

# 大宗商品探底料延续

□本报实习记者 张利静

2月4日,央行宣布降准后,一些持有大宗商品期货多单的投资者欣喜之态溢于言表,只待晚上夜盘开市后迎接“红包”。不过,少数冷静的空头投资者也并不可怕,而是暗自揣度在哪个部位增空。真理似乎还是掌握在少数人手中。截至2月5日收盘,大宗商品几乎呈现普跌态势。分析人士指出,银行资金难以进入产能过剩行业和供需严重失衡的大背景,使得此次降准的影响逻辑与以往出现很大不同,降准的拉动效果明显弱化。展望后市,大宗商品探底之路仍将延续。

## 降准成为加空时机

“此次降准是否与预期相匹配;此次降准的宏观背景是什么,央行是否有进一步降准甚至降息的动力;降准对国内金融市场的影响几何。”2月4日晚,在中国央行时隔三年再度宣布下调大型金融机构存款准备金率之后,混沌天成期货研究院院长叶燕武提出了这三个问题。

尽管降准消息一出,市场普遍充满期待,但周三夜盘及周四盘面走势显示,大宗商品期货并未出现多头预期中的“红包行情”。截至昨日收盘,国内大宗商品市场除沪金、沪银期货出现上涨外,化工品、有色金属以及多数农产品几乎全线下跌。尽管沪铜一度出现高开走势,但随后即回吐涨幅。

敦和投资有限公司宏观策略总监徐小庆在降准信息发布后即发表观点称,短期对商品的价格依然偏空,降准反而成为加空的较好时机。

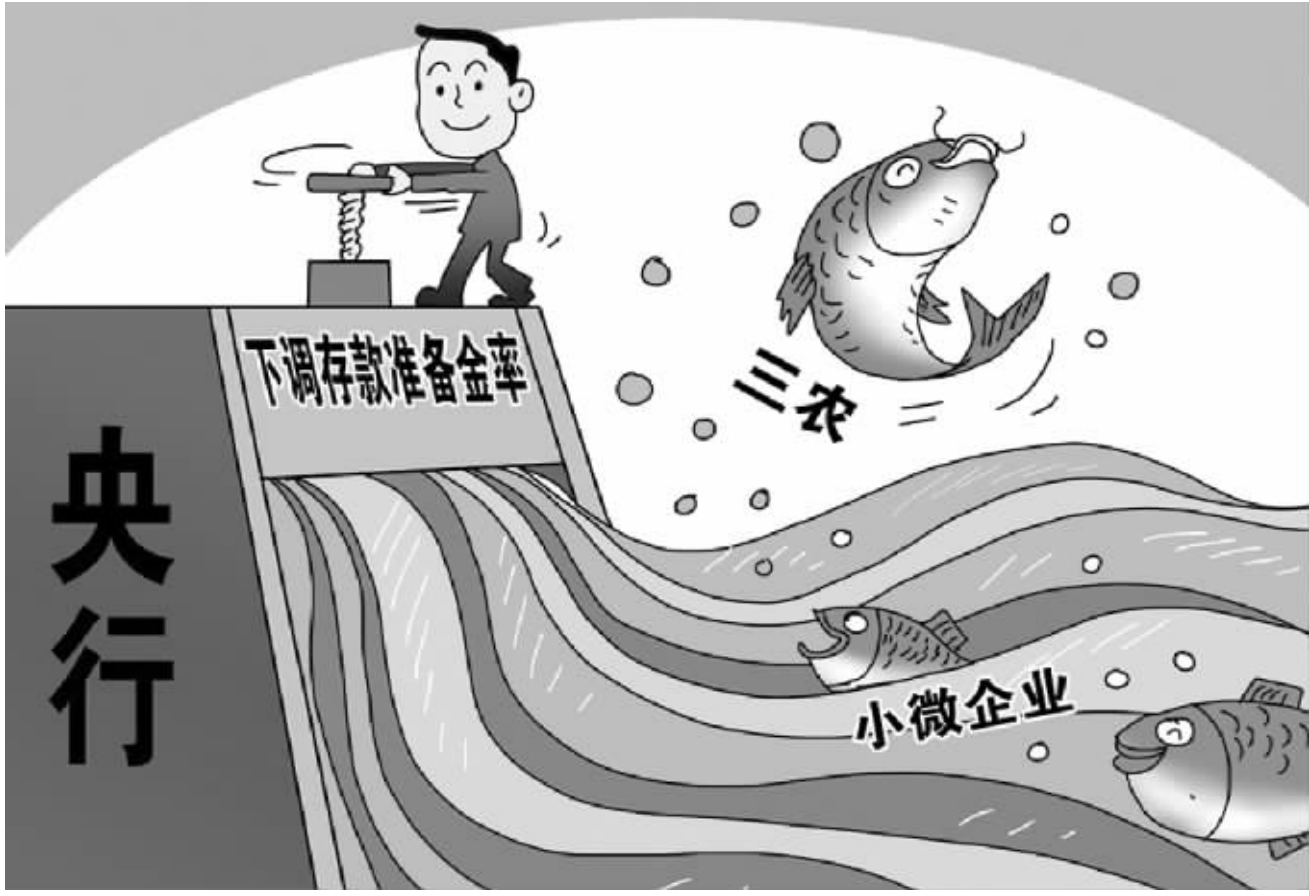
一位资深期货投资者分析,按照正常逻辑预测,降准会对大宗商品期货价格产生推动力,这个逻辑主要是基于降准释放流动性,促使货币进入商品所处的行业并拉动需求,从而推动期货价格的上涨。但是这次逻辑的传导有了变化。

此次降准影响与以往的不同点有两个方面。首先,这次降准虽然释放了一定流动性,但这些钱能不能有效流入大宗商品所处行业则存在很大的疑问。以焦煤钢行业为例,该行业目前已经成为很多银行的谨慎进入行业甚至是禁入行业,那么这个逻辑传导就会大打折扣。其次,在目前经济大环境下,大宗商品价格走势演绎的逻辑是需求的低迷叠加供给的绝对过剩。

“在这种大势面前,一次降准带来的需求拉动效果相对弱化,尤其是在大宗商品全球过剩的背景下。周三晚上及周四的行情表现也很好地诠释了以上的逻辑。”上述期货投资者说。

## 大宗商品探底路未了

对于此次降准的后续影响,叶燕武分析表示,传统的货币政策研究模式在一定程度上需要修正;去年12月召开的2015年中央经济工作会议着重从九个方面详尽论述了新常态,适应新常态其实最关键的是要放低预期。“那么,此次降准对市场会有什么影响,股市方面,回顾过去十年存款准备金率调整与上证指数的关系图,不难发现单次降准对市场几乎不存在效果;商品方面,则要清楚地认识到,降准应对的是人民币贬值和资本外流,而二者对房地产资产价格的负面效应是显而易见的。



新华社图片

## 流动性宽松 金融资产有望受益

□宝城期货金融研究所 程小勇

全球新一轮流动性宽松或将开启。这么庞大的流动性需要寻找一个投资回报率和安全边际相对平衡的资产。然而,去产能下大宗商品尚没有到崛起的时候,流动性宽松下金融资产受益最大。不过,目前全球主要经济体国债收益率已至历史低位附近,相比之下股市可能存在继续放大泡沫的可能。

### “通缩”倒逼全球大宽松

1月份,全球主要国家中,已有12个国家的央行步入了降息周期,仅巴西、俄罗斯和新西兰等国由于通胀和本币贬值等因素的困扰,仍处在加息通道。进入2月份,澳洲央行降息,全球大宽松的迹象越发明显,这是2009年金融危机后流动性宽松的升级版。

当前全球经济正面临前所未有的通缩压力,特别是国际原油大幅下跌之后,通缩压力更为明显。而通缩对于全球经济来讲是一个致命的威胁——企业再投资下降、消费者放弃消费增加储蓄、社会贷款需求下降和国际贸易萎缩。

对于中国的降准,在时间点上存在一定意外,但是在情理上符合预期。原因主要有四点。首先,经济指标疲软,包括官方制造业PMI和汇丰PMI纷纷下滑。其次,资金成本再度上升,公开市场操作不足以打压融资成本。再次,在外汇占款大量流出,新的基础货币投放渠道不成熟下,需要提高货币乘数来实现广义货币供应量目标。最后,通货膨胀大幅下滑,需要货币宽松降低实际利率水平。

### 逆周期政策提供时间缓冲

逆周期政策在平滑经济波动、防止经济大起大落和就业市场稳定方面有积极作用,但是宽松的货币政策并非万能药,并不能从根本上解决经济内在的失衡,其最大的作用是为改革或者解决经济失衡提供时间缓冲。

从长远来看,中国经济面临城镇化后期和人口老龄化导致的需求不足、社会债务水平快速上升、房地产下滑等拖累,经济增长动力正在衰减,因此刺激计划只能部分对冲经济走弱的影响。逆周期政策可以以趋势的曲线变得平缓,却不能改变趋势。当然,逆周期政策必然避免不了了一些负面的作用,如流动性脱实向虚、金融机构过度杠杆等。

从投资回报率来看,在全球新一轮货币宽松下,风险类资产一般会受到资金的青睐。目前,大宗商品、股市和楼市等属于风险资产,而贵金属和国债等属于避险资产。然而,当前情况有所不同,这主要体现在需求疲软式通缩决定了大宗商品继续面临需求不足和产能过剩的压制。另外,逆周期政策只能使经济下滑更平缓,实体经济企稳回升是短暂且温和的,因此供求定价关系下的大宗商品并不是资产配置的首选,大规模配置时机尚未到来。此外楼市也遭遇中国人口老龄化、刘易斯拐点和去泡沫的冲击。

那么,在大宽松背景下,金融资产成为庞大流动性最后的蓄水池。其中,股市属于风险资产,而国债和贵金属属于避险资产。当前,欧美国家国债收益率已至创纪录低位,甚至欧洲部分国家短期国债收益率和企业债收益率出现负值。因此,股市放大泡沫空间还很大。

## 全球首笔集装箱运力交收达成

□本报记者 官平

近日,伴随上海出口集装箱运力交易合同UW1501最后交易日的临近,该合同自然人及投资机构交易商持仓逐渐减少,运力交收预匹配形式逐渐明晰。德威国际物流有限公司(卖方)和上海卫青国际物流有限公司(买方)在上海航运运价交易有限公司正式签署《上海出口集装箱运力交收合同》,标志着全球首笔航运运力交收成功达成。

据上海航运运价交易有限公司披露,此次交收的运力交易合同为上海出口集装箱-UW1501,起运港为上海,卸货港为洛杉矶,箱型为6FEU,船公司为现代商船,开船时间为2015年1月25日,到港时间为2015年2月7日。

2014年9月初,上海出口集装箱运力交易合同UW1501受到各家班轮公司集体涨价影响,盘面交易价格达到USD1850/FEU,经成本核算,德威国际物流有限公司高管会议决策通过,参与上海出口集装箱(上海-美西)运力交易并抛出6FEU(即6手)远期运力,以单向做空的方式提前锁定运价。2014年12月底,上海出口至美西的集装箱运价因班轮公司运力过剩导致连续下挫,上海卫青国际物流看到了保值避险的需求和机遇,果断开户入金,参与交易并提出按期交收申请。

与此同时,2014年9月初曾高位建立空头头寸的德威国际物流有限公司在运价下行趋势下,最终决定按期交付六个40

## 化工品领跌 国内期市大面积飘绿

□本报记者 王超

央行降准利多出尽反而成利空,昨日国内期货市场大面积下跌,其中化工品在隔夜国际油价暴跌拖累下集体承压,跌幅居各品种前列。至收盘,塑料、橡胶跌幅在2%左右,PP和PTA跌幅也超过1%。

首先,油价暴跌令化工品成做空的主要目标。塑料期货主力1505合约大幅低开于8485元,此后维持弱势震荡,尾盘收于8545元,跌幅达2.06%。PP期货1505合约也大幅跳空低开,多空双方全天围绕7600元展开争夺,尾盘收低1.59%,报7620元。PTA早盘大幅低开,此后一直在4700元上方弱势震荡,收于4716元,跌幅为1.30%。橡胶和甲醇也分别录得1.91%和0.65%的跌幅。

## 面临空头回补

## 期铜大幅向上修复可期

□国泰君安期货 许勇其

受美国大型石油公司勘探开支大减、美国国内石油钻井数大降等因素影响,国际油价全线暴涨,铜价出现初步企稳迹象。然而,随着春节临近,供需两淡的格局越发明显。沪铜巨量空头持仓因无货可交,市场面临空头回补的释放风险,笔者认为一波年前大幅向上修复的行情可期。

由于铜价持续下滑,云南东川地区品位偏低中小型铜矿山春节期间停产1个月,受损铜矿20多万吨;而且前期累积的铜精矿由于价格太低,短期内业并不打算出售。受此影响,铜精矿市场干净矿现货较为紧俏,冶炼厂接受加工费下滑10美元/吨,为1.05美元/吨。一方面是因为干净铜精矿产量呈现下滑的状态,另一方面冶炼厂和混矿厂对干净矿的需求较高,进而使得干净矿TC大幅下滑。同时混矿现货TC也出现下滑,市场成交在130-135美元/吨,但市场货源较多,冶炼厂买这部分货的积极性不高。国内市场,冶炼厂和铜矿企业关于2015年长单加工费基本签订,以当前价格计算,20%铜精矿提货价为81%。20%的铜精矿现货到厂作价系数为83%-84%,25%的铜精矿作价系数为86%。

富宝铜研究小组对华东地区线缆企业调研的结果显示:1月份的总平均开工率为43.15%,比上

英尺标准集装箱运力,稳固收益并提出按期交收申请。

1月26日,提单及时签发并开具运费发票至卫青物流,卫青物流在收到发票后划付剩余运费,宣告交收顺利完成。

卫青国际物流总裁王卫青表示:“此次他们愿意做第一个吃螃蟹的人,参与全球首例集装箱运力交收,希望新的方式可以为传统的货代行业注入新的生命力。”

2009年10月16日,上海航运交易所改革并推出了新版上海出口集装箱运价指数(SCFI),取代2005年12月7日起发布的原SCFI。新版SCFI是反映上海出口集装箱即期运输市场运价变化的指数,指数公布日一般为每周五15:00,包括15条分航线市场运价(指数)和综合指数。其中,上海出口集装箱运价指数(SCFI)美西分航线运价与上海航运运价交易有限公司上海出口集装箱美西航线运力交易合同(交易代码:UW)的价格标的相近,二者从现货与远期、近月与远月视角形成立体的市场价格体系,为市场提供完备有效的价格参考。

此外,自上海航运运价交易有限公司推出具有运力交收功能的上海出口集装箱运力交易合同以来,上海出口集装箱美西航线运力交易合同的交收结算价与该合同最后交易日当天上海出口集装箱运价指数(SCFI)美西分航线价格指数保持极高的一致性和收敛性。SCFI指数为航运运力交易提供现货基石,为远期交易提供市场参照;而航运运力交易的价格发现功能又为指数体系补充远期价格,指导企业合理安排生产运营。

而在隔夜国际期货市场上,油价在连续四日上涨后再度暴跌,因美国原油库存创纪录令供应过剩忧虑重燃,美国原油期货急跌9%,录得史上最大单日跌幅之一,布伦特原油盘中一度跌至48美元下方。

不过在恐慌之中,贵金属再次成为避风港湾。上海白银期货主力合约周三夜盘高开高走,截至收盘,报3675元,涨幅为0.82%。沪金1506合约早盘大幅高开,此后一直围绕258元震荡,最终收高0.45%,报257.50元。

国际方面,因希腊持久的债务谈判提升黄金作为避险资产的需求,纽约商品交易所(COMEX)黄金期货周三收高,主力4月合约收高4.20美元或0.3%,结算价报每盎司1264.50美元。

月降低了4.2个百分点。离二月下旬的传统春节只剩半个月的时间,在原本需求低迷不振持续的情况下,加之货款拖欠问题有增无减,线缆企业订单不断降低,且资金方面的风险也在急剧提升,企业已慢慢步入了歇业前的收尾工作。市场抛库套现积极性增加,主要也是为拿现运营周转,按单采购操作为主。现货市场将迎来大面积放假潮。北方市场陆续开始放假,天津地区加工厂已停产,大部分工人也已放假;河北及天津大量废料交易市场已基本歇业,而天津地区90%从业人员休假;华东及华南市场仍正常,但成交量也有所减少。提前休假或造成更多库存堆积,交易所显性库存将继续攀升,造成后期流通市场现货供应不足。

此外,1月交割后,沪铜增加了近15万手的持仓,然而铜价跌幅只有500元左右,盈利空间有限。这部分持仓面临春节前长假考验,需要在节前降低仓位。技术上看,MACD的绿色柱收缩,DIFF向上穿过DEA形成金叉,铜价有望展开一波大级别修复行情,伦铜有望重新站上5800美元。

# 高库存阴霾未散 油价暂难反转

□本报记者 官平

2月4日,国际油价在强势飙升后的第四天,再度遭遇暴跌,当日跌幅近9%。最新发布的数据显示,美国原油储备再次创下历史纪录。在国际油价暴跌的恐慌之下,国内商品期货又归于沉寂阴跌之中。

近日美国石油工人罢工影响了近10%炼油产能,导致国际油价在持续暴跌后展开了短暂的报复性上涨行情。分析人士表示,由于当前原油市场供大于求基本面未发生实质性改善,页岩油产量尚未明显下降,特别是欧佩克坚持不减产情况下,国际油价暂时难以反转。

## 高库存阴霾未散

4日,美国能源信息署(EIA)公布的上周(1月31日当周)库存数据显示,美国原油储备再次创下历史纪录,当周的EIA原油库存增加633万桶,市场原本预计增幅会显著地由之前一周的887.4万桶放缓至325万桶。美国NYMEX原油期货交割地库欣地区上周EIA原油库存增加251.6万桶,至4138.4万桶。

受此影响,截至当天收盘,纽约商品交易所3月交货的轻质原油期货价格下跌4.6美元/桶,收于每桶48.45美元,跌幅为8.67%;3月交货的伦敦布伦特原油期货价格下跌3.75美元/桶,收于每桶54.16美元,跌幅为6.48%。

从市场反应来看,很显然,工人罢工导致炼油厂停摆的影响已经被高库存的阴霾所掩盖,投资者已经认识到目前供应过量问题来源于开采而不是精炼这一环节。

国际油价自去年中期以来已连续下跌了七个月,跌幅一度超60.0%,市场预期油价可能已经触底,美国石油钻井数量下降消息传出,石油巨头开始宣布削减资本支出,原油反弹至一个月高点,涨幅超20.0%。

一些机构认为,美国石油钻井数量下降,行业削减资本支出的消息不断传来,这些成为引发原油反弹的火花,市场情绪似乎已经转移,波动性保持高位。且一些业内人士还认为,低油价将刺激经济增长,这将提升包括原油在内的商品的需求,进而刺激油价上升。

## 暴跌源头在于供过于求

尽管石油钻井数量在下降,但仍有诸多市场人士认为,包括一些美国大型石油公司减少支出只是企业暂时性的调整,整体页岩油气仍未达到去产能的整体效果。另外,法兴银行预测,非石油输出国组织欧佩克(OPEC)原油供给在2014年将增长200桶/天,在2015年将增长100桶/天。

一些接受本报记者采访的分析师表示,美国原油产量与总库存均创记录新

高,OPEC内部对减产态度分化,但沙特仍然强调不行动,当前价格水平,欧美地缘政治诉求影响持续降低,低油价更多体现沙特等海湾产油国利用低成本扩大市场份额的意图。

不过,也有业内人士称,原油供过于求的基本面没有改变,但预计2015年下半年将出现改善。原油供过于求的预期也没有改变,但预计2015年二季度末将出现改善。

花旗银行全球首席商品分析师Ed

Morse近日公开表示,原油基本面恶化的大环境仍没有改变,供需差距正在进一步恶化,油价最糟糕的时候还没有到,预计未来油价还将跌至30多美元/桶。

另外需要指出的是,包括原油在内的大宗商品计价货币——美元强势并未停止。在经过2月2日、3日连续下跌后,美元指数重回升势,截至本报记者发稿时,美元指数报94.350点,涨幅0.25%。分析称,随着美元进入加息周期,以其计价的原油和其他大宗商品价格仍将受到压制。

中国期货保证金监控中心商品指数 (2015年2月5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		67.74			67.67	0.07	0.10
农产品期货指数	849.10	847.02	850.30	844.34	847.64	-0.62	-0.07
油脂指数	539.88	540.77	544.47	536.25	538.54	2.23	0.41
粮食指数	1316.48	1314.79	1319.81	1308.90	1315.78	-0.99	-0.08
软商品指数	805.06	796.16	805.69	795.53	802.76	-6.60	-0.82
工业品期货指数	710.26	706.19	712.21	705.96	707.91	-1.72	-0.24
能化指数	630.43	623.30	630.43	621.93	629.25	-5.95	-0.95
钢铁指数	514.88	513.93	517.15	513.50	512.34	1.60	0.31
建材指数	600.54	599.15	603.31	599.05	598.93	0.23	0.04

易盛农产品期货价格系列指数 (郑商所) (2015年2月5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	1048.13	1049.06	1037.72	1038.66	-9.13	1042.58
易盛农基指数	1134.36	1134.36	1124.86	1126.30	-6.65	1125.76



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

做最负责任的风险管理顾问

全国热线: 4006280888  
公司网址: www.htgw.com