

上周四晚间央行宣布降息，这次货币政策松动无论是时点还是力度均超出预期。不过，商品市场似乎并不领情，多个品种并未如想象中高开，上周五收盘几近全线皆绿，黄金、白银、橡胶和PTA等跌幅均在3%左右；本周二多数品种继续下行。那么，在此前被市场所寄予厚望的降息真正付诸实施时，期货市场缘何“冷”眼相对？本期邀请宏源期货财富中心首席策略分析师吴守祥和兴业期货研发中心总经理、首席研究员郑智伟进行探讨。

# 流动性宽松会否阻断商品熊途

□本报记者 王超

## 原油还有回落空间

**主持人：**昨日纽约原油一度跌破82美元/桶。那么，影响油价走势的因素有哪些？未来油价会否进一步下滑？

**吴守祥：**主要影响因素为宏观经济、地缘政治以及货币政策等。技术上看，纽约原油在每桶70-80美元之间有较大支撑。

**郑智伟：**原油走势呈现出更多的金融属性。相比其他品种，原油下跌的时间和幅度均较晚。供需基本面不支持原油价格再继续大幅度回落。但从机构投资者配置资产的角度看，原油下跌可能性依然存在。总体而言，油价在经过一定幅度的回落后，下方空间日趋窄缩。但原油要再度反弹到百元时代困难较大。

## 农产品走势看供给

**主持人：**上周二，因小麦品质问题引发市场担忧情绪，日内强麦期货爆发了强烈的上涨行情，主力合约一度逼近涨停板，并带动了沉寂多日的玉米、豆粕市场出现活跃行情。有分析认为，粮价是百价之基，而小麦价格又是粮价之基。强麦期货上涨行情的爆发对农产品有什么影响？

**吴守祥：**前期强麦累计下跌幅度较大，伴随整个市场的反弹氛围，一波反弹已经逐步展开，并可能继续，但大牛市的基础并不具备。

小麦期货行情的爆发更多是对短期题材（前期有美国、俄罗斯等小麦产地气候干燥影响，后有我国部分省区出现小麦赤霉病，可能影响产量和品质的担忧）的

兴业期货研发中心总经理、首席研究员  
郑智伟宏源期货财富中心首席策略分析师  
吴守祥

摄影/本报记者 郭锋

## 未来变动？

**吴守祥：**南美大豆减产、美国种植区天气干燥，使得CBOT大豆强势，中国进口增加，对美豆具有较强支撑作用。目前，大豆压榨企业还处于亏损状态，对豆油和豆粕有一定支撑作用，但随着进口大豆增加，国内供应充足，对后期豆粕价格上涨具有一定压制作用，预计豆粕上涨空间不大，为了保持利润，豆油下跌空间不大。

**郑智伟：**豆类期货总体偏强，特别是豆粕。近期回调不能称做下跌，支撑其偏强的主要原因还是美豆表现。今年南美大豆减产，美豆结转库存处于历史低位，新年度美国大豆已开始播种，如果不能增产，整个年度的大豆供需可能会更加紧张。

**郑智伟：**我们判断欧债危机问题将长期存在，整个全球经济还会笼罩在危机之中，黄金、美元等有避险功能的资产将共同体现这种危机的影响。除非再度爆发更大的危机，或者美元出现显著变化，例如美国采取QE3等措

反映。至于产量影响仍需进一步观察和核实。一方面，中国小麦库存较大，需求相对稳定，单靠局部地区的减产题材不足以产生牛市。另一方面，全球小麦生产稳定，小麦主要出口国俄罗斯并未出现大幅减产情形。

**郑智伟：**上周二的反弹更多是一种对突发性消息的本能反应，这种表现远远称不上一个牛市，只不过在前期大幅下跌之后的技术性反弹，虽然说小麦是一种粮食基础品种，但是要成为农产品领头羊还有待商榷。目前玉米价格大幅度上涨，饲料对小麦的替代用量显著增加。说明小麦对玉米具有比较大的成本优势，有助于改变小麦价格整体偏低的现状，但这个作用是逐步体现的过程，随着技术的提高、替代量增加，小麦价格优势也可能会逐步丧失，反过来又会制约小麦价格的反弹高度。

**主持人：**豆类油脂近期走势偏强，请结合相关基本面分析其

对偏紧状态，不过夏季油脂类消费处于淡季，不利于油脂类价格的上涨。但从养殖业角度看，虽然说生猪养殖处于亏损状态，但前两年生猪养殖利润较高，使得目前出栏数目可观，这使豆粕消费比较旺盛，对价格形成支撑。

## 美元避险功能将弱化

**主持人：**黄金和美元的避险功能能否被进一步挖掘，并出现同涨格局？

**吴守祥：**我们看好未来一段时间贵金属的避险价值，而美元在避险功能上的价值将逐步弱化。即美元与黄金大体上仍将维持反向变动关系。

未来美元与黄金的反向关系仍将相对明显。我们观察到近期标普波动率指数有所回升，显示市场风险有所加大，这比较符合欧元区隐忧重重以及美国就业市场波澜不断的现状。而同期黄金价格则呈现震荡回升走势，显示出黄金避险价值正在逐步显现。由于美元仍处于世界货币体系的主导地位，分流了黄金这类硬通货的避险需求。近期美元已被推上近两年高位，无论从宏观经济基本面、美联储宏观政策调控影响还是美元指数自身技术走势上看，都存在着较大回落风险，而黄金位处中期低位，避险资金逐步转投贵金属将是大概率事件，这也是近期支持黄金震荡回升的最大原因。

**郑智伟：**我们判断欧债危机问题将长期存在，整个全球经济还会笼罩在危机之中，黄金、美元等有避险功能的资产将共同体现这种危机的影响。除非再度爆发更大的危机，或者美元出现显著变化，例如美国采取QE3等措

施，否则两者同涨共跌的特性还会存在。

## 期权并非简单期货品种

**主持人：**期权作为一项创新，在哪些方面不同于品种创新，对整个期货行业而言有哪些重要意义和影响？

**吴守祥：**期权不是一个简单的期货品种，是不同于期货的全新的交易方式。如果说期货可以对冲现货的风险，期权可以对冲期货的风险。产业投资者、机构投资者和普通投资者可以更方便地参与市场，对期货行业的发展无疑会带来很大影响。

期权的意义表现在：一是降低交易成本。套期保值者应用期权交易工具保值比单纯使用期货效果更好，操作成本更低，有助于期货市场功能的有效发挥。二是提高期货市场效率。期权交易对期货市场可以起到稳定作用，期权交易有助于发现期货价格，期货价格又利于现货价格的发现，使整个市场更好地服务于经济发展。三是增强市场流动性；期权期权的综合利用使投机者找到更适合自身风险能力的投资组合，吸引更多的投资者进入市场，降低市场被操纵的可能性，大幅度提高市场的流动性。四是完善市场层次。推出期货期权交易之后，投资者可以进行多种组合投资交易，期货市场风险收益结构出现前所未有的多样性。



www.cs.com.cn

# 上下游双重压力 PTA跌势难改

□东证期货研究所 吕鹏飞

近期PTA下行幅度较为明显。上周一，从开盘就开始暴跌，不久跌停；虽然周二、周三、周四围绕7280上下窄幅震荡，但周五低开低走，再度暴跌，一度试探7006元/吨的最低点，尾盘收于7024元/吨，7000元一线支撑明显。虽然本周一出现技术反弹，但PTA总体弱势格局并没有改变，盲目抄底风险较大。

首先，近期原油整体保持弱势震荡，但跌势放缓，整体表现略为平稳。上游芳烃石脑油、MX和PX总体偏弱，石脑油近期价格先抑后扬，PX跌势依旧较大，目前已经不具备对PTA的支撑能力。价差方面，由于PX下行幅度较大，PX与石脑油的价差明显降低，近期基本保持在450美元/吨以下的水

平，但与正常价差相比仍然有100-150美元/吨的利润。PX价格本轮的下跌主要是因为上游原油的走低和PTA大幅跳水的拖累，但从长期来看，本年度PX供应面仍属偏紧，预计PX利润将继续被压缩的空间不会太大，未来随着PTA市场的好转，对PX需求量有所提高的时候，PX走势或将继续偏强。

其次，PTA现货类似期货走势，近期内外盘现货价格均出现暴跌，其中上周一跌幅最为明显，内盘跌幅为500元/吨以上，外盘60美元/吨以上。上周五再度出现暴跌，目前内盘价格基本保持在7160元/吨附近，外盘现货保持在905美元/吨左右。不过，近期PTA的生产利润得到了很大的改善，生产利润维持在50-250元/吨的水平。PTA工厂的库存维持在7天

左右，聚酯工厂PTA的库存维持在6天左右。目前PTA的开工率维持在86%附近，较上周略有回升。

最后，在化工全线下跌的背景下，下游终端产品不能善其身。近期涤纶长丝下跌150-350元/吨，聚酯切片下跌600元/吨附近，涤纶短纤下跌400元/吨。由于涤纶切片跌幅幅度较大，下游切片纺亏损严重，因此导致开工率出现下滑。目前已经进入下游需求淡季，市场对终端产品需求低迷，各种聚酯产品价格的下滑导致了其生产利润被再度压缩，聚酯装置开工率本周下降至83%左右。三种涤纶长丝库存已经达到前期高位水平，其中DTY库存已经超过38天的水平；涤纶短纤库存达到了15天左右的库存水平，开工率降至70%左右。随着需

求淡季的来临，织造机开工率已经有了明显的下滑，降至了50%的水平。总体来看，下游的利空增加了PTA价格压力。

总体而言，目前整个PTA产业链整体较弱，原油跌势已经明显放缓，但PX补跌依然继续，且幅度较大，因此PTA失去了成本支撑这个最终较为强势的利多因素，出现持续暴跌。下游聚酯产品生产利润薄弱，并且进入需求淡季，市场需求低迷，开工率开始下降，对PTA形成了另一个利空压力。近日，国内贸易数据和西班牙银行业获救款等利好因素或对盘面有所支撑。但依旧不足以改变PTA弱势的总体格局，7000元一线或有支撑，一旦跌破，或有进一步下跌可能，因此不建议盲目抄底。

# 塑料期货9000点岌岌可危

□华泰长城期货 黄长友

明显减弱。

## 供应仍显充裕

数据显示，今年2-4月国内聚乙烯月度产量在80万吨徘徊，开工率明显偏低。布伦特原油价格高企，石化企业生产成本较高，而市场销售价格难以转嫁成本压力，生产企业不得不采取减产保价的措施，力图通过装置的停车检修和降低生产负荷来改善市场的供求状况。5月以来，风云突变，国际原油价格大幅下行，石化企业生产成本明显降低，但在国内经济增速放缓以及消费淡季氛围笼罩下，石化企业销售量难以得到有效提升。目前中原石化、兰州石化、吉林石化和抚顺石化停车检修，国内产量略有减少，一定程度缓解了石化企业的库存压力，但削减到正常水平尚需时日。目前石化企业库存依然居于高位，去库存仍是现阶段的重要任务。

由于内外盘倒挂，今年2-4月，聚乙烯进口量呈递减状态，大致每月减少10万吨，4月进口量已经处于2010年以来低位，港口库存偏低。受之影响，亚洲石脑油、乙烯下行，其中亚洲乙烯已经跌到950美元/吨左右，因此塑料成本支撑

重恶化情况下，聚乙烯进口量继续大幅缩减的概率偏小。

## 淡季需求疲弱

自5月初以来，受国内外利空因素影响，塑料期货主力1209合约经过数次跳空下挫，目前跌幅已超过千元。在期货市场的指引下，现货市场亦步亦趋，石化大区下调出厂价格，但现货市场依然交投清淡，求购意向不高，观望气氛渐浓。5月汇丰中国制造业PMI终值回落到48.4%，连续第7个月位于枯荣分水

岭50%下方，其中新订单总量较4月加速下降，新出口业务也有所减少，领先经济指标印证了下游需求薄弱的事实。



信诚人寿保险有限公司 投资连结保险投资单位价格公告		
账户类别	单位价格	账户设立日
优选全债投资账户(原债券投资账户)	14.55113	2001年5月15日
稳健配置投资账户(原增值投资账户)	15.87596	2001年5月15日
成长先锋投资账户(原基金投资账户)	23.79418	2001年9月18日
现金增利投资账户(原稳健增长投资账户)	11.55359	2005年3月25日
平衡增长投资账户	9.37598	2007年5月18日
策略成长投资账户	10.76528	2007年5月18日
积极成长投资账户	9.32671	2007年5月18日
打新立稳投资账户	9.79968	2010年6月25日
季季红利投资账户	8.10490	2010年6月25日

本次公告[2012-10]仅反映投资账户截止2012年6月11日的投资单位价格,下一公告日为2012年6月14日。信诚人寿投资连结保险各账户价格为每日在中国证券报及公司网站公告,如遇节假日则顺延。详情请查询信诚人寿全国服务电话:4008-338-838 或登陆公司网站:www.citic-prudential.com.cn。信诚人寿竭诚为您服务。

# 国债期货仿真合约或维持震荡

□本报记者 熊峰

国债期货仿真合约12日维持盘整。市场人士分析，由于短期利率近期仍将维持低位窄幅震荡走势，国债期货仿真合约价格也将维持区间整理，但向下压力不大。

昨日，主力合约TF1209开于98.99元，全天震荡下行，收于98.95元，结算价涨幅0.01%，成交量13978手，持仓量24994手，减仓304手。TF1212合约收于98.96元，涨幅0.07%，成交35566手，持仓28090手，增仓5606手。

# 两因素致燃料油期货趋于萎缩

□冯洁

燃料油市场的萎缩，一方面是因为电厂、石化、船运等传统的燃料油现货消费市场越来越萎缩，其表观消费量近年来不断下降，导致众多企业失去了套期保值的基本需求；另一方面是目前我国期货市场投机者结构还不尽完善，燃料油大合约的局限性被进一步放大。

## 下游消费缺失

首先，燃油税改革导致下游企业成本猛增。我国自2009年1月1日起燃油税改革正式实施，改革之后每吨燃料油消费税在850元左右，与之前相比增幅在700元/吨以上。国内燃料油使用高峰期的2004年，燃料油消费主要集中在发电、交通运输、冶金、化工、轻工等行业。以前依靠大量进口优质、便宜的燃料油进行生产的发电企业发现进口价格上涨，企业纷纷将燃料油装置改装为使用天然气等来替代。

其次，西气东输使得天然气大量替代燃料油成为可能。我国能源大规划项目的西气东输是指中国西部地区天然气向东部地区输送，主要是新疆塔里木盆地的天然气输给长江三角洲地区。西气东输二线竣工以来，使得发电企业使用天然气替代燃料油成为大趋势。发电燃料油改气，使燃料油的第一大用户——发电企业对于燃料油的需求骤降。其他如钢厂、陶瓷厂等也纷纷选择其他便宜的能源替代燃料油。

最后，宏观经济疲弱，航运指数不断下降，船用油市场萎缩。全球经济复苏乏力，下行风险依然

存在。经济的不景气导致整个国际贸易的萎缩，船用量减少直接导致船用油需求下降。

航运费的下降使得船运公司节省成本上动足了脑筋，它们大量使用与国际标准相去甚远的低标准低成本调和油替代部分船用燃料油。大量使用这种调和油容易造成管道阻塞，但由于销售服务这种调和油的企业提供了多种滤网的服务，所以在这方面低成本的调和油不断蚕食船用燃料油本来无起色的市场份额。

## 大合约“局限性”明显

目前我国期货市场投机者结构还不尽完善，个人投资者占比在80%左右，他们是市场流动性与深度的主要创造者。银行、基金、保险等大机构还不能随时参与期货市场，也没有类似“期货基金”的手段把散户的投资集中起来交给专业人才打理，所以目前期货市场基本上是以企业的套保需求对个体投资者的投机需求。

因为大合约的设计限制，一方面小贸易商在利用期货市场对冲价格波动风险时无法顺利实施套期保值策略，套保规模往往小于最小合约单位，另一方面，大合约的资金门槛降低了中小投机者的参与度，降低了市场深度和流动性，大的生产商和贸易商由于缺少对手盘而不易建仓，不能实现套期保值的目的。由于目前市场结构放大了大合约“局限性”，所以成交量放大也不难理解。(作者为银河期货研究中心总裁)

# 欧债大火愈烈

□全唐贵金属 孙英渤

在6月21日美联储公布利息决议之前，欧洲债务危机的发展将是主导贵金属市场运行的决定性动力，市场情绪基本上已经处于避险模式中。白银期货近期运行表明，其主力合约仍有进一步下行整理的可能，下方重要支撑位于5770元附近。

视线转向希腊，就目前形势来看，希腊民众就自身利益考虑留在欧元区无疑是最佳的选择。近期西班牙的债务情况不断恶化加之对希腊无序违约与退出欧元区风险的双重利空将进一步压力欧元汇率，令美元指数维持强势，而白银市场受到美元走强影响将有进一步下探的可能。但从中长期来看，虽然美联储在6月宣布实行QE3的概率极低，但随着时间的推移，市场对QE3的预期会不断升温，而美元指数过度走强也将逐步失去美国经济基本面的支持，从而造成美元指数的回调。因此，可以预计在6月下旬白银市场将迎来真正的底部。

技术面看，近日沪银1209合约一直在6020元附近徘徊，遭遇重大基本面利空袭击的背景下，其下跌幅度亦十分明显，表现出明显的遇利空恐慌的态势。

此外，从日线上看，其长期均线与短期均线已经粘滞，且粘滞点位于短期布林通道中轨道下方，表明近几日价格仍处于弱势整理中，考虑当前短期布林通道中轨道位于6110元附近，若价格不能有效上破6110元，则主力合约仍有进一步下行整理的可能，下方重要支撑位于5770元附近。

# 白银已成池鱼