

海通期货研究

海通期货2014年6月月度投资策略报告（合集）

—— 改革转型 青龙出海 ——

Reform Transformation & The Dragon Emerging

三中全会期货投资再出发

目 录

金融期货

编辑委员会

主 编 徐凌

副主编 高上

编 辑 毛建平 成艳丽
关 慧 郭军文

宏观经济：经济企稳，隐忧仍存	4
股指期货：指数急涨伴随回踩需求	16
国债期货：股指期货、国债期货相关性分析及策略	23
国债期货：利空减退，震荡整理	29
期权：我国股指期权交易制度设计浅析	35

商品期货

天然橡胶：提前准备 适时收获	40
铜：震荡上行，分化或加剧	49
原油：供给仍然偏多，需求淡季到来	59
焦煤焦炭：谨慎参与 回避做多近月	64
钢铁矿石：供需格局弱平衡，期钢有望震荡向上	72
PTA：调整后振荡上涨可能性较大	78
棕榈油：库存压力居高不下 弱势依旧	84
油脂油粕：作物进入关键生长期 关注月度供需数据	90

研究发现价值 服务创造价值



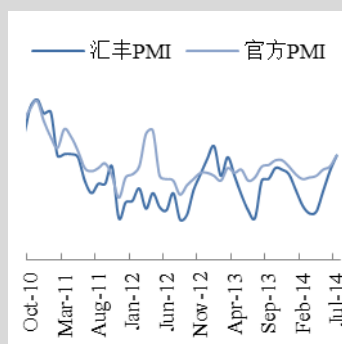
宏观月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

宏观经济分析师

许晟洁

021-61871688-6227

xushengjie@htfutures.com


中国制造业 PMI 同比增速

相关报告：

《经济新常态：艰难约束中的弱平衡》海通期货半年度策略报告
20140605

《市场情绪趋稳，短期反弹空间有限》中证报 20140317

《中国经济转型之年》期货日报
20140103

《中国影子银行生态观察及风险分析》期货日报 20130717

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

经济企稳，隐忧仍存

投资要点

- 稳增长政策持续推动下，宏观经济数据自 6 月起呈现持续改善，7 月汇丰、官方制造业 PMI 指数延续显著回升的态势，结合近期货币、信贷及物价指数的表现，经济走势暂时稳定；政府财政支出阶段性增加推动基建投资快速增长，并推动货币、信用再度扩张，制造业去库存压力减弱，外需弱势复苏，构成近期经济企稳的主要因素。
- 当前宏观数据与中微观数据存在背离，经济总量层面好转程度可能有限，中期经济仍有隐忧：房地产投资增速仍处于下行通道，消化前期销量下滑与房价环比下跌；与去年 3 季度稳增长政策有所不同，去年房地产行业景气程度较高，短期加快推动基建投资，带动制造业投资回升，而今年是逆向过程，房地产投资低迷还将拖累制造业投资；货币总量扩张、全社会债务率仍在上升，在经济转型并且尚没有明显强劲推动力的背景下，过高的存量债务带来信用风险。
- 年内通胀无忧，全年 CPI 中枢仍在 2.5% 附近，近期食品价格走势趋于平稳，经济疲弱与房地产的降温也将抑制非食品价格的涨幅；但母猪存栏量持续下降，接近上一轮猪周期低点，明年上半年在低基数因素影响下，猪肉价格对 CPI 将有明显拉动作用，长期通胀上行风险增加。
- 鉴于房地产投资仍处在下行通道，本轮复苏的基础依然薄弱，下半年稳增长压力依然较大，预计政策总体将保持宽松的态势，将更强调定向与调结构色彩；但在预算赤字不扩大的前提下，财政支出大幅增加难以持续，后期将受到财政净支出同比下滑的拖累；从 2 季度央行货币政策执行报告来看，全面宽松可能性较低，货币政策将向价格型转变，降低实体融资成本。

风险提示

- 经济下行风险主要来自于房地产，房地产与各上下游行业紧密相连，持续低迷将给整体经济增长与银行资产负债表构成冲击；表外融资收缩将约束实体经济，对资金来源负面，信用风险可能再度上升。

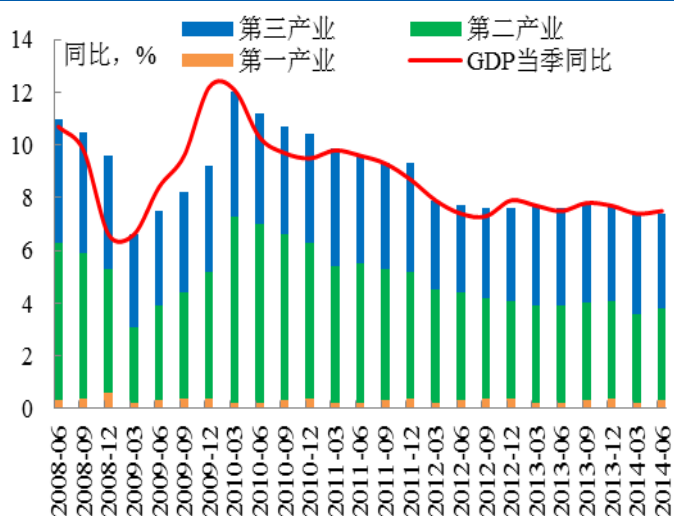
1. 经济暂时好转，中期仍有隐忧

在稳增长政策持续推动下，宏观经济数据自6月起呈现持续改善。7月汇丰、官方制造业 PMI 指数延续显著回升的态势，缘于稳增长政策推动企业预期的改善；以新订单为代表的需端、以生产指数为代表的供给端持续回暖；结合实体经济、货币信贷及物价指数近期的表现，经济走势暂时稳定。政府财政支出阶段性增加推动基建投资加快增长，并推动货币、信用再度扩张，制造业去库存压力减弱，外需弱势复苏，这些都构成了近期经济企稳的主要因素。不过，鉴于当前宏观数据（PMI 持续回升）与中微观数据（商品原材料价格表现疲弱）存在背离，我们认为：经济总量层面好转程度有限，再考虑房地产下行趋势未变，中期经济仍有隐忧（图 3、4）；不过今年确保 7.5% 左右的增长目标相对明确，政策效果支撑下，下行风险同样有限。

市场原本预计在 6 月融资需求上升（社会融资、M2、表外融资增长超预期），而社融增长结构也不合理的情况下，央行可能会在总量货币政策层面进行微调，抑制部分不合理的放贷行为，降低货币乘数；不过，从近期国务院常务会议再次强调降低社会融资成本等表态来看，政策层面仍维持宽松的操作思路。尽管降低社会融资成本强调定向宽松，但最终可能仍然会造成总量货币供应扩张，2 季度定向宽松的最终效果已经说明了这点；同时，银行仍会自主地进行资源配置，导致地方融资平台、房地产等收益风险配比高的部门获得最多金融资源，加剧货币总量扩张，M2 增速继续维持高位，构成长期经济的隐忧。此外，从银行对政府、企业及居民的债权来看，全社会的债务率仍在上升，并处于偏高的水平；在经济转型，并且尚没有明显强劲推动力的情况下，过高的存量债务带来信用风险。

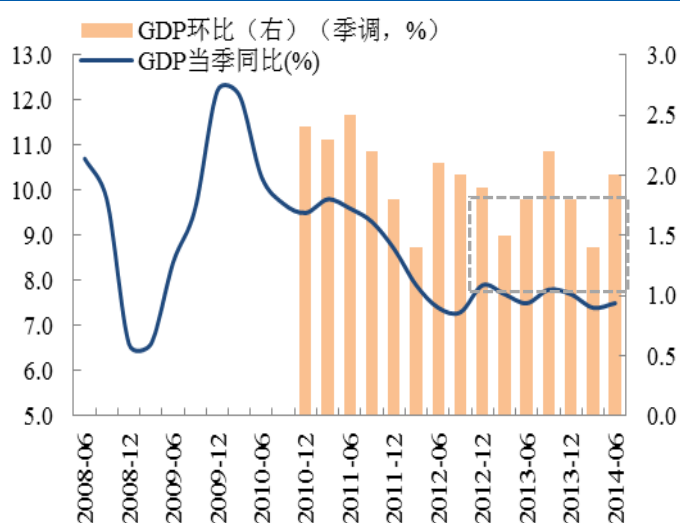
鉴于房地产投资仍处在下行通道，本轮复苏的基础依然薄弱。去年 3 季度同样在稳增长政策下，GDP 环比增速达到 2.3%，意味着 3 季度如保持 2 季度 2% 的环比增速，GDP 同比增速仍将回落至 7.5% 以下；经测算，下半年需保持 2.1% 的环比增速才可能实现 7.5% 的增长目标，预计下半年将维持定向宽松的财政、货币政策（图 1、2）。

图 1：2 季度 GDP 增速小幅回升



来源：WIND，海通期货研究所

图 2：经济增速季度波动幅度不大



来源：WIND，海通期货研究所

图 3：克强指数回升乏力



来源：WIND，海通期货研究所

图 4：中微观数据仍表现低迷



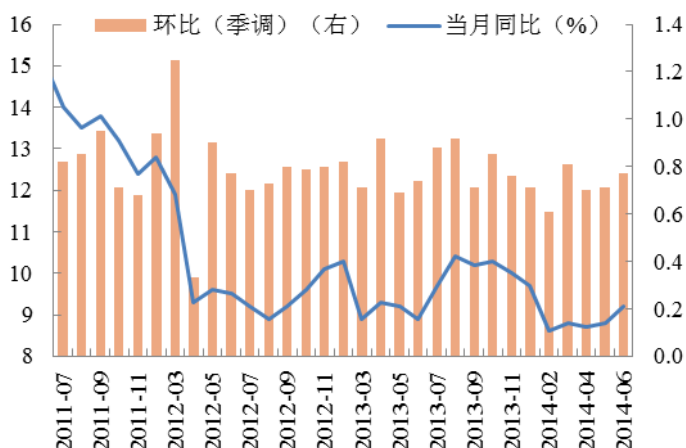
来源：WIND，海通期货研究所

1.1 工业生产保持平稳，同比增速或小幅回调

6月工业生产低位反弹，工业增加值同比增速9.2%，较上月明显提升0.4个百分点，高于市场预期的9%；环比增速升至0.77%，折年环比增速从5月的8.9%跃升至9.6%(图5)。数据显示：4、5月份出台的微刺激项目，从6月开始系统性地对实体经济产生影响，同期财政支出明显扩大，货币增速超出预期。这一表现符合我们此前对内需阶段性增加及外需弱复苏影响下，工业增速暂时企稳的判断。尽管近期PMI等指标仍在持续回升，但水泥及发电量等数据仍指向偏弱的内需；同时去年同期基数偏高，工业生产虽存在环比改善的空间，但同比增速仍有小幅回调的压力。从政策强度看，短期政策面进一步放松空间有限，也将制约经济反弹高度：除了社融投放在4季度面临收缩之外，财政支出也难有大幅提升，截止6月，12个月滚动财政赤字已达1.4万亿，在不扩大全年财政赤字的情况下，意味着下半年财政支出将环比减少。更为重要的是，前期工业品价格的企稳回升没有需求面支撑，基础不稳固，PPI虽有改善，但同比增速仍保持在负区间，工业增速仍将小幅回调(图6)。

行业盈利方面，6月工业企业利润同比增速17.9%，相对5月大幅回升9个百分点，显示工业企业利润回暖。去年同期低基数是利润大幅提速的部分原因(2013年6月利润增速仅为6.4%)，但企业利润环比增速同样小幅提升。利润改善一方面由于销售增长加快，主营业务收入同比增长10%(5月6.9%)，其次在于盈利能力提升，6月工业企业利润率较5月小幅提升0.3个百分点，单月利润率为6%，收入及利润率的同时上涨推动利润增速回升。不过，值得注意的是，利润数据显示出口产业链呈现边际改善的态势(计算机电子、纺织、电气机械等)，而过剩产能行业利润增长几乎没有改善(煤炭、石油、钢铁等)；近期地产销售、发电等高频数据同样印证投资驱动型行业利润仍将面临回调。

图 5：6 月工业增速显著回升，后续或面临回调



来源：WIND，海通期货研究所

图 6：自 2012 年以来，中美 PPI 走势分化



来源：WIND，海通期货研究所

1.2 固定资产投资增速缺乏向上动力

固定资产投资增速在去年 10 月见顶之后，就处于缓慢回落的通道中（图 7）。不过，6 月当月固定资产投资同比增速加快至 17.9%（5 月为 16.9%），累计同比增速小幅提升 0.1 个百分点至 17.3%。我们预期，在稳增长的压力下，政府将继续保持较快的基础设施投资增速，并维持制造业投资增速低位企稳；但两者均缺乏进一步向上的动力，短期难有显著提升；而另一方面，房地产开发投资增速有可能受到销售低迷、房价回落的影响继续下滑，拖累整体固定资产投资增速。与去年 3 季度稳增长政策明显不同的一点，去年房地产行业景气程度较高，短期基建投资发力，带动制造业投资回升；而今年是逆向过程，房地产投资低迷，还将拖累制造业投资。

图 7：固定资产投资增速仍将放缓



来源：WIND，海通期货研究所

图 8：房地产领先指标小幅回升，但仍相对低迷



来源：WIND，海通期货研究所

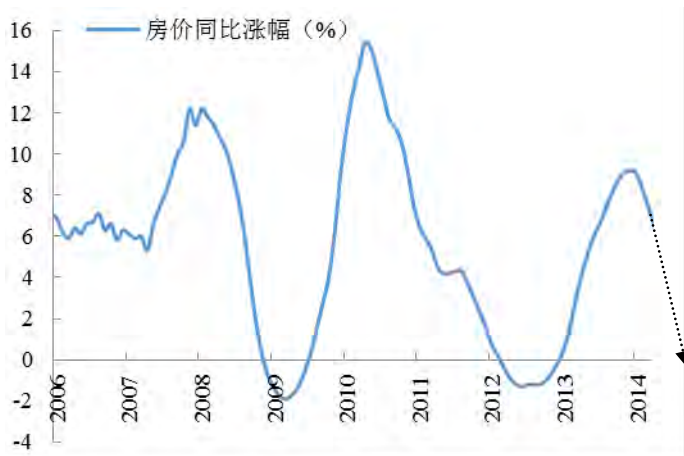
1.2.1 房地产仍处于下行周期

6 月房地产投资增速从 10.5% 小幅回升至 12.5%，但鉴于仍在消化前期销量的下滑、房价环比下跌，增速仍处于下行通道。从房地产领先指标来看，虽有小幅改善但仍保持低迷：6 月累计商品房销售面积同比下滑 6%，相对前 5 个月收窄 1.8 个百分点；新开工面积累计同比下滑 16.4%，收窄 2.2 个百分点；土地购置面积累计同比下滑 5.8%，降幅扩大 0.1 个百分点（图 8）。由于房地产占固定资产投资比重达 25%，房地产投资增速如从 20% 回落至 10% 附近，将拖累投资 2.5 个百分点，而固定资本形成占 GDP 比重近 50%，对经济影响不容忽视；除了影响投资增速之外，通过土地销售减少，减少当地政府收入，影响对政府投资的支持；从过去一段时间政策情况来看，媒体频频报道各地放松限购，而央行也已要求各商业银行支持首套房贷款，仍需密切关注后续政策的落实。

除了房地产建设活动放缓以外，根据统计局发布的 70 大中城市房价指数测算，6 月新建商品住宅价格指数同比涨幅降至 4.2%（前 5 个月为 9.5%、8.6%、7.7%、6.7%、5.6%；图 9）；去年 12 月房价同比增速见顶后涨幅逐月缩小的态势仍在延续；环比下跌 0.5%，为连续两个月下跌，较上月 0.2% 的跌幅进一步扩大。本月新房房价环比上涨城市数从 5 月的 15 个大幅减少至 8 个，而环比下降的城市数则从前月的 35 个增至 55 个。本轮下行周期，销量、房价均快速下滑，房价环比下降城市个数在过去两个月迅速增加，已触及 2011 年末的底部水平；房价触底后，2012 年政策明显放松、房贷利率下行使得地产销售在 1 季度明显复苏，但地产投资增速在 3 季度末才见底。从央行数据来看，2 季度在整体贷款加权平均利率下行的背景下，房贷利率仍在上升（从 1 季度的从 6.7% 升至 6.93%，图 10），地产销售还未见底；即便销售数据在 7、8 月触底，地产对经济的拖累仍将持续到今年年末。

此外，2 季度房地产投资数据或受到保障房建设加快的支撑，2 季度保障房建设相关贷款占比从 1 季度的 17% 上升至 64%；不过，6 月末保障房开工已达 530 万套，占全年目标 76%，投资达 7200 亿元；下半年，尤其进入 4 季度后，来自保障房建设对房地产投资的支撑作用将减弱。我们认为：现阶段进一步放松货币总量的可能性较小，仍将倾向于价格调控；后续仍需密切关注房地产行业数据。

图 9：全国 70 大中城市新建住宅价格指数



来源：WIND，海通期货研究所

图 10：房贷利率仍在上升



来源：WIND，海通期货研究所

1.2.2 制造业投资底部徘徊

制造业投资增速从5月的11.9%攀升至16.5%，但增速仍位于历年底部。鉴于当前处于房地产下行风险释放期，而需求又持续低迷，并受到环保政策的制约，制造业企业投资意愿不强；制造业总体产能利用率依然偏低，部分中上游行业面临严重的产能过剩问题，工业品领域维持通缩状态，而未来淘汰产能落后的力度未减；制造业投资将维持底部徘徊的格局。另一方面，目前制造业就业虽有下滑，但占比较大的服务业就业稳定；在总体就业基本无忧的情况下，决策层仍然没有必要扩大制造业领域的扶持政策。制造业投资增速与工业增加值趋势一致，制造业库存压力不减、高基数效应的影响下，制造业固定资产投资难以加速，维持底部徘徊。

1.2.3 基建投资增速面临放缓压力

基建投资增速从5月的27.2%放缓至22.5%，相比5月，资金对基建投资的支持力度在6月小幅下滑，是基建投资高位回落的主因。基建投资的高增速离不开财政、货币政策的支持；政府主导的投资增速加快，导致政府的杠杆率提高，表现在中央财政赤字将较往年上升、地方政府债务负担加重。从资金来源来看，未来几个月基建投资增速存在放缓压力：（1）财政、货币政策难再宽松，今年财政支出提前，财政赤字不扩大的情况下，下半年财政支出减少；同时，房地产市场下滑不利于土地财政收入增长，同样限制财政政策宽松；（2）近期经济企稳，M2增速将维持高位，偏离13%的央行目标，货币政策进一步宽松概率降低。

1.3 消费低位企稳

6月社会消费品零售总额名义同比增速略微回落至12.4%，符合预期；剔除价格因素后的实际增速为10.7%，与5月持平，延续平稳增长的态势（图11）。对于未来消费增速上行的不利因素依然存在：经济放缓、反腐力度不减以及房地产产业链走弱；不过，限额以上零售增速已趋于稳定（图12）。值得注意的是，目前网上消费部分尚未全部计入官方数据，去年在线零售增长42.3%，达到1.885万亿元，占总体零售额的7.9%；今年前6个月限额以上单位网上零售额已达5.833万亿元。同时，最新居民调查显示，城镇和农村居民收入实际增速相对去年均有所提升，如果维持较快增长将推动后期消费回暖。

图 11：消费逐步走出限制三公消费的阴影



来源：WIND，海通期货研究所

图 12：限额以上消费保持稳健



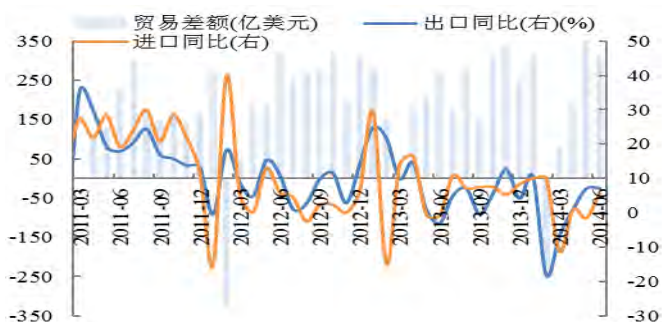
来源：WIND，海通期货研究所

1.4 外需弱势复苏

6 月出口同比增速 7.2%，与上月基本持平，低于市场 10% 的预测均值；进口同比增速从 5 月的 -1.7% 改善至 5.5%，略低于预期；当月贸易顺差 316 亿美元，仍处于高位，主要反映外需略强于内需（图 13）。6 月出口主要受到 G3 国家的拉动，同比增速 8.2%，相对 5 月的 8.4% 略有放缓；其中，对美国出口增速从上月的 6.3% 升至 7.5%，对欧盟出口从 13.4% 放缓至 12.6%，而对日本出口从 2.2% 回落至 -0.6%；非 G3 国家出口增长小幅加快，对整体出口支撑力度在减弱（图 14）。受到去年同期虚假贸易导致高基数的压制，今年前 4 个月出口增速偏低，下半年基数效应消退后，出口数据将好于上半年；但当前出口增长势头不强，发达经济体整体对外需拉动有限，稳增长政策推动内需企稳的持续性仍待观察。

预计国际市场在美欧经济稳健复苏带动下继续回暖；但当前外贸形势复杂，国内生产成本上升及环境治理等约束下，出口仍然面临多重压力。综合判断，下半年外贸维持弱势复苏，但出口难以出现持续性高增长。鉴于 6、7 两月官方 PMI 中新出口订单指数维持在扩张区间，预计 7 月出口将延续改善趋势。而去年高基数将压低 7 月进口增速；同时，国内产业转型背景下，内需依然疲弱，受制于房地产市场下行预期的影响，企业对上游原材料的需求有限，对进口的拉动力度不足；预计 7 月进口增速将回调至 5% 以下（图 15、16）。

图 13：外需弱势复苏



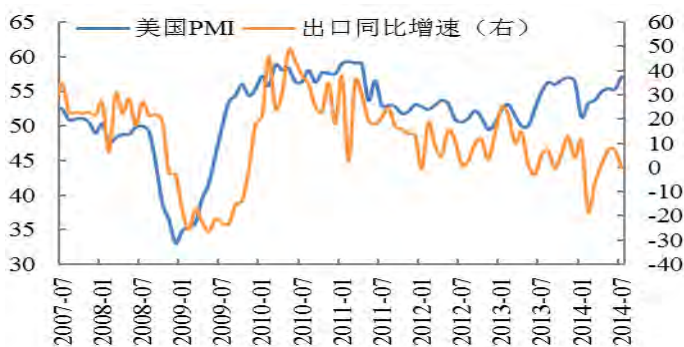
来源：WIND，海通期货研究所

图 14：发达国家需求改善



来源：WIND，海通期货研究所

图 15：美国制造业稳健扩张



来源：WIND，海通期货研究所

图 16：人民币贬值对出口表现的滞后效应



来源：WIND，海通期货研究所

1.5 通胀年内无忧，长期上行风险增加

6 月 CPI 同比增速小幅回落至 2.3%，环比下降 0.1%，低于预期；食品、非食品价格分别同比上涨 3.7%、1.7%（图 19）。6 月猪肉价格走势回归平稳，对 CPI 短期拉动作用暂告一段落，食品价格整体季节性下跌（图 17、18）；非食品方面，在房地产市场降温的背景下，居住价格涨幅低于历史同期，限制 CPI 进一步走高。PPI 同比下跌 1.1%，环比下降 0.2%，略低于预期；PPI 同比跌幅收窄主要归因于稳增长政策对工业需求的推动（图 20）。进入 7 月，食品、非食品价格小幅上涨，7 月翘尾因素约为 1.61%，回落 0.1 个百分点，预计 7 月 CPI 在 2.3%至 2.4%的水平；由于近期 PMI 中价格端指数继续回升，预计 PPI 同比跌幅将收窄至 1%以内。我们预期，下半年通胀将保持温和，猪肉价格虽有所反弹，但尚未形成持续性上涨，而经济疲弱与房地产的降温也将抑制非食品价格的涨幅。不过，6 月生猪存栏量仍低于上一轮猪周期低点，能繁母猪存栏量持续下降，接近上一轮猪周期低点；随着供给压力增加，猪肉价格加速上行；明年上半年在低基数影响下，猪肉价格对 CPI 将有明显拉动作用，长期通胀上行风险增加。

图 17：猪肉价格周期



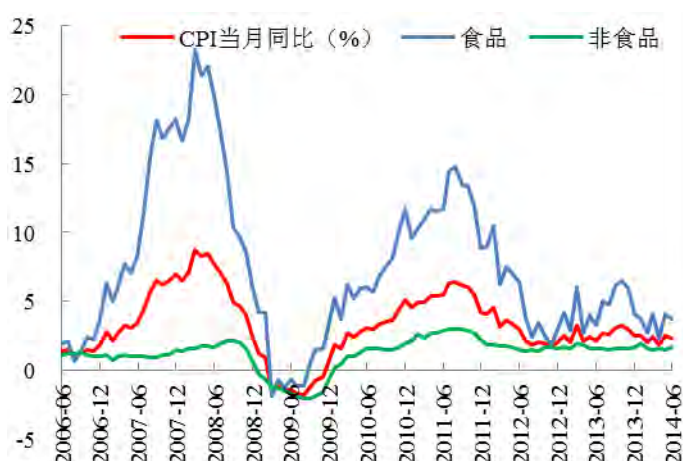
来源：WIND，海通期货研究所

图 18：猪肉价格对 CPI 的拉动



来源：WIND，海通期货研究所

图 19: 通胀年内无忧, 中枢仍在 2.5%附近



来源: WIND, 海通期货研究所

图 20: PPI 同比跌幅收窄, 但仍深陷通缩



来源: WIND, 海通期货研究所

2. 政策保持宽松, 改革加快推进

2.1 财政支出大幅加快或难持续

6 月财政支出同比增长 26.1% (5 月为 24.6%)，单月增速为 2012 年 7 月以来最高 (图 21)；上半年支出进度的加快体现在民生保障及基建方面。本月地方政府支出明显加快，当月同比增速进一步攀升至 28.3%，已高于中央支出增速的 12.3%，体现地方政府响应此前财政部加快财政支出进度、盘活财政存量资金的要求 (图 22)。6 月财政收入同比增速小幅回升至 8.8% (5 月为 7.2%)，预计受经济疲弱、房地产销量下滑的影响，未来财政收入压力依然较大。政府支出占 GDP 比重约 14%，政府支出加快有利于稳定经济；预计棚户区改造、中西部铁路和农田水利等领域将是下半年财政支出的重点。2 季度的经济企稳在相当程度上反映了政府财政大幅加快的结果，2 季度财政净支出比去年同期大约多 3000 亿元。截止 6 月末 12 个月滚动财政赤字实际已达 1.4 万亿，在预算赤字不扩大的前提下，4 季度一定程度上将受到财政净支出同比下滑的拖累。

图 21: 财政支出大幅加快



来源: WIND, 海通期货研究所

图 22: 中央项目投资明显加快



来源: WIND, 海通期货研究所

2.2 货币政策维持稳定，降低社会融资成本

央行《2 季度货币政策执行报告》提及银行体系流动性充裕，货币信贷与社会融资增长较快，提出下一阶段将多措并举，降低实体经济融资成本。2 季度社会融资成本总体上有所降低，2 季度贷款加权平均利率总体下行，目前处在 6.96% 的水平，比 1 季度回落 0.22 个百分点；其中，与金融市场密切相关的票据融资利率下降最多，从 6.38% 明显降至 5.51%；但个人房贷利率不降反升，从 1 季度的 6.7% 升至 6.93%。报告中提及当前的的问题，从 1 季度行业产能过剩问题转向对全社会债务水平上升较快的关注；央行对未来通胀回升的预期加强，担忧 2013 年需求回暖后物价连续较快回升的现象将重演。从央行对流动性充裕的这一判断来看，货币政策全面宽松可能性较低，政策将向价格型转变降低实体融资成本。

2.2.1 货币、信贷增长超预期

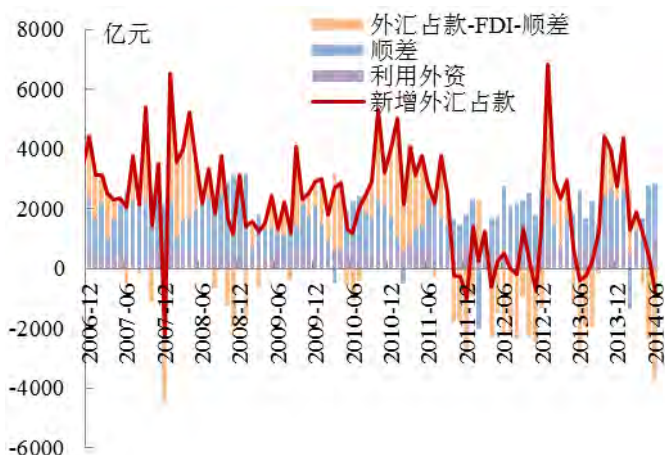
6 月 M2 同比增速大幅升至 14.7%（5 月为 13.4%），社会融资总量 1.97 万亿，余额增速从 15.6% 升至 16.3%，新增人民币贷款 1.08 万亿，均大幅超出市场预期。M2 增速明显高于此前市场预期，主要原因在于：信贷超预期投放、货币政策定向宽松增加了基础货币投放以及财政预算执行力度增强，而去年同期偏低的基数同样推高 6 月 M2；M2 增速明显偏离 13% 的调控目标，而下半年 M2 增速基数依然偏低，货币政策或将适度调整。新增信贷中，中长期贷款仅为 4678 亿元，占比从 63% 下降至 43%，居民、企业中长期贷款均出现回落。从社融结构来看，不仅表内信贷明显回升，表外融资也明显攀升，尤其是信托贷款从 5 月的 116 亿元大幅升至 1211 亿元，显示近期释放的流动性一定程度上仍流向了影子银行，并非政策的本意，货币政策进一步宽松的概率降低。

2.2.2 外汇占款对基础货币贡献趋于回落

6 月金融机构新增外汇占款骤降至 -883 亿元，回落幅度超出预期，结束自去年 8 月以来的正增长；扣除 FDI 与贸易顺差，当月热钱流出约 3000 多亿。外汇占款收缩体现央行在今年 3 月中旬的汇改后逐步退出常态化外汇干预的政策目标（期间人民币波动幅度明显扩大，图 26）；也反映了人民币单边升值预期被打破，私人部门持汇意愿增加，6 月银行代客结售汇顺差降至 154 美元，为历年低点。外汇占款高增速时期已经过去，对基础货币的贡献趋于回落。

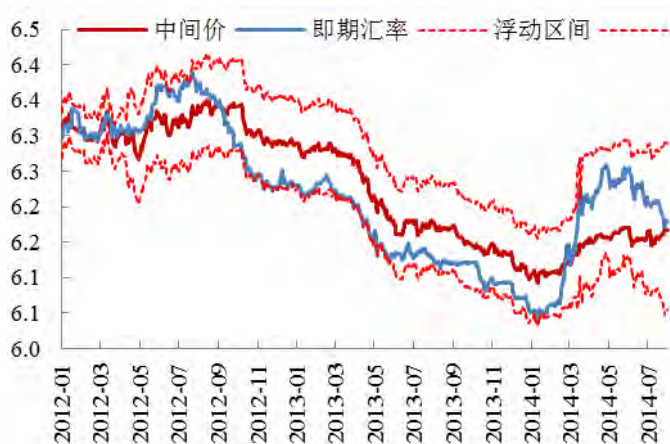
从图 27 可以简单看到，中国整体流动性分为两层：银行间市场流动性与实体经济流动性；事实上，银行体系流动性宽裕并不意味着实体经济流动性宽松，主要受到银行放贷额度及当前被抑制的影子银行的影响。金融机构主要通过 4 个渠道向实体经济注入流动性：银行贷款、影子银行借贷、发行公司债券及外汇占款投放；从这 4 个渠道来看，只有银行信贷高于去年同期水平，公司债券发行情况基本持平，而外汇占款及影子银行流动性投放则低于去年同期水平。鉴于传统货币政策（如公开市场操作、存款准备金率调整等）更关注货币供应总量层面，无法有效定向投放资金，央行推行了一些新的货币政策调控手段：（1）两次定向降准，针对小微企业与“三农”；（2）再贷款，上半年 3000 亿资金支持保障房建设；（3）存贷比计算调整；（4）PSL（抵押补充贷款），媒体报道规模约为 1 万亿，向政策性银行提供低成本资金，支持棚户区改造及其它类似项目。

图 23：外汇占款高增长时代已过



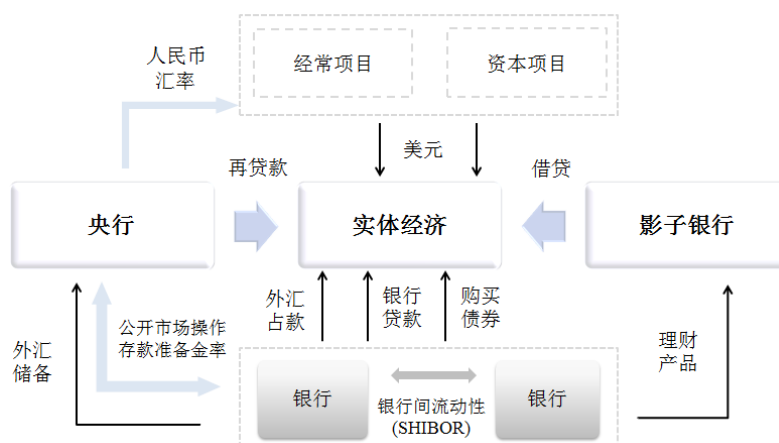
来源：WIND，海通期货研究所

图 24：人民币波动幅度扩大



来源：WIND，海通期货研究所

图 25：中国流动性体系

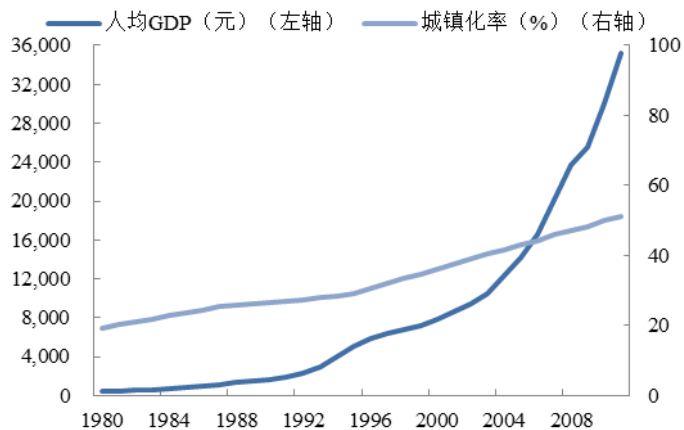


来源：海通期货研究所

2.3 户籍改革释放内需

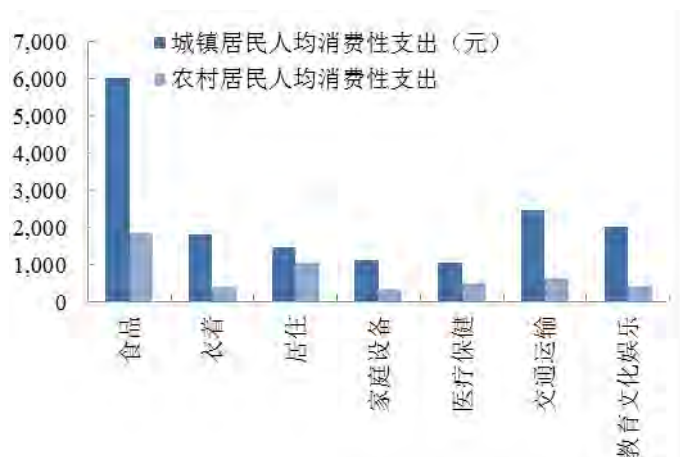
7 月 30 日国务院公布《关于进一步推进户籍制度改革的意见》，从指导原则、发展目标、人口迁移、人口管理制度等方面来看，与十八届三中全会相关改革内容一致，是对相关内容进一步细化，基本符合市场预期。根据改革目标，到 2020 年实现 1 亿左右农村转移人口在城市居住，将在中长期释放我国国内需求：首先将推动基础设施建设，有效扩大投资需求；其次，作为配套的保障措施，教育、就业、医疗、养老、住房保障等城镇基本公共服务覆盖面将不断扩大，这将解决农村居民消费中支出预期不稳定的问题，释放居民消费需求。户籍改革对需求结构的影响将大于对需求总量的影响：居住、交通通讯、文化娱乐及金融类消费支出将受益；而从中长期来看，与公共服务领域相对应的行业——养老、医疗、文化、教育等服务产业也将受益于“公共服务均等化”进程（图 26、27）。

图 26: 中国人均 GDP 与城镇化水平



来源: WIND, 海通期货研究所

图 27: 2012 年城镇居民与农村居民消费结构比较



来源: WIND, 海通期货研究所

许晟洁, 美国哥伦比亚大学计量社会科学硕士, 上海外国语大学经济学学士, 主要研究方向为国际宏观经济学。目前负责宏观经济及行业研究。



股指期货月度策略报告

2013 年 8 月 5 日

股指期货分析师

颜伟

(021) 61871688-6220

yanwei@htfutures.com

沪深 300 指数日线图



沪深 300 期货当月



相关报告：

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

指数急涨伴随回踩需求

投资要点

- 沪深 300 指数在连续盘整了两个月以后，在七月下半月开始放量飙升，量能创出近年来的新高，并且指数也突破了年线压制创出年内新高，一时间市场情绪乐观一片。但短期飙升，日线指标已严重超买，周线指标开始超买，将引发回落，支撑位落在 2050-2100 点。指数很有可能重回之前的震荡区间，然后再做上下抉择。
- 从行业指数看：28 个行业指数（申万一级行业），仅传媒一个行业下跌。涨幅居前的行业是：有色金属（16.54%）、非银金融（13.96%）、房地产（13.21%）、汽车（12.72%）；涨幅落后的行业是：传媒（-2.89%）、计算机（1.18%）、电子（2.14%）。市场的重心向周期行业大盘蓝筹倾斜。
- 近期持续的稳增长政策的刺激，使得近期宏观经济数据呈现连续改善，并且内需整体上有所好转，但是相对而言还是较弱。我们认为短期经济呈现一定的改善，三季度经济阶也会呈现阶段性的稳定，但下行压力尚未完全释放，四季度经济下行压力犹存。
- 考虑到近期一系列稳增长措施的实施，我们认为短期内政策性的扩张仍会持续，但可能逐步接近政策力度改善的顶部。至于反腐取得阶段成果后能否转向很快经济改革，并且近期新疆恐怖事件继续发酵，对于政策我们持谨慎态度。

操作建议

- 宏观方面近期沪港通对于市场影响，能够显著的带来市场活跃性，但我们认为其更多是在于改变市场风格，市场趋势能否改变存疑。
- 技术面上，存量博弈的特征能否被打破，即增量资金入市持续性仍需观察。日线指标已严重超买，周线指标开始超买，将引发回落，投资者注意回踩风险。

风险提示

- 八月将继续有 IPO 发行，继续将对资金面承压，并且短期微刺激下经济指标虽然企稳反弹，但是后市经济运行还和政策微刺激息息相关。

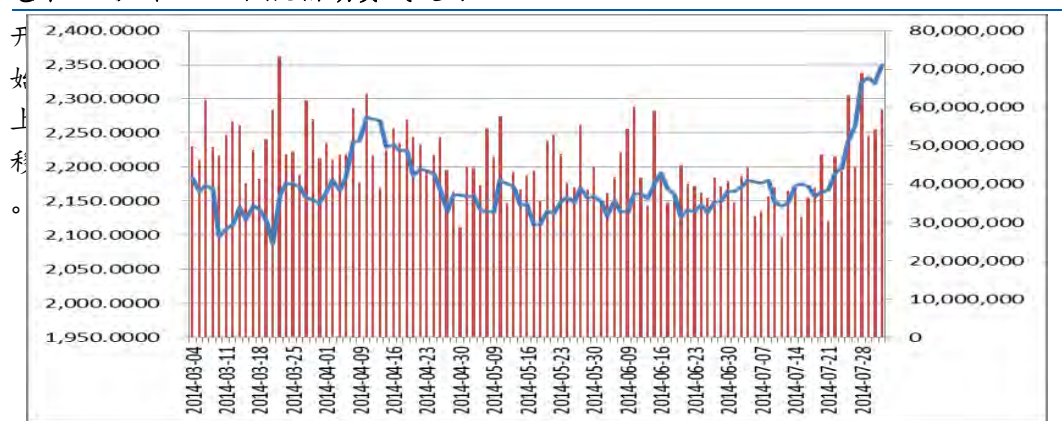
1. 7 月期货市场行情回顾

进入 7 月以来，主力合约上涨 10.08%，振幅 11.24%，而远期合约 IF1503 振幅高达 12.21%，其 2 月 24 日一天的振幅高达 3.75%，说明近期不缺乏期限和跨期套利机会。而期指四合约已经摆脱多月贴水的状态，远期合约的升水还在不断创出年内新高

期指一月数据						
简称	当月收盘价	前月收盘价	涨跌	振幅	期限基差	持仓量
当月期约	2370.8	2157.8	10.08%	11.24%	10.21	11.18 万
次月期约	2379.2	2163.2	10.32%	11.62%	20.52	5.74 万
当季期约	2392.0	2164.0	10.67%	12.10%	33.51	1.46 万
下季期约	2409.0	2176.6	10.76%	12.21%	60.21	2555
沪深 300	2350.25	2169.20	8.55%	9.97%		

重

图 1：沪深 300 和股指期货成交对比



来源：Wind，海通期货研究所

1.1 主板市场和沪深 300 对比

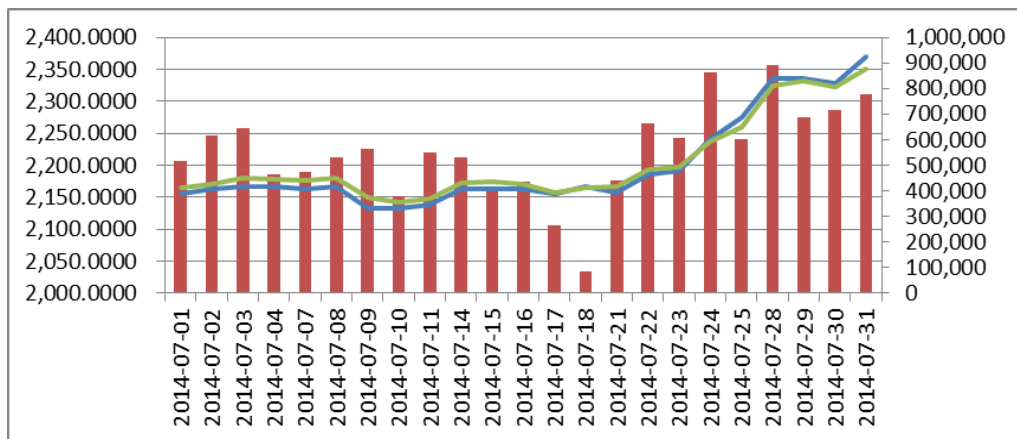
上证指数本月上漲 7.48%，成交量 2.39 万亿，深圳成指上漲 8.36%，成交量 0.304 万亿，沪深 300 市场在 7 月下行开始放量上漲，连续击穿 60 日、120 日、250 日均线三道阻力。累计上漲了 8% 左右。而主板市场和创业板市场发生分化，说明近期股指企稳依靠的是大盘蓝筹股的带动。

	开盘	收盘	最高	最低	振幅	涨跌幅	成交量
上证指数	2051.23	2201.56	2202.13	2033.00	8.26%	7.48%	2.39 万亿
深圳成指	7340.59	7956.91	7957.46	7177.85	11.04	8.36%	3048 亿
沪深 300	2169.20	2350.25	2350.55	2134.79	9.97%	8.55%	1.57 万亿

来源：Wind，海通期货研究所

1.2 两月市场成交量净空单回顾

图 2：沪深 300 和股指期货主力合约对比（2014.7.1-2014.7.31）



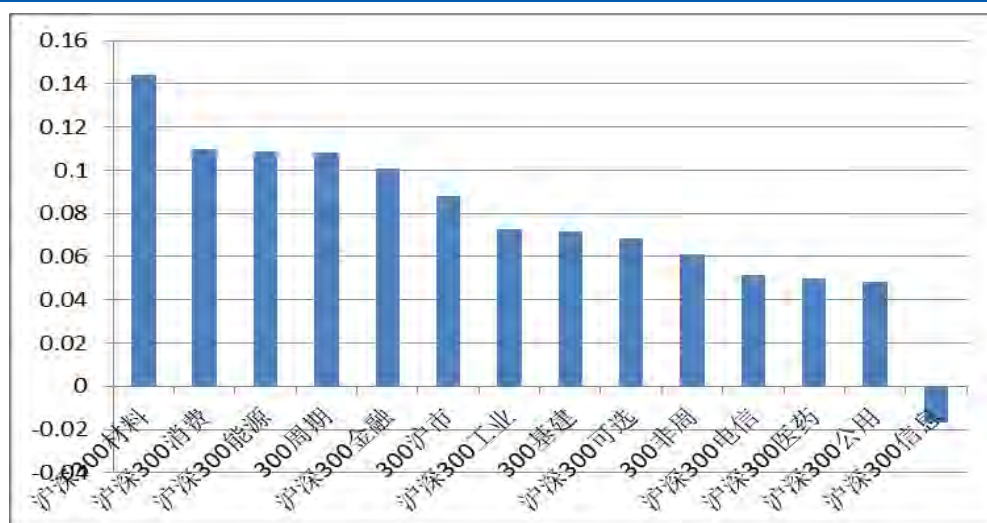
来源：Wind，海通期货研究所

现货市场成交量较上月大幅回升，成交量较上个月增加了 93.8%，而期货市场也受到相应的提振，成交量较前一个月上升了 12.77%。持仓量上，上月最后一天持仓量为 186322 手。纵观整个 7 月持仓量一直徘徊在一万七上下，极值达到过 186322 手，而持仓量本月变化幅度有所加大，达到过 12092 手的极大值，净空单在指数拉升后一直处在上升通道中。

1.3 板块行情回顾

上个月沪深 300 板块中除信息板块其他板块出现普涨，涨幅居前的是材料、消费、能源、金融板块。

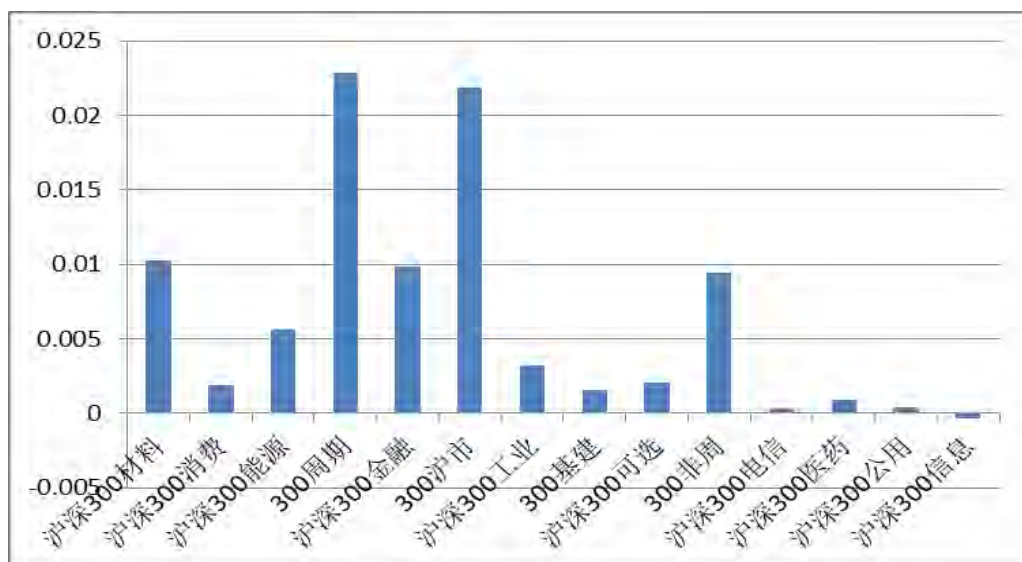
图 3：各行业涨跌幅度



来源：Wind，海通期货研究所

根据行业统计显示，上月板块中周期性行业对指数贡献度最高，材料和金融板块紧跟其后，受到沪港通的利好刺激，近期金融行业将可能继续对指数产生正面的贡献，从沪深 300 指数整体贡献度上，周期、金融、材料、消费板块都对指数产生了正面的影响，只有信息板块对指数产生了少许负面的拖累。

图 4：各行业对指数幅度



来源：Wind，海通期货研究所

2. 国内宏观

国内经济在政策作用下企稳，但内生需求仍待恢复，房地产继续走弱表明下半年经济仍然存在下行风险。通胀维持温和，流动性继续宽松，资金成本短期难以下行。下半年定向宽松延续，货币政策继续在化解金融风险 and 支撑经济增长之间相机抉择，积极财政政策将继续发挥稳增长作用，但面临财政收入增速低位徘徊和土地收入增速下行等约束。

2.1 沪港通激发蓝筹股热情 政策继续维稳

政策上求稳力度不减，仍以结构刺激为主。货币层面，行政手段扩张信用，缓解企业融资成本高问题，要抑制金融机构筹资成本的不合理上升，缩短企业融资链条。财政层面，近期财政支出增长显著加快，相关的基建领域投资增长明显回升。改革层面进展有限，央企国企改革试点成效需要观察，户籍政策的改革为农村土地改革奠定了重要一步，推进的程度需要观察。当前政策重点关注四中全会动向，由于其会议内容定为司法改革，实质的经济改革可能要进一步推迟。

沪港通方面的预期越来越强烈，鉴于沪港通、国企改革，优质大盘蓝筹估值将得到明显改善，市场风格更是国内资本市场制度方面的变化，即沪港通会加快国内资本市场制度建设的完善和金融工具的创新，比如分红制度、期权产品等；国内市场投资者结构的变化，外部投资者与险资投资者的影响会加大，机构的占比会逐步。

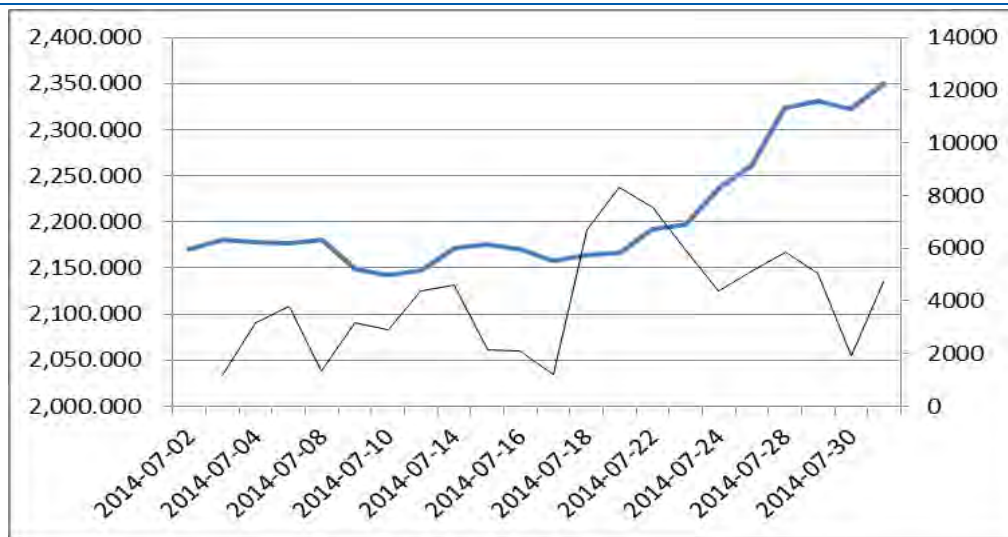
2.3 国务院强调部署措施缓解企业融资成本高企问题

2014 年 7 月 23 日，国务院召开常务会议，强调了金融与实体经济之间的密切关系和重要性，部署了多项措施以改善企业融资难、融资贵的顽症。从此前整顿银行同业业务、信托业务、两次“定向降准”也都能看出当局迫切希望盘活存量资金，引导银行等金融机构向中小微企业、农业等企业提供信贷支持，以达到刺激经济、促进转型的目的。但此前银行出于自身风险收益偏好的原因，仍将大型国有企业作为信贷的首选目标。这次会议强调了这一问题，同时也再次批评了商业银行单纯以追逐利润为目的的信贷活动。会议提出的各项举措如能落实，将有效降低社会融资成本，利于经济可持续性的发展。降低企业融资成本是针对整个投融资产业链，主要采用差异化管理与落实优惠政策，而非货币投放，这反映了政府在不具体量化要求情况下加大窗口指导，最有可能通过减少中间环节来降低企业融资成本，而非单纯要银行让利。这对银行及企业都具有积极意义。

3. 量化分析

量化数据上看，持仓量变化数据和指数产生了严重背离，说明近期急涨后指数有回踩的需求。并且股指期货冲高回落盘中最高持仓量 205615 手，为近一个月最高水平。同时，主力合约 IF1408 最高升至 2391.8 点，刷新年内新高。不过，尾盘持仓量快速回落，价格随之下跳，盘末总持仓量减少 1810 手，显示多方逢高离场迹象明显，而主力净空持仓量 31386 手，创出历史新高，较前一交易日大幅上升 4805 手。总持仓量下降而主力净空持仓量却大幅上升，显示空方集中度大幅提升。

图 5：持仓量变化数据和沪深 300 对比



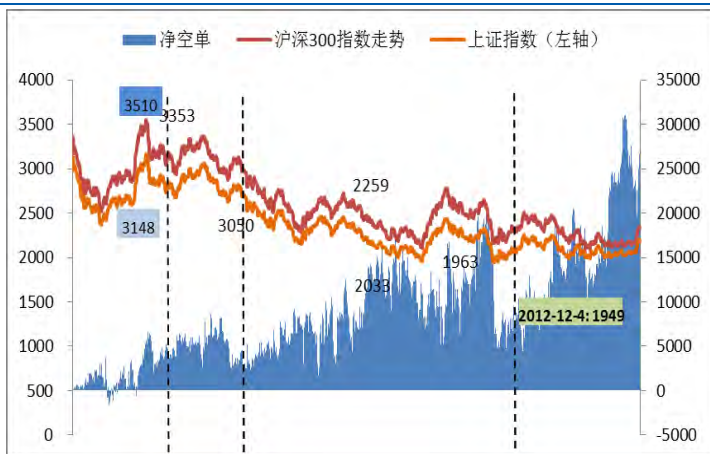
来源：Wind，海通期货研究所

4. 总结

基本面上沪港通、国企改革提升大盘价值蓝筹估值，虽不能从本质上改变经济下行的趋势，但也从一定的程度上激发了压抑已久的蓝筹权重的上行动力，从量能方面看，现货成交量创出近三年来的新高，说明市场交易情绪有大幅好转，带动了期货上升，指数也连续放量突破多条重要均线压制，周一的上涨可以解释为指数还是有一定的上涨惯性，并从基差角度看期指四合约已经摆脱上半年贴水的状态，远期合约的升水还在不断创出年内新高，也说明近期指数重心开始上移，但是日线指标已严重超买，周线指标开始超买，市场指数回踩的声音很大，并且连续多日的上涨期现价差的扩大将逐步吸引套利或套保的力量介入，不利于期指连续上涨。从前二十位多空持仓看，期指净空单在周五创出历史新高后有继续上升的趋势，说明空头力量比较集中，前 20 净空持仓量大幅上升主要由于获利主力多方的减仓离场造成，并且持仓量有不断上升的趋势，历史行情中持仓量和指数的反向关系被行情多次印证，说明指数受空方压力正在加大。后市方面，指数受到市场情绪的影响和十月沪港通等利多的还是有一定的上行空间，激进的投资者近期也可以少量试多，但近期指数持续的上涨是受到稳增长政策的刺激，使得近期宏观经济数据呈现连续改善，并且内需整体上有所好转，但是相对而言还是较弱。我们认为短期经济呈现一定的改善，三季度经济也会呈现阶段性的稳定，但下行压力尚未完全释放，指数远期上涨的空间不大。

附表

图 6：沪深 300 指数、上证指数和净空头持仓量



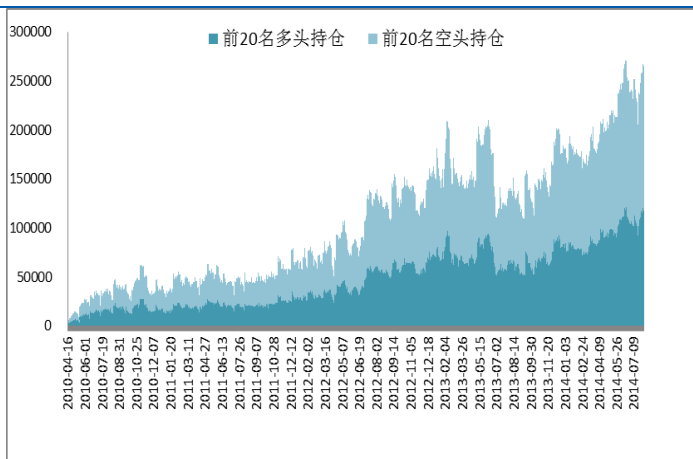
来源：Wind，海通期货研究所

图 7 沪深 300 指数、上证指数和净空头持仓量



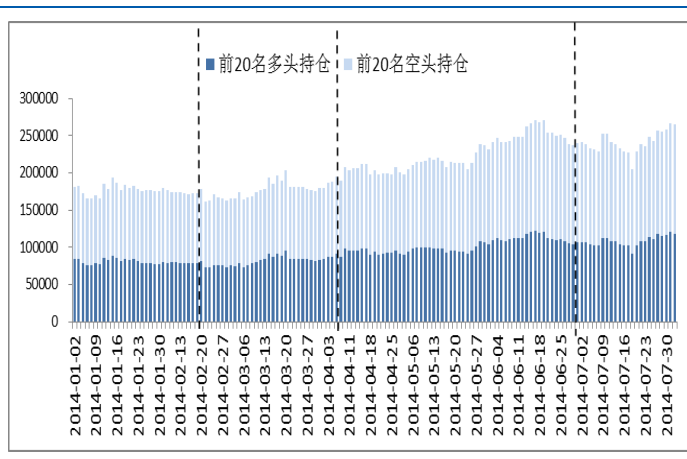
来源：Wind，海通期货研究所

图 8：前 20 名多头持仓



来源：Wind，海通期货研究所

图 9 前 20 名持仓量



来源：Wind，海通期货研究所

颜伟，海通期货研究所股指期货研究员。具有近 3 年的券商工作经验，擅长宏观经济分析与热点问题追踪，擅长行业价值链与流程分析，对股指期货行业有深入的了解，工作勤勉、观点独立。



国债期货月度策略报告

2014 年 08 月 05 日

国债期货分析师

成艳丽

021-61871688-6403

chengyanli@htfutures.com



5 年期国债期货 TF1409 走势

相关报告：

《期债释放乐观情绪》期货日报
20130507

《国债期货：债券组合管理的得力助手》中证报 20130917

《国债期货的相对价值关系和套利机会》期货日报 20130925

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

股指期货、国债期货相关性分析及策略

投资要点

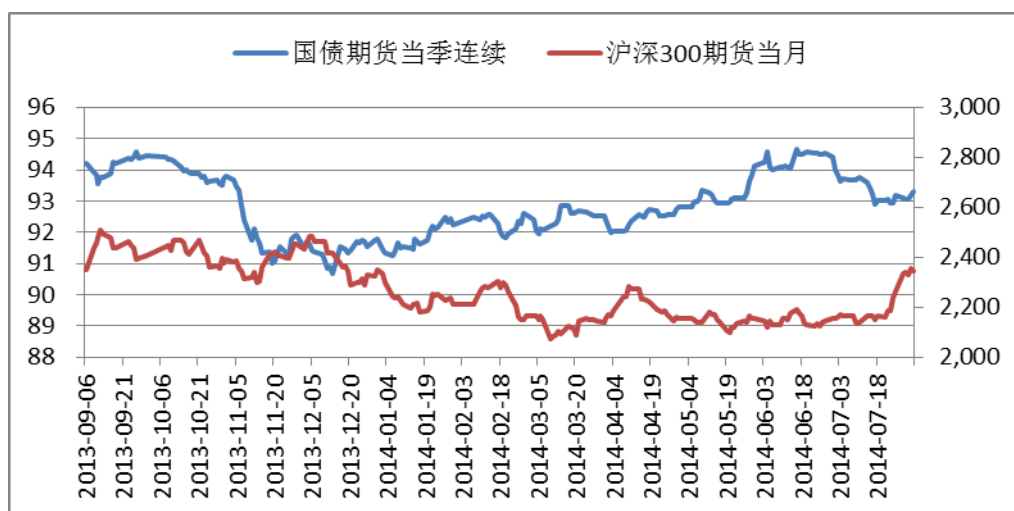
- 国债期货上市以来数据显示，2013 年 9 月至 2013 年 12 月之间股指期货和国债呈现较强的正相关性；而 2013 年 12 月至 2014 年 7 月之间股指期货和国债期货呈现较强的负相关性。
- 导致不同时间阶段股债之间相关性呈现不同特征的主要因素是资金面；在资金面过度紧张或者过度宽松的情况下，资金面对股指和国债的影响同向，因此股指和国债呈现正相关性；当资金面较为平稳的时候，股指和国债的主要影响因素将回归经济基本面，股指和国债呈现负相关性。
- 了解股指和国债之间的这种相关性，可以从另一个角度为我们预判市场的行情走势提供辅助信息。
- 更为重要的是，可以利用股债之间的这种相关性构建宏观对冲策略。策略构建时两个市场头寸方向的选择依然是基于对货币政策和经济基本面的判断，但在两个市场同时建立头寸对有助于降低其中一个市场向不利方向移动时带来的风险，改善组合的风险收益状况；同时，如果两个市场方向均判断正确的话则有助于增强组合收益。当然，也不排除两个市场均判断错误的情况发生，但一方面，两个市场均判断错误的概率要低于只依赖于一个市场；另一方面，也可以提前设好组合止损位，做好风险控制。

1. 股指期货、国债期货相关性跟踪及影响因素

1.1 股债相关性跟踪

本次月度策略报告我们跟踪观察了 2013 年 9 月 6 日国债期货上市以来与股指期货之间的相关性，旨在验证市场是否存在股债跷跷板现象；如果存在，那么影响两者之间相关性的原因是什么？了解这种相关性又会对我们进行行情预判或者交易有什么帮助？本报告中的国债期货和股指期货的价格数据我们分别使用了 Wind 国债期货连续合约和股指期货连续合约的价格。图表 1 显示了 2013 年 9 月 6 日至 2014 年 8 月 1 日股指期货和国债期货两者的价格走势。

图 1：国债期货、股指期货价格走势（2013 年 9 月-2014 年 7 月）



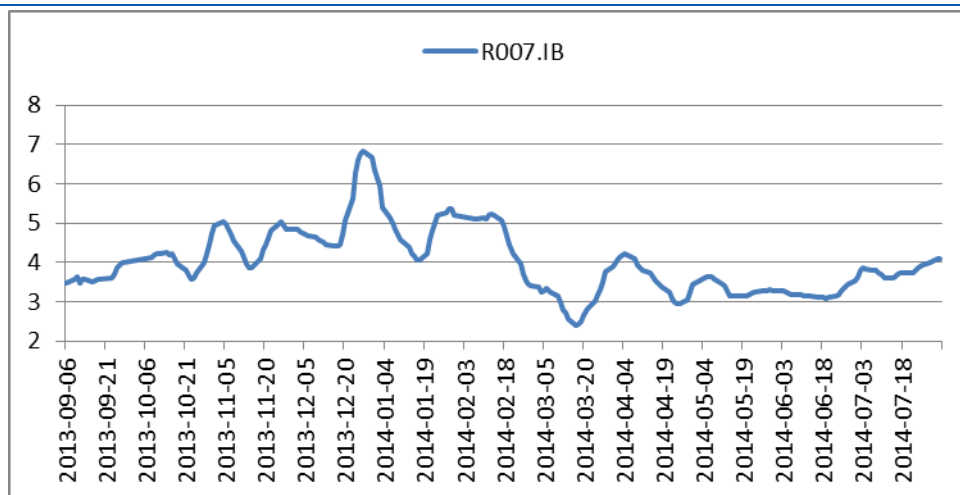
来源：wind，海通期货研究所

统计结果显示，从整个时间区间 2013 年 9 月 6 日至 2014 年 8 月 1 日之间来看，国债期货和股指期货之间的相关系数为 -0.09985 ，好像显示两者的相关性并不大。但是如果我们把时间分割，分时间段来看的话，在 2013 年 9 月至 2013 年 11 月期间两者的相关系数为 0.4158 ，呈现明显的正相关；2013 年 12 月至 2014 年 7 月期间，两者的相关系数为 -0.6038 ，呈现明显的负相关。

1.2 影响股债相关性的因素分析

股指期货和国债期货在不同时间段显示出来的这种不同的相关性，主要原因应该是来自于资金面的影响。2013 年下半年，资金面一直维持较为紧张的状况，资金利率高企造成股债双杀，股市和债市均不同幅度地下挫。而 2013 年 12 月份中旬之后资金面出现转机，货币市场资金利率逐步回落，在资金面维持较为稳定的情况下，股市和债市出现了此消彼长的跷跷板效应。

图 2：银行间市场 7 天期回购移动平均利率（2013 年 9 月-2014 年 7 月）

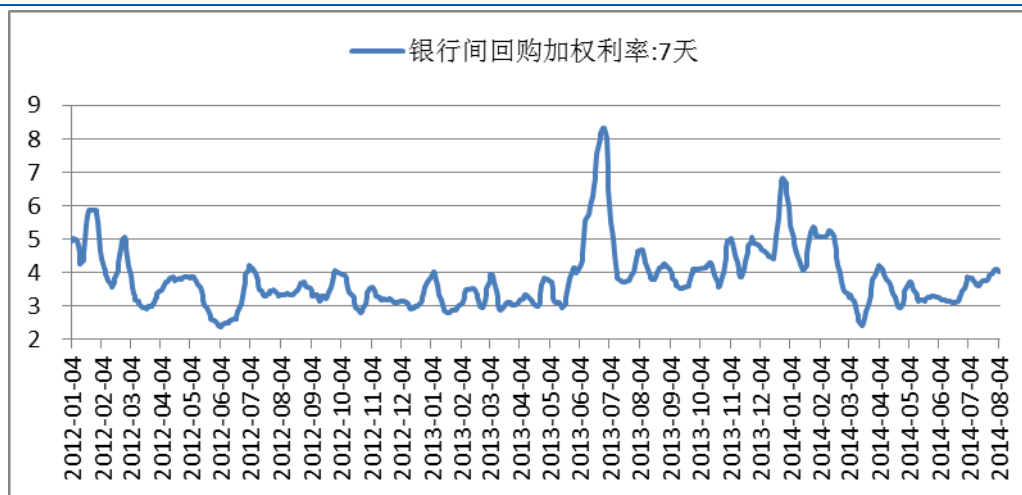


来源：wind，海通期货研究所

由于股指期货和国债期货都不同程度地受到宏观因素包括资金面和经济基本面的影响，因此在分析股指期货和国债期货相关性的波动也主要来自于两个时，我们可以从两个层面来分析。第一个层面是资金面，当资金面过度紧张或者过度宽松时，将对国债期货和股指期货均产生相同方向的短期冲击，国债和股指之间存在一定的正相关性。正如 2013 年下半年的数据所示，当资金面过度紧张时，将对股市和债市均形成短期冲击，造成股市和债市双双下跌；同时，也可以设想，如果资金面处于过度宽松的状况，比如货币政策大幅放松，宽松的资金将推动股市和债市的双双上涨。但是，当资金面较为平稳的时候，股市和债市的走势将回归经济基本面，股债之间相关性的影响因素就落到第二个层面：经济基本面。一般来说，在资金面相对稳定的情况下，当经济预期较好时，市场风险偏好上升，股指期货上涨，国债期货下跌；当经济预期较差时，市场风险偏好下降，股指期货下跌，国债期货市场上涨，总之股指和国债总体呈现一定的负相关性。

那么什么样的利率水平可以看作是对股债相关性影响相对中性的利率水平呢？图 3 列示了 2012 年 1 月份以来银行间市场 7 天期回购利率的 7 天移动平均值。从 2012 年的历史数据以及近期央行利率走廊管理的相关阐述来看，我们认为近期 7 天期回购利率央行可以容纳的波动范围在 3%-4%，当资金利率在这个区间波动时，我们可以认为资金面处于较为平稳的状态。如果 7 天期回购利率较长一段时间保持在 4% 以上（利率短期冲破 4% 之后回落的情况并不包含在内），市场将会产生资金面紧张预期，将对股市和债市均形成负面冲击。如果 7 天期回购利率较长一段时间保持在 3% 以下，某种程度上反映市场资金面较为宽松，或将对股市和债市均形成正面影响。

图 2：银行间市场 7 天期回购移动平均利率（2012 年 1 月-2014 年 7 月）



来源：wind，海通期货研究所

值得注意的是，资金面对市场的影响可能有两种表现形式，一种是资金利率在较高或者较低水平保持较长一段时间，会改变市场对于资金面的预期，从而对市场价格走势产生影响；另外一种则是资金利率的突然大幅波动，比如资金利率突然大幅上升或者大幅大跌，这种资金面的突然大幅波动将迅速改变市场对于资金面的预期，对市场的短期冲击较大。另外，除了直观的资金利率水平，对于资金面的判断还应该结合央行公开市场操作等货币政策的执行和表述进行综合分析。

2. 股指期货国债期货相关性的应用

2.1 股债相关性可辅助行情预判

了解了股指和国债之间的相关性，也可以作为辅助我们对市场进行展望和预判。从近期央行货币政策的执行情况以及二季度货币政策执行中的相关表述来看，三季度很大可能上在央行维稳的政策下货币市场利率维在相对稳定的区间，也就是 7 天期回购利率在 3%-4%之间。在这样的货币利率水平下，股市和债市的走势将回归经济基本面。如果 3 季度宏观经济继续改善，将对国债期货形成一定的压制；而 7 月下旬以来股市的连续上扬如果反映了市场对经济基本面改善的一种乐观预期，将对国债期货近期的反弹空间形成限制。

不过值得注意的是，在资金面和经济基本面之外，今年下半年市场的走势将受到政策面的极大影响。央行 2 季度货币政策执行报告中明确今年下半年央行货币政策的目标是通过定向调控降低社会融资成本，因此需要密切关注央行相关政策方向。如果央行的相关政策在有助于稳住宏观经济的同时带动整体利率体系下行，也有可能出现股债双赢的局面。

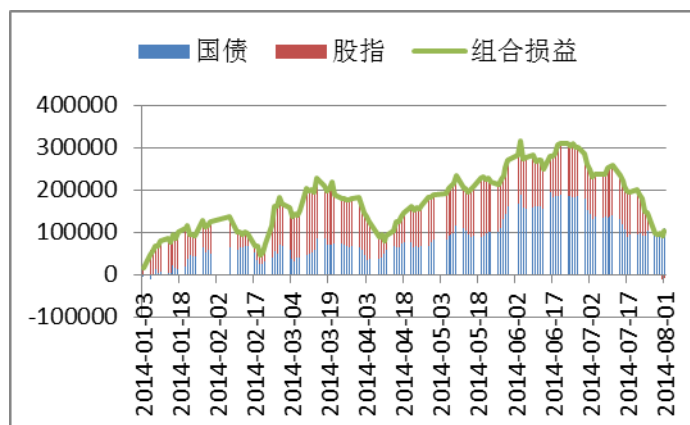
2.2 利用股债相关性构建宏观对冲策略

国债和股指的这种相关性也可以被用来构建宏观对冲策略。具体而言，首先我们基于货币政策和经济基本面分别决定股指期货和国债期货的头寸方向；如果两者其中某一市场短期行情跟我们预判方向相反，另外一方的收益将会对组合的风险予以对冲，有

望降低组合的回撤；如果两个市场均向预判方向发展，则可以起到增强收益的作用。当然，如果两个市场均与预期方向相反，则无疑会放大风险，因此策略形成之初也需要对坏情景进行模拟，设好止损。

我们使用 2014 年 1 月 2 日以来的数据建立了国债期货和股指期货的对冲策略，并进行了 4 种情景模拟回测，分别是国债多头股指空头、国债股指均空头、国债股指均多头、国债空头股指多头。根据这段时间的数据模拟，我们将国债期货和股指期货头寸的比例设为 6: 2，也就是不论多头还是空头，国债期货的头寸将是 6 手，股指期货的头寸将是 2 手。在年初的时候经济增长堪忧，但央行主动调控资金面的意愿增强，资金面较大可能上将维持稳定，因此在资金面平稳、两个市场行情回归经济基本面的情况下，比较理想的组合是建立国债期货多头和股指期货空头。除此以外，我们也分别模拟了一方市场预判错误的情况，比如建立了国债空头股指空头或者国债多头和股指多头；以及最糟糕的情况两个市场均预判错误，建立了国债空头和股指多头。对着四种情形模拟的损益情况分别见图 3、4、5、6。

图 3：国债多头股指空头损益



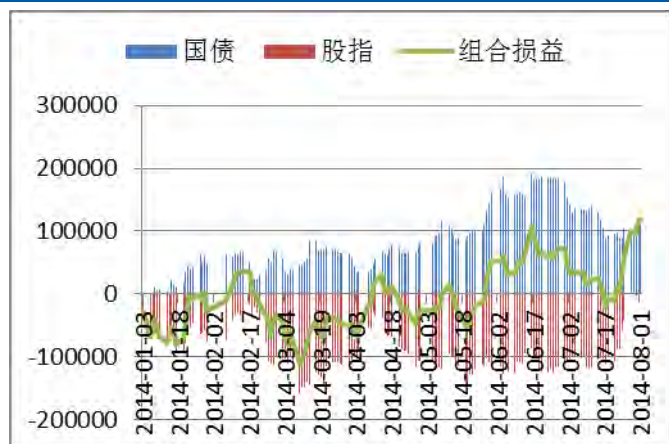
来源：WIND，海通期货研究所

图 4：国债空头股指空头损益



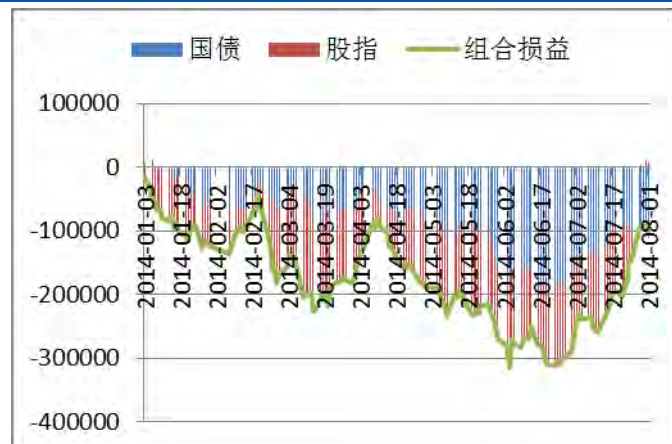
来源：WIND，海通期货研究所

图 5：国债多头股指多头损益



来源：WIND，海通期货研究所

图 6：国债空头股指多头



来源：WIND，海通期货研究所

对于这四种模拟情景的损益我们也分别对其均值、标准差、最大收益、最大回撤做了

统计分析，分析结果如表 1 所示。

表 1：策略模拟情景损益的统计分析

国债多头 股指空头	国债损益	股指损益	组合损益	国债空头 股指空头	国债损益	股指损益	组合损益
均值	85770	90452	176221	均值	-85770	90452	4682
标准差	50205	35906	71757	标准差	50205	35906	49704
最大收益	194280	158040	316080	最大收益	10680	158040	111360
最大回撤	-10680	-12360	15840	最大回撤	-194280	-12360	-118560
国债多头 股指多头	国债损益	股指损益	组合损益	国债空头 股指多头	国债损益	股指损益	组合损益
均值	85770	-90452	-4682	均值	-85770	-90452	-176221
标准差	50205	35906	49704	标准差	50205	35906	71757
最大收益	194280	12360	118560	最大收益	10680	12360	-15840
最大回撤	-10680	-158040	-111360	最大回撤	-194280	-158040	-316080

显然，组合 1 中在国债多头和股指空头均方向正确的情况下，组合不仅收益较投资单一品种有大幅上升，而且最大回撤也较单一品种投资的情况下大大改善。组合 2 和 3 中，在有一方市场方向相反的情况下，组合的收益情况和最大回撤均较如果单一投资于错误市场的情况下大为改观，显然另一方市场对组合的风险收益起到了对冲的作用。当然，在组合 4 中，两个市场的方向均判断错误，因此导致组合风险大幅上升。

总的来说，基于股指和国债均基于资金面和经济基本面波动的这种特性，可以利用股债之间的相关性构建组合策略。构建组合的前提依然是基于资金面和经济基本面的对两个市场头寸方向进行分别判断；但构建股债之间的组合有利于在一方市场判断错误的情况下有另一方市场作为对冲，而且如果两个市场均判断正确还有可能实现组合的收益增强。当然最差的情况下，也不排除出现不可控因素导致两个市场均朝不利方向发展的情况，但是这样的情况下一方面可以提前设好止损，在组合损失达到一定程度的情况下及时止损控制风险；另一方面，两个市场均判断错误的概率也要小于单纯对一个市场判断错误的概率。

另外，在实际构建组合时，股指头寸和国债头寸之间的比例可根据市场数据进行优化，使组合的风险收益比达到最优状态。

成艳丽，英国萨里大学金融学博士，海通期货研究所国债期货分析师，熟悉固定收益产品及衍生品的定价和避险，能够使用多种数量分析工具构建利率模型、产品定价模型和量化分析



国债期货月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

国债期货分析师

李雨嘉

021-61871688-6402

Liyujia@htfutures.com



TF1409 日线图

相关报告：

《国债期货迎回暖曙光》中证报
20140127

《国债期货两会期间“春意闹”》中
证报 20140303

《国债期货追高需谨慎》中证报
20140420

《国债期货回调或是黄金坑》中证报
20140610

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

利空减退，震荡整理

投资要点

- 7 月份利率债经历了一波较大的调整。主要源于以下四个方面：宏观经济数据在“稳增长”助力下企稳回升；M2 增速显著高于政策目标，对后续货币政策放松空间形成制约；IPO 密集发行，对流动性形成干扰；经过了半年的牛市行情，交易盘获利颇丰，技术上债市收益率也面临回调压力。
- 展望 8 月上半月，基本面方面将有各项宏观数据公布，考虑到市场对经济数据反弹已经提前反应，表现为对汇丰 PMI 超预期的钝化，预计数据对市场影响有限。
- 虽然各项宏观数据企稳向好，但从二季度货币政策报告以及近期的政策操作来看，货币政策并没有收紧的意图，无论是正回购利率的下调，还是 PSL 的推出，均旨在引导市场利率下行，从而降低社会融资成本，对利率债构成利好。
- 供需上来看，随着政策性银行融资途径的拓展，后续金融债的供给压力不会太大，但是在上半年投资者普遍加大利率债的配置节奏后，投资者继续加快利率债配置的意愿有所减弱，同时考虑到三季度往往是债券供给的高峰，因此供需因素仍会成为影响利率市场表现的潜在风险因素之一。
- 总体来看，8 月份虽无实质性利好，但前期基本面以及资金面等各项利空因素也逐渐消退，预计国债期货将在偏多的环境中震荡调整。

风险提示

- 若本月经济通胀继续超预期反弹，货币政策将从编辑上有所收紧，从而压制债券市场的表现。

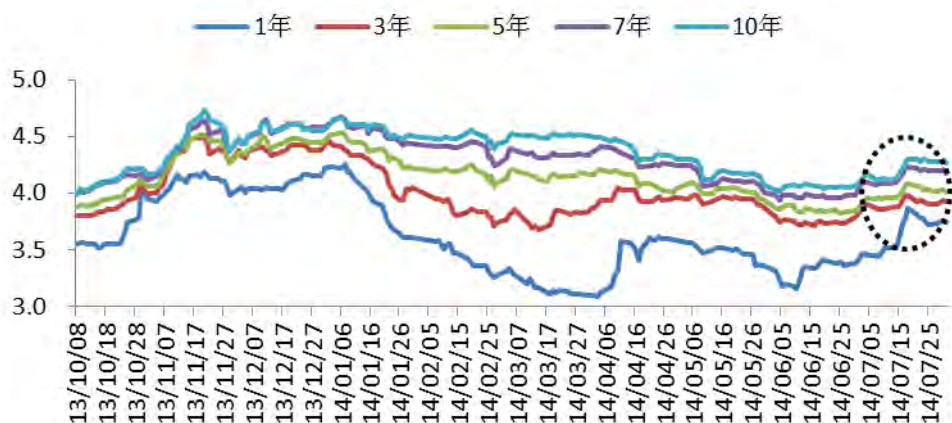
1. 7 月债市回顾

7 月份利率债结束了上半年的小牛行情，收益率普遍上行调整。一方面，宏观经济数据在“稳增长”助力下企稳回升，市场对基本面回暖的担忧升温；另一方面，M2 增速显著高于政策目标，对后续货币政策放松空间形成制约；第三，IPO 密集发行，打新冻结资金对流动性形成较大干扰，资金利率较前期有所走高；最后，经过了半年的牛市行情，交易盘获利颇丰，再度加杠杆动力减弱，技术上债市收益率也面临回调压力。

7 月份资金面整体呈现“前后松中间紧”的态势。中下旬在财政缴税、IPO 密集发行等因素的冲击下，资金利率小幅走升。不过央行总体维持稳健偏松的货币政策，通过定向再贷款、PSL、公开市场操作等予以对冲，最后一周扰动因素减少后资金面趋于平稳。整体来看，7 月资金利率较 6 月份有所抬升，银行间质押式回购隔夜和七天利率最高上探至 3.38% 和 4.30% 的高点。

7 月利率债收益率整体震荡上行。企稳的经济数据和趋紧的资金面对市场形成较大压制。10 年期金融债收益率再次跃上 5%，并最高达到 5.36% 的高位。月中公布的经济金融数据打压多头热情，市场谨慎情绪蔓延，收益率上行较快。最后一周随着利空的逐渐消化，上行步调趋缓，债市陷入盘整阶段，等待方向指引。截止 7 月 30 日，关键期限国债收益率分别为 3.76%、3.93%、4.03%、4.20% 和 4.29%，较月初上行 13-35BP 不等；关键期限金融债收益率分别为 4.38%、4.80%、4.96%、5.16% 和 5.25%，较月初上行 9-19BP 不等，收益率曲线整体上移。

图 1：国债收益率向上调整



来源：Wind，海通期货研究所

2. 基本面边际利空递减

7 月汇丰 PMI 延续了 6 月份的靓丽，外需对经济动能提升作用明显；6 月份的工业企业利润也大幅反弹，表明企业经营状况改善明显。

一方面一季度人民币贬值对外向型中小企业的促进作用滞后体现；另一方面，发达经济体温和复苏下外围贸易环境得到改善；再者，政府前期一系列稳外贸政策对出口也起到一定促进作用。虽然制造业环比继续好转，但房地产市场的降温给整体经济造成较大不确定性，加上去年三季度较高的基数，预计经济同比增速回落的可能性较大。

虽然 7 月份宏观数据表现出色，但从微观高频数据来看，表现却并不尽人意。发电量增速创新低，主要工业品价格延续低迷，房地产去库存压力依然较大，经济企稳的真实性和持续性还有待观察。

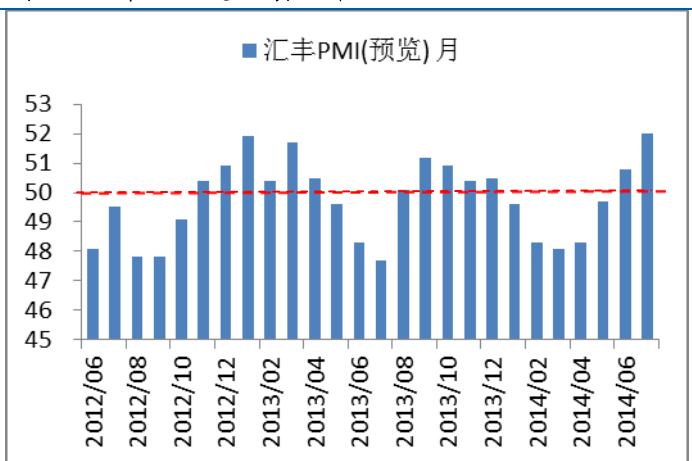
首先，7 月份发电量增速回落明显。7 月前 25 天 6 大发电厂日均耗煤量同比增速为 -16.45%，即使剔除掉去年高基数因素，当月环比增速也仅有 0.46%，远低于过去 4 年 7 月份 12% 的环比增速均值。

此外，房地产市场继续调整，部分地区限购松绑对楼市利好有限。7 月份 30 大中城市商品房成交套数和成交面积先跌后涨，整体略低于 6 月份情况。各大城市楼市限购政策纷纷松绑，政策支持上海地区按揭贷款利率 95 折，鼓励信贷资金满足首套房购房需求，对楼市下滑起到一定抑制作用。不过从数据上看，政策支撑效果较为有限，房地产市场仍有一定的去库存压力，也给下半年经济造成较大不确定性。如果房地产市场持续下滑，不仅经济具有失速风险，还有可能爆发金融系统性风险。而防止系统性风险爆发是政策层要牢牢守住的底线，预计后期更多救市政策将会出台。

总体来说，考虑到去年的高基数，三季度经济数据同比可能小幅回落，环比略有改善。虽然猪肉价格将迎来新一轮上涨周期，在猪价上涨的时候，不能忽视房价下跌对通胀下行的压力，而仅仅是猪肉上涨，不一定会引发央行的收紧政策，我们认为 8 月通胀难以成为债市主要矛盾所在，短期内通胀压力依然不大，不会对政策放松构成制约。

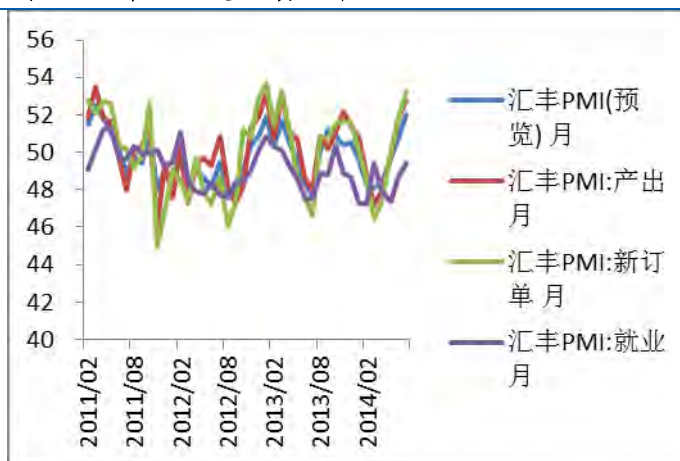
此外，考虑到市场对较好的经济数据反弹已经提前反应，比如债市对汇丰 PMI 超预期的反应已趋于钝化，预计基本面对市场的利空影响有限。

图 2：汇丰 PMI 超预期反弹



来源：wind，海通期货研究所

图 3：汇丰 PMI 超预期反弹



来源：wind，海通期货研究所

3. 货币政策取向不变

3.1 总量宽松，后会无期

从二季度货币政策执行报告中我们可以看出，下阶段政策展望的措辞用语基本上与一季度一致，并未能感知到央行在货币政策态度上的变化，也未有更多的强调进一步宽松。下周公开市场操作值得关注，央行是否有意引导短期利率走廊管理区间下移，如

回购利率并无下调，则货币政策三季度内可能还是相对中性。而且央行也表示了“银行体系流动性充裕，因此三季度央行大概率上不会进行总量放松政策。”

此外，7 月份生猪和仔猪价格环比都有明显上升，央行也一定程度上表现出了对通胀的担忧，需要关注后期通胀是否会因为猪周期而抬升，从而使得央行难以进一步放松货币政策。

3.2 定向宽松，持续可期

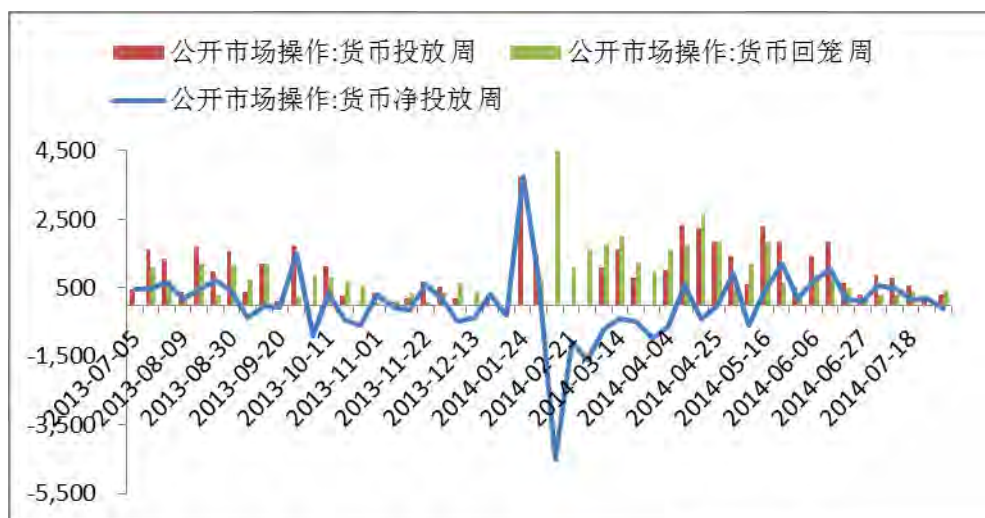
在第二季度货币政策报告中，央行通过两个专栏再次强调了降低社会融资成本以及定向降准这两点。

关于社会融资成本偏高的问题，央行认为今年上半年贷款和债券利率有所下行，融资成本较上年末稳中略降，此外，企业债务率较高，债务负担与融资需求相互推动；“财务软约束”拉高了融资利率；股本融资发展不足，企业对债务融资依赖较高等因素也是导致利率偏高的原因。解决“融资难、融资贵”问题要依靠全面深化改革，标本兼治。

此外，央行货币政策执行报告中有专栏对定向降准进行了分析。在货币政策展望中，央行也提到落实好“定向降准”的相关措施，而这是一季度货币政策执行报告中所没有的。在下一步的行动中，央行专栏提到：未来还将定期对商业银行实施考核，并根据考核结果对其准备金率进行动态调整。目前还无法确定央行定向降准的频率和规模，但由于是根据银行信贷投放的结果来给予奖励，因此央行仍需要一定时间来观察银行信贷投放的情况，刺激频率可能不会很高，而且总量可能也会较二季度有所下降。

总体来说，结合上周央行在公开市场操作中下调正回购利率下调 10 个基点，我们可以看出央行比较明显的引导资金价格下行意图。而之前的万亿 PSL 形式的再贷款支持国开行棚户区住宅金融在实质上已体现了定向降息的政策取向。结合央行货币政策报告及近期货币政策操作，预计未来政策将从之前的数量调控转向价格引导。

图 4：公开市场正回购量增价减



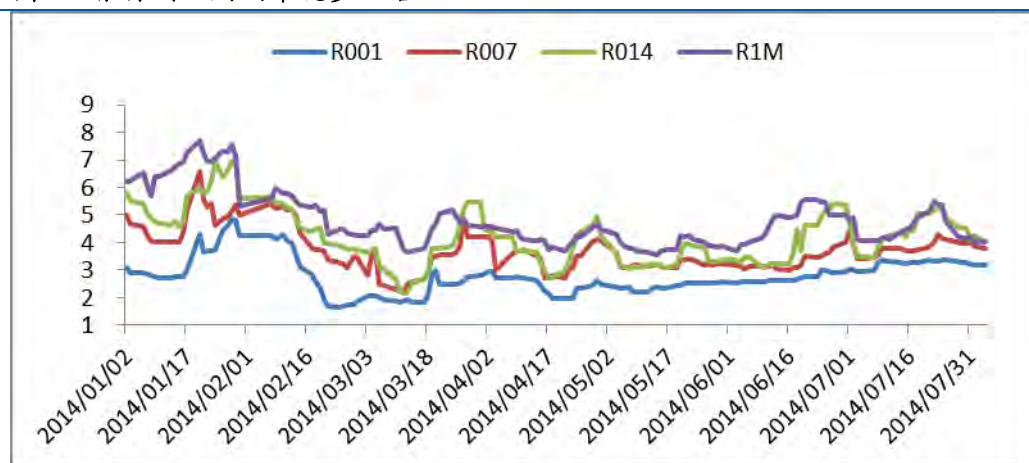
来源：Wind，海通期货研究所

图 5：公开市场 14 天期正回购量增价减



来源：Wind，海通期货研究所

图 6：银行间回购利率稳步回落



来源：Wind，海通期货研究所

4. 利率债供给压力减小

8 月份整体利率债的净供给延续 7 月份的高频率和大规模，但是由于到期量的增加，因此总的新增净供给较 7 月份略有减少。其中，记账式国债则由于到期量的增加而新增净供给减少，政策性金融债则略有增加。

但是另一方面，在上半年投资者普遍加大利率债的配置节奏后，投资者继续加快利率债配置的意愿并不强烈，因此需求和供给两方面因素的此消彼长仍然会成为影响利率市场表现的潜在风险因素之一。

5. 8 月债市投资策略

展望 8 月上半月，基本面方面将有各项宏观数据公布，考虑到市场对经济数据反弹已经提前反应，表现为对汇丰 PMI 超预期的钝化，预计数据对市场影响有限。

其次，虽然各项宏观数据企稳向好，但从政策操作来看，货币政策并没有收紧的意思，无论是正回购利率的下调，还是 PSL 的推出，均旨在引导市场利率下行，从而降

低社会融资成本，对利率债构成利好。

第三，供需上来看，随着政策性银行融资途径的拓展（国开行通过 PSL 融资，口行在海外发债），后续金融债的供给压力不会太大。

8 月份虽无实质性利好，但前期基本面以及资金面等各项利空因素也逐渐消退，预计国债期货将在偏多的环境中震荡调整。

个人简介：

李雨嘉：武汉大学金融学硕士，优秀毕业生。于《中证报》、《上证报》、《期货日报》发表文章十余篇，并走访多家银行、基金、券商、私募等金融机构，目前负责国债期货研究。



期权月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

期权分析师

皮灵

021-61871688-6229

piling@htfutures.com



沪深 300 日线图

相关报告:

《基本面利空频出 股指迎交割日》

中证报 20140220

《股指成交量萎靡 期指贴水重心下移》中证报 20140307

《经济弱于预期, 短期股指难有作为》中证报 20140314

《股指期权应积极引入做市商制度》中证报 20140424

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

我国股指期权交易制度设计浅析

投资要点

- 交易制度的设计是为了保证品种推出后能稳定有效地运行, 主要为了实现以下三个方面的目的: 1. 流动性, 即合约能以合理的价格迅速成交一定数量的能力; 2. 有效性, 即市场信息能准确、及时, 并充分地反映到合约价格上来; 3. 稳定性, 即交易系统有足够的处理能力高效地处理危机及各种特殊情况, 保证交易能连续、正常地进行。交易制度设计的本质是为了在几个目标中进行协调, 以达到最优市场状态。
- 从流动性与有效性来看, 做市商制度更适合在产品推出初期不确定性较大的情况下利用其专业能力指导市场, 为市场提供流动性。当产品已经成熟, 本身具备一定流动性, 投资者能正确认识之后, 与竞价制度相结合能降低成本, 提高市场效率。
- 从国际期权市场的情况来看, 交易量排名靠前的期权合约大多引入了做市商制度, 韩国与印度股指期权由于其合约规模较小, 门槛较低等本身具备相应流动性, 因而在没引入做市商制度的情况下依然能保持活跃的交易。借鉴其情况, 建议股指期权推出初期采取以做市商制度为主的交易制度, 待合约运行平稳之后与竞价制度结合实行混合交易制度。
- 由于做市商具有权利与义务不对等的特性, 交易所对做市商进行适当的利益补偿以保持其做市意愿是必要的, 可以采取交易费用减免、极端情况义务豁免、同等条件做市商报价优先, 以及大宗交易便利及成交报告延迟等措施。

1. 从交易制度设计目的解析竞价制度与做市商制度

交易制度的设计是为了保证品种推出后能稳定有效地运行，从整体上来看，交易制度主要为了实现以下三个方面的目的：1. 流动性，即合约能以合理的价格迅速成交一定数量的能力；2. 有效性，即市场信息能准确、及时，并充分地反映到合约价格上来；3. 稳定性，即交易系统有足够的处理能力高效地处理危机及各种特殊情况，保证交易能连续、正常地进行。交易制度设计的本质是为了在几个目标中进行协调，以达到最优市场状态。因此，在设计交易制度时，不仅要考虑不同交易制度本身的优劣性，还需要考虑标的合约的特性，确定交易制度是否适即将推出的品种合约。根据交易是否具有持续性、交易价格的形成方式、交易是否自动撮合，可以将交易制度进行不同的划分，具体划分方法如表 1 所示：

表 1：交易制度分类方法

是否具有持续性	价格形成方式	是否自动撮合
连续交易制度	指令驱动交易制度	交易池交易制度
	报价驱动交易制度	
定期交易制度	混合交易制度	电脑自动撮合交易制度
	平行交易制度	

来源：海通期货研究所

通过上表我们观通过上表

当前市场对交易制度基本都以价格形成方式进行划分，指令驱动交易制度即竞价制度，指交易双方的指令直接或由经纪商进入市场，在市场的交易中心以买卖价格为基准按既定原则进行撮合。报价驱动交易制度即做市商制度，指做市商充当固定交易对手，连续给出买价价格，投资者从做市商手中买卖合约。混合交易制度是指在做市商在市场中履行报价义务的同时，存在市场交易中心撮合买卖双方的指令，做市商在指令成交方面不具特殊权利，根据做市商地位的差别可分为做市商主导和竞价机制主导的混合制度。平行交易制度是指在同一市场对流动性不同的证券分别采取不同的交易机制。因此对以价格形成方式划分的交易制度的讨论实质上就是对竞价制度和做市商制度的讨论。分别从流动性、有效性及稳定性三个方面来比较竞价制度和做市商制度。

从流动性来看，在竞价制度下，交易活动集中到交易中心，通过电脑撮合，这减少了交易的中间环节，从而能有效地节省交易成本，在市场较活跃的情况下能够保证市场有序高效地进行。然而，当交易比较清淡，供求不均，或出现突发事件，单边市场出现时，交易将无法进行，此时便需要做市商来充当交易对手，提供流动性。

从有效性来看，当投资者较理性，并能迅速根据市场信息做出反应，准确调整相应报价时，竞价制度能使投资者根据市场公允价格成交，保证市场有效公平地交易。然而，当市场处于非理性状态，或投资者不具备调整报价能力时，市场价格可能会长期大幅偏离合约真正价值，此时需要做市商依据其专业分析，给出合理报价，保证市场

价格的有效性。

从稳定性来说，主要体现在交易系统对交易的保障方面，从这一技术层面来看，不管是竞价制度还是做市商制度，都可以通过一定的投入与测试达到该目的，两类制度没有明显区别。

从以上比较可以看出，竞价制度与做市商制度能在不同情况下发挥作用。交易制度本身并不存在问题，但是否适合股指期货交易还需要比较期权自身的交易特点。首先，股指期货作为比期货更加复杂的一类衍生品，由于其定价复杂，对普通投资者来说，目前对它的认知有限，可能一开始无法准确地利用市场信息报出合理价格；其次，由于股指期货具有高杠杆性，很容易在市场中形成投机氛围，使市场出现羊群效应等非理性情况，因此，在股指期货推出的初期，如果单纯采用竞价机制可能会使合约价格偏离价值，需要利用做市商的专业背景引导市场进行有效定价；再次，股指期货作为一个新品种，推出初期不确定性较大，若由于参与较少导致供求不均，竞价机制将无法为市场提供足够的流动性，此时仍需要做市商通过做市提供流动性的同时也更好地推介该品种。因此，从有效性及流动性的角度来看，在我国股指期货推出的初期，做市商制度更加合适，在推出一段时间，待市场更加成熟之后，引入竞价机制对市场来说是更加高效与经济的。

2. 国际期权市场交易制度的借鉴

2013 年，全球场内期货与期权交易合约量达 216.4 亿，与 2012 年相比增加了 2.1%，其中股指合约占比达 24.8%，仅次于个股合约。据 FIA 统计，2013 年全球 84 家交易所成交的期权合约数量达 94.3 亿，与 2012 年相比减少了 6.8%。这一减少主要是由于在 2012 年占全球交易量第一的韩国 Kospi 200 指数期权合约的成交量的巨幅缩减。2012 年，Kospi 200 指数期权合约成交量为 15.8 亿，而 2013 年则减少到 5.8 亿，减少了近三分之二。这主要是源于韩国当局为了减少衍生工具的投机性行为，将 Kospi 指数期权合约乘数增至之前的 5 倍。而如果将不考虑这一合约，全球场内衍生品成交数量增幅将为 7.4%。

表 2：全球股指期货期权合约交易量排名情况

排名	合约	交易所	合约乘数	2012 年	2013 年	%变化
1	CNX Nifty options	NSE India	50 Indian rupees	803,086,926	874,835,809	8.93%
2	Kospi 200 Options	Korea Exchange	500,000 Korean won	1,575,394,249	580,460,364	-63.15%
3	Euro Stoxx 50 Options	Eurex	10 euros	280,610,954	225,105,846	-19.78%
4	S&P 500 Options	CBOE	100 U.S. dollars	174,457,138	207,488,939	18.93%
5	VIX Options	CBOE	100 U.S. dollars	110,739,796	142,999,960	29.13%
6	S&P BSE 100 Options	BSE	10 Indian rupees	86,243,943	141,727,404	64.33%
7	S&P Sensex India Options	BSE	15 Indian rupees	148,314,519	108,612,615	-26.77%
8	Taiex Options	Taifex	50 New Taiwan dollars	85,626,313	93,452,362	9.14%

来源：FIA 年度统计报告，海通期货研究所

表 2 为 2013 年全球股指期货期权合约交易量排名情况。从前 8 位合约排名可以看出，由于韩国、印度，以及台湾市场的成功，股指期货期权市场主要集中在亚洲。这些市场与我国的情况更接近，因此它们的经验对我国即将推出的股指期货期权来说，有较大的借鉴意义。在排名前 8 位的合约中，其中除了 NSE 和韩国的股指期货期权以外，其余合约均引入了做市商制度。对于 NSE 的 CNX Nifty 期权合约来说，其合约规模最小，市场上存在较多高频交易的流动性交易者，对韩国交易所的 Kospi 200 期权合约，由于韩国期权市场进入门槛低，投机炒作氛围较浓，早期全市场 70% 以上的交易量均由个人客户创造，因此这两个合约得以在没有引入做市商制度的情况下顺利运行。而对于大多数合约来说，由于期权交易的特殊性，做市商制度的引入对品种推出后是否能合理运行有着较大的影响。从国际惯例上来看，对于一般股指期货期权交易中引入做市商制度是必经之路，而当股指期货期权交易本身较活跃时，竞价交易仍是有效的交易制度。

3. 初期做市商制度保证流动性，成熟之后与竞价制度结合更高效

结合交易制度的比较与国际惯例来看，在我国股指期货推出的初期引入做市商制度既是可行的，也是必要的。然而在品种发展一段时间之后，将做市商制度与竞价制度相结合是一种更为高效且节省成本的做法。对全球大多数股指期货期权挂牌的交易所来说，实行的并不是单一的做市商制度，而是做市商制度与竞价制度相结合的混合交易制度。例如 EUREX 和 TAIFEX 采取的均是竞价制度与竞争性做市商制度相结合的交易制度。因此，对我国股指期货期权来说，在产品推出初期，宜采取以做市商制度为主的交易制度。当产品运行平稳，本身交易相对活跃之后，逐步引入竞价制度，实行混合交易制度更为高效。

4. 做市商利益补偿保证做市积极性

做市商在提供流动性的同时自身需承担一定风险。由做市商本身的定义来看，其作用主要是在市场无报价，一般投资者不愿意进入交易时，向市场提供报价并与投资者达成协议，而在市场本身活跃时，其作用有所减弱，此时买卖价差所提供的利润也会减少。因而，如何使对做市商进行利益补偿，使其保持做市意愿便显得较为重要。

在股指期货推出初期，市场采取纯粹做市商制度时，做市商对合约具有绝对的定价权，它们通过设置合理的买卖价差，从而弥补其承担的风险。然而当到了后期合约发展成熟，引入竞价制度之后，做市商的报价将与投资者报价一起按“价格优先”的原则进行竞价交易，此时容易出现两种情况：1. 当市场流动性不足，双边报价明显无利可图时，做市商为了履行义务不得不报价，从而承担一定风险；2. 当市场活跃，双边报价有利可图时，其他投资者通过比做市商更低的买卖价差抢走做市商的赢利机会。这两种情况就导致做市商权利义务明显不对等，从而使其做市意愿被削弱，不利于市场有效运行。因此交易所应采取相应措施对做市商进行利益补偿，主要可包括以下几种措施：

1. 交易费用减免，当做市商达到预设标准时，可部分甚至全部免除其交易费用；
2. 极端情况义务豁免，当市场出现极端行情时，可适当豁免做市商的做市义务；

3. 相同情况下做市商报价优先；

4. 大宗交易便利及成交报告延迟。做市商盈利的重要途径之一就是大宗交易，故适当为其大宗交易提供便利，允许延迟信息披露义务也是对其利益补偿的措施。

目前各交易所均在备战各自期权品种的上市，中金所也在制定股指期货做市商制度的方案，目前中金所股指期货仿真交易做市商主要由券商自营部门、期货公司风险管理子公司及一般法人构成。根据中金所的初步设计，做市商分两级，一级承担连续报价和接受询价义务，二级只有接受询价的义务。中金所做市商制度的不断完善为股指期货的顺利推出提供了保障，做市机构也应抓住时机完善自身的系统，做好充足的准备。

个人简介：

皮灵，同济大学金融学硕士，本科就读于上海对外经贸大学金融工程专业，主要研究方向为衍生品市场，曾于基金、券商、期货公司等机构实习，目前在海通期货研究所负责期权研究。



天然橡胶 2014 年 8 月策略报告

2014 年 7 月 31 日

海通期货研究所

毛建平

021-61871688

maojianping@htfutures.com

相关报告:

《沪胶：大库存决定大趋势》

中证报 20140425

《有近忧 无远虑》

期货日报 20140102

《沪胶涨停背后有隐忧》

中证报 20130506

《期货业与券商、基金合作模式探讨》

上海期货交易所课题 20130402

《收储难以改变沪胶走势》

中证报 20130307

《胶价云图》

期货日报整版 20130129

《沪胶涨速过快 高度受限》

中证报 20130110

《“好声音”演绎胶价狂想曲》

中证报 20120920

《橡胶领涨 商品期货之嫌拉升》

中证报 20120625

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊、张晗

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

提前准备 适时收获

投资要点

- 下半年沪胶风险有三种，第一种是一般意义的风险，通常所说的低增长，全球经济很难回到以前高增速。第二是更大的危机爆发。第三是如果房地产市场出现崩盘，所有预测都将无法兑现。
- 目前沪胶就像一个坠下悬崖的攀岩者，尽管一次次攀爬失败，甚至攀爬的高度一次比一次低，但向下却也已至悬崖底部。经过充分养精蓄锐，终会有新高度诞生。
- 对于 2014 年下半年沪胶市场的走势，经济数据或在 7 月份小幅回暖，沪胶 8、9、10 月有望上涨，10、11、12 月再度较大幅度回调，虽然 2014 年中国经济、沪胶基本面难以实现根本性好转，本文题目《提前准备 适时收获》，从基本面、美国加息、房地产、股指等多方面阐述沪胶下半年市场提前准备的反弹是可以预期的，同时做到适时收获。

操作建议

- 16000 点窗户纸谁来捅破，珍惜低位从容买入的机会，反弹操作要点：提前准备适时收获，做到买得进、存得好、卖得出。
- 在当前复杂的国内外环境下，解决中国经济的问题只能在稳妥中前进，既不能“大破大立”，也不能选择“走老路、猛烈刺激”，只能进行“退二进三”式的转型。考虑到经济转型过程的诸多波折，面对“熊市后期”的沪胶市场，投资者需要保持更大的耐心。
- 增速放缓、结构改善、质量和效益缓慢提升，就是中国橡胶产业链未来几年的大趋势。且从近两三年的情况看，经济波动率实际在缩小，即与预期目标拟合程度越来越高，这意味着，依据经济增速开展沪胶投资策略的有效性在下降。

风险提示

- 2008 年金融危机延续风险、美国和欧洲复苏不稳定、中国经济第三次探底、市场缺钱延续、改革不可能马上见效、中国影子银行、楼市风险等等。

提前准备 适时收获

下半年沪胶风险有三种，第一种是一般意义的风险，通常所说的低增长，全球经济很难回到以前高增速。第二是更大的危机爆发。第三是如果房地产市场出现崩盘，所有预测都将无法兑现。

目前沪胶就像一个坠下悬崖的攀岩者，尽管一次次攀爬失败，甚至攀爬的高度一次比一次低，但向下却也已至悬崖底部。经过充分养精蓄锐，终会有新高度诞生。

对于 2014 年下半年沪胶市场的走势，经济数据或在 7 月份小幅回暖，沪胶 8、9、10 月有望上涨，10、11、12 月再度较大幅度回调，虽然 2014 年中国经济、沪胶基本面难以实现根本性好转，本文题目《提前准备 适时收获》，从基本面、美国加息、房地产、股指等多方面阐述沪胶下半年市场提前准备的反弹是可以预期的，同时做到适时收获。

1. 基本面

1.1 利多因素（倒 V 型左半部）

图 1：沪胶 10 年的月 K 线走势图



来源：WIND，海通期货研究所

这是沪胶 10 年的月 K 线走势图，如图所示，可以说明以下几点：

1.1.1 7 月见顶、见底概率近 70%（红的箭头代表上涨的 7 月，绿的代表下跌的 7 月）；对于波动性交易者来说，7 月买入这句话更合适，等待反弹机会。

1.1.2 下半年市场将一波三折：一波指 2014 年第三季度反弹是大概率事件；三折就是反弹再下跌继而又是一轮下跌，如图所示形成倒 V 型结构。

1.1.3 1409 合约完成交割之后，将有相当一部分仓单无法转移到下一个主力合约 1501，支撑 1501 合约胶价；此外，1409 合约与复合胶现货价的价差在 500 元/吨左右，封住沪胶下跌空间，1409 合约价格跌不下来，库存就不会形成风险，支撑后市第三季度反弹。

1.2 不利因素（倒 V 型右半部）

1.2.1 新车和重卡销售数据环比出现双降现象，预示沪胶消费淡季拉开帷幕，而 6 月国内汽车经销商库存指数上升恰恰也说明这一点。使得沪胶价格反弹后第四季度承压。

未来终端汽车生产市场对于轮胎需求将主动调低，拖累轮胎企业放缓开工率，同时也将直接弱化沪胶反弹动力。

1.2.2 供需环境并未得到根本性改善。尽管 ANRPC 公布二季度主要产胶国产量同比减少 0.7%至 249.9 万吨，但由于产胶高峰在三季度，二季度的小幅下滑并不能说明问题，影响反弹高度。

1.2.3 我国轮胎出口又一次面临危机。美国对我国的轮胎出口提出双反调查 10 月开始，届时反弹已经结束，好在国内轮胎企业已经适应美国节奏。目前轮胎企业库存普遍为一个半月的生产量，比正常值高出 50%左右，今年上半年，我国轮胎价格总体降幅达 20%，已大大高于同期胶价降幅。

1.2.4 库存依然在高位。一是前期港上货物处理完毕与人民币复合升水美元均加速了区内货物流出；二是上海仓单目前总体数量仍是去年同期的两倍，现货旺产期反弹和期货远月升水结构也可能导致未来仓单继续增加。

2. 美国加息与道指涨跌

图 2：美元与胶价呈现负相关性



来源：WIND，海通期货研究所

如图 2 所示，美元与胶价呈现负相关性。美国加息导致美元产生中长期上涨走势，从第四季度甚至更长时间看，压制沪胶等商品价格。

2.1 加息争论

2.1.1 加息条件

美联储表示，如果美国经济保持在正确轨道上运行，将于今年 10 月终止 QE3。美联储首次给出资产购买计划的明确终止日期，此后市场注意力将转向首次加息。

2.1.2 加息时间

预计美联储将在 2015 年 6 月才会首次加息，到 2015 年底升到 1%。

2.1.3 加息影响

美联储结束 QE→加息→美国债收益率上行→市场融资成本持续走高→新兴市场再次面临资金快速撤离风险→经济未能取得实效→又缺乏廉价美元支持→新兴市场经济下滑势头加剧→今年年底或明年年初股市、商品大跌→形成区域经济危机。

2.2 道指高低争论

图 3： 道指与胶价呈现负相关性



来源：WIND，海通期货研究所

如图所示，道指与胶价呈现负相关性。对道指争论不休，沪胶第四季度不确定性更大。

目前标普 500 市盈率为 15.6 倍，而 2007 年 10 月 9 日的市盈率也不过 15.2 倍。自 2009 年跌入低谷以来，标普 500 涨了 190%。

高盛、花旗看多；学者、末日博士看空。

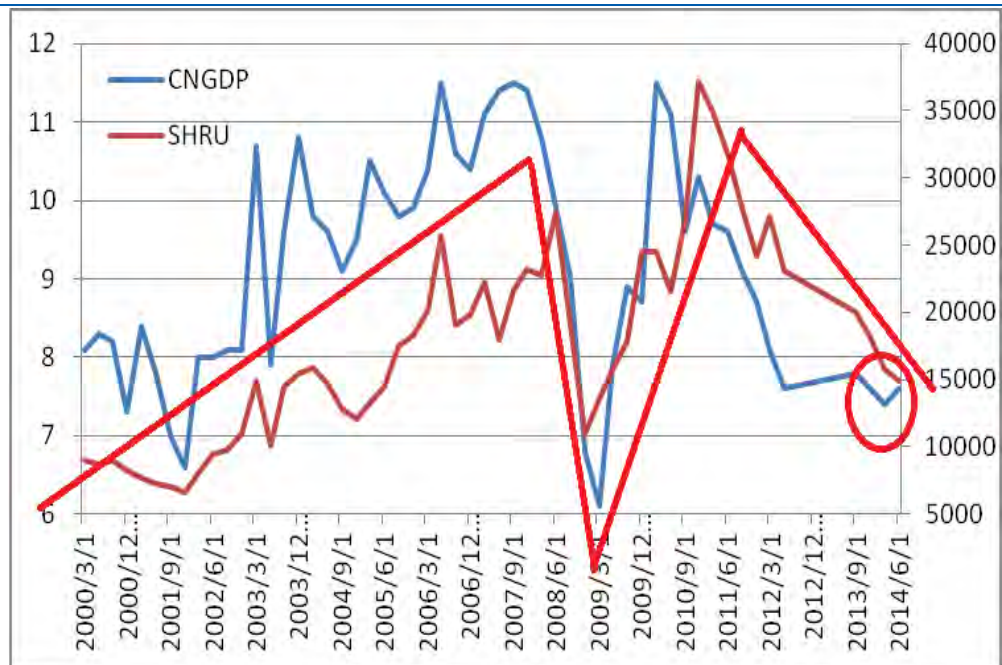
2.2.1 诺贝尔经济学奖得主史蒂格里茨对美股感到不安，指破顶仅靠美企新兴市场盈利带动，不反映美经济已全面复苏，美股虽屡创历史新高，但并不反映美国经济强劲。

2.2.2 “末日博士”麦嘉华认为美股有可能出现类似 1987 年的崩盘，对于所有股市崩盘，问题在于你不可能事先知道确切的触发因素。

2.2.3 瑞士洛桑国际管理学院警告，最快 2015 年 4 月便会再爆发全球金融危机，多国股市将急跌 30 至 35%，各方尚未推出足够措施应对。8 个潜在触发点分别是股市泡沫、中国银行业、能源危机、新地产泡沫、企业债务、战争冲突、贫困加剧，以及恶性通货膨胀。

3. 中国经济----从五到十年的时间段来看，对中国很有信心，但半年到一年的时间段内，人们信心可能没那么足。

图 4： GDP 与沪胶呈现正相关性



来源：WIND，海通期货研究所

3.1 有利因素（倒 V 型左半部）

李克强称：保证中国经济下限不越过 7.5%。中国要实现 7.5% 的年度增长目标，未来政策进一步放松将不可避免，货币政策放松将有三个阶段：

首先是更多定向宽松举措，包括再贷款、定向降准或者创新型融资工具。其次是（定向）降息，第三阶段是系统范围的降准。

第一阶段的预言已经在 6 月成为现实，第二阶段正在实施，第三阶段下半年显现，下半年可能降息两次。上半年 GDP 增长 7.4%，二季度 GDP 增 7.6%。二季度 GDP 环比增长 0.2%，年化增长 8% 以上，表明经济下滑态势已经逆转，支持沪胶第三季度反弹。

3.2 不利因素（倒 V 型右半部）

如图所示，GDP 与沪胶呈现正相关性。中国 GDP 上涨是反弹还是反转，业界争论不休，导致沪胶第四季度以及明年走势扑朔迷离。

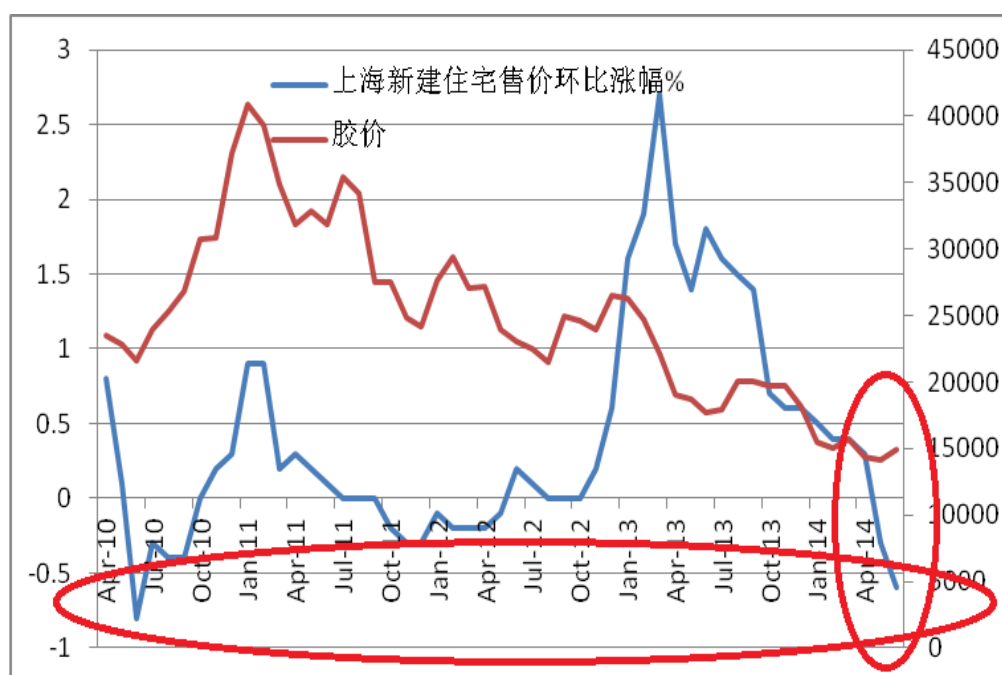
3.2.1 海通证券最新观点是：货币宽松基调未变，经济反弹强弩之末。央行放水对经济帮助有限。

3.2.2 安信证券认为，受出口和基建回升影响，短期经济正在呈现更多的企稳迹象，但基建投资的回升并没有抵消房地产投资下降的影响，内需恢复的迹象并不明显，因此，经济可能仍需一些时间来完成筑底。

3.2.3 令人担忧的是货币存量超常增长，6 月末，M2 余额 120.96 万亿元，同比增长 14.7%，增速超出 GDP 加 CPI 增速之和整整 5%，短期看没问题，长期看不可持续，问题出在宏观金融结构而不是货币政策本身。

4. 房地产

图 4： 上海新建住宅与沪胶呈现正相关性



来源：WIND，海通期货研究所

如图所示，上海新建住宅与沪胶呈现正相关性。上海新建住宅跌幅已经到达 2010 年 4 月水平，随着房地产政策松动，上海新建住宅反弹带动沪胶第三季度反弹。

4.1 王石表示，调整非常有必要，调整期可能会持续 2~4 年，甚至更长时间。

4.2 四季度以及四季度以后，如果出口乐观、房地产市场有惊无险、经济弱恢复，市场恢复是可持续的。如果对房地产市场判断错误，所有的预测都将无法兑现。

4.3 现在市场预期已经改变，但今年房地产问题不会太大，如果下半年楼价跌得厉害，明年地产商不去投资了，明后年的影响会比较大，或面临一场房地产危机。但任志强认为：房价还会继续上升，楼市没有泡沫。

5. 股指

图 5： 股指与沪胶呈现正相关性



来源：WIND，海通期货研究所

如图所示，股指与沪胶呈现正相关性。股指反弹愿望更为强烈，封杀沪胶下跌空间，带动沪胶第三季度反弹。

5.1 资金净流出国家都是利率居高不下的市场，巴西与中国最具代表性，大家熟悉的中国存款利率仍达三．二五％，把钱放在银行比买股票收息还好，这是中国银根紧，股市不涨的最重要原因。

5.2 周线

从周线角度观察，今年以来至今，5 周均线围绕 10 周均线出现 3 次金叉，这较 998 点、1664 点前两底部的 2 次金叉，其底部构筑更扎实。支持、互证上证指数对数月线图长达 5 年的熊市下降通道演变成大旗形之形态成立。

5.3 月线

2006 年 998 点见底前后，月线在 1000-1200 点区域横向波动 10 个月，目前 1849 点后大盘在 2000-2200 点横向运行了 13 个月，且 5 月均线于 6 月出现上拐，故本次 5 月均线上拐为“龙抬头”上行的概率极大。

在对数月 K 线图表中，10 月均线已于 6 月止跌上拐，这揭示三季度及下半年中线向上已属趋势所指。沪胶向上突破 16000 元可期待，剑指 20000 元。

6. 展望

16000 点窗户纸谁来捅破，珍惜低位从容买入的机会，第三季度反弹操作要点：提前准备适时收获，做到买得进、存得好、卖得出。

在当前复杂的国内外环境下，解决中国经济的问题只能在稳妥中前进，既不能“大破大立”，也不能选择“走老路、猛烈刺激”，只能进行“退二进三”式的转型。考虑到经济转型过程的诸多波折，面对“熊市后期”的沪胶市场，投资者需要保持更大的耐心。

增速放缓、结构改善、质量和效益缓慢提升，就是中国橡胶产业链未来几年的大趋势。且从近两三年的情况看，经济波动率实际在缩小，即与预期目标拟合程度越来越高，这意味着，依据经济增速开展沪胶投资策略的有效性在下降，胶价第四季度不确定性在增加。

个人简介：

毛建平：22 年期货从业经验，创建《阿毛评胶》品牌。证券时报二届全国天然橡胶分析师网络评选第一名。获得搜狐理财网 2009 年中国期货业最佳分析师奖。出版全球第一部期货诗集——《期货之路》。为中国兵器集团做主题报告，取得良好社会效益。为摩根士丹利做天胶分析报告，研究报告对行业有影响力。赞赏任何凭辛苦工作追求个人利益的行为。这里提供最好天然橡胶分析的地方，为参与天然橡胶交易的投资者、上下游企业和现货商服务。



原油月度策略报告

2014 年 8 月 4 日

能源化工分析师

林菁

021-61871688-6219

linjing@htfutures.com



布伦特原油 6 月合约日线图

相关报告：

《经济预期面临校正，油价仍有回调空间》中证报 20130218

《原油市场缺乏主导因素，短期中性偏多》中证报 20130318

《原油短期存压中期趋稳》中证报 20130415

《原油偏强走势仍将延续》中证报 20130527

《“关键一周”决定油价能否出现反弹》中证报 20131014

《原油仍有上行空间》中证报 20131223

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

震荡上行，分化或加剧

投资要点

- 7 月国际油价基本延续下跌，创下年内最大单月跌幅。Brent 原油 6 月合约跌 5.40%，收于 106.02 美元/桶；WTI 原油 9 月合约跌 6.2626%，收于 98.17 美元/桶。油价走势前高后低的原因一是 6 月份伊拉克风波后的地缘性溢价回落，二是传统的旺季消费需求迟迟无法得到印证，同时美元指数阶段性走强也为原油（特别是 WTI 原油）带来了压力，在国际油价盘稳后再下一城。
- 由于全球原油供需格局维持温和增长，油价暴涨难度较大，但目前价格已行至低位，且 3 季度全球经济增速及原油需求存在回升势头，因对 8 月油价判断为重心上移。地缘因素仍有继续发酵潜力，主要关注伊拉克、利比亚及俄乌局势，但在基本面常态被市场接受前，这一因素的影响效力将较为有限。预计 8 月 WTI 原油波动区间为 96-100 美元/桶；布伦特原油波动区间为 104-107 美元/桶。
- 从相对强弱角度看，WTI 原油目前存在炼厂开工回落及库欣库存增长两个风险，但因素发酵的时间点尚不确定，需持续关注天气及管道运力投放问题，同时受制于美元指数走强预期；对于布伦特原油而言，一方面炼厂开工受美国柴油出口挤压，另一方面受制于地缘因素影响效力有限，供应充裕导致近月贴水格局，前一因素短期难以改变，若 8 月出现市场预期回暖，则需关注地缘因素带来的机会。总体来看，如缺乏突破性因素影响，两地价差维持现有 3-8 美元区间波动概率加大，但相对而言，WTI 原油表现可能较弱，建议适当关注价差扩大的操作机会。

操作建议

- 操作方面，关注 Brent-WTI 价差扩大的操作机会。

风险提示

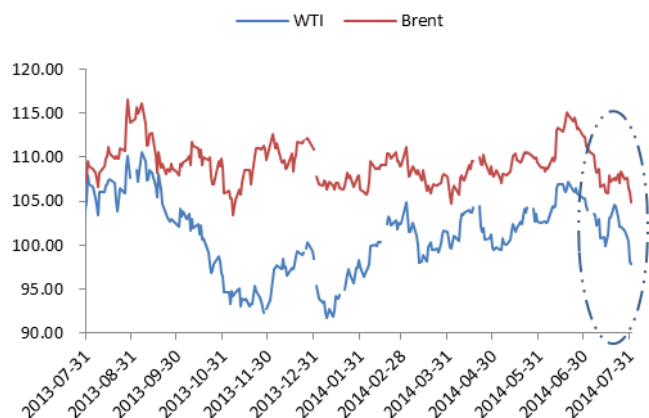
- 国内外宏观政策方向变化、地缘性冲突超预期恶化。

1. 上月行情回顾

7 月国际油价基本延续下跌，创下年内最大单月跌幅。Brent 原油 6 月合约跌 5.40%，收于 106.02 美元/桶，波动区间为 105.41-112.54 美元/桶。WTI 原油 9 月合约跌 6.2626%，收于 98.17 美元/桶，波动区间为 97.60-105.4 美元/桶。油价走势弱于我们的预期，造成油价走势前高后低的原因主要有两个，一是 6 月份伊拉克风波后的地缘性溢价回落；二是传统的旺季消费需求迟迟无法得到印证，同时美元指数的阶段性走强也为原油（特别是 WTI 原油）带来了压力，在国际油价盘稳后再下一城。

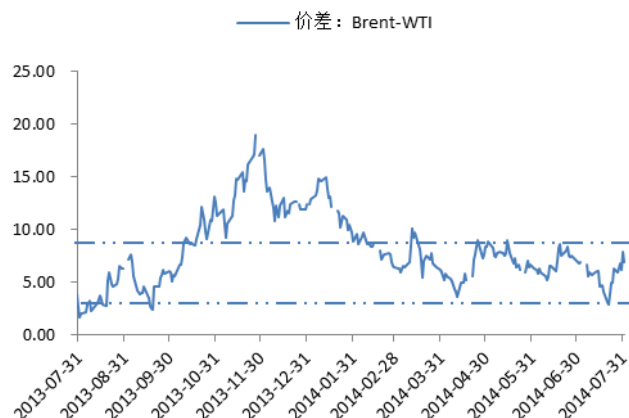
两地价差基本维持在 3-8 美元区间震荡，7 月出现强弱互换，Brent-WTI 溢价缩窄至年内低点 2.92 美元/桶后重新拉大。价差缩窄主要受到伊拉克溢价回落影响，而下半月的价差拉大则来自于美国旺季消费数据不及预期、美元指数走强施压。

图 1：油价震荡下行



来源：WIND，海通期货研究所

图 2：Brent-WTI 溢价先降后升



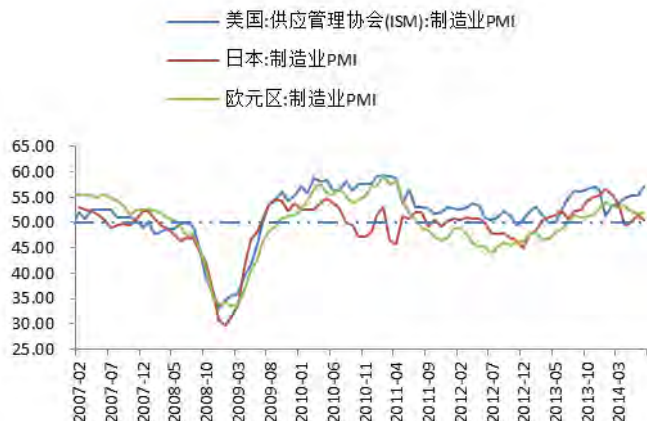
来源：WIND，海通期货研究所

2. 本月行情展望

2.1 宏观形势稳定，美元走强对油价施压

从国际宏观形势上看，各项经济指标表现相对较为稳定，以制造业 PMI 为例，发达国家基本稳定在 50 荣枯线上方，除去复苏前景较好的美国，欧元区也逐步呈现出稳定状态；而新兴国家虽在上半年有不同程度的下行，但最终基本保持在 50 荣枯线附近，6-7 月份维持拐头向上的趋势。整体宏观经济稳定向好，有助于对原油提供需求支持及稳定的外部环境。

图 3：欧美日制造业 PMI 对比



来源：WIND，海通期货研究所

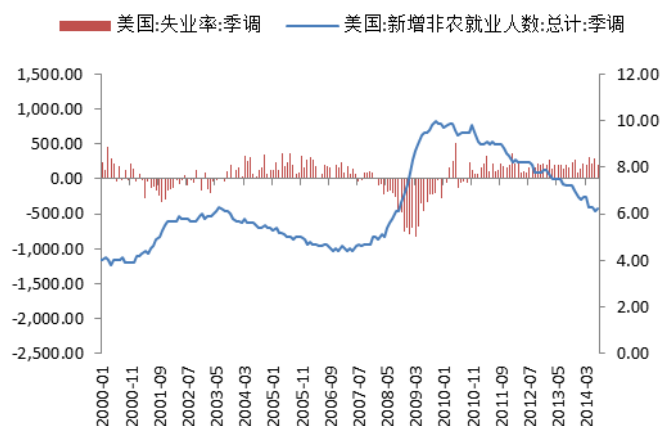
图 4：新兴经济体制造业 PMI 对比



来源：WIND，海通期货研究所

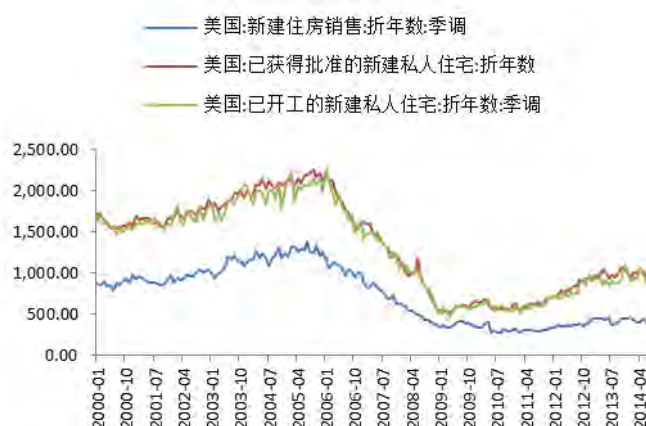
然而，美国经济对油价的影响逻辑较为复杂，前期美国确定的复苏前景曾为 WTI 原油提供过强劲的支撑，但在这一预期渐渐成为市场共识、被市场接受及消化之后，2013 年起关注点逐步转向美国货币政策的退出，进入 2014 年，加息预期逐步进入市场视野。从美国经济重要的就业指标来看，其失业率持续下行，突破美联储 QE 退出标准后，更逐步回到接近 2008 年经济危机之前的水平，新增非农就业也基本稳定在 20 万以上水平，在这一背景下，市场开始考虑加息时间点的前后，于是在 7 月货币政策会议及会议纪要、重要经济数据公布前后，市场加息预期达到高点，而近期公布的美国经济数据基本向好，造成 7 月中旬以来美元指数的持续走高。

图 5：美国失业率持续下行



来源：WIND，海通期货研究所

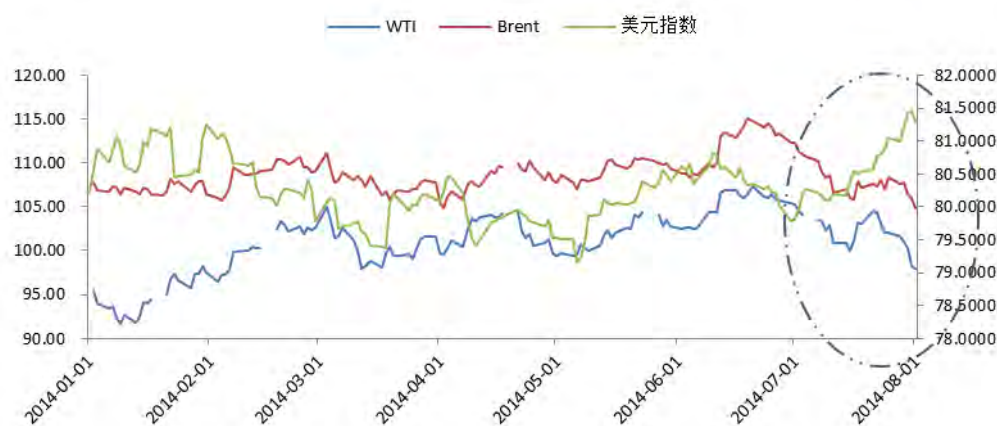
图 6：美国房地产市场稳定复苏



来源：WIND，海通期货研究所

我们知道，美元指数与原油价格存在负相关性，特别在目前市场对美国经济好转达成共识、美国油品需求表现无亮点的基础上，经济数据向好对二者产生同向刺激的难度越来越大，在 7 月份，美元指数上行对油价的施压表现的越来越明显。既然这一影响背后存在美国经济好转、美联储或将提前加息、油品消费表现平淡等预期，在这些预期未发生改变或者得到确认之前，美元指数对原油施压的现状仍将延续。

图 7：美元指数上行对油价施压



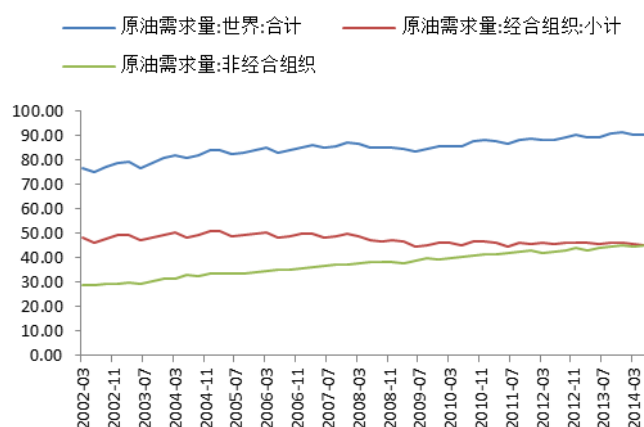
来源：WIND，海通期货研究所

2.2 全球原油供需

2.2.1 全球原油需求保持稳定

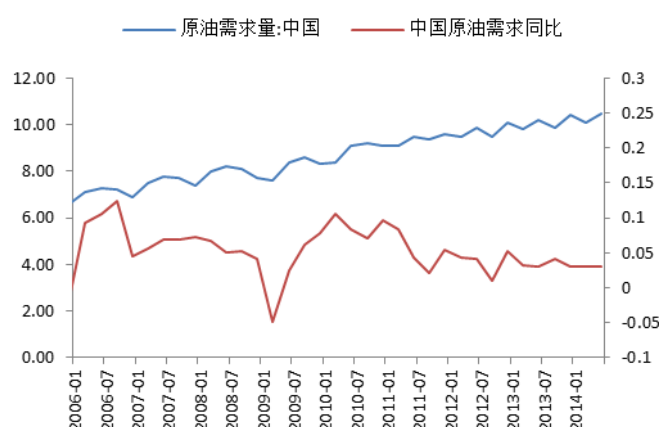
虽然此前市场关注点在于疲弱的基本面，但从目前公布的数据来看，全球原油需求在上半年依旧保持平稳上升趋势，增量主要来自于非 OECD 国家，而 OECD 国家需求基本持平，总体消费量仍在平稳上升，但增速确实出现放缓，维持环比增加，但同比下滑的态势，随着新兴经济体的降速，这一态势将逐步成为常态，这一点市场仍在消化预期之中。

图 8：全球原油需求平稳上升，非 OECD 为主要增量



来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

图 9：中国原油需求增速持稳



来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

作为需求增速的主要提供者，我们注意到中国的原油需求同比保持稳中略降，并没有

出现大幅下行的情况，近期反腐取得重大进展，也令中国经济未来的不确定性进一步消除，同时，二季度末逐步开始的各项微刺激、表现出领导层守住经济下限的态度，虽然调结构的过程仍在进行，但下半年基调转为温和刺激，经济增速的回升，将对原油需求有一定提升。

因此，对于下半年的全球原油需求，我们并不悲观，等待的只是市场对预期的消化。

2.2.2 地缘因素不会简单平息，但市场反应可能常态化

从供应方面来看，非常规油气资源的持续增产，继续造成 OPEC 原油产量的回落，因此整体供应维持充裕格局，但并不呈现明显过剩。

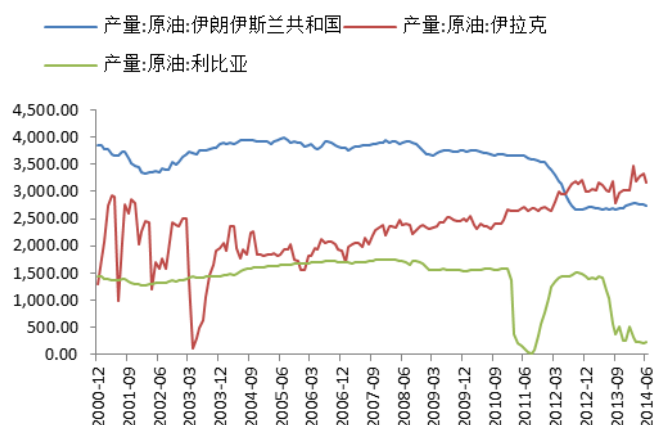
由于目前市场对原油需求增速的常态并未有效消化，市场情绪相对谨慎，地缘因素起作用的程度有限。但由于经济及政治方面的相关问题并未解决，地缘因素将不会简单平息，仍存在发酵可能性，同时我们从实际产量数据来看，地缘争端集中的伊拉克、利比亚及伊朗地区，其原油产量总体呈现出下降情况，也就是说，实际上这一因素对原油供应确有影响，但并未达到令市场满意的程度。展望未来，由于伊朗核谈判推迟至 4 个月之后，短期内这一因素影响削弱，主要关注的仍是俄乌局势、利比亚复产及伊拉克、以色列加沙地带冲突等因素。鉴于目前市场关注的焦点在于需求，地缘因素对于油价的影响只能起到锦上添花作用，而无法逆转趋势，在目前相对低位的价格，8 月地缘因素的影响可能较为有限。

图 10: OPEC 原油产量持续回落



来源: WIND, OPEC, 海通期货研究所

图 11: 地缘争端地区产量稳中有降



来源: WIND, OPEC, 海通期货研究所

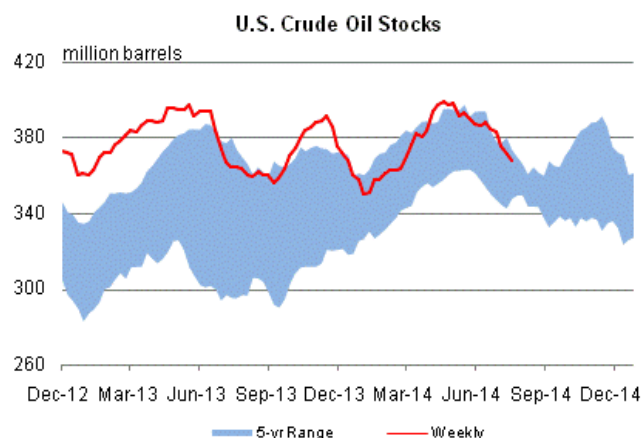
2.3 美国原油供需

虽然美元指数持续上行对 WTI 原油施压，且消费数据迟迟未能得到印证，但我们对今年美国的原油供需并不悲观——从 WTI 近月升水，布伦特近月贴水的结构也能看出，相对而言美国原油的供需格局依旧是较好的——只是目前的状态需要市场情绪的进一步消化。

2.3.1 美国原油库存持续回落，季节性需求来临但弱于预期

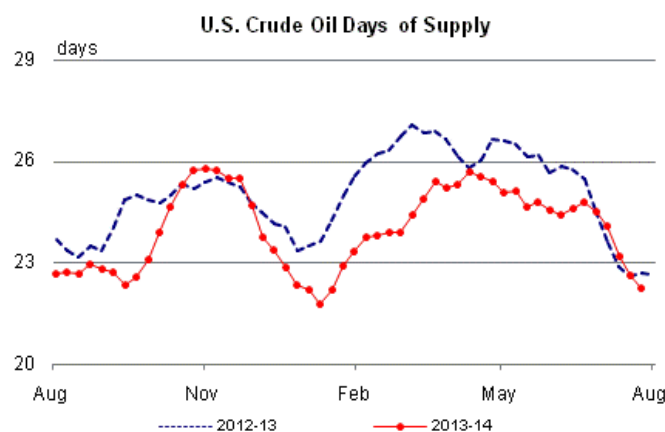
6 月份以来，美国原油库存持续下行，虽然仍处于 5 年同期区间上沿附近，库存可用天数已处于年内相对低点，显示出年内美国原油消费同比温和增长。

图 12：美国原油库存持续回落



来源：EIA，海通期货研究所

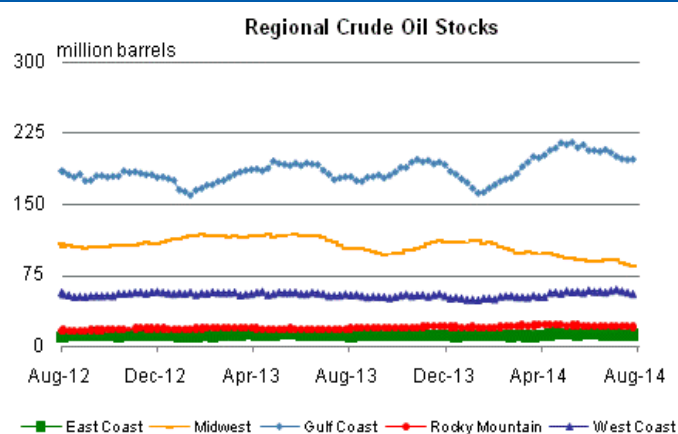
图 13：美国原油库存可用天数降至年内低点



来源：EIA，海通期货研究所

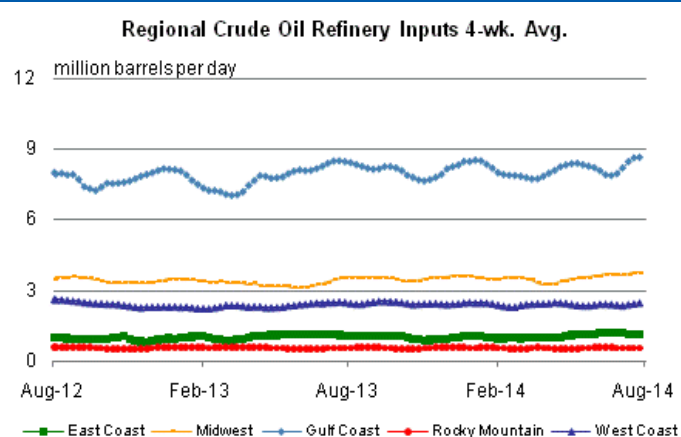
而从分地区库存来看，我们可以看到，自六月份以来，美湾地区和中西部库存此消彼长的情况告一段落，而开始转入同向下行，主要由于中西部炼厂投入提升所致，这一因素也表明季节性需求的来临。

图 16：美湾及中西部库存下行



来源：EIA，海通期货研究所

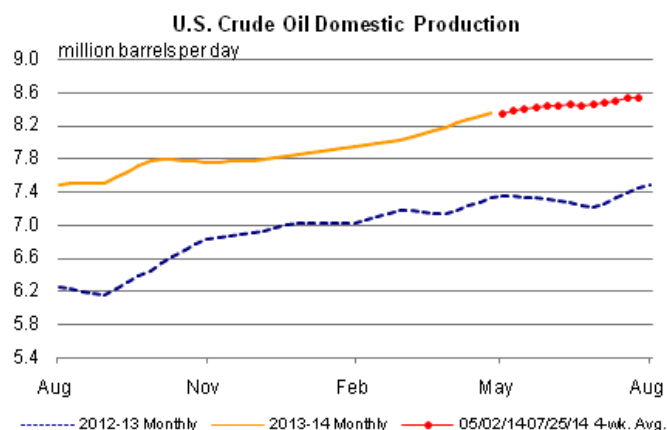
图 17：美湾地区及中西部炼厂投入提升



来源：EIA，海通期货研究所

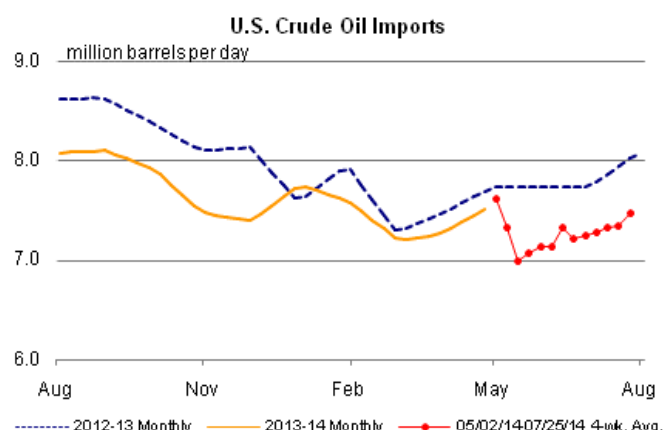
同时，我们看到美国原油产量持续上行，并且二季度中后期开始，美国原油进口量重新出现上行，在这样的背景下，美国原油库存能够出现下降，也反证了对原油需求的回升。只是增幅预期表现并不突出。

图 18: 美国原油产量



来源: WIND, OPEC, 海通期货研究所

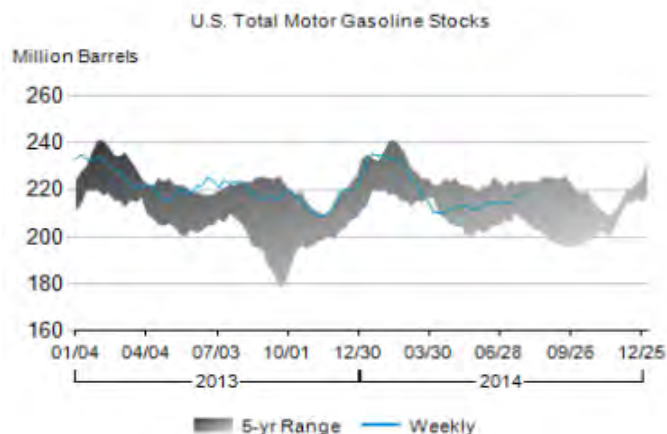
图 19: 美国原油进口量



来源: WIND, OPEC, 海通期货研究所

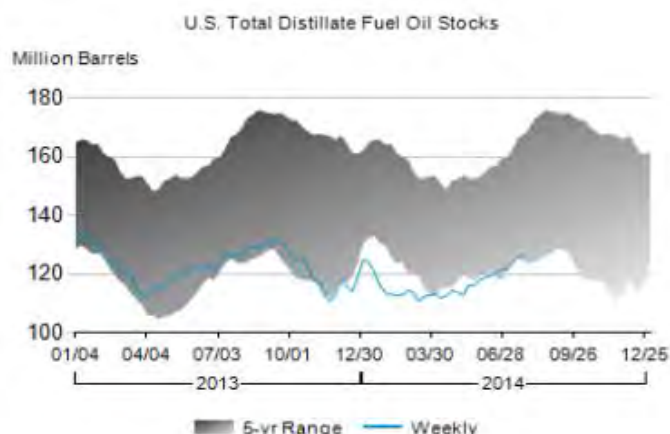
特别是从汽油库存数据来看, 迟迟无法得出旺季消费的证据, 但我们必须关注到一点, 虽然美国炼厂盈利的主要考量在于汽油利润, 但目前美国可将柴油出口至欧洲, 支撑其较高的开工率, 也因为目前的开工率高于往年同期, 导致下游成品油库存在旺季到来时的缩减并不十分明显。

图 20: 美国汽油库存上行



来源: WIND, OPEC, 海通期货研究所

图 21: 美国取暖油库存上行

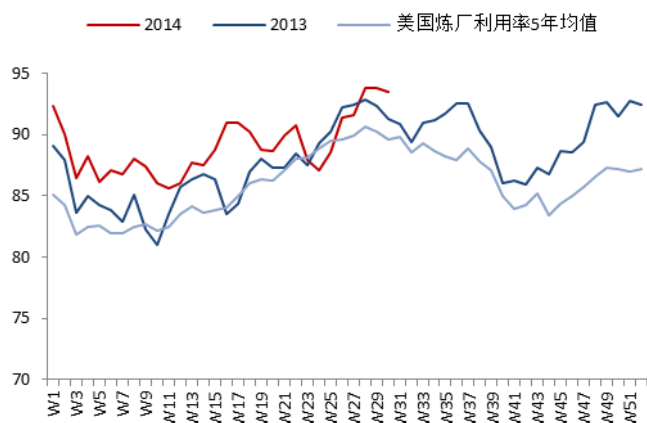


来源: WIND, OPEC, 海通期货研究所

2.3.2 美国炼厂产能利用率是否存在回落风险?

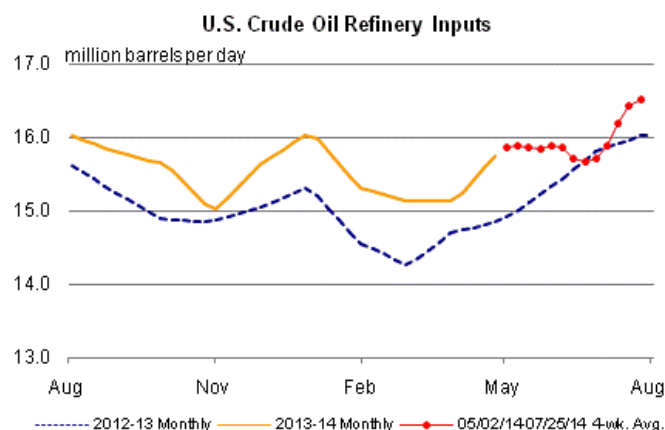
美国炼厂产能的高利用率支撑了 WTI 原油的相对强势, 而炼厂投入量也仍在升高, 但这么高的炼厂产能利用率是否存在回落风险? 答案是肯定的, 但这一风险未必出自于实际需求的回落, 更可能是来自于季节性的炼厂检修, 这一点我们需要关注的并非经济, 而更多的是天气, 如果不出现这一因素, 则美国炼厂的利用率仍有可能继续在高位徘徊一段时间。

图 22：美国炼厂利用率处于同期高位



来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

图 23：美国炼厂投入量四周平均继续上行



来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

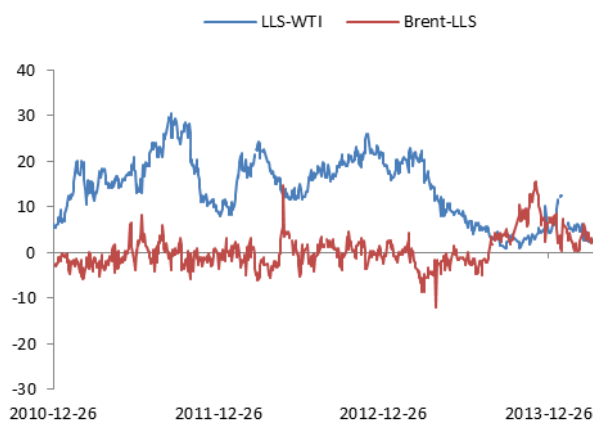
2.4 布伦特-WTI 价差

从布伦特-WTI 价差来看，我们暂时没有发现突破性的因素影响，但 WTI 原油可能表现相对弱势而引发价差扩大。需关注库欣库存（管道运力增长）、美国原油出口及地缘政治等因素。

此前我们将布伦特-WTI 价差分解为 LLS-WTI 及 Brent-LLS 讨论：

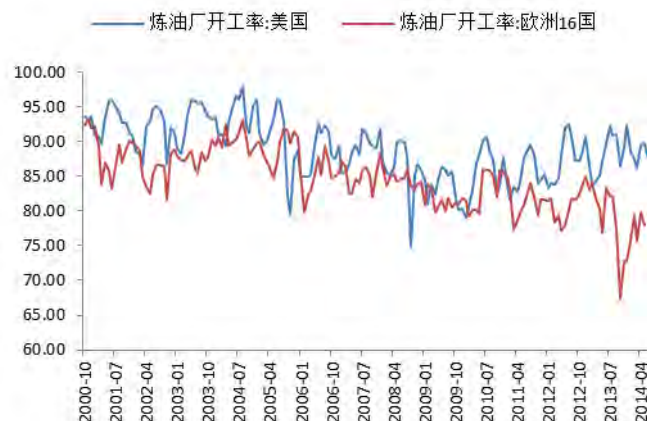
目前 LLS-WTI 价差基本徘徊在运输成本附近，持稳于 2-6 美元/桶之间，后期需要关注的是库欣库存回升的可能性，因目前该地区库存已经处于历史地位，进一步下降难度较大，而从此前市场对堪萨斯州 Coffeyville 地区 11.5 万桶/日炼厂停工的反应来看，对于库欣原油库存的回升早有预期。三季度中后期，有三条管线将进一步打通，自加拿大、巴肯等地向库欣回输原油，后期这一因素的影响将造成 WTI 原油对 LLS 贴水扩大，但其是否在 8 月份得到体现仍需观察。

图 24：价差分解



来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

图 25：欧美炼厂开工率对比

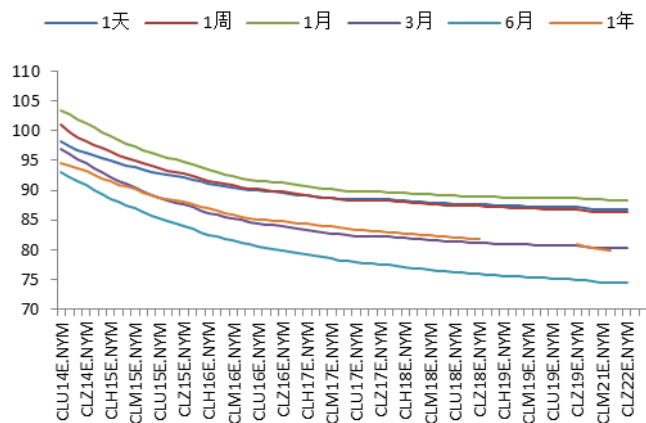


来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

而从 Brent-LLS 价差来看，主要反映的还是两地炼厂开工率的差异，目前这一数据的差距依旧较大，背后的影响在于炼厂的盈利状况，这与相对经济形势、原油成本等因素相关，逆转难度较大。

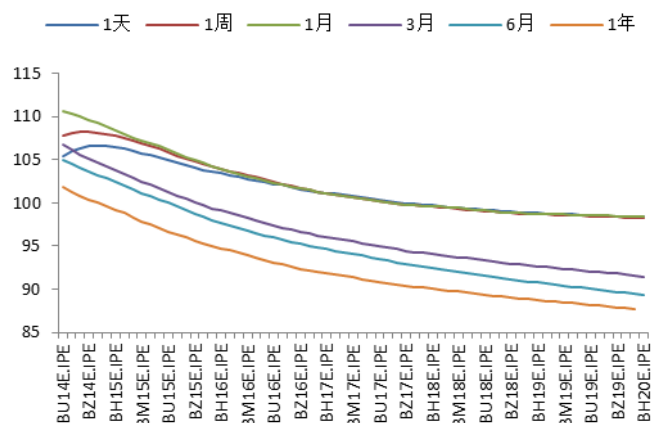
同时从远期曲线的变化上看，目前布伦特原油短期供应充裕导致远期曲线近端向下弯曲，而 WTI 原油仍保持强势的近月升水格局，且从 14 年 8 月合约交割前来看，由于库欣库存偏低，出现了短期补涨的类似“挤仓”行情。

图 26: WTI 原油远期曲线



来源：WIND，OPEC，海通期货研究所

图 27: 布伦特原油远期曲线



来源：WIND，海通期货研究所

3. 结论及操作建议

由于全球原油供需格局维持温和增长，市场仍需时间习惯基本面常态，油价暴涨难度较大，但目前价格已行至低位，且 3 季度包括中国在内的经济增速及原油需求存在回升势头，因而对 8 月油价判断为重心上移。地缘因素仍有继续发酵潜力，主要关注伊拉克、利比亚及俄乌局势，但在基本面常态被市场接受前，这一因素的影响效力将较为有限。预计 8 月 WTI 原油波动区间为 96-100 美元/桶；布伦特原油波动区间为 104-107 美元/桶。

从相对强弱角度看，WTI 原油目前存在炼厂开工回落及库欣库存增长两个风险，但因因素发酵的时间点尚不确定，需持续关注天气及管道运力投放问题，同时受制于美元指数走强预期；对于布伦特原油而言，一方面炼厂开工受美国柴油出口挤压，另一方面受制于地缘因素影响效力有限，供应充裕导致近月贴水格局，前一因素短期难以改变，若 8 月出现市场预期回暖，则需关注地缘因素带来的机会。总体来看，如缺乏突破性因素影响，两地价差维持现有 3-8 美元区间波动概率加大，相对而言，WTI 原油表现可能较弱。

操作方面，如未出现突破性因素影响，以区间操作 Brent-WTI 价差为主。建议关注价差扩大的操作机会。

个人简介:

林菁：华东理工大学化学工艺硕士，能源化工研究员。

2010 年起从事能源化工品研究，对原油、LLDPE、PTA、PVC 等相关品种均有深入的系列研究，熟悉化工整体产业链。2012 年进入海通期货研究所，负责原油及玻璃期货新品种研究工作。长期在期货日报、中国证券报等相关报刊发表文章；接受期货日报、上海证券报、东方早报等媒体定期采访；任《第一财经》、《财富天下》等节目特约嘉宾。媒体发布内容受到广泛转载。

从业资格证号：F0283912；投资咨询从业证书号：Z0001947



铜月度策略报告

2014 年 8 月 1 日

铜分析师

杨娜

021-61871688-6223

guojunwen@htfutures.com

铜主力合约日线图

伦铜:



沪铜:



相关报告:

《媒体发文标题》、媒体及时间

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

供给仍然偏多，需求淡季到来

投资要点

- 七月份铜期货价格经历了大幅回调、继而又价格回升这一过程。沪铜主力 1409 合约在 7 月 21 日时达到最低 49190 元/吨；LME 铜在 7 月 18 日达到最低值 6960 美元/吨；
- 宏观经济方面，美国经济整体维持复苏之势，市场出现改善；中国经济短期出现企稳回升，但这表明政府出台政策刺激的可能性下降，对铜价刺激因素出现可能性也下降；
- 现货方面，下游企业开工情况不佳，现货铜市场持续成交平淡。而国内现货铜贸易商明显为滞销所困，虽然本月铜价先跌后回升，但贸易商信心并无随着价格回升而回升，出货积极。
- 7 月度铜价格表现平稳，价格并未出现大幅波动。由于近期进口倒挂严重，虽然废铜价格亦有所上升，但上升的幅度远不如亏损程度，因此不少进口商都不愿进口。

操作建议

- 八月，宏观经济方面，美国经济整体维持复苏之势，市场出现改善；中国经济短期出现企稳回升，但这表明政府出台政策刺激的可能性下降。基本面方面，八月份，铜需求转淡，并且供应有望增加，这使得铜价中长期面临下跌风险。第三季度消费淡季的打压或部分抵消掉中国经济企稳反弹所带来的提振，令铜市需求乐观预期有所下滑，亦不利于期铜走强。持仓方面，基金多头平仓，也是预计铜价格下行可能性偏大。

风险提示

- 国内外宏观经济形势变化，政策变革，以及重要港口出现纠纷导致的罢工都有可能影响铜价格走势。

1. 七月市场回顾

七月份铜期货价格经历了先对之前增长大幅回调，继而又价格回升这一过程。沪铜主力 1409 合约在 7 月 21 日时达到最低 49190 元/吨；LME 铜在 7 月 18 日达到最低值 6960 美元/吨。

图 1：LME 铜 3 月电子日线图



来源：文华财经，海通期货研究所

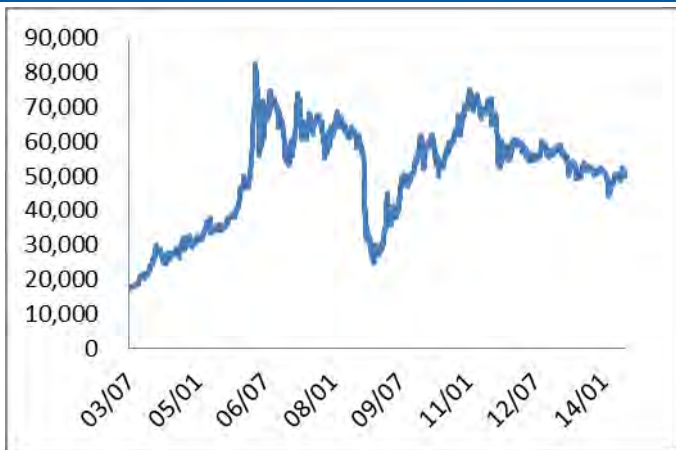
图 2：沪铜 1409 日线图



来源：文华财经，海通期货研究所

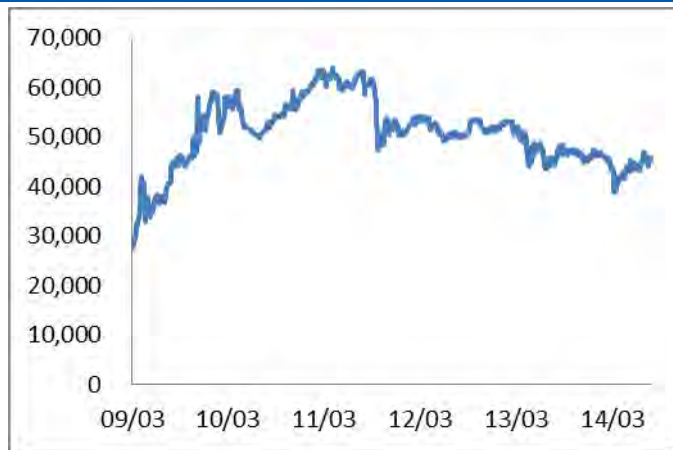
进入下半年，上半年铜的持续走势将，供应面发生了根本性变化。国内供应量在 7 月得到迅速回升，现货升贴水也回落至平水附近。至 6 月底，因青岛港融资骗贷调查所引发的融资铜遭抛压，融资铜的流入很好的弥补了国内市场供应的空缺。而国产铜方面，金川公司前期检修的生产线恢复运行，也在一定程度上提振铜市供应。虽然供应量增加，但消费量却呈现下滑态势。天气炎热，让电等限制令铜加工企业开工率明显下滑，企业用铜量也因此而减少。截至 7 月底，下游企业开工情况仍旧不佳，现货铜市场持续成交平淡。而国内现货铜贸易商明显为滞销所困，虽然本月铜价先跌后回升，但贸易商信心并无随着价格回升而回升，出货积极。因而，本月现货铜实难再给期货支持，甚至有些拖累。

图 3：1#电解铜现货月平均价



来源：wind，海通期货研究所

图 4：废铜 1#光亮铜线价格



来源：wind，海通期货研究所

8 月份全球宏观面主要风险有：（1）美联储或加大 QE 的退出动作，并提高加息预期；（2）非农就业数据好转；（3）欧央行推出更多 QE；（4）欧猪国家经济反复；（4）上调消费税预期拖累日本经济复苏，累及日本经济走出通缩；（5）中国经济数据缓慢复苏；（6）房价持续性走低；（7）政策层推出更多定向定量的微刺激；（8）俄罗斯经济面临日渐加重的制裁压力。

从供需面上，印尼矿业政策调整或将刺激铜精矿在近期恢复出口，供给层面上面临压力；从需求上看，当前仍是传统淡季，铜材开工及下游消费都有一定程度的走弱；现货铜市场升水下滑，报价疲软，成交不畅佐证需求不佳，对价格支持不足。

2. 宏观行情分析

2.1 欧元区七月经济走势

根据欧盟统计局公布数据显示，7 月欧元区制造业采购经理人指数 PMI 终值为 51.8, 与上月维持相同水平，停止了自四月以来一直下行的趋势，显露出回暖的迹象，其初值为 51.9，高于预期 51.7；7 月欧元区消费者信心指数为 -8.4，较上月 -7.5 有所恶化；但是 6 月欧元区失业率为 11.5%，较前两个月维持的 11.6% 有所下调，就业情况表现良好。

2.2 美国七月经济走势

美国 7 月 ISM 制造业 PMI 为 57.1，预期为 56.0，前值为 55.3，PMI 值明显高于预期；新订单指数为 63.4，较前期 5 月数据 58.9 大幅增加，7 月就业指数为 58.2，高于前值 52.8；与此同时，美国 7 月密歇根大学消费者信心指数终值为 81.8，低于 6 月的 82.5，该下调源于当前收入状况的改善并未提升消费者对于未来收入状况的预期。但整体来看，新订单的增加以及 PMI 的走强意味着之后经济走强。

2.3 中国七月经济走势

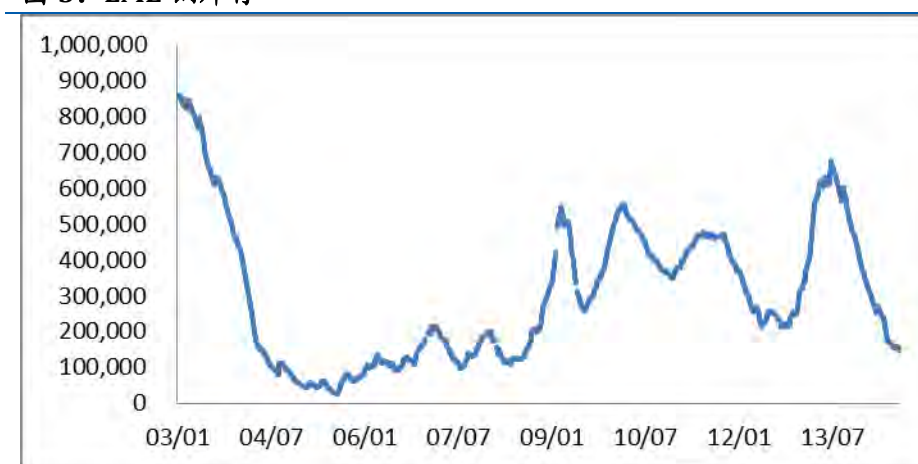
根据国家统计局发布数据显示，今年 7 月份制造业 PMI 指数为 51.7%，此为 PMI 指数连续 5 月回升，升幅扩大，创下今年以来最大升幅。在构成 PMI 的 12 项分项指数中，除了从业人员与供应商配送时间指数回落之外，其他各项指数均呈现回升。整个数据表现出当前经济活跃程度增加。中国 6 月消费者信心指数为 104.7，打破自三月起下跌趋势。数据表明，经济表现良好，并且消费者信心增强。

3. 基本面分析

3.1 LME 库存持续下滑，现货价格表现平稳

本月 LME 铜库存在上旬经历了维稳趋势，在中下旬再次出现下跌迹象。截止 7 月 31 日，伦铜注销仓单为 32375 吨，注销仓单占比为 22.08%，该值在 6 月月末为 19.06%。注销仓单的增加预计之后伦铜库存可能将继续降低。7 月国内库存出现了大幅增加，一方面是国内现货价格偏高吸引铜进入，另一方面是进入 7 月之后生产进入淡季，下游需求减弱导致库存增加。

图 5：LME 铜库存



来源：WIND，海通期货研究所

7 月废铜价格表现平稳，价格并未出现大幅波动。由于近期进口倒挂严重，虽然废铜价格亦有所上升，但上升的幅度远不如亏损程度，因此不少进口商都不愿进口，如此一来，令国内废铜进口量大幅减少。面对此情况，持货商惜售心理较强，尤其是当铜价出现下跌后，都不愿出货，目前商家多数采取先补货后出货的方式运作。但终端用户表示近期铜价上升，但其成品并未提价，原因是下游接受度不高，令其利润降低。而且目前正值淡季，因此，其面对高价格并不愿采购过多，只是维持按需采购。我们预计该情况仍将贯穿整个 8 月，短期难有改善。

3.2 供给仍然偏多，需求淡季到来

世界金属统计局在 7 月发布报告，公布今年 1-5 月，全球铜市供应短缺 36.1 万吨，2013 年全年供应过剩 40.2 万吨。ICSG 则公布，全球精炼铜市场 4 月供应短缺 18.3 万吨，3 月短缺为 8.4 万吨。全球精炼铜市场 1-4 月供应短缺为 38.9 万吨。但是由于保税区的库存有 80-90 万吨，所以整体来看，全球铜市场仍然处于供给过剩状态。

根据海关总署数据显示，中国 6 月末锻造铜及铜材进口量为 35.4 万吨，环比减少 7.9%。数据显示，1-6 月末锻造铜及铜材累计进口量为 252.2 万吨，较去年同期同比增加 25.9%。中国 6 月精炼铜进口量为 255041 吨，同比减少 9.9%。1-6 月精炼铜进口量

为 188 万吨，较去年同期同比增加 37.29%。1-6 月铜精矿进口量为 543 万吨，同比增加 21.67%。数据表明中国依旧是世界上最大的铜需求国，此地位无法被撼动；但是由于到了需求淡季，铜进口数量出现季节性减少。

印尼铜精矿的出口，铜矿商 Freeport、Newmont 和印尼政府依然处于激烈的博弈中，虽然矿商不断放出铜精矿的出口消息，对出口表达出一定的预期，但印尼政府的态度较为冷淡。现货铜精矿加工费为 110 美元/吨，维持上周水平，但由于冶炼厂库存高企，对铜精矿的现货的需求较弱。冶炼厂对后期铜精矿现货加工费的走势并没有非常好的预期，认为即使印尼铜精矿有所出口，但前期出口量对实际供应影响较小，故认为铜精矿现货 TC 将最高上升至 115-120 美元/吨。

需求方面，有 63% 的铜管企业进一步看弱 7 月订单情况，从与制冷铜管关联较大的旋转压缩机市场来看，6 月产量环比减少 5.3%，销量环比亦减少 7.6%，而库存同比增幅在 10.91%。由此可见，7 月制冷行业相关领域无论铜管还是压缩机，均面临较大的消费压力。此外，随着制冷管消费市场的转淡，市场竞争压力开始加大，部分铜管企业为在淡季周期内维稳产量，开始增大跨区域销售，令部分无意调价销售的企业开始主动调降生产计划。

4. 投资策略

八月，宏观经济方面，美国经济整体维持复苏之势，市场出现改善；中国经济短期出现企稳回升，但这表明政府出台政策刺激的可能性下降。基本面方面，8 月份，铜需求转淡，并且供应有望增加，这使得铜价中长期面临下跌风险。第三季度消费淡季的打压或部分抵消掉中国经济企稳反弹所带来的提振，令铜市需求乐观预期有所下滑，亦不利于期铜走强。持仓方面，基金多头平仓，也是预计铜价格下行可能性偏大。

杨娜，海通期货有色金属分析师，上海对外经贸大学金融学专业硕士，本科就读厦门大学化学生物专业。曾在广发证券、海通证券等多家券商研究所实习，擅长数据分析。



焦煤焦炭月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

谨慎参与 回避做多近月

能源化工分析师

郭军文

021-61871688-6225

guojunwen@htfutures.com

焦煤主力合约日线图



焦炭主力合约日线图



相关报告：

《焦煤焦炭反弹难延续》中证报

20130515

《煤焦钢或将迎来转机》中证报

20130801

《煤焦钢反弹或将延续》中证报

20130813

《焦炭短线不宜追高》期货日报

20130815

《动力煤现货涨价具有阶段性》期货日报 20131119

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

投资要点

- “微刺激”政策持续加码，前期刺激政策渐显成效，宏观经济数据稳中向好，二季度 GDP 及 6、7 月份的 PMI 值均好于预期，宏观环境较上半年明显改善；
- 上半年房地产的不确定性给宏观经济带来较大的下行风险，地方政府也因房地产收入锐减而降低了投资能力。在房地产量价齐跌预期强化之时，地方政府纷纷出手救市，5 月份以来，各地方政府纷纷取消限购政策，在取消限购之后，济南、杭州等地成交情况明显好转。
- 煤焦钢产业链资金风险集中暴露，钢贸、煤炭、钢企及铁矿石等领域均已暴露；出于资金安全的考虑，各银行在这一领域收紧贷款、加大贷款审查力度，煤焦钢产业链面临资金断供的尴尬境遇。即使无风险利率回落，煤焦钢产业链的资金面也难以改善。
- 目前铁矿石、螺纹钢呈现远月贴水的价格结构，而焦煤、焦炭呈现远月升水的价格结构。对于贴水结构的品种，投机操作难度明显偏大；而对于升水的品种，我们应密切关注期现套利机会，尤其是交割月前的 1-2 个月，当期现价差偏大时，其上方空间会明显收窄。
- 2014 年以来，产业资金对煤焦期现套利的重视程度明显提高，期间，期货公司的现货子公司起到了积极的推动作用。目前 Jm1409 合约与 J1409 合约期货盘面价格仍然高于最便宜标准仓单价格，产业客户参与交割的意愿较强。

操作建议

- 煤焦钢产业链长线偏空的格局难以扭转，在整体呈现下行态势的大格局下，抄底、做多需格外谨慎。目前宏观经济层面出现了一些积极的变化，房地产下行风险得到了一定程度的缓解，3 季度煤焦钢产业链存在改善的可能。然而，对于大趋势偏弱的产业，做多始终需格外谨慎，除非看到需求实质好转的迹象，否则应回避做多。

风险提示

- 市场情绪难以把握，短线行情难以猜测。投资者在参与过程中应回避相关风险。

1. 7 月走势回顾

7 月份，焦煤、焦炭延续前期跌势，期间几乎没有像样的反弹，且每次小级别的反弹都会伴随更大幅度的下跌，与此同时，现货市场也呈现弱势，6、7 月份，现货并未因减产传闻而止住下跌的步伐。

期货与现货联袂下跌，反映了现货市场一直处于疲弱状态，而期货始终维持对现货的高升水，又为期货套利提供了机会，对于弱势且呈现升水结构的品种而言，做空大多数时候优于做多，抄底却是始终难以找到底部。

7 月份，焦煤、焦炭均完成了移仓换月过程，目前 Jm1501 与 J1501 合约均已成为主力合约，从焦煤、焦炭的行情走势看，煤焦明显是空头主导的市场，然而，令人称奇的却是：在移仓换月过程中，近远月合约价差在扩大。对此可能的合理解释是：多头为回避现货交割，主动移仓。

7 月初，Jm1501 合约约 840 元/吨、J1501 合约约 1190 元/吨，目前，Jm1501 合约已跌至 790 元/吨一线，J1501 合约已跌至 1120 元/吨一线。Jm1409 合约与 J1409 合约跌幅更大。

图 1: JM1501 日线图



来源：和讯

图 2: J1501 日线图



来源：WIND，海通期货研究所

2. 2014 年 8 月行情展望

2.1 宏观经济：稳中向好

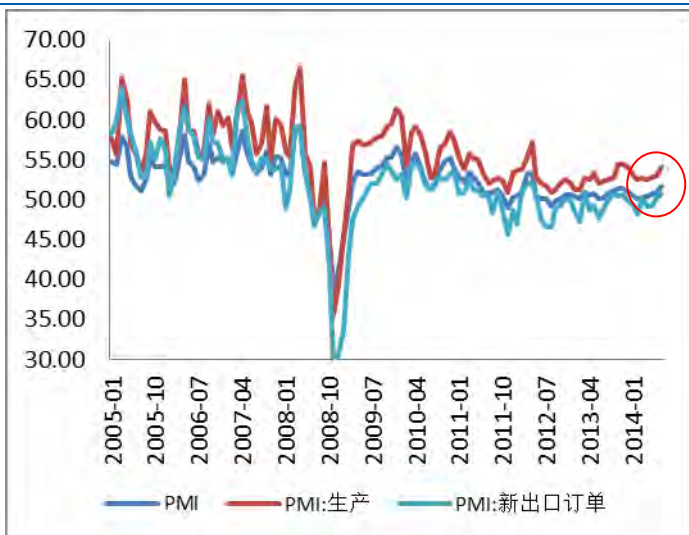
上半年宏观经济下行趋势明显。宏观运行逻辑与实际经济数据都支持经济走弱的观点，在经济结构转型换挡期，政府对经济下行的容忍度也有所提供。一季度 PMI 值、GDP 值均明显低于 2013 年底，也低于市场预期。为稳住经济下行态势，政府从 3 月份即陆续推出微刺激政策，这些微刺激政策包括定向降准、棚户区改造、加大铁路投资建设力度与推进特高压线路建设等。

与此同时，中央政府默许地方政府取消房地产限购政策的态度同样值得关注，地方政府在支持房地产方面做多说少，而其敢于承担风险去救楼市的举动已经说明了目前房地产问题确实较大，在各地陆续出台房地产救市政策后，房地产市场下行的问题得到了一定程度的缓解，房屋成交情况也有所好转。

7 月份汇丰 PMI 终值 51.7，为近 27 个月的新高，明显高于年内其它月份，较 6 月份继续抬升 1 个百分点。同期统计局公布的中国 PMI 为 51.7，为近 18 个月的新高。两个机构统计的 PMI 值均为近期最高值，较 2013 年 10、11 月份都高，从 PMI 值得角度看，宏观经济复苏迹象已经相当明显。

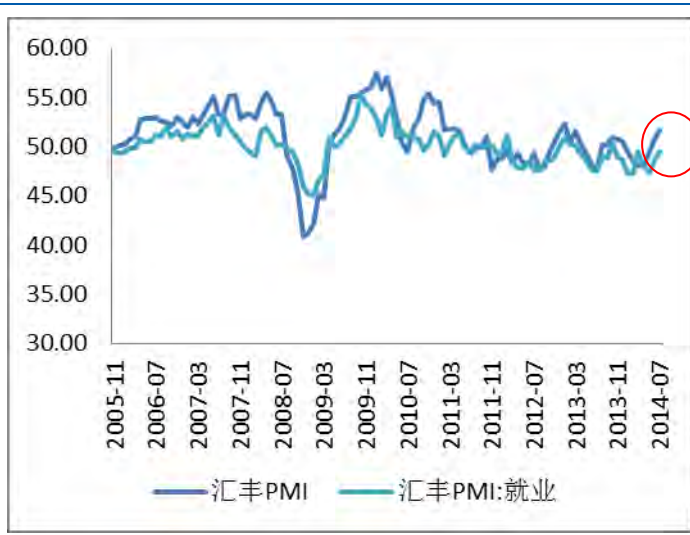
然而，经过这几天宏观经济的起起落落，市场已熟悉了经济短期反弹、长期趋势偏弱的特点。经济刺激政策会影响短期经济走势，但不足以改变经济运行逻辑。与过往经济刺激政策相比，本次经济刺激政策更具有针对性、科学性，本次经济刺激政策多频次、且涉及多个领域，而且更关注民生、就业与经济的健康发展。

图 3：中国 PMI 及其分项指标



来源：WIND，海通期货研究所

图 4：汇丰 PMI 及其分项指标

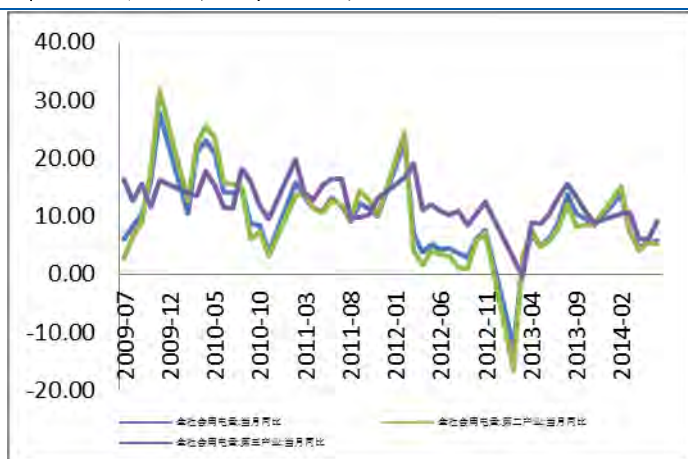


来源：WIND，海通期货研究所

2013 年全社会用电量在 8、9 月份达到年内高点，同比分别为 13.67%与 10.40%，从 10 月份、11 月份开始，全社会用电量同比增速开始回落，用电量增速的回落反应了社会经济活动开始降温。2014 年 6 月份，全社会用电量与第二产业用电量同比增速分别为 5.86%与 5.23%，用电量同比增速仍然处于低位水平，用电量数据与 PMI 值表现出现较大程度的背离，实际宏观情况与超高的 PMI 值表现并不相符，从全社会用电量数据看，宏观经济改善情况并不乐观。分析全社会用电量数据时，应考虑经济结构调整的因素，本轮经济复苏与第三产业反弹的关系较为直接，6 月份第三产业用电量同比增长 9.02%。

从 2013 年年底开始，全国煤炭铁路运量开始快速回落，2013 年 11 月份、12 月份，煤炭铁路运量同比增幅均不足 1%，2014 年此数据更是下滑至 -5.6%，6 月份该数据同比跌幅有所收窄。从煤炭铁路运量这一数据来看，全国煤炭能源消费需求仍呈现回落态势。

图 5：全社会用电与工业用电



来源：WIND，海通期货研究所

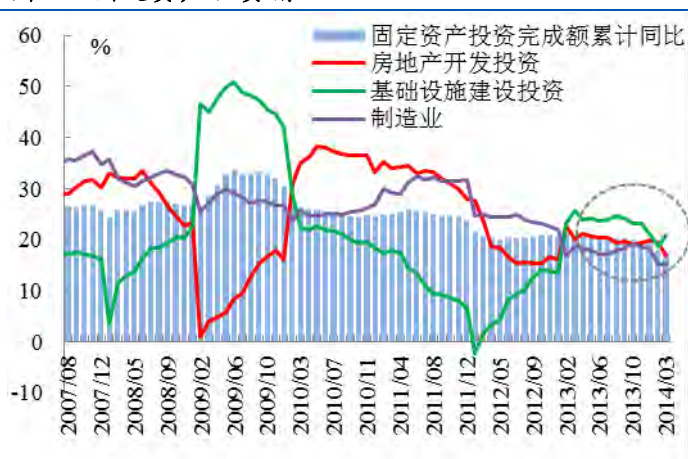
图 6：全国煤炭铁路运量情况



来源：WIND，海通期货研究所

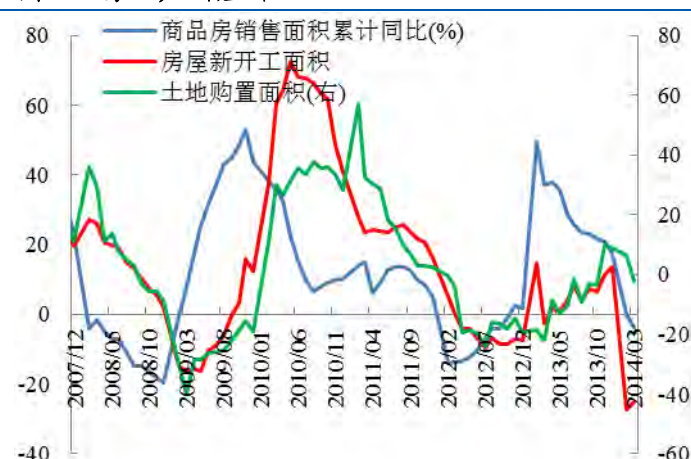
2 季度 GDP 增速为 7.5%，高于市场预期，与 2014 年的经济增长目标持平。6 月份固定资产投资增速与房地产新屋开工面积同比增速仍然不尽人意，从大数据的角度看，煤焦钢的终端需求依然不振。

图 7：固定资产投资情况



来源：WIND，海通期货研究所

图 8：房地产新屋开工



来源：WIND，海通期货研究所

宏观经济指标走弱，经济下行态势明显，稳增长政策出台进度明显加快，然而，从过去数月的政策节奏看，我们发现本轮刺激政策针对性更强，且聚焦于经济结构调整领域，在刺激消费、激发经济活力方面着力较重，在加大投资方面则比较谨慎，且决策层已经意识到，通过投资刺激政策，只会让问题拖得更久、问题积累的更深。

通过挖掘新的增长点激发经济活力、促进经济结构调整，对于中国经济的持续发展，无疑是潜在的利好，然而对于需要依靠投资拉动需求的煤焦钢，利好却相对有限。

2.2 焦煤、焦炭总供给：居高不下

焦煤、焦炭行业供给过剩，下游终端需求又迟迟不见起色，焦煤、焦炭理所当然地成为了市场关注的焦点。然而，尽管行业亏损严重、减产停产传言不断，焦炭产量数据却依旧坚挺。2014 年 6 月份焦炭产量仍高达 4109 万吨，较去年同期下降 0.5%，同比跌幅收窄。与焦煤相比，焦炭价格跌幅略小，焦化企业盈利情况有一定程度的好转，焦炭产量仍然维持高位。

炼焦煤产量增速较为平缓，同时因为内外价差的严重收窄，炼焦煤进口的盈利空间被严重挤压，2014 年炼焦煤的近况，严重冲击着国内炼焦煤市场，今年炼焦煤进口同比呈现负增长。

图 9：炼焦煤进口情况



来源：WIND，海通期货研究所

图 10：焦炭产量及增速



来源：WIND，海通期货研究所

2.3 资金紧张致库存运作方式发生变化

煤焦钢产业链结束黄金十年的论断已为市场普遍接受，相关大宗商品价格难以出现趋势性上涨的机会，受此影响，煤炭企业、焦化企业与钢贸企业大多会选择去库存、去存货。目前产业链各个环节都会尽量采取低库存的运作模式，企业主动去库存的行为对产品价格形成了较强的冲击。

随着定向降准范围的陆续扩大，下半年市场资金情况会有明显改善，无风险利率仍然处于下行通道之中。然而，市场资金面改善并不意味着煤焦钢产业链的资金会改善，在行业预期转差、盈利能力转弱之后，煤焦钢在未来相当长一段时间都将面临资金紧张的问题。

贸易商可运用资金的大幅缩水使得库存变化呈现出新的特点，严重缩水的资金能承载的库存容量较以往明显下降，库存能力的降低让焦煤、焦炭易跌难涨的特点表现得更为充分。在焦煤、焦炭行情好转时，因为库存能力的降低，贸易商无法像往年一样积极备库，进而无法助推价格走高；当焦煤、焦炭行情转差时，贸易商又迫于资金压力需要及时出货。从库存运作的特点看，未来煤焦钢价格反弹的幅度将明显低于往年。

低库存运作模式在需求好转时也会给市场带来做多机会，一旦需求好转，需求会快速传递至市场的各个环节，消费商与贸易商货源紧张的问题会快速暴露，现货价格有望及时跟进。这一点也是趋势做空投资者需要防范的风险，在季节性需求旺季前期，市场或许会孕育反弹动能。

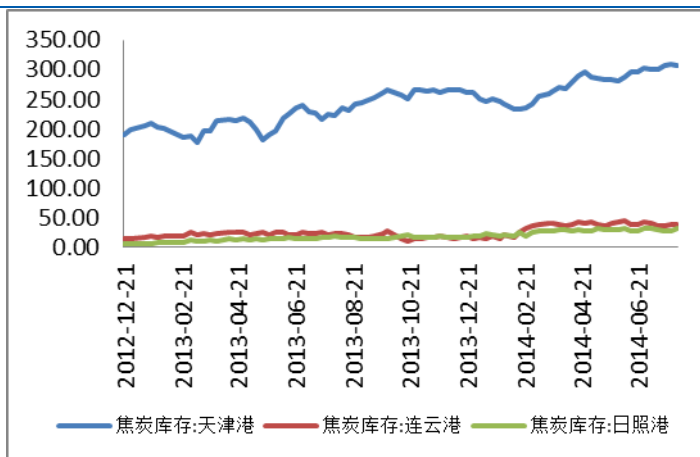
国内四港口炼焦煤总库存水平始终维持在 700 万吨左右的水平，天津港焦炭库存一直维持在 300 万吨左右的水平。港口库存水平仍然处于高位，显示下游需求仍未有明显起色。

图 11：炼焦煤库存



来源：WIND，海通期货研究所

图 12：焦炭库存情况



来源：WIND，海通期货研究所

2.4 需求较高

我国生铁产量一直处于高位水平，这以为这焦煤、焦炭需求量较大，然而，近年来钢铁行业产能过剩问题严重，钢价持续走低，钢企亏损严重。面对经营压力与资金压力，行业面临着重新洗牌的可能，从长期趋势看，钢铁行业去产能是大概率时间，煤焦需求将相应减少。

2014 年上半年，因为铁矿石、焦炭等原材料价格的大幅下跌，钢铁生产企业的盈利情况明显改善，随着盈利情况的改善，钢企的生产热情从新点燃，开工率有所提供，生铁、粗钢产量维持高位。

图 12：生铁产量



来源：WIND，海通期货研究所

图 13：粗钢产量



来源：WIND，海通期货研究所

2.5 8 月份不得不关注交割情况

回顾过去交割的 9 个合约，我们发现在交割月前一月及交割月这段时间内，临近交割的焦炭主力合约均呈现跌势，J1201 合约 J1301 合约表现则相对抗跌，但当时的焦炭现货市场表现更为强劲。在焦炭现货市场表现平稳或偏弱的情况下，临近交割的主力合约全部下跌。

从逻辑和实证的角度看，若临近交割月的主力合约较现货仍有升水，则存在期现结合的套利机会，若期现价差能够覆盖期货交易费用、交割费用与资金成本，则安全系数高。在临近交割月时，投资者必须密切关注仓单价格，若期货盘面价格升水仓单价格太多，则做多犹如火中取栗。

从目前了解到的信息来看，焦煤最便宜仓单价格不高于 740 元/吨，焦炭最便宜仓单价格接近 1000 元/吨。在仓单价格仍然明显低于期货盘面价格的市场中，近月做多风险太大，在明显高于仓单价格的点位上做多近月焦煤、焦炭，即是参加了一场只亏不赢的游戏。

近期市场氛围受股指带动明显转暖，近月合约或许也会影响难得的反弹机会，前期被套的投资者需把握机会择机离场，若投资者已做好交割接货的准备，则以上建议需另当别论。

3. 全产业链迎来远月贴水价格结构？

铁矿石自上市以来一直呈现远月贴水的价格结构，同为预期悲观的煤焦钢却一直呈现远月升水的价格结构，此现象令市场颇为不解，目前螺纹期货已较现货贴水、螺纹远月合约已较螺纹近月合约贴水，螺纹的价格结构正在向预期转变，在弱市行情中，我们认为远月贴水的价格结构不是昙花一现，而会长期持续。螺纹率先呈现远月主力贴水，焦煤焦炭却尚未出现，这一现象可以找到合理的论据支撑，但在短暂的稳增长后，远月贴水的价格结构是大势所趋。目前焦煤焦炭 1409 合约仍较 1405 合约升水的短期理由为：临近交割，近月合约贴水特质再显。前期市场多从事多铁矿远月空螺纹远

月的套利，所以螺纹钢扭曲的价格结构更快回归。铁矿石、螺纹钢均已呈现远月贴水的价格结构，同一产业链的煤焦应保持相应的市场预期，未来呈现远月贴水价格结构的可能性较大，但能否实现贴水价格结构还需要资金力量的推动，目前这一推动趋势还不明显。产业客户需把握好焦炭升水这一市场机会，择机套保或者及时开展期现套利操作。

4. 投资策略

宏观经济数据积极向好，房地产限购政策陆续放宽，且 A 股市场迎来强势反弹，目前市场氛围整体已有转暖迹象。从供需数据来看，2014 年的供需矛盾并不比 2013 年突出，未来煤焦钢存在低位反弹的可能。

然而，对于趋势偏弱的品种，在做多方面，我们始终保持非常谨慎的态度，当现货市场没有转暖迹象出现的时候，我们建议保持克制，对于一次像样的反弹，等待现货跟进再做多也为时不晚，但前提条件是期现价差不宜过大，若期现价差太大，即使现货跟进也不可盲目做多。

对于 8 月份的行情，我们认为实现强势反弹的可能性较小，出现大幅下挫的可能性也不大，更多的是区间震荡的行情。

对于近月合约，投资者应谨慎并尽量回避，从仓单价格情况下，若期货价格不低于仓单价格，则持货商参与交割的可能性较大，而买方真实的接货需求仍然偏低，参考 Jm1405 合约与 J1405 合约及当时的现货价格，此次 J1409 合约跌破 1000 元/吨的概率存在，Jm1409 合约逼近 720 元/吨的概率也存在。

JM1409 合约与 J1409 合约成为主力合约以来，一直呈现弱势下跌行情，期间贸易商、钢铁生产企业均对煤焦均持有悲观预期，且下游企业处于主动去库存阶段，通过期货市场进行买入套保的可能性偏低。另一方面，近两个月来，焦煤、焦炭至少有 3 次期货价格明显高于现货仓单价格，那么产业客户参与期现套利、卖出套保的概率较大。从多空双方资金结构来看，我们预计多方以缺乏产业背景的客户为主，真正有交割意愿的客户偏少；空方中存在做好交割准备的产业客户，且交割量不会低于以往历次合约。从多空对比的角度看，我们认为散户做多 Jm1409 合约与 J1409 合约的风险度偏高，近期应择机离场。

郭军文，南开大学金融学学士、欧洲地中海管理学院金融学硕士。海通期货研究所焦煤、焦炭研究员。具有近 4 年的管理咨询工作经验，擅长宏观经济分析与热点问题追踪，擅长行业价值链与流程分析，对焦煤、焦炭行业有深入的了解，工作勤勉、观点独立。



螺纹钢月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

钢材期货资深分析师

田岗锋

021-61871688-6218

tiangangfeng@htfutures.com



螺纹钢日线图

相关报告：

《寒意未消，淡季来临》公司半年报 201307

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

供需格局弱平衡，期钢有望震荡向上

投资要点

- 工信部发布《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，要求对钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃行业新（改、扩）建项目，实施产能等量或减量置换，以达到加快淘汰落后产能、化解产能过剩矛盾、促进产业升级和布局优化、改善环境质量的目的；
- 上海市场螺纹钢库存 24.2 万吨，较上周下降 0.7 万吨，热轧库存 61.6 万吨，较上周下降 1.1 万吨。从全国范围看，各品种库存均下降，Mysteel 统计社会库存总量 1293.67 万吨，环比下降 9.57 万吨。低存货水平下，贸易商大幅下调价格意愿较低，期待后期下游需求回暖推动市场信心恢复及中间采购回升。

操作建议

- 目前时点上处于钢铁消费淡季，下游需求维持低位，价格波动主要由情绪触发的中间采购驱动。本周市场信心面有企稳迹象，部分地区价格小幅回升，但力度仍偏弱；预计后市螺纹钢期货有望震荡向上。

风险提示

- 螺纹钢期货的价格走势，有可能因为国内外宏观政策的调整、保障房政策的执行力度、行业基本面的变化以及其他因素而变化。投资者需结合自身风险偏好及行情研判严格控制风险。

1. 上月走势回顾

截止 29 日，7 月钢价呈现横盘整理后弱势小幅下行的走势，钢材综合价格指数月环比下跌了 0.78%。分品种看，长材价格指数下跌了 0.52%，扁平材价格指数下跌了 1.07%。铁矿石价格呈现反弹后小幅回落并企稳的态势，铁矿石综合价格指数月环比上涨了 1.13%，进口矿价格上涨了 0.8%，国产矿价格上涨了 1.65%，矿石价格基本符合预期，钢材价格比预期稍弱。

宏观经济数据表现超预期，如汇丰 7 月 PMI 环比上涨 1.3 至 52% 等，带动股市在七月底出现连续上涨；钢铁行业基本面也尚可，6 月粗钢产量创 231 万吨的历史新高、钢材出口环比下降 100 万吨、库存（重点钢厂+样本社会库存）下降 55 万吨，说明需求还不错。在此背景下，螺纹期货 1410 合约反弹 100 元、铁矿石企稳并反弹，而 6 月钢价却只是企稳并未反弹。7 月在产量仍然很高、库存略增、期货回调后反弹、铁矿石反弹的背景下，除上海、杭州等市场螺纹等少数品种小幅反弹后仍处于筑底甚至小幅下跌的态势。钢材现货价格难以跟进反应，主要原因在于：

其一，贸易商群体的蓄水池功能遭破坏。其二，市场的变化迫使钢厂改变操作模式。一方面，钢厂积极打压原料采购价格，即使在利润还相对可观的背景下，也不轻易改变态度。而绝大多数钢厂都认为，只要原料价格下跌，钢价就上不去；另一方面，由于钢厂近一段时间，利润尚可，企业吨钢利润有 100~200 元，甚至有的企业可以达到 300~400 元。因此生产积极性很高，体现在价格上，我们看到在整个七月份钢材价格维持震荡走势。

图 1：RB1501 合约日 K 线



来源：博易大师，海通期货研究所

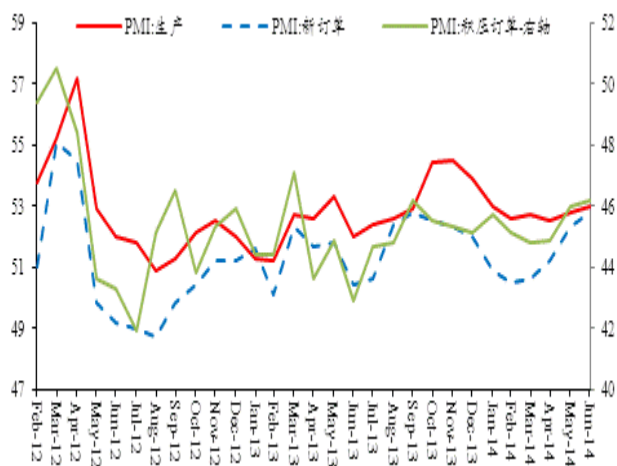
2. 8 月行情展望

数据显示经济持续向好

7 月份以来，银行间短期资金价格继续上升，季节性因素之外，银行信贷投放意愿的回升，贷存比管制的松动和经济企稳的预期可能正在促成债券市场的转折。在经济企稳背景下，投资者似乎逐步转向低评级债券。目前短期限信用利差目前已经处于底部区域，而更长期限的信用利差仍有一定的下降空间。7 月全球制造业 PMI 继续回升，但看起来更多是由新兴市场回升带动所致，发达国家整体回升并不明显。葡萄牙银行风波对全球市场形成扰动，凸显了欧元区经济的脆弱性。

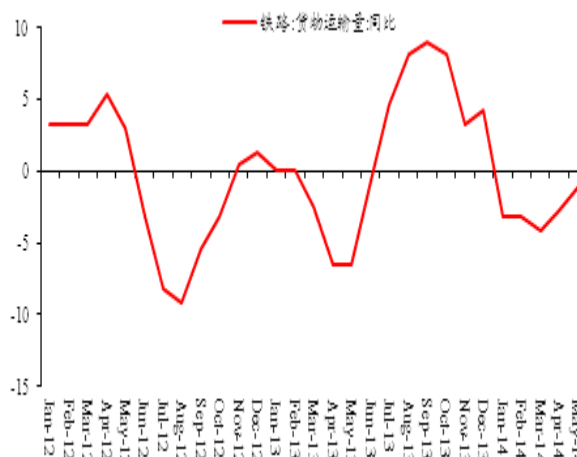
从中采 PMI 数据细项观察，本轮新订单的扩张较为显著，积压订单也有上升，但生产的恢复并不明显。生产表现的滞后可能因为企业预期仍然悲观，库存重建的意愿较弱。其次，中上游行业供应扩张可能弱化了原材料价格的反应。

图 1：PMI 分项数据



来源：MYSTEEL，海通期货研究所

图 2：铁路货运量



来源：WIND，海通期货研究所

综合来看，近期房地产销售情况依然疲软，环比并仍没有改善的迹象。但从 PMI、财政收入、铁路运输和工业环比来看，经济出现向好迹象。

港口铁矿石库存小幅走低

Mysteel 本周统计全国 41 个主要港口铁矿石库存总量为 11345，环比上周降 201，同口径库存 10841；其中澳矿 5871，巴西 1936，印度 153，贸易矿 4050，精粉 488，球团 278，块矿 1553。本周全国港口库存降幅放大，北方七港降幅达 108 万吨，除天津港受到港集中影响尚有 30 万吨的库存增量以外，其余北方港口库存皆有不同程度下降，其中日照港、京唐港降幅最为明显。具体来看，日照港本周到港量依旧偏少，CAPE 泊位并不压港，目前锚地有 3 条船舶待卸，但受台风天气影响，自昨日傍晚已进行封航，目前无法作业，此外，虽本周受火运发货量下降影响，疏港量出现小幅回落，但汽运疏港依旧保持较高水平，总体疏港量尚处高位，从而库存降幅明显。京唐港方面，前期钢厂货源集中到港后，港口堆存一度接近顶

点。为减缓港口库存压力，部分工厂陆续提货出厂。疏港方面，周中港口日均最高疏港量达 19 万吨，部分工厂堆场现已疏清，加之本周到港船只减少，库存降幅较大。

南方港口本周库存降幅超 90 万吨，除太仓港、南通港、广州港、高栏港、泰州港小幅上涨外，其余港口库存皆下跌或持平。究其原因，主要是到货量明显减少，25 个样本港口中目前只有 2 个港口压港在 4 天及以上的水平，在发货量变化不大甚至是小幅上涨的前提下，到货量减少是库存下跌的最主要原因。受麦德姆台风影响，港口作业受阻，而铁路、内河及短途汽车运输基本正常，综合影响下，库存降幅明显。港口方面普遍表示短期内来看，港口库存仍有小幅下滑的可能，后期到船计划没有明显的好转，再之钢厂生产效益仍相对较好，发货量短期内仍将会维持相对稳定的水平。

图 3：进口铁矿石维持高位，国产矿高位回落



来源：WIND，海通期货研究所

3. 操作建议

目前时点上处于钢铁消费淡季，下游需求维持低位，价格波动主要由情绪触发的中间采购驱动。本周市场信心面有企稳迹象，部分地区价格小幅回升，但力度仍偏弱；预计后市螺纹钢期货有望震荡向上。另外，近期从钢厂利润空间来看，吨钢毛利在 200-300 元左右。持续存在的利润空间必然吸引产能利用率的高企，加之，进入八月份之后，销售旺季在即，钢厂有加大生产力度的意愿。因此，在对冲交易方面，我们推荐关注螺纹钢与铁矿石的套利组合。

4. 重要信息

央行报告：下半年流动性有望保持合理增长

央行 8 月 1 日晚间发布的《2014 年第二季度中国货币政策执行报告》指出，继续实施稳健的货币政策，坚持“总量稳定、结构优化”的取向，既保持定力又主动作为，适时适度预调微调，增强调控的预见性、针对性和有效性。

央行对下一阶段货币政策走向的表述与一季度并无出入。当前我国货币信贷存量较大，增速也保持在较高水平，预计央行将在总量上保持流动性合理增长；而结构上则坚持上半年做法，定向调控，精准发力。

具体而言，根据经济金融形势变化以及金融创新对银行体系流动性的影响，灵活运用公开市场操作、存款准备金率、再贷款、再贴现、常备借贷便利、短期流动性调节等工具，完善中央银行抵押品管理框架，调节好流动性总闸门，保持货币市场稳定。

报告指出，我国经济运行中仍面临不少风险和挑战。主要是经济内生增长动力仍待增强，结构调整和改革的任务十分艰巨。在外需和房地产等既有增长动能减弱的情况下，新的强劲增长引擎尚待形成。

这样的经济大势决定了我国的货币、信贷供应不能贸然收紧。而与此同时，货币信贷更不会猛烈放水。报告中明确提到，当前我国货币信贷存量较大，增速也保持在较高水平，不宜依靠大幅扩张总量来解决结构性问题。6 月末，我国货币乘数为 4.32，比 3 月末和上年末分别高 0.10 和 0.24；金融机构超额准备金率为 1.7%，显示金融机构流动性充裕。

这种格局下，维持总体流动性的平稳均衡是货币政策的当务之急。报告指出，下阶段要综合运用数量、价格等多种货币政策工具，健全宏观审慎政策框架，丰富和优化政策组合，保持适度流动性，实现货币信贷和社会融资规模合理增长。

而对于结构性难题，则要优化流动性的投向和结构，落实好定向降准的相关措施，发挥好信贷政策支持再贷款和再贴现政策的作用，引导金融机构优化信贷结构。而从报告的表述看，农业、小微、科技、文化、信息消费、战略性新兴产业等依然是信贷的支持方向。

今年上半年我国央行已经实行过两次定向降准。报告指出，定向降准主要发挥了信号和结构引导作用，通过建立促进信贷结构优化的正向激励来加大对“三农”和小微企业的支持力度。6 月份将定向降准与对余额比例指标和增量比例指标考核相结合，旨在对过去尤其是上一年“三农”、小微企业贷款投放比例较高的商业银行给予鼓励，未来还将定期对商业银行实施考核，并根据考核结果对其准备金率进行动态调整。

通过上述设置，建立正向激励机制，引导商业银行用好增量、盘活存量，这有利于在不大幅增加贷款总量的同时，使“三农”和小微企业获得更多的信贷支持。

但是，央行同时提醒定向降准可能存在的问题。报告指出，货币政策主要还是总量政策，其结构引导作用是辅助性的。定向降准等结构性措施若长期实施也会存在一些问题，如数据的真实性可能出现，市场决定资金流向的作用可能受到削弱，准备金工具的统一性也会受到影响。中长期看，经济内生增长动力的增强、经济结构的调整和转型升级、信贷资源投向的优化，根本上还是要依靠体制机制改革，发挥好市场在资源配置中的决定性作用。

淡水河谷二季度铁矿石产量创记录

国际矿商淡水河谷发布的 2014 年第二季度财务业绩显示，当季净收入总计达 14.28 亿美元，而上一个季度净收入为 25.15 亿美元，折算下来，这家国际矿商的半年净收入为 39.43 亿美元。

淡水河谷的净利润在二季度出现环比下滑，主要与西芒杜（Simandou）项目和 Integra 煤矿项目相关的资产减值有关。

以煤炭为例，淡水河谷的第二季度煤炭总产量为 220 万吨，较第一季度环比增长 23.8%，但是“作为正在进行的转型的一部分，旗下 Integra 煤矿正在进行保养和维护，对第二季度造成 2.74 亿美元的减值损失”。至于西芒杜项目，淡水河谷则表示，目前正与几内亚政府进行协商，以寻求对在该国投资的认可及相应补偿。值得关注的是，与“拖后腿”的上述两项目不同，该公司在黑色金属领域仍然实现了不俗业绩。

目前，随着国内外大型矿山陆续扩产、中国钢铁需求增速放缓，铁矿石市场正由“卖方市场”逐步转入“买方市场”。根据中钢协的统计，按“铁-矿”平衡计算，今年上半年铁矿石供应超过需求 5200 万吨。供应增加导致价格下跌，其中，2 月第 2 周跌破每吨 120 美元，3 月中、下旬以后保持在每吨 110 美元以下，5 月 19 日则跌破每吨 100 美元。

铁矿石价格持续下跌下，很多成本居高不下的国产矿山很受伤，但对于较低成本运作的淡水河谷来说，仍意味着有钱可赚。数据显示，淡水河谷当季铁矿石的产量达到 7940 万吨，创造了有史以来同期最佳纪录，其中，得益于旗下 2 号工厂的成功增产，卡拉加斯矿区产量达到 2930 万吨。

淡水河谷说，第二季度铁矿石价格虽然有所下跌，但总销售收入仍有 100.79 亿美元，相较今第一季度环比增长 4.1%。而按照铁矿石业务调整后 EBITDA（息税折旧及摊销前利润）计，当季仍达到了 26.79 亿美元，与第一季度持平。

田岗锋：海通期货钢材资深分析师，上海期货交易所 2009、2010、2011、2012 年度优秀分析师。曾供职于国内首批探索钢铁物流新模式的钢材贸易企业，拥有十余年钢铁和有色品种内贸、外贸经验。致力于金属产业链及交易策略研究，为企业和个人投资者提供套利、套保优化方案。



PTA 月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

PTA 分析师

殷奇伟

021-61871688-6218

yinqiwei@htfutures.com

PTA 主力合约日线图



PTA：调整后振荡上涨可能性较大

投资要点

- PX 价格 7 月的运行区间在 1350-1500 美元/吨，料进入 8 月后将适当收窄，同时由于原油和石脑油的偏弱振荡走势，料 PX 价格在 8 月的运行区间将是 1300-1450 美元/吨。
- 8 月气温较高，下游织机招工较难，而布匹价格难以上涨，因此是传统纺织淡季。当前 PTA 价格一直在高位持稳，但是聚酯工厂的长丝和短纤价格都在下游压力下出现了一定下滑，聚酯工厂已逐渐陷入严重亏损的状态，因此，8 月底之前聚酯工厂的开工率易跌难升。但是，到 9 月后随着下游需求的恢复，PTA 的价格上涨将不再有阻力。
- PTA 工厂挺价意愿较强，从很多方面看 9 月之前 PTA 工厂的开工率可能不会有明确上升。而对于贸易商来说，PTA 工厂以 PX 成本价确定结算价的方式使得低于 7500 元/吨左右卖出 PTA 的风险较大，因此 PTA 近月合约的价格只有当聚酯亏损扩大，开工率低于 PTA 开工率时才有较强下跌动力。

操作建议

- 稳妥的做法是持有多头头寸不动，或者高抛低吸。激进投资者可以适当做空，但需及时平仓。
- 8 月底下游需求好转后，多单可以适当跟进。不过上方空间并不大，因为当前 PTA 和 PX 的利润都在合理范围内，以后再涨需要原油、石脑油的支撑。

风险提示

- PX 产能过剩预期并未消除，PX 价格未来有下跌风险。

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

1. 7 月走势回顾

整个 7 月，PTA 走出了振荡调整走势，该走势可以分为两个阶段：第一阶段，从 7 月 1 日至 7 月 10 日，PTA 在前期多头获利盘平仓的打压下走出了一波较为猛烈的下跌走势，第二阶段，从 7 月 11 日至 7 月 31 日，PTA 价格回升至高位。

1.1 7 月 1 日-7 月 10 日

由于 PTA 前期的上升走势非常顺畅，因此 7 月 2 日在工业品全面下跌，PX 隔夜暴跌 55 美元/吨的情况下，PTA 前期获利盘大量涌出，主力合约单日减仓 8 万多手，盘中触及跌停板，报收一根长下影阴线。当日的暴跌开启了 PTA 调整的序幕，随后就是一波快速猛烈的调整。

本轮下跌主要是由于前期 PTA 没有任何有力的调整，导致很多获利盘积存在 409 合约内，但是这些获利盘对 PTA 的涨势并无信心，因此在 PTA 走出下跌走势后获利盘涌出，进一步助推了价格的下跌。

基本上，本轮下跌主要受 PX 大跌带动，但在这一阶段，PTA 的开工率并未有任何提高，下游聚酯工厂对 PTA 的需求也未见萎缩迹象。因此，本轮 PTA 下跌的持续时间较短。

图 1: TA1409 合约 60 分钟图（7 月）



来源：海通期货研究所

在 7 月初的几个交易日内，PTA 的开工率一直较低，最低在 54.9%，创 5 年新低（考虑到总产能后其绝对产量较前几年高），最高也仅在 66.4%。而同期聚酯的开工率一直在 72% 以上，织机的开工率也较高，在 64% 以上。这就给了 PTA 基本面强烈的支撑，而短期内较快的下跌只能是一种技术性的多头平仓引起的不稳定状态。

同时，外盘 PX 的价格和国内市场 PTA 现货的价格也出现了一定下跌，这给了 PTA 的调整一些似是而非的理由。

1.2 7 月 11 日-7 月 31 日

PTA 价格在这一时期恢复了上涨趋势。其原因在于：PTA 现货难于降价，PX 在产能增加预期不断落空的情况下出现了较强劲的涨势，而前期松动的获利多头在调整过程中已消化殆尽，人们重新认识了 PTA 联盟的稳固性和 PTA 开工率维持低位的可能性，从而将 PTA 价格抬升到了新的高度。

在这一时期中，前期最多时达到 300 元/吨以上的基差得到修复，并在 7 月 22 日回归到 0 元左右。在 7 月 31 日，基差又扩大到 150 元/吨左右。其原因在于下游压力显现，聚酯工厂的开工率降至 5 年低点附近（66%），市场认为 PTA 价格可能难于继续维持高位。

2. 2014 年 8 月行情展望

2.1 PX 价格趋势浅析

从 6 月下旬开始，PX 价格产生了较为剧烈的波动。在此之前，PX 价格每天波动 10 美元/吨就是很大的波动，波动 20 美元/吨则是很罕见的。而 6 月末以来，PX 价格经常单日波动 20 美元/吨以上，而最大波动幅度达到了 50 美元/吨，显示了与前几个月完全不同的波动规律。

出现这种状况的原因在于 PTA 定价机制的改变。过去 PTA 的价格是在近乎完全竞争的市场环境中决定的，这种情况下 PTA 的价格只能在略低于成本线附近持稳，同时也就将 PX 的价格不断下压。由于 PX 也逐渐面临产能过剩压力，因此 PX 的价格就只能跟随 PTA 而产生小幅下跌走势。后来，在 PTA 上涨的过程中，PX 也只是被动跟涨，因此幅度较小。但是，当 PTA 的寡头垄断形势形成之后，情况就发生了根本性变化。原先的产业链中仅有 PX 一个环节具有较强的定价能力，而现在 PTA 工厂也具有了一定的价格谈判能力。PTA 不仅对下游有了议价优势，对上游也有了一定的议价能力。这就使得 PX 的价格在 PX 生产商和 PTA 生产商的博弈中出现了较大幅度的振荡。

具体而言，最近 PX 的价格波动主要原因在于：1. 韩国预期投产的 PX 新产能不断推迟、开机后不稳定，而近期 PX-PTA 产业链又受到资金关注，资金炒作使 PX 产生了大幅上升乃至逼仓行情；2. 工厂参与 PX 买卖炒作使得 PX 价格波动较大。然而，可以看到 PX 价格在前期大幅上下振荡后已经出现回稳迹象，PX-石脑油价差正在不断缩窄，进入均衡区间。

当前，PX 与石脑油的价差在 450 美元/吨左右，料这一价差还有较小的缩窄空间。同时，PX 厂商与 PTA 厂商的博弈由激烈转入平稳，PX 新产能的投产时间也基本确定。料 PX 价格波幅将会减小，同时只要当前石脑油、原油价格不发生剧烈变化（价格变化在 20% 以内），PX 价格将走出缓慢小幅下跌走势。

图 2：6 月初以来 PX 价格



来源：金银岛，海通期货研究所

2.2 下游情况分析

自 7 月初以来，聚酯行业开工率不断走低，由 7 月初的 73.2% 一路降至 7 月 31 日的 66%，接近春节时的年内最低点 63.5%。聚酯开工率的下降主要是因为化纤产品库存较高，而产销率偏低，因此聚酯产品的价格始终处于较低位置，大厂略有利润、而小厂则只能亏本经营。同时，聚酯纤维的库存较高，长丝多在 20 天左右，仅 POY 在 15 天左右。这种情况下，不少聚酯厂商选择了停产检修，以减少亏损。据说古纤道聚酯切片减产 100 吨/天，恒逸石化减产 40%，桐昆 52 万吨检修，浙江佳宝、浙江红剑也有减产计划。

下游织机同样经营状况不佳，由于 7 月是纺织的传统淡季，胚布价格难以上涨，而产品库存则居高不下，达到 35 天左右。7、8 月气温较高，而人力成本也在不断上升，下游织机受到的压力越来越大。作为对高价原料的反应，织机开工率自 4 月中旬的高点 81% 不断下降，已降至当前的 59%，创两年除春节外新低，并且未见上升迹象。

图 3：4 月中旬以来聚酯工厂开工率



来源：WIND，海通期货研究所

图 4：4 月中旬以来织机开工率



来源：WIND，海通期货研究所

不过，聚酯瓶片的产销尚可，多数工厂以合约货为主，现货量较少，因此库存压力不

大。同时，瓶片的价格传导能力较强，瓶片工厂开工率稳定。

以上是当前的下游情况，对 8 月下游情况的变化，我们可以做一偏乐观预期。现在无论聚酯还是织机，开工率都处在一个相当低的水平，进一步下降可能性很小。因为服装消费具有一定刚性，在中国经济不发生较大变动的情况下，服装纺织品消费很难因为价格的上升而减少。同时在当前的纺织品价格组成中，原料成本仅占很小的一部分（低于 10%），因原料价格上升导致的服装需求减少几乎可以忽略不计。同样，对于瓶片而言，其终端形式软饮料、矿泉水等的需求也具有较大刚性，因此，PTA 价格的上涨难以对其需求造成很大压力。一旦金九银十的下游消费旺季来临，下游的开工率就有望恢复，那时 PTA 的上方压力就可以减轻。

同时，近期棉花价格的下跌对 PTA 也有一定心理上的影响，不过，从 8 月 4 日棉花价格的走势来看，当前的棉价下跌已经告一段落，棉价继续大跌的可能性较小，这将解除前期棉价对 PTA 价格心理上的拖累。

2.3 8 月走势具体分析

由以上的基本面进行判断，可得出关于 8 月 PTA 价格走势的基本结论。

409 合约已经临近交割，其价格将向现货不断靠拢。由于短期内 PTA 现货偏紧的局面未必能有较大改变，而 PX 价格进一步降低空间不大，因此 PTA 期货价格向当前现货价 7550 元/吨靠拢的概率较大。不过，鉴于当前下游需求较差，PTA 回调压力并不小，等到下游开工好转后，PTA 期货价格才能有较强动力迅速靠拢现货价格。同时，考虑到 PTA 成本价现在仅 7400 元/吨左右（这还是略偏高的估算），不排除现货价格向下调整的可能。总之，409 合约的走势应是先振荡下行，再振荡走高。不过值得注意的是其振荡幅度可能较大，掩盖了背后先抑后扬的走势。

对 501 合约而言，影响因素比较复杂。简单的看法是 501 合约既然已经比 409 合约低 400 元/吨，这个贴水已经反映了各项利空因素，因此 501 合约与 409 合约仍将保持同步。这样的看法大体上看是正确的，但是我们对各项利空因素还需要具体分析。利空因素主要有：1.PX 可能下跌。PX 在产能过剩预期下完全可能走上阴跌的道路，当然在一个月内这种情况发生可能性较小。2.PTA 产能过剩预期。由于 PTA 当前的价格有利可图，原定于 2014 年下半年投产的共计 635 万吨/年新产能可能会按时投产，这将对 1501 合约造成实质性的价格压力。3.下游需求的改善可能不及预期。一旦出现这种情况，409 合约由于临近到期，PTA 工厂挺价的意愿不会减弱，但 501 合约却可能在预期的压力下不断下行。总而言之，当前影响 501 合约价格的因素较多，不过在 8 月上中旬料其与 409 合约的价差可能稳定在 300-500 元/吨内，走势则是短暂调整后上扬。

3. 投资策略

根据上一节的分析，409 合约的较佳策略是逢低买入。因为当前 409 合约的价格仍较现货低 200 元/吨左右，因此做空风险略微偏大。而做多也需要注意当前行情振荡市的特点，及时获利止盈。不过对于水平较高者而言，由于目前在振荡中，做多和做空都是

可以的，但对盈利要求过高则可能导致一定损失。

501 合约的振荡性强于 409 合约，8 月中上旬可以轻仓做多 501 合约，8 月下旬 501 合约可能走出较多短周期的单边行情，这时应善加把握，盈利机会较多。

本策略是初步策略，本报告不保证各项数据的真实性，依据本报告操作风险自担。

个人介绍：

殷奇伟，南京大学理学学士，中国人民大学金融硕士。海通期货研究所 PTA 助理研究员。对 PTA 产业链有较深入的了解，工作认真、观点独立。



棕榈油期货月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

分析师

关慧

021-61871688-6299

guanahui@htfutures.com



大连棕榈油指数日线图

库存压力居高不下 弱势依旧

投资要点

- 国内棕榈油库存持续高位，短期难见回落。马来西亚棕榈油正处升库存周期，内外盘油脂价格均承压。
- 市场静待 MPOB7 月产量数据，此前 6 月报告产量反季节性下降或是 2 月干旱所致，而之后 3~6 月的降水还是比较好的，因此对应 7~10 月的棕油产量市场预期仍会延续季节性增长的趋势。
- 2014 年世界生柴概念依然比较弱，虽好于 2013 年，但远低于 2014 年初的预期，而且原油价格持续回落也未能带动生物柴油概念。总体需求仍疲软。
- 进入 8 月，棕榈油产量逐步释放，库存仍处于增长周期；北美大豆丰产预期也对本就充裕的供应增加压力，目前国内油脂库存仍处高位，供给压力或供给预期仍较大。与供给充裕相对比，需求仍显不振，关注 7 月马来西亚出口数据的公布和天气情况影响。整体油脂市场仍处于一个去库存化过程。

操作建议：

- 8 月预计棕榈油仍维持空头趋势，震荡寻底探底过程，操作上不要盲目抄底，维持此前空头策略不变。同时，关注豆棕三季度季节性价差扩大的投资机会

风险提示：

- 宏观系统性风险和极端自然灾害风险不在本文讨论之列。

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

1. 行情回顾

7月美国农业部公布月度供需报告，美国大豆库存预估从此前1.25亿蒲式耳上调为1.4亿蒲式耳，对整体油脂走势再添下行驱动力。但美大豆、豆油现货需求表现良好，近月供应紧张，旧作美豆合约仍坚挺，但由于未来丰产预期，新作大豆仍疲软，目前正值美豆生长关键期，天气良好有助大豆生长。整个7月份行情都延续此前的下跌趋势，并创年内新低。

图 1：大连棕榈油指数日线图



来源：文财财经，海通期货研究所

图 2：马来西亚棕榈油指数日线图



来源：WIND，海通期货研究所

2. 基本面

2.1 重要数据信息

6月30日美公布播种面积和季度库存报告，报告显示美豆播种面积8480万英亩，预期为8217万，3月预估为8149万，去年同期为7653万，库存为4.05亿蒲式耳，预期为3.78亿，大幅高于市场预期。

7月10日马来西亚MPOB公布棕榈油月度数据，6月棕榈油产量157万吨，环比减少5.3%，出口148万吨，环比增加5.4%，6月期末库存166万吨，市场预期为180万吨，5月期末库存184万吨。出口数据和库存3月份以来首次下滑显示棕榈油消费较好，棕榈油盘面受到需求支撑。

7月11日美国农业部USDA月度供需报告显示，美国大豆库存预估从此前1.25亿蒲式耳上调为1.4亿蒲式耳。

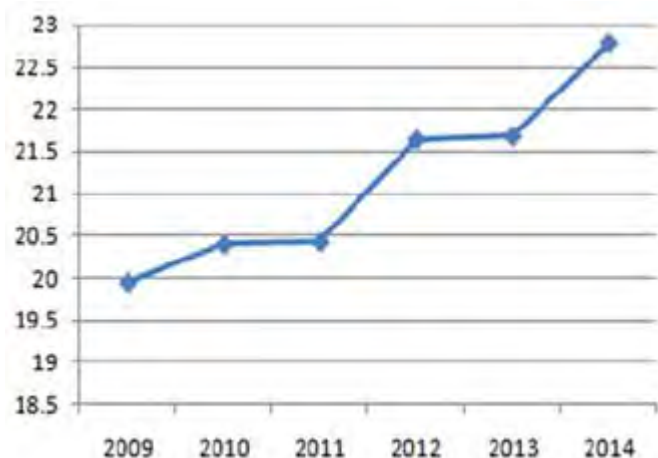
2.2 中期供应趋势

马来西亚：2007年以来，马来每年增产棕榈在60-80万吨左右。马来西亚国土面积3300万公顷，大约4/5为森林和沼泽，理论上可使用土地面积约为680万公顷，目前可用耕地面积大约180万公顷，加上棕榈树500万公顷的种植面积，刚好等于可使用土地面积。

由于环保组织的压力和国内保护森林法的约束，大幅增加种植面积概率较小。我

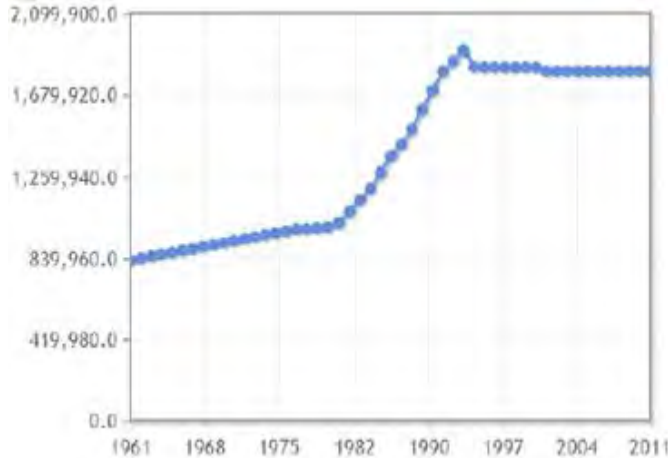
们推断，马来近几年的增产主要来源于单产的提高，而非面积增殖。

图 3：马来西亚每年棕榈油产量趋势图



来源：文华财经，海通期货研究所

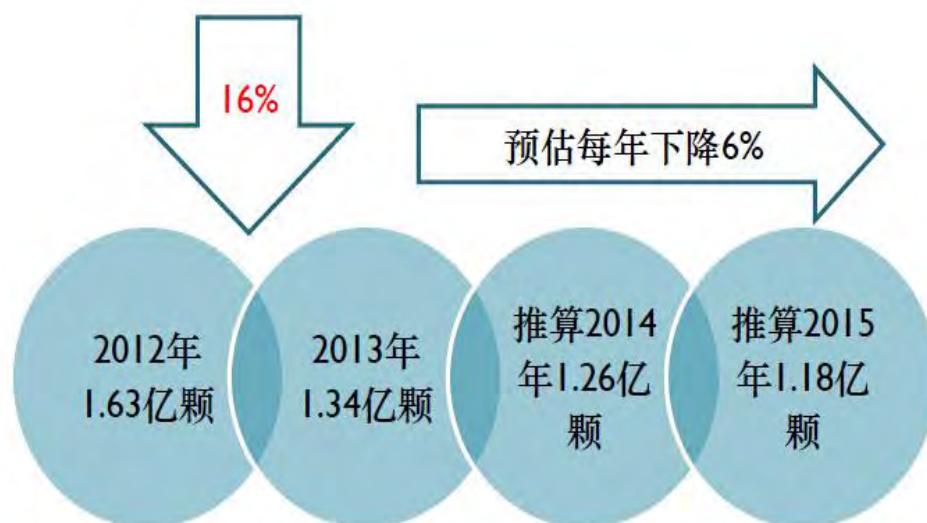
图 4：马来西亚每年可耕种面积



来源：WIND，海通期货研究所

印度尼西亚：印尼拥有 2200 万公顷的可用耕地面积，产量大约 3100 万吨，推算当前种植面积大约 800 万公顷。

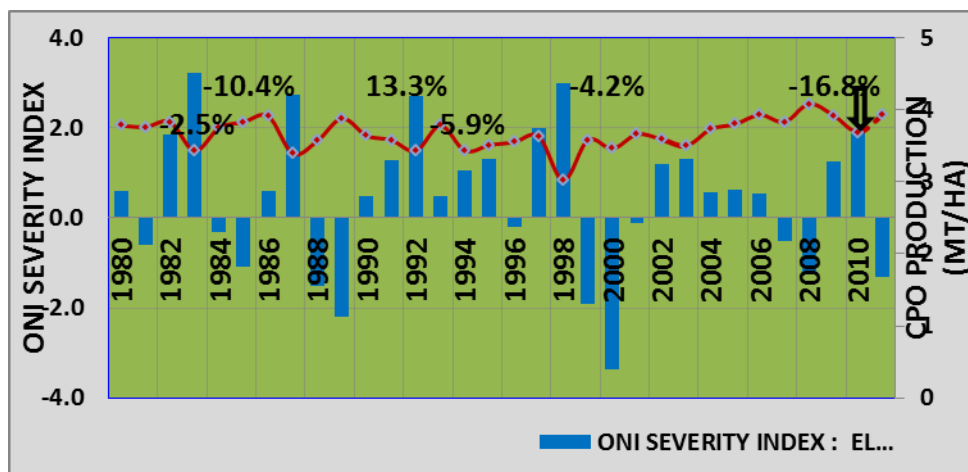
印尼政府规定 2011 年到 2015 年禁止新砍伐森林种植棕榈。由于法令限制，印尼自 2012 年后种子销售情况有所转淡。通常一公顷需要 200 颗种子，扣除每年约 10 万公顷的重植面积，2014 年新增约 53 万公顷的面积，预计 2014 年种植面积为 853 万公顷。



2.3 厄尔尼诺主要影响 2015 年产量

8 到 20 周的干旱通常被称为厄尔尼诺引发的干旱，导致油棕水分缺失。可影响产量：其影响可能在 4-6 个月（果串异常）、10-12 个月（花序败育）甚至 22-24 个月（性别分化）之后才显现——对产量的影响滞后。最多可使产量减少 30%——视严重性而定。

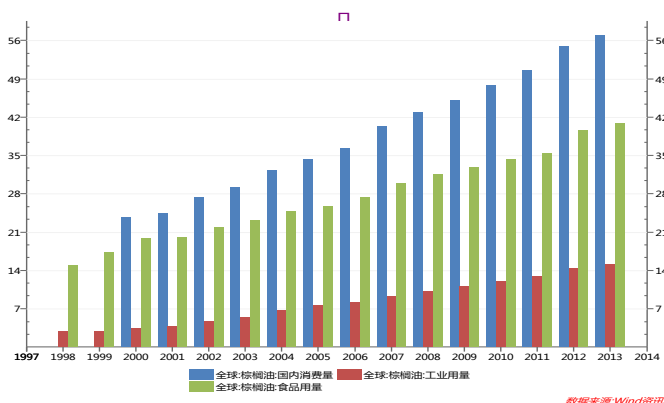
棕榈油一直受天气影响产量变化较大，图为近 30 年来厄尔尼诺和拉尼娜现象的数值统计，我们从图中可以看到规律，发生厄尔尼诺现象之后的第二年，毛棕榈油单产最多可降低 17%，拉尼娜现象则常常与毛棕榈油产量的迅速增长有关（V 型恢复），根据我们对历史数据的统计分析，厄尔尼诺现象更多为影响下一年年度的产量，对本年度产量影响偏小。



2.4 消费需求不振 生物柴油难逆转整体偏弱

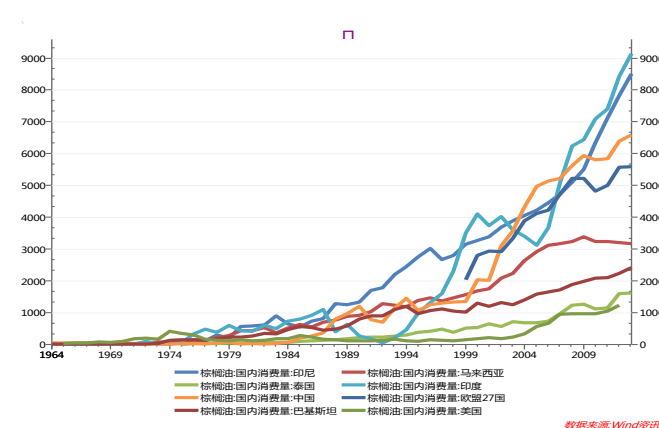
对于棕榈油的消费特点，进口量较大的国家依次是印度、中国、欧盟，占全球 50% 左右。消费量较大的国家依次是印度、印尼、中国、欧盟，占全球 50% 以上，前三者目前主要消费在食用，欧盟主要用来替代菜籽油进行生物燃料的生产。

图 5：全球棕榈油消费走势图



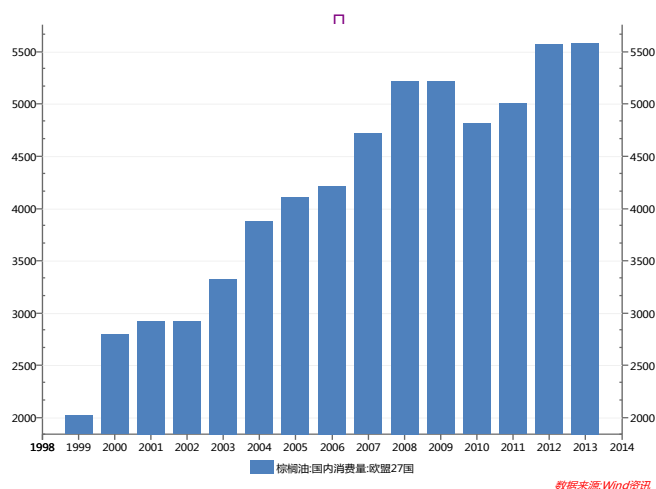
来源：WIND，海通期货研究所

图 6：各国棕榈油消费数据图



来源：WIND，海通期货研究所

图 7：主要用于生物柴油的欧盟棕榈油消费量



来源：文华财经，海通期货研究所

国内几乎不生产棕榈油，全年消费均是靠进口。整个进口产业链集中度较高，2013 年数据现实，全国前十名企业进口 19-24 度棕榈油 388.3 万吨，占总进口量 476.4 万吨的 81.5%。我国棕榈油消费 98% 从马来西亚以及印尼进口。自 2000 年以来，随着棕榈油在我国食用消费领域的经济价值被逐步发现，我国棕榈油进口量保持着年均 11.7% 的增长。棕榈油占到我国全年植物油消费量的 21.1%，已成为了食品企业成本的一个重要组成部分。

棕榈油主要用途：食用：饱和脂肪酸 50%+单不饱和脂肪酸+多不饱和脂肪酸，不易氧化变质，维生素丰富，适合食用食品工业：起酥油、人造奶油、氢化棕榈油、煎炸油、专用油脂。工业用途：肥皂、硬脂酸、甘油。生物柴油：由棕榈油转化成生物柴油，环保高效，排放二氧化碳少。

食用消费方面：与人口相关，比较稳定，除非价格大幅低于豆油和菜籽油，发生明显的替代。工业消费方面：与经济波动相关，相对食用而言重要性低些。生物柴油：历史上看，貌似每次 CPO-Brent 达到负值都会引发棕榈油价格的反弹，但是从生物柴油消耗的量上看，占棕榈油总消费量的比例远低于食用，2000 年、2006 年、2008 年反弹的根本因素在于食用需求端的增加以及印马产量未到丰产期，且结转库存不高。从这个角度看，生物柴油的需求支持只能是提供超跌反弹的催化剂。要想棕榈油价格彻底走出熊市，还得等到供需面的预期彻底调整到位。

国内消费方面，餐饮消费占主导，并且具有上升趋势，这主要是由于上班族不断增多引起增量部分。豆油、菜油和棕榈油占国内植物油消费量 97% 以上，相互呈现可替代状态，我国的工业需求远低于食用需求。从国内棕榈油消费流向看，目前我国棕榈油主要用于食用消费，工业消费相对较少，其中方便面、食用油以及饼干分别占到了 27%、24% 和 16%。

中国人口增长率，城镇化进程和 GDP 增速难以维持前期水平。中国人均植物油消费已经超过世界平均水平，2007-2013 年中国植物油增速年均 3%，我们预计未来五年年均增速在 2% 左右。油脂油料对外依存度不断扩大，目前已高达 70% 以上。

3. 操作建议

进入 8 月，棕榈油产量逐步释放，库存仍处于增长周期；北美大豆丰产预期也对本就充裕的供应增加压力，目前国内油脂库存仍处高位，供给压力或供给预期仍较大。与供给充裕相对比，需求仍显不振，关注 7 月马来西亚出口数据的公布和天气情况影响。整体油脂市场仍处于一个去库存化过程，8 月预计棕榈油仍维持空头趋势，震荡寻底探底过程，操作上不要盲目抄底，维持此前空头策略不变。同时，关注豆棕三季度季节性价差扩大的投资机会。

关慧，上海对外经贸大学金融学硕士，海通期货研究所商品期货部副经理，中国期货业协会讲师团特邀讲师。曾荣获郑商所白糖有奖征文二等奖，荣获证券时报、期货日报评选 2009 年度、2010 年度、2011 年度最佳农产品分析师，荣获中国证券报、上海证券报评选 2010 年度、2012 年度最佳农产品分析师。



油脂油料月度策略报告

2014 年 8 月 5 日

研究所

叶云开

021-61871688-6298

yeyunkai@htfutures.com



豆粕日线图

相关报告：

《豆粕低位震荡 静候买入时机》

中证报 2013.12.9

《豆粕区间震荡将成主旋律》中证报 2013.5.17

《豆粕后市将逐步转弱》期货日报 2013.3.22

《供应宽松格局显现 豆粕后市延续下调》文华财经 2013.3.19

研究所机构服务部

毛建平、叶云开、侯磊、张晗

021-61871688-6298

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道 1589

号长泰国际金融大厦 25 楼

www.htfutures.com

作物进入关键生长期 关注月度供需数据

投资要点

- 北美压榨利润良好，市场仍旧看重出口数据。
- 阿根廷因金融不稳定导致的货币贬值影响农户销售积极性。
- 国内及港口库存处于高位，现货升水下降。
- 下年度产量创纪录影响市场看空导致的需求减缓。
- 豆菜粕替代显现，菜粕库存下降，豆菜粕价差扩大有限。

操作建议

- 全球大豆总供应量增加，市场普遍预测 2013/14 年度的供需形势将更显宽松，在需求旺季过后，到港增加，粕类价格料将走向底部，我们认为当前预估过于乐观，任何意外的发生都将造成价格反弹，特别是在生长阶段不确定的天气以及收割后的装运，对于豆粕远月合约来讲可适当关注逢低买入的机会。但今年饲料需求较为疲软，现货目前明显弱于期货，短期内难以推动价格上涨。

风险提示

- 贸易摩擦及下游疫情时有发生，各地生猪疫情及禽流感时有发生，导致价格波动；对进口作物转基因成分的检验导致的到港延迟。

1. 美国

1.1 美豆供需平衡表

表 1: USDA 美国大豆供需平衡表

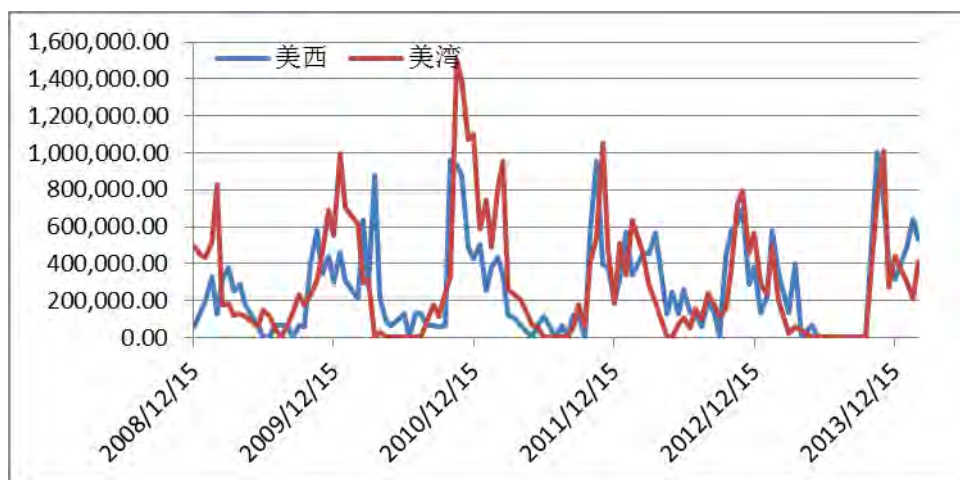
大豆	2012/13	2013/14	2013/14 (6)	2013/14 (7)
种植面积	77.2	76.5	81.5 *	84.8 **
收割面积	76.2	75.9	80.5 *	84.1 **
单产	39.8	43.3	45.2 *	45.2 **
期初库存	169	169	125	140
产量	3,034	3,289	3,635	3,800
进口	36	85	15	15
总供应量	3,239	3,514	3,775	3,955
压榨量	1,689	1,725	1,715	1,755
出口量	1,320	1,620	1,625	1,675
种用量	89	99	92	92
其他用量	1	-69	18	19
总需求量	3,099	3,374	3,450	3,541
期末库存	141	140	325	415
平均农场价	14.40	13.00	9.75 - 11.75	9.50 - 11.50

来源: USDA, 海通期货研究所

据德国汉堡的行业刊物油世界发布报告称, 2014/15 年度全球油籽产量预计为 5.05 亿吨, 高于上年的 4.884 亿吨, 同比增幅达到 3.4%。这意味着全球油籽供应充足, 对包括大豆在内的油籽价格构成利空压力。2014/15 年度全球大豆产量预计为 3.056 亿吨, 高于上年的 2.846 亿吨。7 月数据调整了种植及收割面积, 单产未调整。根据 6 月 1 日库存数据, 美陈豆库存上调至 1.4 亿蒲式耳, 高于此前预期的 1.28 亿蒲式耳及上月预测的 1.25 亿蒲式耳。新年度美豆单产未调整, 根据 6 月 30 日播种面积预测, 产量大幅上调至 38 亿蒲式耳, 高于 6 月的 36.35 亿蒲式耳。出口和压榨量上调, 期末库存大幅上调至 4.15 亿蒲式耳, 为近 8 年新高, 远高于 6 月的 3.25 亿蒲式耳, 市场预期为 4.18 亿蒲式耳。南美产量未调整, 中国进口量上调 100 万至 7300 万吨, 全球库存上调 240 万吨。美国农业部在 7 月份供需报告里的预测值为 45.2 蒲式耳/英亩。美国大豆单产的前历史最高纪录是 2009 年创下 44 蒲式耳/英亩。

1.2 美豆生长

图 1： 美豆装船



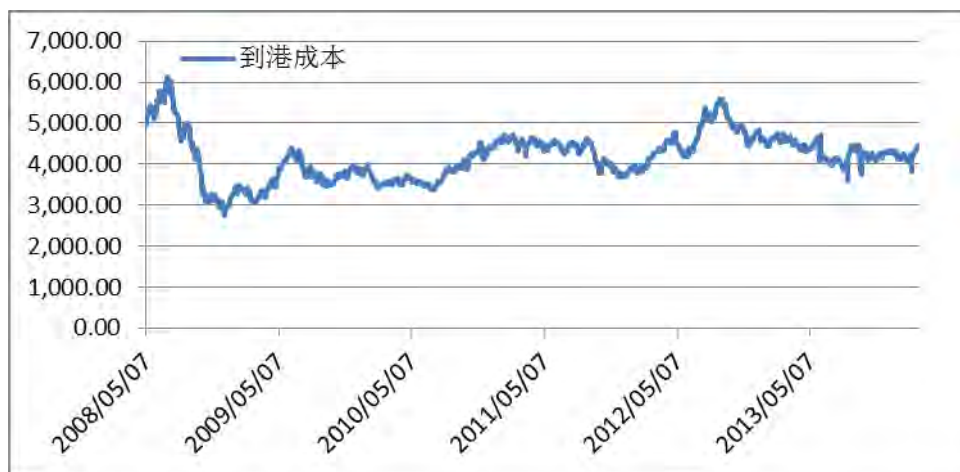
来源：wind，海通期货研究所

图 2： 美豆升贴水



来源：wind，海通期货研究所

图 3： 美豆到港成本



来源：wind，海通期货研究所

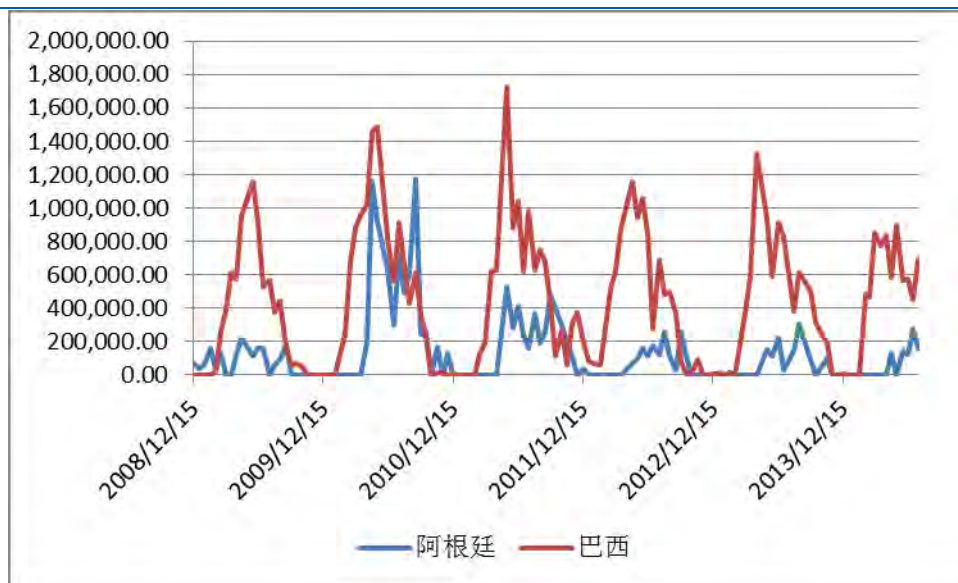
2. 南美

2.1 供应水平

据分析机构 Safras 发布的最新报告显示, 2014/15 年度巴西大豆播种面积将达到 3120 万公顷, 比上年增长 4%。头号产区马托格罗索州大豆播种工作将于 9 月份下半月开始。2014/15 年度巴西大豆产量将达到创纪录的 9445 万吨, 相比之下, 上个年度为 8660 万吨。2014/15 年度巴西玉米播种面积将减少 6%, 产量将达到 7799 万吨, 上年为 7595 万吨。据福斯通公司发布报告显示, 2014/15 年度巴西马托格罗索州的大豆种植利润可能是五年来的最低水平。2010/11 年度马托格罗索州大豆种植利润占到每吨大豆市值的 36%, 但是根据 7 月初的豆价以及种植成本, 今年这一比例可能降到 23%。

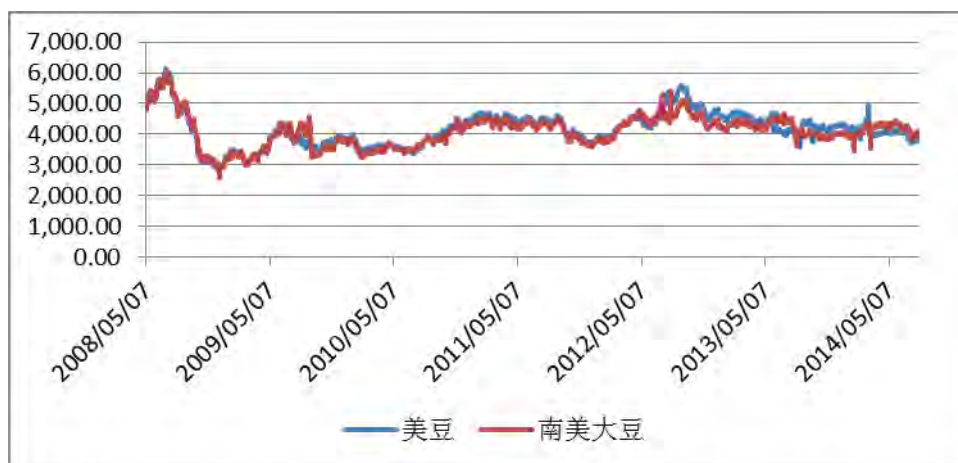
据阿根廷农业部称, 截止到目前, 阿根廷农户已经出售 45.53% 的 2013/14 年度产大豆, 相比之下, 上年同期这一比例为 52.43%。阿根廷已经收获的大豆面积为 1949 万公顷, 高于一周前的 1938.7 万公顷; 单产平均为每公顷 2.85 吨, 低于一周前的 2.86 吨/公顷; 已经收获的大豆产量为 5550.2 万吨, 一周前为 5540 万吨。今年未能收获的大豆面积达到 86 万公顷, 相当于播种面积的 4.2%, 远远高于过去四年的平均比例。

图 4: 大豆装船量



来源: wind, 海通期货研究所

图 5：到港成本



来源：wind，海通期货研究所

表 2：USDA 南美大豆供需平衡表

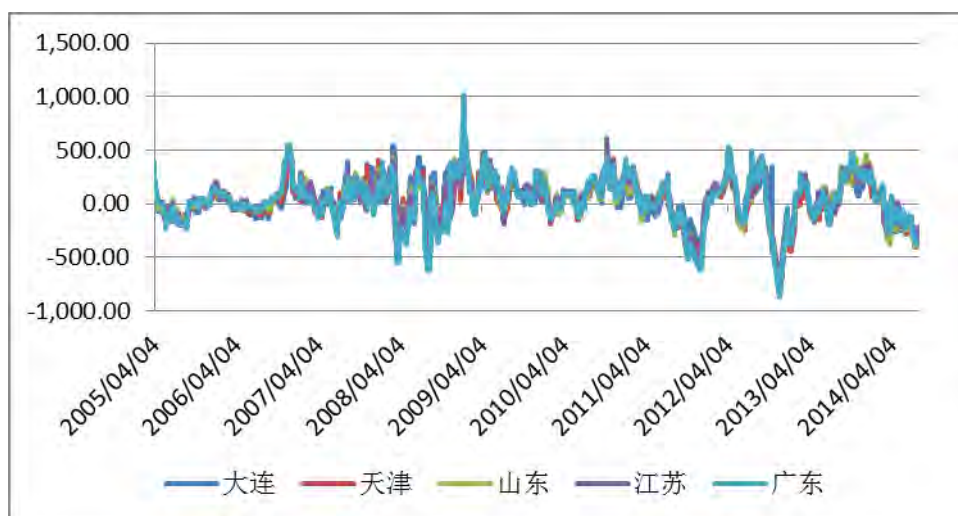
	阿根廷 (6)	阿根廷 (7)	巴西 (6)	巴西 (7)
期初库存	28.55	28.55	17.91	17.66
产量	54.00	54.00	91.00	91.00
进口	0.00	0.00	0.50	0.50
压榨	39.80	39.80	37.10	37.10
总消费	41.90	41.90	40.10	40.10
出口	9.00	8.50	45.00	45.00
期末库存	31.66	32.16	24.31	24.06

来源：USDA，海通期货研究所

3. 中国

3.1 压榨及开工

图 6：中国国内压榨利润



来源：wind，海通期货研究所

截止 7 月底，以港口分销价及即期豆类现货报价为基准计算的进口大豆压榨利润较 6 月下旬有大幅下降，理论压榨利润下调。天津-283 元/吨，江苏-255 元/吨，山东-274 元/吨，广东-351 元/吨，大连-292 元/吨。

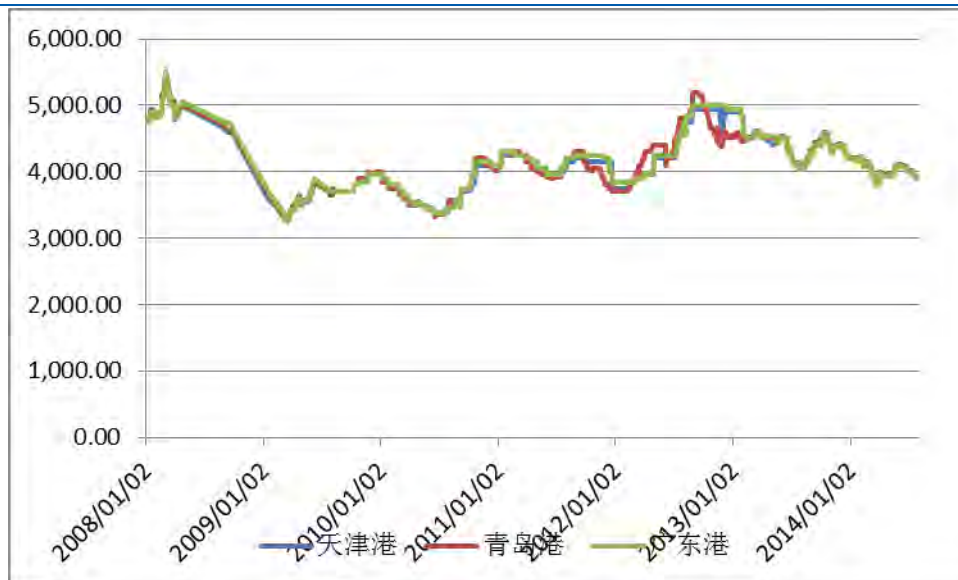
3.2 现货价格

图 7：豆粕现货价格



来源：wind，海通期货研究所

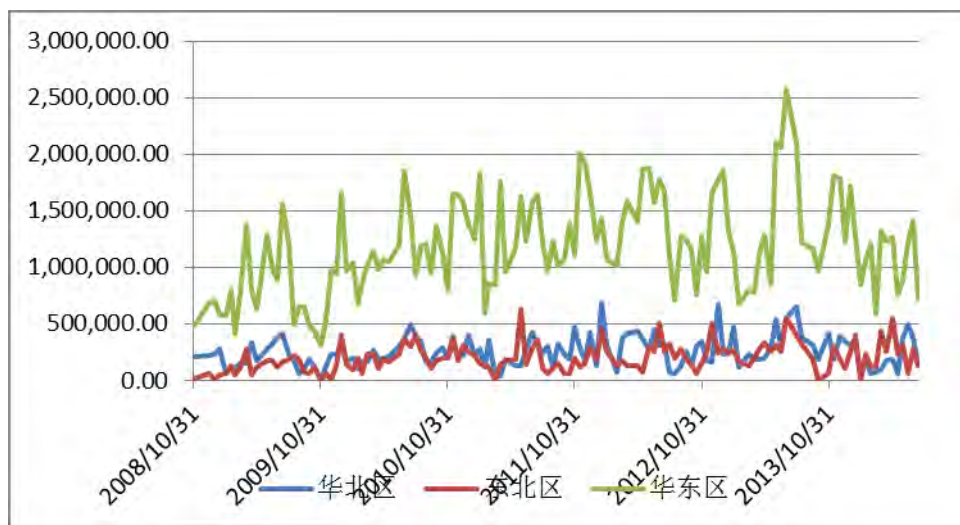
图 8：大豆港口分销价



来源：wind，海通期货研究所

3.3 进口量

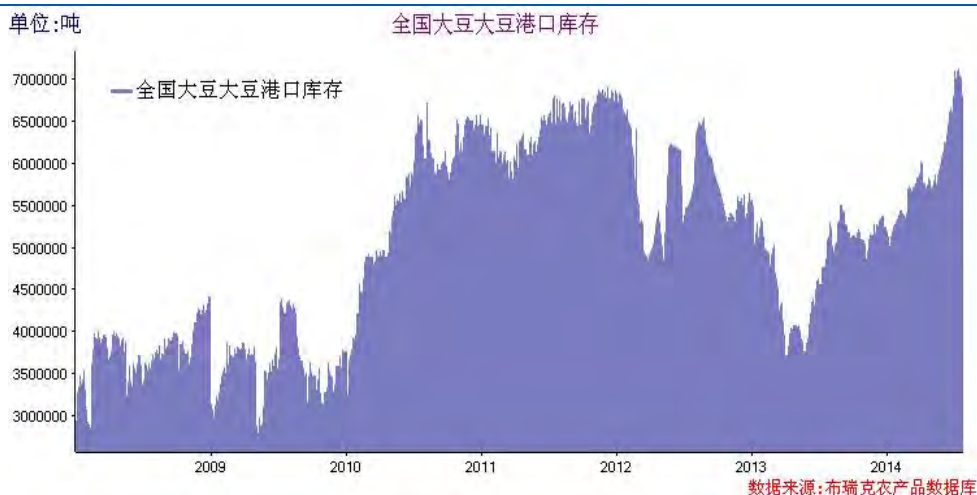
图 9： 中国大豆月度到港



来源：wind，海通期货研究所

1 月到 6 月期间中国大豆进口量为 3420 万吨，比上年同期的 2600 万吨增长 24.43%。同期中国从美国进口大豆 1710 万吨，高于上年同期的 1090 万吨。从巴西进口大豆 1570 万吨，上年同期为 1290 万吨。7 月初时商务部预计 6 月份中国大豆进口量为 677 万吨，而海关总署发布的 6 月份进口数据为 639 万吨，均高于 5 月份的进口量 597 万吨，但是低于去年 6 月份的进口量 692.6 万吨。海关数据显示，2013 年 7 月份中国大豆进口量为 720 万吨。中国商务部对外贸易司在其网站上表示，中国 8 月大豆预报到港数量为 384 万吨。

图 10： 中国大豆港口库存

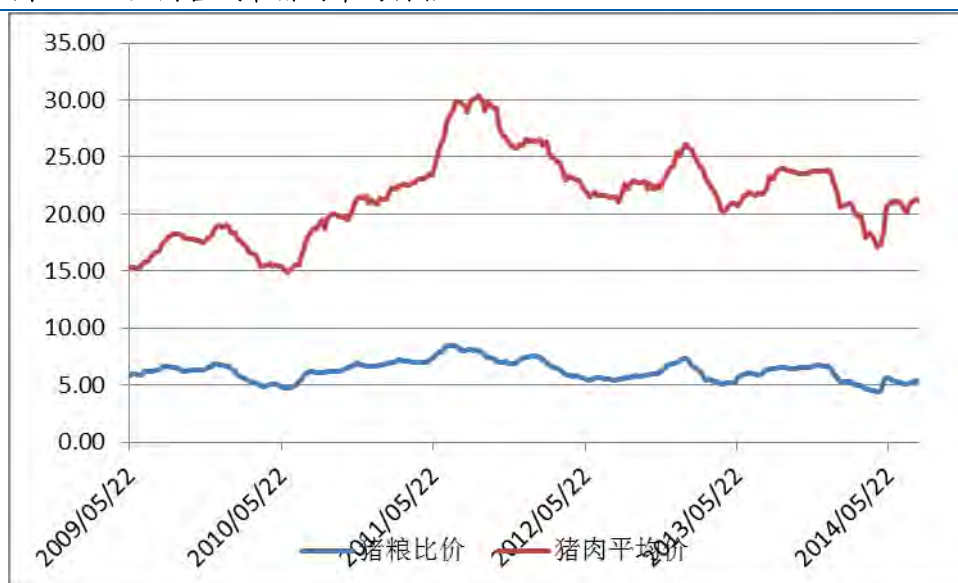


数据来源：布瑞克农产品数据库

来源：bric，海通期货研究所

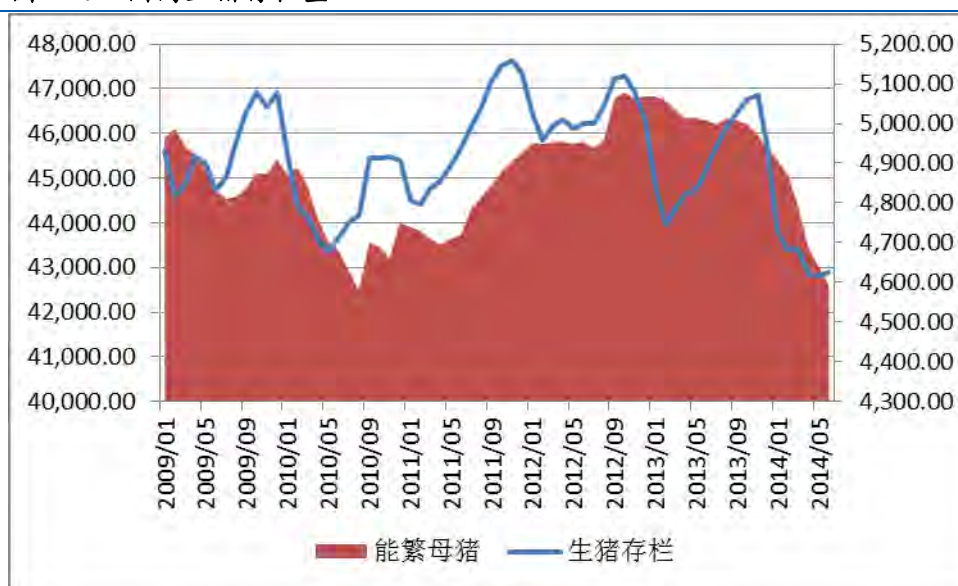
3.4 养殖业

图 11： 全国各城市猪肉平均价格



来源：wind，海通期货研究所

图 12： 国内生猪存栏量



来源：wind，海通期货研究所

7 月国内出栏肥猪猪源减少，体重出现下降，随着猪价不断上涨，养殖户资金缓解，我国多省进入汛期，局部地区受暴雨及台风影响，影响生猪运输，间接对猪价形成支撑。疫情方面广东地区部分发生猪腹泻，仔猪发病较多，中猪亦有感染，受台风降雨影响，疫情时有发生。全国生猪出栏均价 13.5 元/公斤，生猪养殖利润 136 元/头。

4. 综述

豆粕：

市场依旧看重未来豆类供应，美豆种植单产及产量前景良好，使价格承压。进入 8 月，豆类能否展现季节性强势有待观察，国内替代增加，需求下滑，天气未对产量前景形成威胁，预计短期还将维持低位震荡。

可以关注豆粕跨期反套机会，国内库存增加，现货相比前期疲弱，下游对后市看空，采购积极性下降，同时进入 8 月敏感期，季节性反弹可以关注，同时 8 月 USDA 报告对单产的调整也将是重要因素，如果出现单产下调以及不利天气影响，可以适当关注豆粕跨期反套机会。油脂疲弱依旧，因豆粕下跌，油粕比短期可能维持震荡，菜粕结转库存下降，豆菜粕价差扩大有限。

油脂油料价格近期出现企稳反弹迹象，主要是受助于出口需求增加，阿根廷农户惜售，以及官方报告等因素刺激，但大豆产量显著增加仍是压制价格的重要因素。豆粕受油籽产量增长影响总体偏空，不过美豆出口始终良好，使期价企稳反弹。南方水产养殖逐渐恢复，国内生猪禽类养殖需求转好，到达需求旺季，近月价格可能仍相对坚挺。目前国内港口油厂库存较高，全国大豆库存超过 720 万吨，替代现象出现，低位震荡可能延续。

美国中西部地区多数产区天气对播种并无负面影响，气温略高于平均值，降雨充足，播种进度良好。未来中西部地区气温降低，降雨增多，对作物影响不大。USDA 公布周度作物生长报告显示截至 7 月 27 日当周，美豆开花率为 76%，上周为 60%，去年同期为 62%，五年均值为 72%。美豆结荚率为 38%，上周为 19%，去年同期为 18%，五年均值为 31%。美豆优良率为 71%，上周为 73%，去年同期为 63%。阿根廷政府在债务违约问题上摇摆不定，比索汇率也有较大波动，市场担心货币贬值和通货膨胀，农户囤积大豆，销售缓慢。

私营机构与官方预测基本维持相同观点，大豆产量有大幅增加，对远月合约价格不利，但随着近远月合约转换，正套机会逐步显现。美国农业部预计产量为创纪录的 38 亿蒲式耳。油世界预测 2014/15 年度全球油籽产量为 5.05 亿吨，高于上年的 4.884 亿吨，同比增幅达到 3.4%。同时大豆产量预估达 3.056 亿吨，高于上年的 2.846 亿吨，大豆期末库存达到 8840 万吨，高于上年的 7090 万吨。Lanworth 报告称 2014/15 年度美豆单产预期为 45.2 蒲，与 USDA 一致，高于 2013/14 年度的 43.3 蒲。预测产量达 36.71 亿蒲，低于 USDA 的 38 亿蒲，高于上年的 32.89 亿蒲。

叶云开，任职于海通期货研究所。负责对接银行、基金等机构投资者并进行农产品豆类研究，擅长从基本面分析把握宏观大势，技术面分析交易时机。在《中国证券报》、《期货日报》、《南安商报》和文华财经上发表多篇研究文章，并为 CCTV 证券资讯、财富天下和《证券日报》的特邀采访嘉宾。

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经海通期货研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

研究所简介

海通期货研究所是国内较早成立的专业期货研究与咨询机构。坚持以机构客户为中心，秉承“机构、服务、创新”的团队精神，扎实研究，客观分析，热情服务，形成了鲜明的研究特色，凭借强大专业实力和团队精神，现已成为业内公认的中国最具影响力和竞争力的期货研究团队之一。目前研究所成员有近 30 名，下设金融期货部、商品期货部、投资咨询部、金融工程部和机构服务部等专业部门，团队构成稳定，职责分工清晰，能够紧密合作，协同完成研究所所担负的工作任务。

海通期货的券商背景决定了研究所的战略定位与目标，海通期货研究所与海通证券研究所建立了战略合作，成立了中国首家证券期货综合研究平台——海通股指期货联合研究中心。研究中心汇集了海通证券研究所 140 多位行业研究员、20 多位金融工程研究员和海通期货研究所 10 名股指期货和金融工程分析师，已经开展对股指期货的全方位、多角度的研究，包括对中国资本市场重大理论、时间和政策问题的前瞻性深度研究；对中国宏观经济和期货市场趋势的准确判断；对市场投资机会的即时把握，特别是为钢材、有色金属、橡胶与粮油等行业大型企业提供套保、套利等投资项目计划书，以及定制化的 VIP 客户需求解决方案，为客户相关业务的开展及投资增值提供了强有力的支持，获得了良好的市场效果与积极肯定的评价。

由期货日报、证券时报联合举办的“2013 年第六届中国最佳期货经营机构暨最佳期货分析师评选”中，研究所获得“中国金牌期货研究所”荣誉称号，获得股指、棕榈油、玻璃期货“最佳分析师”奖项；在上海证券报举办的“2012 年度中国证券期货市场品牌价值榜”评选活动，研究所获得“最佳股指期货分析师”和“最佳农产品分析师”称号；自 2009 至 2012 年度以来，研究所荣获上海期货交易所“2012 年度优秀分析师团队”奖项，并获得黄金、金属、钢材优秀分析师等重要奖项；。研究所在中国金融期货交易所、上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的科研课题中多次获奖；在三大证券报、期货日报、中央电视台 2 套、第一财经和财富天下等等国内主流财经媒体中大量发表研究成果，并获得媒体评选的多项奖项，其重要文献已编辑成《海通期货研究》专刊并印刷出版，展现出强大的研发实力。研究所紧扣金融市场前沿，3 年内翻译和出版了五本国际金融衍生品市场经典理论著作，获得市场普遍认可。参与为各类企业举办的讲座、培训及行情分析报告数百场，对投资者了解认识期货市场运行规律，以及行情把握提供了富有价值的服务。

研究所同国内主要基金、保险、银行、券商、私募、信托和产业客户等机构投资者建立了良好的合作关系，在面向机构服务市场方面居于领先地位。研究所投入大量人力物力整合资源，为客户利用金融期货进行期限套利、套期保值等提供策略支持。研究所量化策略研究团队引进在华尔街或者各大投行内从事策略和交易工作经验，秉承创新、实用原则，立足中国期货市场，构建完善的量化交易研发体系。

联系人：毛建平 叶云开 侯磊 021-61871688-6298

海通期货客服热线 400 820 9133

网址：www.htfutures.com