

政策预期落空 需求利好有限

工业品行情或回归弱势

□本报实习记者 王姣

在两大重量级会议之后，“城镇化”携“化解产能过剩”的利好潜入商品市场，但工业品却反应冷淡。分析人士认为，一方面，化解产能过剩的代价可能是紧缩信贷；另一方面，“新型城镇化”的定性并非新一轮造城运动，利好有限。短期来看，两大重要会议短期对工业品行情影响不大，年底工业品补库预期驱动的反弹行情力度不大，后市将逐步回归基本面。

工业品上行空间有限

周一，在两大重量级会议闭幕后，国内股市走弱，商品市场也少有亮色，化工品和建材类品种微跌，而有色金属则微涨，总体仍呈疲弱之态。据记者了解，目前关

于两大会议对工业品的影响，业内尤为关注“化解产能过剩”和“着力防控债务风险”这两点；而对于城镇化对工业品市场需求的提振力度和持续性，业内认为需要密切观察。

通过改革创新化解产能过剩，着力防控地方债风险，这意味着化解产能过剩需要紧缩信贷，防控地方债防线要加刷金融机构去杠杠化。这对于大宗工业品而言，未来需求继续温和，明年大规模补库活动可能性较小，工业品价格上行空间有限。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇说。

广东盈瀚投资有限公司投资策略总监于杰也认为，我国产能过剩的行业主要集中于钢铁、水泥、玻璃等高耗能产业，这些产业在转型发展过程中供给将减少。同时，这些

行业大部分与基础建设相关，而基建资金很大一部分来自地方政府的举债投资，如果严控债务审批过程将会减少对工业品市场需求。当供给和需求同时减少时，产量一定会降低，但是价格涨跌要取决于哪一项政策执行的更到位。

商品行情回归基本面

对于新型城镇化的影响，程小勇认为，新型城镇化并非新一轮投资驱动的标志，其一改以往的大规模基建和房地产建设的传统提法，而是实现提高城镇化发展质量、提高土地使用效率等，这并非新一轮造城运动，并不能视为驱动工业品消费大幅回暖的主要发力点，对建材、钢铁和有色金属等影响偏中性。

新一轮城镇化中，在传统的

基建投资建设领域，未来投入力度或将有所减弱，尤其是对螺纹钢、玻璃等工业品的市场需求会有所减弱。”华联期货副所长杨彬指出，中央经济工作会议继续维持“稳中求进”的总基调，同时将改革创新作为重要手段，经济增长要兼顾两方面的要求，影响深远，未来商品期货市场尤其是工业品的发展将打开想象空间。

展望后市，安信期货能源化工分析师杨锐指出，2014年，宏观经济将温和向好，在这种背景下，工业品期货价格波动的宏观因素整体将呈中性，事件性的冲击将会影响阶段性的行情。

短期来看，杨彬认为，近期工业品行情逐步回归基本面，外围市场影响因素逐步加大，美联储将在本周举行常规例会，市场对

此颇为关注。随着美国经济前景开始明朗，美联储究竟是会放缓其刺激性债券购买项目的规模还是会继续观望，料将对大宗商品产生很大影响。

分品种来看，程小勇认为，有色品种短期在国内持货商囤货、海外基金调仓等资金因素支撑下偏强，但供应过剩的基本面未彻底逆转，随着补库题材炒作降温，有色将重归跌势；而塑料、PTA和甲醇等化工品，经过前期炒作成本驱动之后，目前价格已能够覆盖成本，价格进一步上涨将激发企业开工率回升，进一步上行空间有限；煤炭板块在大的环境治理背景下，反弹之势是阶段性的，下跌是长期主趋势；此外，近期由于日元持续贬值，橡胶将有很强的支撑。

银价短期难破盘整格局

□全唐贵金属 孙英渤

近期白银期价多次冲击前期重要低点未果，多空分歧日渐加大，导致价格对于宏观经济数据的反应过度敏感，但却难以形成明确的交易方向。白银与其他主要金融市场的“跷跷板”效应日趋明显，在汇率市场以及其他资本市场活力渐强的背景下，白银价格波动动力减弱，横向整理的时间周期明显延长，预计此种现象在今年年底之前难以改变。

压制银价的短期重要因素当属欧元以及欧元资产恢复性上行，欧元在过去的一个月中录得相当可观的升幅，且其过去一年的上扬幅度超过其他主要货币。欧元区在银行重组以及货币政策使用方面都有所建树，欧元重债国的债券收益率已经大幅下降至危机时最高水平的三分之一左右，同时明年欧元区GDP的增速有望结束萎缩而转为小幅增长。上述一系列因素，都为欧元以及欧元资产吸引力的提升提供了良好的宏观经济因素支撑，此外值得注意的是欧央行并未采取美国式的量化宽松货币政策模式，而是坚持了较为温和货币政策刺激方式，至今为止仍未过分强调负利率的预期，并于上次议息会议上维持基础利率不变。欧元资产未来升值的想象空间已经被打开，这使得白银市场的长期吸引力被极大削弱，银价在欧元大幅上行的过程中继续走弱的现象也就不足为奇。

美元指数在第四季度持续走弱，尽管第四季度多项经济数据都在持续走强，尤其是就美元指数多头持仓也正在持续缩减，表明当前两大主要货币陷入震荡整理的概率极大。这将导致白银的震荡整理周期延长，并有可能赋予白银一定的短期反弹动能，目前白银的投资情绪已经极端消极，任何利好因素都可能促成白银价格的短线反弹，但反弹幅度仍维持谨慎观点，毕竟利空白银的因素仍是长期而强力的。

三因素致中国难以掌握黄金话语权

□广东盈瀚投资 罗茜

市场掌控可以理解。

其次，当前黄金的多重属性中，金融属性是最重要的属性。而美元作为现阶段最重要的全球性货币，与黄金之间的关系仍然是黄金价格体系中最关键的部分，当前以美元标价黄金成为习惯。而中国作为全球第二大经济体，人民币虽然在国际贸易中作用越来越大，但还远未达到能与美元抗衡的地步，并且中国在汇率市场方面的相对封闭，也在一定程度上削弱了人民币在全球经济中的价值。

再次，伦敦黄金现货市场和纽约商品交易所黄金期货市场目前仍是世界黄金市场交易的中心，它们把控了全球黄金生产、需求以及黄金投资领域的大部分份额，而中国黄金市场现仍然是以上海黄金交易所为主的区域性市场。因此，尽管中国黄金的供需均为全球的龙头，但市场规模和影响力与伦敦黄金现货市场和纽约黄金期货市场相差甚远。目前，中国的黄金市场根本无法撼动国际市场的定价体系，且国内市场仍不是一个完全市场化的平台，因此，有政策性干预的不成熟市场，难以得到国际市场完全认可，没有国际金价定价的话语权也在情理之中。

2013海通期货“笑傲江湖”实盘精英大赛

产品 / 战队组				
排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	期指梦之队	109.3	314.0%	12807968
2	MagicQuant系列	5.5	65.0%	878481
3	一舜资本-郑州	4.5	56.6%	1049877

量化组				
排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	深圳茂源投资88号	39.5	112.0%	18668006
2	MagicQuant-1号	11.5	131.2%	1041357
3	机器人5号	9.6	93.2%	1151966

注：“Nonodo”是一个来自海外的专业量化投研团队，从2008年开始研究量化交易，在外汇市场有丰富的实战经验，他们深入中国期货市场已有3年。团队现有10位软件开发人员和5位金融投资研究员组成。他们的量化策略参考过去7年的历史行情来研究，基于对数据的统计分析来实现客观交易。截至目前，“Nonodo”团队在海通期货“笑傲江湖”业绩验证平台中位列量化组前列，其中“Nonodo8”收益稳健攀升并位列量化组第六名。

团队主要从事商品期货的套利对冲交易，他们在过去几年中研究了大量的交易策略，也已找到了

合适的参数。他们比较擅长运用数理统计工具，识别套利机会主要是看成交量指标，比较关注成交量大的品种来进行套利，比如天然橡胶、豆油等等。从交易评估系统观察到，“Nonodo”团队在白银、橡胶和豆油等商品的套利策略上表现出较高的盈利能力。我们一直专注于套利交易，很少参加单边投机。套利交易可以在风险可控制的前提下稳定获利，“Nonodo”团队介绍说，目前我们只做跨期套利，跨品种套利和跨市套利暂时没有涉及。我们并不关心具体的价格点位，也不关注价格的走向，只关心和研究不同合约之间的价差。”(海通期货 马慧芬)

动力煤价格反弹 尚未见顶

□长江期货 李其保

上周二开始，期市的“甲醇热”出现退潮迹象，多头心生忌惮，净多持仓持续回落。在利多因素透支完毕以后，甲醇期价料将回归下跌趋势。

多头撤兵

为了提示投资者注意风险，郑商所于12月9日发布甲醇市场风险提示函，在心理层面给“短线资金”敲响了警钟。鉴于以往经验来看，暴涨暴跌的商品在受到交易所风险提示函以后，一般继续演绎极端行情的概率较低，且短期获利丰厚的头寸也存在规避政策风险、尽早离场的需要。从甲醇期货多空持仓表现来看，在郑商所发布风险提示函当日，1405合约前20位主力席位净多头寸一度高达近5000手，而截至昨日，该净多头寸已然变成净空头寸787手，暗示空头力量已成为甲醇期货主导势力。

从需求上看，旺季需求无虞。目前，沿海日耗煤仍维持在高位，库存继续下降。根据Mysteel统计数据，截至12月13日，秦皇岛煤炭库存为477.92万吨，并较去年同期660万吨降低27.6%。上周沿海六大电厂日耗维持在70万吨左右，受冬季气温较高影响，日耗提升不明显，但库存持续下降，显示目前采购量仍然偏低，旺季需求维持高位无虞。预计，未来煤炭市场价格的拐点只能源自需求淡季来临和港口煤炭调入量持续增加产生的合力，显然这样的时点尚未来临。

从供应面看，供给被动收敛。受经济运行环境趋紧、环保政策等因素影响，煤炭生产也呈下滑态势。2013年1—9月份，国内煤炭开采和洗选业增加值同比增长5.5%，较去年同期下降3.94%。同时，1—10月份原煤产量约29.85亿吨，较去年同期的31.6亿吨下滑5.53%。煤炭产量不仅是因为需求不足导致企业开工率不足，也是在于环保政策压力和煤炭价格下挫造成的限产保价。在目前煤价下，煤矿盈利尚差，生产积极性不足。此外，依照以往惯例，临近年底为保安全，多数中小煤矿都会被关停，这将加剧煤炭供应紧张态势。

从下游产品看，钢价回升将为煤炭市场提供支撑。钢铁价格与煤炭价格之间存在较强的关联性。从历史数据看，历次经济拐点出现时，钢铁价格对煤炭价格都有着很好的领先性。2013年6月以来，反映钢材价格走势的“黑色金属矿采选PPI指数”持续回升，尤其是9月份，同比增长率反弹至3.81%，并持续维持正数区间。反映动力煤市场的“煤炭开采和洗选PPI指数”同比增长率也持续反弹，并仍处于上升趋势中。

此外，近期水泥市场价格仍在上涨，上周华东和华南地区的水泥价格分别上涨0.7%—1.3%；化工产品尿素和甲醇价格上周分别继续小幅上涨0.5%—5.3%。下游产品价格普遍上涨，将为煤炭价格继续回升留下空间。

预计国内动力煤市场供需格局年前仍将维持偏好态势，煤炭价格年前仍有一定回升空间。而上周期货市场受资金面的打压，价格破位下行至大幅贴水，可能为市场提供较好的逢低买入机会。

多头撤兵 “甲醇热”退潮

□宝城期货 陈栋

供应端优势弱化

依托中东和东南亚地区甲醇生产装置集中检修的机遇，自今年7月开始，国外甲醇市场价格便一路走高，并与我国港口地区甲醇价格形成巨大升水价差。在港口存在套利空间的情况下，不仅诱发国内低价甲醇积极出口，而且相当数量的进口甲醇也未能转销内地，转而参与转口套利贸易，进而造成内地甲醇现货资源更加紧张。

不过，随着国内甲醇期现价格快速上涨，国内外价差水平已迅速收敛。目前CFR东南亚报价与国内甲醇价差较前期显著缩小，未来将对出口和转口贸易产生抑制作用，从而增加内陆甲醇供应量，缓解供应端偏紧的现象。与此同时，伊朗核谈判取得积极进展，已开始向原先签订长约的中国买家补充甲醇货源，预计会在12月底进口6万吨，大规模货源集中到港景象将在明年1月初

呈现。此外，马来西亚、文莱和印尼共计330万吨甲醇装置会在12月下旬陆续恢复运行，明年1月中旬以前向中国供货。换言之，甲醇1401合约到期交割时会有充足的货源，未来甲醇供应端偏紧优势会随之消散，支撑甲醇上涨的源动力已然出现衰竭迹象。

下游产业处在转型期

除了供应端偏紧因素外，市场寄予甲醇新兴需求产业过高预期也是推动本轮行情的另一个因素。虽说近几年，替代燃料（甲醇汽油、煤改气取暖）和替代石化原料领域（煤制烯烃、煤制芳烃）对甲醇的需求异军突起，并被市场强烈看好。但就眼下而言，新兴产业对甲醇的消费占比依然较小，而传统领域（甲醛、二甲醚和醋酸）还是占据着半壁江山。据统计，截至今年10月底，全球甲醇下游消费结构当中，传统领域占比超过53%，而新兴产业占比仅有

20%左右。预计明后两年，新兴产业仍将处于起步阶段，还无法替代传统消费成为拉动甲醇需求的主力军。而今年以来，传统领域需求产能投放力度偏弱，部分还出现负增长现象，这直接打击了甲醇消费增长预期。尽管甲醇新兴产业发展前景喜人，但眼下还无法填补传统领域造成的空缺。可以说，甲醇下游需求产业正处在转型期，未来两年需求增长将面临青黄不接的尴尬处境。因此，市场存在过度看好甲醇需求增长之嫌。

目前国内甲醇生产装置平均利用率仅为50%左右，面对十年一遇的巨大利润空间，后期煤制甲醇企业开工率将快速提高，加之部分前期检修企业也会重启装置，届时甲醇货源紧张局面会得到有效缓解。面对供应端优势消散，而产能过剩等负面因素燃起，供需失衡预期将迫使甲醇期价重新踏上下跌征途。

2014年全球精炼铜料过剩36万吨

□宝城期货金融研究所 程小勇

随着美联储削减QE明年拉开序幕，多数国家货币政策将趋于正常化，2014年铜的金融属性预计将进入进一步弱化。同时，2013年全球铜矿扩张明显加快，2014年将进一步加速，预计2014年全球精炼铜过剩量达到36万吨，从而使铜价长期运行重心下移，均衡价可能在4.5万—5.5万区间徘徊。

回顾铜历史走势可发现，驱动上一轮铜的超级牛市的主要要素是其金融属性，但2011年开始，铜开始了金融属性弱化之路，2013年这一进程加快。尽管美联储维持QE，但是在中国因素主导下，铜价开启大幅度的价格回归之路（回归商品属性）。而2014年，美联储削减QE将是几乎没有悬念，这意味着美联储资产负债表将收缩，从而加速2014年铜的去

金融化进程。同时，美元指数也将步入上行周期，将对铜价形成沉重的下行压力，我们统计显示，美元指数与沪铜收盘价呈现-0.66的负相关关系，且铜价拐点往往先于美元指数拐点而出现。在全球流动性收缩之际，沃克尔法则也在12月通过，这将限制投行的自营活动，导致摩根士丹利、南非标准银行和德意志银行等投行2012年以来撤出大宗商品业务的步伐加快。

在铜去金融化之际，商品属性也将导致铜的供求均衡点下移。从经济周期来看，2014年，欧美发达经济将步入全面温和复苏阶段，但是新兴经济体面临美联储削减QE带来的资本外流、经济结构不合理和过度依赖出口等问题。统计显示，尽管沪铜收盘价与欧元区GDP、以及沪铜收盘价与美国GDP不存在格兰杰因果关系，但是两组

变量分别呈现-0.14和-0.3的弱负相关关系，因此，我们判断欧美经济复苏对全球铜消费回升作用微乎其微。更何况，我们认为中国经济复苏还可能存在变数，美国股市和楼市在低利率环境下出现的财富效应在2014年减弱。

对于铜而言，中国因素依旧是主导其走势的关键。2014年，中国经济增长继续温和，但是政策将适度收紧。2013年，在增长企稳、结构失衡的背景下，政策的天平将更倾向于防风险和调结构，并因此趋紧。防范金融风险压力上升。金融风险主要来自房地产泡沫、地方政府债务和影子银行。房地产泡沫持续膨胀，加大未来泡沫破裂的破坏性。

统计显示，沪铜收盘价与M2同比增速、新增人民币贷款和社会融资规模分别存在0.012、0.36和0.44的正相关关系，因此，货币收紧将对铜价不利的。而2014年财政政

策维持稳健，并不会再度出现刺激性政策，在财税结构改革的大背景下，遏制地方盲目投资是2014年的主要任务。

再看供需基本面，2013年全球铜矿扩产明显加快，2014年将进一步加速。根据国际铜研究组织(CSG)预测，2013年全球铜矿产量较2012年增长3.93%，而2014年增速提高到6.09%，远高于2003—2008年不到1.5%的增速。到2016年，全球铜矿产能预计增加30%，特别是秘鲁、赞比亚和刚果的铜矿产能扩张迅速。而由于铜矿产能扩张传导至铜冶炼方面，需要一定时间，因此2014年在铜矿加工费大幅上调43%之际，国际矿山发往中国的到岸升水也将大幅提升，因短期冶炼产能不能立马跟上矿山扩产。然而，随着铜冶炼产能跟进，我们预计2014年全球精炼铜过剩量达到36万吨。

由我国纤维板市场化程度很高，70%的纤维板都通过市场渠道销售，不同区域间都存在商品流通，主要交割区域之间的价格相关性较高。由于工艺的无差别化，各地价差主要反映为原料成本，相对稳定且波动趋势较为一致。从产业分布看，速生林树种各不相同，华东、华北以杨木为主，华南以桉木为主，由于木材运输成本偏高，我国60%的纤维板生产企业原料采购限制在200公里以内。相对而言，桉木的原料成本最低，所以广东的价格最低，较江苏、浙江和天津价差稳定在5元/张左右，因此将广东设置为基准交割地，浙江、江苏和天津设置升水5元/张。

价格波动趋势基本一致，广东地区最低。对于我国纤维板市场化程度很高，70%的纤维板都通过市场渠道销售，不同区域间都存在商品流通，主要交割区域之间的价格相关性较高。由于工艺的无差别化，各地价差主要反映为原料成本，相对稳定且波动趋势较为一致。从产业分布看，速生林树种各不相同，华东、华北以杨木为主，华南以桉木为主，由于木材运输成本偏高，我国60%的纤维板生产企业原料采购限制在200公里以内。相对而言，桉木的原料成本最低，所以广东的价格最低，较江苏、浙江和天津价差稳定在5元/张左右，因此将广东设置为基准交割地，浙江、江苏和天津设置升水5元/张。

纤维板期货交割地点设计说明