

# 商品之王为何云端坠落

□本报记者 王朱莹

之前还是牛冠商品的王者，眨眼便从指标上跌入了“熊市”概念区域，从直冲云霄到坠落谷底，周期不过短短一月，原油的牛熊转化令人猝不及防。其中WTI原油日线十连阴，创下34年最长连阴记录，更令市场瞩目。

分析人士表示，国际原油价格连续大跌在历史上并不罕见，主要因为品种受宏观因素影响较多，市场体量庞大，周期性趋势性较强。短期内原油市场供需结构尚处于偏弱格局之中，后市油价依然会呈现易跌难涨的格局。

### 油价跌入技术性熊市

10月3日，美油和布油双双创下76.90美元/桶和86.74美元/桶的四年新高，时隔一个多月后的11月9日，美油和布油最低下探至最低59.26美元/桶和69.13美元/桶，较前期高点已经跌去超过20%，进入了技术性熊市。

美尔雅期货量化分析师黎磊表示，造成本轮油价大幅下跌的主要原因有三个：一是原油市场处于库存升、价格跌的周期，美国商业原油库存连续7周大幅增加，超过5年均值水平，油价在库存压力下转头下跌。二是美国在正式制裁伊朗后，豁免包括中国在内的8个国家，最大的利多因素消失，促使油价加速下跌。三是IMF预测主要原油消费国2019年经济增速放缓，全球经济下行风险加大带动原油需求减弱，中长期油价面临较大压力。

11月初彭博和路透的调查数据均显示，10月OPEC产量环比增幅高达40万桶/日。同时，俄罗斯10月产量再创新高，环比增加5万桶至1141万桶/天。

“供应过剩和需求放缓的忧虑导致原油延续弱势。”前期货分析师唐伟表示，美国制裁伊朗原油出口的靴子落地，搭配豁

免条款的制裁措施显得成色不足，而在供应端，一些主要产油国在压力下大幅增产以弥补可能的缺口，两者出现了一定的错位，短期反而导致了供应可能过剩的担忧。

宝城期货分析师陈栋指出，目前美国、俄罗斯和沙特石油产量正处于或接近历史最高水平，日产量超过3300万桶，占全球石油产量的三分之一。

### 连续阴跌少见多怪

10月29日至11月9日，WTI原油连续10个交易日下跌，累计跌幅11.37%。雷菲尼蒂夫公司数据显示，美国原油期货价格连续十个交易日下跌，为1984年7月以来最长跌势。

事实上，国际原油价格连续大跌在历史上并不罕见。例如，文华财经数据显示，WTI原油主力连续合约2016年3月22日至2016年4月4日，日线9连阴。6连阴、7连阴更是多次出现。

混沌天成期货研究院表示，不同于其他商品，原油供需基本面对于原油价格的影响程度明显偏低。美元强弱、地缘政治、OPEC政策等均会对油价产生明显影响。造成油价持续下跌的原因一般分为三种情况：一是地缘政治风险导致油价脉冲式上涨之后的冲高回落；二是OPEC减产协议失败之后对于原油供应边际上大幅增加悲观预期；三是全球性的经济危机对于原油需求的冲击。

“原油市场体量庞大，参与者众多，市场价格充分竞争，趋势性表现强。”唐伟表示。

11月11日，OPEC监管委员会在阿布扎比召开会议，讨论12月及2019年可能的减产措施。尽管会议没有达成任何实质性的减产协议，但会议前各石油部长释放出的信号，以及沙特能源部长法利赫在会后表示，12月沙特的原油日均供应量将比11月减少50万桶，堪堪稳住了油价的跌势。

## 玉米长期多头格局不变

反映出玉米种植成本的增加，也从侧面支撑了玉米价格的上涨。“由于东北部分玉米入关，导致整体上东北玉米价格坚挺，而华北地区由于阴雨天气导致运输不畅，并且华北地区部分深加工企业玉米库存偏低，饲料企业对于玉米也有刚性补库需求，华北地区玉米价格小幅上涨。”

从供应来看，临储玉米拍卖结束，共成交了10014万吨，但已拍卖玉米尚未完全消化，且新赛季玉米大量上市，玉米供应整体宽松。

“随着东北地区玉米收割进度加快，11月中旬预计大量玉米入关，并且临近年底，贸易商有还款压力，有将粮食变现的需求，后续有集中售粮的风险，国内范围玉米供应相对充足。”方正中期期货分析师王骏、王亮亮认为。

## 供需缺口扩大 “锡牛”渐来

关系。据云南锡业股份有限公司11月9日发布的关于冶炼分公司停产检修的自愿性信息披露公告称，旗下冶炼分公司为保证锡冶炼设备完好和持续正常生产，将按年度检修计划对冶炼设备进行停产检修。本次检修计划于2018年11月11日开始，预计检修时间不超过50天，本次例行停产检修对公司全年生产经营计划无重大影响。

广州期货分析师宋敏嘉指出，此公告也使内外盘期锡大幅上扬，短期锡市或呈供应偏紧的局面，从而助推期锡上涨。

方正证券有色金属分析师韩国分析，锡业股份停产检修对产量有一定影响。该公司全年锡锭产量约6万吨，假设本次停产检修时间为50天，预测本次停产检修或将减少7000吨—8000吨锡锭产量，约占公司全年锡锭产量的13%。

## 债牛顿足 三因素支持牛市继续

□本报记者 张勤峰

值得注意的是，12日，债券一级市场仍延续良好表现，农发行招标发行的3年期和5年期固息债中农标收益率均远低于估值水平，且均获得3倍以上有效认购，显示机构踊跃参与，需求较为旺盛。

随着年末临近，债市供给逐渐减少。农发行此次发行的两只债券是当天唯一发行的一批利率产品。

### 一二级行情有点不一样

12日，国债期货市场小幅走弱，期价低开低走，各品种主力合约全线收跌，其中10年期国债期货主力T1812收报95.965元，跌0.12%。

现券成交利率大致持稳，交投较为清淡。12日，银行间市场10年期国开活跃券180210围绕前收盘价4.06%反复成交，全天成交逾300笔，相比之前缩量不少。10年期国债活跃券180019成交利率小幅上行1bp至3.48%。

截至11月12日17:40分，NYMEX原油微涨0.78%；报60.66美元/桶；布伦特原油则上涨1.24%，报71.04美元/桶。

“原油由于人为因素干扰带来的供应紧张并不具有可持续性，随着美国、巴西、中国等非OPEC+会议成员原油产量的提升，OPEC+减产会议影响的边际效应在下降。由于供应端的保障，未来需求端对价格的影响将更加突出。”唐伟说。

黎磊表示，减产协议名存实亡，减产执行力主要看沙特和俄罗斯。从今年4月份开始，产油大国的减产执行力度出现松动，沙特、俄罗斯原油产量分别增加61万桶/日、39万桶/日，减产协议名存实亡。沙特和俄罗斯是减产协议的主力军，如果两国重新执行较高的减产执行率，而不是靠伊朗、委内瑞拉等被动减产国家支撑，原油市场将重新进入降库存、再平衡的阶段，使价格超过产油国的财政盈亏平衡油价。

### 熊来了吗

当前市场，对于原油进入熊市的声言日渐高涨。目前持油价跌入熊市观点的主要依据有二，一是油价相比于10月份高点

## ■ 观点链接

### 国泰君安证券：原油并不悲观

三季度全球原油供给缺口在49万桶/天左右，四季度原油供给缺口测算将扩大至80万桶/天左右。使布伦特原油价格重新回到80美元/桶上方，至年底波动区间为80-90美元/桶。

### 中财期货：油价震荡偏弱

中长期来看，需求增速有放缓的趋势，预计年底和明年将受到全球经济下行的影响，需求增速进一步放缓。近期OPEC一直在吹风减产计划，可能促使油价的短

跌幅超过20%。二是近期WTI、Brent远期曲线已经由Back转变为Contango结构（远期升水），这通常被认定为原油市场熊市的特征之一。

混沌天成期货研究院认为，油价下跌只是挤出风险溢价，冲高回落。由于OPEC对于供应端的调控，油价下行空间有限，并未真正进入下行通道，而是重回震荡区间。

陈栋认为，油价目前处于中期调整的阶段，是对于2017年6月以来的上涨作出的阶段性回调行情。短期而言，原油市场供需结构尚处于偏弱格局之中，后市油价依然会呈现易跌难涨的格局，外盘油价WTI或继续走低至55美元/桶，布伦特原油或继续下探至65美元/桶，国内原油期货1812合约也将面临继续走低的风险，短期关注475—485元/桶的区间支撑。中期来看，随着北美需求取暖油消费旺季到来，以及中东地缘因素的再度光临，未来油价存在上涨的积极因素，中期油价存在反弹的动力和预期。

“12月的OPEC+会议大幅收紧供应的概率不大，同时增产的概率更小。宏观经济表现对价格影响较大，预计原油后市震荡偏弱，下行趋势还将延续。”唐伟表示。

期反弹。但原油供给充足的基本面短期内不会发生变化，油价仍然会处于震荡偏弱的走势。

### 方正中期期货：短期内油价弱势难改

EIA数据显示美国原油产量升至1160万桶/天，再创新高。OPEC+联合减产技术委员会认为以目前产油速度来看，2019年将重新面对供应过剩风险。整体来看，美国对伊政策与预期差距较大，主要产油国产量持续增加，在OPEC+12月会议将会对未来油市产生重要影响，短期内油价弱势难改。（王朱莹 整理）

与此同时，英国无协议脱欧的可能性不断增加，叠加意大利预算赤字问题悬而未决，欧元、英镑等欧系货币延续近期弱势。

前外部扰动因素未发生改善，那么美国的豆农或将更多的选择种植玉米，使得海外供给仍将增加。国内方面，中国政府或将更加鼓励大豆的种植，因而玉米的种植面积受到影响。”该机构分析。

从国内来看，该机构认为，国内临储玉米库存水平降至8000万吨以下，明年供应压力随之有所减小。此外，在我国燃料乙醇汽油不断推广和新增产能投产的背景下，工业方面的需求仍将保持高速增长。未来工业领域的消费前景依然良好。“中国市场受益于政府对燃料乙醇的鼓励，库存去化速度快于其他地区，中国玉米价格处于缓慢上行区间，但是仍然受到政府临储拍卖的调控，预计明年中国玉米年度均价上行5%。”该机构预计。

实际上，国内锡业减产早已不是罕见现象。根据SMM数据，10月我国精炼锡产量12311吨，环比9月下降11.6%。分析人士指出，数据下降背后，主要华锡、内蒙古大井子锡业因矿山、设备检修削减产量，云南地区部分生产企业以及江西地区个别企业因锡矿采购不足而影响生产。预计11月我国锡产量将进一步下降。

### “锡牛”有望到来

根据海关总署数据，今年9月进口锡精矿1.47万吨（实物量），折合金属量约3747吨，同比、环比均大幅下滑29%、26%。

据了解，我国锡精矿进口基本都来自于缅甸，今年以来由于矿山品位急剧下降，缅甸锡精矿产量持续下滑，自今年2月份以来，月均出货量持续下滑，业内人士认为，

“随着锡矿及精锡库存缓冲垫的逐步消化，锡价上行空间将逐步打开。”齐丁、黄孚分析，考虑到缅甸锡矿供应下行拐点或出现，印尼、中国锡产品供应弹性受制，预计2018—2020年全球精锡市场供需平衡为-0.37、-0.85、-1.25万吨，供需缺口将呈现扩大态势。“锡牛”渐来。

三是年底供需关系改善，支持利率继续下行。随着负债端压力下降，机构投资约束减轻，配置需求上升，而地方债发行高峰过去后，债券市场供给压力明显下降，供需力量对比朝着有利于债市上涨的方向发展。机构倾向于认为，当前货币市场利率基本见底，后续利率下行的更大机会来源于中长端，收益率曲线将从当前陡峭化转为平坦化下行。

市场人士表示，从9月下旬到11月上旬，债市连续上涨，技术上存在一定调整需求，加之股市反弹影响市场情绪和跨市场资金流动性，债市短期上涨放缓乃正常现象，并不意味着趋势性的变化。

■ 记者观察

## 政策底已现 人民币不会无序贬值

□本报记者 张勤峰

12日，美元指数重上97，人民币兑美元承压走弱，盘中失守6.96。短期来看，如果美元维持强势，人民币兑美元汇率仍将承压，但与此同时，外汇管理的底线思维进一步明确，人民币汇率的“政策底”基本出现，出现无序贬值的可能性不大。

美元走强仍是当前人民币兑美元双边汇率走势的重要因素及主要压力来源。

上周，美国中期选举落下帷幕，外汇市场关注点重回美联储政策——美联储结束了11月议息会议，暂维持基准利率不变，但重申其收紧货币政策立场，并维持对美国经**济强劲**的看法，刺激美元指数于后半周大举反弹，重回97附近。

“12月的OPEC+会议大幅收紧供应的概率不大，同时增产的概率更小。宏观经济表现对价格影响较大，预计原油后市震荡偏弱，下行趋势还将延续。”唐伟表示。

本周一，美元指数对亚市阶段站上97，并突破10月末高点，涨至2017年6月下旬以来的高位。经过10月下旬以来这轮上涨，美元指数向上突破的迹象愈发明显。

分析人士称，当前美国就业市场强劲依旧，薪资增长加快，或推动物价加快上行。上周公布的美国10月份PPI环比涨0.6%，创2012年9月以来最大升幅，远超市场预期。在经济增长与物价上行支持下，美联储有理由继续加息，市场预期12月美联储再次加息是大概率事件。美元上行仍具备基本面和政策面的支持。

与此同时，英国无协议脱欧的可能性不断增加，叠加意大利预算赤字问题悬而未决，欧元、英镑等欧系货币延续近期弱势。

## 税期影响加大 资金面趋紧

11月12日，央行连续第五日暂停逆回购操作，随着税期扰动显现，市场资金面趋于收敛，12日货币市场利率不同程度走高。分析人士指出，随着税期影响加大，叠加强国库定存到期，预计央行将很快重启逆回购操作，保持流动性供求平衡。

12日，Shibor整体走高，其中隔夜Shibor涨27.1bp至2.309%，7天Shibor涨2.5bp至2.624%，14天Shibor涨1bp至2.627%，3个月Shibor持稳在3%。

银行间市场回购利率同样以上行居多。银行间存款类机构隔夜回购利率DR001大涨27bp至2.30%，代表性的7

## 转债以结构性机会为主

11月12日，转债市场随A股明显反弹，中证转债指数收涨0.42%，结束此前四连跌。分析人士指出，近期，受股市表现不佳影响，转债市场整体走弱，中证转债指数连续回调，短期股市情绪波动仍将影响转债市场，预计结构性机会将占据主导地位。

12日截至收盘，上证综指上涨1.22%报26305.2点，站上10日线，同时终结5连跌；深证成指涨2.4%报7832.29点，创业板指涨3.47%报1368.79点，逼近60日线。

受市场情绪升温影响，转债市场也随A股反弹。中证转债指数高开高走，午后涨幅加

中国期货市场监控中心商品指数（11月12日）							
指数名	开盘价	收盘价	最高价	最低价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		87.69			88.22	-0.53	-0.6
商品期货指数	966.58	960.93	966.88	958.51	968.09	-7.16	-0.74
农产品期货指数	869.32	868.1	870.11	864.36	870.35	-2.25	-0.26
油脂期货指数	466.53	467.38	468.4	461.22	467.84	-0.46	-0.1
粮食期货指数	1313.05	1319.34	1330.38	1313.05	1314.28	5.06	0.39
软商品期货指数	789.75	784.47	789.75	781.23	790.51	-6.04	-0.76
工业品期货指数	1013.81	1006.05	1014.4	1003.27	1015.69	-9.65	-0.95
能化期货指数	693.97	692.71	695.52	687.18	695.85	-3.14	-0.45
钢铁期货指数	1082.42	1066.32	1083.6	1060.89	1084.08	-17.76	-1.64
建材期货指数	984.49	970.79	984.84	966.5	986.74	-15.95	-1.62

东证-大商所商品指数（11月12日）					
	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	97.54	97.36	97.15	97.6	-0.25%
跨所能化指数	102.69	102.76	102.72	103.29	-0.52%
东证大商所农产品指数	97.54	97.63	97.41	97.52	0.12%
东证大商所煤焦矿指数	100.15	99.19	99.19	100.39	-1.20%
东证大商所能化指数	105.79	104.75	105.32	106.71	-1.84%
东证大商所工业品指数	92.78	91.9	92.11	93.1	-1.29%
易盛东证能化指数	97.67	98.92	97.96	98.08	0.24%
易盛东证白糖指数	76.71	75.96	76	76.74	-1.02%