

■ 熊市大宗商品众生相

# 棉花糖的春天在哪里

□本报记者 王超

全球大宗商品市场正经历着2008年以来最惨烈的跌势，棉花与糖这两个软商品领域的难兄难弟也未能幸免，二者不断刷新2009年以来的新低。市场人士分析，巨量库存、供应过剩等持续施压，令糖棉遭遇恐慌式下跌。而炒作已久的厄尔尼诺现象并未出现，更是加深了多头的失望之情。大宗商品乌云惨淡，棉花糖的春天在哪里？

## 棉花：直补细则成最后稻草

今年8月中旬，郑州棉花期货一度出现了六连阳的走势。主力合约最高至14990元/吨。然而，随之而来的对棉花直补细则的担忧，令行情转瞬变天，期价飞流直下，跌破14000元/吨关口后开始加速下挫。有业内人士分析，全球棉花连续第四年供应过剩，及国储超千万吨的巨量库存，令国内外棉价已不堪重压。而新疆棉花直补细则的出台，更是成为压垮郑棉期货的最后一根稻草。截至本周三，郑棉再次刷新了2009年4月初以来新低12800元/吨，跌幅累计达13.31%。

不过，棉花直补细则似乎激活了郑州棉花期货市场。自8月中旬以来，虽然价格一路下跌，但持仓量与成交量却不断高涨。截至昨日，尽管郑棉盘中创出了12570元/吨，但成交量和持仓量双双创出新高，分别达到147.2万手和81万手。

8月26日，农业部网站刊出了对棉花目标价格改革的政策解读，对目标价格的确定方式、如何监测和确定市场价格以及补贴如何发放等备受关注的問題做出集中解释。

9月17日，新疆维吾尔自治区人民政府召开自治区棉花目标价格改革试点工作新闻发布会宣布，经国务院批准,《新疆棉花目标价格改革试点工作实施方案》已于9月16日由国家发展改革委、财

政部正式下发执行。目标价格补贴对象为全区棉花实际种植者。棉花目标价格补贴资金的拨付发放分两步进行：一是采价期结束后,如果新疆市场价格低于当期公布的棉花目标价格,中央财政按照两者差价和国家统计局统计的新疆棉花产量,核定全区补贴总额,并将补贴额一次性拨付到自治区财政。二是自治区财政根据中央财政拨付补贴资金的时间,按照核实确认的棉花实际种植面积和籽棉交售量相结合的补贴方式（中央补贴资金的60%按面积补贴,40%按实际籽棉交售量补贴）,逐级拨付到地方财政,以“一卡通”或其它形式将面积补贴资金兑付给基本农户和农业生产经营单位。

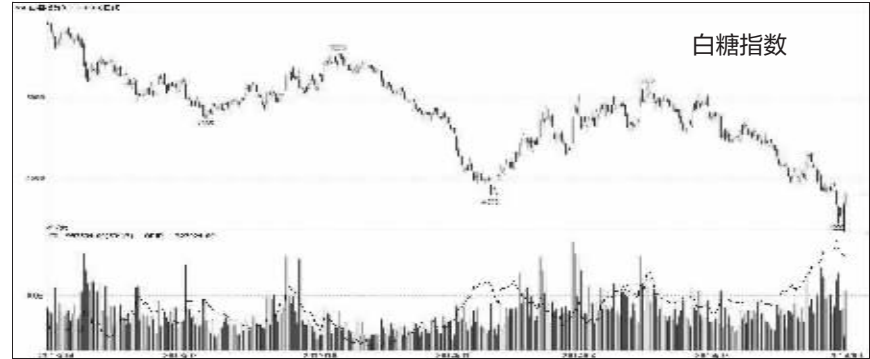
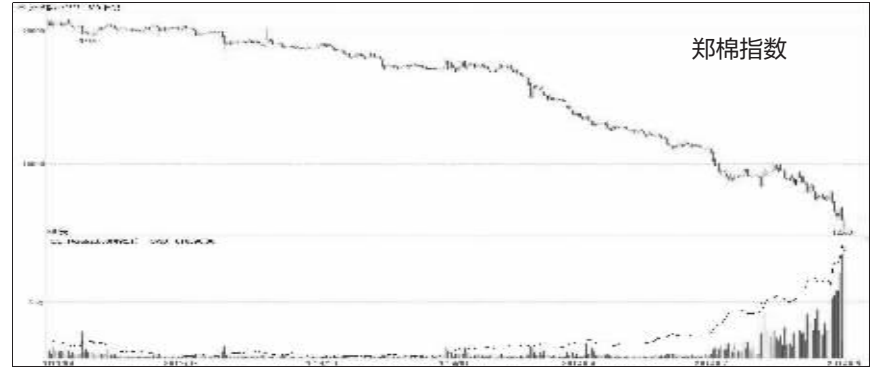
市场人士分析，中央补贴资金的60%将按棉花种植面积补贴,40%按实际交售量补贴,同时取消临时收储。这意味着新年度棉花价格由市场供求形成,有助于理顺整个棉纺产业链，引领棉纺产业复苏。在新棉推迟上市的9月份里，棉价再次深跌的可能性并不是太大,在新棉大规模上市前,棉价或将呈现季节性的企稳。

但国信期货分析师朱晨璐认为，长期熊市并未终结，全球棉花连续第四年供应过剩，中国占全球60%以上的巨量库存威慑市场，在国内库存消费比居历史高位背景下,郑棉下行压力极大,而上行空间则被压制；同时远月合约表现相对弱势，对于近月合约普遍呈现贴水的格局，缺乏消费与政策支撑的下年度合约将进入长期的弱势。

## 糖：巨量库存压倒利多

“白糖牛市要来了”说的多了,市场慢慢地就沒有人相信了。毕竟,国内外糖价还在毫无节制地往下走。

近期郑糖连续下挫，外盘美糖快速阴跌是助动力,根本还在于国内高库存。市场人士指出,虽然从长期看,因下榨季大幅减产概率大，郑糖或将逐步摆脱连



跌的阴霾,但中短期因库存仍高、进口不停以及新糖上市，郑糖黎明前的黑暗仍将延续,或仍有一定下行空间。

统计数据显示,2014年至8月底全国共生产食糖1331.8万吨，比上一制糖期多产糖24.96万吨。本制糖期全国累计销售食糖1024.39万吨，累计销糖率76.92%（上制糖期同期91.41%）。折算产销,截至8月底全国白糖工业库存还有307.41万吨的量,同比增加195.15万吨。

同时，国内大量的进口糖也是糖市受到重压的另外一个重要原因。统计数据显示,7月份我国进口食糖28.08万吨,环比增加240.3%；2013/2014年度我国累计进口白糖329.31万吨，同比增加32%。金石期货棉花高级分析师于丽娟

认为,如果进口糖继续抢占市场份额,那么国内糖市的去库存化将更加艰难。

国际糖业组织（ISO）8月26日发布的报告预计，因国际糖市或连续第五个年度产出过剩,糖价将延续疲弱走势。据ISO最新的预测报告显示，全球2014/2015年度糖产量料为1.8375亿吨,消费量预计为1.82446亿吨,测算全球白糖产出将过剩131万吨。

不过于丽娟分析,依据ISO的预测数据,尽管其预测的供给过剩有所收窄,但全球基本面仍不大可能支撑糖价大幅回升。因为2014/2015年度内任何产出冲击引发的价格反弹，都可能被2010/2011年度过剩局面开始以来累积的巨大库存所抵消。

# 节前“空气”弥漫 螺纹钢加速下跌

□本报记者 王姣

在“国内大型钢铁公司偿债难”传闻四起的当下，钢价仍在不给力地加速下跌。9月25日，螺纹钢主力合约Rb1501再难维持前两个交易日的轻微反弹，低开低走，盘中大幅跳水，最终以2.9%的跌幅领跌大宗商品市场,收报2548元/吨，再创历史新高。

分析人士指出,随着经济转型进一步深入,化解产能过剩仍是黑色产业链的首要任务，在经济和重建活动放缓的背景下，中国8月钢铁表观消费萎缩近2%，年末需求也难有提振,钢材市场仍处于承压下行格局。短期来看,因空头积极压制盘面,或延续调整震荡行情。

## 期价再创新低

本周四，螺纹钢主力1501合约早盘以2613元/吨开盘，开盘后大幅下挫，午后继续跳水回落，一度跌至2538元/吨一

线，最终日跌2.9%报收2548元/吨,再次跌破螺纹钢期货2009年3月27日上市以来的最低位。

值得注意的是,昨日螺纹钢期货全天交投异常活跃，在空头的不断进攻之下，成交量再现天量交易，持仓量也大幅增仓,创上市以来新高。数据显示,25日螺纹钢期货主力Rb1501大举增仓12.36万手至312.23万手，成交量从前一交易日的457.5万手猛增至775.04万手。

“持仓上多空均增仓，空头持仓集中度相对提升,市场资金抛压较大。近期期货保证金将提高,将加大趋势惯性及波动性；目前空头积极压制盘面,或延续调整震荡行情,关注资金增减情况,警惕盘面波动。”方正中期研究员王永良指出。

期钢再度破位下挫，导致市场悲观心态加重,全国多数地区现货市场报价继续回落。据中国钢材网“当日报价”显示,目前合肥、南昌、武汉、天津、邯郸、太原、沈阳、重庆和成都以及西部地区建材整体维持跌势。以

上海数据为例,9月25日，上海地区HRB400螺纹钢现货报价为2760元/吨,较上一交易日下跌10元/吨,市场成交一般。

中国钢材网分析师认为，螺纹钢期价接二连三创下上市来新低，不过随着部分空单获利出局，杀跌动力放缓,预计今日期钢或将继续回落，而部分地区建材维持跌势。

## 后市料继续下跌

从基本面的来看,因经济和重建活动放缓,钢铁需求继续降低。中国钢铁工业协会（CISA）副会长王晓齐周四表示,中国今年8月粗钢表观消费量下降1.9%至6190万吨；1-8月粗钢表观消费量同比下降0.3%至5亿吨。王晓齐同时表示,中国今年的粗钢产量料达到8.26亿吨,将较2013年高出6%，增速低于上年的7.5%。今年余下时间的产出可能也会减慢。

不过目前粗钢日产量处于高位,钢厂利润缩水、挺价,市场延续供强需弱格局。

中国钢铁工业协会最新统计数据显示,9月中旬重点企业粗钢日产量为178.7万吨。仅较9月上旬下降了800吨,旬环比下降0.45%。9月中旬统计重点钢铁企业库本旬末存量为1589.8万吨,较上一旬末却上升了76.2万吨,旬环比上升5.03%。

从上游来看,铁矿石价格的继续下行也将给钢材价格带来压力。据媒体报道,澳洲周三下修其对2015年铁矿石价格预估至每吨92.40美元，之前预期为94.60美元,指因供给增加生产商间竞争加剧。此外,BREE上调了对澳洲2014/2015财年铁矿石出口预估至7.353亿吨,6月时的预估为7.207亿吨。

王永良认为，近期期货保证金将提高，将加大国庆节前后趋势惯性及波动性。目前房地产形势严峻,经济数据多利空,政策上无刺激预期,钢材市场承压下行格局。重仓资金压盘大幅下跌中警惕短线洗盘波动,节日前后市场或延续震荡调整行情。

# 中央对手清算业务将密集上线

□本报记者 黄淑慧

“今年10月底,外汇远期、掉期的中央对手清算业务即将上线，未来两年内上海清算所每2-3个月就将推出一款产品的中央对手清算业务。”9月25日,上海清算所董事长许臻在由上海清算所、CCP12（全球中央对手方协会）和银行间市场交易商协会联合举办的“危机后场外市场改革深化与机制创新”国际研讨会上透露。

据悉,在2008年金融危机之后,如何在风险可控的前提下发展OTC衍生品市场成为一个国际课题。中央对手方清算机制在提升场外市场透明度、防范场外市场系统性风险上的重要价值得到充分认可,中国在实践中也正计划密集推出中央对手清算业务。

## 金融危机之后再反思

本次国际研讨会的召开,正值2009年9月二十国集团（G20）匹兹堡峰会提出危机后国际场外市场改革目标体系五周年。峰会提出,推行标准化产品;对标准化衍生品合同实行集中清算，并对非集中清算的衍生品设立更高的资本要求;推进交易所/电子交易平台建设，所有标准化的OTC衍生品都应通过交易所或电子交易平台进行交易；所有的OTC衍生品合同都应向交易所信息库报告,从而为监管者、市场参与者和公众提供信息,提高OTC市场透明度。

由于这一系列举措针对的正是2008年金融危机暴露出衍生品OTC市场的制度性缺陷。以雷曼兄弟信用为标的物的CDS为例，

当年合约规模高达4000亿美元,其被拍卖处置时,价格下挫至仅剩9%。但实际上轧差之后的实际规模只有60亿美元,由于OTC交易数据的缺失和分割，一定程度上对危机的发展起到了推波助澜的作用。

危机之后，中央对手方清算机制得到了国际认同。一般认为,中央对手清算制度是指清算所介入金融合约交易的对手方之间,成为买方的卖方、卖方的买方,从而使合约买卖双方的对手都被替换成了作为中央对手方的清算所。建立统一的中央对手清算平台，有利于监管机构及时有效获取市场交易清算基础数据,加强监测、分析,及时防范和化解场外大宗商品金融衍生品市场系统性风险,提高监管效率。

## 中央对手清算业务将密集上线

中国人民银行金融稳定局局长宣昌能在论坛上表示，我国衍生品OTC市场发展相对较晚,但起点较高,后发优势明显,利率、外汇等互换产品推出之初就实现了电子平台交易,OTC市场主要集中在有组织的交易的平台,监管部门掌握市场总体数据,并于2009年成立上海清算所,这是全球第二家、亚洲第一家成立的OTC清算机构。

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所） <small>（2014年9月25日）</small>						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	961.76	968.99	952.77	968.58	5.21	958.9
易盛农基指数	1024.44	1024.47	1012.4	1021.26	-7.79	1016.57

华泰长城期货有限公司  
HUATAI GREAT WALL FUTURES CO., LTD.

做最负责任感的风险管理顾问

全国热线：4006280888  
公司网址：www.htgwf.com

■ 玉米期货恢复上市十周年（四）

## 玉米期货：曲折中成长

□本报实习记者 张利静

玉米是全球上市时间最早和最为活跃的商品期货品种之一，是大宗农产品的代表性品种。世界上共有8个国家的11家交易所上市有玉米期货合约及相关衍生品。

在我国，玉米期货最早出现在1993年的期货市场，1998年在全国期货市场的清理整顿中一度退出市场。2004年9月22日，玉米期货再度回归期货市场，在大连商品交易所恢复交易。自2004年上市至今年8月底，玉米期货单边累计成交量35155.03万手，成交额64826.45亿元，在国家调控粮食三大品种中表现最好。

“自上市以来，玉米期货经过大约1年的培育期，之后两年市场成交持仓进入高速增长阶段；随后,受金融危机和国家产业政策影响,玉米成交持仓陷入低谷，目前仍处恢复增长阶段。”一位市场研究人士分析称,2008年全球金融危机爆发前,玉米期货交易量和持仓量呈快速增长局面,其中,2006年玉米期货合约交易量达6764.5万手（单边），占全国期货成交量的30.8%，占大商所期货成交量的56.2%，是CBOT玉米成交量的12.2%（按可比口径—吨,下同),成为全国成交量最大的期货合约,在全球农产品期货期权合约中排名第一。

2007年以及2008年，为了抑制粮食价格过快上涨态势,国家出台了包括拍卖玉米储备、取消玉米等原粮及其制粉的出口退税并征收5%至10%不等的出口暂定关税等措施，系列调控下,玉米市场价格高位盘整并在随后爆发的金融危机中大幅下挫。2007年玉米成交量仍保持5943.7万手（单边）左右的高位，在同期期货品种中名列前茅，但年末持仓量降至36.3万手,同比减少54.4%。

2008年9月,由美国次贷危机引发的金融危机开始蔓延,以

大豆为首的全球农产品市场价格呈现“雪崩”式下跌,为保护农民利益,2008年下半年开始国家实施玉米、大豆等大宗农产品的临时收储政策。自此,临储政策开始主导玉米市场，在企业套保动力逐步减小的背景下，玉米期货市场流动性持续降低。2009年，玉米期货市场成交量仅为1674.1万手,同比下降72.1%，在全国十大商所的成交占比中仅分别为1.6%和4%,为同期CBOT市场玉米成交量的3%（按可比口径）；玉米持仓量持续走低并于2009年降至谷底,仅为14.5万手，在全国十大商所的持仓占比分别降至3.1%和8.1%，仅为CBOT玉米持仓的1%。在此期间,大连玉米期货价格与国际期货市场价格的相关性较前些年下降明显，内外盘价格相关系数从2006年的0.91下降到目前的0.12,随着外盘玉米价格波动对国内影响逐步减小,大连玉米期货市场主要反映国内市场的变化。

2009年下半年开始,国内玉米市场活力有所恢复。2010年，随着全球对金融危机的应对效果显现,以及国内玉米临储收购规模下降，玉米期货成交量达3600万手,同比增长115%，持仓量开始回升并一直处于相对平稳水平。此后两年,玉米期货成交量一直保持相对活跃态势。2013年，玉米临时收储力度加大，玉米成交量再次跌入低谷，全年成交1331万手，同比下降64.8%，在全国和大连期货市场成交占比中分别仅为1%和1.9%；但玉米年末持仓量同期保持增长,达23.9万手，同比增长8%，在全国十大商所上市品种中持仓占比分别为3.2%和7.6%。

“尽管玉米期货成交量出现先扬后抑的局面，玉米期货的制度完善工作并未懈怠，在玉米期货合约标准‘三次’修改、交割库布局调整扩充等措施推动下，期现货市场互动不断加强，成为国家三大粮食调控品种中表现最好的品种。”上述研究人士称。

## 库存下降 玻璃10月中旬前看涨

□国泰君安期货 张弛

近期我们对玻璃主产区沙河进行了调研。调研显示,现阶段玻璃下游产业链的信心比上半年增长了不少,这样贸易商愿意为厂家分担一部分库存风险。而现阶段下游旺季需求能够让贸易商消化库存,助推了玻璃现货价格的上涨。11月以后的现货价格下跌基本成为市场共识,但是厂家在成本线以下的降价会非常缓慢。

从库存方面来看,全国现货市场自7月底见顶以来库存持续下滑。7月主要厂家库存达到创纪录的高位3251万重量箱,自此以后库存开始持续下降,现阶段基本下降至2月底3月初的位置,9月12日统计的厂库存总量为3156万重量箱，最近这一库存数据的是3月3159万重量箱。也就说8月开始的近一个半月的时间将4个月的库存增量基本消耗完毕。这种情况在沙河玻璃厂家中得到了证实。我们调研的两个厂家都表示库存下降比较明显,其中一个厂家现阶段的库存与7月库存高峰时期相比下降了一半,而另外一个厂家库存下降幅度也接近25%。

针对库存下降但是玻璃厂家价格并未提高,我们的调研对象都表示,现阶段的库存虽然压力不是特别大,但是并没有达到让厂家提价的程度。从贸易商方面来看,目前也主要处于去库存的阶段。我们调研的是沙河地区一家较大的贸易商,他们认为现在最怕的是厂家降价,在7月以前贸易商一直采取低库存策略,8月后开始补库，最近这段时间出库速度没有达到理想

状态，而旺季能否持续到10月底甚至继续到11月是存在很大不确定因素,如果现在补库结果10月旺季提前结束，货就砸手里了,因此现阶段先把库存降下来,如果9月底能够降到理想位置,10月仍会考虑补库。

成本方面,沙河政府基本下了死命令,9月底前必须开启运行脱硫脱硝装置。脱硫脱硝装置对厂家的影响主要是两个方面，一方面增加厂家的现金支出,因为目前银行基本停止对玻璃行业的信贷,玻璃厂家现金流普遍不甚宽松,而脱硫脱硝装置费用较高。另一方面,厂家采购装置和装置的运行成本最终都要摊销到玻璃成本中,这样又增加了玻璃的生产成本，据厂家介绍,脱硫脱硝装置会导致成本上升50-60元/吨不等。

关于未来的预期,无论是玻璃厂家还是贸易商普遍不乐观。普遍认为现阶段价格尚能稳住，因为华东和华南市场需求仍然能够稳住。这样有利于沙河玻璃去库存。现在主要关注国庆以后的需求,目前尚无法确定。不过厂家和贸易商普遍不看好11月以后的市场需求。在未来降价空间方面,厂家表示年初的持续降价主要是让利出货,但是今年淡季的降价可能会比较缓慢,因为沙河价格略微降一降就接近了成本线了,成本线以下如果没有需求可能也会降价,但是每降一步都是割自己的肉,这跟让利少赚点就是两回事,所以后面降价越到成本线以下降价的步伐会越来越缓慢。而且沙河地区年内可能还有4-5条线窑龄到期停产,新建的线基本上年内不会投产,压力会小一点。

中国期货保证金监控中心商品指数 <small>（2014年9月25日）</small>							
指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		75.18			75.32	-0.14	-0.19
农产品期货指数	855.03	863.34	863.47	854.93	854.51	8.83	1.03
油脂指数	587.23	596.98	598.54	587.02	586.17	10.81	1.84
粮食指数	1334.78	1332.00	1338.34	1328.06	1330.18	1.82	0.14
软商品指数	720.80	728.56	729.20	716.13	717.17	11.39	1.59
工业品期货指数	756.97	755.59	762.98	753.00	760.00	-4.41	-0.58
能化指数	669.32	666.79	674.89	657.58	667.31	-0.51	-0.08
钢铁指数	533.84	522.13	535.60	520.62	534.09	-11.96	-2.24
建材指数	636.34	624.51	637.35	622.88	636.71	-12.21	-1.92