# 期市弱势运行 菜籽系空头加速发力

□本报记者 官平

延续上周弱势，国内商品期市多数品种周一（11日）继续小幅下行，郑州菜籽粕增仓震荡下挫2.5%，豆类油脂亦整体承压小幅下跌，仅贵金属等少数品种小涨；整体来看，农产品品种空头快速发力，弱势逐渐超过工业品。

分析人士称，农产品中长期依然看涨，但短期内存在回调整理需求，因“两会”结束后积极的财政政策和稳健的货币政策对工业品影响可能更大，加上已经在低位盘整多日，场外资金在工业品上可能会陆续买入。

## 菜籽系空头发力

春节后，商品市场总体较为疲弱，相对来说农产品节后一直表现较强，从上周（3月4日至8日）开始，农产品回调压力渐显。反映国内商品走势的文华财经商品指数显示，文华商品11日收于175.14点，下跌0.44%，农产品指数下跌0.58%，工业品下跌0.41%。

11日，菜籽类期货市场整体表现弱势，市场关注的焦点菜粕期货主力1309合约低开跳水，震荡下挫逾2.5%，创近三周新低，领跌菜籽类期货市场，持仓量和成交量纷纷大增。

资金面上看，菜粕期货持仓量、交易量双双上升，持仓量增加7.8万手至36万手，成交量增加70万手达126万手，市场空头资金入市明显，菜粕期价重心下移，短期维持弱势走势。

然而，菜籽、菜油资金关注仍较清淡，11日再次出现缩量减仓，菜籽期货主力合约在5300元/吨附近维持震荡；菜油主力获利减仓明显，成交量由上周的5.8万手左右减至1万手左右，市场交投清淡，观望氛围较重。

基本面上，上周五（8日）美国农业部3月供需报告将全球大豆结转库存小幅上调，美国大豆结转库存维持在1.25亿蒲式耳，高于市场预期。

中信建投期货研究员夏旗表示，美国农业部对美国及全球大豆的库存预估高于市场预期，同时调高中国油菜籽产量，打压菜粕走势。另外，国储菜油对菜籽市场整体打压较重，3月8日国家抛售菜籽油10万吨，起拍价格在每吨10200元至10400元，远高于市场的预期价格。

上海中期期货分析师邓宁宁表示，菜粕在成本支撑下跌幅有限，整体上将限制油粕回落空间，只是国储菜油抛售价格高于市场预期，对菜油期价走势略有提振。缩小了粕强油弱格局，菜油支撑位略有抬高，亦对菜粕走势形成打压。不过，菜粕现货供给紧张，坚挺的现货价格，仍对菜粕近月形成支撑。

## 豆类整体承压明显

不止是菜籽系品种，豆类油脂品种亦整体承压。11日，豆类弱势下跌，其中豆油增仓领跌；黄大豆一号主力1309合约收于每吨4758元，跌0.44%；豆油1309主力合约收于每吨8200元，跌1.49%，增仓16.7万手；豆粕主力1309合约收于每吨3387元，跌1.02%，增仓2.8万手。

银河期货研究所研究员梁勇表示，上周五美国农业部3月供需报告数据公布后，美豆期价曾一度大幅下挫，之后震荡回升，未来价格走势将受到供需数据环境的压制。

现货市场上，豆粕现货紧张局面推升销售区现货继续高报上涨，华北地区报价每吨4070元至4170元，每吨上涨20元至50元；华东、华南地区报价每吨4120元至4200元，上涨20元至50元。

梁勇表示，2月份进口大豆数量明显低于预期，由于巴西港口问题，三、四月份到港量可能仍要低于预期水平，这使港口大豆库存处于继续减少状态中，预计当前豆粕现货供应紧张的局面仍需二至三周之后才能得到一定缓解。

## 工业品多头何时反扑？

农产品技术上存在回调整理要求，是在情理之中。格林期货研发中心高级总监李永民称，节后农产品如豆粕、棉花表现较强，经过前几周上涨，分别冲高至阻力位附近。“两会”结束后，积极的财政政策和稳健的货币政策对工业品影响可能更大，加上已经在低位盘整多日，外资可能在前期跌幅较大品种上买进。

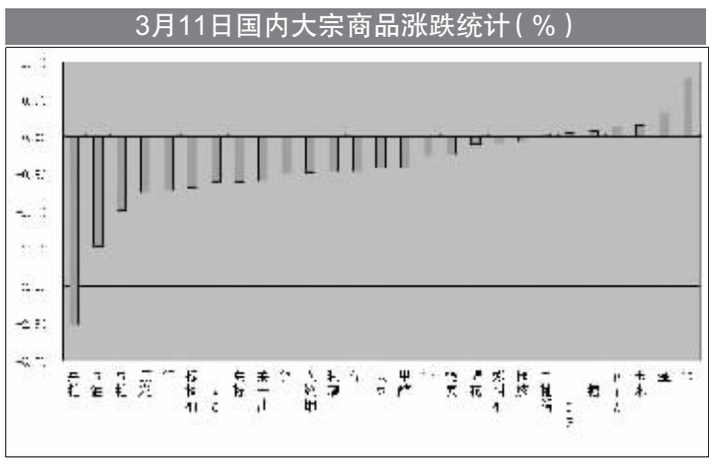
就建材类品种来说，11日，螺纹主力收于每吨3908元，玻璃主力收于每吨1483元，分别跌至各自阻力价位。国泰君安期货研究所研究员付阳表示，房地产市场近期调控升级打压了建材价格，螺纹钢主力盘中再次跌破每吨3900元后收回，十字星走势显示出市场在目前价位分歧加大。

付阳表示，从持仓席位上看，空头仍是沙钢、中钢等有现货背景的席位，卖出套保盘增加为主，而昨日沙钢大幅下调出厂价，钢厂加大卖空的意愿加强；多头老大永安席位今日大幅减仓，表现谨慎。11日沙钢下调螺纹钢出厂价250元，下调幅度较大。

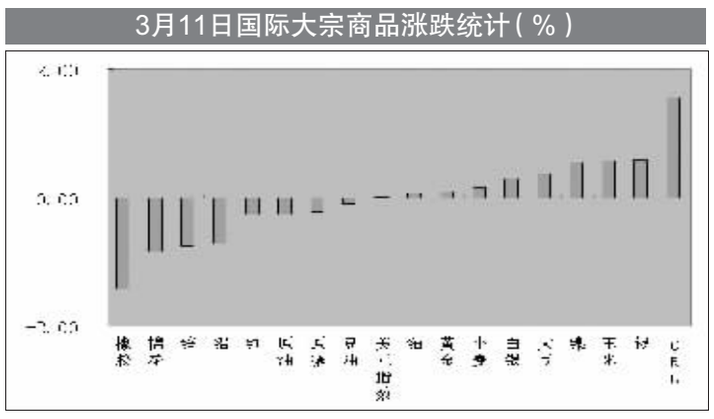
玻璃期货方面，从持仓上看，国海良时期货席位净空大增1.1万手，显然增仓上行与其有关，而主力多头永安期货席位11日净多有所减仓，空头士气相对更胜一筹。鲁证期货分析师娄载亮表示，当前情况下，多头要实现反扑必须首先重新站上1500点这一重要技术关口，若是短期内不能重新突破1500点，玻璃下行将有所加速。

国泰君安期货研究所研究总监陶金峰表示，玻璃和螺纹钢多头若想反扑，主要寄希望于新型城镇化落实的力度要大于预期，或者地方投资热超过预期，或者房地产调控新政流于形式，前紧后松，不过目前来看前两种假设的可能性要明显高一些。

3月11日国内大宗商品涨跌统计（%）



3月11日国际大宗商品涨跌统计（%）



# 国债期货仿真新合约首秀微跌

□本报记者 熊锋

昨日，国债期货仿真合约大多上涨，但首日上市的TF1312合约却小幅下行。

截至昨日收盘，主力合约TF1306收盘上涨0.014元至97.226元，日增仓385手；新上市的TF1312合约首日微跌0.004元。就持仓成交来看，三合约总成交43186手，总持仓102725手，成交量和持仓量均较上周五有所增加。

就现券看，中国国际期货分析师汪诚认为，受经济数据影响，银行间可交割券当日普跌，其中，13附息国债03下跌0.02%至99.67元。而资金面方面，货币市场利率水平有所回升，银行间质押式回购7天加权利率上行50BP至2.99%。

就近期走势而言，汪诚进一步指出，国债期货仿真与现券走势昨日出现小幅背离，在资金面收紧和政策面利好有限的情况下，期债仿真价格继续强势上行的动力并不强，近期或进入整理平台，短期内维持震荡格局。

# 豆类弱势难逆 中线宜逢高布空

□安信期货研究所 李青

告别“春节”消费高峰，豆类市场消化节前备货，整体走出一波回落行情。接下来，距离南美大豆集中上市还有一段空当期，美豆陈作是主要进口源，美豆库存紧俏预期进一步被消化，国内处于“去库存”阶段，油粕终端需求尚待恢复或限制豆类期价上方空间。

## 国产大豆“有价无市”

春节过后，东北主产区大豆市场率先复苏。国产大豆余量有限，食品加工行业大量收购蛋白豆，油厂豆源持续减少。农民“变现”意愿显著下降，惜售情绪支撑下，东北大豆收购价格稳中有升（4640–4720元/吨）。相比而言，临储大豆收购价（国标三等2.3元/斤）偏低，导致临储库点收购量低于上年。据悉，截止到2月中旬，黑龙江、吉林等6个主产区累计收购2012年产大豆292.6万吨，同比减少134.4万吨。另一方面，囿于余粮不足，油粕售价下滑，导致东北地区油厂压榨延续“巨亏”局面。部分油厂不急于开工，产区油豆采购尚未放量，虽然短期价格难以下滑，但继续上涨的动能也较有限。

## 港口供应由紧转松

自去年12月份之后，我国港口大豆库存屡探近两年新低。分析其原因，去年12月国内油厂、贸易商密集取消此前高价订购的美豆合同，改用价格低廉的港口大豆。2月多数时间里，我国港口大豆库存维持在500万吨下方。

1、2月我国共计进口大豆858万吨，其中没有巴西、阿根廷大豆到港。眼下，巴西大豆陆续收割并运抵港口。统计显示，2月份巴西大豆出口由1月的284吨跳涨至95.96万吨。Abiove消息，巴西或在收割后出口大豆3850万吨。除了今年“创纪录”的产量压力，南美大豆价格较美豆低廉，或进一步拉低港口大豆分销价格。

## 美豆库存萎缩利多出尽

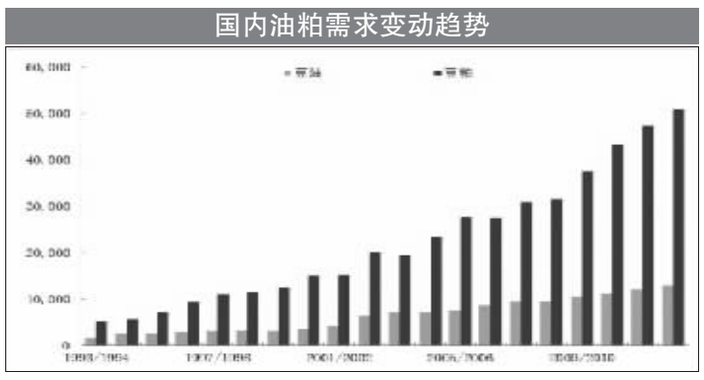
随着节后中国买家重返国际市场，而巴西驳船装运延迟，短期美豆，尤其是陈豆出口量被拉高。USDA周度销售报告显示，截止到2月21日当周，中国采购美豆旧作47.5万吨，占2012/2013年度美豆出口量的68.94%。预期本年度中国累计采购美豆2121万吨，同比增长8.8%。

## 油粕需求“两重天”

2月以来，国内油粕价格呈反向走势，当前油粕比在2.456:1，低于2009年以来中值（2.745:1），并有继续下移的趋势。国内豆油库存居高不下，而豆粕相对偏紧是造成短期“粕强油弱”的主因。然而，春节前期猪粮比、生猪价格就已经结束了去年10月以来持续增长的势头回落。养殖业利润下滑打压养殖户补栏积极性，饲养实际需求尚待回稳，短期豆粕反弹空间不宜过高估计。

从较长周期来看，近20年我国油、粕消费呈现显著差异，豆粕增速远超豆油。国内豆粕连续四年保持10%以上增速，源于豆粕的蛋白饲料需求不易被替代。此外，油粕需求大相径庭还取决于以下两方面：一、豆粕存储周期较短，饲料企业严格控制库存“随采随销”，这在一定程度上强化了豆粕需求的刚性。二、生猪养殖每年两次集中出栏、补栏，其间豆粕都将呈现季节性需求放量。

国内油粕需求变动趋势



■ 品种扫描

## 沪胶 多空僵持

沪胶主力1309期货合约收盘价收于23995元/吨，跌0.06%。全天成交量为274152手，持仓减少1196手至136862手。国内保税区橡胶库存突破历史，年后开工后仍以消耗此前备货为主，现货价格疲软将拖累期价走势。（程鑫）

## 沪铜 交投活跃

沪铜1306合约开于56470元/吨，开盘短暂拉高后快速下行，随后回升横盘整理，午盘一路震荡下行，终盘收于56470元/吨，跌0.49%。国内工业和消费数据弱，经济仍处缓慢复苏，不断上升的铜库存也压制铜价反弹。（程鑫）

## 塑料 减仓整理

塑料小幅低开，早盘小幅反弹，随后在10600元一线受到空方打压而回落整理，午后期价围绕着日内均线横向整理，终盘报收于10550元/吨，涨5点，涨幅0.05%。下游加工企业开工对塑料的需求影响逐步显现，大连塑料期货下跌走势有结束迹象，空单谨慎持有。（白亚洁）

## 郑糖 延续震荡

郑糖期价呈现窄幅震荡格局。主力1309合约开盘价5420元/吨，最高价5448元/吨，最低价5417元/吨，最终收于5428元/吨，上涨4元。因后期干旱、低糖分等供应面炒作题材偏多，且政策面支持托市，白糖低位不适合杀跌。（李丹丹）

## PVC 小幅回落

PVC小幅高开，早盘继续小幅回落，随后在击穿了6500一线后止跌反弹，午后期价延续横向整理格局，终盘报收于6505元/吨，跌15点。短期期价存在继续下探可能，建议空单继续持有为宜。（李丹丹）

## PTA 冲高回落

郑州PTA1309合约开盘报8122元/吨，收盘报8136元/吨，较上一交易日上涨12元/吨，涨幅为0.15%。成交量回落至51.44万手左右，持仓量增加4112手至34.08万手。下方考验8000点关口支撑，短线或延续低位整理走势。（白亚洁）

# 商品底部尚未探明

□光大期货研究所 叶燕武

上周公布的美国2月非农就业数据大超预期，道琼斯工业指数接连刷新百年历史新高，中国1–2月宏观数据中最引人注目的是房地产投资加速上升，两会热议的大部制改革方案亦应时出台。对国内投资者而言，美股高亢无疑激荡幻想，而A股磨蹭却又不得不令人紧张，更别提焦炭、螺纹钢、PTA等跟风品种了。面对大是大非的抉择，最忌讳的就是冲动，因为踩油门还是踩刹车决定了成败，必须谨慎思考，理性辨识。

首先，美股突破百年高点究竟是伯南克胜利的标志还是牛皮吹破的噩耗？有时候历史好像喜欢和我们开玩笑，美联储自1913年成立迄今恰好百年，伯南克作为百年内最后一任主席，遭遇到了百年不遇的金融危机，又倚仗百年未有的极端货币政策将美股推升至百年历史高位。是非功过历史自有公论，时下最需鉴别的是，美国的复苏是真实的还是渲染的？诚然，这个问题的复杂性是不容低估的，但如果能找到合适的切面来证伪或许不失为可行的办法。目前市场的主流意识都集中在房地产、就业、资产价格等正向数据序列上，虽有不少投资者也心存疑虑或出于风险的担忧，但苦于找不出风险在何处以及负向的证据。为此，笔者基于简单的逻辑点出发，即任何反周期政策都具有正反效应这一常识，且一般都是正效果在左，反效果在右（亦称尾部风险），如次贷危机，四万亿元投资等。

那么，伯南克对赌经济周期的政策效果又当如何辨析呢？应该说当前所闻所见均为左侧脉象，类似于2010年上半年之前的中国经济V型反转，倘若盲目从众顺势的话，会不会已身陷险境而不自知？不妨从驱动经济的三个变量（政府、企业、家庭）寻找右侧的反效果，其一，美国政府减赤以及债务上限的中长期问题只是延迟但并未解决，而政府资产负债表的调整决定了其对经济边际刺激的动力已耗竭；其二，受股价和房价上涨推动的家庭部门净财富回升有助于去杠杆进程，但经历过房地产泡沫破灭的人们清楚地意识到这完全拜伯南克所赐，免费午餐终有结束的一天，因此即便在资产负债改善的情况下，家庭对增加消费和重建杠杆也持保守态度；其三，企业依靠美联储QE的施惠显著改善了资本结构和资产负债表，但扩大投资的积极性却不会高，因为企业的根本诉求是追逐利润，但企业发觉即使通过扩大投资赚取了更大利润，但利润的表现形式却是根本不值钱的纸币，还不如通过不断制造概念或题材让公司股价多飞一会儿。因此，建立在流动性贡献远超经济贡献基础上的美股好比堆积木游戏，垒得越高崩塌的几率越大。

其次，本轮A股自2007年以来的熊市底部是否已经探明？如果按照资产选择性偏好排序，笔者认为，中美市场投资者存在明显的差异，前者是“房地产、债券（理财）、股市、商品”，后者是“债券、股票、房地产、商品”。由此不难看出，在经历2009、2010两年超级大牛市之后，包括铜、橡胶、黄金在内的大类商品（除原油、农产品外）在2011年全线转熊，目前仍处于被资金摒弃的熊式结构中。此外，也不难理解缘何两大央行宽松可相互媲美，但A股和美股的表现却是冰火两重天。那么，随着国内房地产调控“新国六条”政策的细则落地，资金是否可能从地产流出转入债券和股市呢？一分为二来看，其一，研究表明国际房地产周期一般为15–18年左右，从1998年住房体制改革算起，国内房地产对应的周期拐点应在2013–2016年之间，与股市、黄金等其他资产类价格一样，在周期末端至周期拐点的时间区间往往被称为资产泡沫加速膨胀期，而这与1–2月房地产价格迅涨销售井喷相吻合，因此资金净流出与否不易判定；其二，即使资金选择偏好发生改变，国内影子银行、债券以及场外股权市场的快速发展可能成为吸附资金的主载体，场内股票市场的边际流动性支持也是相对有限的。

若单论流动性未免有失偏颇，还需要其他股市和估值定价的参考维度，归纳起来有两点，一是宏观层面的经济增长、二是微观角度的替代收益率。首先，2013年作为新领导班子“中国梦”的开篇，GDP增速目标定在7.5%是相对适宜的，但从人口结构变化和社会民生改善来看，过去三十几年经济持续增长体现在“积累”，接下来五到十年可能更多的体现在“分配和支付”（即还利于民），导致的结果将是经济增速下移、但结构改善，目前A股上市公司以旧经济模式占主导，因此在估值上不存在大的修复空间。其次，替代收益率是指不同资产潜在收益率与机会成本的比较，例如黄金显然已不受资金眷顾，因为同样按10%的潜在收益率测算，1600美元/盎司的黄金需要将其价格推升160美元，这相比债券、低估值股票配置耗损的资金和成本远高出很多。同理，尽管不少股票相对便宜，但估值依然偏高，特别是在中国经济高成长概念逐渐消退的大背景下。

综上所述，笔者认为，市场主流缺乏对伯南克极端政策负面效果的审视要引起重视，不排除美股积木游戏随时结束的可能；此外，需警惕国内房地产进入泡沫加速膨胀期，而缺乏边际流动性支持的A股和商品依然处于熊市结构，底部尚未探明。

# 期现价差收敛 玻璃弱势震荡

□宝城期货 何晔玮

三月份后，国内玻璃现货市场平稳向好，生产企业库存基本正常，流通渠道进货积极性较高，玻璃深加工厂陆续开工，但是期货市场却出现了持续调整，主要原因是市场预期国家将加强房地产市场调控。短期市场仍将消化调控政策，随着现货旺季的逐步临近，现货市场价格上涨的格局正在启动，但由于前期期现价差过大，期货跟跌不跟涨，以弱势为主。

首先，玻璃行业的产能释放是今年一整年关注的重点。一旦价格上涨，立刻会有不少新建产能点火投产，从而对玻璃价格形成压制。目前，全国共有22条生产线基本完工，可视行情点火，日产能超过16000吨。相比2012年1–3月全国只有一条生产线点火，今年2月河北地区已有4条千吨生产线点火，3月上旬又新增3条生产线，产能新增压力为历史之最。

其次，现货市场看涨氛围浓厚。从3月上旬开始，华东、华南地区的需求基本已经完全恢复，下游出货顺畅，东北地区冬储价格即将结束，区域会议的召开以及需求回暖双双推动全国玻璃价格上行，趋势呈现为自南向北以及自东向西扩散。南方地区需求相对较好，价格涨幅较快，北方以及西部地区由于天气原因仍然有一定程度的影响，但预计很快就会出现回暖。由于节前玻璃企业对经销商的优惠政策导致流通渠道当前库存较高，对3月玻璃价格上行幅度会有一定的压制。

最后，房地产调控政策不断。平板玻璃作为房地产行业的下游，建筑需求占其总需求的75%，这意味着任何对房地产的政策措施都会对玻璃价格产生重大影响。在前期玻璃期价大涨的过程中，“城镇化”题材是最大的炒作动力。而从最新的累积购置土地面积和房屋新开工面积来看，两个数据依然下跌，新国五条细则的出台，令市场对政府未来调控房地产心有余悸，房产市场回暖的程度与玻璃行业的高库存高产能相比，恐怕难以起到真正改变趋势的作用。

总的来看，今年主要玻璃产区的首轮涨价已经接近尾声，全国均价已经恢复到去年最高价的85%附近。开年以来玻璃现货市场总体良好，现价价差从前期500元左右收敛到150元左右。但提前走高的市场价格，刺激新增产能的加速投放，供给压力逐步增大。因此，现货市场行情回暖，期现价格水分被挤压，玻璃价格正处在供销较为均衡的水平上。后期宏观环境对玻璃价格涨跌所占的比例在加大，整体弱复苏格局，使得玻璃期货近期以弱势震荡为主。

长江期货
CHANGJIANG FUTURES
长江证券全资子公司
公司网址：www.cjfco.com.cn
全国统一客服电话：95579 027-85861133
汇聚财智 共享成长

■ 长江期货看市

# 螺纹钢中期向好

□杨小强

高企的库存可能还将在3月份的前半段对期价构成压力，而新一轮的房地产调控力度到底有多大、细节又将如何还有待3月下旬各地执行细则出台之后才能明朗化，这意味着螺纹钢价格短期将维持弱势格局。但从中长期来看，宏观经济回暖将会支撑着螺纹钢期价，随着各地“新国五条”执行细则的明朗化以及气温回升等，需求也会逐渐启动。

## 需求未兑现 产量却攀升

由于对“城镇化”抱有较大的期待，市场普遍看好节后钢材的需求。然而节后下游采购却迟迟未现，市场成交冷清，贸易商出货情况不佳，节前的良好预期并未证伪。

与此同时，钢厂产量却不断攀升。来自中钢协的数据显示，1月下旬国内日均粗钢产量为190万吨，2月中旬达到200万吨，2月下旬更是达到203万吨，而去年同期水平不到170万吨，离历史最高纪录的204万吨也只有1万吨之差。一方面是需求不济预期，另一方面是产量不断攀升，供需格局逐渐恶化，这使得市场的天平开始向空方转移。

## 库存创新高 资金压力凸显

库存水平较低一度是2012年四季度钢材价格反弹的重要原因。不过去年12月下旬以来社会库存开始增加，尤其进入1月份后国内社会库存呈现出快速增加势头。春节过后社会库存连续四周上升，截止到3月8日，社会库存达到创纪录的2231万吨，其中螺纹钢库存达到1079万吨，个别城市钢厂市场呈现爆仓景象。与此同时唐山钢坯库存也创下195万吨的天量。

## 中长期依旧值得期待

首先，从资金上看，1月金融机构新增人民币贷款1.07万亿元，2月信贷持续高歌猛进，前17天四大行新增2500亿元，其中非金融企业的基础建设贷款和居民类住房贷款为主要增长领域，大型银行和政策性银行对公中长期贷款增长明显加快。

虽然国家统计局公布的1–2月工业增加值和社会零售数据不及预期，但更多的是受到来自春节因素已经“节俭”措施的影响。另外从固定资产投资来看，2013年1–2月固定资产投资增速为21.2%，相比2012年12月19.8%的增速继续回升。其中基建投资增速为22.9%，比2012年12月13.1%的增速显著回升。1–2月房地产开发投资同比大幅增长22.8%，相比2012年12月12.4%的增速大幅回升。

目前来看，国内宏观经济依旧维持弱复苏格局，未来经济复苏依旧值得期待，这将有利于大宗商品的走势，螺纹钢必将受益于宏观经济回暖而启动涨势。