

通联期货研究发展中心
联系人：张鹰 zhangying@tlqh.com.cn

中国去杠杆，美国退 QE

跌跌不休

一、沪铜交易策略

今年上半年沪铜基本上一路回调，价格从年初最高的 59500 直至 6 月 27 日的 49220，一共下跌了 10280 点（图 1），一举有效突破了 3 年以来的低点。从周线和月线的角度看，接下来 2 个月沪铜价格有极大概率加速向下寻底。

图 1：沪铜连续周线走势图

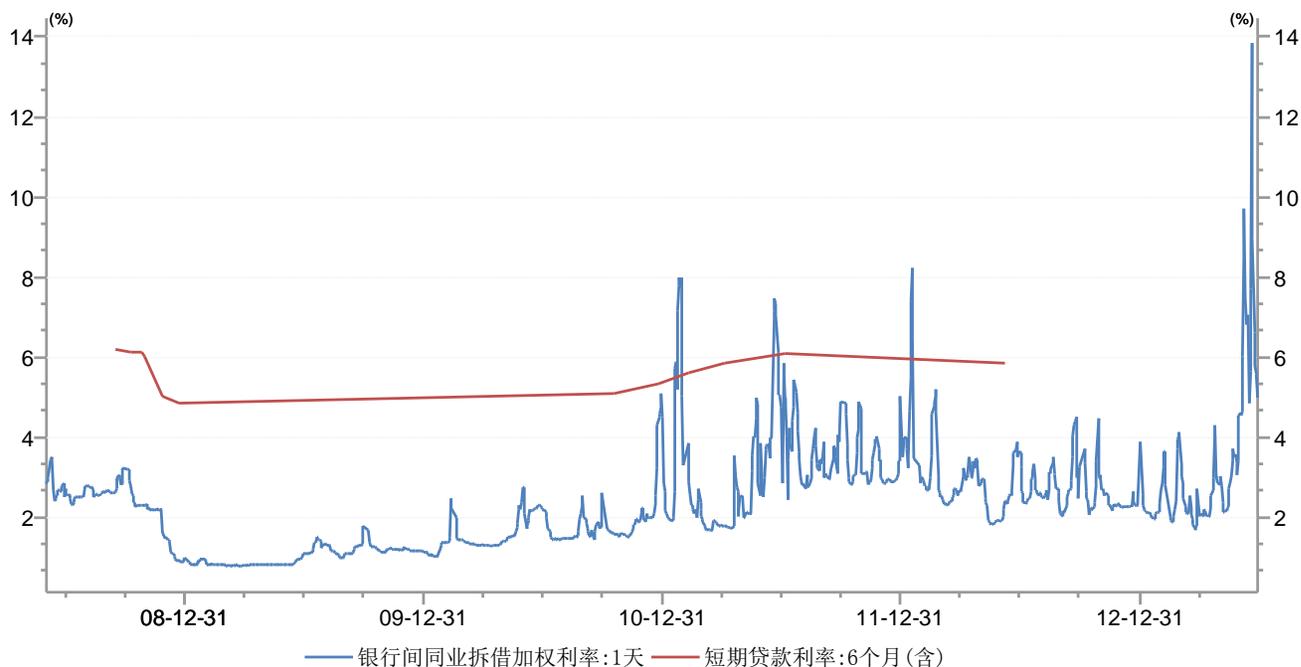


资料来源：通联期货研究发展中心、博弈大师

在年初的时候，市场预计年后的城镇化政策可能会推升铜价，并且给基本面金属与黑色金属的价格一定的支撑。但是国家并未及时推出城镇化的方案，并且我们有理由相信，所谓城镇化的方案，并不是“大跃进”式的造房上项目，并不是以投资来拉动 GDP。目前城镇化的改革等多的是制度的改革，而不是 4 万亿的升级版。在预期落空的前提下，铜的需求被大大削弱，铜价开始了慢慢下跌路。

我觉得，下半年市场将围绕两件事情来继续展开行情。首先，六月份各大银行的流动性压力已经闹得沸沸扬扬，拆借一律不断飙升，突破了历史高点，甚至不时有银行违约的传言（图2）。我认为，中央这次去杠杆的决心是很坚定的，虽然市场不缺钱（股指一天可以有几千亿成交量可见一斑），但是资金基本都被错配与空转了。央行的动作正好是体现了中央的意志，**所谓盘活存量就是要把空转的资金赶入实体企业**，而不是让它们在金融系统中进行无休止地套利），为此国家已经一再表明愿意调低 GDP 预期以达到经济的健康稳定发展，GDP 已经不是唯一考量标准。所以，我认为去杠杆的动作会继续进行，既然已经开始了，总需要有一个结果（六月底票据贴现利率也飙升，表明金融市场的流动性紧张已经开始往实体经济传导）。下半年流动性还是会偏紧，前期的融资铜需求将会被大大削弱（银行现在对融资铜审查极其严格），这方面的需求也将被大大削弱（融资标的可能会变换为其他品种）。目前看来，全球铜的供需变为供大于求，**市场普遍预期全球有 25 万吨左右的过剩（我个人预计这个过剩量是较为保守的）**。

图 2：银行间同业拆借利率



数据来源:Wind资讯

资料来源：通联期货研究发展中心、Wind

其次，美国的 QE 退出政策也是影响基本面金属价格的一个重要因素。近期的美国宏观数据让我们有理由相信，美国的经济复苏逐渐在清晰，就业市场在不断好转，目前正在转入一个正循环。QE3 的目的正是推动美国经济的正向循环，目前看来这个目标越来越近。之前伯南克的讲话已经奥巴马暗示换掉伯南克的表态也让我们

请务必阅读免责声明

有理由相信美国退出 QE3 的决心。我相信或许就在今年下半年美国就会正式退出 QE，速度可能要快于我们普遍所预期的。

综上，**我认为下半年铜可以逢高做空为主**。一切才刚刚开始，或许今年铜的下跌会是今年最大的一波行情，道路虽然曲折，但是前途还是光明的。我认为 4 万的位置或许铜会得到一些长期的支撑，所以在价格没有达到 4 万的时候，我建议不做做多的考虑。

其他基本金属方面，我认为之前融资铜的需求或许会被锌、铝等替代。同时六月份锌也逐渐显示了其一定需求增长。铜锌比值或许会进一步下跌，**在做空铜的同时，可以间或地做多锌去对冲铜的多单**。但是必须注意止损与仓位。

二、豆类油脂交易策略

2012 年最大的农产品行情在豆粕上，我们称之为蛋白革命。其主要原因是美国经历了百年一遇的大旱。接下来我们也要直接面对美国的天气炒作的窗口。不过个人觉得，从历史上来看，连续两年大旱的概率是极其低的，同时今年美国大豆播种面积大大超出预期，所以后期价格大涨的概率较低。从最近的数据可以知道，**截止目前美豆播种面积 7772.8 万英亩，而 2012 年为 7719.8 万英亩，2011 年为 7497.6 万英亩。如果天气炒作并未出现干旱等极端天气，我觉得豆粕的价格会进一步回落**。操作策略上，建议下半年先关注天气引导的市场方向，然后顺势而为。

豆油和棕榈油在大量现货到港的打压下还是十分疲弱，预计下半年价格依旧疲弱。如果后期原油价格出现明显地调整，那么生物柴油的炒作也将无法展开。**油脂策略上依旧是逢高做空为主**。

油粕比是这两年一直较为稳定的组合，在棕榈油大幅增产的影响下，油粕比已经被重新定价。我们预计换月后油粕比还将大幅走高，**建议继续逢低做多 1401 与 1405 的油粕比**。

图 3: m-y1401 比值



资料来源：通联期货研究发展中心、博弈大师

由于 2013 年棕榈油产量可能达到创纪录的 1940 万吨，而前期的高库存没有实质性降低。我们预期后期棕榈油价格将继续弱于豆油的价格。**建议在 1401 合约上继续做多豆油做空棕榈油。**

图 4：豆油棕榈油 1401 价差



资料来源：通联期货研究发展中心、博弈大师

请务必阅读免责声明

三、螺纹、焦炭及焦煤交易策略

螺纹钢在 2013 年上半年先扬后抑，整体跌幅超过了 21%(图 1)。价格创造了近四年以来的新低。

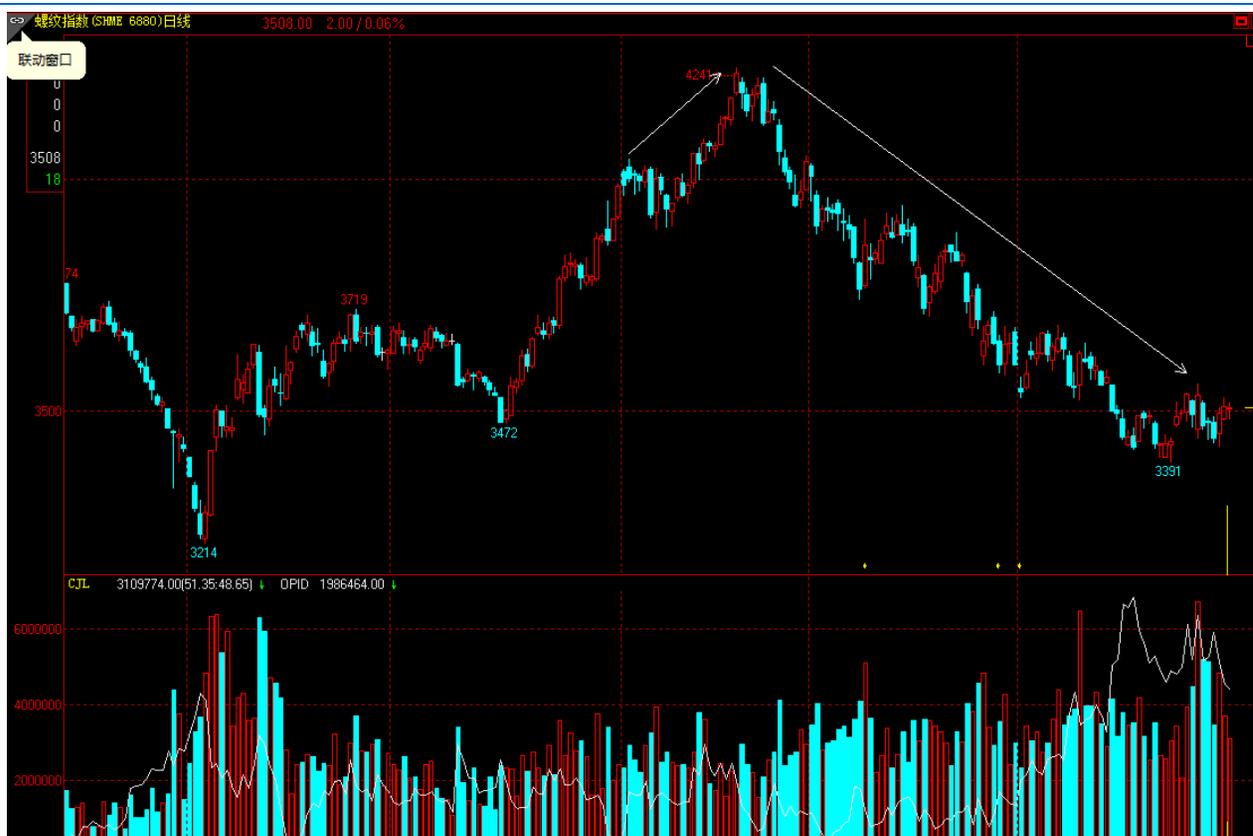
从需求角度看，城镇化预期的一再落空以及“美丽中国”的提出，从根本上抑制了地方过度地投资于开发。我相信在下半年，国家也不会出台大规模的刺激政策，国家不会允许地方政府重走当年房地产拉动 GDP 的老路。所以预计 2013 年下半年需求也很难像样地起来。

从供应角度看，2013 年上半年我国粗钢产量不断创出新高，虽然社会库存并没有呈现爆炸式地增长，但是厂库的增长预计大大超出大多数人的预期。我们预计 2013 年下半年钢产量还是不会有较为明显的减少，所以供给压力还是将持续呈现。

综上，我预计 2013 年下半年螺纹钢的供需结构仍然是偏弱的。如果配合一两件系统性风险事件的叠加，螺纹钢后期跌破 3000 的概率还是极大的。如果说钢价何时会企稳的话。我认为有两个条件可以让钢价企稳。第一，上游铁矿石价格如果出现崩盘，可以帮助螺纹价格加速寻底；第二，如果有部分中小型钢厂破产，或者钢材企业开始限制产能（实实在在地关闭部分产能），那么价格压力可以得到缓和。

所以从操作上来讲，后期螺纹还是逢高做空为主，目标为 3000 以下。

图 5：螺纹指数



资料来源：通联期货研究发展中心、文华财经

焦煤、焦炭在 2013 年上半年呈现反弹受阻，快速下跌的格局。我认为其主要原因有两点。首先，下游螺
请务必阅读免责声明

纹需求不旺，采购欲望不强；其次，国家提出“美丽中国”的口号，从一定程度上打压了焦煤、焦炭的需求与生产。

供大于求仍然是 2013 年贯穿全年的大背景。同时国外高质低价煤的大量进口也给国内煤炭产业带来了一定的冲击。**操作上建议逢高做空为主**。在供需结构没有彻底改变前不要轻易尝试多单。

通过统计可以知道，**螺纹与焦炭的比值区间为 2.1-2.5 之间**。**建议当价格达到或者接近区间上下边沿的时候可以**进行套利操作****，注意止损。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。

本报告版权归通联期货研究发展中心所有。未获得通联期货研究发展中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“通联期货发展研究中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。