■ 强周期股期背离玄机之四

继踵原油 化工品现“多米诺效应”

□本报记者 王姣

本周四，沪综指出现新年以来的首次回调，一片惨绿之中，化工行业幸而成为少数逆市飘红的板块。不过，在“熊霸天下”的大宗商品市场，化工品种仍然不走运，从沥青、橡胶到塑料，从PP、PVC到PTA，昨日全线难逃跌途。

事实上，自2014年下半年开始，化工板块也一直在演绎期股 “冰火两重天”的历史，仅去年12月以来，文华化工板块的累计跌幅就接近11%，而申银万国化工指数涨幅超过3%，多只个股表现强劲。

接受中国证券报记者采访的分析人士指出，化工品价格萎靡不振的主要原因有两点：一是原油价格暴跌导致成本支撑坍塌，二是化工行业产能过剩，而消费需求疲软，供需失衡压力增加。而化工类公司股价表现较强，主要受市场大势、原油价格暴跌改善盈利预期及改革政策等利好影响。目前来看，原油价格仍在下跌过程中，叠加产能过剩和需求淡季，化工品价格仍有下跌空间。业内同时预计，今年第二季度原油价格止跌维稳、市场由淡转旺的迹象出现之后，或许能对化工品价格形成底部支撑。

期股冰火两重天

昨日申银万国化工指数逆市收红，板块中索芙特、内蒙君正、闰土股份、时代新材等集体涨停，而期货盘面上，化工品种几乎全线下跌，截至收盘，沥青1506、橡胶1505、塑料1505日跌幅分别为2.24%、1.79%、1.01%。此外，PP1505、PVC1505、PTA1505也分别下跌0.86%、0.56%、0.21%。

另据中国证券报记者统计，若从去年12月初开始计算，截至目前，申银万国化工指数涨幅超过3%，其中赤天化股价已翻一倍，道氏技术涨逾78%，中纺投资涨逾60%，浙江龙盛涨逾55%，禾欣股份、索芙特、时代新材、青岛碱业等涨幅皆超过40%。

反观文华化工板块，相应区间累计跌幅接近11%，其中郑醇指数累计跌幅高达21.84%，PP指数累计跌幅超过16%，PTA指数累计跌幅接近14%，塑料指数、PVC指数和沪胶指数也分别累计下跌8.82%、5.44%和3.23%。

“申银万国化工指数较强，文华化工板块较弱，就是股价较强、期价较弱的实质表现。化工上市公司股价较强，可能受到相关改革政策等利多因素作用，化工期价较弱，是受到该板块供需关系偏弱的影响所致。”兴证期货高级研究员施海表示。

南华期货分析师范红霞同时指出，化工板块股期背离的本质原因是交易标的不同，期货盘面反映的是品种的绝对价格，属于绝对价值，而股票盘面反映的则是对上市公司价值的评估，属于相对价值。此外，计价的单位和方式都存在较大差异。

对于化工品价格萎靡不振的原因，范红霞认为主要有两点，一是原油价格骤跌带来品种成本的坍塌；二是近年来板块各品种产能投放力度较大，需求增加有限，供需力量对比发生较大改变，平衡到过剩是未来品种将要经历的路程。

冠通期货研究员陈刚则认为，化工品萎靡不振的主要原因还是原油价格的暴跌。“在市场经济环境下，价格基本由市场决定，而且今年以来化工企业利润一直存在，在上游成本不断下降的情况下，石化企业也有下调产品价格的动力。化工方面的产能过剩较钢铁、水泥、建材方面还是比较少的，对价格影响不是很大。”

断言见底尚早

展望后市，业内人士多半认为，当前影响化工品走势的主要因素还是原油价格和产能投放。眼下全球经济前景不容乐观，美元持续走强，原油供过于求，加之国内化工实体经济产能过剩，消费需求疲软，化工品言底为时尚早。

原油市场中，因美国原油库存意外减少，本周三国际油价止跌收涨，纽约原油期价上涨1.5%至48.65美元，布伦特原油期价上涨0.1%至51.15美元。不过分析人士指出，这并不意味着油价会出现持续的反弹。

化工行业化解过剩产能方面倒有些好消息。据悉，2014年，石化行业部分过剩产品产能快速增长的势头基本得到遏制，如尿素行业退出落后产能500万吨，烧碱产能退出33万吨，聚氯乙烯产能退出21万吨，电石行业淘汰落后产能192万吨。

尽管行业化解产能过剩的任务还十分艰巨，但有券商预判，2015年化工行业产能严重过剩的局面将会有所缓解，因化工行业固定资产投资增速下滑为去产能提供了条件。分析人士预计，2015年化工行业的基本面有望好转，盈利指标有望改善，未来行业的整体估值水平有可能出现回升。

至于需求方面，陈刚指出，我国经济已经进入中高速增长的“新常态”，这必定会对需求有一定影响，但由于化工品基本用于民生消费、农用棚膜等，有一定的刚性支撑，所以需求虽然会有所减少，但不会影响太多。

短期来看，分析人士多半认为，目前化工品价格见底还言之过早。“上游原油价格还在下跌过程中，而且马上由于春节等原因进入淡季，市场交投会转淡，所以化工品仍有下跌空间，预期在第二季度在原油价格止跌维稳，市场由淡转旺的迹象出现之后，或许能形成底部支撑。”陈刚表示，目前原油价格跌到40美元/桶的概率大大增加，从原油价格出发进行成本核算，以LLDPE为例，预期LLDPE的价格要到7000-7500元/吨方能止跌维稳。

资金紧张 消费疲软
铜价反弹难持续

□华联期货 孙晓琴

在美元大幅飙涨、中欧经济数据不景气拖累下，国内外铜价于元旦节后大幅走低。近期虽然小幅反弹，但中欧经济疲软，美国稳步复苏，美元指数上涨趋势未变；临近春节，资金紧张需求疲软，加之2015年铜市延续供需宽松格局，市场对后市预期不乐观，铜价重心或将进一步下移。

首先，中欧经济运行疲软，通缩风险加剧。中国方面，2014年12月汇丰中国PMI终值降至49.6，为7个月来首次跌破荣枯线；12月中国官方制造业PMI1指数为50.1，创18个月低点；11月中国CPI同比增长1.4%，创2009年11月以来最低，较预期及10月数据低0.2个百分点；11月中国PPI下降2.7%，连续33个月下滑，较预期高0.3个百分点。多项数据显示，后期中国经济仍存下行压力。CPI及PPI的持续下滑也预示着当前中国通缩风险加剧，货币政策进一步宽松的可能性很大，但预计对铜价提振有限，短期反弹不改原有的空头趋势。欧洲方面，2014年12月欧元区PMI指数较11月略有回升，但龙头德国制造业PMI跌破荣枯线，加之对希腊政局不稳担忧，欧元区内忧外困加剧。中欧经济弱势运行，压制对铜的需求。

其次，美国经济良好运行，美元上涨格局未变。当前美国处于经济稳步增长，通胀下行的阶段。日前美国商务部公布数据显示，美国三季度GDP终值由此前的3.9%大幅上调至5%，这一数字创下自2003年三季度以来的最快单季经济增速水平。就业方面，美国失业率持续下滑，连续两个月居于5.8%的低位；11月美国非农就业人数为32.1万，远超23万的预期。数据良好，提振美元指数迅速突破90大关，上涨趋势保持完好。上年末美联储宣布退出QE，本年度又即将迎来加息，在中欧等国疲软运行背景下，美国一家独大无疑会吸引资金流入美国股市、债市等，进而带动美国经济持续复苏，美元稳步上涨，压制铜价。

第三，需求日趋清淡，铜价难有亮眼表现。富宝资讯数据显示，2014年12月电线电缆、铜棒铜丝生产企业开工率环比均下降。后续预计需求难以好转。一方面，各铜材企业的经济压力面有增无减并逐渐在大面积的扩散，整个市场显现消极，企业多积极出库套现回笼资金，冬储备库意愿几乎为零。作为终端企业的电线电缆行业来说也不例外，开工率预计将出现惯性下降的尴尬局面；另一方面，2014年12月下旬烟台鹏晖暂停生产，可能更进一步促使银行收紧针对铜行业的贷款，多数企业难以摆脱融资难局面。库存方面，LME及上期所铜库存延续攀升。截至1月5日，LME铜库存为17.7万吨，较11月末增加1.27万吨，较8月低点14.14万吨增长25.18%；上期所铜库存为3.06万吨，较11月末增加9780吨。库存持续回升，使得国内现货由升水转为稳定的贴水，现货支撑作用减弱。另外，据国际铜业研究小组预计显示，2015年铜市将出现约39万吨的结余，供需延续过剩将使得市场对于后期铜市预期悲观，预计铜价重心将进一步下移。

沪钢维持震荡思路

□华泰长城期货 隆青青

当前淡季需求仍然是钢铁行业供需层面的主要矛盾，在贸易商不愿意冬储，多地建筑工地采购锐减，出口退税取消又冲击短期钢厂出口，钢铁行业整体下游需求乏善可乘。且钢厂仍有炼钢利润，导致粗钢产量居高不下，供过于求的矛盾在春节前进一步恶化。

钢铁行业PMI持续位于荣枯线下，钢厂生产居高不下。中钢协数据显示，2014年12月我国钢铁行业PMI报44.1，环比小幅增加0.8，连续8个月位于荣枯线的下方。虽然2014年二季度以来钢铁行业的整体盈利程度有所改善，但是这种改善主要是由于成本塌陷所带来的，实际上钢厂的销售相对持续低迷，库存也位于历史高位。然而，钢厂炼钢利润持续存在下，钢厂开工率位于高位，2014年12月底，唐山和全国高炉开工率报于93%和91%，均为年内最高开工率。

贸易商难冬储，终端工地采购几乎停滞。11月以来，北材南下逐步拉低了华东和华南的现货价格。在资金紧张以及对春节后钢价悲观的预期下，多地贸易商几乎没有冬储。截至2015年1月2日，钢材社会总库存连续两周上升，小幅反弹至1015.02万吨，较2014年同期减少超过26%。联系到11月以来多地钢材现货价格持续回落，钢材出货日益低迷，我们认为钢材社会库存连续两周小幅攀升并不是钢贸商主动囤货的结果，而是建筑工地终端采购几乎停滞的结果。淡季需求得到印证。

出口退税取消短期冲击钢材出口。2014年12月31日，财政部和国家税务总局下发通知决定自2015年1月1日起证实取消含硼钢出口退税。截至1-11月，我国含硼钢材出口占全国钢材出口的30%，同期含硼钢材出口增速高达60%，远高于其他钢材40%的出口增速，有效拉动了2014年我国钢材出口，钢材出口占国内粗钢产量比例由5%调增到10%。取消含硼钢材出口退税短期冲击了出口市场，根据相关行业网站的调研统计，1月样本钢厂出口订单数据较12月环比下降10%，为现在淡季的消费需求雪上加霜。

钢厂生产位于高位，消费又面临淡季需求，钢铁行业供过于求的矛盾在春节前日益激化。然而由于黑色行业期货已经经历了一年的下跌后，各个品种均位于历史低点。矿石方面由于内盘对外盘的贴水，以及短期矿石供应增加告一段落，国内矿石供需呈现紧平衡，因此春节前矿价下跌的空间相对有限，钢价面临一定成本支撑。此情形下，投机资金继续追空的意愿也偏弱。

综合考虑供需、成本以及资金因素，笔者认为春节前沪钢将维持持续的底部区间震荡，如果考虑到市场对节后基建投资的相对乐观，震荡区间或有小幅抬升。操作方面，建议投资者维持底部区间震荡的操作思路，逢反弹衰竭时抛空为佳；择机可以介入买铁矿抛螺纹的套利操作。

玉米价格延续季节性震荡

□中信期货 张革

近期国内玉米现货均价持续回落，东北地区价格相对偏强。而国储收购进程的不断落后和竞拍再启等政策性干扰使得玉米市场供需格局震荡。整体来看，中期玉米市场仍将维持弱势震荡格局，国储收购进度对价格影响较大。

新作玉米收购进度明显落后，竞拍再启增加供应。去年12月31日，河北、黑龙江等10个玉米主产区各类粮食收购企业累计收购玉米4714万吨，同比下降0.92%；国储收购量约为1198万吨，较上年同期下降289万吨，或19.43%。国内玉米新作收购进度同比增加的良好开端未能持续，随着收购进度的放缓，收购总量开始出现同比下滑。同时国储玉米收购进度也大幅落后于去年同期。政策托市支撑力度下降，玉米现货市场承压下滑。与此同时，1月6日-8日国储重启玉米竞拍，计划拍卖500万吨玉米，并与进口配额相关联。预计此次竞拍将会有较好表现，从而间接增加玉米市场供应压力。因此，中期玉米市场的供应问题将为困扰玉米价格波动的主要因子，预计在现货市场可用存量依然充裕的前提下，玉米价格承压概率较大。

下游开工回落，港口库存下降。据汇易网统计数据显示，最新一周国内玉米淀粉、酒精行业开工率开始下降。虽然国内玉米价格持续下跌，但成本的下降并未有效改善深加工行业的生产利润。利润的持续疲弱导致行业开工率开始出现回落。加上养殖行业存栏水平低下，玉米下游消费情况依然不甚乐观。另一方面，最近两周国内玉米港口库存有所下降。参照上一种植年度同期变化，未来玉米港口库存将维持高位震荡。整体来讲，玉米市场价格变动将继续受制于收储进度与相关政策变动。虽然元旦期间发改委上调玉米深加工行业产品出口退税，对玉米的深加工需求利多，但该政策发挥尚需时日，对玉米市场基本面的影响不能立竿见影，短期更多表现为市场情绪的波动。

玉米价格本身具有很强的季节性特征，一般来讲是上半年低、下半年高，三季度价格涨幅最大。但是，通过比较期货价格与现货价格发现，二者的波动性存在些许差异。现货价格的季节性规律一般表现为：一季度价格维持震荡，二季度价格开始上涨，并在9月份左右见顶，之后价格回落并持续至12月。期货价格的季节性规律为：一季度价格偏强，二季度至7月份左右价格弱势震荡，8月份至12月份价格上涨，但不会形成大的波动趋势，更多的局限于区间波动。

然而，虽然现货价格和期货价格的季节性规律存在些许差异，但大体趋势和方向保持了一致。且量化结果显示二者呈显著正相关关系，同步波动。因此，未来分析玉米市场价格波动时还是需要将期货、现货市场统一看待，只是从波动率的角度上来讲，期货市场价格波动空间相对偏小。

今年玉米收购进度落后给价格带来不小的下行压力。自前两周的大跌后，大连玉米期价近期止跌回升，与继续疲弱的玉米现货市场表现不一。而国内深加工行业开工率的回落和养殖行业饲料需求低迷限制玉米价格上行。虽然元旦期间玉米深加工产品出口退税上调的消息将短期带动市场情绪，但尚不能对供需格局产生影响。本周国储竞拍500万吨玉米的成交情况为关注的核心，若成交价格大幅走高，将有助于玉米价格的进一步反弹，否则玉米期价将再现回落。从中期供需基本面来看，玉米价格将继续受制于较大的供应压力，延续季节性规律维持震荡格局。

华泰长城期货有限公司
HUATAI GREAT WALL FUTURES CO.,LTD.
做最具责任感的风险管理顾问
全国热线：4006280888
公司网址：www.htgwf.com

蛋价中长期仍有上行空间

□本报记者 王朱莹

在禽流感疫情扩散隐忧、节日消费未大幅启动、持续低迷的生猪价格等多重利空因素打压之下，鸡蛋期货价格自2014年12月12日以来持续回调。随着后期春节备货的启动，近期鸡蛋期价出现企稳态势，基于蛋鸡存栏大幅下降和生猪长周期上涨的逻辑预估，中信期货认为鸡蛋市场价格仍有中长期的上涨机会。

季节性旺季来临

随着需求淡旺季的变化，鸡蛋价格走势呈现一定季节性规律，整体围绕五一、国庆、春节三大节波动。“春节前鸡蛋市场存在阶段性做多机会，春节过后可在价格回落时布局长期多单。”中信期货分析师张革认为，未来蛋价中长期运行的价格底部区间将较2014年有所抬升。

养殖周期的特殊性决定了鸡蛋市场的供应格局由存栏水平决定。张革指出，蛋鸡存栏水平大降，国内蛋鸡产能的去化效应显现，供需再度紧张，为蛋价中长期上涨的根本动力。

按照一般的养殖周期估算，鸡苗从补栏到开始产蛋需要17周左右的时间，经过8周的产蛋低谷期后才进入产蛋高峰，后备鸡的存栏水平变化可影响鸡蛋供应的中期变化。而芝华数据统计的全国2000家养殖场数据显示，2014年1月份至11月，全国在产蛋鸡存栏水平持续维持底部震荡，虽然存栏绝对数值从8月份开始有所回升，但同比跌幅仍超过20%以上，处于历史低位的存栏水平使得今年蛋价走出新高。同时，从育雏鸡的存栏水平来看，国内育雏鸡的补栏量持续萎缩，2014年2月份之后补栏量同比跌幅均在40%左右，这将使得未来半年以后的在产蛋鸡增量受限。

“从长周期的祖代鸡供应下降和中周期的后备鸡存栏不足来看，2015年国内鸡蛋产量供应将同比下降。同时禽蛋需求量相对稳定，从而使得鸡蛋市场的供需平衡度走向紧张，支撑鸡蛋价格中期走高。”张革说。

猪周期VS蛋价

“作为大宗肉蛋消费的同类品，生猪和禽蛋价格的相关性是比较大的。通过对生猪价格与蛋禽价格进行统计测算，发现三者之间存在明显的正相关关系，且生猪价格影响鸡蛋、白条鸡价格。因此，在鸡蛋市场价格走向的变化过程中，猪价是一个非常重要的参考指标。”张革表示，猪价上涨的红利溢出效应将给鸡蛋价格带来长期支撑。

能繁母猪存栏决定生猪长期供应，2015年生猪供应将同比大幅下降。一般而言，从养殖户开始补栏母猪至生下仔猪并育肥的周期要经历一年以上的时间。固定的生猪养殖周期决定了能繁母猪存栏水平变化的重要性。2014年11月，国内能繁母猪存栏跌破4400万头大关，环比下降1.2%，同比下降12.1%，至4368万头，为有数据统计以来的最低点，且远低于农业部“4800万头”的预警线。同时，国内二元母猪市场报价自2013年初以来持续处于下跌趋势，价格已跌至有数据统计以来的区间底部。

此外，生猪产业预警中心的母猪存栏估算数据也反映出养殖户补栏积极性低迷，母猪淘汰量在今年2季度出现较大幅度增加后维持偏强震荡。“因此，能繁母猪存栏的绝对低位决定了未来一年左右的生猪市场供应都将不足。而生猪供应的下降则决定了长期来看猪价长周期上涨将成为可能。”张革说。

油脂板块且涨且珍惜

□本报记者 王朱莹

1月8日，期货市场各品种表现分化，菜油、豆油、棕榈油等油脂品种分别以1.26%、0.63%和0.6%的涨幅位居期货品种涨幅榜前茅。成交量上，三个品种均有一定增仓。其中菜油放量明显，单日增仓1.54万手至14.15万手。展望后市，分析人士认为，在国际原油大跌、全球油脂油料供应过剩以及国内油脂库存高企而需求不济等因素的共同作用下，国内油脂板块走势或偏弱运行。

“在CBOT豆油市场上行提振、马来西亚棕榈油大幅反弹以及小包装备货需求增加等因素的作用下，国内油脂板块呈现跟涨局面。此外，美豆出口需求强劲以及南美大豆生长季节性的天气炒作在一定程度上亦支撑着包括豆油在内的油脂产品价格。”徽商期货分析师伍正兴指出。

现货方面，据银河期货分析师周玲玲介绍，多地豆油、棕榈油和菜油报价上调20-50元/吨。截至昨日我国港口大豆库存略下滑至498万吨，豆油商业库存下滑至107万吨；棕油港口库存升至71万吨，低于去年同期的101万吨，棕油消费淡季预计库存将继续增加。

伍正兴表示，油脂自身供应过剩状态长期存在，油厂库存充裕，且需求不济，油脂反弹持续性恐欠佳。当前，豆油库存为107万吨左右，棕榈油港口库存总量为63万吨左右，菜油则国家储备充足，一旦实施抛储，对本已弱势的油脂市场无疑是“雪上加霜”。与此同时，油脂下游消费增长总体表现稳定，且茶籽油、葵花籽油以及花生油等小品种油部分替代三大油脂消费。在供应不减而需求不济的大格局下，国内油脂库存压力将继续放大，从而抑制其行情企稳向好。此外，随着进口大豆的集中到港，原料供应充足，大多油厂开机率维持在较高水平，这使得油脂去库存进程显得更加缓慢。但同时值得注意的是，马来西亚棕榈油减产对国内油脂板块亦有一定的提振作用。

下周一美国农业部将公布月度供需报告，机构预测或将小幅下调美豆2014/2015年度期末库存，但南美大豆的丰产预期预计不变；近期南美大豆产区降水不均，部分地区雨水匮乏，但天气预报显示1月中旬天气或改善，后期继续关注南美产区天气变化。马棕油方面，马来西亚棕榈油局将于下周一公布12月产量及库存报告，市场预计马棕油12月库存或下滑至200万吨，低于上月的228万吨。

操作上，周玲玲建议，马来西亚的洪灾对油脂起到了一定的支撑作用，但原油屡创新低限制了油脂反弹，且马币不断走软打压了国内棕油价格，买棕油抛豆油套利择机平仓，油脂震荡思路对待。

中国期货保证金监控中心商品指数（2015年1月8日）

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		70.99			70.95	0.04	0.06
农产品期货指数	868.36	869.58	871.79	866.62	865.76	3.81	0.44
油脂指数	569.89	570.29	573.83	567.36	565.77	4.52	0.80
粮食指数	1365.88	1366.93	1370.04	1361.30	1364.11	2.82	0.21
软商品指数	762.09	764.84	766.72	761.73	761.88	2.97	0.39
工业品期货指数	731.95	730.47	734.55	729.01	731.83	-1.36	-0.19
能化指数	621.45	615.82	622.29	613.89	619.72	-3.90	-0.63
钢铁指数	536.65	536.96	539.61	533.48	536.52	0.44	0.08
建材指数	623.22	621.89	625.91	619.95	622.97	-1.08	-0.17

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2015年1月8日）

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	1021.55	1028.45	1020.87	1026.55	4.32	1025.83
易盛农基指数	1104.12	1108.25	1103.55	1106.32	2.78	1107.74