

# 商品熊踩点刹 三大变数左右后市

□本报记者 王朱莹 王超

连日跳水的大宗商品市场终于迎来喘息机会;土耳其击落俄罗斯战机,中东地缘局势空前紧张,避险情绪高涨,大宗商品一反惯性下跌而大幅反弹。

盘面看,随着空头大量平仓出局,商品市场看多气氛逐步升温。那么,大宗商品触底了吗?相关人士分析,熊市结束要取决于如下三个变数:一是地缘因素会否发酵,二是熊市逻辑会否动摇,三是避险情绪如何演变。

## 空头刹车 疯熊受挫

受中东地区地缘政治局势紧张影响,隔夜欧美股市下挫,而大宗商品全线上涨,纽约和布伦特原油期货双双大涨逾3%,伦敦铜、镍盘中一度上涨3.1%和5.3%。作为传统投资避风港的黄金反弹近10美元,盘中一度突破每盎司1080美元关口。

突然而至的利好也给国内商品多头反扑提供了契机,加之空头获利离场,昨日国内商品期货市场上亦惊现报复性上涨,沪镍、玻璃封于涨停,基金金属集体走高,沪锌远月合约触及涨停,化

工品延续反弹态势,大连塑料升至两周高位,黑色系和农产品也纷纷回暖,焦煤盘中触及涨停。

实际上,这不是大宗商品近期因地缘政治局势首次反弹。在巴黎恐怖袭击激发投资者的地缘政治风险担忧后,上周油价有所回涨。只不过,原油供过于求基本难以改善,油价涨势昙花一现。加上美元指数逼近100点大关,令大宗商品走势雪上加霜。上周三,美国能源部公布此前一周原油库存量接近创纪录高位,美国原油价格再次跌破每桶40美元。

## 大宗商品反应过度吗

“近期行情太妖,已被多次打脸,目测左脸已肿的即视感,对于不疯魔不成活的深V反转行情,建议离场观望以及抄底需谨慎,最后希望抄底侠们玩的开心!”谈及沪镍行情,银河期货研究员李莹这样建议投资者。

继多日连续大跌之后,昨日沪镍全线暴涨,主力合约午后封涨停,持仓量大减、成交量大增,主力合约向1605移仓。盘面上看,市场氛围瞬间转为多头占优,金属全线大涨,沪镍持仓量大减,大涨疑似超跌后的报复性反弹。“对美元加息预期以及地缘政治风险陡升的过度反应后的修复行情不知还能持续多久。”李莹说。

“地缘政治风险将进一步推高大宗商品。”有境外专家表示,目前商品市场正从过于高估地缘政治和供应风险,过度至于低估这些风险。因此,近两日大宗商品市场的表现,并不是反应过度。相反,反弹的幅度还是不够。

## 机构积极唱多:大宗商品满江红

“俄土大风,刮起大宗商品满江红。”海通证券有色金属研究小组11月25日的研报认为,大宗商品开启长期上涨牛时机逐渐成熟。此次土俄正面交锋,无疑成为大宗商品价格反转的一个重要导火索。

该小组认为,战争预期骤升对于大宗商品价格的影响在于:首先,军备投入实则另一种形式的基建投资。其次,长期疲弱导致的弱供需平衡状态下,军工需求将明显改变边际需求结构。最后,外围市场的动荡将激起投机风,资源的禀赋以及金属属性增强。

“经历5年的大宗疲市,当前价格已全部在近10年最高位的50%以下;相比08年金融危机后的重挫后低位,镍价已

创新低,锌和铝价也逼近底谷。”研报认为,嘉能可锌矿停产以及中国锌冶炼厂50万吨的限产保价行为让市场明显感受到了供给端调整的序幕,而周期自有其运行轨迹,抬升金属价格那看不见的手实则人性,此次土俄正面交锋,无疑成为大宗商品价格反转的一个重要导火索。

该小组表示,当前主流咨询协会对于金属品种的供需预测基本不考虑战争因子,大多预测未来几年处于弱供需平衡状态,而正如最开始所说,战争可以导致边际供需在短期快速变化,同时伴随投资杠杆效应,金融属性也将增加大宗商品新需求。中国一带一路、万众创新也是增加需求的一大利器,在此背景下,大宗开启长期上涨牛时机逐渐成熟。



新华社图片 合成/刘海洋

## 三大变数左右后市

大宗商品熊市点刹后如何演绎?接受采访的多位市场人士分析,后市或取决于三个变数:一是地缘因素会否发酵;二是熊市逻辑会否动摇;三是避险情绪如何演变。

方正中期研究院院长王骏解释认为,首先,地缘因素将左右大宗商品市场3-5年,尤其是在多事之地的中东地区,包括叙利亚、土耳其、伊拉克、伊朗、阿富汗、巴以两国及埃及、利比亚等国家和地区,地缘政治因素所引发的冲突或战争将对大宗商品的价格产生巨大冲击,但采购需求量不持续上升,大宗商品市场仍将维持熊市;其次,总体而言,全球大宗商品市场处在“熊在途中”的阶段,熊市逻辑在相关基本条件没有满足的情况下不会出现根本的动摇或改变;最后,未来1-3年,大宗商品市场避险情绪会大幅攀升,国内钢铁、建材、石化、有色金属和农产品产业链企业将在2016年至2018年加大对冲风险操作来规避比2008年金融危机更长更深的价格回落或价格波动风险。

混沌天成期货研究院外汇贵金属分析师孙永刚说,大宗商品的熊市最关键的因素就是供需结构的重新调整,也就是在长期供大于求的过程之中,供给必然要经历痛苦的出清过程,而在这一过程中,价格调节机制就是最为关键的,只有更低的价格才能导致企业出清。大宗商品熊市的刹车点核心的逻辑依然是来自于供求格局的再平衡。目前市场关注的地缘政治,其核心在于如果发生地缘政治方面的大规模冲突,对于军工的需求增长,从而改变很多大宗商品的需求结构、推升其价格反弹;与此同时,金融市场的力量也将进一步推升大宗商品价格,而这也就是所谓的避险情绪所

在。就近期局势变化看,形成大规模地缘政治冲突的概率依旧偏低,短期大宗商品价格的跌幅已经较大,出现一定幅度的反弹也实属正常,但从中长期角度看,供过于求格局依然没有改变,上游的出清依旧没有完成,因此价格依然不乐观。

对于长期投资者关心的大宗商品会否驱熊迎牛,方正中期期货研究院院长王骏开列了五个条件:一是美加息后美元升值周期结束。二是主要商品出现供需平衡或供不应求。三是海运费大举上升,国际贸易活跃。四是全球经济增长持续加速。五是大宗商品金融属性重新加强。

无独有偶,不久前国际投行高盛对历史上跌幅超过20%的大宗商品熊市进行了分析,认为大宗商品见底有四个步骤。首先,由于大宗商品的实物特征,短期供需失衡会造成库存上升。尽管这些新增库存依然能够找到地方存放,但现货和近月期货合约将会下跌,不过下跌过程较为有序。一旦库存接近囤积能力的极限,市场将通过更有力的下跌来刺激需求快速上升。其次,远月合约价格开始跟随现货价格下跌。但前者下跌速度要更慢,幅度也小得多。这意味着无论是大宗商品的价格回报率还是移仓收益率,都依然是负的。第三,现货价格开始见底,但消费很难立即调整到位,可能需要数月时间才能让需求上升到足以降低库存积累速度的地步。最后是远月合约价格开始企稳。从长期来看,这意味着市场预期供需调整到一个新的均衡。然而,牛市来临之前,远月合约价格往往会跌破这个新的均衡价格,在现货价格见底后仍继续下跌数月时间。

# 主力分歧明显 期指震荡谋突破

□本报记者 叶斯琦

周三,期指小幅高开,全天走高,贴水逐步收窄。分析人士指出,从主力持仓变动来看,当前多空分歧较大,短期可能延续震荡格局。不过,资金活跃度有所增加,现货市场上个股也越来越活跃,期指有望酝酿突破行情。

### 多空力量不断消耗

昨日,三期指主力合约全部收阳。截至收盘,IF1512涨1.56%,报3695.0点,贴水86.61点;IH1512涨1.26%,报2430.0点,贴水29.56点;IC1512涨2.41%,报7631.0点,贴水291.38点。

方正中期期货研究员彭博表示,昨日期指走强,主要是因为题材股大涨带动。“受到近期新能源汽车、医疗改革等政策利好影响,医疗、传媒、计算机等概念股继续强势反弹,引领股市走高,同时银行、保险等权重股盘中也出现拉升,这也使得昨日股市延续涨势。中证500指数继续向上突

破,IF及IH整体仍处盘整区间。”

银河期货研究员周帆表示,最近两周,大盘几乎一致在震荡,随着均线收窄,多空力量不断消耗,目前市场进入了方向选择的时期。从昨日走势可以发现市场热点较多,个股越来越活跃,期指行情在酝酿当中。”

分析人士进一步指出,目前基差水平略有收窄,显示空头力量有所减弱,期指上涨的一个重要原因依然在于做空力量被限,使得套保盘较少,同时指数保持强势,资金只能不断做多期指获取收益,这也导致了期指近期连续走高。不过,目前不管从沪深300期指100点左右的贴水及中证500期指300点左右的贴水,都显示市场资金总体依旧谨慎。随着行情回暖,未来期货不断升水的可能性较大,目前的水平依然偏低。

### 广发、中信期货席位分歧明显

量能方面,昨日三大期指持仓量均出现上涨。其中,沪深300期指总持仓量增552手至40814手,上证50期指总持仓量增102

手至16555手,中证500期指总持仓量增679手至16978手。

从持仓结构看,期指主力合约呈现出净空头结构。昨日,在IF1512合约中,国泰君安期货、广发期货等大户席位减持空头头寸,特别是广发期货席位大幅减持344手空单。不过,“空军司令”中信期货席位却增持了161手空单,同时还减持了59手多单,可见目前市场分歧依然较大。

### ■ 机构看市

**瑞达期货:**目前蓝筹调整较为到位,短期或有望择机挑战沪指3700点,但仍需量能配合。综合来看,近期扰动因素较多,后半周大盘整体仍维持区间整理态势,上下空间均有限。策略上,做多情绪有望延续,结构行情凸显,三大期指周四逢低短多,注意题材分化而导致的IC回调。套利方面,关注多IC空IH机会。

**广州期货:**对A股后市维持相对乐观预期,对创业板则相对谨慎,预计股指短期

展望后市,彭博认为,目前指数已经到了关键的压力位,技术上面临半年线压力,基本面上总体利空偏多,包括经济依然没有好转,以及临近年末资金面将逐渐紧张等,这些都表明指数上升压力较大。短期而言,指数可能继续震荡筑顶。

周帆则表示,后市上涨概率较大,大盘在密集成交区附近徘徊,多头总体较为强势。

展望后市,彭博认为,目前指数已经到了关键的压力位,技术上面临半年线压力,基本面上总体利空偏多,包括经济依然没有好转,以及临近年末资金面将逐渐紧张等,这些都表明指数上升压力较大。短期而言,指数可能继续震荡筑顶。

周帆则表示,后市上涨概率较大,大盘在密集成交区附近徘徊,多头总体较为强势。

或因新股发行冻结资金而受影响,在震荡整固后,将重上新一台阶,预计在年底前沪指将在3500到4000点区间震荡,下一运行中枢在3800点附近。

作为辖区内的期货交易所,上海期货交易所以副总理叶春和表示,上期所将在确保市场平稳运行的基础上,推动商品指数期货及期权类产品的开发研究,推进国际原油期货平台的建设,不断丰富产品系列,完善交易结算规则,降低交易成本,建设好市场服务中心和投资者教育平台,从而持续提升交易所的运行效率,增强行业创新能力,提高市场的服务质量。

## 可布局认购期权价差

受标的50ETF价格回升带动,昨日50ETF认购期权合约价格多数上涨,认沽期权合约价格多数下跌。平值期权方面,12月平值认购合约“50ETF购12月2450”收盘报0.0656元,上涨13.30%;12月平值认沽合约“50ETF沽12月2450”报0.0820元,下跌12.21%。值得一提的是,昨日为11月合约到期日,11月虚值认购和虚值认沽期权价格几近归零。这是因为到期日虚值期权内涵价值为零,且期权时间价值也已所剩无几。

成交方面,周三期权总成

量为228670张,较上一交易日减少11067张。持仓方面,期权11月合约到期,期权未平仓总量大幅减少,共计减少112295张至438941张。成交量/持仓量比值升至52.1%。波动率方面,近日期权波动率以低位震荡为主。

光大期货期权部刘瑾瑶表示,虽然下周新股开闸将会对短期资金面和投资者心理产生一定影响,但影响程度有限,大盘及50ETF料将维持震荡偏强走势,操作上,可继续使用牛市垂直认购价差策略。(马骁)

## 减产保价 沪锌利好或昙花一现

□本报记者 王朱莹

昨日沪锌成交活跃,但主力合约1601持仓大幅减少近6万手,全日上涨320元/吨或2.56%,收报12815元/吨。11月20日以来,锌价持续反弹,累计涨幅达6.44%。

现货方面,市场0#锌主流成交13020-13160元/吨,对沪期锌1601合约升水240元/;1#锌少量成交于12900-12970元/吨。进口锌市场货源充裕,前期广东运至上海的锌锭即将流入上海市场,加剧贸易商出货意愿,导致国产锌升水下调,但成交不乐观。

方正中期期货分析师吴江指出,隔夜土耳其击落俄战机引发基本金属反弹,周末消息称中国锌行业会议决定明年减产50万吨,都构成沪锌持续反弹的利好支撑。

从资金层面上看,“沪锌上涨主要是空头回补带动,多头入市积极性仍较低。”中信期货分析师郑琼晔表示。

银河期货分析师廖凡认为,昨日基本金属整体表现较好,但沪锌铅明显冲高回落且伴随持仓巨减,后期波动率或下降。本轮反弹行情,沪锌表现好于LME锌,进口盈利空间继续扩大,套利行为将抑制国内沪锌继续反弹;减产消息对市场刺激难持久,后期反弹将趋缓。

据ILZSG统计,2015年9月全球锌供应过剩22300吨,8月修正为供应短缺15500吨。2015年1-8月全球精炼锌

产量同比增长5.8%,但消费仅增长约1%。产能过剩、进口锌价低于国内锌价,都是导致前期锌价大跌的主要原因。

鉴于此,11月20日,中国锌行业主要骨干企业在上海召开锌产业运行形势会议,倡议2016年联合减少精锌产量50万吨,同时,还将采取其他措施切实维护企业和行业利益。消息刺激伦锌大涨,伦敦金属交易所(LME)三个月期锌盘中跳涨5.9%至每吨1620.50美元。收盘报1566美元,上涨1.8%,创10月9日来最大涨幅。现货锌价也在11月23日有所上涨。

生意社认为,自稀土因价格原因限产保价以来,锌成为第二个加入保价行列的金属品种。然而随着需求端超出预期的下滑以及企业资产负债表恶化导致的负反馈效应,行业已是站在出清产能的门槛上,此次锌行业的减产保价行为带来的利好很可能只是昙花一现,后期价格或仍走低。

“目前国内骨干冶炼企业仅倡议明年计划减产,短期尚未有实质性减产行动。不过周一10家冶炼锌企业已开始执行现货价低于13500元/吨停止出货的协议,对市场提振的持续性,尚待检验。后期需求预期不佳及美元指数走强将持续压制铅锌价格的表现,不过当下铅锌期价跌至低位后,空头回补带动短期价格出现回升,但对于反弹高度或需谨慎。”郑琼晔建议。

## 钢价面临更严峻调整

□宝城期货 何晔玮

在现货商连续下调出厂价后,近期现货跌势放缓,螺纹钢现价差并未如预期般快速修复。由于普氏指数回调,加上焦煤持续弱势下行,近期螺纹钢跌幅较小,盘面利润略回升。钢厂高炉开工率下行,产能利用率与上月基本持平。随着北方地区进入冬季,需求季节性萎缩,但面临钢厂较高的库存水平,冬储行情或难大规模启动,对钢价影响不大。钢价维持弱势震荡的格局。

制造业PMI本月有所反弹,但依然处于50枯荣线之下。1-9月固定资产投资同比仅增长10.3%,再创新低,基建投资未能有效抵消房地产市场持续低迷带来的影响。9月铁路投资同比增速大幅回落,跌至1.8%。建材下游需求萎缩严重,下行风险并未解除。

供给方面,1-9月,国内粗钢表观消费量同比下降5.82%,其中9月同比大幅下降8.65%,而1-9月全国粗钢产量为6.1亿吨,同比只下降了2.14%,消费量降幅大于产量降幅,钢铁供过于求局面加剧。近期钢厂盈利比例自前期历史低点3.68%反弹至6.75%,主要由于原材料

同步下跌,前期维持较低库存。未来开工回升概率不大。进入冬季,北方地区施工显著减少,北方南下会增加南方钢材的供应量,后期库存压力较大。

原材料方面,国际矿山继续降低成本并扩大产量,主要矿商今年第三季度的铁矿石产量均有所增长。最新铁矿石港口库存为8658万吨,环比变化不大,但相比去年同期万吨级别别的库存量,今年春节后至今港口库存对矿价并未产生很大的压力。国际四大矿山前期关停部分高成本矿山,外矿成本最低已降至16.9美元/湿吨,远低于国内矿山。外矿降低成本、扩大生产,而7月以来钢厂亏损加剧,开工率下降,铁矿石下游需求环比减少。炼焦煤价格受制于前几月产能扩张导致的总产能持续释放,需求覆盖产能比例也持续降低。

基于产业层面的分析,随着钢厂亏损程度加重,成本支撑弱化,虽然品种间走势会出现分化,并且几乎期货全部呈现贴水的格局,但螺纹钢月贴水幅度较小,现货升水一直维持在200元的历史中低位水平,钢价或有较大的震荡,但产业链各环节价格强弱分化不会改变其下行趋势。

中国期货市场监控中心商品指数( 2015年11月25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		59.41			59.35	0.06	0.10
商品期货指数	661.76	667.91	669.95	660.83	662.15	5.76	0.87
农产品期货指数	796.37	797.25	799.14	791.57	796.57	0.68	0.08
油脂指数	523.20	524.63	525.60	520.43	524.70	-0.06	-0.01
粮食指数	1167.38	1169.54	1173.56	1159.91	1167.04	2.49	0.21
软商品指数	798.88	797.96	802.30	793.98	797.39	0.57	0.07
工业品期货指数	570.56	579.92	582.31	569.87	571.27	8.65	1.51
能化指数	536.01	545.14	546.46	535.90	536.09	9.05	1.69
钢铁指数	353.24	356.64	360.40	351.90	353.76	2.89	0.82
建材指数	434.84	439.16	445.78	433.28	435.10	4.06	0.93

易盛农产品期货价格系列指数( 郑商所 )( 2015年11月25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	1005.47	1010.06	1000.9	1006.33	8.78	1004.97
易盛农基指数	1132.54	1137.2	1127.53	1133.97	8.91	1132.28

□本报记者 官平

中国证券报记者获悉,截止到今年10月底,上海辖区期货公司保证金规模已达1054.7亿元人民币,代理成交金额338万亿,累计实现净利润13亿元,同比分别增长了77%、169%和100%。

这组数据是上海证监局局长严伯进在11月24日上海市期货同业公会举办的“第六届期货机构投资者年会”上透露的。严伯

进表示,近年来,随着证监会监管转型的持续推进以及上海自贸试验区和国际金融中心建设政策的相继落地,上海期货行业创新发展持续呈现出良好的发展势头。

严伯进表示,目前上海各类期货经营机构一共174家,其中期货公司30家,期货分支机构144家,期货风险管理子公司27家,在全国占比分别达到了20%、9%和154%,各类市场主体数量均居全国首位。此外,当前上海有26家期货公司具有资产管理业务的

资格,21家期货公司具有投资咨询业务的资格,3家期货公司取得基金销售的业务资格,各类业务资格数量亦居全国前列。

同时,上海市金融期货办公室副主任李军也在会上表示,上海目前已基本确立了以金融市场体系为核心的国内金融中心,初步成为全球人民币创新、交易、定价和结算中心。自贸试验区的金融开放和创新试点不断取得新进展,“上海自贸试验区金改40条”为期货市场创新和建设提出了新的要求,期货机构投资者积极参与,将

# 今年前十月上海辖区期货公司净利翻倍