

■ 探寻人民币贬值扰动商品之路(二) 贬值唤醒“死库存”铜价跌势未尽

□本报记者 王朱莹

近期，在人民币最近两周急剧贬值的风波中，以套利套汇为主的贸易融资商们遭遇沉重打击。为了提前还款，贸易商不得不抛售现货铜以回笼资金，这使得长期沉睡于保税区的铜等商品“死库存”逐渐苏醒，进入流通领域，而供应的集中涌出，进一步加剧了铜价的跌势，一连串连锁效应正悄然发生。

沪伦比值破7

进口商抛铜还债

沪伦比值指的是沪铜与伦铜（人民币价格）的比值，沪伦比值大，进口铜则利润较大，有助刺激铜进口。沪伦比值小，意味着进口无利可图甚至亏损，进口量趋于减少，对融资铜及其他商品贸易融资而言，人民币贬值将增加融资成本，因贸易商最后需要用人民币兑换美元来归还从银行融来的资金，人民币贬值将意味着需要更多的人民币来购买美元，而不是像以前那样能享受到人民币升值所带来的利润。

此外，人民币贬值将会令美元铜更受到青睐，并推迟铜报关进口步伐，加深国内弱外强的格局，令比价回落。

“目前，沪伦比值已经跌至6.9附近。在这种比值情况下，铜进口亏损接近3000元/吨，给铜长单进口商家及进口融资的商家造成成本压力。”富宝资讯铜分析师雷连华表示。

国泰君安期货许勇其指出，由于进口亏损扩大，贸易商有可能采

取三种方式应对：一是转出口，这可减少国内供应压力；二是大量抛售亏损现货，以现金偿还银行贷款；三是减少现货合同的签订，等待比值恢复。

截至目前，保税区铜库存存在70万吨以上，而其中有不少是融资铜库存，在人民币升值阶段，这部分库存只是用于融资的媒介，并

不进入市场，因而被称为“死库存”。但随着人民币贬值幅度的增大及持续时间延长，保税仓库的铜库存将继续外流，部分将流至国外，进入流通。

“死库存”苏醒 铜价破位

“死库存”的苏醒，使市场上铜供应量增加，铜价因而随之下跌。自2月18日人民币加速贬值开始，沪铜累计下跌4.07%。

“在人民币贬值过程中，从事贸易融资的贸易商不得不提前抛售融资铜，以便提前还款。因为美元兑人民币的即期汇率大幅下降意味着，未来通过需要支付更多的人民币偿还美元贷款。在此背景下，中国铜供应压力短期内集中释放，并削弱了对海外铜的采购能力。因此，铜价短期不断破位下行，中长期维持低位的可能性也较大。”程小勇表示。

面对人民币贬值所带来的风险，贸易商通常会在海外用人民币NDF的模式做汇率对冲，但因为人民币前期一直处在趋势性升值的过程之中，在这次贬值中，大多数贸易商没有对汇率进行锁定，因此十分被动，这也凸显了外汇期货等汇率管理工具的重要性。

雷连华表示，本次人民币大幅贬值向市场传达了一个信息，即未来人民币不会单方向升值，双向波动将常态化，这凸显了企业汇率管理的必要性。“海关数据显示，2013年中国超越美国成为世界上最大的货物贸易国，外汇期货存在巨大的市场。”

“贸易商对于外汇远期或者汇率互换使用比例较大，但是大多是大型企业，而中小企业运用很少。中国缺乏外汇期货，特别是人民币汇率期货，随着利率市场化和汇率双向波动幅度扩大，中国外汇期货需求越来越大，外汇期货的研究和推出步伐会加快。”程小勇说。

豆粕震荡偏弱 可关注套利机会

□广发期货 李盼

尽管豆粕呈外强内弱格局，但由于期现基差影响，期货相对现货走势较强，建议豆粕1405合约以震荡偏空操作，下跌目标暂看3280-3300元/吨，同时可适当关注买豆粕1409合约抛1501合约的套利操作。

首先，美豆供需由偏紧转向相

对宽松，关注中国洗船。截至2月20日，美豆出口销售4346万吨，同比增长25.63%，高于市场预期的4110万吨。累计装船量为3608万吨，未装船量738万吨。中国累计采购达2810万吨，同比增加仍达到32.4%，美豆出口销售可能仍有一定上升空间，旧年度美豆库存仍

维持偏紧的局面，但仍须关注中国洗船情况。

美国展望论坛预估美豆种植面积7950万英亩，产量为35.5亿蒲式耳，期末库存为2.85亿蒲式耳，供需偏紧转化成相对宽松的局面，因此美豆新旧年度价差维持高位水平。同时美国农业部在过去6年中有4年低估了大豆播种规模，因此后期须关注3月31日出台的种植面积报告。

其次，巴西大豆减产预期但不改丰产格局，后期关注物流状况。

前期干旱天气对巴西部分地区造成减产，巴西农业资讯机构AgRural将2013/2014年度大豆产量预估自1月31日的8,880万吨下调至8,700万吨，近期机构Newedge将今年巴西大豆产量下调为8500万吨，因此干旱天气使

得巴西存减产预期，但总体上仍不改丰产格局。

截至2月17日，巴西已经装出180万吨，整个2月份巴西大豆对中国装船量将超过250万吨，甚至有可能达到280万吨，在最佳气候条件下，估计2月装船最多可高达400万吨。从历史看，由于巴西国内大部分使用卡车运输到港口，同时港口装运能力有限，经常会发

生装运推迟的问题。

最后，中国短期到港压力巨

大，同时盘面压榨利润恶化。预计2月、3月国内到港为450万吨和500万吨，远高于去年同期水平。

从下游需求看，2014年1月份400个监测点生猪存栏比上月下降4.2%，比去年同期下降2.2%；能繁母猪存栏比上月下降0.6%，比去

年同期下降2.6%。生猪补栏积极性降低，部分地区开始淘汰母猪的情况，同时禽流感使得存栏量下降，饲料厂基本普遍看空后市。

因此，随着节后的陆续开工，国内油厂豆粕库存可能逐步增加，豆粕

现货仍将走弱，但由于豆粕基差和

大量预售合同，豆粕期货价格可能

强于现货。因此，短期看油厂到港

压力巨大和下游需求疲软，豆粕库

存可能逐步增加，对近月特别是5

月合约压力较大。

从盘面压榨利润看，目前5月和

9月盘面套保利润大幅下滑至-500

元/吨以下，1月盘面套保利润下滑至-300元/吨。

因此，随着油厂压榨利润恶

化，美豆洗船的概率增加，市

场预计200-250万吨美豆可能转运

南美大豆。

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览 (2014年3月4日)

	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅
综合指数	1231.40	1.76	0.14%
金属分类指数	816.55	0.76	0.09%
农产品分类指数	925.44	-0.58	-0.06%
化工分类指数	527.26	5.81	1.11%
有色金属分类指数	826.96	3.54	0.43%
油脂分类指数	1130.64	-2.53	-0.22%
豆类分类指数	1287.74	-2.66	-0.21%
饲料分类指数	1383.38	-4.55	-0.33%
软商品分类指数	1351.83	3.72	0.28%

注：东证期货大宗商品期货价格综合指数，是涵盖国内三大商品期货交易上市交易的所有活跃品种的交易型指数，指数以各品种主力合约为准，采用全年固定权重法，基期为2006年1月4日，基点1000点。东证期货大宗商品期货价格分类指数，以不同的商品板块进行分类统计，编制方式与综合指数一致，但基期各不相同。

周二国内大宗商品期货市场各品种延续弱势调整，贵金属则在乌克兰局势缓和后出现获利了结。此外，有色金属受消息提振出现反弹。昨日上涨前三的品种有橡胶、沪铜和沪锌，涨幅分别为0.57%、0.47%和0.40%；昨日下跌前三的品种有橡胶、棕榈油和黄金，跌幅分别为0.94%、0.86%和0.80%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周一上涨0.14%，收报于1231.40点。

局势缓解 原油黄金涨势遇阻

□本报记者 王超

乌克兰紧张局势升级，令蛰伏已久的商品多头找到了反扑契机：黄金、原油双双走俏，玉米和小麦也创出本轮反弹以来新高。不少市场人士表示，近期商品的上涨是典型的避险买盘推动型，如果地缘局势缓解，那么市场将逐渐冷静下来，近期商品上行动力也会消退。对于多头而言，鉴于地缘政治风险多是非常规的，要特别警惕短期获利盘退出而导致商品的快速回落。

至3月4日北京时间20:00点，因局势有所缓解，纽约原油回落1.27%，重返100美元/桶之下；纽约黄金也下挫17.1美元至1333.5美元/盎司。

黄金白银涨势受阻

乌克兰局势的持续升温，令黄金白银近期涨势再续动力。即便是美国数据的遍地开花却也未能遮挡黄金特有的避险光芒。周一，国际金价在亚盘时段再次上演传奇，开盘后迅速直线拉升17美元至1344美元/盎司，此后的欧盘及美盘时段也毫不逊色，轻而易举地突破了前期1345美元/盎司一线的阻力，最高达1354.84美元/盎司，最终收于光脚阳线，创下了2014年以来最大日内涨幅。日K线也有效站稳了1350美元/盎司。白银也一度突破了21.50美元/盎司的强阻力。乌克兰局势升级使得黄金再次在危机中显露出其避险保值的功能。

不过，在3月4日俄罗斯和乌克兰紧张局势有所缓解的背景下，原油、黄金和部分农产品纷纷回落。

还有市场人士指出，美国核心PCE物价指数正朝着理想化方向发展，美联储极有可能在近期内开展QE削减计划的进一步实施，这一点有必要引起多头的足够重视。不过就目前而言，值得肯定的是，在美联储尚未树立明确立场之前，地缘政治危机仍将会成为黄金上行的助推器。

原油冲高回落

在乌克兰局势的带动下，不仅贵金属市场得到了避险者的青睐，原油多头也同样尝到了甜头。周一，纽约原油期货结算价涨2.33美元，至每桶104.92美元，涨幅2.3%；ICE布伦特原油期货涨约2.13美元，至每桶111.20美元，涨幅2%。业内专家介绍，乌克兰是俄罗斯原油输往欧洲的必经之路，因此，乌克兰局势升级对原油价格的影响较大。

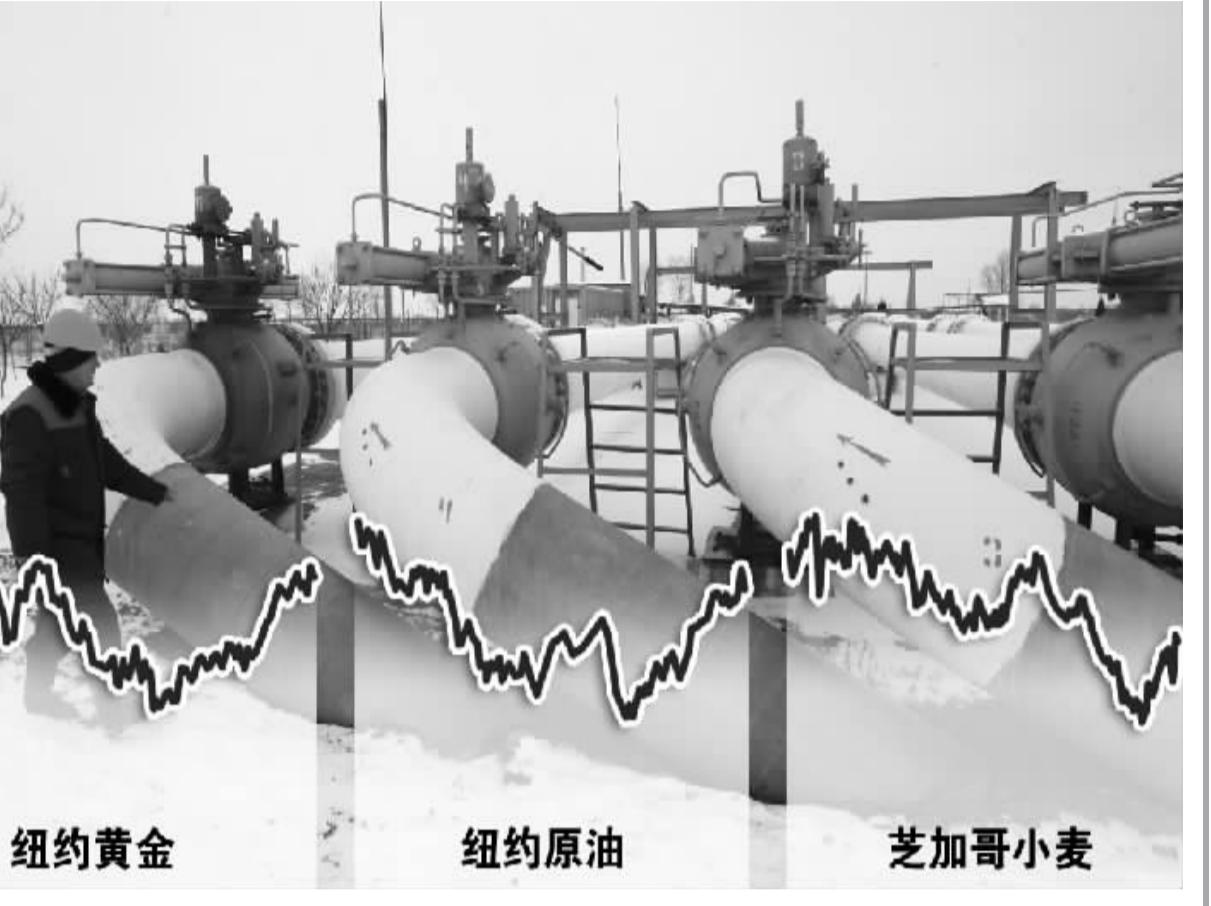
尽管昨日原油因局势缓解而显著回落，但相比黄金白银，其基本面似乎要强劲许多。“尽管原油市场受流动性风险因素束缚，但投机商和管理基金却表现得信心满满。”有研究人士介绍。据洲际交易所最新数据分析，截至2月25日当周，布伦特原油期货和期权持仓量1795765手，比前一周增加了22441手；管理基金在布伦特原油期货和期权中持有净多头139921手，比前一周增加18214手，其中持有多头增加11943手，空头减少6271手。

资讯机构元汇石油认为，美联储退出QE已是不争的事实，鉴于市场已有心理准备，风险情绪被提前消化，那么随着短期利空尽数兑现，原油价格受政策的影响将不大。而随着近期局势的动荡持续走高，原油价格将随着季节性因素再度走强，那么近期天气回暖，取暖油的需求逐渐减少，后期需要重点关注的地缘政治带给国际市场变动的强烈程度是否大过天气转暖，如果需求减弱的因素不大，则有理由相信短期内油价依然会持续一段时期的上涨。

关注数据指引

市场人士表示，如果短时间内无望寻得一个令各方都能满意的危机解决方案，乌克兰冲突恐将会继续下去，这场危机也成为了左右本周商品市场最重要的因素。本周原本有众多风险事件，如澳联储利率决议、加拿大央行、欧央行、英央行利率决议，这些数据恐怕都将会纷纷靠边站。3月3日晚间美国公布的2月Markit制造业PMI在创下45个月新高之时，美元指数却反应非常平淡，这也可见市场的焦点早已不在这些数据上，唯有密切关注乌克兰局势才能把握真正的行情。

但亦有分析人士提醒，在乌克兰上空乌云密布的紧张局势下，不应忽略美国经济数据方面的指引性效果。3月3日，美国商务部表示，美国1月个人消费支出月率增长0.4%，高于预期的0.2%；美国2月Markit制造业采购经理人指数(PMI)终值升至57.1，好于预期的56.6；美国2月ISM制造业采购经理人指数(PMI)为53.2，同样也比预期的52.0高。黄金投资机构世元金行认为，美国数据方面的全面开花，在不知不觉中已为市场商品多头敲响了警钟。因为在有利局势的暗示下，美联储极有可能依此有利形势，来支持QE退出计划的进一步实施。倘若真是如此，黄金白银多头恐将彻底平息。



欧洲粮仓遇危 农产品或迎升机

□本报实习记者 王姣

因担忧乌克兰供应中断，美小麦、玉米价格近日剧烈震荡。分析人士指出，尽管乌克兰危机稍有缓解，谷物运输受扰迹象不多，但这种不安情绪将持续冲击农产品市场。短期来看，乌克兰局势仍是左右国际农产品价格走势的重要因素，若局势持续，农产品期货有望继续上涨。

避险情绪抬升谷物价格

境内拥有全世界30%黑土的乌克兰，被誉为“欧洲粮仓”，预计其2013/2014年度将成为全球第三大玉米出口国和第六大小麦出口国。而被俄罗斯军队控制的克里米亚港口，是乌克兰粮食出口的主要通道。因市场担忧乌克兰危机影响谷物运输，进而冲击全球粮市，芝加哥农产品期货市场近日大幅上涨。

“作为全球主要的谷物出口国之一，乌克兰局势严峻可能会对国际谷物贸易格局产生重大影响。当前由于南半球谷物尚未收获入库，谷物进口国的采购需求可能转向美国，这会使得美国谷物库存下降，推高谷物期价，这在芝加哥期货交易所(CBOT)盘面上反映明显。”华泰长城期货研究员范红军在接受中国证券报记者采访时表示。

周一盘中，CBOT小麦主力合约大涨4.9%至6.315美元/蒲式耳，创下2012年来最大日涨幅；玉米主力合约涨幅1.5%至4.705美元/蒲式耳，升至去

年9月以来新高。而随着昨日乌克兰局势的缓解，CBOT小麦、玉米期价瞬间下挫。截至3月4日北京时间20:00时，CBOT小麦主力合约下跌7%，玉米主力合约下跌3.2%。

长江期货研究员潘钰烛表示，目前还没有迹象显示乌克兰和俄罗斯农产品贸易中断，且乌克兰农业部保证冲突不会造成春播面积的下滑，市场目前只是担心其可能出现的风险。不过，由于3月4日紧张局势有所缓解，美小麦和玉米电子盘中皆出现下滑。

国内市场上受冲击有限

业内专家认为，为保证粮食安全，我国粮食进口量受到严格控制，由于国内谷物价格对外依存度较低，因而乌克兰局势对国内谷物价格影响有限，国内玉米、小麦跟随外盘上涨的可能性不大。

“国内小麦和玉米进口量只有数百万吨，与国内产量相比数量有限，因此乌克兰局势对国内现货和期货价格几乎不会产生影响。”中粮期货研究员孟金辉表示。据悉，我国2014年粮食进口关税配额量为：小麦963.6万吨，国营贸易比例90%；玉米720万吨，国营贸

易比例60%；大米532万吨，国营贸易比例50%。

“由于‘粮食安全’等政策性的导向，小麦基本上能够维持自给自足，进口数量非常有限，因此导致内外盘联动性并不明显。”中粮期货研究员范婧雅表示，就郑麦而言，短期内可能小幅上扬，但更多的是基于自身基本面而非CBOT行情。

长期而言，范红军认为，鉴于中国与乌克兰之前在谷物生产和贸易方面有诸多合作协议，如粮食换贷款协议等，乌克兰危机后新政府的政策走向可能会对这些合作协议产生一定影响。据悉，2012年中国与乌克兰达成“贷款换玉米”协议后，乌克兰出口至中国的玉米已占乌克兰总出口量的8%，使中国成为乌克兰玉米五大出口国之一。

展望后市，潘钰烛认为，玉米现货价格上涨，会加快贸易商出货，玉米期货价格在近期由涨转跌的概率较大。

就郑麦而言，在近期面粉销售不温不火和养殖业亏损造成的麸皮行情偏弱情况下，小麦期价或延续区间震荡行情。

范红军则认为，对郑麦而言，后期新作小麦将在5月收获入市，这是压制郑麦期价的主要力量；对玉米而言，虽整体供需趋于宽松，但最大的不确定性在于国储收购力度，而需求将持续低迷，这将压制玉米期价的上行空间，玉米短期内或将继续震荡运行。建议投资者考虑买玉米空单麦套利交易。

展望后市，潘钰烛认为，玉米现货价格上涨，会加快贸易商出货，玉米期货价格在近期由涨转跌的概率较大。

就郑麦而言，在近期面粉销售不温不火和养殖业亏损造成的麸皮行情偏弱情况下，小麦期价或延续区间震荡行情