

期市觀察

白糖期貨 指日可待還是尚需時日

□記者 王超

近日鄭州商品交易所向各會員單位、各白糖倉儲企業發布公告，稱《鄭州商品交易所白糖期貨交易規則》已經完成。按照上市規劃，開始公開征集白糖期貨指定交割倉庫。白糖期貨的上市似乎呼之欲出，但經記者調查發現，合約的正式上市還需經過許多環節，正式上市究竟是屈指可待，還是尚待時日，目前尚難斷定。

記者致電鄭州商品交易所了解到，目前白糖期貨合約的準備工作正在有条不紊地進行，交易所的所有工作都是圍繞白糖期貨的上市而展開。據介紹，一個合約的正式上市，需要做的工作包括設計相關合約、設計相關交易規則、設置適當交割倉庫、準備各種宣傳材料、完成相關研究報告，最終是報批中國證監會。據該負責人介紹，目前鄭商所除了交割倉庫之

外，其他各項準備工作都已基本完成。就指定交割倉庫的設置而言，其難度也不大。鄭商所在公告中歡迎有合作意願的會員單位和白糖倉儲企業，在3月10日之前準備好材料，由鄭商所進行考察，符合條件的再行審批。但審批工作進展到哪一環節，目前尚不得而知。

長期以來我國期貨市場新品種上市實行的行政審批制度。《期貨交易管理暫行條例》第十七條規定，期貨交易所上市、中止、取消或者恢復期貨交易品種的，和上市、修改或者終止期貨合約的，應當經中國證監會批准。在實際操作上，由於清理整頓工作的影響，目前上市新的期貨交易品種需要經國務院批准後，由中國證監會征求各相關部委和地方政府意見，實行“一票否決制”，最後再報國務院批准。最複雜的時候，上市品種的推出要18個部委批准。也就是說，按此程序，中間只要是有任何一個部門

或環節出於種種原因提出異議，白糖品種的推出就要面臨暫時擱淺甚至夭折的命運。而且目前也沒有關於新品種上市的審核標準和程序的成文規定或法律。無疑，對新品種上市採取隨意性很強的行政審批，一方面會大大增加上市期貨交易品種的複雜性和難度，降低工作效率，許多市場所需的品種無法上市。另一方面，對於投資者而言，大量投資資金湧向仅有的幾個活躍品種，使得期貨市場投機氣氛濃厚。顯然對期貨新品種上市沒有相應的法律規定，不僅不利於風險控制，反而容易將風險集中和放大，抑制期貨市場功能的發揮和市場的發展。

資料連接：曾經的白糖期貨
在國際期貨市場上，糖是成熟的交易品種。據統計，每年大約有3000萬噸糖是通過國際期貨市場實現交易的，占世界總產量的25%。世界上最主要的食糖期貨市場是倫敦國際金

融期貨和期權交易所(LIFFE)和紐約期貨交易所(NYBOT)，二者形成的糖價被制糖行業稱為“國際糖價”，對國際糖市起着“晴雨表”作用。我國期貨界對白糖期貨應該也不陌生。早在1993年，上海糧油商品交易所、海南中商期貨交易所、北京商品交易所、天津商品交易所、廣東聯合期貨交易所、上海農業生產資料交易所、華南商品期貨交易所、廣州商品交易所曾經陸續上市白糖期貨合約。這些交易品種均是白砂糖，交易一度非常活躍。但此後由於商品本身的特点、國內市場供不應求過於突出，以及當時我國期貨市場很不成熟，出現了投機過度和大戶操縱等違規現象。最終導致食糖期貨於1994年1月31日前陸續停止交易。

此後，為解決糖的大宗貿易，廣西食糖中心批發市場成立，並逐漸開始發展白糖的遠期電子交易，即“期貨”交易，但自2003年5月起，

糖市場出現異常，主力合約期貨價格持續攀升，並偏離正常現貨價格，自然誘導空方大規模建仓，按價格回歸價值的原理，糖市場的價格應該走低，對現貨交易商來說，這裡存在套利空間，於是紛紛建立空倉。但就在這些空頭欲交割食糖之際，突然發現自己為履約而準備的現貨很難進入市場指定的交割倉庫。糖市場稱倉庫只能放14萬噸貨，並且已經放滿，空頭現貨無法入庫。此後儘管市場方面採取措施，但最終仍維持14萬噸的交割數量不變，大批賣方損失慘重。糖多空之戰引起了社會各界的廣泛關注，在國家發改委的關注下，部分交易商迫於壓力，協議平倉後退出了市場交易，糖市場交易活躍程度急劇下降。許多期貨專家認為，這些市場之所以成為交易風波的多發地帶，是借批發市場之名，行期貨市場之實，而相關的監管法規卻沒有到位。

期現價差略減 庫存依然偏低 持仓有所縮減

銅價淺調不改強勢

□外高橋期貨 施海

銅價不斷創下新高帶動倫銅17日突破多重頂企創，創下去年下半年以來新高，同時紐約銅也創下今年以來新高，國內外銅價依然運行于強勁漲勢之中。對此筆者分析認為，現貨緊張、供需關係利多、庫存量偏低等利多因素依然支持銅價堅挺，而國內反套利資金和進口消費商推漲國際銅價，雖然銅供應增加、美元可能走強、基金減磅多單等利空可能性依然存在，但迄今尚未有效打壓銅價。

現價升水縮減反映期價價值回歸

今年以來，在國際國內銅供需關係呈現現貨供應緊張、需求消費強勁對比態勢背景下，倫銅現貨價對三月份期銅價始終維持100美元以上較大幅度升水，一方面說明現貨供不應求，導致三月份期價回歸現貨月價格，另一方面也顯示基金大舉追捧近期合約期價，迫使空頭投機資金主動回補的實質。同時，COMEX銅近远期各合約期價也呈現近高遠低逆基差排列態勢，且近期合約期價對遠期合約期價升水幅度達到10美分磅。國內方面，華通有色金屬市場銅收盤價與滬銅現貨月合約期價基本維持在1000元左右較大幅度，而滬銅現貨月合約期價對第三個合約期價升水千元以上較大幅度。由此說明，國際國內銅市現貨供應處於緊張狀態，銅價堅挺引導期價不斷上漲。

銅供應增幅小於消費增幅

根據英國商品研究機構數據顯示，去年全球精煉銅產能同比增加66.8萬噸，消費量同比增加106.7萬噸，消費量增幅大於產量增幅39.9萬噸，精煉銅供應缺口則由36.6萬噸擴增至55.2萬噸。而國內精煉銅產量同比增加24.6萬噸，消費量同比增加41.2萬噸，精煉銅消費量增幅顯著大於產量增幅。由此說明國際國內精煉銅產量及其增幅均小於消費量及其增幅，供需關係維持利多態勢。海關統計數據顯示，去年國內未鍛造銅及銅材進口量為257.6萬噸同比縮減1.6%，而出口量則同比大幅增長72.1萬噸，而全年陰極銅、精煉銅及銅合金進口量同比顯著縮減11.6%。銅及銅材進出口此消彼長，背景是國內外銅價比值相對偏低，導致進口利潤較少，甚至虧損，同時還引發將國儲釋放的銅庫存量運輸至新加坡，參與LME銅現貨交割，致使國內銅供應漸趨緊張，而隨着國內進口商重新介入國際銅市，積極採購國際銅現貨，又將導致國際銅價大幅上漲。

另外，國內外銅市由於銅現貨供應緊張，導致庫存逐漸縮減。截至目前，倫銅及COMEX庫存較節前雖然有所增加，但均不足5萬噸；滬銅最新庫存僅小增至3萬余噸。近期三大銅市庫存存量僅13萬余噸較小規模，且始終維持較低水平小幅增減，由此說明，雖然銅價處於歷史高位，引發諸多銅生產商不斷擴展生產規模，但至少短期內銅現貨供應緊張並未顯著緩解，由此導致銅價維持堅挺狀態。

國內反套利資金和進口推漲國際銅價

根據COMEX持仓報告顯示，基金始終維持多持方向，反映依然看漲銅價，而商業方面雖然維持淨空持仓，但空單也逐漸減磅反映在目前國際銅價處於中長期歷史高位之際，商業方面逢高拋售逐漸減弱。事實上，倫銅持仓量基本維持在18至19萬余手規模，COMEX銅持仓量維持在9萬余手，滬銅持仓量則由年初的28萬余手縮減至23萬余手，均反映伴隨國際國內銅價逐漸走強，持仓量緩慢增減。其背景是，除了基金獲利回吐淨多單，及商業方面止損回補淨空單外，還包括國內買滬銅賣倫銅反跨向市套利資金止損回補空單所致。時逢消費旺季，國內銅進口商在國際銅市承接現貨，也推動了國際銅價達到相對歷史高位。當前組織銅現貨進口成本較高，因此銅現兩市申進口銅源價格較為堅挺，對國內銅市的利空作用也將較為有限。

銅價淺回可能大於深跌

在國際國內銅價創下新高之際，銅價雖然存在淺幅回調可能性，但深幅回落可能性却相對較小。主要原因在於，其一，國內外銅供缺缺口緩慢縮減，由於銅礦開采投資生產周期較長，因此銅供需關係根本逆轉周期也較為漫長；其二，美元短線可能轉弱為強，由於美元持續单边下跌至相對低位，可能引發資金買入美元拋售歐元等其他貨幣交易行為，導致美元技術性反彈甚至階段性回升，但考慮到美國巨額財政赤字和進出口貿易赤字，美元根本逆轉弱勢的可能性較小，實際上美元近日走弱已說明反彈基本受挫；其三，技術高位阻力沉重，引發基金翻空覆雨，平多翻空，可能導致銅價技術性回落。

綜上所述，國內外銅市供需關係依然利多，支持銅價在高位繼續穩步揚升，利空因素雖然存在，但尚未產生明顯作用，因此銅價淺幅回調可能性雖不能排除，但深跌可能性相對較小。

債市聚焦

債券漲勢難以持久

□方正證券 邢鐵英

從04年12月開始，國債已經連續7周上漲，其中短期債券的收益率已經大大低於同期限的央行票據，我們認為並不是央行票據的收益率太高，而是債券市場漲得太快。從本周的債券趨勢來看，雖然市場的交易量已經恢復到節前的正常水平，但上漲的趨勢略顯疲乏，我們認為隨時間的推移，有幾個因素將約束未來行情的延續。

首先，資金面將會發生變化。總體來看，市場資金的供應充分加上短期宏觀信息的利好，對債券市場的上升起到了推波助瀾的作用。還有一個值得注意的動向是，目前銀行的

各種短期理財產品已經遍地開花，四大行也在開始熱賣短期的貨幣理財產品，如何對募集的資金進行資產配置成為廣泛關注的問題。目前債券市場上期限為1年多一點的04(國債)05的收益率僅為2.55%，比1年期央票的收益率還要低30-50個基點左右。如果與同期限的國債相比，央票的收益顯然偏高。所以，在目前央票和債券的利差對比下，資金進入債券市場的量應該較小。按照往年的慣例，春節以後是央行大力回籠貨幣的時期，這一期間市場資金將由松到緊。本周央行的票據發行量開始放大，截至周四已經發行了1250億元，並且這種勢頭有望持續，所以資金面的改變將會對債市繼續上漲不利。

其次，從債券的供應來看，春節期間的債券發行真空期限將要結束，各期限金融債和國債的發行量增加將對市場產生沖擊，本周几只長期債的發行已經制約了交易所長債的上漲，隨着新券發行量的增加，債市所受的沖擊將逐步加大。

另外，股市的上漲也將分流一部分債券市場的资金，比較最近的債券市場和股票市場，我們可發現較為明顯的跷蹊板效應，隨着A股市場的繼續走好，債市的資金將會分流。所以我們對債券市場的上升趨勢表示謹慎，目前上漲具有較強投機因素，投資者應密切注意市場資金的變化，可借上漲趨勢及時獲利出局。

□中信證券 李志強

目前美元持續貶值已經成為分析未來國內債券市場不能不考慮的重要因素之一。為應對美元的持續貶值，人民幣匯率政策面臨抉擇，但根據各方面綜合分析，人民幣匯率形成機制無論變動與否，對我國債市都將持續有利。

中國貨幣政策面臨抉擇

由於人民幣釘住美元，美元貶值意味着人民幣貶值，國內也面臨着輸入型通貨膨脹的壓力，同時已經有相當量的旅遊通過各種渠道進入國內等待人民幣升值。所以，央行目前要解決的問題主要有兩個：一是輸入型通貨膨脹，二是外匯儲備持續快速增長的問題。那麼為了應對上面的兩方面問題，所可能採取的措施主要有三個：一是繼續加息，但是加息存在着幅度受限的問題。因為加息幅度过大，將有可能會增加旅遊流入的壓力。此外，加息很可能也會不利於商業銀行改善資產質量的努力(加息往往意味着不良貸款數量的上升，也意味着商業銀行債券資產的損失)。二是減少貨幣供應，通過發行票據來回籠貨幣也是減少貨幣供應的手段之一。但是，減少貨幣供應雖然與加息相比是更好的調控手段，但是，如果按照現在提出的2005年15%的貨幣供應增長速度執行起來，將對宏觀經濟產生較大的壓力。2004年下半年新增貸款數量的迅速下降體現了緊縮貨幣供應對宏觀經濟的沖擊力。未來可能很難持續保持比較緊縮的貨幣政策，因為這有引發經濟衰退的可能(2005年15%的目標要麼很難實現，如果實現了，很可能意味着經濟增長速度下降幅度的過分)。三是採取抑制出口的政

策，比如，可以逐步取消對出口的特別補助金，包括減少對出口設備和零部件的增值稅補貼。但是，以目前中國的現狀，採取抑制出口的政策一方面會遇到較大的阻力(因為涉及經濟增長速度和就業問題)，另一方面，這一過程見效果會相對較長。

總的來看，上述三種對策都難以從根本上解決匯率機制所導致問題。因此，採取更加靈活的匯率形成機制(第一步可能是放寬匯率浮動範圍)應該是未來我國的政策取向。這一趨勢從近期高層的言論中也可以明顯看出。綜合現階段我國國情，我國近期可能主要是應用上述三種對策，而當美國加息幅度較大，美元資金開始回流美國國內時(屆時美元匯率可能也會出現反彈)，我國很可能會在人民幣升值預期降低時，推出新的匯率形成機制(比如放寬人民幣對美元的匯率浮動範圍)。這一情況可能在2005年下半年就會出現，因為，美聯儲很可能在2005年中期就會將聯邦基金利率上調到3.25%(根據利率遠期市場的預期)的水平。

匯率機制不變總體對債市有利

如果人民幣匯率的形成機制保持不變，則我國可能採取的對策主要有三種：即加息，其它緊縮的貨幣政策和抑制出口的政策。首先分析加息對債市的影響。綜合各方面分析，我國加息的幅度不應該會超過美國，根據市場預期，美國在今年上半年的加息(以聯邦基金利率為準)不會突破3.25%。估計我國即便在2005年繼續加息(也可能不再加息)，最高限也就在3.25%左右，而更大的可能是達不到這一限度。這樣的加息幅度對當前的債券市

期市日評

連粕放量大幅上漲 滬銅振盪走高

□中國植物油公司 楊亞杰

周四連豆、連粕繼續大幅上揚，其他產品漲跌不一，多以小幅調整為主；滬銅周四再度走高，滬鉛在滬銅帶動下小漲，滬膠和燃油小幅振盪。

隔夜美盤堅挺促使連豆周四繼續上漲，期價全天振盪上行終盤收高，5月合約收於2700，上漲16元，9月合約表現抢眼，期價大漲55元，終盤報收2751，同時成交創出9.4萬張天量，持仓大增2.7萬張，從趨勢上看9月合約與5月合約价差拉開，同時9月有取代5月漸成主力合約之勢。連粕綜合表現依然強于連豆，主力5月合約不僅大漲38元，成交更是創出34.5萬張天量，終盤5月收於日內高點2359，持仓增加8912張至9.9萬張。由於前期油厂开工不足導致



滬銅周四表現穩健，振盪上行，5月合約漸成主力合約，量價齊升。全天共成交8.2萬張，尾盤一度創下30750的合約新高，終盤收

貨幣市場現象

短期金融債提前上陣

大力度資金回籠仍將持續

□記者 黃奕奇 北京報道

下月初，農發行將在銀行間債券市場發行半年期固定利率金融債，考慮到3月份，將有1600多億元央行票據集中到期，在央行大規模回籠資金的同時，農發行短期金融債的發行間接起到為央行貨幣調控出力的作用。

根據批复，中國農業發展銀行將於2005年3月4日利用中國人民銀行債券發行系統招標發行2005年第一期半年期固定利率金融債券100億元。繼首期记账式國債和國行第一期金融債即將發行之後，農發行也選擇在銀行間債券市場發行金融債，光債券發行市場就幫助央行間接分流資金550億。可見春節過後，資金面的過度寬松已經引起管理層的高度重視，財政和貨幣政策的相互協調在本期農發行金融債的發行上得到集中體現。

春節過後，銀行間資金的寬裕狀況出現加劇之勢，在過量資金的推動下，債券市場繼續強勢上漲，債券市場的收益率平均下滑了35個基點左右，短期債券收益率下滑尤甚，受其帶動，貨市市場收益率也出現急劇下滑，1年期央行票據二級市場的收益率下落到2.82左右的历史低位。

債市日評

預期再度出現分歧

□銀河證券 張書东

周四沪指國債市場出現小幅冲高回落走勢，上证指数指數收於98.00點，微漲0.01%，成交量小幅縮至10.91億元。29只國債現券13漲2平14跌，以010303為代表的超長期債再度放量大跌，跌幅高達0.58%；部分跨市場中期債以不大的漲幅居前。企債市場受深市兩只長期債02電網15和02廣核債的异动影響出現放量上漲，上证企債指數收於98.85點，上漲0.17%，成交量激增至1.32億元，其中此前超跌的04中石化大漲4.73%。可轉債市場昨日隨股市出現震盪整理走勢，個券跌多漲少。

在1月份宏觀經濟數據的發布基本尘埃落定後，市場上對於今后的宏觀經濟形勢和物價漲勢的判斷再度出現明顯分歧，有觀點認為自去年上半年的宏觀調控已經取得明顯成效，物價繼續上漲的動力已明顯不足，現在應開始提前考慮縮減的可能；另有一種觀點認為今年1月份的数据可比性很差，因為04年春節在1月份，而05年春節在2月份，這就造成去年基数高，導致1月份CPI同比仅上涨1.9%，但环比上涨0.6%更能说明物价趋势问题，并预测2月份CPI同比可能再度超过3%。以上观点都具备一定的道理，相信央行会在充分考察1季度的整体经济运行情况后再决定下一步的货币政策。

以上分析表明消息面的變數直接帶來債市中期走勢的分歧，從本周010303、010107等長期債的連續放量下挫已可以看出部分機構已經在長期品種上進行戰略性減倉；而以010301為首的中期債的持續強勢也表明一些機構短期對債市仍充滿信心。昨日央行公開市場操作發行的兩期央票，參考收益率繼續出現明顯下滑，可見資金面依然寬松。但有一點可以肯定的是，隨着央行公開市場力度的迅猛推進以及銀行貸款發放的加速，資金面的充裕程度和市場的預期將有所改變，況且還有存款準備金率是否調整的潛在威脅，債市总体基本不容乐观。因此，建議投資者近期採取防禦型投資策略，果斷減持長期債，對於近期漲幅偏大的中期債逢高適當減磅，控制好倉位比重。