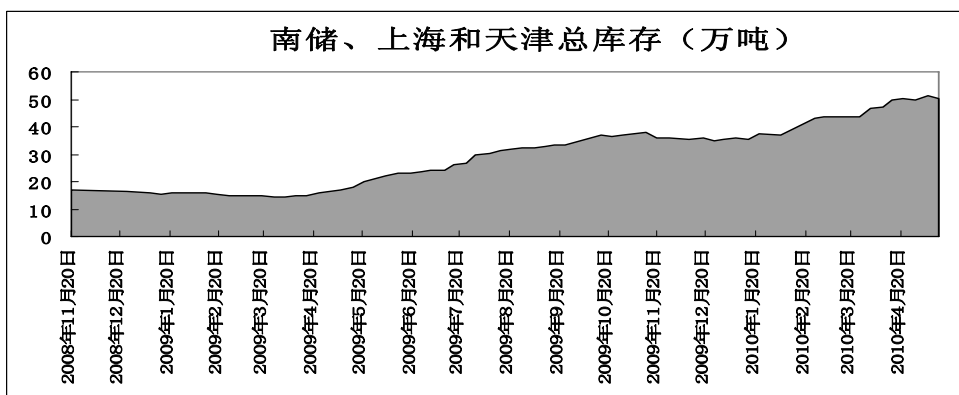
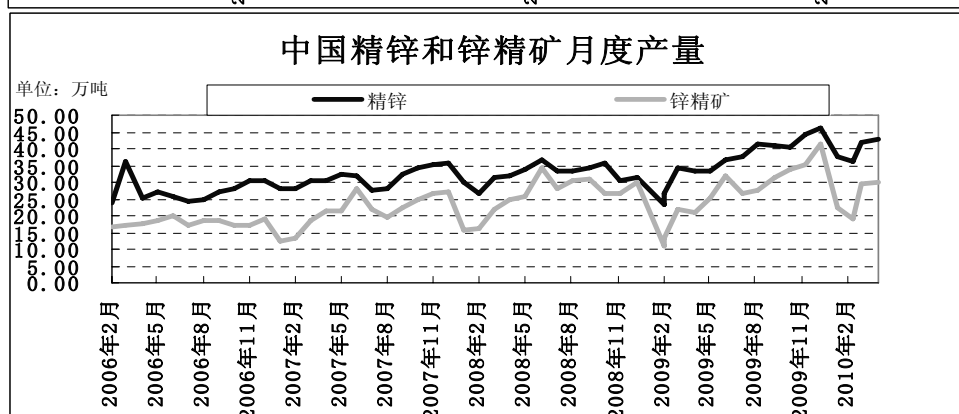
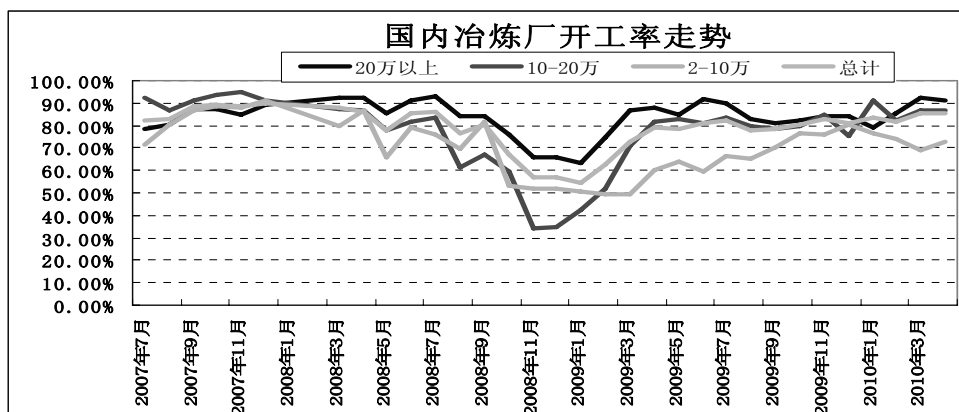
从3月份的数据看，全球精锌产量的增速快于锌消费增速，因此全球锌市场过剩量仍在增加。由于中国锌冶炼厂进入消费旺季开工率保持高位，且西方冶炼厂开工率也在稳定提升，全球锌冶炼的产量还会快速增加。目前来看，由于4月份锌价整体依然在高位，因此预计4月份全球市场产量仍将继续增加，由于需求增幅相对产量平稳，因此4月全球锌市场过剩预计也是扩大。



2、国内锌产量稳中有升，库存继续上涨

从4月份国内锌产量数据来看，产量继续增加。4月国内精锌产量达到42.9万吨，同比增加27.7%，3月产量为42.1万吨；4月国内锌精矿产量为29.8万吨，同比增加41.2%，3月产量为29.4万吨。从国内锌生产情况看，由于冶炼厂原料充足，大中型冶炼厂开工率保持稳定，小型冶炼厂开工率有所提高，因此锌产量稳中有升。

由于国内目前的冶炼产量居高位，且产量还有继续上涨的空间和可能，因此在国内消费旺季锌需求平稳的情况下，国内冶炼产量的任何增加都将进一步导致国内现货市场锌过剩量增加。从国内的社会和交易所库存来看，社会库存在4月份大幅增加6.3万吨，而同期上海期货交易所库存也大幅增加15000吨，而五一节后，交易所库存更是连续两周暴增27223吨。国内社会库存和交易所库存持续大幅增加体现了国内目前冶炼高产量的情况下现货市场严重过剩的局面。

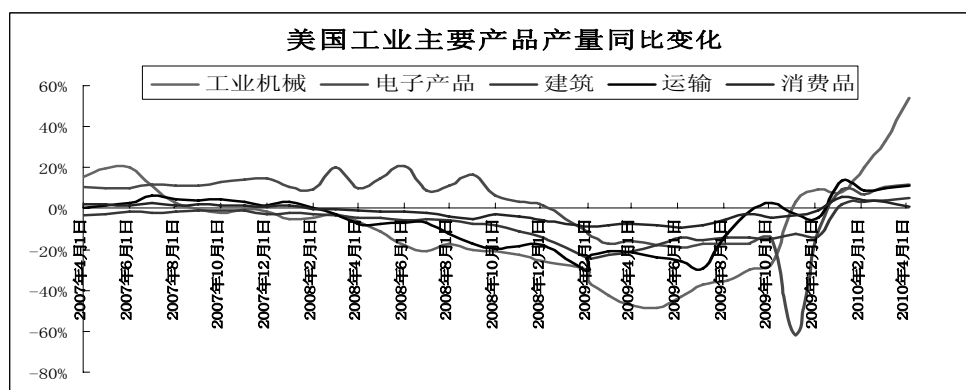
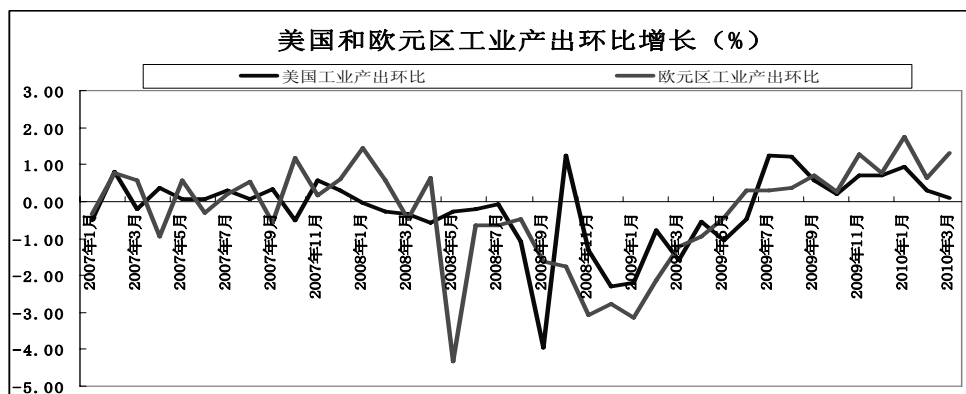


(二) 欧美需求增长乏力，后市中国需求不确定性增加

1、欧美工业产出增长乏力，需求改善能否持续不确定性增加

从目前欧美的消费情况看，由于经济处在复苏趋势中，锌需求在改善，但从去年下半年以来从新备库推动下的金属需求增长出现乏力。从美国工业产出的数据看，3月工业产出环比仅增加0.03%，除工业机械表现强劲外，建筑、电子、运输和消费品的产出增长乏力。从新备库推动下的需求增长目前出现放缓，因此后续终端需求能否推动锌消费增长仍存在不确定性。从间接指标库存表现看，3月份进入消费旺季后，LME铜、铝库存均呈不同程度的下降，而锌的库存在4月底以来大幅增加2.6万吨，主要增加地在美国。再看欧元区情况，工业产3月达到1.31%，高于2月0.64%。由于欧元区经济复苏相对弱于美国，欧元区的工业生产目前来看相对保持稳定。但欧洲债务危机影响下，欧洲经济增长前景不确定性增加，因此欧洲地区金属需求后市也存在不稳定性。

从锌的贸易升水看，虽然今年以来全球锌贸易升水总体变化不大，但贸易活动的增加还是使得各地区锌贸易升水在区间上沿，美国地区锌贸易现货升水在56-73美元/吨，欧洲地区在90-120美元/吨，亚洲地区新加坡贸易升水在40-60美元/吨。



	锌贸易升水区间(单位: 美元/吨)					
	美国	欧洲(鹿特丹)		远东(新加坡)		
2010年1月	62	90	120	40	60	
2010年2月	62	90	120	40	60	
2010年3月	53.75	65	90	120	40	60
2010年4月	56.25	73	90	120	40	60

2、消费旺季需求稳定，但后市中国需求可能放缓

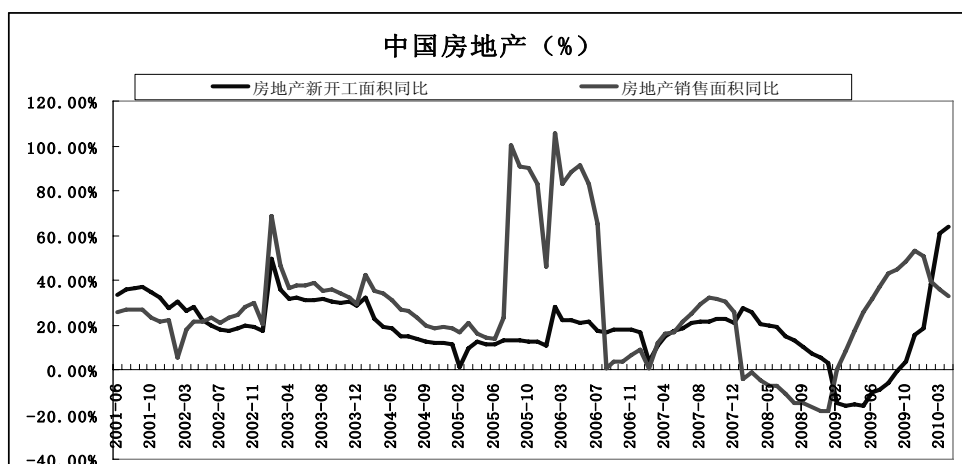
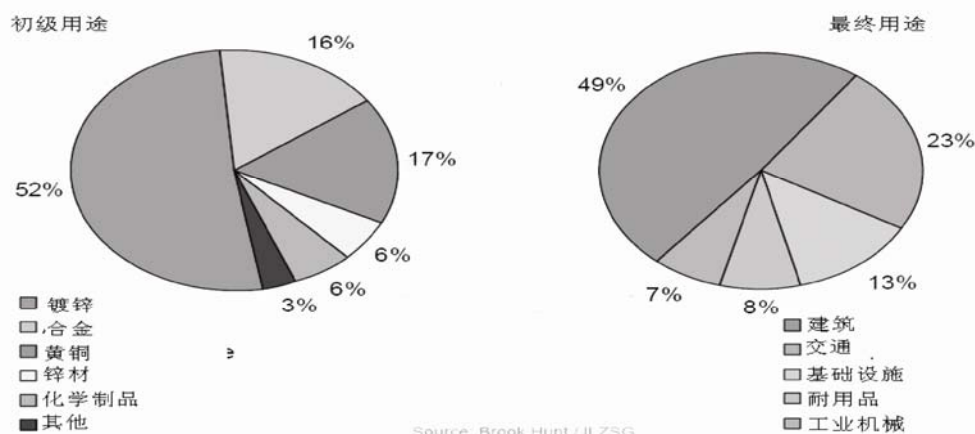
从中国锌的初级消费来看，3月消费旺季以来，国内镀层板的产量持续攀升，4月国内镀层板产量达到249.4万吨，同比增长75.1%，高于3月的231万吨，再创历史新高。

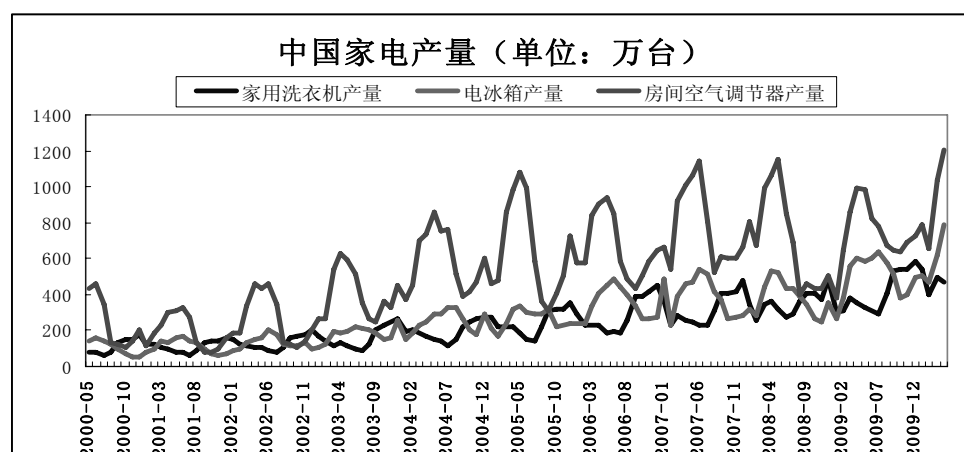
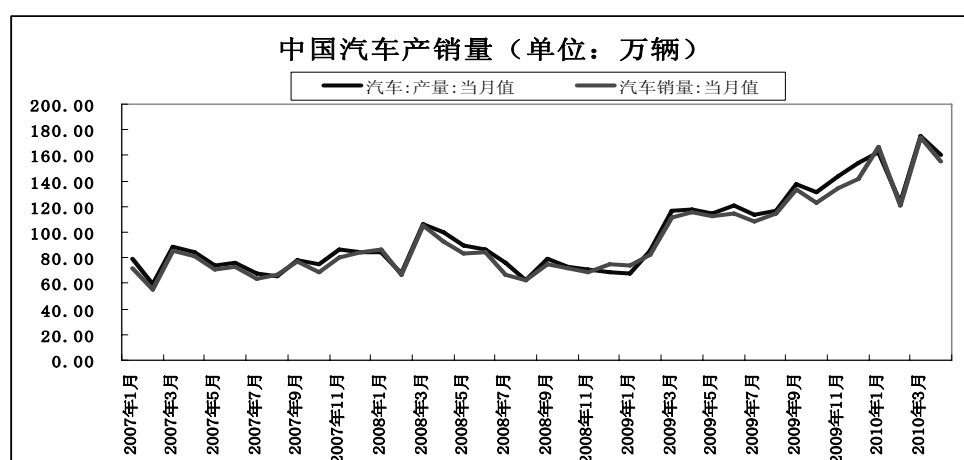
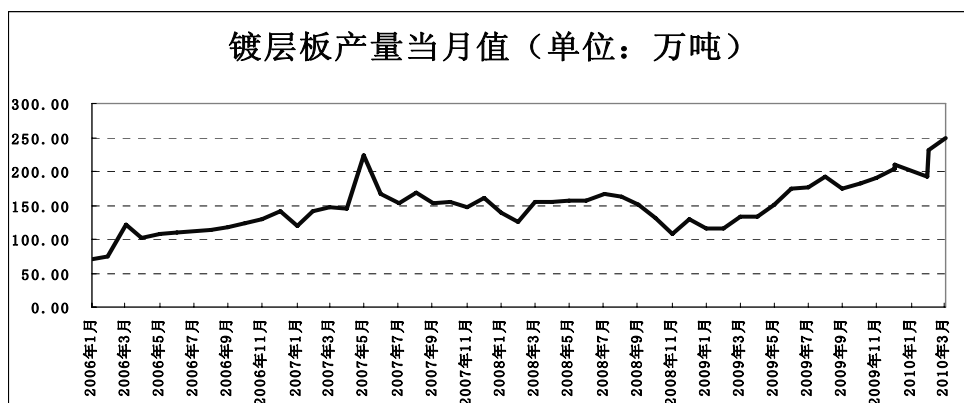
从终端来看，占锌消费近50%的比重建筑行业4月份的表现仍十分强劲。2010年4月房地产新开工面积同比增长64.17%，销售面积同比增长32.76%。目前来看，房地产建设活动保持强劲，但由于国务院出台新的“国十条”以及地方政府出台的配套措施将可能影响下半年房地产建设活动，因此下半年锌消费增长可能放缓。

从锌的第二大消费领域汽车行业（占锌消费23%）看，虽然4月产量数据出现一些回落，但从绝对量上看，依然保持较强的态势。4月中国汽车产量为159.9万辆，低于3月的174.9万辆。镀锌板主要消费领域之一的家电行业看，除洗衣机的产量有些下降外，空调和冰箱产量保持强劲：4月国内电冰箱产量为788.6万台，同比增长29.72%，空调产量达到1208万台，同比增加27.5%。

综合来看，目前中国锌消费相对稳定，但后市由于建筑活动可能放缓，因此需求增长的不确定性增加。

锌的初级用途和最终用途





四、2010 年 6 月份锌价展望

综上所述，虽然全球经济目前处在上行趋势，但欧元区债务危机的爆发令全球经济增长不确定性增加，这对欧元区来说压力尤其大，而在全球经济一体化越来越强的今天，通过资本、贸易和资本市场的影响，美国以及中国等世界经济体也将直接或间接的受其影响而可能出现经济增长放缓。

具体来看，欧元区债务危机的影响中期还将反复，因为欧盟内部在这一问题的处理上仍存在分歧，这让市场的忧虑难以挥去，这将给包括金属在内的商品形成压力，后续欧盟能否进一步出台更多让市场认可的新的援助方案和计划成为关注焦点。例如，欧洲央行是否会入市干预欧元下跌等。

回到国内市场，中央政府和地方政府出台的打击地产投机政策的影响目前已经逐步体现，且不排除可能出台一些更压力的措施来抑制过快上涨的房价，这将影响国内下游消费的信心，而下半年房地产建设活动或放缓也将影响国内包括金属在内的大宗原材料的需求。

从锌的供需看，欧美锌需求虽在改善，但后市不确定性也在增加。中国供应增速超过需求增速，这波锌价暴跌能否使得国内冶炼厂减产也成为关注焦点。因此这将决定着中国锌市场过剩局面能否缓解。如果冶炼厂没有大规模的减产，国内锌市过剩的压力还将继续增大。

从价格表现来看，我们认为 6 月份锌市可延续弱势格局，且价格仍可能继续下探，锌价虽然可能出现反弹，但预计 LME 锌价在 2200 美元、沪锌在 18000 元将遇强劲阻力。

锌价上行风险：中国政府紧缩政策趋于缓解、欧盟拿出让市场认可的更多解决措施、美元指数大幅下挫。

研究员：王明义

电话：010-58363237 / QQ：798589138 / 邮箱：wangmingyi@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

供应过剩格局难改，沪铝价格弱势行情将持续

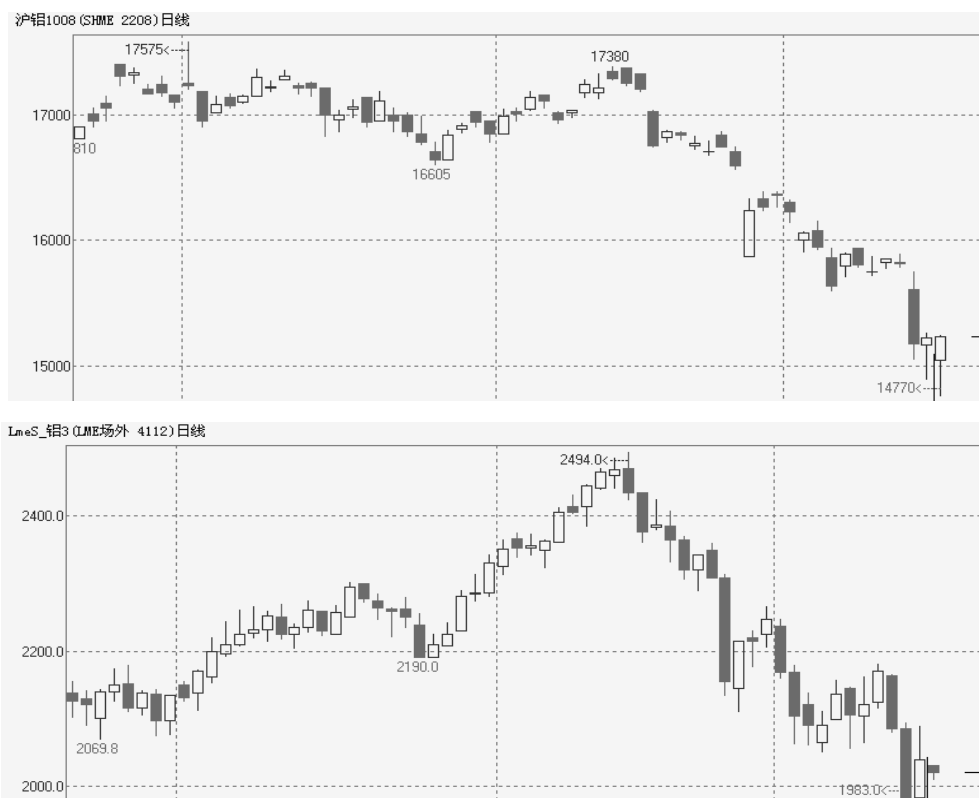
摘要、导读

- **5月份铝价走势回顾：** 本月 LME 铝价自 2500 美元附近高点回落，价格击穿下方 2200 美元、2000 美元支撑，最低下探至 1983 美元附近；沪铝价格延续弱势，下破 16500-17400 元/吨波动区间，价格大幅走低，幅度达 20%；
- **欧洲主权债务问题中长期风险仍在，引发市场对全球宏观经济的担忧：** 针对希腊 7500 亿欧元救助计划的出台，只是缓解市场的短期风险及恐慌情绪，中长期欧洲主权债务问题再度复发的概率依然较大，全球宏观经济复苏仍存不确定性；
- **国内房地产调控措施密集出台，对后市铝需求充满不确定性：** 从国内铝消费结构上看，建筑业占铝需求的 28%，除房地产自身需求外，还间接涉及到家电等行业，如果调控政策抑制住了房地产开发，对下游铝需求的影响不容忽视；
- **流动性依然充裕，通胀压力仍在，紧缩预期增强，数量型调控手段将持续：** 4 月新增贷款数量达 7740 亿元，超出市场预期，CPI 延续增势，通胀压力仍在，考虑到当前国内外环境，央行近期加息的可能性依然较低；
- **电价上调提振成本，弱势格局下，成本对价格支撑有限：** 政府加大节能减排力度，全面清理高耗能企业优惠电价，部分地区和企业电解铝生产成本抬升；
- **供应过剩局面依然未改，库存压力将成为压低铝价的根源：** 消费旺季即将离去，库存依然维持高位，月度电解铝产量维持增加态势，供应过剩的状况难以改变；
- **后市铝价走势分析：** 资本市场系统性风险仍处在释放的过程当中，疲弱基本面仍将拖累沪铝价格。

一、5月份铝价走势回顾

利空因素集聚，系统性风险升温，5月铝价遭遇重挫。LME铝价下跌幅度超过10%，价格跌至2000美元附近。下跌途中两次反弹均以失败告终。全球资本市场系统性风险提升，避险资金推高美元，美元指数强劲飙升对铝价形成了明显打压，并加剧了铝价的波动幅度。此外，中国系列房地产调控措施的出台，也引发了市场对中国需求的担忧。

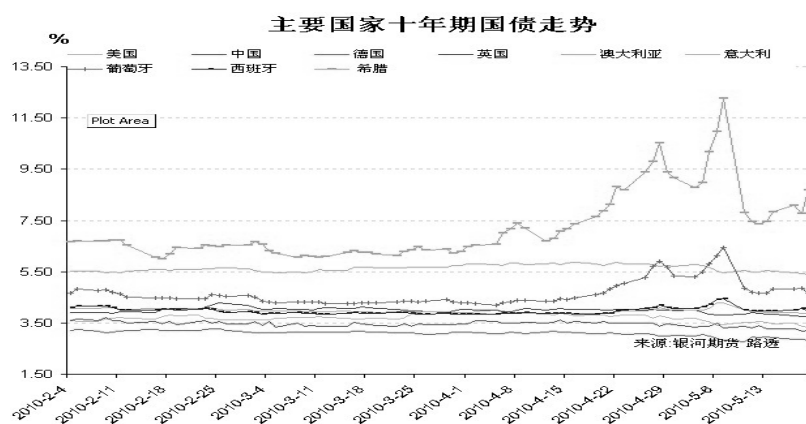
国内外铝市场基本面差异化依然存在，国内市场铝库存依然维持增加态势，供应过剩问题突出。本月沪铝价格在内忧外患之中，结束了前期的区间震荡行情，价格一路向下，跌穿了15500-15600元/吨的成本区间，下探至15000元关口附近。



二、系统性风险凸显，铝价遭遇重挫

（一）欧洲主权债务问题中长期风险仍在，解决问题的关键在于全球经济的复苏

欧洲主权债务问题的急剧升温，是引发本轮铝价大幅调整的核心因素。为防止希腊债务问题进一步扩散，抑制住全球资本市场的恐慌，防止全球经济重陷泥潭，5月9日，欧盟财政会议紧急通过了总额为7500亿欧元的稳定机制，并且欧洲央行也宣布，从二级市场上购买欧元区国家国债，并与其他国家重启临时货币互换。我们看到，政策出台后，市场并未买账，避险资金纷纷流入黄金和美元，包括铝在内的风险性资产再度遭到抛售，价格大幅走低。此外，从欧盟相关国家的10年期国债走势来看，市场的风险仍未散尽。

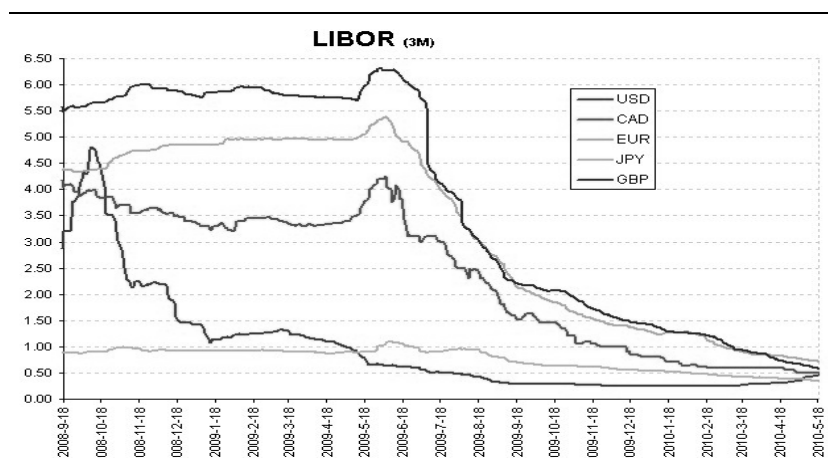


欧洲主权债务问题的结果是相对确定的：短期随着救助计划的实行，风险能够得到缓解，并且美国、欧盟也不希望希腊问题进一步扩散；中长期不缺定性仍在。后期风险将源于两个方面：（1）欧洲相关国家财政紧缩计划未能有效实行，债务问题再度恶化，并波及其他国家；（2）欧洲相关国家有效实施财政紧缩政策，这会对欧元区的经济发展造成影响，进而拖累全球经济复苏，从而引发市场的担忧。我们认为，要从根本上解决欧洲主权债务问题，依然是依靠全球经济的复苏。

欧盟相关国家出台的财政紧缩措施

国家	财政紧缩措施
希腊	未来三年内采取严厉的财政紧缩措施，削减财政预算 300 亿欧元，保证到 2014 年将财政赤字率从目前的 13.6% 降至 3%。
西班牙	计划在未来三年内削减财政预算 500 亿欧元，财政赤字率从 2009 年的 11.2% 降至 2010 年的 9.3%，最终在 2013 年降至 3%。
葡萄牙	葡萄牙内阁近日批准了财政紧缩计划，2010 年预算赤字相当于国内生产总值（GDP）的比重将降至 7.3%，到 2011 年降至 4.65%。
爱尔兰	最早实施紧缩财政，该国政府的目标是到 2014 年将财政赤字率从目前的 11.7% 降至 3.5%。
意大利	意大利政府计划在未来两年内削减财政预算 260 亿欧元，将 2012 年的财政赤字率从 2010 年的 5% 降至 3%。
法国	在未来三年内削减财政预算 950 亿欧元，将 2012 年的财政赤字率从 2010 年的 8% 降至 4.6%。
英国	英国新政府也宣布会削减财政赤字，五十天内会出台财政紧缩计划。

除欧洲债务问题引发的全球资本市场的系统性风险外，市场存在潜在的利多因素：全球依然维持低利率，救助计划的实施有可能再度导致全球流动性的过剩，这将重新引发对铝的投资（投机）性需求上升，促使市场重新演绎类似于 2009 年行情。从 LIBOR 利率的走势来看，目前 LIBOR 依然处于较低水平，显示市场流动性充裕。总体来看，欧洲主权债务问题对市场的影响在短期内依然难以散去，这将加剧铝价的波动，但随着救助计划的实行及时间的推移，欧洲主权债务问题对铝价的影响将逐步减弱。

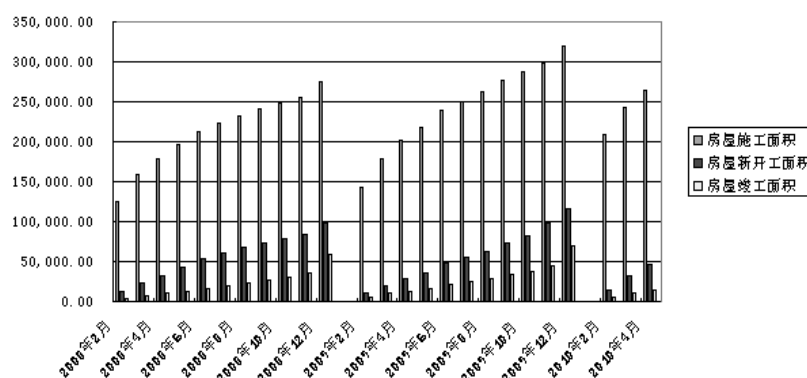


（二）国内房地产政策连续出台，对铝下游消费影响尚存不确定性

从铝的下游需求结构来看，国内建筑行业占我国铝消费总量的 28%。近期，从中央到地方，我国针对房地产调控的政策连续出台。通过所公布的政策我们可以看出，立足点是抑制住房的投机性需求，进而控制住房价的过快上涨。政策出台的目的在于针对房价并非针对房地产市场。但是针对此轮强劲的房地产调控，股市及包括铝在内的有色金属价格都出现了较大幅度的回落，对市场造成了很强的心理影响。

我们认为，房地产调控对铝需求所产生的影响在当前并不容易进行评估。首先，在通过打击投机抑制房价的同时，政府也在加强保障性住房的建设，通过扩大供给来抑制房价的过快上涨。据相关数据统计，截止 2010 年底，我国要完成 300 万套的保障性住房建设和 200 万套的棚户改造住房建设。从保障性住房的建设情况看，房地产行业对铝的需求并不会造成太大影响；其次，去年积累的在建项目并不会因为政策的调控而停工，这部分项目的铝的需求依然存在；再次，房地产调控最差的结果就是造成投机性需求大量减少，进而房地产成交量下降，导致开发新开发项目的减少，这将继续影响到家电等行业，进而对铝需求产生较大影响。但从目前情况来看，房地产调控政策对铝需求并未产生实际的影响，但中长期充满了不确定性。

中国房地产行业情况 单位：万平方米

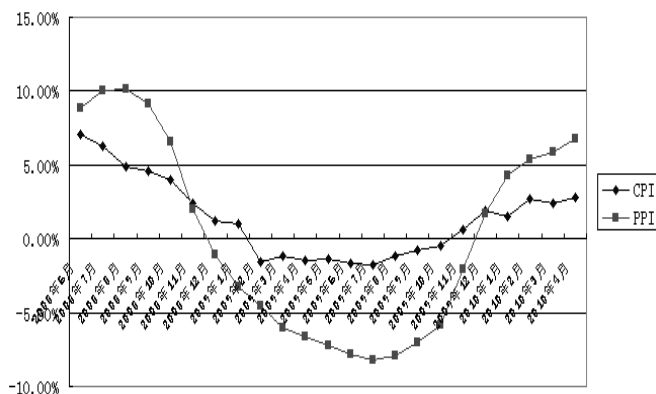


（三）通胀压力仍在，国内数量型调控手段将继续

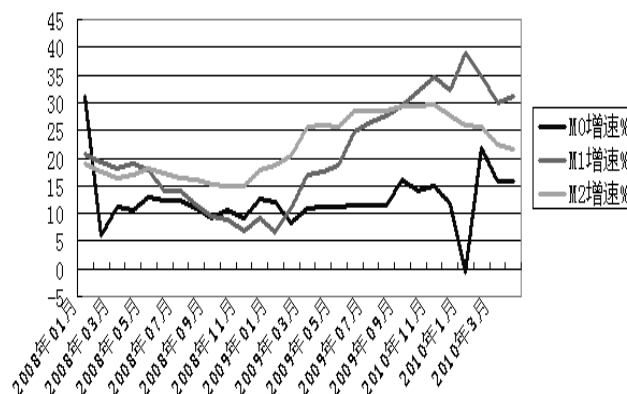
中国人民银行5月2日宣布，从5月10日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，农村信用社、村镇银行暂不上调。此次上调后，大型金融机构法定存款准备金率将达17%。这也是我国央行第三次上调准备金率，此次上调更多的是针对4月份高达3747亿元的外汇占款，而非信贷资金的过多投放。据统计局数据显示，尽管在公开市场巨额回笼和信贷控制的情况下，4月份货币供应量仍呈现扩张状态，新增贷款达7740亿元，超出市场预期。CPI、PPI 数据维持上升态势，4月份CPI同比上涨2.8%，PPI同比上涨6.8%，通胀压力依然存在。

从目前央行采取的调控手段来看，国内数量型的调控手段仍将继续。我们认为，央行短时间内加息的可能性依然不大。首先，如果央行采取加息手段，那么很可能导致热钱的流入速度继续加快并推高资产价格，无法有效缓解国内通货膨胀形势；其次、欧洲主权债务问题导致宏观经济发展增加了更多的不确定性，为使货币政策不重蹈2008年覆辙，央行对货币政策的调整将更加谨慎，这将导致加息周期的后移。

国内CPI、PPI同比增长情况



我国货币供应情况



三、电价上调提振成本区间

我们看到虽然上述偏空因素对沪铝价格反弹形成了抑制作用，但成本区间对铝价的支撑作用还是存在的，尤其在最近国内上调部分地区电价后，市场心态较为谨慎。5月12日，国家发改委、国家电监会、国家能源局联合下发《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》，全面清理对高耗能企业的用电价格优惠，并要求限期取消对电解铝企业的优惠电价，继续对电解铝行业实行差别电价政策。差别电价主要分限制类和淘汰类两类标准执行，自6月1日起，限制类企业电价加价标准由每千瓦时0.05元上调至0.1元，对电解铝的成本影响为725元左右；淘汰类企业执行电价加价标准由0.2元上调至0.3元；对该类电解铝企业生产成本影响为1450元左右。针对电解铝行业而言，淘汰类企业主要是采用自焙槽进行生产的企业，这类企业基本上已经不存在了，因此对成本影响有限；限制类企业主要是年产量在10万吨以下的电解铝项目，据我们统计来看，国内10万吨以下的电解铝生产企业数量已经很少，现存产能在30-50万吨左右。因此，我们认为，标准电价加价标准的上调并不会导致国内电解铝生产的平均成本大幅提高，但部分地区和个别生产企业成本将出现明显提升。

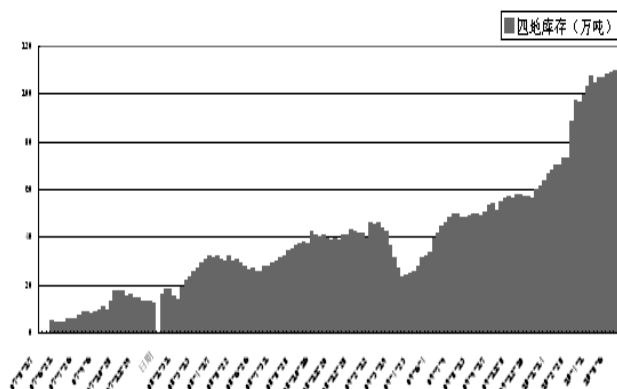
电解铝行业差别电价加价标准

企业类型	电解铝行业标准	产能	6月1日后加价标准
限制类企业	年产10万吨以下的电解铝项目	基本淘汰	0.1元
淘汰类企业	自焙电解槽	30-50万吨	0.3元

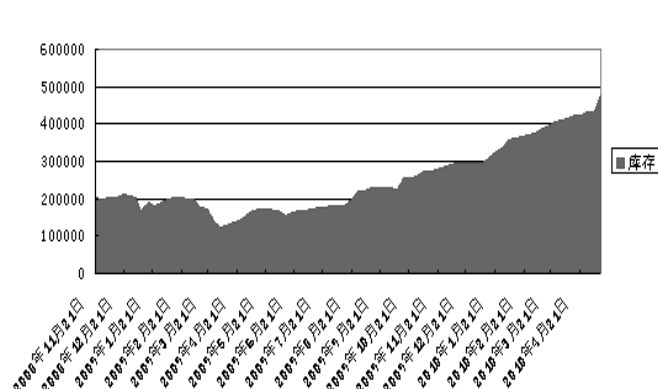
四、高库存抑制铝价向上空间

国内铝库存延续增加态势，截止5月13日，国内上海、无锡、杭州、南海四地库存总量已经达到110.6万吨，上海期货交易所库存也达到了创记录的47.8万吨水平。从下游的消费数据来看，今年1-4月份国内的消费状况并非不佳，铝制品生产维持自2010年以来一直维持增长态势，尤其家电行业生产创出了历年来的高点。4月份我国电冰箱产量达到788.68万台，空调产量达到1208.39万台。

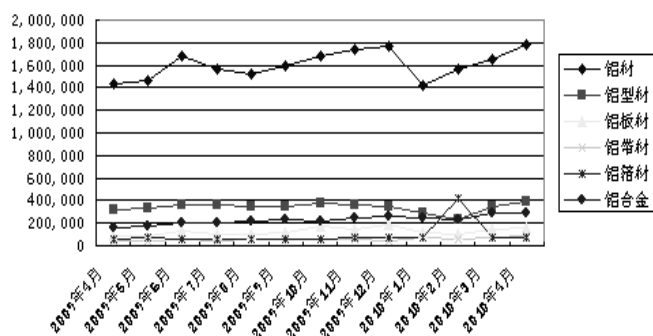
国内主要现货市场库存情况



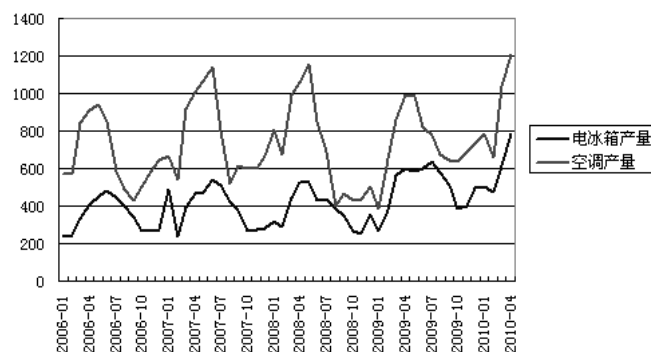
上海期货交易所铝库存情况 单位: 吨



中国月度铝制品产量 单位: 吨

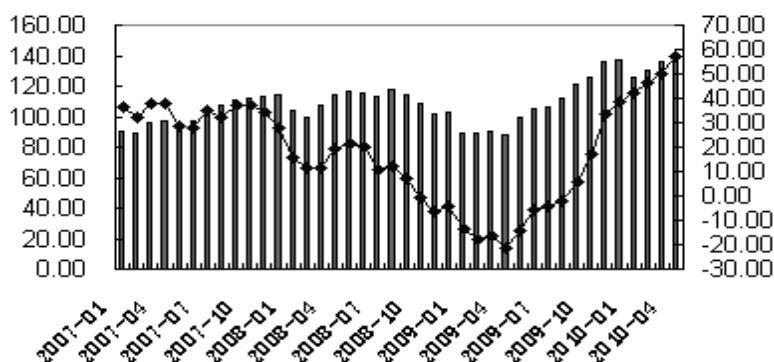


我国电冰箱空调月度产量 单位: 万台



通过下游的需求我们不难看出, 今年旺季中, 对铝的消费并非不旺, 只是消费的增长难以抵制住库存的增加及新增产能的扩张。从统计局公布的数据来看, 我国4月份电解铝产量维持增势, 月度产量达到136.5万吨, 市场供应压力较大。

中国原铝月度产量 单位: 万吨



同国内供应过剩的状况相比，国际市场上铝现货供应依然偏紧，欧美地区现货升水都出现了较大幅度的走高。美国中西部升水升至 6.5-7 美分/磅，创 2005 年 4 月份以来的新高；鹿特丹港完税铝升水由 150-170 美元/吨，涨至 165-185 美元/吨，一些小的订单以 200 美元/吨交易。意大利铝升水价格已经涨至 200-240 美元/吨，主要受美铝意大利 Fusina 铝厂关闭影响。

从世界金属统计局（WBMS）5 月 19 日公布的数据来看，今年一季度全球铝的需求状况还是比较好的。2010 年第一季度全球铝市供应过剩量为 29.8 万吨，较去年一季度 92.6 万吨的过剩量有较大幅度的下降。2009 年全年供应过剩 73.9 万吨。截止 3 月末全球生产商铝库存为 152 万吨，较 2009 年末降低 4.3 万吨。

五、后市铝价走势分析

综合来看，全球资本市场的系统性风险依然处于释放过程中，在欧洲主权债务问题尚未明朗的前提下，铝价走势仍将反复。在经历了本轮回调后，沪铝价格已经跌破了成本区间支撑，下跌幅度已达 20%，价格继续向下的空间将有所收窄。此外，随着价格下破成本，电解铝厂增产的冲动将有所减弱，供应量或出现减少。

从国内铝市场基本面状况来，随着传统消费旺季的离去，国内供应过剩的状况依然难以改变，这将继续压低后市铝价。短期 LME 铝价在 2000 美元附近尚存支撑，若价格跌破该价位，不排除向下试探 1850 美元的可能性，关注上方 2150 美元附近阻力；沪铝价格当前处于 15000 元附近的技术性强支撑区域，价格将有反弹，但反弹幅度料有限，上方阻力 15800 元，建议维持偏空思路。

研究员：孙磊

电话：010-58363246 / QQ：956786805 / 邮箱：sunlei_qh@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

内外交困，6月钢材筑底震荡适度反弹

摘要、导读

- 4月15日“新国四条”、17日“新国十条”针对房地产市场调控遏制房价上涨的政策及各地方针对房地产调控细则陆续出台后，期货市场螺纹钢价格持续回落，5月18日Rb1010主力合约盘中最低跌至4138元/吨，比4月13日此轮高点4898元/吨下跌约15.51%。
- 我国钢铁企业已接受三大矿业集团季度定价模式，二季度力拓季度协议价格品位63.5%粉矿为123美元/吨，块矿138美元/吨，比一季度环比将增长30%左右；另外三季度铁矿石进口价格预计在160美元/吨左右。虽然随着市场钢材价格的下跌，矿石价格也有所，截止到5月21日，铁矿石外矿价格跌至160美元/吨附近，但成本支撑还是很明显的。
- 钢厂出厂价格也不断下调，影响力较大的沙钢5月两次下调出厂价格，累计下调螺纹钢合计550元/吨，线材400元/吨，目前二级螺纹出厂价格为4050元/吨。河北钢铁集团5月21日公布下调5月份结算价格，二级大螺纹螺纹钢下调450元/吨至4100元/吨，高线下调350元/吨调至4350元/吨，尽管下调幅度较大，但仍与市场价格有一定差距，经销商仍处于亏损状态。
- 5月份本应是建材销售旺季，但持续下跌并未打开终端需求，最近两周全国重点钢材品种和线螺库存都在持续增加，4月全国粗钢日产再创历史新高，产量高速增长给市场带来压力。目前钢厂前期低价矿石将要耗完，采用二季度协议价进行计算螺纹钢平均生产成本将达到4300-4350元/吨，钢铁行业将陷入亏损状态，减产保价是唯一出路。
- 目前钢铁市场处于内外交困的环境中，国际欧洲主权债务危机愈演愈烈全球经济有二次探底的风险；国内房地产调控强度史无前例，而且信贷政策紧缩，房地产业后期走势难以预测；国内钢铁产业本身产能过剩，产量不断创新高，库存回升。这些因素都不能支撑螺纹钢重回前期高点。但同时我们也要看到，由于5月份跌幅过深，已低于成本，预计后期螺纹钢走势将延续底部震荡、适度反弹的走势，但主力合约的反弹高度预计在4600元/吨以内。

5月份，国内外宏观环境错综复杂，大宗商品及国内股市都大幅下挫，建筑钢材价格期现价格也大幅回落。国际上欧洲主权债务危机仍未消除全球经济面临二次探底风险，国内偏紧的宏观政策尤其是针对房地产市场的调控，钢铁行业本身也面临产量过剩、产量增速过快、库存增加等利空因素，钢铁将面临反复筑底震荡走势。但前期跌幅过大已经濒临成本底线，在成本的支撑下，螺纹钢将适度反弹，但反弹高度在4600元/吨以内。目前的市场背景下，很难演绎单边上涨或者下跌的大行情。

一、2010 年 5 月份钢材市场回顾

（一）5 月线螺市场价格快速大幅回落，价格跌至去年 10 月份的水平

4 月 15 日“新国四条”、17 日“新国十条”出台，随后北京、广州、深圳等各地又陆续出台地方房地产调控细则，力度之强前所未有。在宏观政策的利空背景下，4 月中旬后螺纹钢期货价格率先触顶回落，演绎了单边下跌的行情。尤其进入五月以来，跌速加快跌幅加深，5 月 7 日由于外盘股市和商品大幅下跌，导致螺纹期货跳空低开，连续下跌近两周，由 5 月 6 日收盘价 4637 元/吨下跌到 18 日的低点 4138 元/吨，跌幅达 500 点，比 4 月 13 日此轮高点 4898 元/吨下跌约 15.51%，目前期货价格和现货价格都已运行在钢材成本下。

现货市场也同步下跌，但现货市场跌幅要远小于期货市场，在期货价格持续大跌的情况下，现货市场每日跌幅也只有 30 元/吨。以上海市场为例，截止到 5 月 22 日上海市场三级大螺纹主流报价跌至 3910 元/吨，比 4 月底 4240 元/吨的高位下跌 330 元，跌幅为 7.7%。

由于期货市场下跌过快，一度出现期现倒挂、现货市场价格和钢厂出厂价格倒挂的现象，而且北京、上海两地的价差过大等现象。随着现货市场价格的下跌及钢厂调价幅度的提高，尤其是沙钢在 5 月下旬价格再次下调螺纹钢出厂价格 300 元/吨，减小经销商市场价格与出厂价格倒挂的幅度。目前期现价格及钢厂出厂价格都压至成本线以下，这样的态势难以长期维持。尽管钢铁行业自身也面临很多利空因素，但 5 月份快速下跌更多来自系统性风险，因此 6 月份只要国内外宏观氛围有所缓解，在成本支撑下，6 月钢价将适度反弹。



图 1：上海期货螺纹 1010 合约价格走势



图 2：上海市场 HRB400 和高线价格走势

（二）国际市场钢材价格不断回升

全球钢材价格指数升至 204.8 点，月环比上涨 4.6%；全球长材指数也升至 216 点，环比上涨 2.3%；深陷欧洲主权债务危机的欧洲地区由于欧元贬值等因素，钢价指数也升至 206.8 点，环比上涨 15.8%，涨幅全球最高。

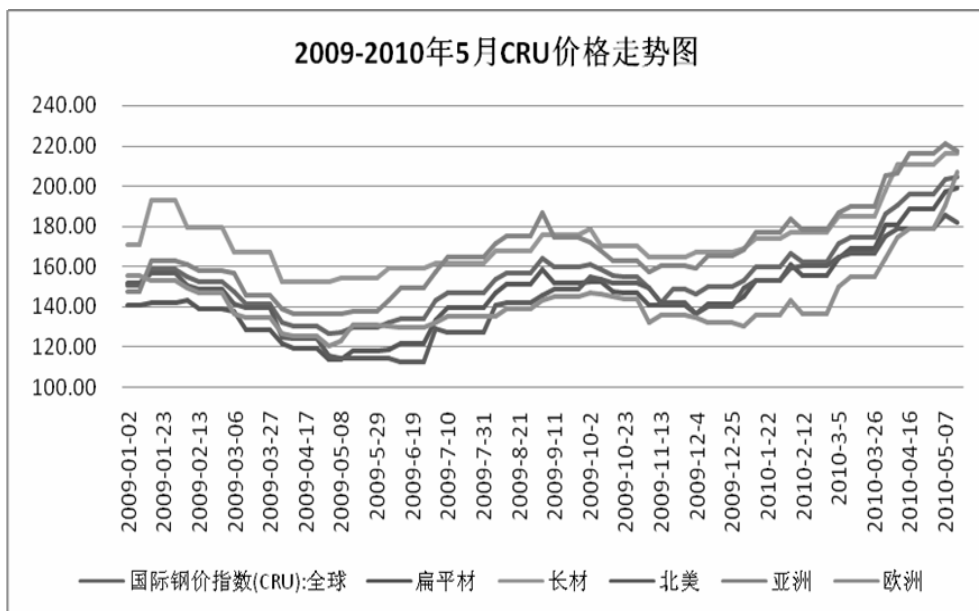


图 3：CRU 国际钢价指数走势图

据国际钢铁协会公布的数据，今年前四个月全球粗钢产量跳增 31.8%至 4.678 亿吨。4 月全球粗钢产量达到了 1.217 亿吨，比上年同期增加 35.7%。

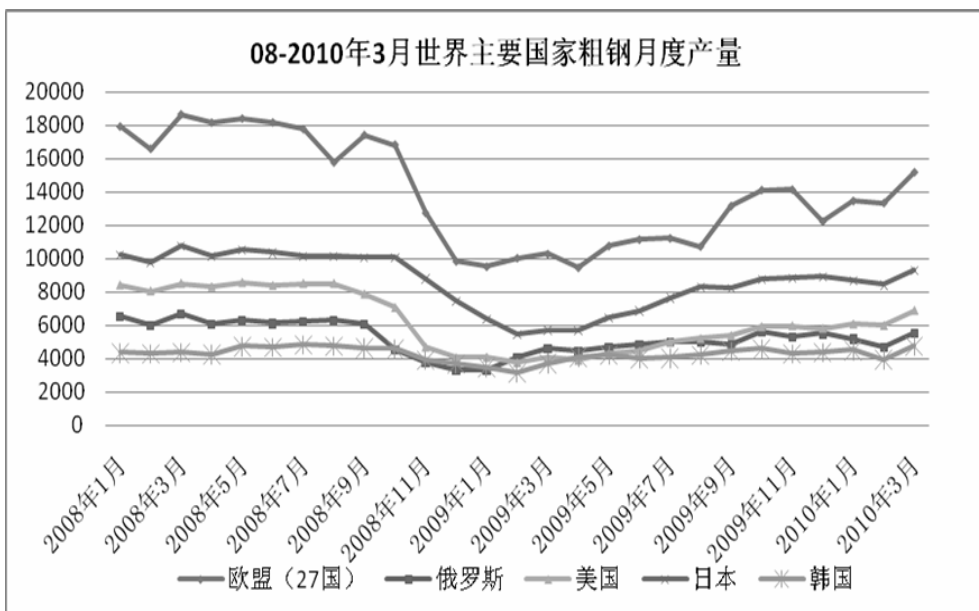


图 4：世界各主要地区粗钢产量增长图

二、钢铁市场基本面因素分析

（一）4月份全国粗钢日产量再创新高，供给压力显著

统计局数据显示，4月份国内粗钢产量5540.3万吨，同比增长27%，日均产量为184.68万吨，较3月份的177.32万吨环比增长4%，日产量创历史新高。1-4月我国累计生产21386.5万吨，同比增长25.4%。按4月份的日产水平，今年全年粗钢产量将达到6.66亿吨！4月份生铁、钢材产量分别为5162.30万吨和6910.7万吨，同比分别增长23%和31.5%，详见下图。我国钢铁产量的持续增长，供需压力矛盾继续增加，如果粗钢产量依然保持如此高的增速，下半年钢铁行业将陷入困境。只有通过市场倒逼迫使企业减产，才能使市场有回升的希望。

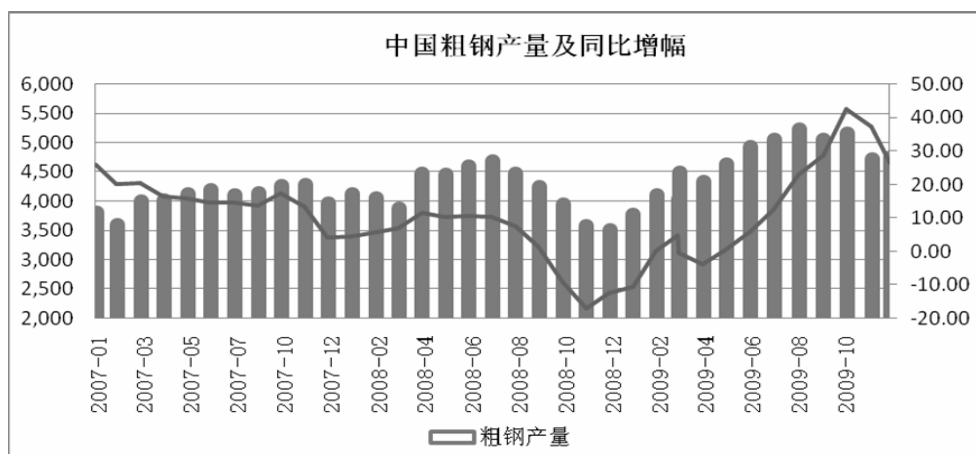


图5：中国粗钢产量及同比增幅

（二）钢筋4月产量继续回升，日产量也创历史新高

从螺纹钢产量统计数据来看，4月份螺纹和线材产量分别为1133.4万吨和892.2万吨，同比增速分别为19.4%和20.6%，螺纹钢4月份日产量比三月月环比产量增长2.2%，日产量超过去年10月份的日产水平再创历史新高。1-4月螺纹钢、线材产量累计分别为4156.20万吨和3376.80万吨，分别比去年同期增长16%和21.9%。螺纹钢日产水平连续回升，对市场压力较大。

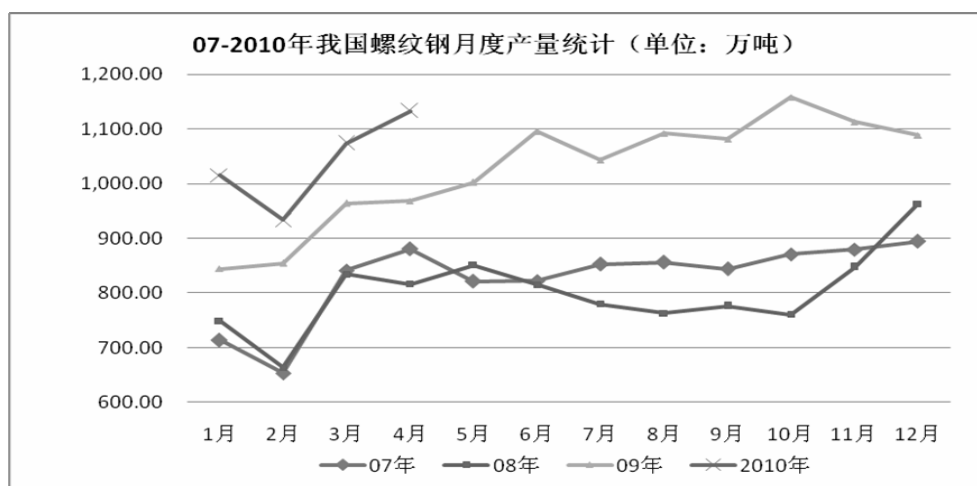


图6：2007-2010年4月螺纹月度产量

（三）4 月钢铁出口大幅增长，环比增长 30%

据海关快报数据显示，4 月份我国出口钢材 431 万吨，环比增加 98 万吨，增幅为 30%，较去年同期的 141 万增 206%。1-4 月累计出口钢材 1302 万吨，同比增加 99%。4 月进口钢材 150 万吨，同比下降 7%，环比减少 13 万吨，降幅同样为 8%，1-4 月累计进口 561 万吨，同比增加 16%。国际市场需求的增加及国内外价差扩大，是 4 月份我国钢铁出口大幅增长的基础。

三、成本支撑，6 月钢价筑底震荡适度反弹

本月重点依然关注以下因素：第一，国际国内宏观环境的演绎。5 月份从钢铁的基本面来看，虽然不支持大幅上涨，但也不具备大跌的基础，5 月份螺纹钢跌幅较大更多属于跟随国内外宏观政策带来的系统性风险。6 月份螺纹钢的走势除了看钢铁的基本面外，更多还要关注国内外的宏观经济环境，欧洲债务危机的进展、美国经济走势以及房地产政策和国内宏观政策走向。钢铁期货的金融属性决定了期货价格除了跟现货价格、行业基本面等相关外，跟宏观政策、市场信心、资金流向等更多因素影响。第二，成本支撑有效性。目前钢厂 6 月份前期的低价采购的矿石都将耗光，按照二季度协议价格比一季度环比上涨 30%左右，测算螺纹钢平均成本将上移至 4300-4350 元/吨。成本的支撑决定螺纹钢市场价格将会适度反弹。第三，房地产新政的力度及房地产市场的需求。从公布的 4 月份房地产数据看，房地产行业依然保持高速增长，房地产新政更多是对过度投机需求的抑制，但是对房地产供给来说相对管制较少，新政对房地产供给的影响有所滞后将会在 4 季度体现。

第一关注因素——国际国内宏观环境的演绎

目前钢铁市场处于内外交困的环境中，国际欧洲主权债务危机愈演愈烈全球经济有二次探底的风险；国内房地产调控强度史无前例，而且信贷政策紧缩，房地产业后期走势难以预测；国内钢铁产业本身产能过剩，产量不断创新高，库存回升。这些因素都不能支撑螺纹钢重回前期高点。钢铁期货的金融属性决定了期货价格除了跟现货价格、行业基本面等相关外，跟宏观政策、市场信心、资金流向等更多因素影响。

目前还难以判断在欧盟 7500 亿欧元的大力救助方案下欧洲主权债务危机会平稳过渡，但从目前事态的进展来看欧洲这场主权信用危机已经得到有效控制，短期不会给市场带来巨大的震荡。而国内房地产新政及各地方细则出台后，5 月份的市场价格已经将这部分的利空提前释放，中国宏观经济增长及房地产建设供给并不会受到更严厉的影响。只要国内外宏观方面不出现更大的利空，6 月份在钢铁基本面及成本支撑下，钢价会反复筑底震荡后适度反弹上行。

第二关注因素——铁矿石价格走势对钢铁成本的支撑

我国钢铁企业已接受三大矿业集团季度定价模式，按照二季度协议价格，比一季度环比将增长 30%左右；另外三季度铁矿石进口价格预计在 160 美元/吨左右，测算对应的螺纹钢成本约在 4300-4350 元/吨，对价格的支撑还是很明显的。虽然随着市场钢材价格的下跌，矿石价格也有所跌，截止到 5 月 21 日，铁矿石外矿价格跌至 160 美元/吨附近，国内和外矿价格都出现同步下跌，但钢价已经提前透支了跌幅，目前钢价仍然要低于成本区间。



第三关注因素——房地产调控政策对房地产开工的影响，钢铁市场库存的变化

据国家统计局公布的最新统计数据，1-4月，全国完成房地产开发投资9932亿元，同比增长36.2%，其中，商品住宅完成投资6854亿元，同比增长34.0%，占房地产开发投资的比重为69.0%。1-4月，全国房地产开发企业房屋施工面积26.46亿平方米，同比增长31.7%；房屋新开工面积4.57亿平方米，同比增长64.1%；房屋竣工面积15020万平方米，同比增长13.5%，其中，住宅竣工面积12028万平方米，增长10.8%。1-4月，全国房地产开发企业完成土地购置面积9183万平方米，同比增长26.4%，土地购置费1912亿元，同比增长66.0%。

但值得关注的是4月份商品房销售面积环比减少2%。4月份当月，商品房销售面积8051万平方米，比3月当月减少155万平方米，其中住宅销售7249万平方米，减少180万平方米；商品房销售额4448亿元，比3月当月增加587亿元，其中住宅销售额3846亿元，增加553亿元。4月商品房环比销售面积的减少说明了4月出台的系列针对房地产的调控政策还是见到成效，地产新政对购房需求的影响更大程度将在5、6月份更多体现，但对于房地产供给来说影响可能会在年底体现，短期影响不是很大。

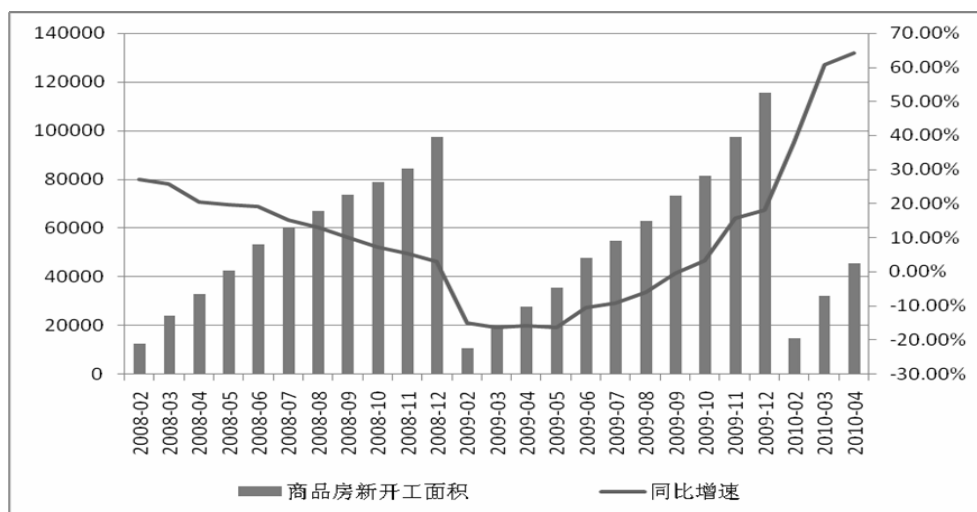
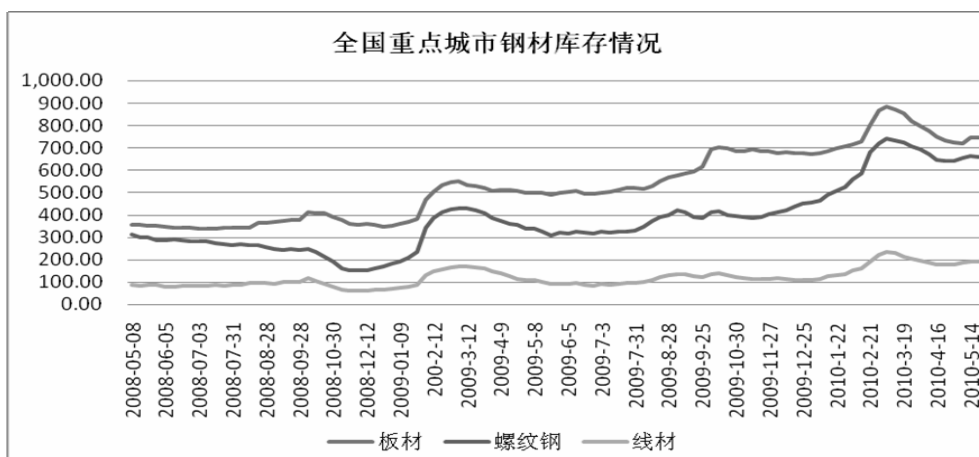


图7：我国房地产新开工面积及增速

5 月份应该是建筑钢材传统的旺季，但由于 5 月份期货和现货市场价格持续回落，在买涨不买跌的心态作用下，终端采购开始犹豫，按需采购，导致 5 月全国线螺库存有所回升。但深度下跌后，中间需求开始重新激活，市场需求回升，市场库存又缓步下降。据 mysteel 统计，到 5 月 14 日，螺纹钢库存将为 659 万吨，比四月初上升 20 万吨，涨幅为 3.1%。



第四，钢厂出厂价格下调，但仍与市场价格形成倒挂

钢厂出厂价格也不断下调，影响力较大的沙钢 5 月两次下调出厂价格，累计下调螺纹钢合计 550 元/吨，线材 400 元/吨，目前二级螺纹出厂价格为 4050 元/吨。河北钢铁集团 5 月 21 日公布下调 5 月份结算价格，二级大螺纹螺纹钢下调 450 元/吨至 4100 元/吨，高线下调 350 元/吨调至 4350 元/吨，尽管下调幅度较大，但仍与市场价格有一定差距，经销商仍处于亏损状态。

四、分析师观点

由于目前钢厂前期低价矿石快消耗完，按照二季度协议价格，测算对应的螺纹钢成本约在 4300-4350 元/吨，现在的期现价格低于成本区间，在成本支撑下，钢价有望适度反弹。

综上所述，鉴于目前国内外宏观环境还不明朗，预计 10 月合约在 5 月底 6 月初 4200-4400 元/吨一线震荡，如果国内外宏观政策环境没有进一步的利空，终端需求继续保持增长，进入六月份后可能会适度反弹，国内钢铁产业本身产能过剩，产量不断创新高，库存回升。这些因素都制约反弹高度，反弹区间预计在 4400-4600 元/吨区间。需要密切关注国内外的宏观环境，如果宏观环境出现利空变化，不排除螺纹钢进一步试探 4200 元/吨以下的前期低点。

鉴于我们分析的运行区间，操作上建议如果市场出现极端走势 4200 元/吨以下探底，投机者可以适度逢低建立多单。如果价格反弹力度较大，钢厂可以考虑逢高套保。目前的市场难以形成单边的上涨或者下跌的行情可能性较低。

研究员：周伟江、刘慧茹

电话：010-58363239/56 / MSN: zhouweijiang@live.cn/ 邮箱: zhouweijiang@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

欧洲债务问题、美元强劲反弹，油价大幅回落

摘要、导读

- 纽约原油期货市场 5 月行情回顾。欧洲债务危机、美元强劲上涨，油价大幅回落。
- 近期原油市场基本面消息。今年夏季全球用油消费旺季将偏淡，有可能出现旺季不旺。
- 近期国际经济情况。流动性萎缩开始对油价产生影响，下半年油价将继续受到压制。
- 近期美元走势对纽约原油价格的影响。受欧洲债务问题的影响，欧元大幅回落，加之美国经济数据良好，美元近期强劲上扬，快速突破 82 美元，油价在欧洲金融动荡之下大幅回落，跌破今年来的低点。
- 纽约原油及汽油库存分析。油品库存充足，汽油消费下滑，消费旺季不旺。
- 纽约原油期货基金持仓分析。由于目前美国交割库库存大幅增加，近月合约受到打压下挫，整体来看，近期美国对高盛等投行进行查处，投机基金处于被动之中。
- 国内外燃料油市场。今年夏季价格比以往差了很多，下半年的高点有可能在 5 月份已经出现，因此市场即使反弹，也很难有好的表现。沪油目前已跌破今年以来的低点，后市有望超跌反弹，总体上保持短多，长空的思路。

JP 摩根 4 月份全球制造业 (PMI) 指数快速上升，为 34 个月的高点，较上月上升 1.0 至 57.7，从国家来看美国、欧元区同时出现上扬，其中美国上升至 59.6，我国也上升至 55.1，显示全球制造业 3 月份再次上扬，制造业恢复的速度比市场预期的快。从主要国家货币发行量来看，欧美国家都处于货币发行萎缩之中，欧元区目前仅为 -0.1%，美国 M2 也滑落至 1.6%，我国的积极的货币政策也开始处于收缩，4 月份我国 M2 增发 21.48%，较上月回落 1.02%，配合 PMI 来看，目前的全球制造业仍在上升，但是过高的工业品价格已经引起各国的注意，各国已经采取收缩货币发行来抑制流动性，流动性萎缩开始对油价产生影响，我们认为下半年油价将继续受到压制。

国际能源署于 5 月 12 日发表全球原油供需平衡月度报告：EIA 预估 2010 年全球需求将较上月下降 20 万桶/日，近期由于希腊问题开始向欧洲延伸、金融市场不稳定，这些负面的消息引发近期对 2010 年在经济恢复预期有所下滑的担忧，对原油的需求增长预期减弱。4 月份全球原油的产量为 8660 万桶/日，较 3 月份持平，全球产量尚未增加，其中 4 月份欧佩克产量为 2903 万桶/日，较上月回升 3 万桶/日，按 4 月份的产量预计今年全球原油供需过剩 20 万桶/日，往后产量能否增长以及经济的恢复情况将是市场的焦点。

总体来看本月的供需报告显示目前原油的基本面消费较前期减弱，今年夏季全球用油消费旺季将偏淡。总体来看目前处于弱势格局。

截至5月14日，美国商业原油库存较去年同期减少5838万桶至3.627亿桶，汽油库存增加1788万桶至2.218亿桶，馏分油增加468.3万桶至1.528亿桶，取暖油库存增加539.8万桶至4527.5万桶，炼油厂开工率为87.94%比去年同期上升6.13%。总体来看美国油品库存明显比前几年高出不少，美国的汽油消费近期出现了下滑，目前来看夏季消费将比之前的预期减少，而且炼油厂增加开工来应对夏季用油高峰的来临，美国油品供应充足，中短期压制油价。

截至5月11日，纽约原油期货总持仓为1470234手，总持仓出现大幅增加，基金持仓净多单为92895手，由于目前美国交割库库存大幅增加，近月合约受到打压下挫，整体来看，近期美国对高盛等投行进行查处，投机基金处于被动之中。纽约原油仍处于弱势大幅回落之中，欧洲债务问题和美元大幅上涨是主因，交易上关注65-68美元的支撑位，短线一旦企稳将出现反弹，短期不过分看跌，我们认为6-9月份油价企稳可短线做多，有望反弹至75美元，之后可寻找逢高沽空的机会。

1-3月份我国燃料油表观消费量为824.61万吨，同比减少9.80%，产量为532.12万吨，同比增加19.69%，4月我国燃料油产量为172.1万吨，同比增加4.99%，近三个月出现产量增加的主因是国内价格相对去年较高，产出较有利，1-3月份累计进口量为532.12万吨，同比减少12.94%，进口成本高企国内价格倒挂是主因，总体来看1-4月份国内市场供应相年偏少，因此市场整体资源偏紧。4-9月份燃料油的下游消费开始进入旺季，不过由于外贸尚未恢复，船用旺季消费预期将减少，广东工业生产恢复较快，整体用电需求快速上扬，陶瓷和平板玻璃表现较好，整体来看今年总体消费比之前预期的增幅有些回落，市场关注在欧洲债务问题下，外贸能否恢复对船用燃料油的影响。

5月份新加坡燃料油随原油大幅回落，国内进口成本出现回落，截至5月20日报收于439.95美元/吨，折算为进口成本为4770元/吨左右，目前黄埔市场新加坡燃料油总体报价在4500元/吨左右，国内黄埔现货较进口成本偏低，山东中硫渣油报价4300-4350元/吨，南通混调180CST燃料油报价在4760-4800元/吨。总体来看，5月份国内燃料油市场受欧洲债务问题，原油下跌的影响，回落300元/吨，这显示今年夏季价格比以往差了很多，下半年的高点有可能在5月份已经出现，因此市场即使反弹，也很难有好的表现。从上海燃料油期货的周线来看，沪油目前已跌破今年以来的低点，后市有望超跌反弹，总体上保持短多，长空的思路。

一、原油市场部分

（一）纽约原油期货5月份行情回顾：

纽约原油5月出现大幅回落，目前油价维持在70美元/桶附近，短期仍处于弱势，主因是：希腊债务危机向欧洲蔓延，美元强劲上涨，美国加强对投行的监管，国际能源署下调原油的需求，使得油价大幅回落，因此近期油价仍处弱势格局。



图 1：纽约原油主力合约走势图

（二）近期原油市场基本面消息：

国际能源署于 5 月 12 日发表全球原油供需平衡月度报告：EIA 预估 2010 年全球需求将较上月下降 20 万桶/日，近期由于希腊问题开始向欧洲延伸、金融市场不稳定，这些负面的消息引发近期对 2010 年在经济恢复预期有所下滑的担忧，对原油的需求增长预期减弱。4 月份全球原油的产量为 8660 万桶/日，较 3 月份持平，全球产量尚未增加，其中 4 月份欧佩克产量为 2903 万桶/日，较上月回升 3 万桶/日，按 4 月份的产量预计今年全球原油供需过剩 20 万桶/日，往后产量能否增长以及经济的恢复情况将是市场的焦点。

总体来看本月的供需报告显示目前原油的基本面消费较前期减弱，今年夏季全球用油消费旺季将偏淡。总体来看目前处于弱势格局。

全球原油供需平衡月度报告（千桶/日）					
	需求	变化	供给	变化	供需平衡
2009 年 4 月份	83200.0	-0.24%	83600.0	0.24%	400
2009 年 5 月份	83300.0	0.12%	83700.0	0.12%	400
2009 年 6 月份	83800.0	0.60%	84400.0	0.84%	600
2009 年 7 月份	83940.0	0.17%	85100.0	0.83%	1,160
2009 年 8 月份	84400.0	0.55%	84900.0	-0.24%	500
2009 年 9 月份	84600.0	0.24%	84900.0	0.00%	300
2009 年 10 月份	84800.0	0.24%	85600.0	0.82%	800
2009 年 11 月份	84900.0	0.12%	85800.0	0.23%	900
2009 年 12 月份	84900.0	0.00%	86200.0	0.47%	1,300
2010 年 1 月份	86500.0	1.88%	85800.0	-0.46%	-700
2010 年 2 月份	86600.0	0.12%	86600.0	0.93%	0
2010 年 3 月份	86600.0	0.00%	86600.0	0.00%	0
2010 年 4 月份	86400.0	-0.23%	86600.0	0.00%	200

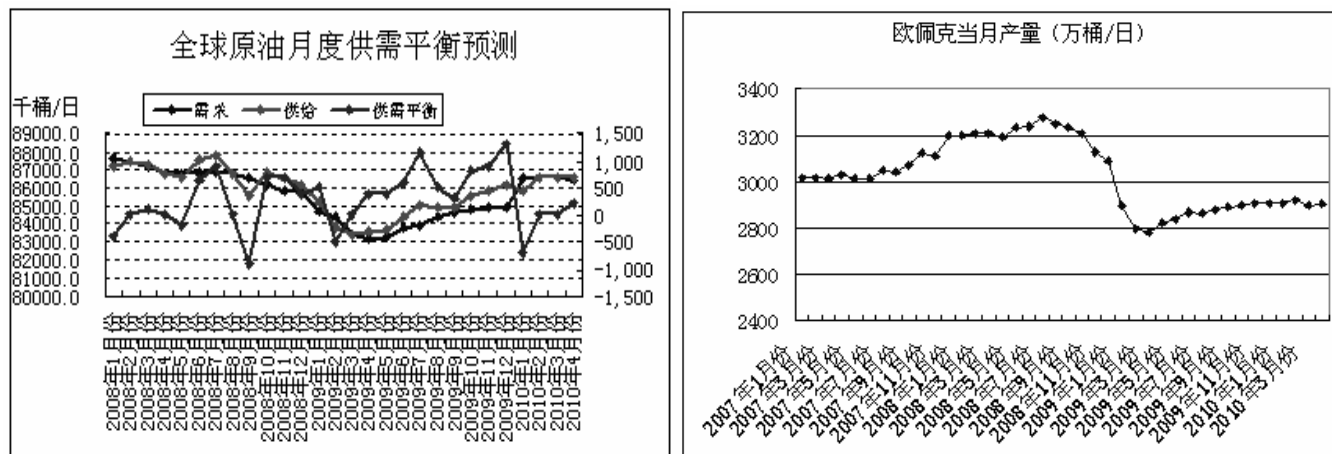


图 2：全球原油供需平衡预测以及欧佩克产量图

(三) 近期国际经济情况

JP 摩根 4 月份全球制造业 (PMI) 指数快速上升, 为 34 个月的高点, 较上月上升 1.0 至 57.7, 从国家来看美国、欧元区同时出现上扬, 其中美国上升至 59.6, 我国也上升至 55.1, 显示全球制造业 3 月份再次上扬, 制造业恢复的速度比市场预期的快。

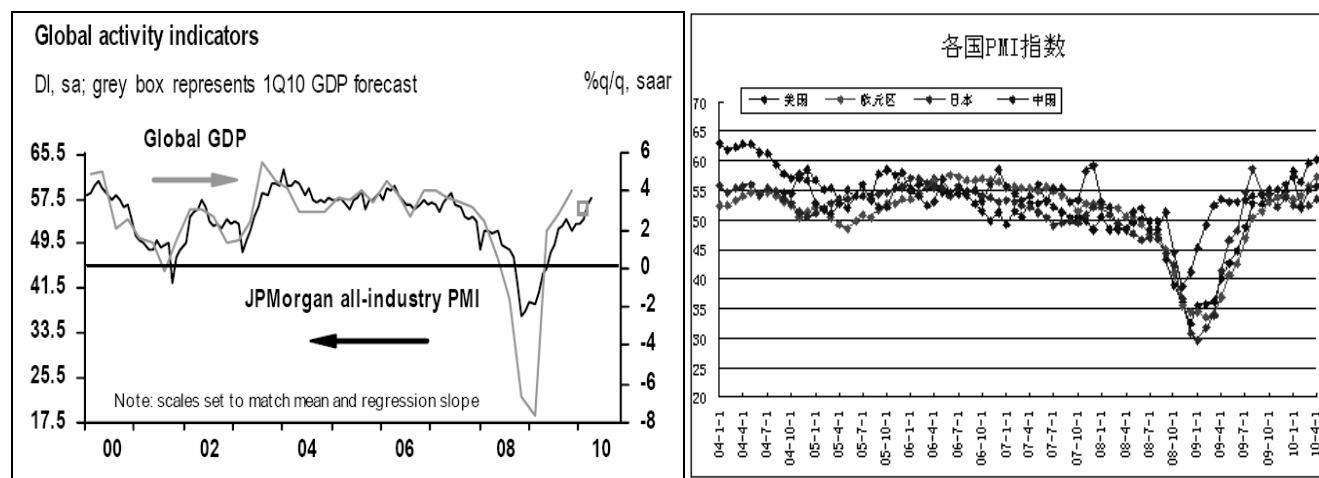


图 3：全球以及主要国家 PMI 指数图

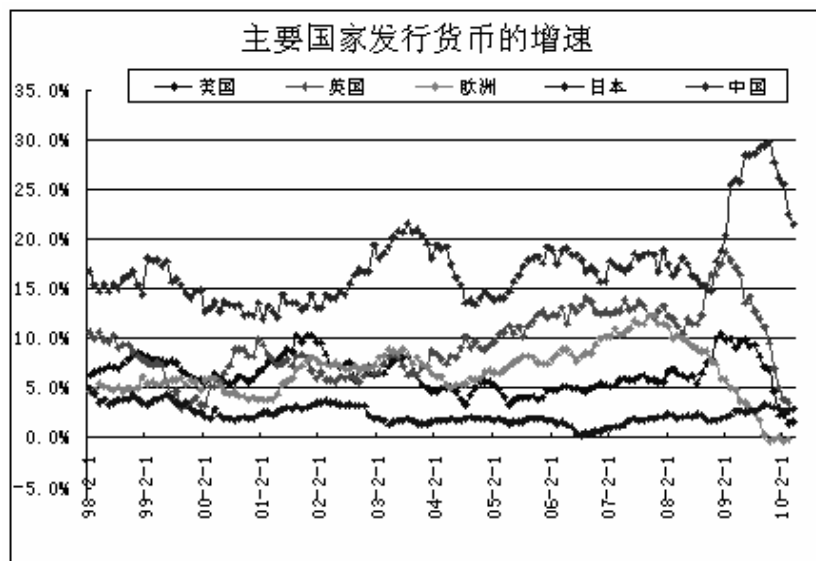


图 4: 主要国家货币发行量图

从主要国家货币发行量来看，欧美国家都处于货币发行萎缩之中，欧元区目前仅为-0.1%，美国 M2 也滑落至 1.6%，我国的积极的货币政策也开始处于收缩，4 月份我国 M2 增发 21.48%，较上月回落 1.02%，配合 PMI 来看，目前的全球制造业仍在上冲，但是过高的工业品价格已经引起各国的注意，各国已经采取收缩货币发行来抑制流动性，流动性萎缩开始对油价产生影响，我们认为下半年油价将继续受到压制。

（四）近期美元走势对纽约原油价格的影响——美元指数强劲突破 82，大幅上涨，油价应声大幅回落。



图 5: 美元指数与纽约原油期价对比图

从上面美元指数和纽约原油的对比图来看，受欧洲债务问题的影响，欧元大幅回落，加之美国经济数据良好，美元近期强劲上扬，快速突破 82 美元，油价在欧洲金融动荡之下大幅回落，跌破今年来的低点。

(五) 纽约原油及汽油库存情况

截至5月14日，美国商业原油库存较去年同期减少5838万桶至3.627亿桶，汽油库存增加1788万桶至2.218亿桶，馏分油增加468.3万桶至1.528亿桶，取暖油库存增加539.8万桶至4527.5万桶，炼油厂开工率为87.94%比去年同期上升6.13%。总体来看美国油品库存明显比前几年高出不少，美国的汽油消费近期出现了下滑，目前来看夏季消费将比之前的预期减少，而且炼油厂增加开工来应对夏季用油高峰的来临，美国油品供应充足，中短期压制油价。

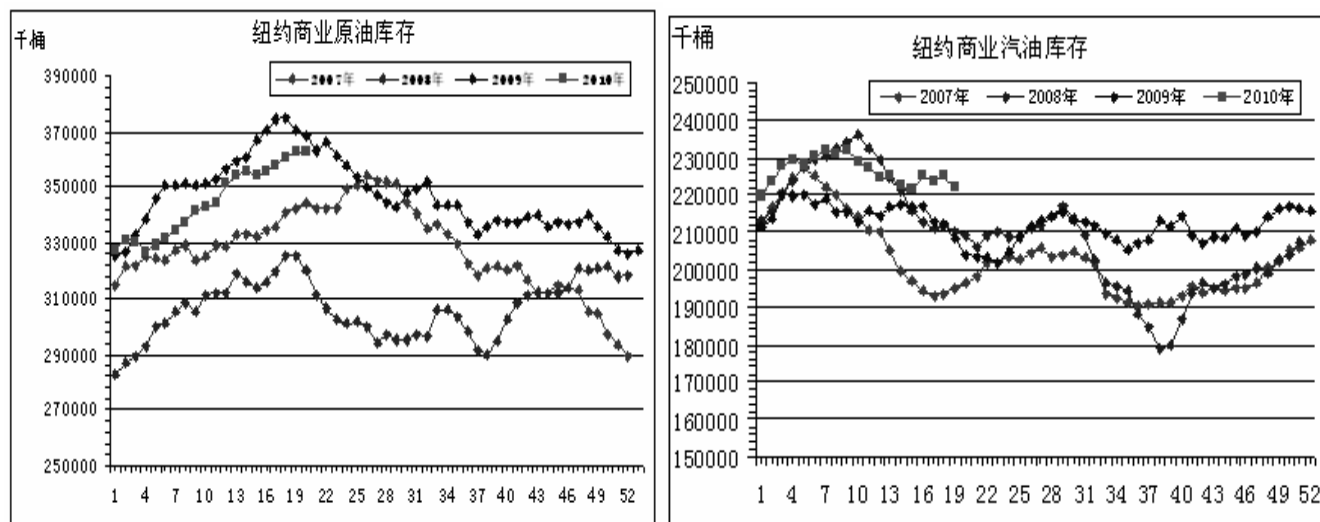


图6：纽约商业原油、汽油历史库存图

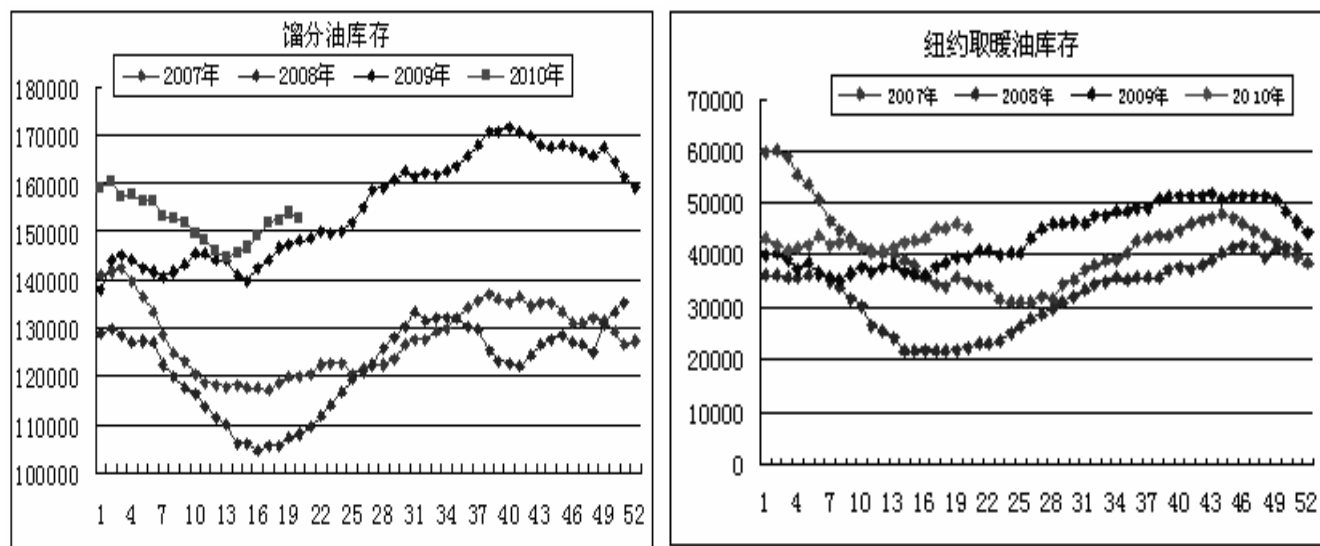


图7：纽约馏分油、取暖油历史库存图

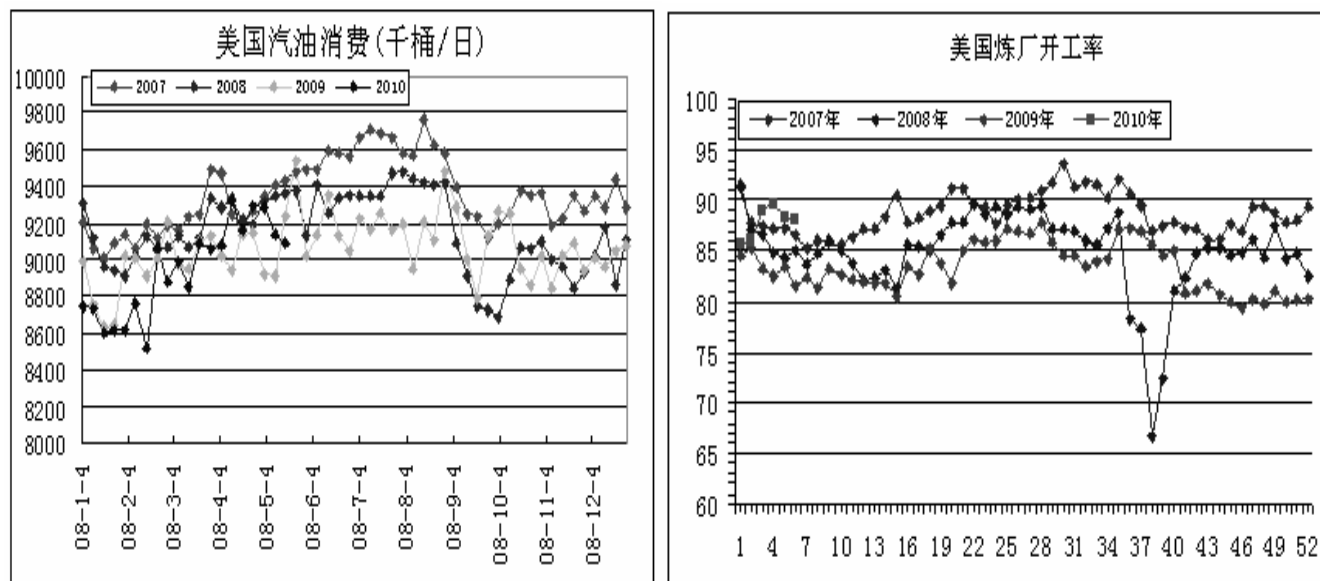


图 8：美国炼厂开工率、馏分油表观消费

(六) 纽约原油期货基金持仓分析

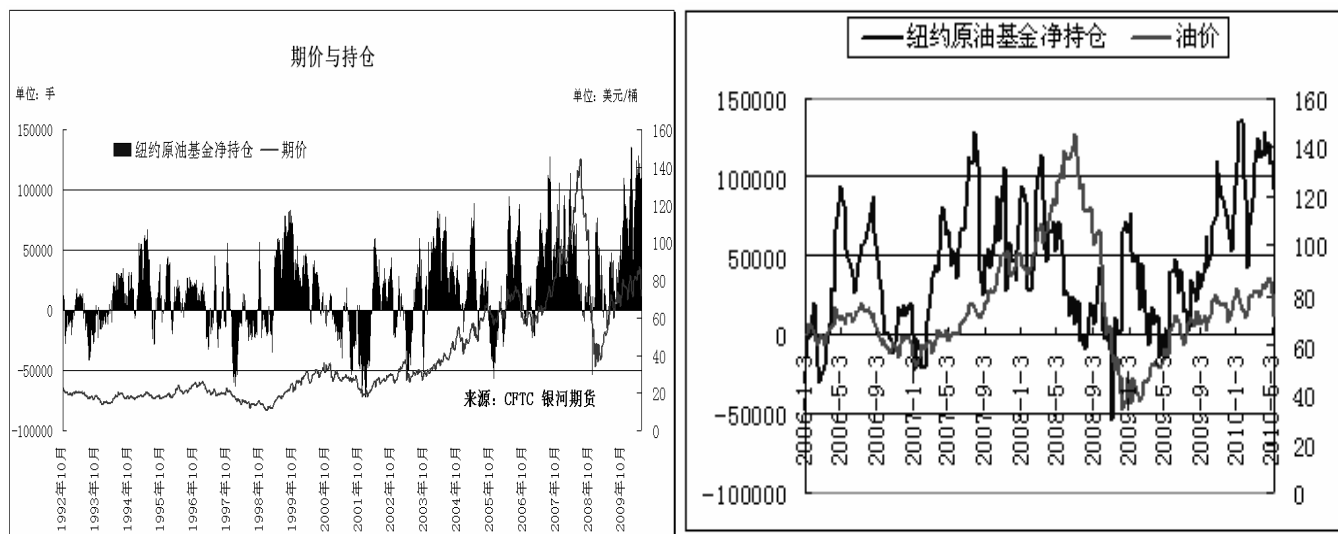


图 9：纽约原油基金净持仓

截至 5 月 11 日，纽约原油期货总持仓为 1470234 手，总持仓出现大幅增加，基金持仓净多单为 92895 手，由于目前美国交割库库存大幅增加，近月合约受到打压下挫，整体来看，近期美国对高盛等投行进行查处，投机基金处于被动之中。

(七) 纽约原油期货技术分析



图 10: 纽约原油日线图

从上面的纽约原油日线来看，纽约原油仍处于弱势大幅回落之中，欧洲债务问题和美元大幅上涨是主因，交易上关注 65-68 美元的支撑位，短线一旦企稳将出现反弹，短期不过分看跌，我们认为 6-9 月份油价企稳可短线做多，有望反弹至 75 美元，之后可寻找逢高沽空的机会。

二、国内外燃料油市场

(一) 国内燃料油表观消费情况

我国燃料油表 观消费	当月产量	产量同比	当月进 口量	进口量 同比	出口量	表观消费量
2009年4月	163.92	-6.38%	249.87	14.88%	71.14	342.65
2009年5月	168.03	-10.43%	236	-17.46%	61.15	342.88
2009年6月	156.78	12.75%	242.24	45.95%	74.14	324.88
2009年7月	139.83	-25.70%	267	37.51%	89.5	317.33
2009年8月	139.49	-24.27%	162.13	17.39%	51.26	250.36
2009年9月	151.26	-7.15%	158.58	14.83%	61.06	248.78
2009年10月	158.1	-3.30%	131.3	15.58%	92	197.4
2009年11月	158.08	-0.58%	125.86	-9.41%	81.97	201.97
2009年12月	149.21	-42.63%	165.4	-37.12%	96.78	217.83
2010年1月	165.29	12.24%	127.13	-19.54%	76.95	215.47
2010年2月	155.49	11.80%	195.17	-15.14%	79.95	270.71
2010年3月	189.14	24.11%	208.67	6.50%	75.56	322.25
2010年4月	172.1	4.99%				

我国燃料油表 观消费	产量累计	产量同比 变化	进口量	进口量 同比变化	出口量	表观消费量	表观消费 同比变化
2009年1-4月	602.54	-18.96%	861.05	16.42%	206.76	1256.83	-4.26%
2009年1-5月	770.57	-17.24%	1097.1	6.97%	267.75	1599.87	-6.20%
2009年1-6月	927.35	-16.52%	1339.3	12.40%	341.89	1924.75	-3.46%
2009年1-7月	1093.28	-15.84%	1606.3	15.92%	431.39	2268.18	-1.26%
2009年1-8月	1232.77	-16.88%	1768.4	17.39%	512.94	2488.25	-1.49%
2009年1-9月	1384.23	-15.91%	1927	17.18%	574	2737.23	-1.11%
2009年1-10月	1537.2	-15.05%	2058.3	17.08%	666	2929.50	-1.86%
2009年1-11月	1689.46	-14.18%	2184.2	15.14%	747.97	3125.65	-3.60%
2009年1-12月	1856.71	-16.69%	2349.6	8.77%	844.75	3361.52	-8.26%
2010年1月	165.29	12.24%	127.13	-19.54%	76.95	215.47	-19.39%
2010年1-2月	320.78	12.02%	322.3	-16.93%	156.9	486.18	-19.02%
2010年1-3月	525	19.69%	532.12	-12.94%	232.51	824.61	-9.80%
2010年1-4月	697.1	15.69%					

1-3 月份我国燃料油表观消费量为 824.61 万吨，同比减少 9.80%，产量为 532.12 万吨，同比增加 19.69%，4 月我国燃料油产量为 172.1 万吨，同比增加 4.99%，近三个月出现产量增加的主因是国内价格相对去年较高，产出较有利，1-3 月份累计进口量为 532.12 万吨，同比减少 12.94%，进口成本高企国内价格倒挂是主因，总体来看 1-4 月份国内市场供应相年偏少，因此市场整体资源偏紧。

（二）燃料油下游消费情况

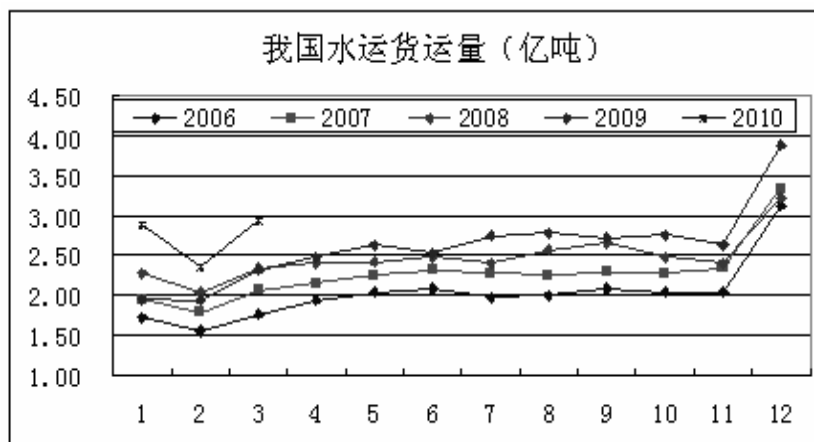


图 12: 我国水运货运量图

从燃料油的第一大消费行业航运来看，截至 3 月份，我国水运货运量为 2.94 亿吨，同比增长 26.72%，总体来看 4-6 月份处于船用市场的消费旺季，但是今年由于国内南方干旱将导致国内水运市场贸易的减少，外贸方面，出口尚未恢复，这将影响旺季的总体消费，因此往后的船用旺季消费预期将减少。

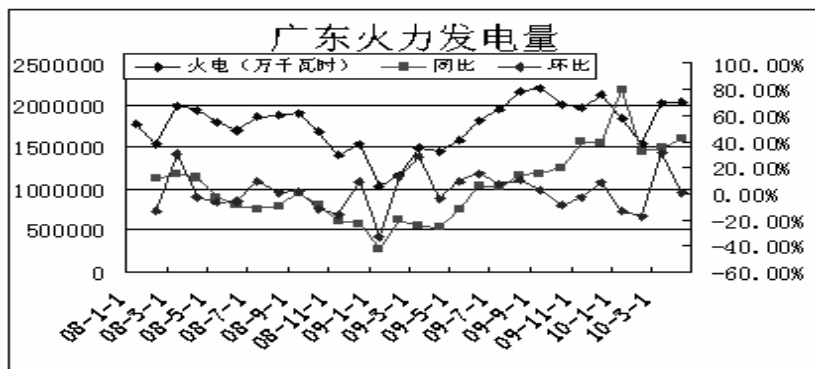


图 13: 广东火力发电量图

电力消费行业广东火力发电量4月份为2044994万千瓦时，同比增长42.12%，目前来看由于南方干旱导致广东水利发电同期减少1.4%，广东工业生产今年恢复较快，4-9月份将进入消费旺季，往后对燃料的需求日益增加。

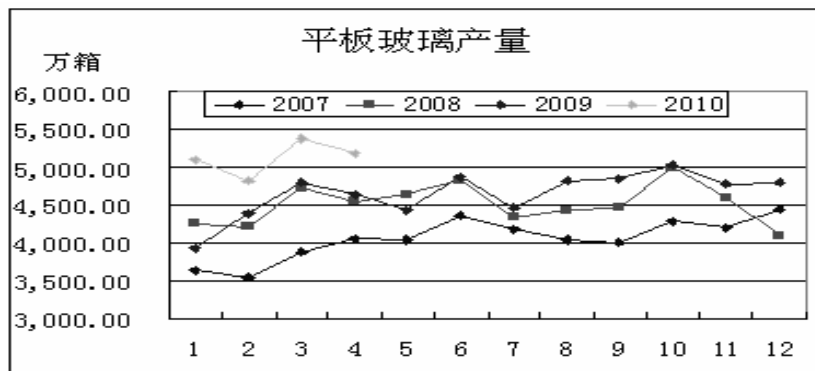


图 14: 我国平板玻璃产量图

在高耗能行业陶瓷和平板玻璃的消费中，陶瓷业仍保持快速增长，平板玻璃产量也保持同比11.69%的增幅，总体来看目前高耗能行业相对平稳，对燃料油的刚性需求稳定。

总体来看，4-9月份燃料油的下游消费开始进入旺季，不过由于外贸尚未恢复，船用旺季消费预期将减少，广东工业生产恢复较快，整体用电需求快速上扬，陶瓷和平板玻璃表现较好，整体来看今年总体消费比之前预期的增幅有些回落，市场关注在欧洲债务问题下，外贸能否恢复对船用燃料油的影响。

（三）近期国内燃料油市场焦点——进口成本继续高企、国内倒挂、价格保持坚挺。

黄埔进口成本及现货价格图表分析：5月份新加坡燃料油随原油大幅回落，国内进口成本出现回落，截至5月20日报收于439.95美元/吨，折算为进口成本为4770元/吨左右，目前黄埔市场新加坡燃料油总体报价在4500元/吨左右，国内黄埔现货较进口成本偏低，山东中硫渣油报价4300-4350元/吨，南通混调180CST燃料油报价在4760-4800元/吨。总体来看，5月份国内燃料油市场受欧洲债务问题，原油下跌的影响，回落300元/吨，这显示今年夏季价格比以往差了很多，下半年的高点有可能在5月份已经出现，因此市场即使反弹，也很难有好的表现。

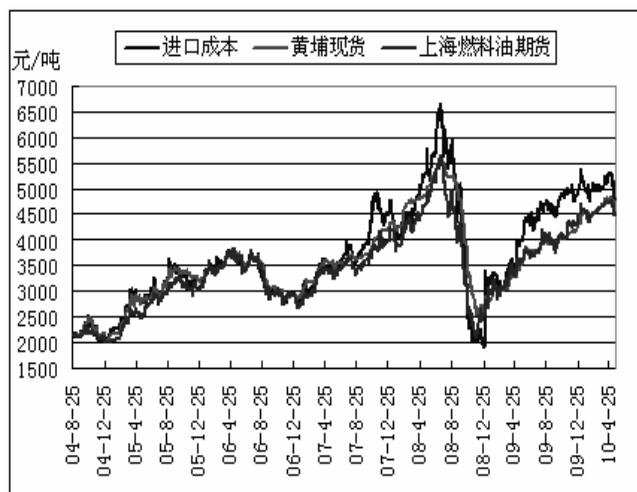


图 15: 沪油、黄埔进口成本及现货对比图

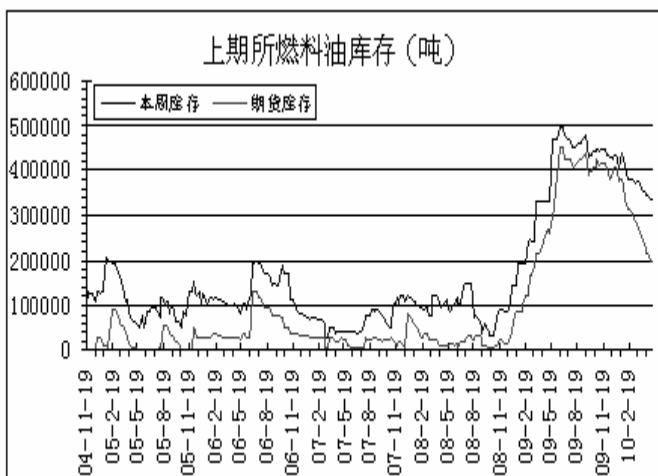


图 16: 上期所燃料油库存 (吨)

(四) 上海燃料油期货技术分析



图 17: 上海燃料油期货周线图

从上面上海燃料油期货的周线来看，沪油目前已跌破今年以来的低点，后市有望超跌反弹，总体上保持短多，长空的思路。

研究员：陈朝泽

电话：010-58363248 / QQ：176890966 / 邮箱：chenzhaoze@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

关注产胶国天气变化，供给决定沪胶走势

摘要、导读

● **橡胶5月行情回顾。**4月中旬，沪胶上冲前期高点的关键时刻，受到高盛事件引发的系统性风险打压，于4月19日大跌。多头上攻前期高点信心破灭，沪胶开始下跌之路，下滑幅度接近20%，而一直表现强势的日胶在坚持几日后也陷入下跌，且下跌幅度更大，跌幅接近25%，日胶与沪胶的价差由10000元/吨缩小至6500元/吨。后期随着泰国割胶旺季的到来，烟片胶在目前高价位下面临的下跌风险更大，因此会拖累日胶继续比沪胶弱势，因此目前仍有套利机会：买沪胶卖日胶。

● **沪胶影响因素分析。**从全年的产量和需求看，2010年橡胶供给的紧张和需求的强劲决定今年橡胶市场的基础走势偏强为主，在这种大背景下，橡胶向下走势受到限制。

但回到六月走势看，前期车市的火爆对橡胶市场的支撑作用逐渐减弱。橡胶市场近期关注的重心转移到橡胶供应上来。而6/7月份作为橡胶供应年内的小高峰，橡胶迎来阶段性供应的高峰，此时天气变化将成为制约橡胶供应的主要因素，随着橡胶产量逐渐迎来旺季，天气无异常变动的話，橡胶将继续下挫。22000-23000元/吨一线或将成为下跌前的整理平台。

一、盘面描述

（一）4月日胶强势上扬，沪胶被动跟涨



图1：沪胶、日胶走势图



图2：日胶沪胶价差图

4月中旬，沪胶上冲前期高点的关键时刻，受到高盛事件引发的系统性风险打压，于4月19日大跌。多头上攻前期高点信心破灭，沪胶开始下跌之路，下滑幅度接近20%，而一直表现强势的日胶在坚持几日后也陷入下跌，且下跌幅度更大，跌幅接近25%，日胶与沪胶的价差由10000元/吨缩小至6500元/吨。后期随着泰国割胶旺季的到来，烟片胶在目前高价位下面临的下跌风险更大，因此会拖累日胶继续比沪胶弱势，因此目前仍有套利机会：买沪胶卖日胶。

二、影响因素分析

（一）短期内受供应影响烟片胶价格高企，回落风险加大

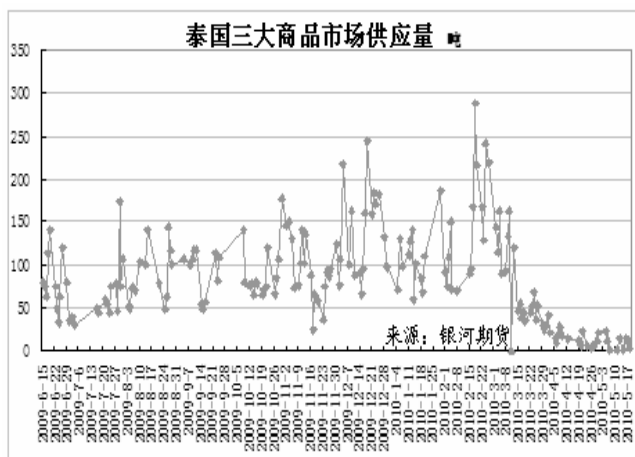


图3：泰国主要橡胶供应市场供应量



图4：烟片胶和标准胶价差图

近来泰国受到天气影响以及泰国红衫军抗议活动导致的局势震荡，都限制了泰国橡胶供应的增加，5月份以来泰国三个主要中心市场的供应量几乎每天都在10吨左右，而泰国的烟片胶出口是全球出口的主导位置。因此烟片胶价格一直高企，与标准胶价差一直拉到90美分/公斤，脱离正常价差20美分/公斤，烟片胶价格如此之高，回调风险加大。后期天气一旦好转，供应增加，烟片胶面临大幅下挫的风险，从而带动整个市场下滑。

（二）若天气无异常变动，供应旺季即将来临

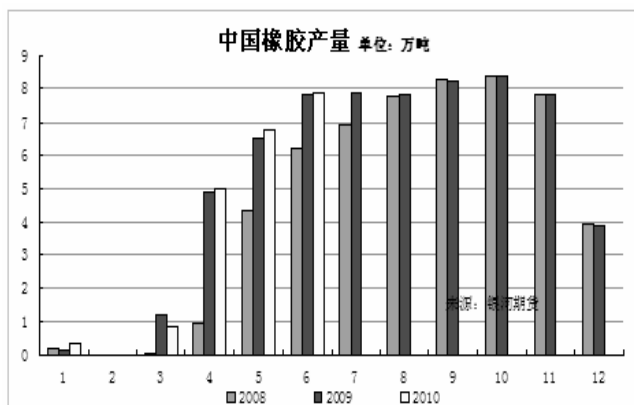


图5：中国橡胶产量

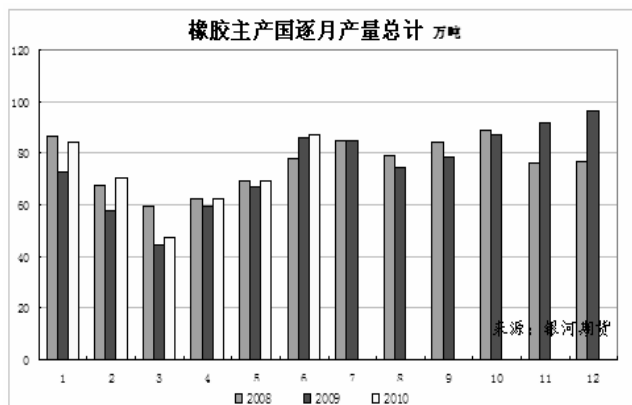


图6：橡胶主产国橡胶产量总计

中国作为世界上第一大橡胶消费国，产量却不足 70 万吨，主要是因为受到地理条件限制，我国的橡胶种植面积有限，但我国的每亩单产水平在逐年提高，加之去年我国天气状况比较利于割胶，因此去年我国也是为数不多的几个橡胶生产国中产量上涨的国家。今年我国橡胶产量将继续上涨，产量有望上涨 5.3% 突破 70 万吨。

从橡胶主产国的橡胶逐月产量来看，每年的 3、4 月份是橡胶的割胶的淡季，产量一般在 50 万吨左右，受到产胶淡季供应量减少的因素影响，每年的 3、4 月份沪胶价格会受到支撑，5 月份产胶量开始上涨，逐渐超过 60 万吨。橡胶价格将出现回落。今年从东南亚产胶国了解的情况看，今年橡胶主产国产量都比较看好，2010 年全年的产较量将增长 6.32% 到 954 万吨。而 6/7 月份作为橡胶供应年内的一个小高峰，橡胶迎来阶段性供应的高峰，且从各国公布的官方数据看，今年上半年各国的橡胶供给都呈现增长态势。首先从天气状况看，目前还未出现不利于橡胶生产的天气出现；其次目前橡胶价格偏高，激发了胶农的割胶热情，加大割胶力度。因此若天气不出现异常情况的话，6 月份将出现年内阶段性供应的高峰。因此要关注天气变化状况，这将对橡胶 6 月走势起到关键性作用。

（三）中国橡胶进口量较大，民间库存较大，打压胶价上行

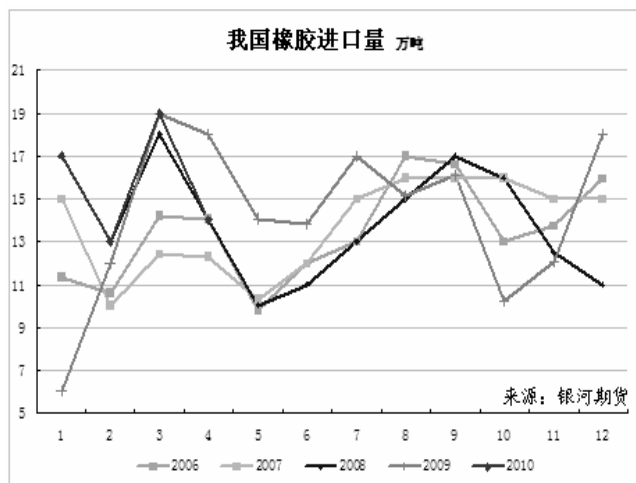


图 7：我国橡胶进口量

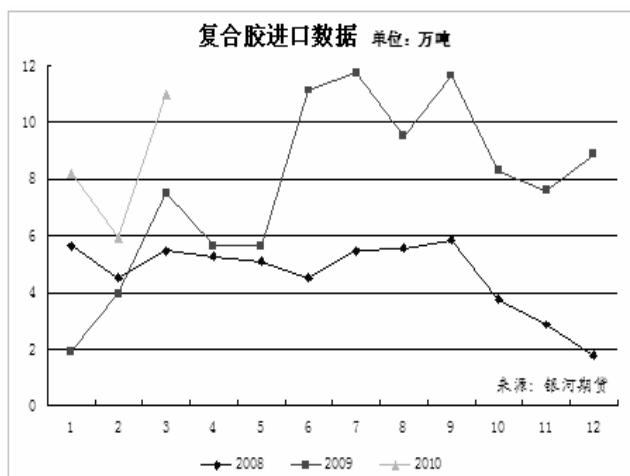


图 8：我国复合胶进口量

受到中国汽车振兴政策的影响，国内汽车行业繁荣，轮胎行业需求增加，从而导致中国橡胶进口量加大，今年 1-4 月份我国累计进口橡胶同比增长 14.55%。去年由于我国取消了复合胶的进口关税，复合胶进口量增长幅度更大，截止到 3 月份，复合胶累计进口量同比增长 89%，即使与经济危机前比也大幅增长 60% 多。天胶和合成胶的大量进口导致国内民间库存较大，以青岛保税区为例，虽较上月有所下降，但仍处于较高位置，橡胶整体库存约为 15 万吨左右。另外很多厂家也有充足库存在手，因此中国的高库存将成为制约橡胶价格上涨的一个重要因素。

（四）国内现货价格陷入下跌趋势

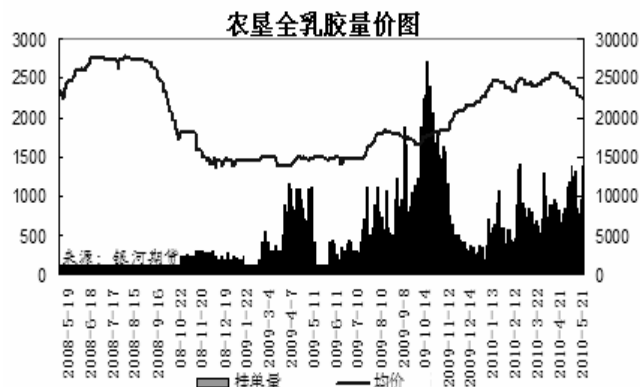


图 9：橡胶主产国橡胶产量

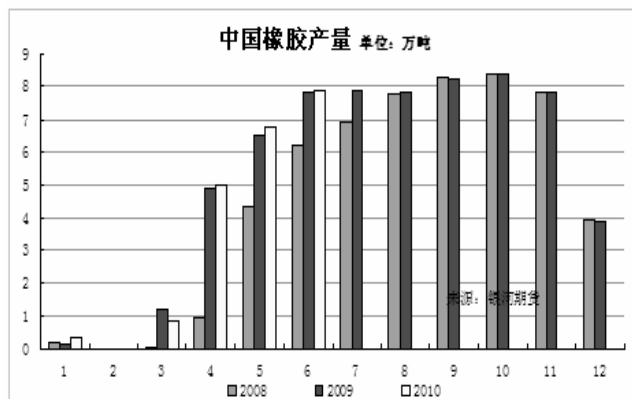


图 10：中国橡胶产量

4月份国内连续两次抛储，抛储在4月中下旬发挥了极为关键的作用，使得橡胶价格在割胶旺季预期来临之前有效抑制了橡胶价格的大幅上扬，平稳胶价，使得国内橡胶现货价格平稳的迎来国际橡胶价格的主动下滑，减缓了下游企业的成本压力。目前农垦全乳胶的价格回落幅度达到20%。从今年上半年我国的橡胶产量预计看，今年我国橡胶生产将延续去年的良好势头，保持上涨。近来农垦的供应量比去年同期大涨也可以证实这一点。因此。农垦全乳胶价格在仍有下跌空间。

（五）国际车市分化，中国车市恐刮起降价风潮

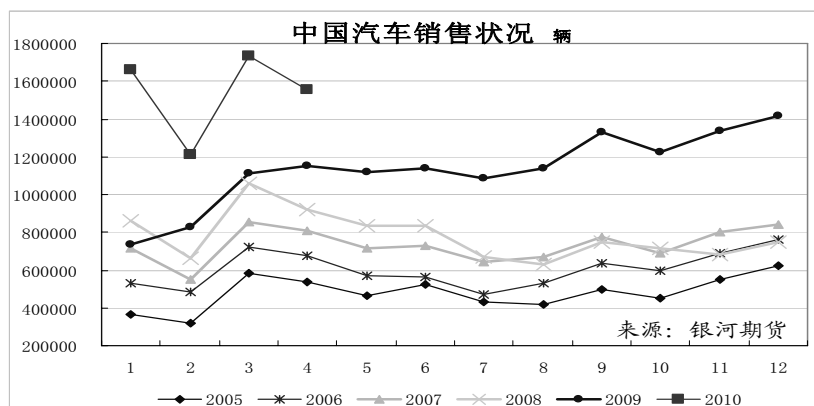


图 11：中国汽车销售状况

4月份中国车市汽车销售仍保持高位，国内汽车市场即将近期消费淡季，在前期厂家疯狂扩产，市场疯狂消费之后5月份库存压力日益明显，截至4月底，官方披露出来的汽车厂家新库存已经达到54.75万辆，去年国内受到汽车振兴政策的刺激，出现一车难求的局面，这种火爆局面一直延续到今年一季度。但在一季度销量惯性增长后，二季度销量开始回归正常增速，4月我国汽车产销已降一成。整体销量冲高回落，但整车企业的产能扩张却并未止步，许多车企的车型价格在库存加大的情况下出现较大松动，除Q5、途观、高尔夫等极个别车型没有价格优惠外，其它车型价格已不再坚挺，如马自达6、凯美瑞等降价幅度达到3万元。当然，目前大部分车企还处于观望阶段，通过促销、让利等活动来试探市场的接受程度，大面积的降价潮并未显现。但伴随终端库存加大并向车企传导，加上以量为纲左右车企产能，两因素叠加之下，降价可能是较佳选择。一旦车企选择降价促销，国内未来汽车销量或将继续保持高昂。

（六）国际车市分化，欧洲车市不容乐观

欧洲汽车制造商协会近日公布的数据显示，由于欧洲各国以旧换新汽车补贴政策到期结束，4月，欧洲新车注册量出现了10个月以来首次下滑，同比下跌了7.4%，至1,134,701辆。德国以旧换新汽车补贴政策在2009年9月份已经结束。4月德国的新车注册量下跌了31.7%，跌幅居欧盟各国之首。2010年前4个月欧洲新车注册量同比上涨了4.8%，但是与2008年前4个月相比下跌了11.6%。

鉴于欧洲各国经济问题的加剧，各国政府恐难继续出台大规模的汽车振兴政策，欧洲车市后期面临惨淡。

基于美国经济的复苏，美国汽车销量出现上涨，4月，美国重卡销量与去年同期销量6,664辆相比上涨了29.5%，至8,627辆，实现第4个月连续同比增长。2010年前4个月，美国重卡销量与2009年同期销量28,496辆相比上涨了13.9%，至32,466辆。从美国重卡的变化看，美国汽车销售处于经济拉升的自主增长的过程中，未来车市继续看好。

三、后市分析

今年全球的天然橡胶产量将处在上涨状态中，涨幅预计为6.3%，但此预计是处在极其乐观的状况下的，没有考虑到目前多变的天气状况，像去年的厄尔尼诺现象和今年年初的干旱。另外目前很多正在割胶的橡胶树主力是在20世纪80年代种植的，这些割胶树已经进入产胶的老龄期，不利于橡胶产量的增加。马来西亚在过去六年里种植面积一直处于萎缩期，因此2010年16%的产量增幅也过于乐观。因此2010年全球950多万吨的橡胶产量是一个乐观预计。

从全年来需求看各国汽车工业刚进入复苏，短期内各国不会轻易退出振兴政策，因此今年国际车市总体依旧看好，特别是中国以及印度市场由于汽车市场的不饱和性，汽车市场尤为强劲，需求也相应旺盛，另外随着全球经济的复苏，对其他橡胶制品。例如摩托车胎、输送带、胶管，胶乳手套的需求将都有所增长，我们预计2010年全球天然橡胶消费量将增加1.6%至971万吨。

从全年的产量和需求看，2010年橡胶供给的紧张和需求的强劲决定今年橡胶市场的基础走势偏强为主，在这种大背景下，橡胶向下走势受到限制。

但回到六月走势看，前期车市的火爆对橡胶市场的支撑作用逐渐减弱。橡胶市场近期关注的重心转移到橡胶供应上来。而6/7月份作为橡胶供应年内的一个小高峰，橡胶迎来阶段性供应的高峰，此时天气变化将成为制约橡胶供应的主要因素，随着橡胶产量逐渐迎来旺季，天气无异常变动的話，橡胶将继续下挫。22000-23000元/吨一线或将成为下跌前的整理平台。

研究员：原静

电话：010-58363235 / QQ：109240471 / 邮箱：yuanjing@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

国际事件左右塑市，超卖期关注原油动向

摘要、导读

- **五月份塑料市场行情回顾：**进入5月以来，连塑主力合约1009连续出现下滑行情，价格一路回落至10000附近。最低下探至9970。连塑价格持续走弱，跌破前期平台11250，跌幅高达13.3%。
- **国际事件浅析：**希腊债务危机仍是5月以来世界所关注的主要事件之一。虽然欧盟出台7500亿欧元的高额救助计划，但在实施上仍存在一定的不确定性。而且在希腊之后还有西班牙、葡萄牙等危机高发的国家有可能步希腊后尘。增加世界危机的不确定性。
- **上游单体持续回落，价格支撑下滑：**纽约轻质原油6月合约价格进入5月后大幅下滑，从最高87.58美元直降近20美元，跌幅达到22.87%。上游单体乙烯CFR东北亚价格从1311.25美元降至1279.25美元，跌幅2.44%。乙烯CFR东南亚1269.25美元降至1236.25美元降幅2.59%。
- **现货价格受制需求低迷，一落再落：**需求上的不旺盛及原油，乙烯等上游单体价格持续下滑，导致现货价格接连回落近千元。7042部分地区最低成交价甚至低于万元。
- **后市塑料价格走势分析：**在部分投资机构看空后市原油的前提下，对近月塑料行情仍看震荡偏空之势。若周边市场大举反弹，则会带来一批超卖后修复行情。

一、塑料期货市场月内行情回顾

本月的行情市场是一个相对来说方向较为单一的市场。自4月中旬的前期高点12000未能突破后，价格一路走低。5月7日的黑色星期五便给了我们一个强烈的空头信号，当日跌幅3.25%，击穿前期平台，为后市的空头发力带来了机会。本月持仓量来看，日平均持仓再10万手附近。最大持仓出现在5月11日，共计112214手。当日成交量仅为22万手左右。这种后半程发力缩量增仓下行的特点，为后市下跌奠定了技术性基础。自5月14日到16日三天明显的放量对抗后（3日共计超114万手），在5月17日成功向下突破且大举冲破近5个月来的下行通道。成为2010年以来首个跌停板日。价格跨越10800/10500/10300各整数技术线。最低下探9970。形成短期的超卖状态。随后3日便产生了一定的技术性修复。5月18日、19日部分获利盘了结持仓，部分多头入场修补下探空当。



二、国际事件解析：欧洲债务危机仍为全球经济走向的风向标

希腊债务危机自 09 年 12 月 8 日爆发以来一直受到全世界人的关注，它所涉及到的相关领域波动大起大落。塑料期货便是受到其间接波及的品种之一。

1、本月局势发展：

2010 年 3 月 3 日 希腊公布 48 亿欧元紧缩方案 2010 年 4 月 23 日 希腊正式向欧盟及 IMF 提出援助请求 2010 年 4 月 26 日 德国表示，除非希腊出台更为严格的财政紧缩政策，否则不会“过早”援手。2010 年 5 月 4 日 欧债危机升级 欧美股市全线大跌。2010 年 5 月 6 日 欧债危机引发恐慌，道指盘中暴跌近千点。2010 年 5 月 10 日 欧盟和 IMF 斥资 7500 亿欧元救助欧元区成员国。2010 年 5 月 20 日 “问题债券”恐酿欧洲银行危机，金融股频频失血。

2、相关品种近期走势：

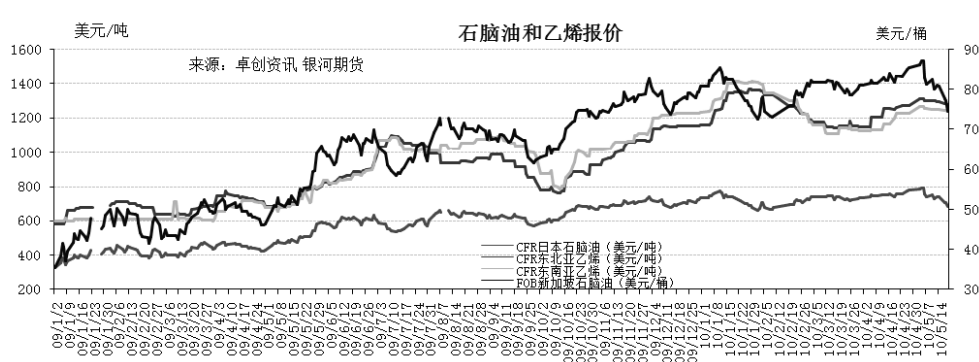
原油：价格大跌，自 4 月初的 87.58 美元降至 5 月 20 日 67.55 美元最低。降幅 22.87%。



解析：希腊债务危机的进展牵动着全球经济的变化。希腊的局势是欧元区经济形势的缩影。他的发展会直接影响到原油的消费及投资情绪。进而对身处能源化工的塑料产生直接影响。

三、上游单体走势，迎合国际形势，短期难见反弹。

乙烯：四月后期，五月中期国际市场乙烯走势出线下滑态势。上游单体乙烯 CFR 东北亚价格从 1311.25 美元降至 1279.25 美元，跌幅 2.44%。乙烯 CFR 东南亚 1269.25 美元降至 1236.25 美元降幅 2.59%。



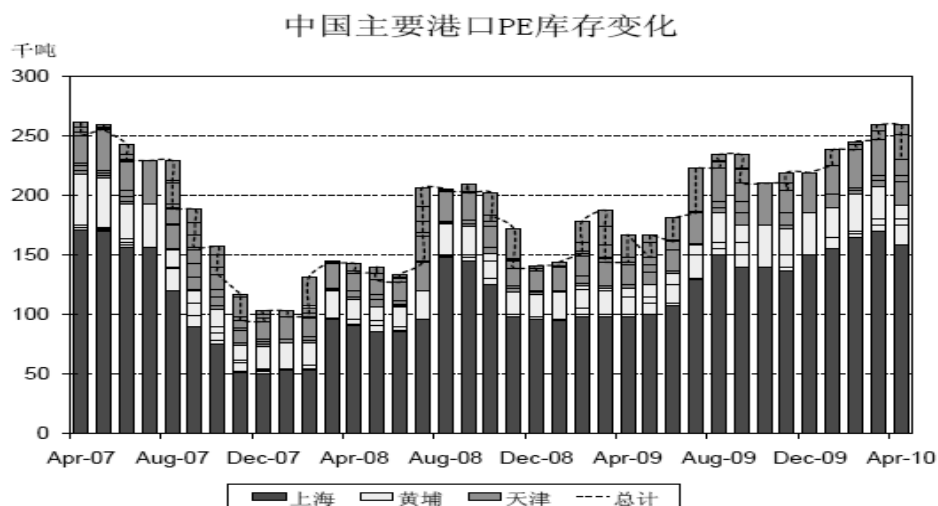
虽然在塑料行业乙烯处于中间产物状态，部分石油石化企业在塑料价格上更看重原油，石脑油的价格。但乙烯的全球供给量的大幅增加不得不引起一定的关注。

四、现货价格持续回落，支撑一再下移：



	现货成交价（元/吨）			LLDPE期货指数（收盘价）	cash均价
	茂名石化（华南）7042（广州）	齐鲁石化（华北）7042	扬子石化（华东）7042（南京）		
5月20日	10200	9950	10400	10350	10183
5月19日	10200	9950	10400	10200	10183
5月18日	10200	10100	10600	10305	10300
5月17日	10550	10100	10600	10210	10417
5月14日	10820	10450	11300	10690	10857
5月13日	10820	10500	11300	10885	10873

现货价格受到需求及上游单体持续回落的影响，价格重心严重向下便宜。进入5月更是受到周边市场影响，价格一路下滑。以7042为例部分地区月降幅超过千元。美金市场也无一例外的价格回落。从港口库存来看4月、5月都属于近期高库存期，需要日后的逐步消化。



五、塑料期货后市分析及预测

不同的经济形势导致不同的价格走势。受制于危机四起的欧元区的不确定性，及国内政策调控频出，加息预期等因素的综合影响。5月末段6月初期可能会因为超卖状况的出现而反弹。反弹幅度取决于原油行情及周边市场行情的走势。基本上。5月仍为消费的淡季，所以大举反弹的可能性较小。而连塑主力合约1009持仓量相对较小，受到投资者短期风险偏好的影响较为严重。所以在关注上首选风险预期，并关注国内各大期货公司相关持仓。顺势交易才是规避风险的上策之选。预计区间在10400-10600。但是，若原油继续下探60美元，则塑料市场不排除向下冲击万元大关。操作上，顺势交易，空单短期可随市获利了结，后续可逐步多单建仓。

研究员：吴衡

电话：0411-84806510 / QQ：172552733 / 邮箱：wuheng@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

基本面弱勢格局确立，PTA 期价维持偏空思路

摘要、导读

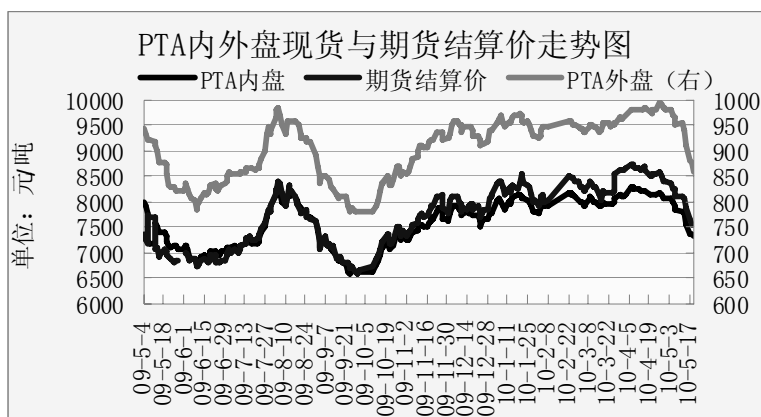
- 国内 PTA 期货市场 5 月行情回顾与宏观面环境分析。宏观因素对本轮 PTA 行情的下跌起到关键性的作用。
- 上游原油与 PX 等芳烃类产品市场运行分析。原油和 PX 继续运行在下行通道中，弱勢难改。
- PTA 现货市场运行分析。现货市场供应面充足，市场心态依旧十分谨慎。
- 下游聚酯与纺织终端市场运行分析。聚酯系列产品仍有较大的下跌空间，终端六月份淡季到来需求转弱。
- PTA 期货市场技术分析。PTA 期价弱勢格局难改，后市考验 7200、6700 两个技术上支撑位。
- PTA 期货后市行情特点与操作策略。基本面弱勢格局确立，PTA 期货维持中线偏空思路。

PTA 现货市场价格目前维持在 7250-7350 元/吨一线振荡，市场买盘介入意愿不浓，价格重心不断下滑，后期现货价格在 6900 元/吨附近寻求支撑。上游原油和 PX 仍处在下跌趋势中，原油先考验 66 美元关口，如支撑无效，有下探 60 美元的可能。PX 后期尚有待考验下方 900 美金的支撑力度。5 月份 PTA 工厂开工负荷略有下降，整体上供应压力依然较大，社会库存较高，供大于求现状较难改变。终端聚酯工厂利润较好，但五月以来销量下滑，聚酯产品价格跌幅已达 1000 元/吨，目前利润空间仍有 500-800 元/吨偏上，后期跌势仍将延续。终端纺织刚性需求略有回落，江浙织机开机率下滑至 68% 附近，市场心态转坏，近期接单意愿明显下降，6 月终端开机率下降至 5 成附近的概率较大。

综合看，当前 PTA 上、下游基本面弱勢格局未改，PTA 期价中期下跌趋势难以改观，短期 PTA 期价在 7500 附近仍有反复，操作上建议中线空单逢高介入并持有，以 900 美金的 PX 目标价位进行成本核算，PTA 成本价在 6400 元/吨，后期如行情有效跌破 7200，有望下探 6700 点附近。操作策略上维持中线偏空思路。

一、PTA 期货 5 月份行情回顾与宏观面环境分析

回顾五月份的行情，可以看出 PTA 现货价格和 PTA 期货行情在 4 月下旬至 5 月中旬一个月的时间里，呈单边大幅下挫的走势，特别是期货结算价从 8600 附近，下跌至 7500 附近，跌幅达 13% 左右，创下了年内最大跌幅。



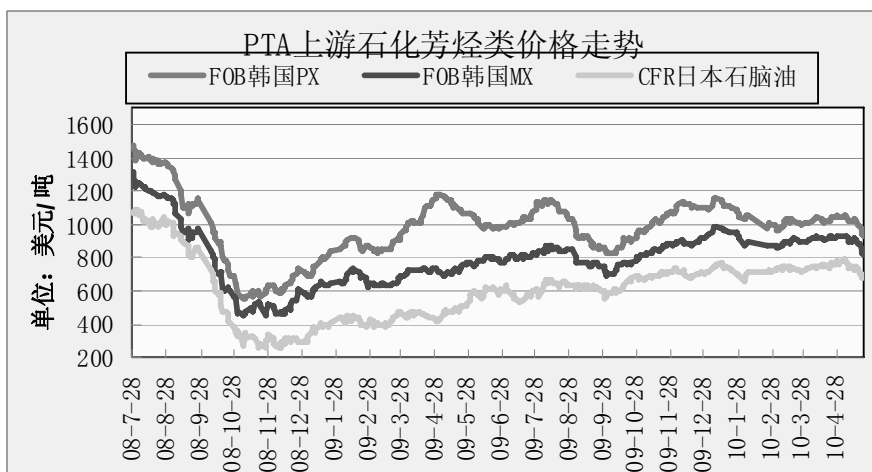
资料来源：银河期货研究中心 图 1: PTA 内外盘现货价格与期货结算价走势图

而本轮 PTA 行情大幅度下跌，宏观面因素起到了十分明显的作用：

首先是政策面因素，今年以来中美等国开始退出经济刺激政策，市场资金面逐步收紧，A 股和国内商品市场在国家对房地产市场调控和外围市场暴跌的双重压制，行情在五月份出现恐慌性单边下跌，加息等政策面利空消息始终令金融市场和商品市场上空阴影挥之不散。

其次，外围经济环境持续恶化，欧元区希腊，西班牙及英国等国家债务危机愈演愈烈，美元指数趁机创下年内新高，但指数在 87 附近压力较大，近期承压回落至 85 附近震荡整理，但中期走势看，后期仍有进一步走强的趋势，因此股市和商品虽然经历了短期的暴跌，风险有所释放，短期呈现弱势震荡的走势。但从中期走势看，商品和股市目前仍处在下跌趋势中，一旦美元短期回调结束，后期商品仍将步入下跌通道。

二、上游原油与 PX 等芳烃类产品市场运行分析



资料来源：银河期货研究中心 图 2: PTA 上游石化芳烃类产品价格走势

因五月以来，原油从 80 美元附近大幅下跌至 70 美元以内，从图二中可以看出，石化类产品石脑油、MX、PX 的价格也随之趋势性下行。从图三中可以看出：MX-PX 平均价差持续低于 150 美元的底线估值水平，PX 生厂商基本为亏损状态。PX 的价格已经在 1000 美金关口徘徊近 3 个月，而 3-4 月 PTA 市场维持高开工率和高额利润的情况，PX 的价格始终低迷不振，其根本原因在于 PX 供应过剩的情况仍没有得到有效改善。2009 年 PX 新增 280 万吨产能，2010 年仍有 100 吨新产能投产，而 PTA2009 年新增产能仅 220 吨左右，2010 年计划新增约 200 万左右的新产能，按比例，2010 年 PX 相对过剩 100 万吨，PTA 产能尚能完全消化 PX 新增产能带来的影响。

5 月份 PTA 工厂对 PX 货源基本备完，对 6 月货源采购仍处观望中，目前 PX 现货市场缺乏流动性，PTA 与 PX 价差加大，PTA 利润丰厚，但由于供应增多，PTA 工厂谈判主动性较强，尤其是国内 PX 产能供应增多，多数合约货为主，在一定程度上挤压现货市场，也造成现货市场流动性下滑。整体而言，市场买家认为短期缺乏有利因素刺激 PX 价格止跌反弹，PX 后期支撑位在 900 美金附近，而支撑能否有效仍待进一步观望。



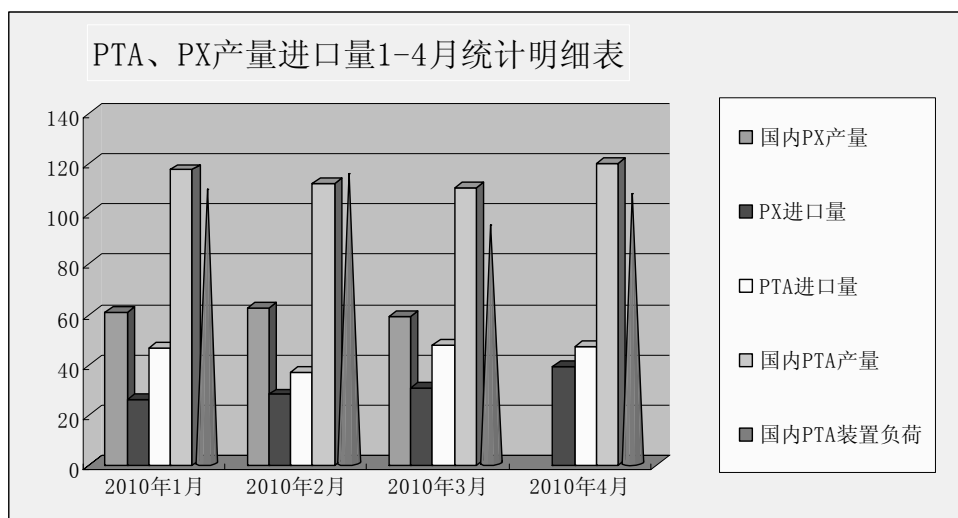
资料来源：银河期货研究中心

图 3: PX、MX、石脑油价差变化图

三、PTA 现货市场运行分析

（一）国内 PTA 供应面情况

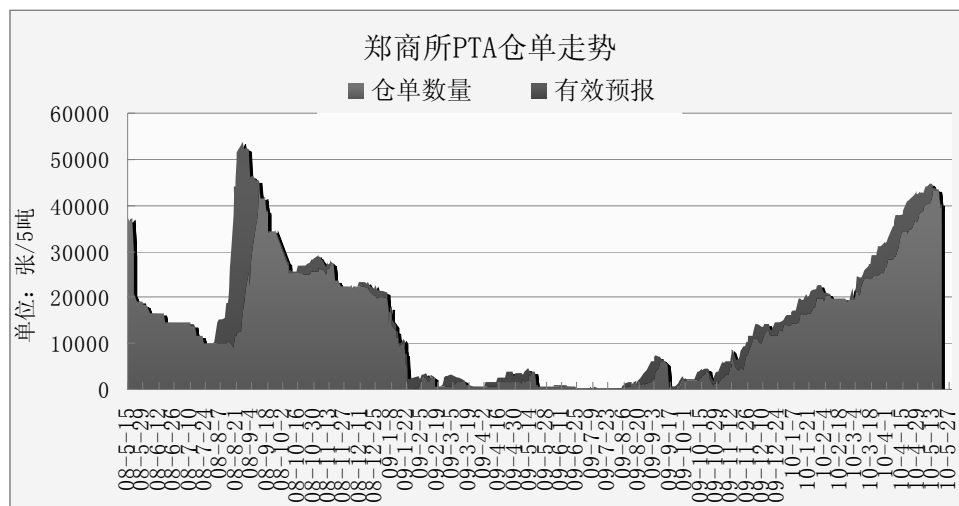
首先，从供需角度来看，2-4 月份尽管为数不少的 PTA 装置安排检修，但 1-4 月 PTA 的产量依维持在较好水平，市场供应紧张的格局并未呈现，局部时段 PTA 市场绝对供需仍有富余量。



资料来源：银河期货研究中心

图 4：PTA、PX 产量和进口量 1-4 月统计明细表

据 CCF 统计，2009 年全年国内 PTA 产量在 1190 万吨左右，进口量在 622.3 万吨左右，因此 2009 年当年国内 PTA 绝对供应量在 1812.3 万吨附近，而聚酯对 PTA 的需求量在 1720 万吨左右，考虑到其他领域之上的应用，2009 年供需过剩预计 70 余万吨左右，特别是 8 月份之后，随着 PX 供应量的明显增多，PTA 市场进入“再库存”阶段。进入 2010 年之后，尽管 2 月份开始不少装置陆续有安排计划内检修的动作，但因 PTA 效益较好，整体装置开工率仍然维持在中上水平，月度产量接近 110 万吨水平。从进口数据来看，除 2 月受农历春节影响，数量不到 45 万吨水平，1 月、3 月进口量仍然高达 56 万吨之上，应当说以当前丰厚的利润状况来看，反倾销并未显著阻断韩国等地的 PTA 输入国内市场。另一方面，1-3 月因聚酯效益状况并不理想，聚酯平均开工不足 76%，特别是 2 月春节期间一部分装置安排停车检修，聚酯装置开工一度降至 73% 偏内。而 4 月因产品效益明显回升，聚酯企业开工陆续上调，江浙聚酯整体开工一度升至 8 成附近，但尽管如此，PTA 的社会消耗量也仍然在 155-158 万吨左右水平，供应方面仍略有过剩。在这种状况之下，PTA 社会库存继续累加，至 4 月末已经接近 110 万吨水平，5 月份 PTA 行情大幅下挫，再加上 5 月期货合约交割后，近 10 万吨的现货流入市场，对供应面的压力愈加沉重。

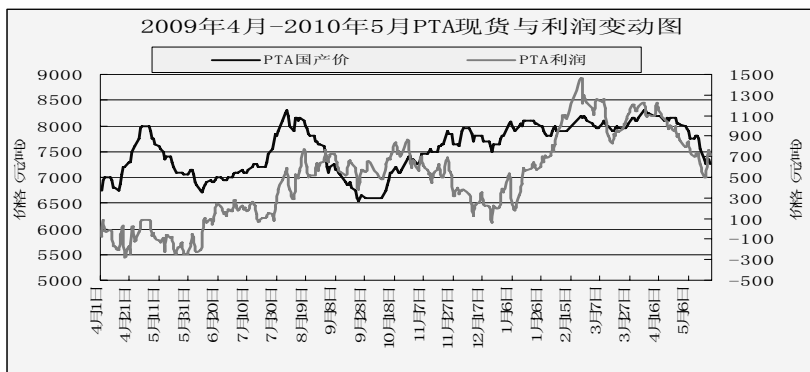


资料来源：银河期货研究中心

图 5：郑商所 PTA 仓单走势

（二）国内 PTA 生产成本与合同结算价情况

从图六中可看出，自 2010 年 2 月至 5 月的时间里，PTA 工厂的利润空间一直保持在 800 元/吨以上，最高时甚至达到 1500 元/吨的利润空间，超额的利润导致聚酯工厂装置超负荷运转。



资料来源：银河期货研究中心 图 6：PTA 现货价格走势与 PTA 工厂利润变动图

合同货方面：4 月国内主流 PTA 供应商合同客户报价多在 8200 元/吨附近产生，但随后现货逐渐抬升至 8100-8250 元/吨水平，当月现货平均价在 8200 元附近，最终主流供应商结算在 8350 元/吨价位产生。5 月报价在 8400-8500 元/吨附近出台，但因现货市场价格大幅下跌至 7300 附近，预计本月合同结价大约在 7700-7750 元/吨附近。

表一：国内 PTA 主要供应商 2010 年各月合同报结价表

	BP 珠海报价	BP 珠海结价	中石化报价	中石化结价	逸盛石化报价	逸盛石化结价	翔鹭报价	翔鹭结价
1 月	8000	8200	8000	8200	8000	8200	8000	8200
2 月	8300	8150	8200	8150	8300	8150	8300	8150
3 月	8200	8180	8200	8150	8200	8150	8200	8150
4 月	8200	8350	8200	8350	8200	8350	8200	8350
5 月	8500		8400	预计 7750	8400		8500	

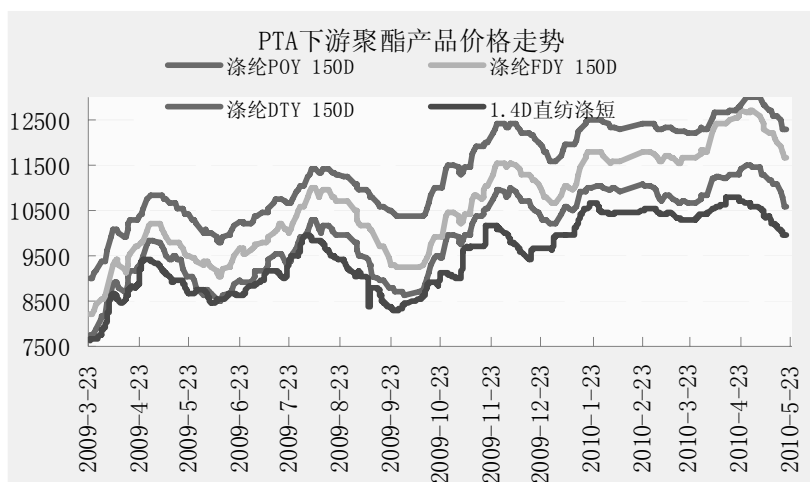
（三）PTA 贸易环节流通情况

四月底五月初，PTA 现货价格已经回升至危机前的正常水平附近，而当前丰厚的利润状况使得市场对 PTA 的估值仍然存在分歧。而对于贸易商环节而言，在经历了 2009 年的黄金行情之后，多数抱怨目前的行情缺乏可操作的空间，在市场预期有限、外围环境动荡不明的大背景下，多数贸易商被迫选择谨慎观望，参与追涨甚至哄抬行情的动作也相对有限，这也使得 PTA 现货市场缺乏些许活力。

进入五月份，受国家对房地产调控和欧元区债务危机暴发等双重因素压制，PTA 期货选脱离了盘整了数月的振荡趋势，选择了向下突破，现货市场闻风而动，部分对市场行情较为敏感的贸易商，纷纷不计成本抛售现货，但现货市场接盘者很少，贸易商大多选择在期货上抛空现货，并选择在五月交割，这也导致了五月份合约最后有 4 万多手仓单交割。随着 PTA 期货跌破 8000 关口，现货市场成交价直接跳水至 7700 以下，五月中旬期货跌破 7500 元/吨，现货价也跌至 7250-7300 的低点，因本月现货合同结算价和现货价格预计差价较大，有部分贸易商开始尝试小单进行建仓，但市场主流对现价位 PTA 兴趣不大，普遍表现谨慎，维持观望态势，整体看，贸易商环节 PTA 的库存应在本月得到了一定的消化，但市场交割的 PTA 现货依然是一个较大的数量，对市场仍存在较大的压力。

四、 PTA 下游聚酯和终端纺织市场运行分析

（一）聚酯工厂近期现状和聚酯系列产品价格走势分析

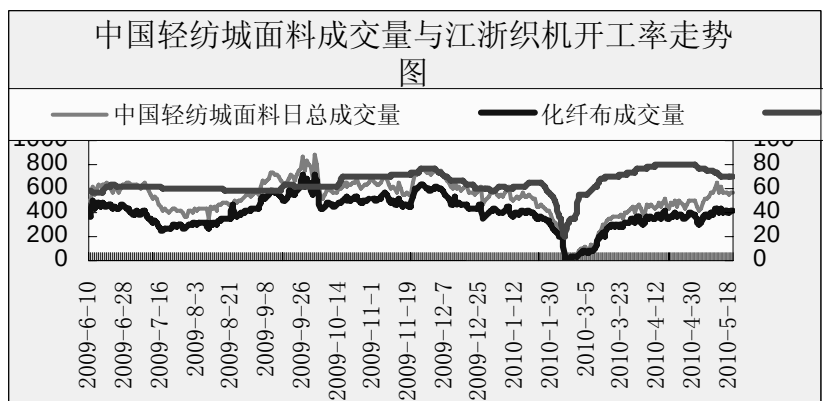


资料来源：银河期货研究中心 图 7：PTA 下游聚酯产品价格走势图

从图七中，我们可以看出：因基本面和宏观面因素利空因素较多，PTA、MEG 等上游聚酯原料疲态下行，聚酯市场的各个品种，都呈现了单边下跌的形态，短期内难以止跌企稳。按当前的聚酯原料成本核算，当前聚酯产品如涤纶长丝的利润空间达 800-1000 元/吨偏上，库存压力尚可，但目前期货股市大跌，聚酯工厂和市场商家的心态明显转坏，普遍采取出货为主的策略，由此可以认为：聚酯产品近期的弱势格局确立。

虽然从四月底至五月以来，聚酯市场成交重心下跌了 1000-1200 元/吨左右，下跌过程中市场的刚性需求还是有局部体现，但目前聚酯系列产品仍有 500-1000 元/吨的利润空间，在恐慌的氛围中，价格战很难避免，预计聚酯大盘后期仍有较大的下跌空间。

（二）终端纺织和面料行业近期需求情况分析：



资料来源：银河期货研究中心 图 8：中国轻纺城面料成交量和江浙织机开机率走势图

从图八中我们可以看出，今年3月至5月，终端纺企的开工率维持了较高的开机负荷，另外中国轻纺城的成交量也已经恢复至正常水平，整体而言上半年终端需求面表现良好，但进入四月下旬后，需求面开始呈现出略有走弱的迹象。

目前江浙地区纺织企业近期受丝价下跌影响，订单状况尚可和布匹销售情况开始走淡，但出于对后市行情的忧虑，观望情绪开始增浓，终端厂商对6-7月的订单形势较为悲观。目前江浙织机开机率本周下滑至68%附近，织厂采购原料和接单的积极性受挫。整体看，目前终端需求受外围环境影响，市场对后市明显趋于谨慎，淡季会提前到来，随后的一两个月里，终端对聚酯的需求量会有较明显的下滑。

五、PTA 期货市场技术分析



资料来源：郑州商品交易所 图 9：2010 年 10 月 21 日 PTA1009 合约周线走势图

从图九中，我们可以看到：PTA1009 合约自跌破 8500 点上涨趋势线支撑位后，周线上呈现单边下跌走势，其中期下跌趋势近期内难以改变，从技术图形中，我们发现近月 PTA1009 合约第一支撑位在 7200 点附近，如后期有效跌破 7200 点，则不排除行情会进一步下探第二支撑位 6700 点附近。

研究员：安建华

电话：0571-28002255 / QQ：44023986 / 邮箱：chenzhaoze@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

大豆天气炒作未结束，有望形成内强外弱格局

本月对市场影响最大的就是欧元区的经济形势，市场对于欧洲经济形势的忧虑一直困扰着商品市场。美元在避险需求支撑下一路上行，大宗商品承压走软，大豆类商品受其拖累跟随回落。由于金融环境的连续多日疲弱，大豆期价震荡区间下移。目前CBOT大豆在940美分一线徘徊，由于目前美国大豆产区天气有利于播种及作物生长，短期市场仍难获天气因素提振。

一、新季大豆库存高于预期

据美国农业部(USDA)2010年5月11日周二早晨公布的最新月度报告，预计美国2009/10年度大豆结转库存为1.9亿蒲，高于市场预测的1.82亿蒲式耳均值(预估区间1.6亿-2.05亿蒲)；此外，美国农业部本次报告还首次公布了2010/11年度美国新作物数据，预计美新豆结转库存为3.65亿蒲，高于市场预测的3.38亿蒲平均值(预测区间2亿-5.31亿蒲)；本次报告的南美巴西、阿根廷10/11年度大豆产量分别为6500万吨和5000万吨。

报告显示，美豆需求仍然较强，美国农业部连续五个月上调出口预期，显示出在全球关注需求增长的周期内，价格受其提振的程度。单从各项数据来看，陈豆库存与上月持平、新豆库存增加，这令期价带来一定的利空影响。

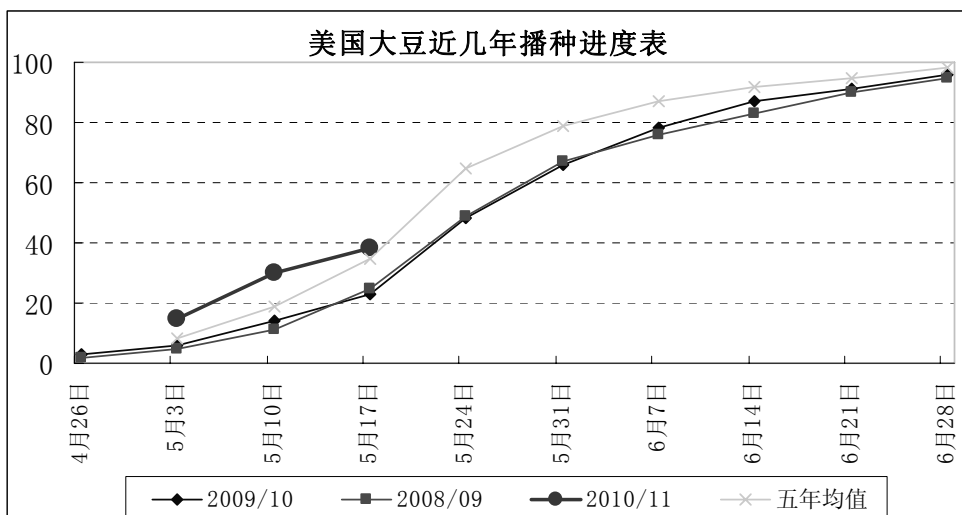
USDA5月份公布的美国大豆及其产品供需平衡表			
	2009/10年度(估计值)		2010/11年度(预测值)
	4月份	5月份	5月份
大豆	百万英亩		
播种面积	77.5	77.5	78.1
收获面积	76.4	76.4	77.1
平均单产(蒲式耳/英亩)	44	44	42.9
	百万蒲式耳		
期初库存	138	138	190
产量	3,359	3,359	3,310
进口量	15	15	10
总供应量	3,512	3,512	3,510
压榨量	1,730	1,735	1,640
出口量	1,445	1,455	1,350
种子用量	91	91	88
调整值	57	42	66
总使用量	3,323	3,323	3,144
期末库存	190	190	365
农场平均价格(美元/蒲)	9.20-9.70	10	8.00-9.50

业内分析师对美国2009/10市场年度大豆及谷物结转库存的预测(十亿蒲):				
2009-10年度	平均预测	预测区间	USDA4月报告	2008-09年度
玉米	1.853	1.718-1.999	1.899	1.673
大豆	0.182	0.160-0.205	0.19	0.138
小麦	0.95	0.886-0.971	0.95	0.657

2010-11年度	平均预测	预测区间
玉米	1.884	1.500-2.400
大豆	0.338	0.200-0.531
小麦	0.961	0.764-1.133

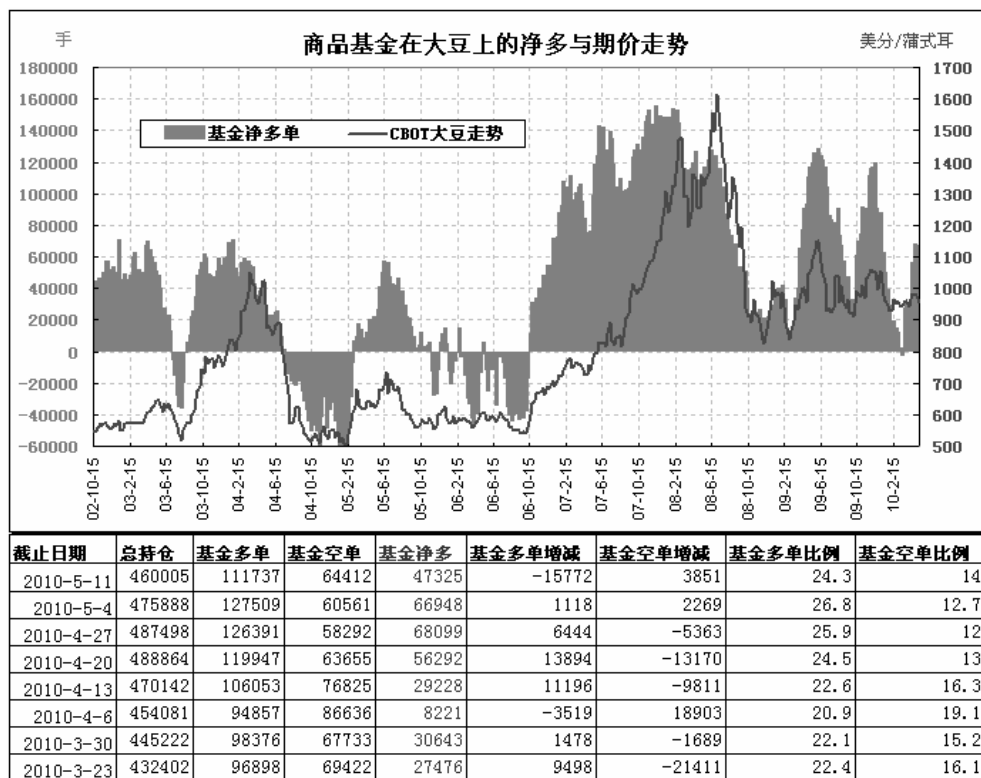
二、美国大豆种植进度良好

截至5月16日当周，美国大豆种植率为38%，前一周为30%，去年同期为23%，5年均值为35%。美国大豆出芽率为13%，前一周为7%，去年同期为5%，五年均值为9%。美国农业部农业气象专家称，南部大平原局部较强雷雨天气中断播种，但有利于维持土壤湿度充足。与此同时，北部产区包括北达科他天气温暖，这种天气有利于冬小麦生长和作物的播种、出芽和生长。中西部作物带天气将朝更加温暖、干燥模式发展，大豆播种及生长进度预计加快，这也对市场形成利空影响。



三、商品基金净多单先增后减

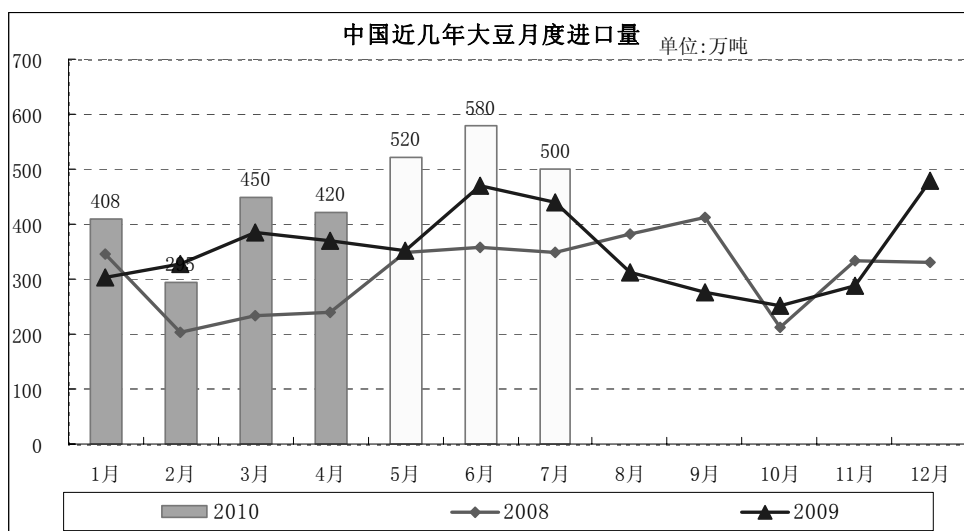
CFTC 公布的数据显示,截至 5 月 11 日当周,商品基金将 CBOT 大豆净多单为 4.7 万手。近几周呈先增后减态势,显示出商品基金对后期大豆价格仍有犹豫不决的态度。商品基金的态度将进一步加剧市场对于后市的谨慎。



四、国内进口大豆压力继续增加

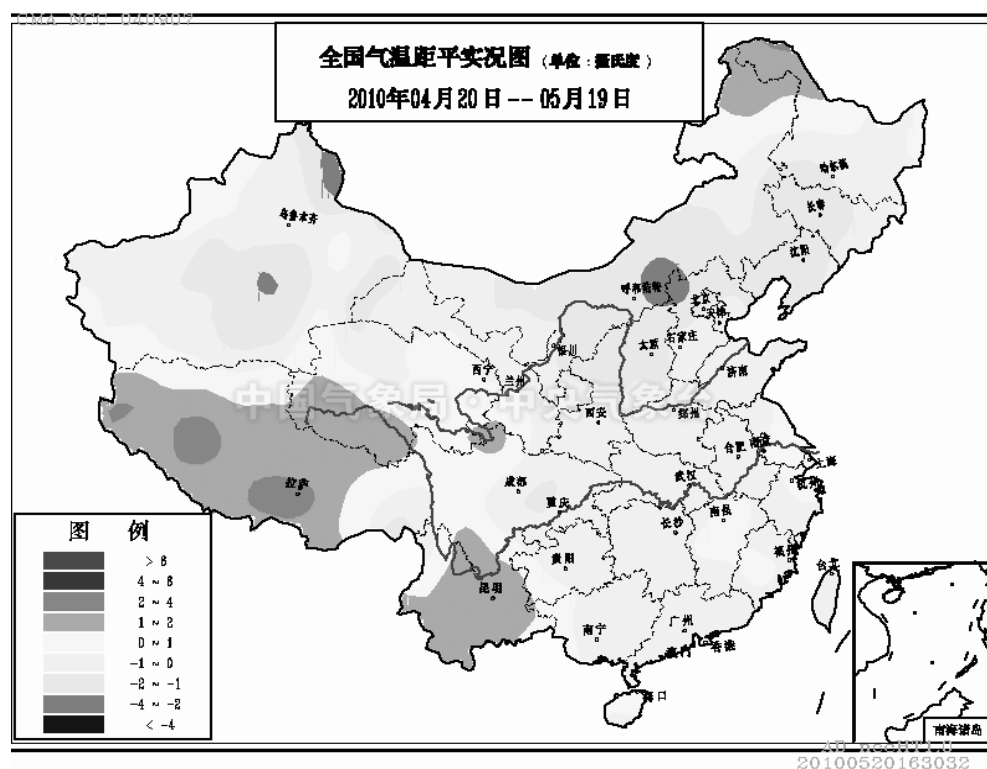
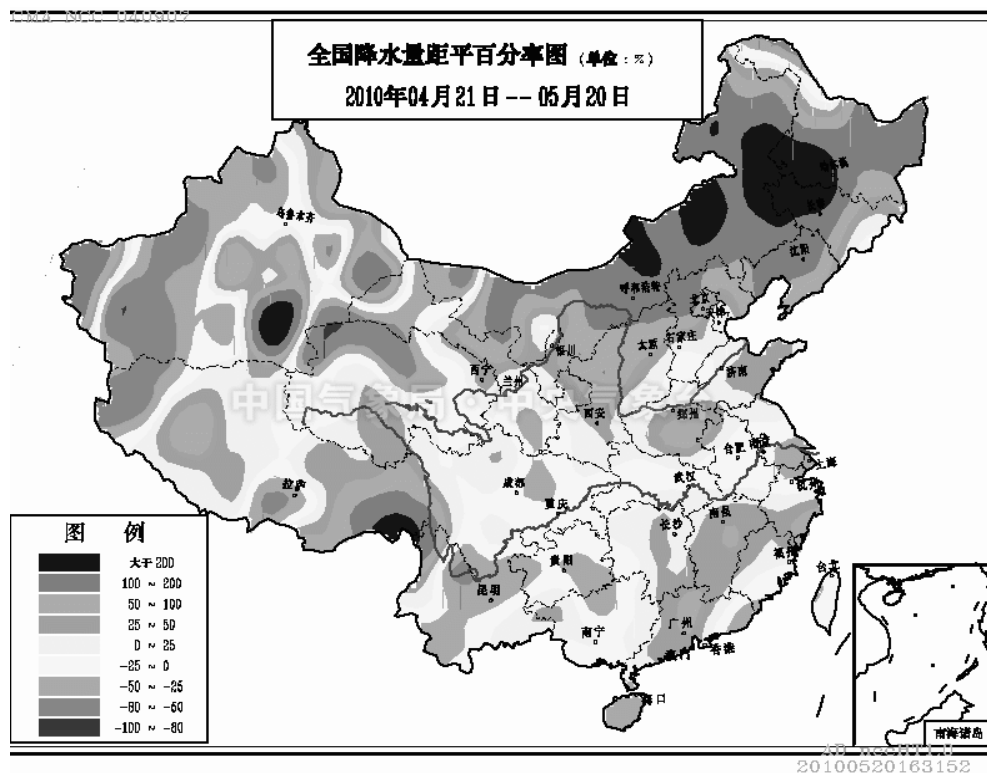
海关数据显示，中国4月份进口大豆419万吨，较去年同期到港量增幅为13.24%；其中1-4月份合计进口大豆1523万吨，同比增加9.89%。国家粮油信息中心预计，未来几个月中国大豆进口势头仍将强劲，由于进口成本降低。预计今年5月-7月每个月的大豆进口预计都将超过500万吨，触及纪录水平。中国5月大豆进口预计将达520万吨，而6月料将进口580-600万吨大豆船货，将创月度进口的历史最高水平。而中国商务部近期将五月份大豆进口数据上调到了479万吨，比上年同期的进口量352万吨增长36%，相比之下，早先的预测为469万吨。而由于南美大豆价格低廉，预计中国5、6月到港大豆船货将创纪录高位，据悉中国订购了600万吨6月大豆船货，为历史最高购买量。

从本年度前四个月的进口量以及未来三个月的进口量来看，明显高出近二年的月度进口量，这带给市场的影响是双向的，一方面中国庞大的需求对国际大豆价格形成提振，另一方面中国进口量的增长加大了国内供应压力。



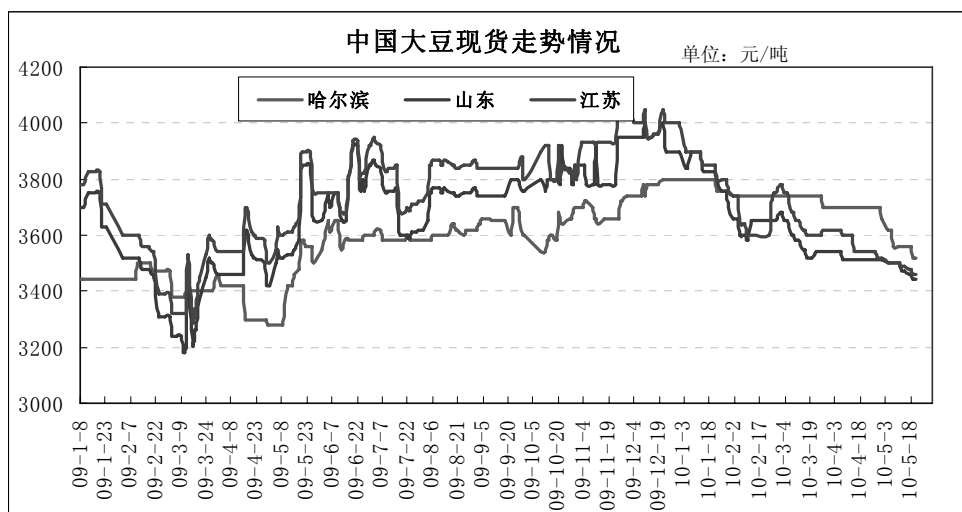
五、产区大豆播种缓慢，后期形势不乐观

从5月17日夜到20日，黑龙江省自西向东又开始了一次中等强度的降水。已经过去的这个冬天，黑龙江省降水量比历年同期偏多82%，气温一直偏低。进入3、4月份，全省气温比历史同期低3到5摄氏度。每年4月20日前后，农村山坡上的草地就开始变绿，2010年这一景象5月5日前后才出现。备战春耕的关键时刻，4月12、13日，全省范围内普降暴雪，哈尔滨两天的降雪总量竟达32毫米。5月5、6日，黑龙江又经历了一次暴雨过程，部分地区降雨量超过80毫米。极端的天气使筹备已久的春耕延后了2-3周。黑龙江省减灾委员会委员、东北农业大学教授魏湜表示，播种期拖后意味着生育期延迟，作物生长发育滞后，将直接导致粮食减产，起码不会增产。



六、现货低位徘徊，无政策提振难上涨

随着四月末，大豆收储政策的结束，大豆政策目前一直处于真空期，由于失去了国家的收储补贴政策，收购主体纷纷下调了收购价，现货走出一波弱势回落行情。其中产区现货价格回落幅度大于销区价格，进一步接近了与销区的差价。截止至 5 月 21 日，哈尔滨地区油厂收购价为 3520 元/吨，较上月同期下跌 180 元/吨；山东地区分销价为 3440 元/吨，较上月同期下跌 70 元/吨；江苏地区分销价为 3460 元/吨，较上月同期下跌 80 元/吨；由于目前港口库存较大且未来进口量创记录，港口分销价仍将承受较明显的供应压力，而产区现货价在明显回落后，无法获得政策及基本面的提振，也呈现低位徘徊走势。现货市场的变化，后期需重点关注产区播种情况以及进口成本变化。



美豆目前仍在 940 美分一线徘徊，美元的走向对商品有着决定性的作用。大豆市场仍在寄希望于后期天气的不确定性，这将限制短期下行空间。从国内的玉米强势，我们看到了农产品的季节性的强势，大豆虽然受到供应压力的影响，目前也没有实质性利多，但投资者对其的看好令其抗跌性明显。国家对大豆后期的政策预期、国内大豆播种推迟以及面积减少的预期都将为后期价格企稳做铺垫。所以，豆类短期预计延续调整格局，但继续下行的空间比较有限。综上所述，大豆中线走势未遭到完全破坏，鉴于天气升水仍在，可采取逢低适量做多。

研究员：梁勇

电话：0451-55505206 / QQ：35168774 / 邮箱：Liangyong@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

豆油：植物油供应充足，六月难有好表现

摘要、导读

- **豆油供应充足，六月难有好表现。**受制于欧洲债务问题引发的欧元区经济发展担忧和美元指数大幅反弹，豆油期价走势五月“跌跌不休”。豆油现货均价较上月下降 100 元/吨，至 7363 元。2010/11 年度，全球豆油产量与需求均回归到正常趋势水平，全球期末库存水平维持平稳。由于全球大豆产量或可能不会出现本年度的高峰，中国进口水平可能维持平稳增长，那么 2010/11 年度中国的期末库存有可能会下降。鉴于这样的判断，当前豆油主力合约 1101 具备利多预期的。但短期来看，接下来的几个月，国内油料进口量维持高位，供应压力十分明显，消费旺季未来临，近几个月豆油价格不具备持续上涨的条件。震荡区间预计在 7400-7700。
- **棕榈油消费回暖具备支撑。**预计 6 月棕榈油的生产会恢复性的小幅上升，马来西亚出口料将保持强势。国内港口库存维持 60 万吨，库存有待进一步消化，但随天气好转，需求有望进一步放开。中国印度两大进口国的需求恢复，将对马来西亚棕榈油期货价格企稳提供支撑。我们预测六月棕榈油的价格下行可能性较小。
- **新菜籽减产但植物油进口充分，菜籽油价格窄幅震荡。**国内菜籽预计产量下降 50%，国家限制进口菜籽水平在后期或将延续、国储托市收购政策等因素是将会是支撑价格走势的重要因素。但由于菜籽油进口水平较高，且豆油等其他植物油供应充足，菜籽油价格也很难大幅上扬。后期的进口水平仍然是关注的重点。
- **相关市场。**中国农产品物价指数回落，接近历史中高水平。农产品超额利润指数平稳，接近历史中低水平。农产品市场风险较低。

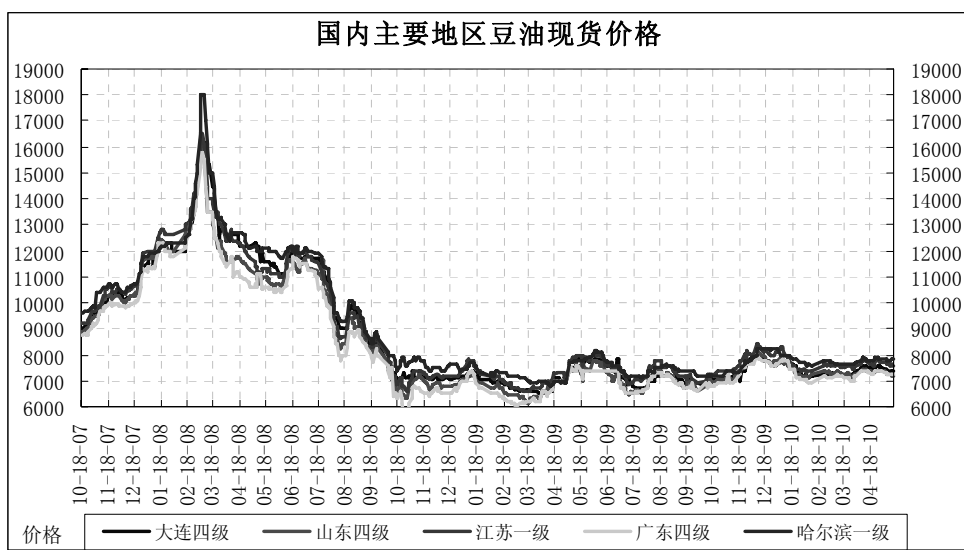
一、行情回顾

进入五月，受制于欧洲债务问题引发的欧元区经济发展担忧和美元指数大幅反弹，国际原油以及商品市场纷纷遭遇资金空头打压，为国内豆油以及整个植物油市场营造利空压力，加之市场对加息的预期再次增强，国内豆油期现市场价格“跌跌不休”，自上期月报至目前，豆油 1101 合约下跌 5.4%。回顾 5 月份的豆油走势，国内豆油受金融市场整体拖累走势偏弱，五月底价格筑底反弹，六月价格维持窄幅震荡为主。

二、现货市场

据检测显示，截至 5 月 19 日，国内散装一级豆油现货均价在 7363 元（单位：吨，下同），较上月同期下降 100 元。其中黑龙江地区出厂价格多集中在 7600 元，较上月同期下降 100 元；天津地区出厂报价在 7600-7670 元，下降 100 元；江苏地区出厂价格在 7600，较上月下降 50 元；广东地区出厂报价在 7250 元，较上月下降 50 元。从以上价格不难看出，当前豆油市场价格处于“北强南弱”的态势，由于库存及开机水平不同，因此报价策略产生差异。

五一前曾有一小波补库，导致现货价格上涨，但时间持续很短。东北地区豆油现货价格走势震荡偏强，该地区多数油厂处于停机状态，现货库存不多，存在一定挺价惜售心理，报价维持坚挺。华北地区市场上豆油现货价格走势震荡上行，运行空间上移。华东地区市场上豆油现货价格一波三折，整体处于高位震荡格局；华南地区市场上豆油现货价格走势震荡偏强，处于领涨地位。本月由于大豆原料供应不足及部分地区受电力不足影响，油厂停机率增加，加之“限进令”政策支撑，在一定程度上缓解了豆油的供应压力，增加了厂商挺价的信心。广东地区油厂月初时是在政策的支撑下大幅上涨，然而中旬时成交低迷，油价回落整理，但后期随着停机率的增加，油厂挺价心理较强，再次推高油价；广西地区油厂多数时间里开机比较正常，但周边市场价格走势上扬，为厂商上提报价带来信心和理由，价格随之上涨。据了解，东海，益海等大型油厂整个月份 28 天全部开工。



数据：国家粮油信息中心 银河期货

图 1: 国内主要地区豆油现货价格

三、市场供应与需求

（一）国际供应形势

5 月上旬美国农业部公布 2010/11 年度油籽油料供需平衡报告。报告显示全球 2010/11 年度大豆产量会继续增加，但其中美国产量预计会有所下降，巴西和阿根廷的大豆产量预计会有所下降，中国大豆产量有所上升，全球总产量增加 20 万吨。但由于 2009/2010 年度期末库存将维持在 6290 万吨高位，将导致 2010/11 年度期初库存压力增大，在消费平稳增长的情况下，最终 2010/11 年度期末库存也会随之继续增长。因此下一年度油料供应丰足的情况可能持续下去，对于新年度油脂市场形成压制。

表一：美国农业部 5 月份大豆供需平衡表(产量)

	4 月更新					5 月更新
	2005\06	2006\07	2007\08	2008\09	2009\10	2010\11
产量						
美国	83,507	87,001	72,859	80,749	91,417	90083
巴西	57,000	59,000	61,000	57,000	67,500	65000
阿根廷	40,500	48,800	46,200	32,000	54,000	50000
中国	16,350	15,967	14,000	15,540	14,500	15200
印度	7,000	7,690	9,470	9,100	87,500	8800
巴拉圭	3,640	5,856	6,900	3,900	7,000	6500
加拿大	3,161	3,466	2,696	3,336	3,500	3650
其他	9,512	9,337	8,016	9,278	10,797	10901
总计	220,670	237,117	221,141	210,903	257,464	250134

数据：USDA 银河期货

表三：美国农业部 4 月份大豆供需平衡表（库存）

	4 月更新					5 月更新
	2005\06	2006\07	2007\08	2008\09	2009\10	2010\11
期末库存						
阿根廷	16,473	22,606	21,760	16,613	25,580	23850
巴西	16,641	18,190	18,902	10,547	18,240	17307
中国	4,573	2,700	4,245	9,048	10,268	11718
美国	12,229	15,617	5,580	3,761	5,159	9937
印度	106	53	116	336	1,281	781
其他	3,215	3,791	2,353	1,716	2,428	2493
总计	53,237	62,957	52,956	42,021	62,963	66086

数据：USDA 银河期货

USDA5 月公布的平衡表数据里，首次披露对 2010/11 年度的供求预测。USDA 美国，阿根廷，及南美的大豆产量均有所下降，中国大豆产量根据其预计有所增长。中国，阿根廷，巴西的豆油产量较本年度有所增长，美国豆油产量有所下降。最终结果全球豆油产量增加 200 万吨，这个增量比较平稳。

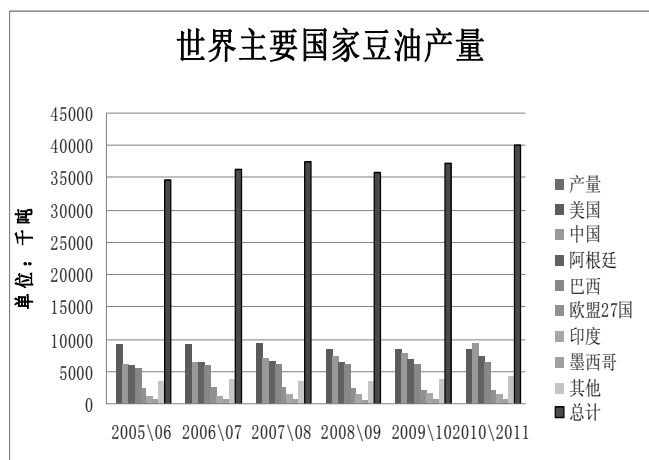


图 1: 世界主要国家豆油产量

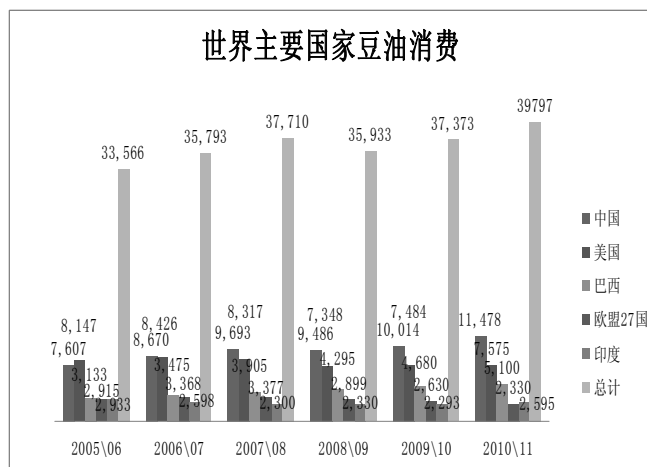


图 2: 世界主要国家豆油消费

2010/11 年度，由于全球经济企稳，世界豆油消费总量增长 242 万吨，至 3979 万吨，增长 6.5%。其中，主要消费国家中国，美国，巴西，欧盟，印度消费均较本年度增长。消费的增长保持强劲。

2010/11 年度，豆油产量和需求都回归了正常的增长趋势，已经完全自 2008 年危机时的产量和消费的大幅缩水恢复。供应 3996 万吨豆油与 3979 万吨豆油需求，刚刚供需平衡。

世界的豆油期末库存水平预计达到 278 万吨水平，由于 2009/10 年度期末库存维持在较高位置，282 万吨。因此看来，2010/11 年度的世界油脂市场供求格局较本年度不会有一个急剧的逆转，仍然维持在供求基本平衡，全球总体库存水平稳定，产出国库存水平较高的情况。

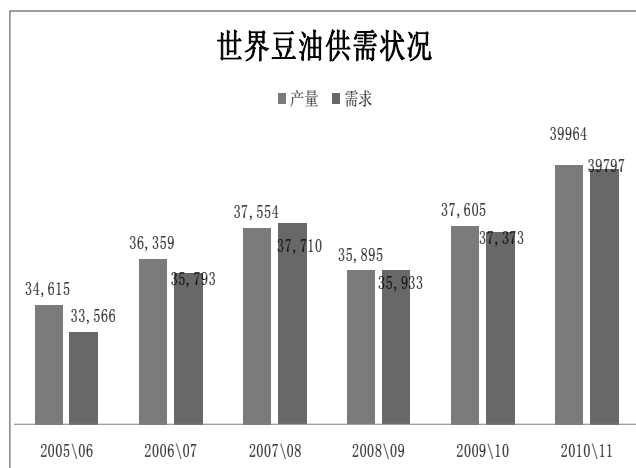


图 3: 世界豆油供求状况

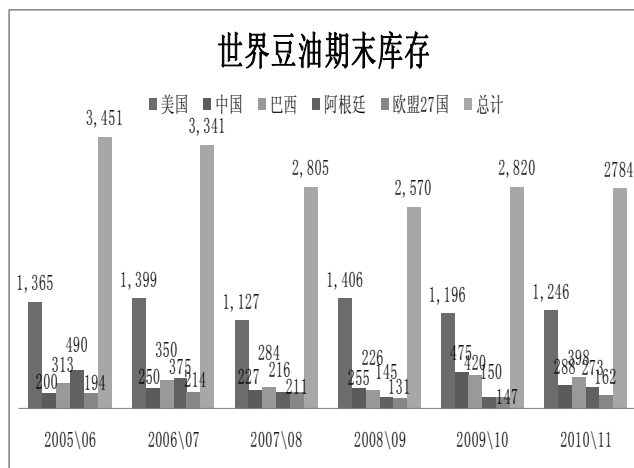


图 4: 世界豆油期末库存

(二) 国内供应形势

1、2010/11年度进口水平维持稳定增长 就中国来看，2010/11年度，中国的大豆和豆油进口水平能够控制在合理水平，中国国内豆油库存水平会有所下降。当前我国油脂油料进口依存度不断提升。USDA预计2009/10年度中国进口豆油230万吨，大豆进口4350万吨。

往年豆油进口年增量为 200-300 万吨，据国家粮油信息中心监测，2009/10 年度大豆进口创历史纪录，可能达到 4600 万吨，增量达到历年一倍。高于 USDA 的预计。如果 2010/11 年度大豆进口量仍延续如此高位，可能会进一步增加豆油供应。

但按照 USDA 公布的 2010/11 年度全球大豆产量估计，2010/2011 年度全球大豆产量可能出现小幅度下降。各个主产国的销售压力不会像本年度这么大。那么有可能 2010/11 年度，中国的大豆进口量不会出现一个突破性的上涨。我们因此可以暂且相信下个年度，中国的豆油期末库存会有所下降。

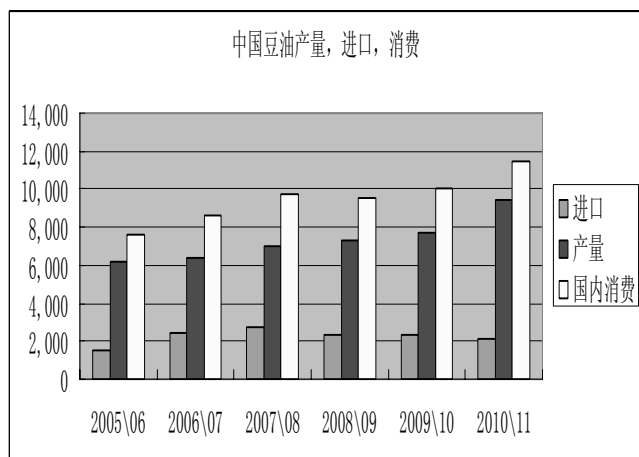


图 5：中国豆油产量，进口，消费

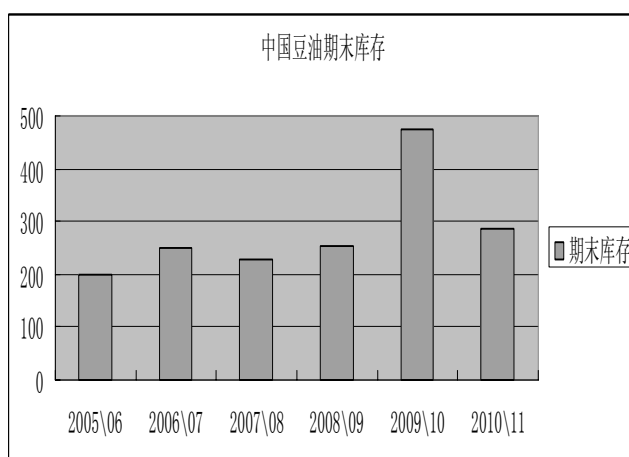


图 6：中国豆油期末库存

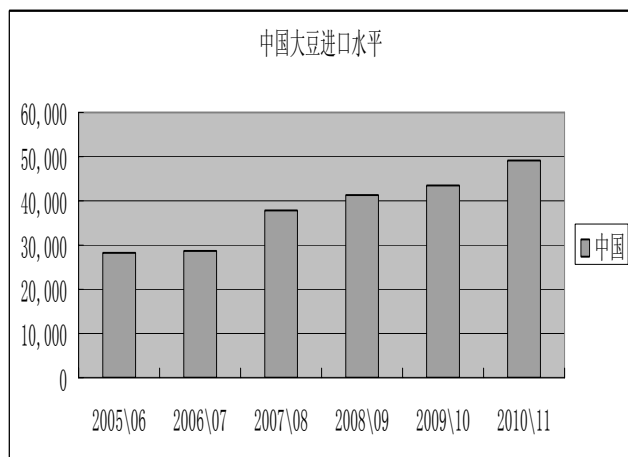


图 7：中国大豆进口水平

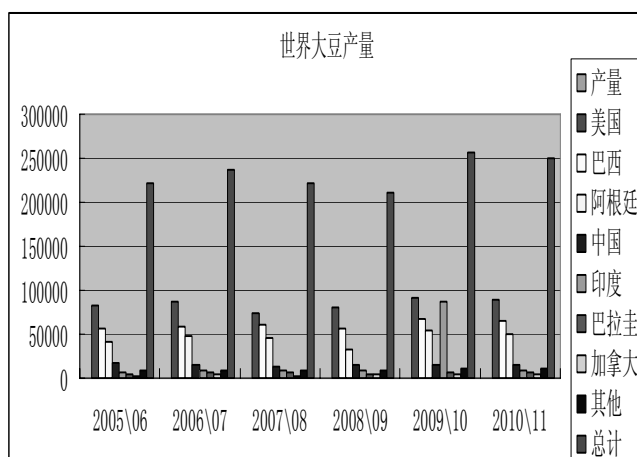


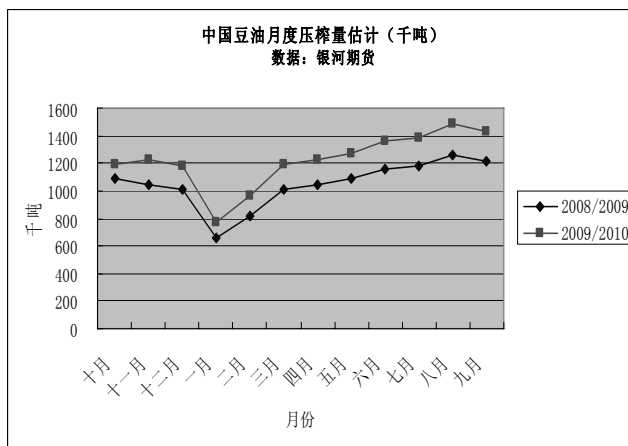
图 8：世界大豆产量

2、开工率维持正常，逐步恢复。国内油厂理论压榨利润由上月-186 元回升。东北地区油厂压榨利润为 86 元，中部地区 47 元，沿海地区 8.6 元。油厂理论压榨利润水平合理，开工率预计稳持正常。

自 5 月中旬各地油厂开工率逐步升高，但随着豆油进口限制政策的出台，以及 5 月大豆到港量增加，5 月份预计油厂将逐渐继续恢复开机生产，6，7 月份国内豆油压榨或可达到 130 万吨。因此在供应较为充足的情况下，油价继续上涨的压力较大。



数据：银河期货 图 9：油厂理论压榨利润



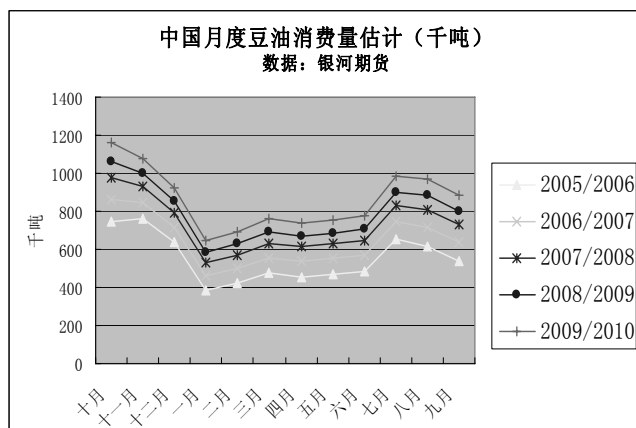
数据：银河期货 图 10：中国豆油月度压榨量估计

3、短期进口形势。国家粮油信息中心预测，预计4月份400-430万吨，5月份475万吨，6月份600万吨，7月份400万吨。自4月上旬开始豆油进口限制仍在继续。中国每年需要进口200万吨豆油，其中绝大部分从阿根廷进口，主要由于阿根廷豆油价格低廉。在此之前，中美之间一直存在豆油贸易壁垒，之前中国一直要求美国进口的豆油需附上作物检疫证明。这项要求等于围堵美国豆油进口，因美国农业部只提供作物证明，但没有加工品证明。但由于阿根廷对中国向阿根廷出口鞋子，钢铁等产品进行限制，中国自四月起限制阿根廷豆油进口以表示不满。分析师称，中国需要阿根廷之外的其他豆油管道，可能会转向美国和巴西等国进口豆油。而巴西可供出口的大豆和豆油都占很少一部分，因此最终中国更可能转向美国进口豆油。一位产业消息人士表示，商务部正讨论这件事，可能松绑对美国进口的管制。但是美国和巴西的豆油价格都高于阿根廷进口的豆油价格，阿根廷的进口豆油到岸税后价是7200元/吨，美国是7600元/吨，国内是7500元-7600元/吨，可见前者的价格优势非常明显。目前中国从美国进口的豆油数量很少，在和国内价格差别不大的情况下，到货周期更长的美国豆油并不吸引中国买家。短期豆油进口水平可能继续下降，暂时缓解一部分国内供应压力。

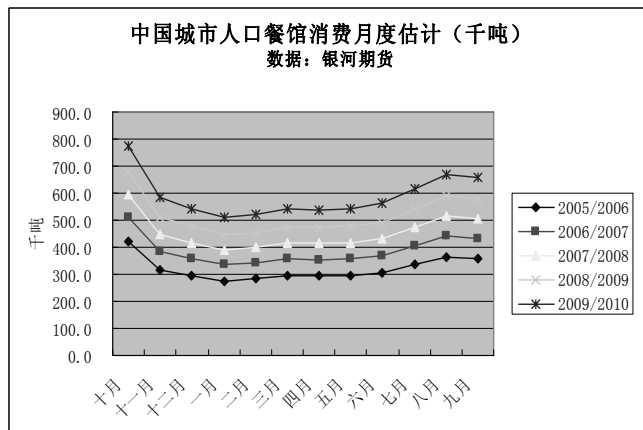
综上所述，2010/11年度，全球豆油产量与需求均回归到正常趋势水平，全球期末库存水平维持平稳。由于全球大豆产量或可能不会出现本年度的高峰，中国进口水平可能维持平稳增长，那么2010/11年度中国的期末库存有可能会下降。鉴于这样的判断，当前豆油主力合约1101具备利多预期的。市场接下来所要关注的就是美国主产区的天气是否会对大豆单产产生有利或有害影响，阿根廷及南美当季大豆的收获及销售情况，以及是否有突发性事件改变消费国的需求现状。但短期来看，接下来的几个月，国内油料进口量维持高位，供应压力十分明显，近几个月豆油价格不具备持续上涨的条件。

（三）国内需求形势

1. 整体需求依然不旺。虽然进入五月份以来，市场上看涨消费预期增加，但豆油消费的旺季并没到来。贸易商会以消耗库存为主。但终端消费并不会明显放量，因此现货油价会以稳中求涨为主。按我们估计的月度消费，5，6，7月份消费处于中等水平，约80万吨。纵观五月，由于小长假的存在，外出就餐人数增加，使得豆油消费有所增长，进而对价格产生一定利好支撑，抑制油价下滑空间。我们预计6月份中国城市人口餐馆豆油消费约56万吨。但距离真正的旺季还有一段时间。消费仍需时间逐步恢复。



数据：银河期货 图 11: 中国月度豆油消费量估计



数据：银河期货 图 12: 中国城市人口月度餐馆豆油消费量估计

四、国家宏观经济环境与政策

1、**欧洲经济债务问题增加市场不确定性。**自5月中旬希腊主权债务危机出现急剧恶化引发市场大幅下跌以来，整个商品市场随着市场出现多次急跌。目前日本10年期国债收益率1.294%，德国10年期国债收益率2.862%，英国10年期国债收益率3.735%，澳大利亚10年期国债收益率5.465%，意大利10年期国债收益率3.979%，葡萄牙10年期国债收益率4.782%，西班牙10年期国债收益率4.034%，希腊10年期国债收益率8.627%。各欧洲国家国债收益率处于较高水平，市场系统性风险增加。继希腊之后，西班牙也可能再次暴发主权债务危机。对于欧盟经济状况的担忧和传言还会继续影响市场，这还将使美元走高，原油走低，导致商品市场动荡下跌。

图 1: 国内期市品种持仓变动

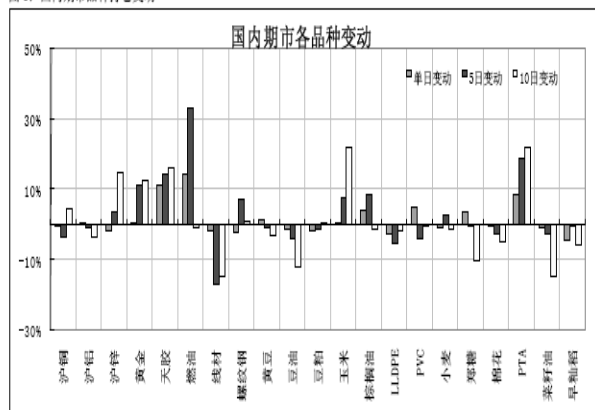


图 13: 国内期货品种持仓变化

图 1: 国外期市品种持仓变动

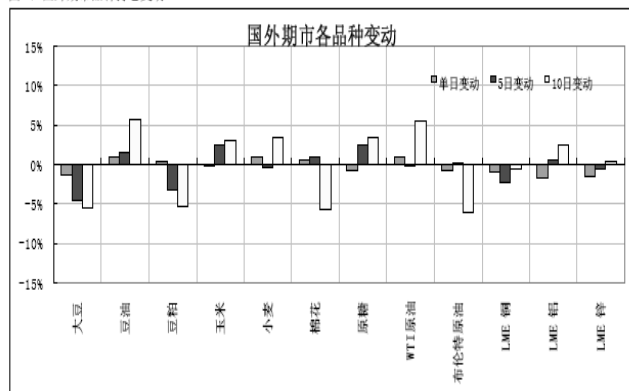


图 14: 国外期货品种持仓变化

五、基金持仓分析

从基金持仓的情况来看，截至2010年5月16日，CFTC公布非商业豆油净持仓回升。美国重提生物能源法案可能在五月底通过，豆油价格可能企稳回升。

六、豆油行情研判

综合以上因素分析，2010/2011 年度全球豆油期末库存有可能较 2009/11 年略降，这将很大程度上取决于美国新作大豆的产量，而中国的进口水平是否维持高位也将是影响 2010/11 年度国内豆油期末库存水平的关键。对于豆油 1101 合约的判断将更多与美国产区的天气及大豆单产变化有关。

短期内，由于接下来的几个月，大豆到港量维持高位，且消费旺季没有到来，国内植物油供应压力明显，因此豆油 1009 合约不会出现大幅上涨。预计豆油六月不具备上涨的条件，震荡区间预计在 7400-7700。提请客户关注外围市场如美豆、原油及美元的价格走势。

棕榈油：夏季消费回暖，支撑棕油价格

一、行情回顾

随着五月天气转暖，棕榈油并未像往年一样价量齐涨。相反，棕榈油主力合约 1101 在本月一路小幅下挫，从月初最高收盘价由 5 月 4 日的 6934 下挫至 5 月 17 日当月最低收盘价 6468（截至 5 月 20 数据）。本月马棕油也是一路下行。本轮走势的主要因素来自于宏观经济层面，投资者出于对希腊债券危机的恐慌，致使全球股市及大宗商品价出现普跌行情。

二、现货市场

本月现货市场交易平稳，价格成小幅下行格局。据监测华北地区 24 度棕油销售价格由月初每吨 6900 元降至目前 6750 元，降幅为 150 元/吨。华东地区价格月初为 6880 元/吨，目前已降至 6750 元/吨的价格水平。华南地区由月初的 6820 元/吨降至目前的 6630。本月现货价格走势可分为两个阶段，上半月成单边下行趋势，其主因是消费平淡，导致价格难以有上行动力。下半月起，价格逐渐有企稳迹象。北方市场成交价维持在 6750 一线，南方市场在 6650 附近震荡；振幅大约在 30-50 元之间。月底价格恢复原因主要是天气状况使然。北方地区气温已然步入高位，消费恢复使得油价止跌。而南方的暴雨天气使得交易商难以有低价出货的意愿。

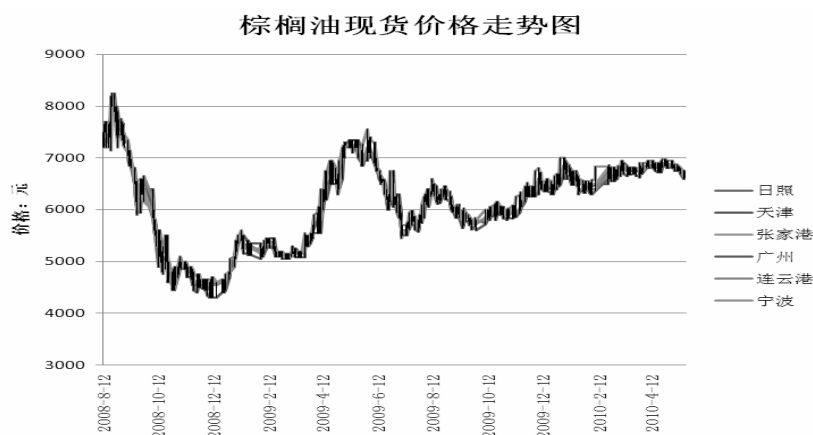


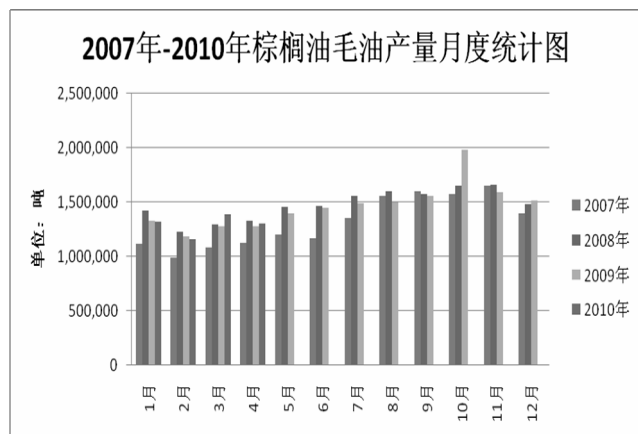
图 1：棕榈油现货价格走势

三、市场供应与需求

5 月中旬马来西亚棕榈油局（MPOB）公布马来西亚 4 月棕榈油产量，出口，库存等数据，显示 4 月毛棕榈油产量为 131 万吨，较上月的 139 万吨略有减少，降幅约为 5.8%；按历史产量数据来看，每年 1，2 月是毛棕榈油产量最低的月份，3，4 月份产量有所回升，但相对其他月份仍是处于较低水平，5，6 月份产量继续增加。我们预计 5 月份马来西亚棕榈油产量相对于 4 月将会小幅增长。MPOB 同时公布马来西亚 4 月份棕榈油（包括毛棕榈油和精炼棕榈油）

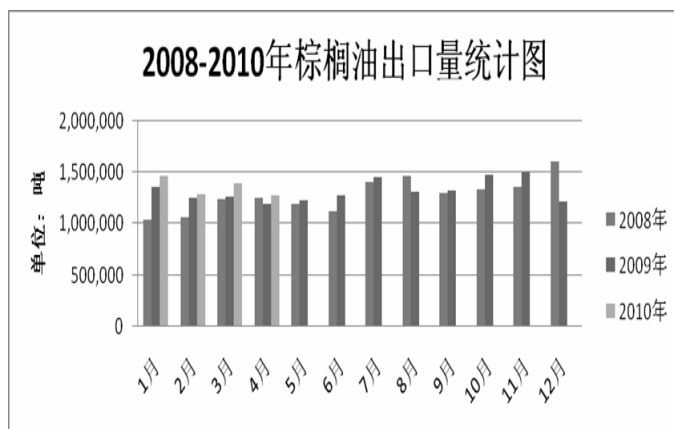
出口量为 128 万吨，较上月的 140 万吨减少了 8.5%；出口的降低显示了全球棕榈油阶段性的需求低迷。尽管 4 月份的毛棕油产量和棕榈油出口量都有所减少，两者对库存的影响是使 4 月份的期末库存量由上月的 165 万吨降至当前的 162 万吨。下降 3 万吨，为 7 个月以来的最低水平，从而减少库存的压力。

因此，从 4 月份月度统计数据看，马来西亚棕榈油产量出口均出现下降趋势，但我们认为这现象是短暂的，随着天气的好转和消费的恢复，相信 5 月份的产量和出口量均会有一个明显的反弹。此外，本月其棕榈油进口量为 11 万吨，较上月的 5 万吨增加了近 120%。



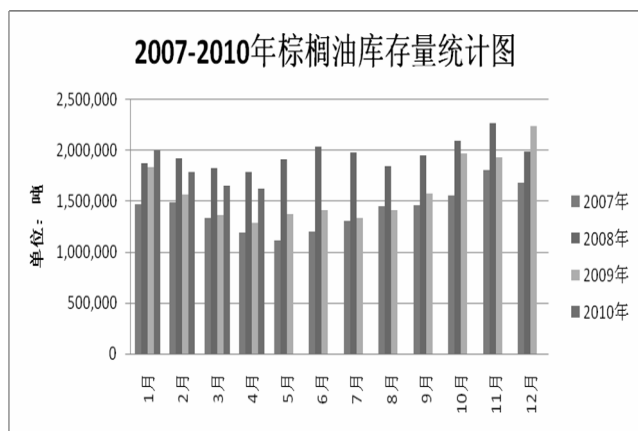
数据：MPOB 银河期货

图 2：马来西亚棕榈油月度产量



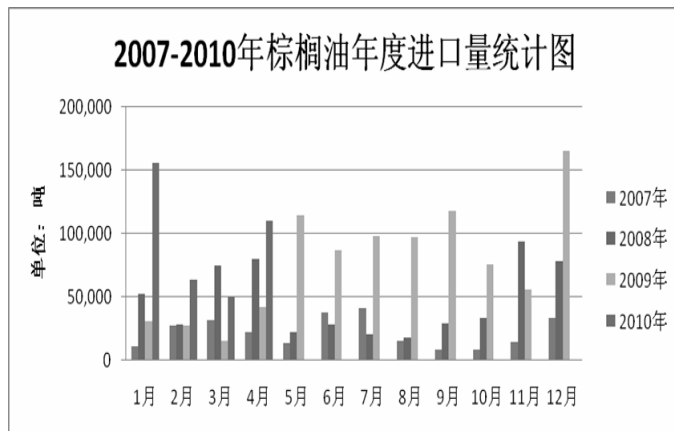
数据：MPOB 银河期货

图 3：马来西亚棕榈油月度出口



数据：MPOB 银河期货

图 4：马来西亚棕榈油月度期末库存



数据：MPOB 银河期货

图 5：马来西亚棕榈油月度进口

另外，船运调查机构 ITS 5 月 20 日公布的统计数据显示马来西亚棕榈油产品出口较上月同期增加 7.1%，至 775,995 吨。4 月 1-20 日出口为 724,499 吨。另一船运调查公司 SGS 公布数据显示马来西亚 5 月 1 至 20 日棕榈油出口量环比增加 3.2%，至 791,971 吨。高于市场人士此前预估的 77.5 至 79 万吨范围。相比之下，SGS 4 月同期估值为 767,251 吨。其中同期出口至中国的数量分别由四月的 18 万吨（ITS）和 17 万吨（SGS）上升至 22 万吨和 25 万吨。环比上升为 21%（ITS）和 44%（SGS）显示了中国的需求正在逐步上升中。进口的回升除了需求回升拉动外，中国对阿根廷的豆油进口限制，也使得部分豆油需求转向其替代品棕榈油。数据还显示，另一棕榈油消费大国印度的进口量也在稳步回升。

表 1: ITS 出口数据统计 数据: ITS 银河期货

ITS 数据		
	5 月 1 至 20 日	4 月 1 至 20 日
毛棕榈油	90,190	118,106
33 度棕榈油	111,335	89,325
24 度棕榈油	372,476	305,722
44 度棕榈油	65,799	99,475
毛棕榈仁油	10,500	3,500
棕榈油脂肪酸	25,486	20,370
主要目的国	5 月 1 至 20 日	4 月 1 至 20 日
中国	219,260	180,707
欧盟	131,508	180,004
印度及次大陆	96,880	68,200
中东	90,736	74,455

表 2: SGS 出口数据统计 数据: SGS 银河期货

SGS 数据		
	5 月 1 至 20 日	4 月 1 至 20 日
毛棕榈油	70,850	121,370
33 度棕榈油	101,997	99,155
24 度棕榈油	404,974	331,347
44 度棕榈油	70,601	98,274
毛棕榈仁油	10,500	9,500
加工棕榈仁油	31,018	40,504
棕榈油脂肪酸	31,970	23,838
主要目的国	5 月 1 至 20 日	4 月 1 至 20 日
中国	248,282	172,550
欧盟	112,994	189,164
美国	102,375	61,970
巴基斯坦	63,700	93,300
印度	22,000	20,500

从国内供求形式看,国内港口库存仍处于高位约有 60 万吨,其中广东港有近 20 万吨库存,天津港有大约 15 万吨库存,华东沿海港口有超过 10 万吨库存。居高不下的港口库存或将对棕榈油走高形成压力。据 5 月 21 日中国海关的最新数据,4 月中国共进口 53 万吨棕榈油。其中从马来西亚进口 34.6 万吨同比增长 31%;从印度尼西亚进口 18.5 万吨,同比增长 26%。预计随着消费进一步转好,五月六月的进口数量还将进一步增加。而需求的有效支撑又使得在未来一段时间内,棕榈油价格难以下行。

表 3: 中国棕榈油 4 月进口分项数据 数据: 中国海关 银河期货

	4 月	同比%	1-4 月	同比%
总计	531,873	31.44	2,021,445	14.18
马来西亚	346,043	34.47	1,357,402	33.04
印度尼西亚	185,453	25.99	662,723	-11.56
台湾	285	150	1,160	60.55
斯里兰卡	59		59	
荷兰	32		87	
日本	0	100	14	39.65

四、棕榈油行情研判

总结以上分析,预计 6 月棕榈油的生产会恢复性的小幅上升,马来西亚出口料将保持强势。国内库存虽然有待进一步消化,但随天气好转,需求有望进一步放开。中国印度两大进口过的需求恢复,将对马来西亚棕榈油期货价格企稳提供支撑。我们预测六月棕榈油的价格下行可能行较小,操作上建议偏多思路。

菜籽：新籽产量下降，植物油进口充足

一、行情回顾

五月菜籽油期货价格受到欧洲债务危机引发市场下跌拖累，最低 8120，最高 8450，下跌 2.2%。由于菜籽产量下降明确且部分地区菜籽上市推迟，曾对价格有一阵支撑，但受整体金融市场影响以及豆油的带动，菜籽油期价维持震荡。

二、现货市场

本月，国内菜籽市场购销依旧维持清淡的格局，低迷的市场货源量是导致菜籽市场收购有价无市局面的重要原因。随着收购进展的推进以及新菜籽上市时间的临近，国内维持菜籽收购的油厂数量进一步的减少。虽然部分 95 型企业收购相对灵活，且收购价格较高，四川、贵州部分地区市场上的收购价格上涨至 4400-4600 元/吨的水平，但是由于市场货源并不充足，其整体成交水平仍偏于低迷。整体来看，目前国内陈季菜籽购销活动基本上已经结束，维持挂牌收购的油厂收购报价主要集中在 3900-4200 元/吨之间，由于基本上已经没有成交，因此油厂报价意义不大。受此影响，多数油厂已无菜籽库存，大部分菜籽加工企业均处于停产状态之中。其中部分油厂开始检修机器，为新菜籽上市收购加工进行准备；而部分油厂则转向棉籽、大豆等油料产品的加工；西南菜籽已经上市，减产 20-40%。湖南、湖北地区受阴雨天气影响，暂缓上市。

国内菜籽加工企业在低迷的开机水平支撑下，多数油厂的库存销售压力并不显著。油厂多根据自身的库存以及销售情况进行报价调整，多数油厂主要仍是采取稳价出货的销售策略，其报价调整幅度相对有限。截至月末，国内四级菜油现货市场主流销售报价仍然集中在 8200-8200 元/吨左右。截至 4 月 31 日，国内四级菜油现货市场均价 8158 元/吨，上月比下跌 100 元/吨。其中四川成都地区报价 8200 元/吨；贵州贵阳地区报价 8300 元/吨；湖北襄樊地区 8150 元/吨；湖北武汉地区 8100 元/吨；湖南岳阳地区 8200 元/吨；湖南怀化地区 8200 元/吨；安徽巢湖地区 8200 元/吨；江苏盐城地区 8200 元/吨；青海西宁地区 8300 元/吨。

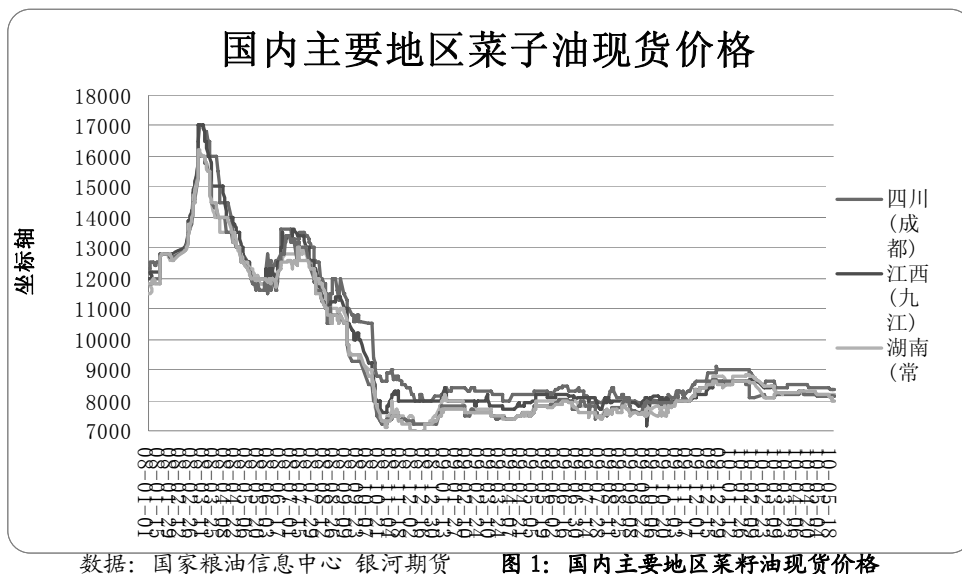


图 1：国内主要地区菜籽油现货价格

三、市场供应与需求

(一) 国际市场供求

从国际市场供求状况来看，USDA 上调 2010/11 年度全球菜籽油产量，由 2009/10 年度的 2200 万吨上调至 2292 万吨，增加 92 万吨的产量估计。全球消费的估计基本保持不变，最终全球库存由 2009/10 年度的 109 万吨，下降至 106 万吨。全球菜籽油供应充分的格局没有改变。其中，主产国中国，加拿大，印度的菜籽及菜籽油产量和期末库存都是增长的。

表 1：USDA 菜籽全球产量

	菜籽油全球供需平衡			
	2007\08	2008\09	4月更新 2009\10	5月更新 2010\11
产量				
中国	3,870	4,651	5,123	5,130
印度	1,968	2,245	2,230	2,230
加拿大	1,675	1,700	1,820	2,100
日本	902	884	876	924
欧盟27国	7,575	8,422	9,432	9,681
其他	2,322	2,526	2,523	2,825
总量	8,292	20,428	22,004	22,925

数据：USDA 银河期货

表 2：USDA 菜籽油全球期末库存

	菜籽油全球供需平衡			
	2007\08	2008\09	4月更新 2009\10	5月更新 2010\11
期末库存				
中国	0	217	581	581
印度	0	44	4	4
加拿大	38	18	18	37
日本	31	16	13	25
欧盟27国	171	367	326	273
其他	184	172	148	142
总量	424	834	1090	1,062

数据 USDA 银河期货

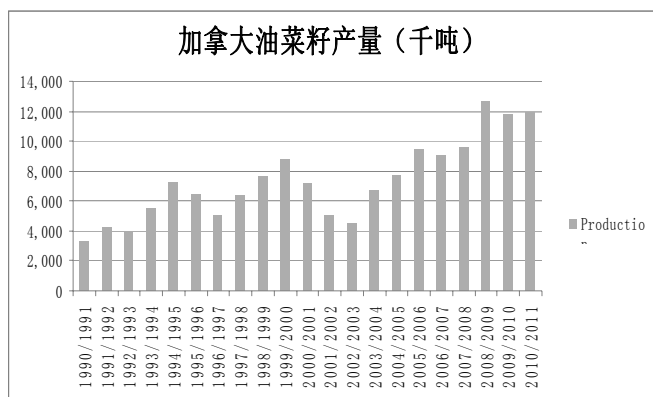
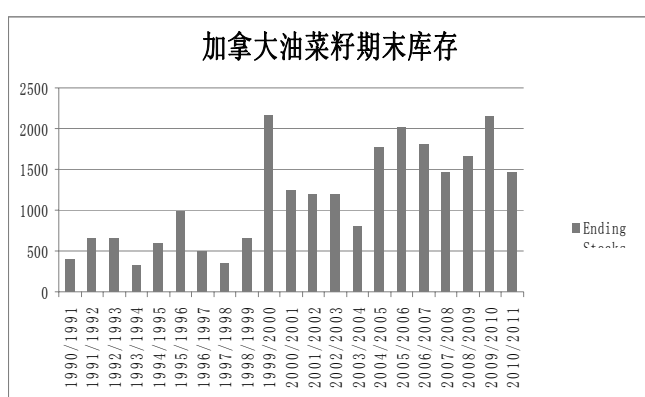


图 2: 加拿大菜籽产量



数据: USDA 银河期货 图 3: 加拿大油菜籽期末库存

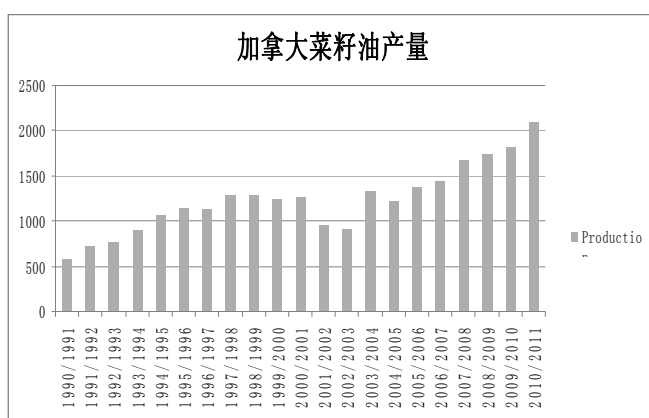


图 4: 加拿大菜籽油产量

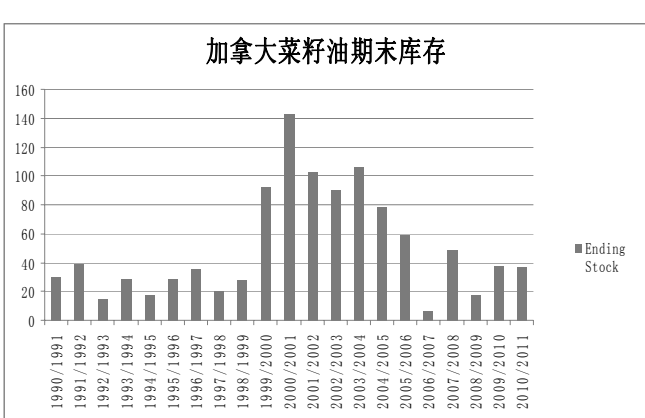


图 5: 加拿大菜籽油期末库存

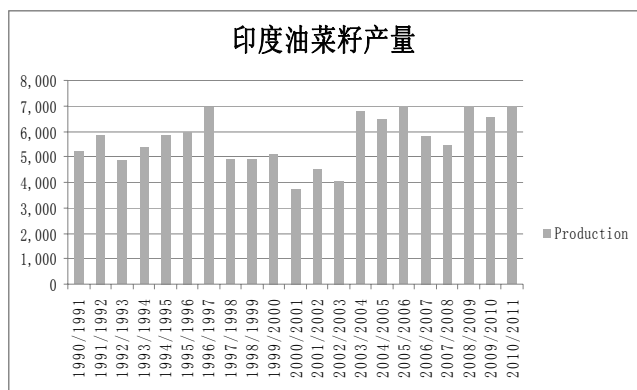


图 6: 印度油菜籽产量

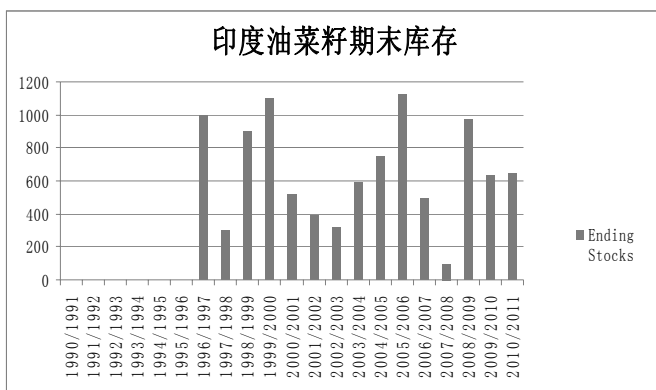


图 7: 印度油菜籽期末库存

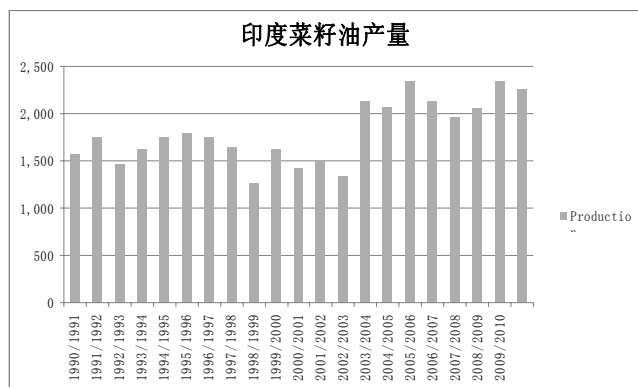


图 8: 印度菜籽油产量

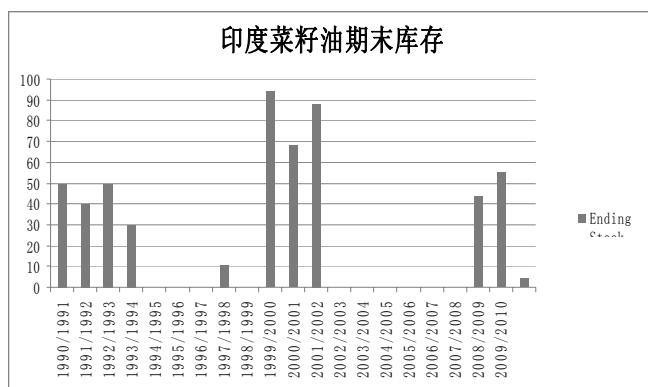


图 9: 印度菜籽油期末库存

(二) 国内市场供求

1、国内菜籽产量大幅下降。

五月底新菜籽陆续上市。2009/10 年度中国菜籽产量 1320 万吨，USDA 预计中国 2010/11 年度菜籽产量 1300 万吨。根据市场调查估计，新一季菜籽减产可能达到 50%，下降至 700 万吨左右。

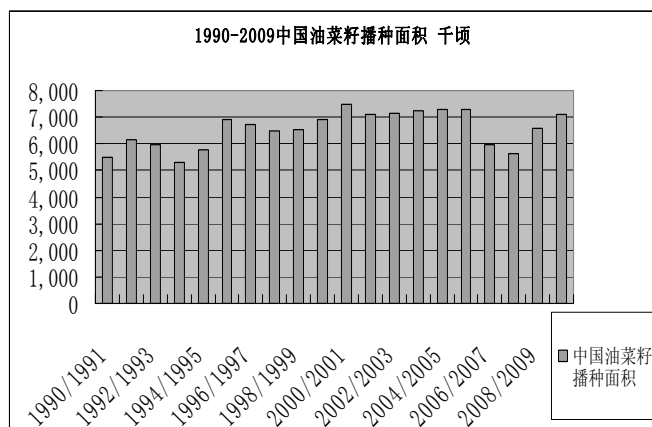
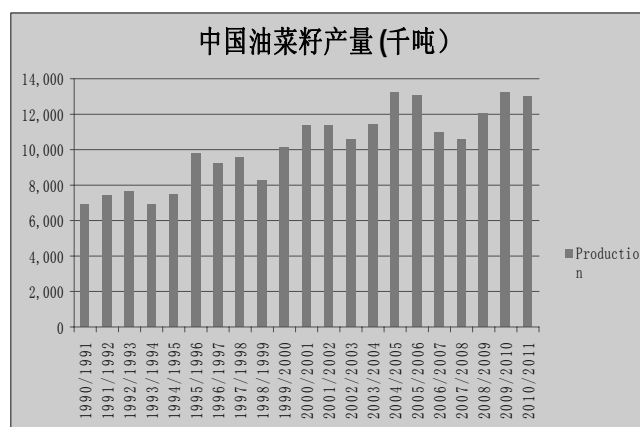
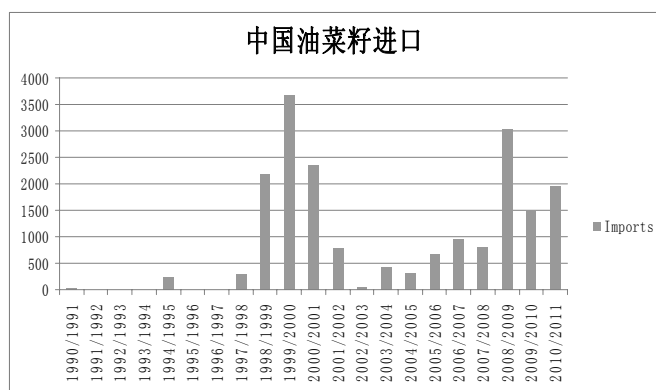


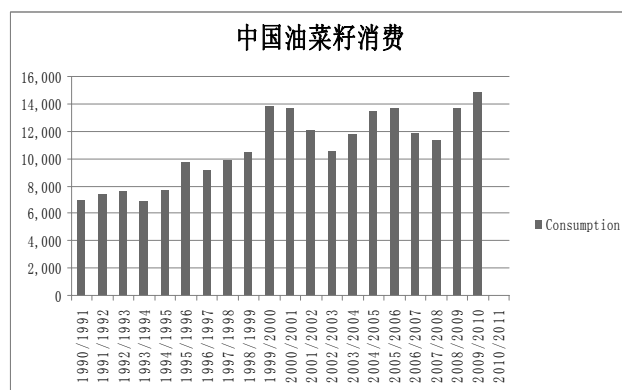
图 10: 中国历年油菜播种面积 (千公顷)



数据: USDA 银河期货 图 11: 中国油菜籽产量 (千吨)



数据: USDA 银河期货 图 12: 中国油菜籽进口 (千吨)



数据: USDA 银河期货 图 13: 中国油菜籽消费 (千吨)

2、政策调控因素支撑国内菜籽市场。

自去年 11 月 15 日起开始实施的进口菜籽紧急检疫措施仍在实施。在 7 月份加拿大新菜籽上市以后，中国有可能全面严格按此措施控制进口菜籽质量，下半年菜籽进口水平或将继续呈现趋减态势。

同时，国家收储价格由去年的 3700 元/吨提高到 3900 元/吨奠定菜籽市场的基调。对于新菜籽上市以后的价格走势，市场普遍认为很大程度上会呈现高开局面。因此，国储收购政策价格的进一步明确，将体现政策底部支撑的作用。

3、中国菜油及豆油进口水平维持高位

USDA 预计 2010/11 年度中国菜籽油进口 46 万吨，2009/10 年度共进口 35 万吨菜籽油，增量 9 万吨。根据国家粮油信息中心监测显示 2009/10 年度，中国共进口菜籽油 50 万吨。如果 2010/11 年度菜籽油进口进一步增长，将会缓解菜籽产量减少的情况。中国菜油供应仍不会出现供不应求的状况。

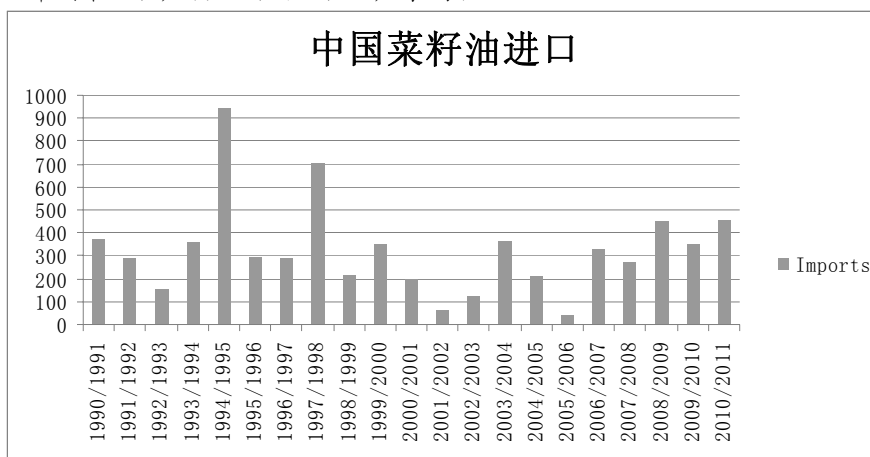


图 14：中国菜籽油进口

四、菜籽油行情研判

综上所述，国内菜籽预计产量下降 50%、国家限制进口菜籽水平在后期或将延续、国储托市收购政策等因素是将会是支撑价格走势的重要因素。但由于菜籽油进口水平较高，且豆油等其他植物油供应充足，菜籽油价格也很难大幅上扬。后期的进口水平仍然是关注的重点。预计价格仍会保持窄幅震荡。

五、植物油相关市场指数

五月 DCI 农产品超额回报指数显示，农产品超额回报保持平稳，仍处于中低水平。显示农产品价格整体稳定。中国农产品价格指数显示，中国农产品价格小幅回落，处于历史中高水平。显示当前农产品市场风险较低。

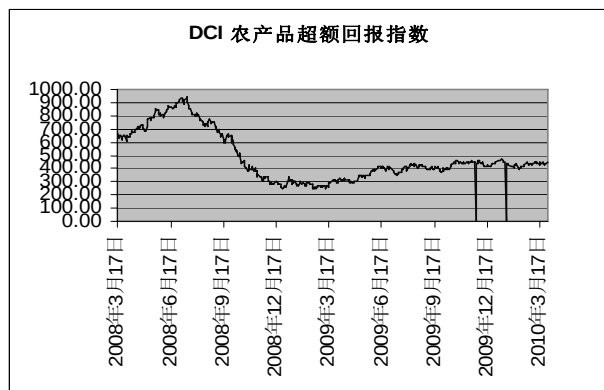


图 15: DCI 农产品超额回报指数



数据：路透 银河期货

图 16: 中国农产品价格指数

油脂研究员：鞠卓君 于少峰

电话：010-58363359 / QQ：744196211 / 邮箱：juzhuojun@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层(100045) / www.yhqh.com.cn

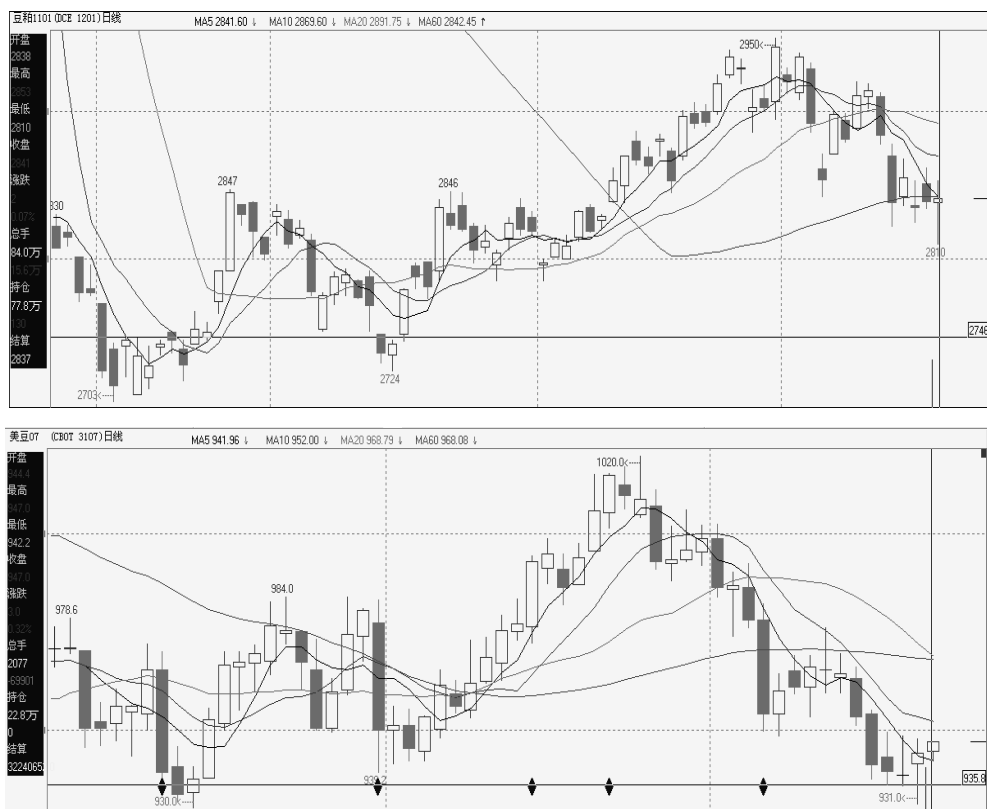
银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

消息方面匮乏，豆粕弱势震荡

一、本月行情回顾

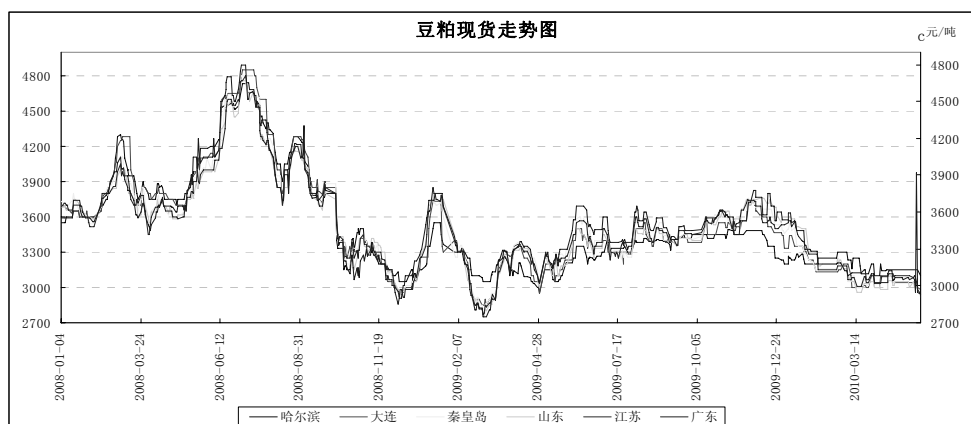
本月连粕震荡下行，市场利空因素频出，美国产区播种进度正常，南美收割进度正常，打压着期货价格。现货市场观望气氛浓厚，价格弱势震荡，生猪价格的继续回落让豆粕打压着豆粕价格。本月豆粕 1101 合约累计下跌 102 点，总成交手数 1341.4 万手。



二、本月现货市场走势

本月国内豆粕现货价格继续弱势下跌，目前沿海地区主流成交区间已经基本调整至2850-2900元/吨之间，部分油厂远月合同预售价格已跌至2820-2850元/吨附近，继续刷新本年度新低。油厂依旧积极出货，锁定利润、转嫁风险的目的，令其继续保持灵活的销售策略。市场询价积极性有所增加，连粕和亚洲电子盘走势缓和，刺激部分需求主体入市“抄底”。但因到港高峰正在临近，市场基本面压力料有增无减，预计短期豆粕现货市场弱势难改，价格主流成交区间可能继续走低。由于目前市场供需基本面偏空局面仍未改观，豆粕现货欲止住跌势，只能寄希望在期货市场获得利好支撑。而周初白盘的反弹恰恰让大家看到了希望，如果美盘能够延续电子盘的反弹走势，那么现货市场可能将获得一个企稳的机会。但从长期趋势上看，我们仍旧找不到对市场长期利好的消息出现，相反利空因素依然是长效而有力的，所以我们对未来市场的担忧预期仍未转变。

作为压制当前市场购销信心的主要因素之一，庞大的到港预期仍是困扰供需双方的梦魇。前几周的文章中，笔者曾经多次提到，我们预计5-6月总计到港量将达到1100-1150万吨，其中6月份到港量可能将创纪录的达到550-600万吨。同时，目前国内主要港口大豆库存也处于历史最高水平，据有关机构预计可能已经超过500万吨。所以，为了保证库容的正常周转，预计6月份国内整体压榨水平将维持高位，而豆粕供应总量可能将出现年内高峰，严峻的供应压力奠定了当前乃至未来两月国内豆粕现货市场的弱势基调。不过，我们预计自7月份开始，进口大豆到港数量将逐渐减少，7-9三月平均到港量可能在350万吨以下，届时国内豆粕现货市场可能迎来转强的机会。当然这是建立在终端养殖需求逐渐恢复、欧洲债务危机担忧缓和等条件下，如果此间市场出现新的利空压力，那么在本年度剩余的时间里，豆粕现货市场可能仍无良好表现。



三、影响豆粕走势因素

近期国内终端养殖市场维持弱势，其中生猪价格继续震荡下行。据博朗咨询统计，今日全国生猪收购均价为9.36元/公斤，而猪粮比价也已跌至4.81:1，养殖亏损已十分严重。同时国内部分地区疫情再次抬头，加上部分周边国家口蹄疫疫情泛滥，预计未来对国内的不利影响将逐渐体现，这对本就低迷的养殖市场无疑是雪上加霜。而猪肉价格维持低位运行，对禽肉、蛋价格的拖累作用十分明显，所以在这种情况下，整体养殖利润情况仍没有明显的改善迹象。而玉米价格坚挺上扬，令养殖利润被进一步挤压，养殖户存栏和补栏热情依旧低迷。另外，南方洪涝灾害也对当地的水产养殖造成了极大危害。所以我们认为，目前终端饲用需求仍无明显恢复，并且短时间内恐怕也难有实质性的增长，故短期需求仍将维持疲软。但较高的存栏水平为市场提供了一定的需求基础，加之与其他蛋白原料相比突出的性价比优势，也令饲料养殖企业对豆粕倍加青睐，目前提高豆粕在饲料中的使用比例已经成为行业的共识，部分企业饲料配方中豆粕的添加量较去年同期增加30%以上，为市场提供了一定的底部支撑。

国内油厂整体压榨利润缩水严重。据我们估算，目前东北地区主要油厂库存豆粕成本（国产大豆为原料）基本集中在2910-3160元/吨之间。油厂间成本差距较大主要因其库存大豆成本所致，由于代储大豆政策结束，东北油厂5月开始普遍降低大豆收购价格，虽然收购进度受天气和春耕播种等因素制约，但部分油厂的利润情况较前期已有明显改善；南方沿海地区主要油脂企业当前库存豆粕理论成本（进口大豆为原料）集中在2880-3060元/吨，而目前市场现货的主流成交区间已经跌破这一区间的低点，由此可以推断目前沿海油厂的利润状况确实不容乐观。如果亏损范围和额度继续扩大，那么未来油厂很可能会调整原料采购和生产策略，不排除部分厂家因此洗船的可能。所以，成本支撑可能在后期市场走势中逐渐体现，虽然其短期作用效果仍不会特别明显。

美国中西部地区天气状况有利，这将促进美国大豆播种迅速开展，且近期播种的大豆作物生长状况良好。同时美国农业天气公司预测，本周晚些时候中西部天气将转温暖干燥，这种天气将持续至下周初，温暖干燥的天气将有利于大豆进一步播种，打压看多热情。此外油世界将其对2009/10年度全球大豆产量预估再次上调70万吨至2.589亿吨，较2008/09年度增加4,760万吨，该预估将高于油世界预估的全球2009/10年度大豆消费量2.344亿吨。产量预估上调主要是由于对2009/10年度南美大豆产量预估进行了修正，目前预估南美产量将增加3700万吨至大约1.34亿吨，过量的供应将会打压大豆和豆粕价格。随着美国大豆作物进入生长季节，未来30天的价格走向将取决于天气状况，如果天气状况仍对新播种的2010年大豆作物没有威胁性，价格整体上仍存在下滑压力。

四、后市展望

由于金融市场的不稳定性，使得豆粕近期走势也难言乐观。近期国内终端养殖市场维持弱势，其中生猪价格继续震荡下行。油厂间成本差距较大主要因其库存大豆成本所致，由于代储大豆政策结束，东北油厂5月开始普遍降低大豆收购价格，虽然收购进度受天气和春耕播种等因素制约，但部分油厂的利润情况较前期已有明显改善；南方沿海地区主要油脂企业当前库存豆粕理论成本集中在2880-3060元/吨，而目前市场现货的主流成交区间已经跌破这一区间的低点，由此可以推断目前沿海油厂的利润状况确实不容乐观。豆粕操作上中线多单少量持有，短线逢低尝试做多。

研究员：王超

电话：0451-55505207 / QQ：360550760 / 邮箱：wangchao-qh@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

利好因素不断推动，玉米价格历史高点

摘要、导读

- **外围市场玉米价格持续下挫：**本月外盘玉米价格持续下跌，欧洲债务危机及美元的上涨是外盘期价下跌的主要因素。
- **天气影响，东北产区深加工企业相继提高玉米收购价：**由于降水天气的频繁出现，导致玉米播种进度落后，相关农产品均受到较大影响，新年度玉米开局不利是价格上涨的主要因素。
- **东北地区玉米临储拍卖成交率超高：**本是对价格利空的因素却出现成交价高氛围火爆，反而成为价格上涨的推手。
- **农户惜售市场收购困难：**东北深加工企业为抢占粮源不断上调玉米收购价格，调价之后收购情况仍不是很理想，相比于去年同期深加工企业的收购量偏低。

一、行情回顾

国内玉米市场在国家政策、总产降低、运力瓶颈、需求逐步恢复、经济回暖等多个利多因素支撑下，现货市场持续强劲上扬。虽然不断有进口美国玉米消息传来，并且陆续得到相关企业证实，但对市场冲击力度非常有限；也尽管存在其它利空因素，但国内现货市场趋势依然不屈不挠、不断攀高。即便局部区域多空因素争夺，价格窄幅震荡，可整体坚挺运行趋势不改、强势格局难以撼动，在无明显利空因素打压下，维持对现货市场看多观点。

下表为本月份合约对比情况(截止 5 月 21 日)

	月初开盘价	月最高价	月最低价	月末收盘价	月涨跌	涨跌幅%
CBOT 玉米 7 月	374.4	385	353.4	361.6	-13.4	-3.57
CBOT 玉米 12 月	391.2	399	372	378.6	-13.4	-3.42
大连玉米 C1009	1919	1979	1914	1977	56	2.92
大连玉米 C1101	1894	1993	1885	1957	62	3.27

二、CBOT 玉米影响因素分析

(一) 五月供需报告导致利空美盘玉米

据美国农业部(USDA)5月11日早晨公布的最新月度报告。预计美新玉米结转库存为18.18亿蒲，低于市场预测的18.84亿蒲平均值(预测区间15亿-24亿蒲)。17.38亿蒲和18.18亿蒲这两年度玉米结转库存预估数据远非利多。本次报告的美玉米出口量及乙醇需求量数据均被调高，给一直以来受到挤压的市场增添利多基调。尽管短期内该数据对市场存在支撑作用，但长期来说玉米供应面仍然预期充足。投机基金虽继续增持玉米多单，但商业基金在不断的追加玉米空单。

USDA5 月份公布的美国玉米及其产品供需平衡表

	2009/10 年度(估计值)		2010/11 年度(预测值)	
	4 月份	5 月份		5 月份
播种面积	86.5	86.5		88.8
收获面积	79.6	79.6		81.8
平均单产(蒲式耳/英亩)	164.9	164.7		163.5
期初库存	1,673	1,673		1,738
总供应量	14,814	14,793		15,118
总消费量	12,915	13,055		13,300
期末库存	1,899	1,738		1,818
农场平均价格(美元/蒲)	3.50-3.70	3.50-3.70		3.2-3.8

三、大连影响因素分析

(一) 拍卖细则修改助推看涨人气 实际成交价格持续攀高

虽然 4 月 13 日开始,国家便面向东北地区拍卖临储玉米,以期达到稳定市场价格的作用,但是得到的结果却正好相反,非但成交价格不断攀升,而且成交率基本达到 100%。更加重市场人士对于国内玉米供应能力的忧虑,担心后续供应缺口较大,所以反倒使得需求企业积极提价抢收。可以说东北临储拍卖的政策并没有起到调控作用,反倒成为市场人士看涨的一针催化剂。基于对东北拍卖所起到的反向作用的考虑,国家重新调整了拍卖细则,希望通过此次明确参拍企业资格,来控制东北临储粮源外流以及抢拍、高价出现,但殊不知细则的调整进一步助推了市场人士看涨心理。由于此次调整只允许饲料企业和养殖业购买,将需求强劲的深加工企业抛离,此举非但未能安抚饲料企业,并且还刺激深加工企业持续提价抢收,进而带动东北整体现价水平继续提高。

(二) 当前国内玉米市场供应充足 政策调控力度不会放松

针对国内玉米现货价格大幅上涨的情况,国家粮食局副局长曾丽瑛近日表示,当前国内玉米市场供大于求,供求基本面不支持大幅上涨。据国家粮食局调查,目前河北等 7 省产区,农户手中还有 1700 多万吨商品玉米待售,而且近几年我国玉米整体来说为丰收,目前国家玉米库存很高,特别是中央储备和地方储备玉米量很大。所以如果玉米价格继续飙升、市场存在需求,国家将在临时存储玉米销售完后,安排销售国家储备玉米。并称目前国家的玉米库存,满足市场需求很充裕。从政府官员的发言不难看出,稳定市场、稳定民心意图更大,但到底是否具备这么强的调控能力还着实让人担忧。不过,虽然笔者坚持 2009 年玉米减产幅度较大的观点,但并不认为国内供应缺口庞大,所以国内现价上行空间也着实不易过度看高。

（三）国际粮商大举进入中国采购 控制粮源炒作推高价格

在中国进口美国玉米方面，国际上的四大粮商表现得非常积极，原因很简单，通过帮助中国饲料企业和深加工企业代理进口业务，将美国玉米销往中国，打开中国进口玉米，并且是转基因玉米的大门，这样他们后续的利益将会更大，像出口庞大数量的大豆一样。基于经济效益以及长远战略的考虑，国际大粮商在觊觎中国这个美食良久之，已经逐步行动，收购中国的玉米深加工企业、涉足中国养殖业、大量采购中国玉米，目的是为了掌握，甚至控制各个环节，来实现达到长远目标——出口玉米到中国目的。类似不止益海一个大型集团已经在中国收购了大量玉米，虽然当前中国玉米价格已经很高，但是并没有出售意愿，终极目的是控制着较大数量粮源，制造中国玉米供应紧张现象，推高中国玉米价格，使其进口玉米量增加，达到自己后续大量出口玉米到中国的目的。

美国是全球最大的玉米种植国，同时也是全球最大的玉米出口国。其产量占到全球的 40%以上，出口量占全球市场的 60%以上。他们希望中国放开玉米进口，一方面可以获得出口玉米到中国的既得利益，另一方面可以通过对玉米价格的控制来影响中国其他行业。我们都知道玉米消费量的 70%以上是用作饲料，其价格高低直接影响饲料成本，玉米价格飙升必定拉动饲料价格走高，从而推动畜蛋禽价格上涨，这些食品价格波动直接影响人们的消费水平，影响 CPI（物价消费指数）。所以如果美国控制了中国的玉米市场，间接控制中国食品价格，甚至 CPI。这是国家大粮商积极出售转基因玉米到中国的主要目的，虽然去年我国玉米因天气条件差而导致减产严重，但并不能说未来几年中国玉米都会减产，而且也不能说供应自此就会持续小于需求，所以我们在我们尚有条件和能力自给自足的情况下，国家会尽量避免进口玉米。

（四）玉米价格高企饲料成本提高 小麦替代数量明显增加

由于国内玉米价格不断攀升，并且需求方收购困难，所以更多饲料加工企业更早地使用小麦替代玉米来做饲料。往年小麦替代玉米做饲料，主要基于价格优势的考虑，当小麦和玉米价差在百吨每吨左右抑或更高的时候，饲料企业便适当使用小麦加工饲料，以达到降低生产成本的目的，并且每年通常在新小麦上市后才开始这种行为。但今年小麦与玉米之间价差很小，甚至没有价差，而且开始替代时间较往年提前 1-2 个月，主要因今年非但玉米价格居高不下，而在收购过程中也非常困难。企业希望通过不断提高收购价格来增加成交量，但效果并不明显，为了保证正常生产所需，通过增加小麦的使用数量来缩小玉米的供应缺口。饲料行业人士称，由于玉米价格偏高以及采购难度大，今年中国小麦饲用消费量可能较去年增加近 200 万吨，相对应玉米饲用消费量有所降低。

行业人士称，山东省饲料集团的小麦替代玉米做饲料技术相当成熟，可以 100%进行替代，并且前两年山东省的小麦替代玉米做饲料现象就已经非常多。这不禁让不了解情况的人士担忧小麦做成饲料的品质，是否能够达到玉米加工饲料的水平。在此笔者作为简单介绍解决人们心中疑惑。从下面表格可以看出，与玉米相比，小麦的能量、亚油酸含量要低于玉米，但赖氨酸、蛋氨酸和苏氨酸等要比玉米高，可以通过营养配比可以达到玉米做成饲料的品质。如果用小麦全部替代玉米，必须添加小麦酶（木聚糖酶，以高活性、高含量的木聚糖酶为主的复合酶才是真正的小麦专用酶），同时利用配方软件调整赖氨酸、苏氨酸和磷的水平，便可以达到预期效果。

（五）国内玉米市场供应格局紧张 国家考虑出台新策调控

因为国内玉米供应趋于紧张，现货市场价格不断攀升，并且已经创下历史高点，所以国家在通过拍卖增加市场供给量之外，最新消息称正在考虑取消出口玉米淀粉和酒精的 5% 退税。如果此消息属实的话，那么将成为国家调控玉米市场的另一个手段。综合上述几个方面，虽然国内玉米现货价格持续攀升，从当前市场来看也没有明显利空因素打压，但是不能一味看到利多因素，而忽视同时存在的一些不利因素，即便其当前的影响力不至于冲击市场，但其存在和发展对玉米价格持续上涨也会产生些许阻碍，或者非常不良效果的出现。个人维持对近期市场看多观点，库存水平偏低企业仍可适当补库，手中囤货的粮商可适当观望，但不可一味盼涨、惜售，时刻关注基本面及政策方面变化，适时调整收购、销售计划。

四、行情展望与操作建议

短期内玉米市场仍将维持强势。但随着政策的逐步完善多单应谨慎。建议投资者等待回调以便买入。谨慎追涨。

研究员：孙禹

电话：0451-55505207 / QQ：499564694 / 邮箱：sunyu-qh@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

棉价连创历史新高，近月上涨动能犹存

摘要、导读

- 无论全球还是中国，供应偏紧的格局将加剧，通过价格调节需求不失为应对之策：USDA 5 月月报为市场提供指引，本年度供应紧张局面有望向新年度延续；中国配额下发，短期看对市场利多影响大于利空；新疆棉出疆进度加快，但总体资源有限，难以从根本上缓解内地资源紧张；由于下年度全球供应紧张格局持续，当前时机抛储，面临尴尬抉择。
- 下游纺织总体趋势继续回暖，但长期宏观面不明朗，增长的持续性存疑：国家统计局、海关最新公布的一批统计数据显示，4 月份我国纺织行业保持平稳增长；第 107 届广交会落下帷幕，到会采购商和出口成交虽呈现恢复性增长，但仍低于危机前水平；作为中国最大的出口市场，欧元区债务危机愈演愈烈，对中国出口的负面影响不容小觑。
- 新年度种植情况看，除中国外，美、印基本正常，但后期可炒作因素增多：目前美国新花播种正常，但也应对 6 月进入飓风季予以警惕；印度南部因季风雨提早棉花播种前景看好，北部因干旱播种受阻；中国播种期天气异常，后期单产、质量和上市时间存在隐患。
- 期货市场看，因为新旧年度、新旧规则、宏观环境等诸多方面的不同，郑棉合约走势的分化值得关注：郑棉近月合约逼空行情锋芒毕露，空头不认赔，则行情不会草草收场，况且现货跟进、撮合呼应、仓单日减，多头占据天时地利，9 月合约仍具上涨动能；新年度无论国际国内，均面临偏多的基本面与偏空的宏观面的博弈，政策、天气、消费等不确定性因素较多，投资者对远月合约仍应冷静看待。

一、5 月份市场总体回顾

（一）在宏观经济面与棉花基本面的多空博弈中，ICE 期棉先抑后扬，整体呈区间震荡走势

整个 5 月，希腊债务危机牵动着全球投资者的神经。5 月 2 日，欧元区 16 国同意启动希腊救助机制，在未来 3 年内与 IMF 一道为希腊提供 1100 亿欧元贷款，但市场对此并未买账，反而加剧了对欧元前景的担忧，从而引发了美元的强势上涨行情，商品市场应声而落，ICE 期棉亦受其累，价格再次回落至前期震荡区间。5 月 7 日，在中国海南三亚的国际棉花会议上传出中国即将增发配额的消息，ICE 期价开始企稳，自此对周边股市及商品市场走弱的利空氛围产生免疫。5 月 17 日，市场盛传有中国企业已经拿到配额并开始在国际市场采购，受此消息提振，ICE 期棉重回升势，再次向前期震荡区间上轨发起冲击。

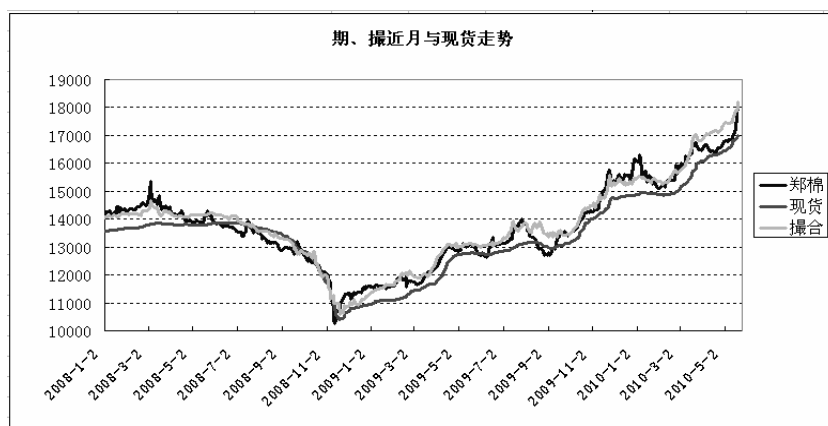
（二）周边市场整体下挫的偏空氛围下，郑棉一枝独秀，期价屡屡刷新历史新高，合约走势进一步分化

三亚会议上，与会的各界专家对本年度国内基本面供应紧张的局面达成共识，现货价格继续维持强势，期货仓单日益减少，1009 合约价格重心稳步上移，并于 5 月 14 日一举突破由 1 月 4 日和 3 月 19 日高点连线形成的阻力位，增仓放量、加速上扬，近月多逼空走势渐露锋芒，轻松刷新历史新高，上涨空间进一步打开。主力 1101 合约联动跟涨，但囿于长期基本面仍不明朗，新年度套保盘抛压较重，涨势明显落后于近月。



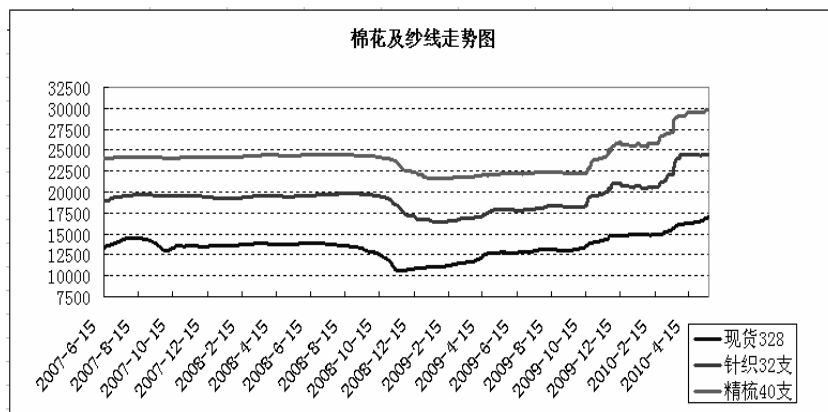
(三) 现货价格结束前期的“小步慢跑”式缓涨，近日大踏步走高

5月以来，随着期货和撮合市场涨势趋于明朗，市场对本年度供应紧张、价格高位运行达成共识，加之从内外盘表现看增发配额对价格利多影响大于利空，纺织厂结束观望，在买涨不买跌的心理下加紧补库，而棉商惜售情绪转浓，现货价格加速上扬。



(四) 棉价的大幅上涨，得到了下游纱线的及时消化

通过对棉花及棉纱的走势跟踪，今年以来下游纱线的涨幅超过棉花，对棉价的承受力和传导性也相应增强。随着近日棉花大幅提价，棉纺厂家也陆续提高棉纱报价，下游布厂及棉纱经销商看好后市，积极采购，囤货现象有所上升。



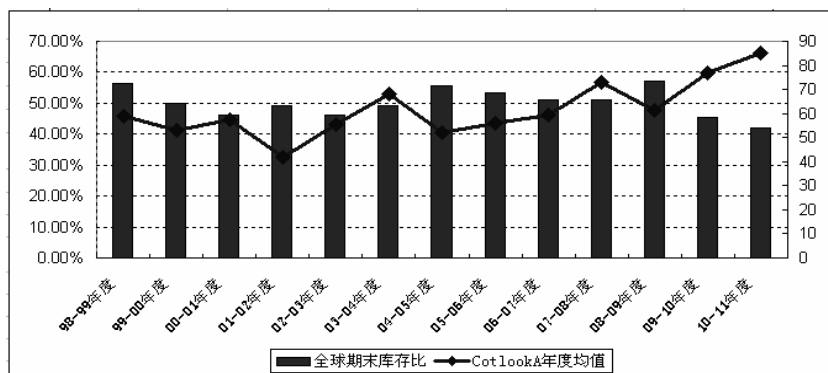
二、6 月份市场展望

(一) 无论全球还是中国，供应偏紧的格局将加剧，通过价格调节需求不失为应对之策

1、USDA5 月月报为市场提供指引，本年度供应紧张局面有望向新年度延续

5 月 11 日，USDA 发布 5 月份供需月报，在本年度的数据中，主要调高了中国的棉花产量和期末库存（本月预测中国 09/10 年度产量 707.6 万吨，较上月调高 21.8 万吨，期末库存 432 万吨，较上月调高 33.8 万吨），其他国家数字调整不大，全球期末库存比略调高至 45.5%，仍为 94/95 年度以来的最低水平，本年度全球供应紧张的局面进一步得到确认。

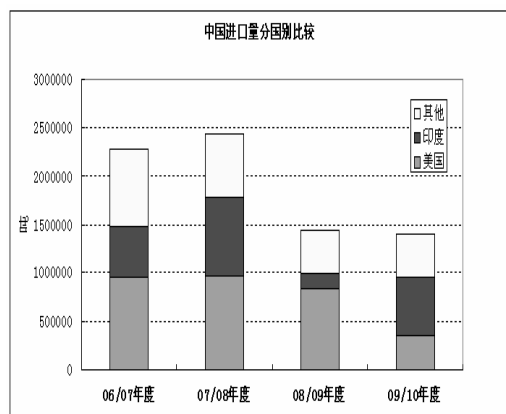
报告的亮点来自于首次对 10/11 年度的全球产销存数据进行预测，预计新年度全球棉花消费量将连续第 5 年超过产量，创近 50 年来的纪录，对应的全球棉花库存消费比继续降至 42.1%，显示本年度供应紧张局面将在新年度加剧。需要指出的是，在中国新年度种植面积稳中略减（中棉所预测的同比减少 3.5%，国家统计局公布的下降 2.3%）、美国种植面积增加 15% 的基础上，报告将中美产量继续调增，尤其是美国产量大幅调增 37% 至 363.6 万吨，可见新年度供应对单产的依赖程度之高。而单产又对天气状况极度敏感，从前期中国播种期反常低温，到近日国内新疆大风降雪、南方多省洪涝，再到即将到来的美国飓风季，今年亩产大幅提高的基础相当脆弱。不难预见，后市对旱涝、飓风等天气的炒作以及盘面的放大效应都将甚于往年。



2、中国配额下发，短期看对市场利多影响大于利空

据悉二期 80 万吨滑准税配额于近日陆续下发。从数目上看超出市场此前 50 万吨左右的预期，体现了有关方面保障供应的政策初衷。但由于外棉资源已十分有限（印度棉自 4 月 19 日停止出口，前期 19.8 万吨已签约棉花的装运问题仍亟待解决，乌兹别克斯坦出口已达上限，美国还余不足 13 万吨资源出口就能达到年度出口目标），加上进口棉价格高企，美棉 M 级报 17800 元/吨，澳棉 SM 级报 18000 元/吨，不仅难以对国内价格形成打压，反而给国内相对平稳的棉价形成高位的示范效应。

截至 5 月 13 日最新一周的美棉出口周报数据显示，5.7-5.13 一周美国净签约出口本年度陆地棉 54907 吨，较前周减 7%，但较近四周平均值增 2%；装运 61847 吨，较前周增 5%，较近四周平均值持平。其中中国购买力的持续恢复功不可没，当周净签约进口本年度陆地棉 32885 吨（此前三周分别为 4423 吨、4196 吨和 22181 吨），创近 3 个月来高点。随着中国配额的发放，美棉出口签约将继续回升，完成年度出口目标已无悬念。后期在缺少了最大的出口竞争对手印度的背景下，在年度出口压力完全释放的情况下，美棉的价格话语权有望继续增强。



美棉陆地棉近5年同期出口状况年度对比							单位: 万吨
	USDA5月报 美年度出口 量	年度装运 总量	截至目前 已装运量	已装运占年 度出口量比	尚未装运 总量	截至目前 总签约	已签约占年 度出口量比
5年平均		300.5	209.2	70%	88.9	298.1	99%
2005-06年度	382.1	373.2	261.9	70%	90.5	352.4	94%
2006-07年度	283.3	271.7	163.2	60%	105	268.2	99%
2007-08年度	297.3	279.9	208.2	74%	84.5	292.8	105%
2008-09年度	289.1	287.1	213.6	74%	72.8	286.4	100%
2009-10年度*	261.3	257.2	177.7	69%	70.9	248.6	97%

*年度出口量、装运总量为预测值。截至5月13日（本年度第41周）。

3、新疆棉出疆进度加快，但总体资源有限，难以从根本上缓解内地资源紧张

2009 年天气原因导致的棉花品质的下降，使得地产棉降级严重，山东、江苏、浙江等纺织大省 3 级以上优质棉供给不足的矛盾尤为突出。经国家发改委、财政部、铁道部及其它部委的协商和调解，新疆铁路局自 4 月 16 日至 7 月 24 日开展 100 天新疆棉突运工作，确保棉花日均装车达到 300 车以上，力争用 100 天时间完成新疆棉花的突运任务。从多方了解的情况看，新疆棉出疆情况有所改善。据统计，截至 4 月底新疆棉共出疆 204 万吨，站台库存待运棉花 120 万吨，其中包括 17 万吨储备棉。不过由于总体资源有限，而且新疆棉价格高企，单靠新疆棉仍难以解决高等级棉紧缺情况。

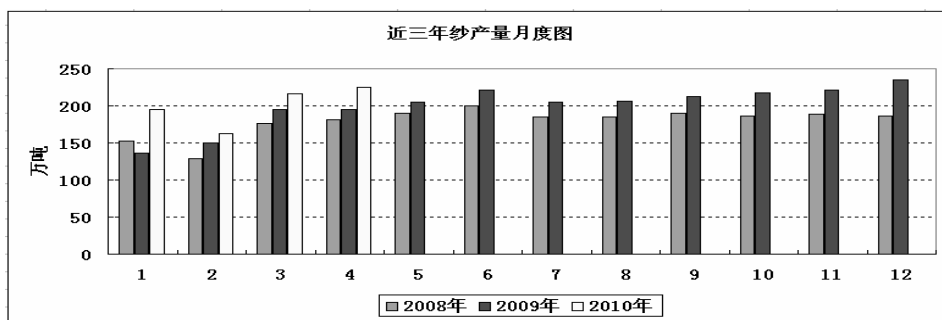
4、由于下年度全球供应紧张格局持续，当前时机抛储，面临尴尬抉择

按照 USDA 5 月报中预测的中国 09/10 年度 1034 万吨的年消费量，折月消费 86 万吨，而且随着本年度后期纺织需求回暖，月消费应在 90 万吨以上。而对应的国储棉不足 150 万吨，如果选择小规模抛储（30 万吨以内），则力度偏弱，市场对后期资源紧张的判断进一步强化，可能会出现越抛越涨的局面；如果选择大量抛储（50 万吨以上），虽然短期内有助于冷却市场做多热情，但在新年度供应紧张进一步加剧时（从目前国内产区天气看，这种担忧并非空穴来风），将因储备量过低而缺失了一个重要的调控手段。因此，当前时间抛储并非最优选择，通过价格调节需求不失为应对之策。

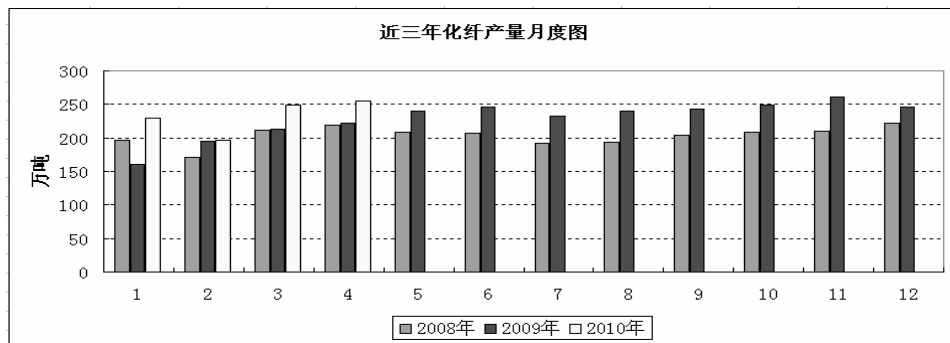
（二）下游纺织总体趋势继续回暖，但长期宏观面不明朗，增长的持续性存疑

1、国家统计局、海关最新公布的一批数据显示，4月份我国纺织行业保持平稳增长

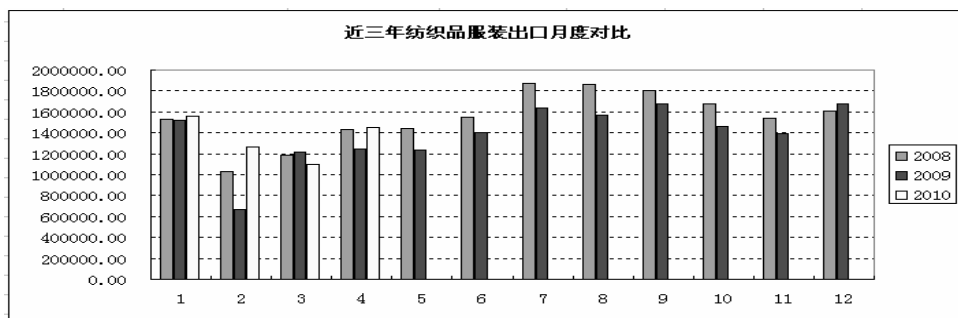
（1）2010年4月我国规模以上企业纺纱量225.50万吨，较上月增加4.11%，比去年同期增长16.6%。2010年至今（2010.01-2010.04）纱产量累计792万吨，同比增18.7%。



（2）2010年4月我国化纤产量为254.7万吨，环比增加2.44%，比去年同期增长14.39%。2010年至今（2010.01-2010.04）化纤产量累计940.74万吨。



（3）2010年4月份我国纺织品服装出口145.5亿美元，环比增长32.2%，同比增长16.5%。今年1-4月，我国纺织品服装累计出口538亿美元，同比增长15.6%。



2、第107届广交会落下帷幕，到会采购商和出口成交虽呈现恢复性增长，但仍低于危机前水平

本届广交会，共有212个国家和地区的203996名境外采购商到会，比去年秋交会增加15827人，增长8.4%，比2007年同期下降1.3%。出口成交额为343亿美元，比秋交会增长12.6%，比2008年同期下降10.3%。

本届境外采购商到会人数总体增长，但传统市场采购商差强人意。其中欧盟与会采购商与去年秋交会相比下降了15.2%，日本下降4.6%，美国到会采购商增加3.8%。新兴市场采购商明显增多。

3、作为中国最大的出口市场，欧元区债务危机愈演愈烈，对中国出口的负面影响不容小觑

虽然中国和希腊的贸易只占中欧贸易很小的比例，但欧洲整体的经济也受到这次主权债务危机的拖累。欧盟是中国最大的出口市场，占中国贸易规模的16%。自中国进口的纺织品及原料的金额占欧盟全部进口商品金额的比重为41.1%。

危机愈演愈烈，则市场对欧元的稳定产生严重怀疑，据统计截止到5月14日，人民币对欧元的累计升值是14.5%。作为我们最主要的出口市场、最重要的贸易伙伴之一，在5个月中升值了14.5%，会给中国的出口商造成巨大的成本压力；即使危机最终化解，欧洲各国紧缩财政，购买力势必受到影响，同样会对中国的出口造成负面影响。

（三）新年度种植情况看，除中国外，美、印基本正常，但后期可炒作因素增多

1、目前美国新花播种正常，但也应对6月进入飓风季予以警惕

据美国农业部（USDA）统计，至5月16日美国新花播种率为47%，较前周增14个百分点；去年同期为39%；近五年平均值为46%。其中西南棉区德州播种率为36%，与去年同期和近五年平均持平。

据飓风预报专家介绍，今年是飓风高发季节，对美国东部海岸的威胁比2009年要大。另外，2010年会形成7个飓风，其中有2-3个将对美国产生重要威胁，并且还会形成16-18个热带风暴，其中有15个将会在大西洋西海岸登陆，从而进一步威胁内陆地区。

2、印度南部因季风雨提早棉花播种前景看好，北部因干旱播种受阻

印度夏季的季风雨占到全年降雨量的80%，通常从6月份开始逐步由南向北发展，包括棉花在内的作物主要依靠季风降雨来灌溉。据印度气象部门预测，受飓风莱拉的影响，印度南部和西部有望迎来大范围降雨，对即将开始的棉花播种非常有利。

印度北部棉区灌溉用水缺乏，因此旁遮普邦和哈里亚纳邦的新花播种受阻，如果近期能出现降雨则可以缓解旱情。目前上述两个地区的播种进度较往年推迟两周左右，去年同期已经完成播种获完成大部分播种。

美国农业部5月份月报预计，2010/11年度印度棉花单产为35公斤/亩，同比提高5.8%。考虑到今年印度植棉面积扩大，且季风雨出现较早，如果北部棉区适时降雨，今年印度棉花产量有望连续第八年增长，达到544万吨的历史新高。

3、中国播种期天气异常，后期单产、质量和上市时间存在隐患

中棉所、国家棉花产业技术体系和公益性行业科研棉花专项组，于4月底调查了全国各棉区，发布进度监测报告。报告显示：（1）至4月底，全国春播进度81.8%，慢于去年同期16.7个百分点；（2）出苗时间特别长，历史罕见。常年播种出苗需时7~10天，今年延长至20天。四月苗不足两成，其比例低于任何一年；（3）由于强寒潮、雨雪、降水、大风、大雨等不利天气的侵袭，早播棉田出现烂种烂芽和冻害，苗床积水毁坏营养钵，需补种和重播面积占播种面积约三四成。4月21日自西向东强风暴侵袭，棉花因晚播避过一灾，但华北早播地掀起地膜三四成，幼苗受冻害。5月中旬，新疆再次出现降雪、冰雹和大风等极端天气，部分棉苗遭受冻害。南方出现多次强降雨，安徽、山西、湖南、湖北等棉产区受灾，棉苗涨势受阻，移栽工作延后。从目前掌握的情况看，有两点需要引起我们重视：

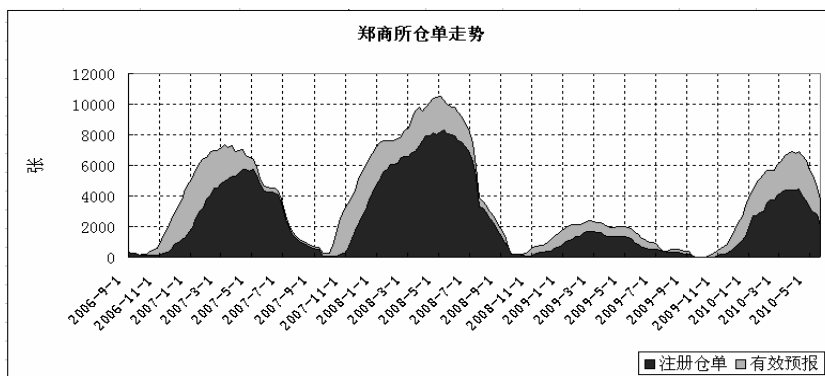
（1）种植进度的推迟，直接导致收获期延后，新旧棉花年度青黄不接期延长。以新棉上市推迟半月计，需多消耗本年度棉花40余万吨，年度后期供应紧张进一步加剧。

(2) 早播是棉花高产的要素之一, 根据经验, 自 4 月 1 日起每早播一天可增产皮棉 0.5 千克/亩, 因此, 晚播存在减产和晚熟的威胁, 或将给新年度供应带来负面影响。

(四) 期货市场看, 因为新旧年度、新旧规则、宏观环境等诸多方面的不同, 郑棉合约走势的分化值得关注

近期棉花盘面交投活跃, 因国内棉区不利的天气, 使得投资者对新年度产量的担忧增多, 对新年度合约的关注度也强于近月。不过要提醒投资者注意的是, 尽管新年度棉花基本面供应紧张的格局基本确立, 但宏观面的不确定性因素也必须予以重视。国际方面欧元区债务危机悬而未决, 美国经济逐步复苏但就业等指标仍有反复, 国内方面以房地产调控为突破口的紧缩性政策仍无松动的迹象, 而且下半年面临利率、汇率政策调整的时间窗口, 因而在外围市场普遍弱势的偏空格局下, 不对远月合约在投机带动下走强的可持续性抱过高预期。

反倒是郑棉 7、9 两个月份合约的利好基础更为夯实。现货市场的火爆无需赘言, 单从期货角度看, 截至 5 月 21 日, 郑商所棉花仓单日益减少, 目前仅余 39940 吨, 对应 9 月单边持仓 50 余万吨, 实盘比过低, 空头不认赔, 则逼空行情不会草草收场。



三、结论

09/10 年度, 国际供需紧张的格局已成事实, 后期随着中国购买力的恢复和美棉竞争力的增强, 穿插全球各主产区天气的炒作, ICE 期棉 7 月合约仍有进一步的上涨空间; 郑棉近月合约逼空行情锋芒毕露, 况且现货跟进、撮合呼应、仓单日减, 多头占据天时地利, 9 月合约仍具上涨动能。操作上, 维持近月 7、9 月份合约多头思维, 盘中应密切关注持仓动向。

10/11 年度, 无论国际国内, 均面临偏多的基本面与偏空的宏观面的博弈, 增加了判断棉价长期走势的复杂性。操作上, 主力 1101 合约不确定性因素较多, 过早言空或追高均面临较高风险, 建议投资者谨慎观望, 静待政策、消费、天气等消息面的进一步指引。

研究员: 臧小雷

电话: 010-58363218/ QQ: 35304991/ 邮箱: zangxiaolei@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街 A2 号中化大厦 8 层 (100045) / www.yhqh.com.cn

5 月探明底部，6 月迎来跨季度次级反弹

摘要、导读

- **纽约原糖连续下挫后正在逐步脱离中期底部。**纽约原糖 7 月合约本月初延续跌势，在探至 13 美分一线后触底反弹，但巴西原糖目前的成本已上调至 13.5 美分一线，成本线对国际糖形成重要支撑，目前正在逐步脱离中期底部，预计后市将迎来反弹。
- **云南糖会召开，国内产量基本定调，09/10 榨季产销形势明了。**本榨季全国产糖定调 1070 万吨，消费预期维系去年 1400 万吨不变；由于诸多利多已提前被透支，糖市破位下跌，确立中期回落之势。
- **国家认可广西现货 5000-5500 平稳运行。**产销有 300-350 万吨的缺口，国家基本认可广西现货 5000-5500 的价格，但本月广西现货也一度跌破 4900。
- **国内糖市场在多重利空打压下提前构筑中期底部。**国际糖价连连下破、国内下榨季恢复性增产预期，外围欧元区债务危机以及国内房地产调控政策等多种因素导致郑糖提前构筑中期底部，后市料将延续反弹。

纽约原糖 7 月合约在探至 13 美分（目前巴西成本线）一线后触底反弹，正在逐步脱离中期底部，预计后市将迎来反弹。云南糖会 4 月 26-27 日召开，国内产量基本定调，09/10 榨季产销形势明了；郑糖在多重因素作用下破寻底，5 月已提前构筑中期底部。预计后市将延续反弹。

一、国际糖市回顾和分析

月初，纽约原糖期货仍屋漏又逢连夜雨，周边商品市场和股市的重挫累及本就疲弱的国际糖价，在希腊债务危机扩散到欧元区债务危机的冲击下，7 月合约创出一年来 13 美分的新低。但巴西原糖目前的成本已上调至 13.5 美分一线，成本线对国际糖形成重要支撑，正逐步脱离中期底部，预计后市将迎来反弹。

印度农业部预测 09/10 制糖年印度的食糖产量将增至 2200-2300 万吨，国际糖业组织（ISO）预测 10/11 制糖年全球食糖市场将有约 200 万吨过剩。

而我们有足够的理由怀疑印度的统计口径。2009/10 榨季产量从先前的 1400 万吨上调至 1850 万吨，尤其是预期明年将恢复性增产至 2350 万吨缺乏科学依据。印度榨季与国内相仿，后市都面临天气等诸多不确定因素，恰恰农产品最不确定的就是天气。更何况近年来风调雨顺似乎成为小概率事件，现在预测明年 2300 万吨产量就如同我们目前预测明年国内产量达到 1350 万吨一样苍白无力。如果印度产量不达 2000 万吨，那么国际糖的供求情况就将从之前相关国际机构预估的“过剩 200 万吨”转为“略有约 200 万吨缺口”。

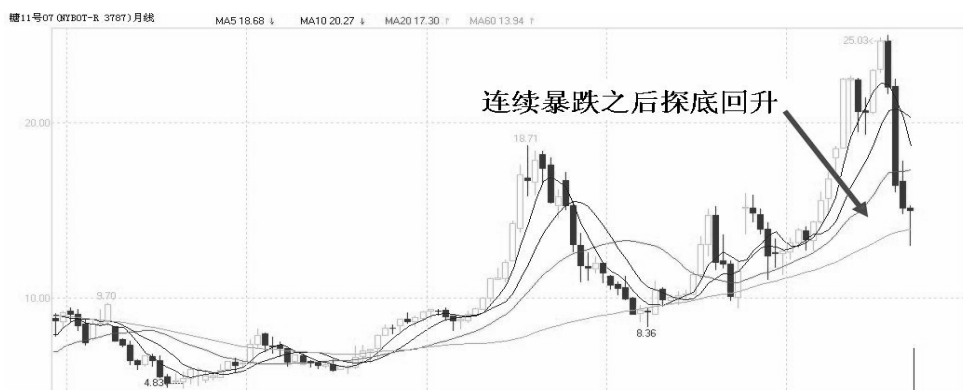


图 1：纽约原糖 7 月合约月线图（反色），探底回升

从国际糖市看，纽约原糖在 13-14 美分一线正构筑中期底部，跌穿 10 美分的概率是微小的。尽管受到欧元债务危机引发的系统性风险打压，但受实际供应紧张的支撑，纽约原糖该跌不跌，不再创新低。在夯实底部后，受印度、中国变数影响，纽约原糖将迎来相对应的中级反弹。在国际对冲基金的炒作下，不排除短期重探 20 美分的可能。

二、国内糖市

（一）现货市场

表一：5 月现货涨跌

		现货市场 单位：元/吨		
	产 区	月初报价 (5. 04)	月末报价 (5. 20)	月涨跌
广西主产区	南 宁	5050-5150	5000-5050	-100
	柳 州	4930-5220	4985-5120	-100
云南主产区	昆 明	4830-4900	4850	-50
	甸 尾	4840-4870	4820	-50
其它产区	广东湛江	5200	5100	-100
	新疆乌鲁木齐	5060-5080	4950	-100

国家相关部门认可广西糖价 5000-5500 元是今年价格运行的平稳区间，本月广西现货一度跌破 4900，至 5 月 20 日下午，现货价格重回 5000。

（二）郑糖评述

4 月 26-27 日，云南糖会召开。本榨季全国产糖定调 1070 万吨，消费预期维系去年 1400 万吨不变，从一季度国家统计局的数据看，食品工业增长 28% 以上，食品工作利税率增长 40% 以上，产销有 300-3500 万吨的缺口。调控方面，国家相关部门表示不单可以通过抛储来调控，还不排除进出口调配的倾向，调控的方式越来越多，灵活性越来越强。关于抛储，相关部门表示将加大加工力度，预计 5 月将加工 40 万吨白砂糖，后市再向市场投放 70 万吨。后期抛储将是常态，至 28 日，国家 09/10 榨季已经实施 5 批抛储备，宗旨是调控供求总量平衡，不调控价格，目的是管理通胀预期。本榨季有缺口，国家基本认可广西现货 5000-5500 的价格。

26日（开会当天），郑糖持仓创天量（盘中1101一度创出98万手天量持仓，成交401.5万手），29日郑糖1101跌破4900，确立中期回落之势。

表二：截止4月底国内产销进度情况（部分产区）

截至2010年4月底产销进度表				
省 区	产糖量	销糖量	销糖率	备注
全国合计	1067.23	583.81	54.7	
甘蔗糖小计	1007.23	548.34	54.44	
广 东	85.77	58.32	68	已全部收榨
广 西	710.2	401	56.46	已全部收榨
云 南	170.55	69.93	41	已收榨63家
甜菜糖小计	60	35.47	59.12	已全部收榨

从国内本榨季产销情况看，截止4月底，全国可供糖源同比去年减少76万吨。去年后期广西地方抛储60万吨还造成青黄不接的榨季末翘尾行情，而今年后期理论还缺糖约130万吨。新榨季预期将出现恢复性增产，依旧是供求略有缺口的年份，下榨季将维系相对高位区间运行。

在有缺口的年份国家在管理通胀预期下，启动加工70万吨白砂糖的调控预案预案，并未表明就将全部都要抛售，但又切实防范后期有可能出现供应紧张造成的暴涨事件。国家相关部门认可广西5000-5500是今年价格运行的平稳区间，那么高于5500不和谐，食糖作为食品加工原料，高糖价将绑架食品工业；但长时间的低于5000更不合理，在存在较大缺口的年份，过低的糖价势必影响主产区的种植、田间管理，对食糖产量的恢复性增长不利。按照目前国内人均11KG/年的消费量，比发达国家甚至台湾都少得多，消费潜力巨大，但生产有极限。因此国家调控不怕糖多，只嫌糖少。过低的定价将威胁国内食糖消费安全。

郑糖从2010年1月7日高点5870元跌至5月17日低点4672元，累计跌幅竟达1200点。在有缺口的年份国内糖市不会无休止下跌。市场前期的回落受国际糖价连连下破以及国内下榨季恢复性增产预期打压。国内糖市有着反周期的特点，按统计情况看，国内糖市三季度的上涨行情往往启动在7月底8月初（2008年金融危机背景下除外），今年正是由于上述原因造成的心理打压，7月之底提前在5月打造。

三、行情展望与操作建议

下月关注：1、5月产销数据，尤其是在09/10榨季进行了累计5期约122万吨抛储的情况下，销量同比去年如何？2、国际糖市脱离中期底部，反弹高度将牵引国内糖走出大级别的次级反弹行情；3、榨季广西主产区播种面积露出冰山一角，6月底的看苗将作出初次估产。

5月糖市国际国内探明中期底部的情况下，在国内确实实供求有缺口的支撑下，料6月将迎来跨季度的次级反弹行情。1009反弹高度5300-5500，甚至更高。

研究员：熊梓敬

电话：0871-3628336 / QQ：985033915 / 邮箱：xiongzijing@chinastock.com.cn

银河期货研究中心 / 北京市西城区复兴门外大街A2号中化大厦8层（100045） / www.yhqh.com.cn

银河期货研究中心 您最忠实最可信赖的理财顾问！

请务必阅读正文后的免责声明部分

■ 免责声明 ■ 期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告版权归银河期货研究中心所有。未获得银河期货研究中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于银河期货研究中心及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。在银河期货研究中心及其研究员知情的范围内，银河期货研究中心及其研究员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系。

银河期货营业网点

北京营业部

北京市朝阳区东三环北路 38 号北京国际中心 4 号楼 405 室
邮编: 100026
电话: 010-85879509 传真: 010-85879511

杭州营业部

浙江省杭州市解放路 26 号金衙庄大厦 10 楼 B 座
邮编: 310009
电话: 0571-28002929 传真: 0571-28003676

济南营业部

山东省济南市经七路 83 号润亨大厦 3 层
邮编: 250001
电话: 0531-81772300 传真: 0531-80972200

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号上海期货大厦 2104A
邮编: 200122
电话: 021-68402296 传真: 021-68401762

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 18 号会展中心东区 310 室
邮编: 116023
电话: 0411-84806010 传真: 0411-84806329

福州营业部

福建省福州市东水路 88 号闽发大厦 12 层 1203 室
邮编: 350001
电话: 0591-87508878 传真: 0591-87660128

哈尔滨营业部

黑龙江省哈尔滨市中山路 172 号 (暨常青大厦) 第 10 层 1001 室
邮编: 150040
电话: 0451-55505205 传真: 0451-55505208

沈阳营业部

辽宁省沈阳市沈河区悦宾街 1 号沈阳方圆大厦 1202 室
邮编: 110013
电话: 024-22505799 传真: 024-22505796

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来大厦 2005 室
邮编: 450008
电话: 0371-65616115 传真: 0371-65616112

长春营业部

吉林省长春市朝阳区同志街 2222 号通汇大厦 1508、1509 室
邮编: 130021
电话: 0431-86761706 传真: 0431-86761710

青岛营业部

山东省青岛市香港中路 12 号丰合广场 C 区 201 室
邮编: 266071
电话: 0532-80661688 传真: 0532-80661655

昆明营业部

昆明市东风西路 123 号三合商利写字楼 13 层 A 座
邮编: 650032
电话: 0871-3628336 传真: 0871-3641108

佛山营业部

广东省佛山市南海区南海大道北 57 号新闻中心大厦 10 楼
邮编: 528200
电话: 0757-86330199 传真: 0757-86339702