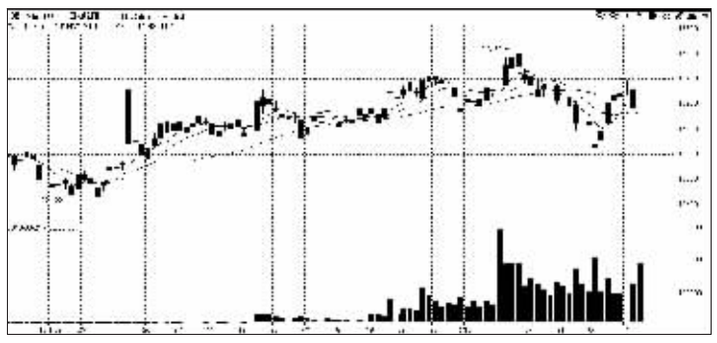
汇改因素制约 郑棉震荡收跌

因担心人民币升值可能压制纺织品出口，进而影响棉花需求，周一郑州棉花期货早盘低开后宽幅震荡，终盘收跌，主力1101合约量仓均增，收十字阴线。

众所周知，人民币如果升值将降低中国从谷物到铜的大宗商品进口成本，进而提高在国际市场上的购买力，可以预计在未来一段时间内企业将利用比价降低大量进口，从而阶段性推高国际商品价格。这从昨日有色金属、能源化工等众品种普涨可见一斑。但我国作为纺织品出口大国，汇率升值将带来负面影响。

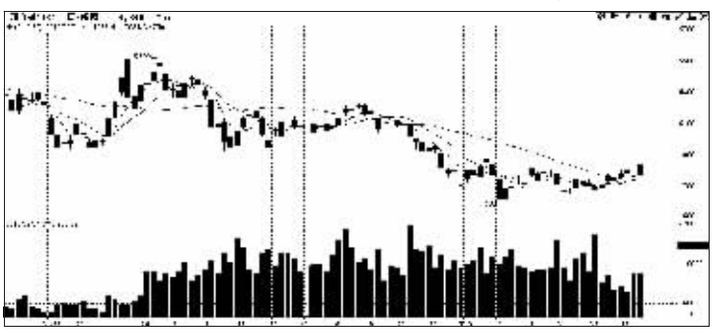
此外，对棉花而言，还有两重利空：首先是有传言说政府已准备好抛储库存，要抑制价格继续上扬，可能会分两批投放，数量均为30万吨；其次是据印度政府官员表示，印度政府宣布从2010年10月1日起取消所有棉花出口限制，包括出口数量和3%的出口关税。

不过，国内持续糟糕的天气及库存量的减少将令其下行空间有限，后市可继续关注宏观政策的导向作用。（白亚洁）



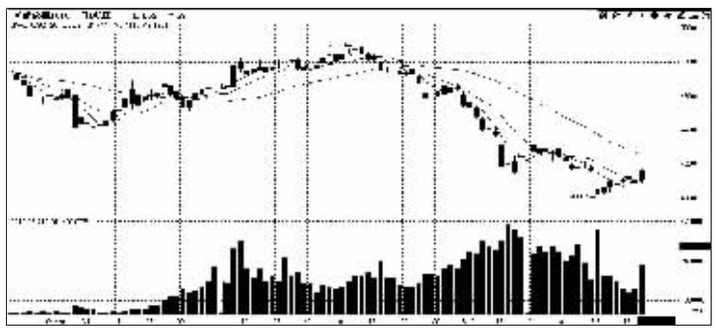
白糖 放量大涨

郑州白糖期货21日早盘低开后震荡上行，终盘收涨，1101合约放量增仓，收阳线。受周末宣布增强人民币汇率弹性消息刺激，进口商品需求增加预期提振国内商品期货走高。加之食糖季节性消费旺季预期依然看好，预计郑糖短期可能维持偏多趋势。（李丹丹）



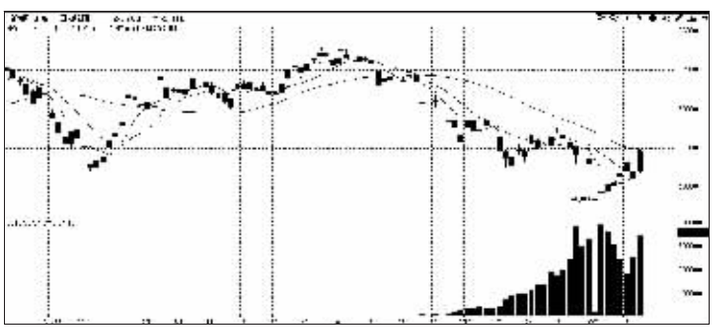
螺纹钢 低开高走

螺纹钢期货21日低开高走，尾盘以1.39%的幅度收涨至4,163元/吨。由于周末央行改变人民币汇率形成机制，这对于对外依赖进口的商品是利好，对于依靠出口的国内钢材市场而言反倒是长期利空消息。不过，短期内螺纹钢价格跟随主流品种运行可能性较大。（程鑫）



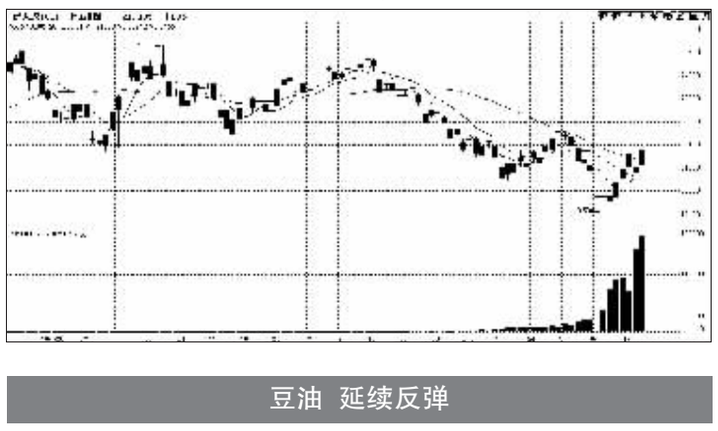
沪铜 触及涨停

上海期铜21日大幅上涨，盘中交投较为活跃。主力1009合约收至53,700元/吨，上涨2,340元/吨。主权国家债务危机演化为全球性金融危机的可能性不断下降，且由于即将进入消费淡季，铜价也很难走出大幅上涨行情，宽幅震荡可能是后期主基调。（程鑫）



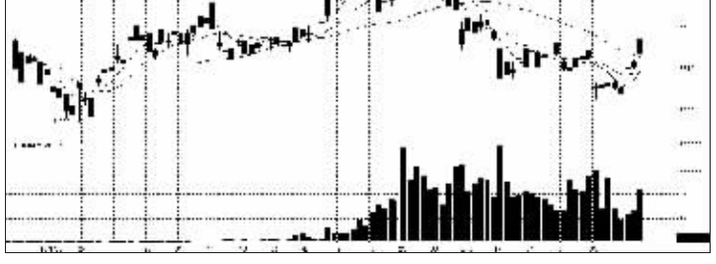
橡胶 增仓大涨

上海天然橡胶期货21日高开高走，大幅上涨，跟随周边市场涨势。主力1011合约小幅高开，期价随后震荡走高，增仓放量。货币升值预期推动橡胶大涨。不过，国内车市进入淡季，料将打压后市橡胶需求。预计沪胶后市上行空间有限。（李丹丹）



豆油 延续反弹

大连豆油期货21日高开后震荡上涨，尾盘大幅收高。主力合约放量增仓，收阳线。上周末人民币进行外汇改革的消息对全球商品市场形成支撑。预计国内豆油后市有望跟随CBOT市场反弹走势。但上行空间受制于国内充足供应。（白亚洁）



■ 银河期货看市

商品中期分化在所难免

□银河期货研究中心

2010年6月19日中国人民银行表示，根据国内外经济形势和我国国际收支状况，决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。受此消息影响，大宗商品期货市场一改往日疲态，全面上涨。

盘面看，各品种表现不尽相同：有色金属表现最强，锌直封涨停；能源化工品种涨幅也大多在2%以上；钢铁、黄金、农产品表现稍弱。

总体而言，因各品种属性不同，在汇改大背景下，商品表现各异；但从中长期来看，分化在所难免。

我国5月出口同比增长48.5%，进口增长48.3%，贸易顺差为195亿美元，均远高市场预期。其中出口同比增幅创出贸易回升以来的最高水平。同时，外汇储备规模继续增加，4月底突破2.4万亿美元。人民币升值压力不断加大，在这样背景下，央行提出进一步推进人民币汇率形成机制改革，可以说是人民币将会升值的信号。

人民币汇率改革有利于有色金属价格的中长期上涨。汇改对有色金属的影响体现在投资性需求与实际需求提升两个方面：首先，汇改重启后，人民币升值预期再度升温，热钱流入有助于增强有色金属的投资性需求进而导致价格走高；其次，人民币升值有利于我国进口。表面上看，将增加国内有色金属供应量，压低相关品种价格，但实质上却是遵循循环链条：国内进口有色金属数量增加导致国际有色价格上扬进而再度提振国内价格。

燃料油方面，汇改影响短期利多，但中长期利空。人民币汇率改革首先将引起国外热钱对国内市场的关注，一旦形成升值预期，热钱将不断涌入，短期内将引起股市、商品等资本市场价格上涨，对油品市场来说，目前国内油品超过50%需要进口，人民币升值将有利于降低国内贸易企业进口成本，这在一定程度上刺激国内进口量，对外需求的增加将形成对外盘价格的强力支撑，因此短期将刺激外盘价格上涨，从而带动国内价格上涨。虽然国内燃料油目前仅限于船用、锅炉燃料的消费旺季，然而，一旦随着进口量增加，会造成国内供应上升，因此中长期会对燃料油价格形成机制，一旦消费旺季过去，供应压力将会呈现，因此，汇改对燃料油的影响为短期利多，但中长期利空。

对橡胶期货而言，提高人民币汇率弹性的决定是温和偏多，因为人民币更具灵活性将提振我国购买力。而我国是全球最大橡胶消费国，人民币汇率更具弹性，意味着我国可以以更低的成本购买以美元计价的橡胶，这将增加我国进口量。受此影响，日胶和沪胶均出现了较大幅度上涨，但受到供应面的阶段性回升压制，上涨幅度或将有限。

人民币汇率上涨对国内钢铁行业的影响总体偏空。我国是世界第一的钢铁生产国和消费国，行业产能过剩，基本上不受外盘影响。我国央行再次宣布增强人民币汇率机制弹性后，人民币上涨预期愈发强烈，其对国内钢铁市场的影响，预计将从减少进口铁矿石成本及影响国内钢铁出口两方面展开。一旦铁矿石进口成本下降，料将对国内钢铁行业减产保价的预期产生不利影响，再加上出口可能受阻，人民币汇率上涨对国内钢铁行业的影响总体偏空。

短期来看，央行汇改对于金价的心理影响大过于实质性影响。央行的意外之举令市场反应强烈，国际金价在早盘时再次创下历史新高1261.33美元/盎司。对于黄金市场来说，央行重启汇改将给金价主要带来两方面利好：一是人民币升值将降低进口价格，有助于抑制通胀，这暗示着我国政府暂时不需要大规模的紧缩货币政策，这缓解了市场此前对于政策压力的担忧；另一方面，汇改将会进一步推动我国外汇储备多元化的进程，尤其是解除盯住美元而参考一篮子货币来衡量人民币汇率意味着我国可能会减少美元资产的购买，而欧元等货币的储备也难以出现大幅增加，从货币选择的角度来说，央行选择黄金的空间将会增大。但需要注意的是，短期来看，央行汇改对于金价的心理影响大过于实质性影响，当市场消化完汇改消息后，市场关注焦点将会重回欧洲债务问题以及本周的美联储会议等。

农产品所受影响差别较大。大豆等对外依存度较高的品种，受汇改的提振较为明显，传导路径是，人民币升值，国内购买力增强，增加进口，从而抬高国外期货市场价格，进而反过来推高国内期货价格。而玉米等进口比重小、受外盘影响小的品种，受汇改提振也小。棉花期货全天收阴，因为预期汇改将导致纺织业出口下降，进而棉花需求下降，汇改的影响反而是负面的。

银河期货 GALAXY FUTURES
银河期货投资者教育专栏
管理风险 增值财富
联系电话：400-886-7799
公司网址：www.yhqh.com.cn

大宗商品站上风口浪尖

□民生期货 崔小龙

近期，虚张声势的乐观情绪火中取栗，尤其在国内端午交易真空期间，推动海外商品强劲反弹，可谓是便宜占尽，但世界经济复苏进程并未明显加快，在G20第四次峰会即将开幕的前夕，利空隐忧层出不穷，而且5月份中国公布的利好经济数据也未令市场恐慌氛围降温，海内外股市、期指目前呈摇摇欲坠之势，笔者认为，在金融全球化刀枪剑戟背景下，外患仍将不断从政策面和信心面侵扰内陆，国内商品或实现价值回归。

市场利空隐患丛生

上周欧元区国债成功拍卖缓解了投资者的不安情绪，而且相对疲软的非农数据降低了美联储加息预期，促使欧元创下1年以来的单周最佳表现，但在美元迎接55周以来首次大跌的背后，外盘股市、商品却是昙花一现，这说明市场资金仅仅在权衡美元、欧元等七大外汇的相对稳定，对于股市、商品仍是唯恐避之不及，同时欧元大幅反弹并没有一个明显的自身利好推动，只是缺乏较为敏感的利空消息刺激，笔者认为，欧元这种“师出无名”的反弹本身就说明世界经济处于“亚健康”状态，而市场这种盲目乐观的情绪只能导致世界经济更加脆弱。

无独有偶，欧元区经济目前仍是危机四伏，主要体现在：首先，西班牙等国仅寄希望于债券发行的成功，经济形势并未明显好转；其次，取消高赤字、高福利政策需要付出加快经济复苏（财政扩张）的代价；再次，高失业率严重动荡了社会稳定和经济复苏的信心；最后，PIIGS对德法救援“恩将仇报”，欧元区主要银行严重受损。由此可见，欧盟及IMF的雪中送炭并不能解决根本性问题，欧元区仅靠“发债式的救援”难以遁世避祸，全球商品、股市或将酝酿更大级别的风险。

货币及结构调控节奏加快

不可否认，欧洲债务危机与美国的改革新政为中国宏观政策提供了很好的空间和时间，而且中央也抓住了此次改革的契机，借着房地产业监管，成功推行了2010年的深化体制改革，在流动性、地产方面都取得了不菲的效果，但受制于脆弱的海外经济，在保持稳健的前提下，国内调控仍以防范风险为主题，节奏还将持续加快，主要体现在两个方面：

第一，央票地量发行，投放尺度过宽。上周央行地量发行50亿1年期央票和180亿3年期央票，截至目前，央行公开市场已经连续4周实现资金净投放，累计金额高达5150亿元。

第二，调控进程步步为营，复苏进程面临多重风险。从近期统计局公布的国民经济数据来看，国内经济运行仍存在一定风险：首先是消费增长过快，经济刘易斯拐点已现；其次是CPI、PPI数据已破警戒线，而且通胀压力仍然存在；最后是产能过剩危机犹存；四是信贷增速相对过快。

为了应对来自多方面的风险，目前，中央对地方融资平台公司债务进行了全面清理，而且从房地产到过剩产能，还将掀起一波更大的调控浪潮，改革春风的乘风破浪之势，令大宗商品难涨易跌，此外，G20峰会引发出的人民币汇率风波仍是当前市场最为关注的焦点，预计中央政策在体现大国风范的同时，仍将顺应国际形势，小幅度、快节奏的调控格局难以改变。

5月食糖现巨量进口

海关总署周一公布的数据显示，2010年5月份大宗商品进口出现分化，其中软商品表现尤为突出：糖进口116,525吨，环比大增596.25%；棉花进口则环比下降38.92%至19.79万吨。

据相关分析，由于国内糖市进入夏季消费旺季，往年5月食糖进口量均较高。另外由于4月中国食糖进口量基数过低，导致5月食糖进口量环比大幅增加。预计未来月份中国食糖的进口量将有所稳定，因此期货市场受其冲击较为有限。至于棉花，进口减少的原因主要在于配额增发时间晚，且船期集中在7、8、9月份，同时国际棉花资源也趋紧，金石期货总经理助理董淑志预计，6月份棉花进口量也不会很大。

其余大宗商品中，大豆进口436.72万吨，环比增4.1%；豆油及其分离品进口3.42万吨，环比增129.53%；小麦及混合麦进口19.06万吨，环比增长31.06%。值得注意的是，5月进口橡胶及其制品32.98万吨，环比降22.84%；燃料油（6-7#）进口量环比下降18.40%至为188.74万吨；棉花进口量19.79万吨，环比下降38.92%；进口棕榈油及其分离品47.07万吨，环比减少11.5%。

对于人民币汇率的关注牵动着大宗商品市场。分析人士指出，人民币走强会降低大宗商品进口成本，增强我国企业在国际市场上的购买力，如果转化为实际进口量的增加，将对国际商品价格构成支持。其中，进口型商品如铜、原油等将从中受益。不排除一段时间内企业将利用比价降低大量进口，从而阶段性推高国际商品价格。（胡东林）

上海黄金交易所交易行情（6月21日）（单位：元/克）

合约	收盘价	涨跌（元）	涨跌幅	开盘价	最高价	最低价	成交量（公斤）
Au9999	276.09	3.12	1.14	276.99	276.99	274.56	3311
Au9995	275.93	2.93	1.07	275.6	275.99	275.5	4958
Au100g	276.01	3.19	1.17	275.16	276.08	275.11	90
AuTD	275.96	2.99	1.1	276.49	276.49	275.3	1.74万
Pt9995	364.95	6.22	1.73	364	365.5	363.5	98
Ag（T+D）	4341	98	2.31	4317	4344	4301	29.96万

期指06合约顺利“退役” 交割日波澜不惊

□胡俞越

作为股指期货合约的元老，IF1006在见证了期指上市后的酸甜苦辣后，于6月18日顺利完成交接。尽管股市因农行上市和政策推出预期影响而下跌，但沪深300期现价格充分收敛，期限市场亦未出现成交量异动，IF1006合约实现平稳交割。

1007合约荣升主力

按照持有成本理论，期货和现货价格之差应为净持有成本，同时，随着期货合约到期日的临近，净持有成本应趋于零，体现为期现价格收敛。实际中，IF1006合约最终交割结算价为2717.50点，IF1005收盘价为2716.8点，偏差率为0.026%，有效实现了期现价格收敛。

同时，主力合约也顺利过渡。随着交割日临近，IF1006持仓量和交易量日益减小。自6月17日起，沪深300主力合约由IF1005向IF1006过渡。对比来看，IF1006持仓量和成交量到期前较IF1005合约同期上升，主力合约转换节奏稍显仓促。究其缘由，一方面由于端午节假期占用了三天的交易时间，使投资者未能及时平仓或转仓；另一方面，随着开户数增加，持仓量也将呈现上升趋势。据统计，目前股指期货共开户3.5万户，其中2.9万户参与交易，参与度为84%。总体而言，期货市场未出现大幅波动，IF1007合约顺利荣升主力合约。

图1 IF1005和IF1006成交量的变化情况

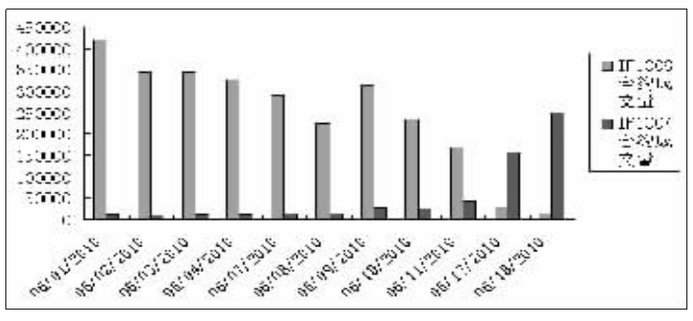
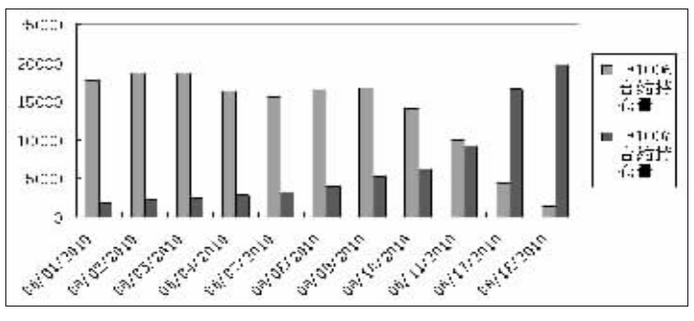


图2 IF1005和IF1006持仓量的变化情况



未现“到期日效应”

“到期日效应”源于美国股市，一般意指在季月（3,6,9,12月）第三个周五的最后一小时交易时间内，由于股指期货合约、股指期货期权和股票期权将同时到期，从而引发多个市场之间的套利导致股票市场交易量增加，期现价格波动加剧，因而也被称为“三重巫时间”。但到期日效应出现有其前提条件：1. 交割制度设计不完善，易于改变现货交割结算价；2.期货交割合约与现货指数基差大，引发大量套利资金入市；3.参与现金交割的量比较大，最终现货端平仓的资金较多。但从实际运行情况来看，这些条件在沪深300股指期货市场均未触发：

其一，国际上股指期货的交割结算价确定方式主要有四种，分别是：最后交易日现货市场一段期间的平均价格；最后交易日现货市场收盘价；交割日现货市场特别开盘价；交割日现货开盘后一段时间成交量加权平均价。沪深300股指期货的交割结算价设定为现货指数最后两小时的算术平均价，这一制度设计可以有效防止单位时点上现货价格被操纵，也剔除了因大单成交而对最终结算价的影响，最大程度防范了市场操纵的可能，保证了价格的公允性。

其二，IF1006同现货指数基差较小，未形成足够套利空间。自IF1006合约于5月18日成为主力合约后，期货升水率基本维持在1%以下。根据1分钟高频数据显示，IF1006合约在6月17日和18日最后两个交易日中，期货升水率最高为0.56%，平均为0.10%，方差为0.00051%（其中6月18日下午起现货指数取前两小时的算术平均值）。因此，期货升水率较小且较为稳定，如果将交易成本纳入考虑范围内则未能形成套利的动力，最终以套利为目的的持仓量应较小。

其三，参与现金交割的量较小，现货未出现套利持仓的大量平仓。据统计，截止6月17日收盘时，有4417手合约未平仓（按单边计算），名义金额为73.1亿元，实际占用保证金13.3亿元。至6月18日收盘时，最后参与现金交割的持仓量为1394手（按单边计算），名义金额为22.72亿元，占沪深两市总成交额的1.56%。因此，即使最后持仓全部以套利为目的，相应数量的现货平仓也难以对现货市场形成显著影响，且基于基差较小未能构成套利动力的理由，最终套利平仓的资金应微乎其微。

总体而言，IF1006合约交割较为平稳，期现市场成交量未出现明显放大。股市下跌更大程度是由于农行上市和政策推出预期的作用而形成的，并非股指期货交割导致。当前，机构投资者尚未大量进入股市，期现市场的互动效应尚不明显。在此意义上，06合约已顺利“退役”并完成交接，交割日当谓波澜不惊。（作者为北京工商大学证券期货研究所所长、教授）