

## 避险情绪降温令金银涨势遇阻

□本报记者 官平

一夜之间，乌克兰局势缓和了，金银价格上涨的势头就急转向下。截至18日北京时间19:31，纽约黄金期货价格报1361.1美元，较前一交易日1392.6美元高点下跌近2.25%。沪金、银期货主力合约受其拖累18日亦分别跌逾1%。

分析人士指出，前期支撑金价涨势的乌克兰局势平稳过渡，黄金、白银继续上涨的底气不足，短期可能结束反弹行情，如果伴随避险情绪的快速降温，金价可能将转入下降通道。

### 继续上涨底气何在

3月17日，克里米亚公投结果一出，并没有出现暴力事件，因此市场对乌克兰局势解读为短期是缓和。由此，包括美国国债、日元和黄金等避险资产都出现了大幅下挫。

此轮黄金上涨的驱动因素来源于两个不利情况，一个是乌克兰局势，一个是美国经济放缓，但是目前数据显示美国经济数据正一步步向好。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示，除去地缘政治引发的避免之外，还有投资需求，在全球经济增速放缓，特别是此前市场担忧中美两大经济增长引擎减速的情况下，未来降低投资组合的贝塔风险，增加黄金持仓作为投资组合收益率波动的缓冲剂，再加上美元实际利率近期在震荡，黄金的租赁利率也处于低位，黄金因此受到资金一定程度上的青睐。

程小勇说，由于黄金涨势很大程度是基于避险和降低投资组合的收益率波动风险而实现的，因此一旦地缘政治危机缓和，黄金涨势将消退，不排除大幅回撤的可能。资金面上来看，虽然3月11日当周

COMEX期金非商业净多头再创11个月以来新高，但SPDR昨日减仓量创近一个月来最高，显示资金对金价后市已显谨慎。

### 市场再度聚焦QE

当前来看，除去地缘政治及其引致的资金面因素，支撑金价大涨的条件并不具备。上海中期分析师李宁表示，由于欧元区投资者信心创35个月新高及欧央行意外没有降息，支撑了欧元的连续上涨，从而令贵金属得以支撑，但中期来看，欧元区通缩状况加剧，不排除欧央行会放宽货币政策的可能，这将对黄金形成打压。

可以看到，年初以来黄金展开持续反弹的主要原因在于美国1、2月份重要经济指标大多低于预期或持续回落，市场对美国经济复苏持续性存在较大疑虑。

中信期货分析师刘慧源表示，对美联储维持较为宽松的货币政策预期逐步增强，但从近期公布的工业生产回升等迹象来看，前两月的经济指标较差可能确实是受到了美国严寒天气的影响，后期美国经济状况仍可能持续好转，金价反弹阻力会逐步增强。另外乌克兰紧张局势与中国经济指标表现较差也对黄金反弹起到了推波助澜的作用。

今明两天美联储召开货币政策会议。刘慧源认为，如果决议继续缩减购债规模100亿美元的话，黄金短期仍可能继续承压下跌，由于地缘政治造成的影响开始大幅减弱，而且美国经济指标开始显露回稳迹象，后期多头离场意愿将逐步增强，另外从中国的实货需求来看，近期上海黄金交易所的实物金交割已经陷入贴水格局，而去年12月黄金溢价曾高达20美元以上，因此黄金回调的压力较大。

中国期货保证金监控中心农产品期货指数 <small>（3月18日）</small>				
指数名	收盘价	昨日收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
农产品期货指数	960.08	961.45	-1.37	-0.14
油脂指数	710.87	715.30	-4.43	-0.62
粮食指数	1344.48	1340.81	3.67	0.27
软商品指数	869.67	870.55	-0.88	-0.10
饲料指数	1515.29	1508.75	6.54	0.43
油脂油料指数	1010.99	1012.37	-1.38	-0.14
谷物指数	993.94	997.14	-3.20	-0.32

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览 <small>（3月18日）</small>				
	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅	
综合指数	1207.59	1.93	0.16%	
金属分类指数	782.68	3.83	0.49%	
农产品分类指数	918.90	-0.90	-0.10%	
化工分类指数	522.47	1.79	0.34%	
有色金属分类指数	775.24	8.37	1.09%	
油脂分类指数	1133.05	-6.08	-0.53%	
豆类分类指数	1279.92	-1.65	-0.13%	
饲料分类指数	1373.08	5.20	0.38%	
软商品分类指数	1337.26	-0.51	-0.04%	

东证期货大宗商品期货价格综合指数，是涵盖国内三大商品期货交易所上市交易的所有活跃品种的交易型指数，指数以各品种主力合约跟踪标的，采用全年固定权重法，基期为2006年1月4日，基点1000点。东证期货大宗商品期货价格分类指数，以不同的商品板块进行分类统计，编制方式与综合指数一致，但基期各不相同。

周二国内大宗商品期货市场呈现弱勢震荡的状态，有色金属分类指数在铜的提振下上涨1.09%，而油脂分类指数则相对疲软。昨日上涨前三的品种有铜、塑料和铝，涨幅分别为1.65%、1.55%和0.53%；昨日下跌前三的品种有黄金、豆粕和豆油，跌幅分别为1.49%、0.65%和0.63%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周一上涨0.16%，收报于1207.59点。



中信建投期货为您提供最专业的期货投资咨询

## 2014年热轧卷板期货上市研讨会（广东佛山乐从）

会议时间及地点

**时间：**2014年3月22日（星期六）14:00-17:30

**地点：**佛山市顺德区乐从镇乐从大道东B268号2楼（红馆）多功能会议厅

**主要内容：**《热轧卷板期货规则及钢材价格走向》《企业现货结合经营体系》

**预约及咨询电话：**020-28325286, 020-28325299

## 预期落空叠加供应过剩

# 两因素令郑糖难破下跌魔咒

□本报实习记者 王蛟

市场对糖会甜蜜的政策期待并未兑现。

“现在的措施是‘救’，目前政府相关部门已经下发工业企业临时储备的文件，暂定储备300万吨食糖，暂定6个月，中央财政贴息，地方组织制糖企业进行自储。”中糖协常务副理事长贾志忍昨日在广西食糖交易会上表示。

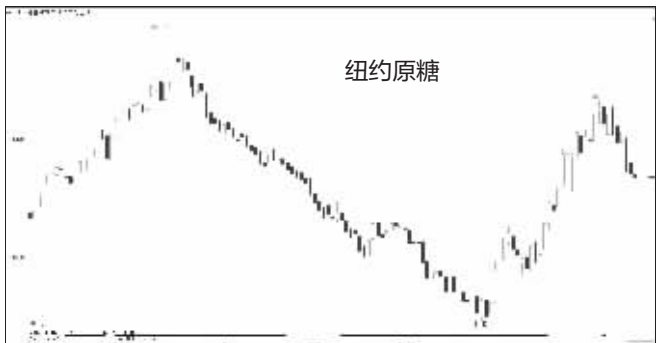
然而，本届糖会上难得释放的这一政策利好却被市场人士看作是“毫无新意”、“基本已经消化完毕的消息”。而各主产区在糖会公布的产销信息表明，本榨季产糖率有所提高，但消费淡季下产销率却在下降。分析人士认为，外盘持续走弱使得郑糖前期上涨基础不复存在，而国内政策利多出尽，在基本面的冲击下，历年广西糖会后郑糖下跌的魔咒预计很难打破。

### 行业景气度下滑

“开榨至今榨季进度接近85%，预计产糖量略有增加，榨季生产呈产糖率有所提高、产销率下降等特点。”广西糖协理事长农光在糖会上表示，至目前，广西已经有11家收榨，3月下旬至4月上旬将迎来收榨高峰，预计4月上旬全区完成收榨。

截至3月10日，广西累计产糖685万吨，同比增37万吨，产销率则跌8.13%至38.49%；云南累计产糖127.67万吨，同比增5.79万吨，销糖率跌3.65%至28.81%。截至2月底，全国累计销售食糖374万吨，同比减少84万吨。总体来看，预计2013/2014榨季全国产糖量在1330-1340万吨。

“目前国内糖市依旧是供大于求局面，短时间内难转变。”南华期货研究员姚永源在接受中国证券报记者采访时表



示，作为最重要的产糖且最能决定糖价走势的大省，广西省本榨季甘蔗大丰收，产糖量将比往年大幅增加，而2012年的糖库存已创历史新高，市场预期2013年糖库存量也会再创新高。

高产量叠加高库存，加上进口糖的冲击，市场糖价连续下滑。“蔗价春节后从420元/吨调到385元/吨，据此测算，糖的成本4800元/吨，目前食糖销售价在4650元/吨，这个榨季亏损定了。”广东糖协理事长刘汉德在糖会上表示。

### 新榨季减产或微弱支撑

值得注意的是，由于银行收紧信贷，部分糖厂不能按时足额兑付蔗款，且各主产区的甘蔗收购价下调，蔗农种蔗积极性不高，甚至有蔗农明确表示以后将不种甘蔗，因此2014/2015榨季甘蔗的种植面积将出现下滑，加上西南地区霜冻天气或使宿根出苗受到影响，2014/2015榨季糖产量或将出现下降。

以云南为例，由于遭受大面积灾害，产糖率大幅下降，与上榨季平均产糖率12.75%相比下降1.34%，以此趋势看，全省本榨季保入榨甘蔗2000万吨都存在困

难，企业制糖成本上升在所难免。

而今年冬春季的霜冻对广西的榨季生产造成了一定影响，且对后期蔗苗的长势有所影响。据悉，由于甘蔗收购价下降，加上企业对于蔗价兑付得不够及时，蔗农种植积极性下降，2014/2015榨季广西种植面积1500万吨，同比减少100万亩，且霜冻天气可能导致下一年度广西原料蔗出苗率低。

“这或将形成了恶性循环，生产企业欠蔗款，农民种甘蔗积极性较低，加之农资费用上涨，种植成本增加，现阶段白糖价格较低，利空因素交织，降低了蔗农种甘蔗的积极性，这或将是甘蔗种植面积减少的因素之一。从长远来看，甘蔗种植面积减少，或将提振国内食糖价格。”生意社分析师赵雪表示。

### 政策或治标不治本

因糖商亏损严重，寄望政府实施收储、直补或限制进口，成为业内人士的共同心愿。

“各主产区糖协理事长的意见和建议集中在两方面：临储政策的尽快实施与对蔗农的种蔗补贴，目前相关措施正在制

定中，近期或将出台相关政策。”安信期货研究员刘鹏表示，若说其对于糖价的提振作用，恐怕要等到各地政府落实具体措施之后才会有实质效果。

姚永源告诉记者，以广西为例，虽然政策上给出农民可以跟糖企签订合同，收割时按固定价格收购甘蔗，并且也鼓励保险公司参与，这样蔗农的风险就转嫁到企业中，然后企业再通过期货市场将风险转嫁给投机者，但是实际却很难实施到位。

赵雪认为，云南地区遭受自然灾害，政府出台补贴政策，这或将增加了蔗农的种蔗积极性，较少蔗农经济损失。就现阶段糖价持续下跌，企业亏损销售，国家或将出台收储政策，及增加进口糖关税，限制进口糖数量，对蔗农进行种植补贴，这些政策或将利好国内糖市发展。

展望后市，刘鹏认为，目前国内糖价或将出现先抑后扬的走势，消费淡季需求不旺产销率较低将压制目前糖价，而2014/2015榨季糖产量预期减少或将使国内供应过剩的基本面在夏季备货期开启后出现反转，而国家政策如临储、补贴等措施的施行成为糖价先抑后扬走势中的风险因素。

所好转，3月7日数据显示日均耗煤量73.3万吨。3月14日国家能源局发布2月份全社会用电量等数据，本月全社会用电量3374亿千瓦时，同比下降12.5%，不过今年前两月国内第三产业用电量增长却达13.8%。1-2月，全国全社会用电量累计7892亿千瓦时，同比增长5.5%。分类看，第一产业用电量128亿千瓦时，增长4.3%；第二产业用电量5528亿千瓦时，增长4.2%；第三产业用电量1068亿千瓦时，增长13.8%；城乡居民生活用电量1169亿千瓦时，增长4.7%。2月份下降12.5%，这跟春节长假影响比较大，1-2月份累计增长5.5%，显示总体的情况并不是太差。

实际上，从目前的大环境来说，对煤炭行业并没有特别大的压力。中电联预计2014年全国用电量将增长7%，火电装机将增加7000万千瓦，煤炭总体需要有一定保障。

PTA新增产能1400万吨甚至1600万吨，相当于亚洲现有产能的30%。如果预期全年PTA需求增速6%-7%，2014年亚洲PTA工厂恐怕只得进一步降低装置负荷率，才能平衡供需关系。

需求方面，下游对PTA需求的增长远不如PTA扩张得快。国内聚酯总产量近年变化不大；涤纶产量稳步上升，但增速重心在下移。去年终端纺织服装业出口回暖、效益转好，这些基本都属于恢复性增长，今年纺织服装业或以平稳为主，对上游提振有限。如果终端形势能够大幅好于预期，对PTA走势会有重要影响，但需求好于预期的可能性较低。

# 动力煤弱反弹仍将延续

□广发期货 徐艳卫

目前的大环境下，大型煤炭企业再度下调煤价的概率较低，煤炭需求有一定保障。且动力煤期货价格相对交割地秦皇岛港现价仍有较大贴水，预计期货价格会向现货靠近，维持弱反弹的可能性较大。

目前现货市场依然升水期货，对于动力煤价格走势来说，大型煤企是否再度下调价格较为关键。从月初神华降价来看，笔者认为可能是两方面原因，一是港口库存太大，降价去库存让神华整个煤炭产业链运行顺畅；二是抢占市场，前段时间由于进口煤价格优势，电厂进口煤炭意愿比较强，神华通过下调价格后，进口煤没有优势，重新抢回市场。从目前煤价来看，低于部分煤炭企业销售成本，再度下调空间比较小；同时港

口库存相对3月初下降较多，煤炭企业生产方面也有所减少，1月份山西、陕西、内蒙古煤炭总产量1.72亿吨，环比2013年12月下降9.4%，担心库存太大影响整个产业链物流不畅基本可以消除，加上国内煤炭销售价格低于进口成本，国内大型煤炭对市场占有率的担忧也将减弱，未来煤炭企业再度下调煤炭价格的担忧基本可以消除。

近期利多信息较多。进口方面，海关总署日前发布的数据显示，2014年2月份我国煤及褐煤进口量为2282万吨，环比减少1309万吨，下降36.45%，同比减少48万吨，下降2.01%。

运输方面，据了解，大秦线集中检修初步定于4月6日至30日，每天检修三小时，共计25天。大秦线检修之前抢运也会造成短暂的需求偏好。运费方面，近期国产煤炭

运费大幅上涨，进口煤被抵制之后，拉内贸煤的船只明显增多，船东们开始大幅涨价，截至3月13日秦皇岛-广州（5-6万DWT）报价51.2元/吨，3月份以来累计上涨14.8元/吨。

供需方面来看，利多方面，中国有关部门11日公布的《2014年煤矿安全监管监察工作要点》提出，今年将大力推进小煤矿关闭退出，以云南、黑龙江、湖南等地为重点，关闭800处小煤矿。

利空方面，13日，国务院总理李克强在记者见面会上表示，为治理雾霾，今年能源消耗强度要下降3.9%。政府对经济结构调整和环境污染治理的倡导，确定能源消耗强度要下降3.9%，而去年实际完成是下降3.7%，这意味着要减少2.2亿吨煤炭消耗。

需求方面看，6大电厂的日均耗煤量有

# 供需矛盾主导PTA延续弱势

□华联期货 丁永欣

年后以来，PTA行业延续节前颓势，现货和期货价格屡创新低。从2月初至当前月余时间，PTA期货1405合约价格从6900元/吨附近最低跌至6400元/吨附近，跌幅7%以上。上游PX价格走低，对PTA成本支撑弱化；PTA自身供给过剩问题突出，难以有效缓解；下游需求平淡，行业信心缺失。在供求矛盾主导下，PTA还将继续延续。

经过数年的发展，国内PTA产业链呈现“两头小，中间大”的特点。之前，PTA环节产能快速增长，且国内PTA装置产能

远超宏观需求量，但是由于上游PX供应偏紧，使得PTA新增产能并不能充分释放。因此，尽管PX—PTA—聚酯环节都存在过剩，但PX和聚酯仍能保持相对紧平衡状态。

不过，这一局面已经慢慢发生改变。随着PX环节的大发展，PX供应缺口在慢慢弥合；而PX产量的增加无疑会增加PTA的供应压力，使得PTA从产能过剩转化为实实在在的产量过剩。据统计，2013年亚洲PX新增产能355万吨，总产能达到3170万吨，预计至2014年底PX产能将进一步增至4000万吨左右。当然，PX产能快速扩张的直接后果是自身产品

价格下降、自身利润的下降及议价能力的降低。年后在下游PTA带动及自身因素影响下，亚洲PX价格一路走低，往年雄风不再，而PX价格的大幅下滑，进一步弱化PTA成本支撑。

尽管已经严重过剩，但亚洲PTA产能仍在快速增长并释放。今年一季度，国内翔鹭石化漳州450万吨产能、盛虹集团连云港150万吨产能、逸盛石化宁波220万吨产能等新增产能可能投产；三、四季度，中国BP珠海125万吨产能装置、恒力石化在大连的220万吨产能装置、成都120万吨产能装置等可能投产；亚洲范围内还包括印度厂商等新增产能。保守预计，2014年亚洲

# 股指期货的四方面贡献

苑德军

背负上述指责，反而应该得到多方面的正面评价，其对推动资本市场改革发展、对拓宽投资者的投资渠道、对提升经济主体的风险管理能力、对促进金融业的转型升级、对培育社会的风险文化等，都做出了实实在在的贡献。

第一，股指期货推动了我国资本市场的改革发展。股指期货推出丰富了资本市场的金融产品结构和金融交易工具结构，扩大了市场交易规模，提高了市场的层次水平和发育程度。同时，也在很大程度上改变了市场的运行特征，使资本市场由“单边市”转变为“双边市”。

第二，股指期货拓宽了投资者的投资渠道，满足了不同风险偏好的投资者的需求。相对于现货而言，股指期货杠杆率高、盈亏数额大、风险程度高，更适合作为高风险偏好的投资者。而且，股指期货可以有效地分散与转移市场风险。机构投资者利用期货交易套保、套利，可以有效地锁定和管理现货风险，实现避险、减亏和增收。同时，各种类型的财富管理机构还可以将股指期货与现货进行多种投资组合，开发出各种风险程度的理财产品。券商资管产品的运作，就较为广泛地运用了股指期货来加强风险管理，以最大限度地增加投资收

益。股指期货推出也为个人投资者拓宽了投资渠道，使其可根据自身风险偏好程度选择相应产品，增加了获利机会。

第三，股指期货和其他金融期货推出为经济主体提供了风险管理工具，有助于促进金融业和实体经济的发展。在股指期货推出前，我国资本市场的融资功能发挥到了极致而风险管理功能却付之阙如。在这种情况下，包括证券公司在内的金融机构主要依靠组合投资规避风险，但这种组合投资只能规避非系统性风险，而对市场的系统性风险则无能为力。股指期货推出满足了金融机构的风险管理需求，为金融机构提供了风险管理工具。当前，我国利率市场化改革已进入最后阶段，存款利率的完全市场化指日可待，汇率形成机制的市场化改革也在逐步推进。伴随利率和汇率的市场化进程，利率、汇率类金融衍生产品也将推出。这使得企业和金融机构可以根据利率、汇率和通胀预期，利用利率、汇率类衍生产品有效地进行风险管理，并灵活地调整资产与负债，从而规避和转移风险，提高企业和金融机构经营的安全性、稳定性。还应该看到，随着产业升级、经济转型升级步伐加快和金融改革的推进，金融转型

的压力加大，金融机构在经营理念、经营模式、业务和收入结构等方面，都面临着深刻的转型。这方面的一个突出表现，是我国现已进入“大资产管理”时代，财富管理领域成为各类金融机构和民间投资机构竞相争夺的“富矿带”。作为风险管理和资产配置的重要工具，股指期货被各类金融机构广泛应用。因为将股指期货与股票、债券等其他金融资产进行组合，可以保持投资组合风险中性，优化资产配置，增强产品的多样性与灵活性，凸显产品收益和风险特性的多样化，为客户提供更为精细化的产品和服务。金融机构在财富管理活动中不利用金融衍生品，是不可想象的。从这个意义上说，股指期货一类的金融衍生品，对推进金融机构转型不可或缺。

第四，股指期货强化了国民的风险意识，推动了全社会风险文化建设，促进了民族文化创新、体制转轨、社会进步和经济现代化，固然需要技术、组织、制度等方面的创新，同时更需要人的思想观念的更新和创新精神的确立，即所谓的“先化人，后化物”。搞市场经济，没有敢闯敢冒的精神是不行的。对此，小平同志也曾讲过。股指期货强化了人们的风险意识，激发了人们的冒险

精神，推动了风险文化的形成，其冲击着随遇而安、守旧滞止、羞于竞争等传统文化中的负面影响，塑造和培育着适应新体制的精神文化。

引入股指期货，是我国这样一个“新兴加转轨”的资本市场走向成熟市场的必由之路。我们必须站在这样的高度，来认识股指期货的经济意义。不过，也必须看到，我国股指期货市场还存在产品单一，机构投资者数量不足，套保、套利、投机者三者之间结构不合理，近期合约与远期合约交易规模差距甚大，价格发现功能发挥不充分等诸多问题。中金所应进一步完善期指类产品序列，开发出更多的宽基和窄基指数期货，加大引进机构投资者入市力度，吸引更多机构投资者入市，同时，监管部门应改善监管，提高投资者利用股指期货参与套利、投机的便利程度，促进股指期货价格发现功能的进一步发挥。但在新产品开发过程中，要综合考虑推出新产品的必要性与可行性、新产品可能发挥的正面效应与负面影响、市场经济国家共性与中国特殊性这三种关系。

（苑德军系中国社科院研究生院客座教授、中国银河证券公司前高级经济学家）

—企业形象—