

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新坐标——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

能源化工品价格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，但铜价和铝价的关联度显然要更高一些。

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%。

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 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，这个低位为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月底中国保税区仓库库存已经下滑至61万吨，而4月末，中国保税仓库库存大约为87.5万吨。

粗炼产能瓶颈或并不是大问题。2014

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，市场下跌主要反映中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

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，在美国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原油(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

供应压力增大 铜价跌势未尽

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应短缺30.7万吨。

目前业内一种看法就是铜冶炼产能存在瓶颈，导致铜矿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，后市产值扩张进度主要在于铜价、铜精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%，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。

基本面不支持菜粕反弹

菜粕现货需求依旧疲弱。从菜粕近一个月的库存来看，截至10月12日库存在4.85万吨，环比上月减少了0.66万吨，而未执行额合同却减少了4.53万张，需求低迷持续。但近一周来看需求略有回暖，现货价格却仍在下滑。去年四季度菜粕强势领涨是由于对DDGS的退运消息，而这一消息今年也炒过一次，若再度出现预计提振效果会大大减弱。

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。

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)

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，你可以想都不想说‘到了一定时总要见底’。许多投资者依然认定油价的长期趋势必是要上百。”

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，即使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)

限产保价助推沪胶慢升

天胶价格逼近甚至跌破生产成本引发生产商严重惜售，由此严重冲击橡胶最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改投其他行业谋生，由此引发产胶国政府和橡胶组织严重关切，对天胶引发较强烈产推动价格上涨的预期。

日前，橡胶主要生产国联合国应对，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国控价措施的第五次，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积累逾10%的较大涨幅，由此说明产胶国上述政策措施已经对股市产生较强的提振作用，而国内方面，虽然受

“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

目前国内玉米正处于收割季，玉米价格正处于供给增加带来的价格下挫阶段。本周以来，大商所玉米期货主力合约1505震荡偏弱。分析人士指出，玉米期价在很大程度上反映国内玉米季节性供应压力，目前已经进入政策敏感期。在粮食价格处于相对高位的情况下，玉米临储价格维持稳定的可能性较大，在此情况下，政策对价格难以起到提振作用。

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前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下挫。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4月以来最高水平。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。

“如果临储政策中最低保护价与往年持平或低于往年，期价可能走低。而从已公布的2015年小麦最低收购价格维持不变情况看，在粮食价格处于相对高位的情况下，玉米临储价格维持稳定的可能性较大。”刘栋认为，此外，还要关注临储收购的数量情况，如果临储收购量比较大，市场供应粮源不足，价格可能会上涨；相反，如果临储收购量较小，价格可能会下跌。

按照历史经验看，如果不出意外，距离临储政策的公布尚有时日，范婧雅表示，整体而言，预计政策对价格难以起到提振作用，基于收割季承压、新粮丰产政策调整可能利空价格等因素，短期玉米可能继续走弱。

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，由此严重冲击橡胶最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改投其他行业谋生，由此引发产胶国政府和橡胶组织严重关切，对天胶引发较强烈产推动价格上涨的预期。

日前，橡胶主要生产国联合国应对，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国控价措施的第五次，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积累逾10%的较大涨幅，由此说明产胶国上述政策措施已经对股市产生较强的提振作用，而国内方面，虽然受

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	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
易盛农期指数	1017.32	1022.18	1013.96	1019.23	-0.49	1018.12
易盛农基指数	1072.41	1072.6	1068.27	1070.86	-0.7	1070.58

□宝城期货金融研究所 程小勇

经过10月中旬大幅下跌之后，铜价开始出现企稳反弹的迹象。宏观环境风向转变，全球经济复苏陷入困境，叠加美联储全面退出QE，市场进入避险模式。而作为工业制造业的“金九银十”旺季最后一个月，铜的供应不断加速扩张，而需求改善有限。笔者认为，铜精矿加工费上扬、副产品价格回升等利好因素刺激下，铜粗炼产能将会逐步跟上。而11月份作为季节性淡季，需求进一步改善的可能性很低，铜价有望进一步下挫，关注4.5元/吨的支撑。

供应压力逐渐增大。三季度开始，全球市场、中国市场铜供应逐渐走向充裕。中国精炼铜产量三季度开始增速加快。三季度，市场担忧的冶炼厂新产能投产及TC维持高位带来的供给增量将终于成为事实。预计9月份中国精炼铜产量将升至70万吨左右。亚洲金属网对国内30家铜冶

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 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，这个低位为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月底中国保税区仓库库存已经下滑至61万吨，而4月末，中国保税仓库库存大约为87.5万吨。

粗炼产能瓶颈或并不是大问题。2014

□南华期货研究所 刘冰欣

三季度的菜粕真可谓跌得一塌糊涂，完全没有了当年鹤立鸡群的风采，虽然比起扶不起的菜油要强，但也真是辜负了不断看好的“仰慕者”们，每次的回抽都让人们不看好走势，美豆及豆粕的走势会带来怎样的影响？

“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

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”，熊市持续了有月余。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