

# 原油暴跌 大宗商品树起新坐标

□本报记者 王超

虽然号称“商品之王”，但大宗商品的定价基准历来是美元而非原油。不过，在油价持续暴跌的过程中，原油的大宗商品龙头属性不断强化，目前而言，其影响力似乎超过美元而成为商品市场的坐标——几乎所有期货品种与油价关系突然空前密切起来。

原油暴跌已经盖过了每种商品自身供需的影响，原油通过对大宗商品生产成本以及反映经济政策的可能变化来决定了后者的各种走势。

## 大宗商品紧盯原油走势

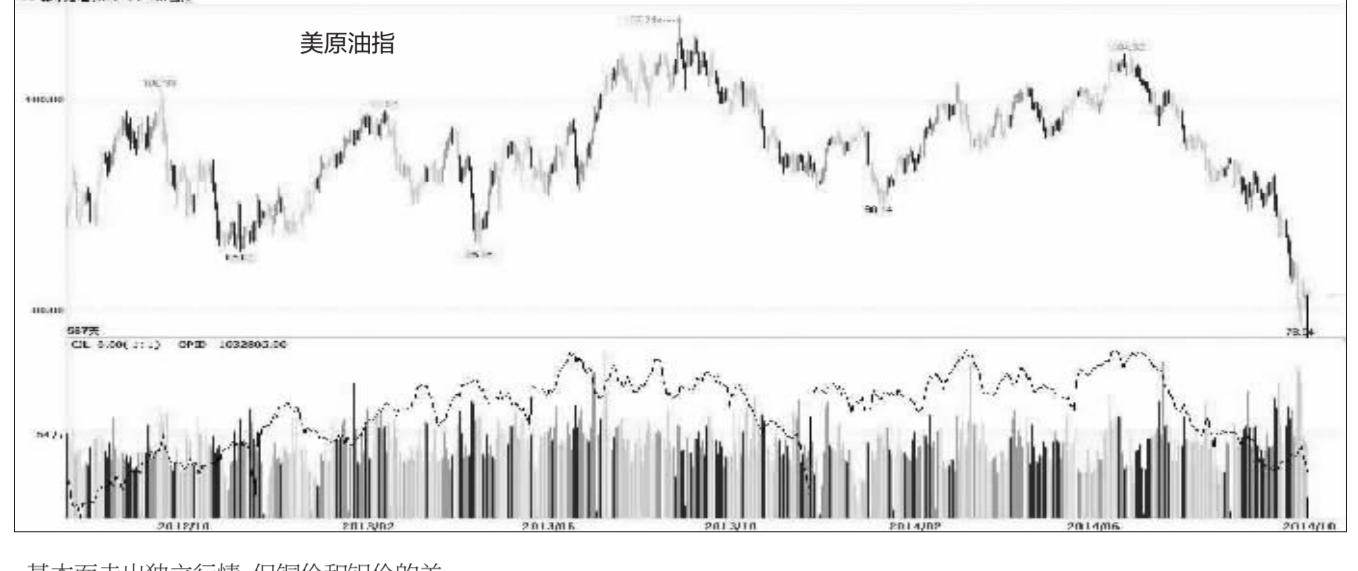
能源化工品种走势历来紧跟油价走势。这是因为，化工品价格主要由上游成本和自身供求关系决定。原油价格的变动从长期来看对化工品期价有引导作用。目前国内上市的相关期货品种，如燃料油、PP、LLDPE、PVC、PTA和合成胶都是原油的下游产品，原油价格暴跌直接拉低下游产品生产成本，从而令这些产品的市场价格也随之回落。

以近期走势来说，尽管近日国际油价在80美元附近有所企稳，但深受其害的下游化工品并未因此结束跌势，成本坍塌叠加需求疲弱，PVC和PP周二再度刷新纪录低位，塑料和PTA更是于稍早之前分别跌至逾两年低位和近六年低点。据文华统计显示，9月25日—10月21日期间，纽约油价和塑料、PTA、PVC、PP和甲醇的跌幅分别为10.34%、3.93%、9.09%、2.86%、6.86%和5.85%。

农产品期货与原油的相关性仅次于能源化工。原油价格下跌将会直接拉低汽油、柴油、化肥、农药、农膜、除草剂等的价格，这将降低农产品的生产和农用机械的生产、运输等成本，带动农产品价格回落。油价高企还导致燃料酒精、生物柴油等生物能源的生产利润下降，必将对相关农产品价格带来不利影响。在生产燃料酒精的农产品中，玉米占50%，甘蔗占40%，其他有小麦、甜菜、木薯等，生物柴油涉及的有豆油、棕榈油等。而部分农产品价格走低还会带动其他农产品价格回落，从而导致农产品整体维持低位运行。

例如，原油对油脂有较大带动作用。近期原油价格回落，打压棕榈油价格。由于棕榈油是油脂中价格相对较低的品种，一般作为豆油的掺兑替代品，是国际上特别是欧洲重要的生物燃油原料。

一般认为，有色金属可能与原油毫无关系。但事实上并非如此。能源作为金属冶炼过程中的基础原料，油价的回落将直接拉低金属的生产成本。其中，电解铝耗电量较大，占到铝生产成本的40%。相关人士分析，铜、铝、锌三品种将依据不同的



基本面走出独立行情，但铜价和铝价的关注度显然要更高一些。

原油与黄金的关联不言而喻。由于黄金天然的避险和抗通胀功能，令原油和黄金在长期内存在一定的比价关系，两个品种具有较好的联动性，原油价格回落削弱了黄金对通货膨胀的避险魅力。

## 债券市场也看油价

原油暴跌的影响已经远远不再局限于大宗商品市场了。目前它已经成为美国债券市场的新风向标。

有观点认为，近几个月油价呈下跌态势，低油价抑制CPI增长、使通胀预期走低。市场担心全球经济走在通缩边缘，这推动美债收益率下行。一些策略分析师们认为，当前油价比就业数据和制造业数据对预测美债走势更加重要。

上周美国债券市场出现异动，10年期美债收益率一度暴跌34个基点，创2009年3月以来最大单日跌幅，跌破2%的重要关口，触及1.87%，创2013年5月以来最低。当日纽约油价收于81.78美元/桶，较年内高点的107.26美元/桶下跌了24%。

分析人士认为，美债收益率下行，与油价一路下挫有关，因为低油价令通胀预期走低，投资者担心全球经济走在通缩边缘。

而在今年1月，彭博社调查了60多位策略分析师，当时他们的共识是今年10年期美债收益率会走高，即从去年年底的接近3%上涨到3.44%。仅有少数几位策略分析师预测正确。

这些分析师们认为，目前市场的通胀预期在下行。美国债券市场显示未来5年平均通胀率为1.5%，这大幅低于美联储2%的目标。油价高度影响通胀预期，因为在计算CPI时，能源大约占比10%。

## 高盛集团：短期供应没有过剩

高盛集团(Goldman Sachs)大宗商品研究团队表示，原油市场短期并不存在供应过剩，市场下跌主要反映了长期供应过剩的预期，但油价过快大幅下跌反而会刺激需求，造成短期供应不足。

6月份以来，国际油价出现一轮暴跌走势，WTI原油期货从最高107美元左右跌至80美元下方，除了美元升值的影响，油价大跌主要由于市场预期原油市场长期供需基本面发生根本性变化，出现供过于求的局面。

虽然高盛同意原油市场中长期看跌的观点，但指出最近原油下跌是“史无前例”的，因为市场的期现结构仍处于反映现货趋紧的“贴水”状态(即现货

价格高于期货)，而非“升水”。

高盛分析师指出，商品市场与金融市场有一个重大差异，金融市场属于受预期推动的期望型资产，而商品主要受当前的供给与需求推动。因此，在高盛看来，如果商品市场将未来预期反映到定价当中，将是一个“自我否定”的行为，因为价格下跌将会刺激需求上升。

高盛指出，当前的原油市场与2004年—2007年的牛市刚好相反，当时的情况是“长期短缺造成短期过剩”，市场对原油长期供应不足的预期大幅推升价格，从而抑制了需求和刺激边际供应，其结果是变成“自我否定”、导致预期中的供应短期一直没有来临。(王超)

## 可以抄底了？石油基金受热捧

追踪原油价格走势的基金受到两年来最大程度的热捧，因投资者认定原油价格必然会从熊市中反弹。

相关数据显示，截至10月20日在美上市交易的四只规模最大的石油上市交易产品(ETP)吸纳的资金总额达到3.34亿美元，创出了2012年10月份以来的最高水平。包括United States Oil Fund和ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil在内的这四只ETP的流通股数量已增至5530万股，创下九个月高点。

随着作为美国市场和全球市场基准的西德克萨斯中质油(WTI)和布伦特原油的价格各从6月份高点下跌20%以上，按通常定义由此进入熊市，资金开始源源不断流入上述基金。包括法巴和美银在内的多家银行已发出了原油市场溃势可能很快就

会过去的预测。

有些投资者就喜欢接下落的飞刀。”旧金山ETF.com的首席投资官Dave Nadig表示。看着眼下石油市场正在发生的一切，你可以想都不想地说‘到了一定时候总要见底’。许多投资者依然认定油价的长期趋势必然是要上行。”

此外，10年前因准确预测原油将长期上涨而声名鹊起的石油分析师Paul Horsnell，如今作为渣打银行的分析师，又发布预测维持偏多看法，即便油价已经跌至四年低点。

他认为，欧佩克将不得不每日减产约100万桶石油，以避免明年一季全球原油库存上升；而且目前石油井口价还不到每桶80美元，威胁到一些采油项目，美国原油供应紧张可能给油价托底。(王超)

## 供应压力增大 铜价跌势未尽

炼厂进行调研发现，这30家精炼厂总产能为824万吨(年化)，9月份合计精炼铜产量就达到54.87万吨，较8月份增长3.59万吨，环比增长7%左右。

在产出加快增长之际，铜的显性库存量在10月份明显回升，这使得铜价失去了库存因素的利好支撑。截至10月17日，全球三大交易所显性库存回升至285649吨，在6月27日一度降至251786吨的低点，这个低点为2008年10月31日以来的最低纪录。相对于去年同期，全球铜显性库存依旧下降了59%，未来铜价下行压力来源于显性库存的增长速度和节奏。至少目前显性库存出现拐点，这对于四季度铜价是不利的。

融资利润空间缩小，保税区库存不断流出，进一步给供应增添压力。CRU称，9月底中国保税仓库铜库存已经下滑至61万吨，而4月末，中国保税仓库铜库存大约为87.5万吨。

粗炼产能瓶颈或并不是大问题。2014

年铜供求基本面，存在一大亮点，那就是现货市场表现出来的特征很难反映出年初预估的超过50万吨的过剩预估。10月，国际铜研究组(ICSG)对全球精炼铜供求平衡的判断在最新的预测中转变为供不应求缺口30.7万吨。

目前业内一种看法就是铜冶炼产能存在瓶颈，导致铜产能加速扩张带来的过剩压力短期难以向精炼铜供求基本面传导。然而，笔者通过对比全球金属统计局(WBMS)、国际铜研究组(ICSG)、CRU和国内铜冶炼企业上市公司的年报发现，中国铜冶炼瓶颈或并不是大问题，后市产值扩产进度主要在于铜价、铜精矿加工费和环保政策方面的权衡。据国际铜研究组织(ICSG)的估计，2014年全球精炼铜产能将达到2784万吨，较2013年增长4.3%，这意味着2014年将有115万吨的精炼铜产能投产，而这些新增产能几乎都是由中国贡献的。

电力投资或难完成年度计划。前三季度电力行业数据显示，由于反腐和资金到位问题，电源和电网投资增速明显不及预期。中电联数据显示，2014年1—9月份，中国电源基本建设投资完成额较去年同期下降11.44%，降幅较1—8月份的17.05%有所缩减，但是依旧是负增长。与此同时，1—9月份，中国电网基本建设投资完成额较去年同期仅仅增长3.54%，而去年同期的增速高达10.8%。因此，“金九”旺季，电力投资回升并不明显。在9月份之后，10月、11月随着北方天气逐渐转冷，电网投资估计将进一步减速。

总之，宏观环境除非美联储退出削减QE，美元流动性缩减趋势才会止步；除非中国出台全面刺激措施，不然地产、基建和制造业投资见底回升，由此铜需求疲软势头还将持续。而炼厂为完成年度生产计划，以及融资减少导致保税区库存流出，供应只会越来越宽松。

技术走势却呈反弹走势。从菜粕1501合约周线上看，按照艾略特波浪理论，期价应该开始进入第七浪的反弹浪，但是这一浪的反弹时间相对短，预计也许会有很多回调的小浪。从MACD走势来看，期价短期亦呈走坚态势，但40日线的压力始终未能突破，市场多头此时依旧较为谨慎观望，预计40日线突破方能开始反弹走势。

基于三季度菜粕走弱，加上四季度季到来，市场普遍对菜粕走势不看好，但这也许就意味着底部到来。南美若能在本月或下月出现天气炒作或能提振美豆走势，但目前从太平洋海温异常指数来看有点难度，建议投资者短期日内操作，中长期仍以反弹抛空为主，1501合约的2000元/吨大关预计会被下测。

## 基本面不支持菜粕反弹

着呢，岂是油脂可以比的？是，他们的需求的确不同，但是市场不会以惯性思维为转移。客观来说，菜粕毕竟是小众品种，供给没有豆粕多，需求跟豆粕也没法比。菜粕自身也没有外盘，既是优势，也是劣势，自身没有定价权，就只能被“别人”牵着鼻子走。

南美大豆播种面积有望创纪录，蛋白供给宽松。美豆的跌跌不休当然不是自己的“错”，今年美国天气的持续向好，大豆、玉米、小麦都是无一幸免的受到丰产的“洗礼”，牛市持续了有月余。从目前的状况看，美豆的供应宽松不言而喻，而从南美的种植意向来看，各大预测机构纷纷给出了创纪录的播种面积与产量。这使得四季度豆粕需求大幅增加的预期再度抢占市场目光，而菜粕预计会受到拖累。

“天然多”已不再。在菜油跌至6500元/吨时，就有许多人吐槽，该反弹了吧，可以买了吧，然后1501合约价格就一直跌到了5800元/吨，菜粕同理。这样的情况可能会让“粕粉”们有点难过，菜粕这么好的品种，蛋白的需求大

## ■ “丰收季话秋粮”系列之三

### 新玉米集中上市 静待临储指引

□本报实习记者 叶斯琦

“外盘走高主要是前期玉米期货价格持续回落后，空头回补，同时美国玉米种植带天气情况不利于收割，导致收割进度缓慢，对外盘形成一定动力。”卓创资讯农业分析师刘栋说。

当前，全球玉米基本面偏弱情况基本稳定。欧盟粮食商会(Coceral)称，2014年欧盟28国玉米产量将达到创纪录的7279万吨，比去年的6315万吨增长约15%，也高于6月份预测的6460万吨。相比之下，美国农业部的预测为7102万吨。

分析人士认为，内外价格分化的主要原因在于我国的进口配额政策。为保障主粮安全，玉米近年来进口配额都被设置在720万吨的水平，相较于2亿多吨的产量可谓凤毛麟角，所以内外盘联动性远不及大豆等经济作物。

## 国内玉米震荡偏弱

本周以来，国内外玉米期货合约涨跌互现。据中国证券报记者统计，大商所玉米期货主力合约1505在3个交易日内涨跌交替，截至昨日累计微跌0.34%。相比之下，外盘玉米期货表现强势。芝加哥CBOT玉米主力合约在本周两个交易日累计上涨2.3%。

“目前国内玉米正处于收割季，按照农产品季节性价格走势来看，收割季新粮上市，放松供给，价格下挫属于正常现象。”中粮期货分析师范婧雅指出，从现货市场价格来看，南北港口及华北、东北主产区在收割季价格均承压走低。今年夏季，即收割季之前，由于河南地区的干旱炒作，玉米现货价格曾一路攀升，小麦和玉米价差倒挂——重蹈2012年的覆辙。目前价差关系得到修正，玉米饲料用量恢复正常。

至于外盘强势表现，华泰长城期货研究报告指出，本周周初美玉米期价主要利多因素有三点。首先，美玉米带南部和东部地区降雨较多，影响美玉米新作收获进度。其次，美玉米需求数据表现良好，周一公布的美玉米出口检验量较上周大幅增加，周四公布的周度出口销售报告显示美玉米出口销售量高于市场预期，为2012年以来最高水平。第三，美元指数大幅回落，美国股市亦有持续大幅下跌，市场传言称部分股市资金流入大宗商品市场。

## 限产保价助推沪胶慢升

□兴证期货 施海

天胶价格逼近甚至跌破生产成本引发生产商严重惜售，由此严重冲击橡胶主要生产国的生产秩序，橡胶种植园和加工企业面临破产倒闭，虽然没有发生大规模砍树，但仍有许多生产商转行投其他行业谋生，由此引发产胶国政府和橡胶组织严重关切，对天胶引发较强减产推动价格上涨的预期。

日前，橡胶主要生产国联合应对，来自泰国、印尼、越南、印度、斯里兰卡、菲律宾、柬埔寨和巴布亚新几内亚的代表召开会议，将天然胶的底价设定在1500美元/吨，由此对国内外胶价构成支撑作用。从近年来天胶市场价格下跌，引发产胶国和橡胶组织干预胶市的结果观察，均导致天胶价格强劲回升。

此次属于近年来产胶调控胶价措施的第5次，东京胶和新加坡胶双双持续单边上涨，两市主要合约期价较前期低点双双累积逾10%的较大涨幅，由此说明产胶国上述政策措施已经对胶市产生较强的提振作用，而国内方面，虽然受

名师授课 程序化实战者面对面交流  
优秀模型赠送 文华全自动权限赠送  
现在开始即可报名，11月1日至11月6日培训  
公司网址：[www.hsgf.net](http://www.hsgf.net) 咨询热线：0551-62873380  
张经理：15156693669

**首创期货**  
CAPITAL FUTURES

**首创期货(北京)报告会**  
**10月25日隆重举办**

特邀11年期货实战经验、国内首批CTA投顾和您分享期货投资经验、前瞻未来投资思维  
报名热线：010-58379577 400-700-9595

中国期货保证金监控中心商品指数 (2014年10月22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	74.62	74.59	74.62	74.55	74.59	0.03	0.04
农产品期货指数	870.44	875.02	876.50	870.19	870.33	4.69	0.54
油脂指数	573.67	576.89	578.16	573.17	573.46	3.43	0.60
粮食指数	1359.88	1356.45	1362.50	1354.84	1349.60	6.85	0.51
软商品指数	778.43	784.54	787.27	776.43	780.52	4.03	0.52
工业品期货指数	754.08	753.11	755.85	750.60	749.61	3.50	0.47
能化指数	655.13	654.47	655.13	649.94	652.62	1.84	0.28
钢铁指数	538.85	533.20	540.12	530.71	538.47	-5.27	-0.98
建材指数	631.94	624.93	632.25	623.05	630.89	-5.95	-0.94

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所) (2014年10月22日)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价

<tbl\_r cells="7" ix="1" maxcspan="1