

# 原油VS铜：“暗战”商品一哥

□本报记者 张利静

一个品种在大宗商品江湖中的地位，很大程度上取决于它在世界实体经济中的作用和影响力。

眼下，商品老“龙头”原油与金属“带头大哥”铜博士之间的暗战正悄悄拉开序幕。在能源革命的路径上，原来稳定的大宗商品关系格局或许将开始动摇，不甘示弱的铜博士能否战胜盘踞“龙头”地位多年的原油，值得关注。

## 新能源力促“电进油退”

以新能源汽车为代表的新的生活工具和方式，正在从需求端撬动大宗商品格局。

多位专家预计，新能源汽车和再生能源领域的发展，正开启铜的消费蓝海。日前，国家发改委和国家能源局印发《能源发展“十三五”规划》(下称《规划》)。《规划》提出，“十三五”期间，非化石能源消费比重提高到15%以上，天然气消费比重力争达到10%，煤炭消费比重降低到58%以下。

根据解读，这意味着，世界石油消费大国中国将在消费端宣告逐渐减少对石化能源的消费比例，包括石油和煤炭。《规划》称，“十三五”期间还要坚持节约优先的方针，着力推进相关领域石油消费减量替代，重点提高汽车燃油经济性标准，大力推广新能源汽车，大力推进港口、机场等交通运输“以电代油”、“以气代油”。具有代表性的便是新能源汽车的发展，该趋势一方面意味着电力消费的井喷(充电基础设施大量建设)，另一方面暗示石油相关燃料失去一大消费“阵地”。

此外，在《规划》倡导的非化石能源发展方面，太阳能、风能、水电、核电等被列入发展清单，其中规划太阳能发电规模到2020年达到1.1亿千瓦以上。分析师解释说，这些新能源转化电能过程中几乎集中得离不开一种原材料——铜，例如每100万瓦风能转化电能的产出就要使用3.6吨铜。

不仅中国，放眼世界，能源革命趋势不可逆转。自2014年油价崩溃以来，全球油价持续低迷，虽然2016年重回50美元/桶，但与其高点120美元/桶的辉煌已经不能同日而语。美国页岩油运营效率和

技术水平不断提升的情况下，生产成本逐渐降低。这成为原油多头心头重石。

分析人士认为，长期以来，两次石油危机之后，原油受需求端影响越来越明显，成为宏观经济的测温计，与铜一道随着经济周期的波动而波动，二者相关性在近年来不断强化。

一位在券商供职的资深宏观研究员黄小勇(化名)解释称，历史上，石油和铜的价格关系经历过两个阶段。第一阶段是上个世纪70年代，第一次石油危机爆发后，石油市场发生大规模的供给减少，油价暴涨，通胀加剧，铜价跟涨。第二个阶段是上世纪80年代至本世纪初，供给因素(海湾战争)导致的油价变化对物价影响减弱，铜价跟涨也不再明显，而需求因素成为油价主导，并同步主导铜价。整体来看，第一阶段铜价和油价直接是引领与跟随的关系更强，而第二阶段却是同时受经济因素影响产生的相关性。“此后，石油市场供给端趋于平静，铜价和油价变化主要取决于需求而非供给端的变化，而全球化又导致全球各个地区的经济周期趋同一致，所以这个时期铜价和油价的变化几乎契合世界经济的起落，并且一致性相当强。”

中国证券报记者对比2004年后布伦特原油与LME期铜历史走势发现，2011年之前，二者走势相似度很高。但2011年之后，油价走势相对抗跌而铜价跌势较流畅，或与2011年以来中东地缘政治事件不断有关。2016年，二者都发力向上，但铜价相对乏力许多。

眼下，原油消费比例缩减、铜消费前景光明的博弈之下，铜博士能否撼动原油的龙头地位呢？投资方面，追铜弃油是否可取呢？

## 取代原油地位？没那么简单

原油消费看似没落，在当前的世界经济格局中，其实际需求是否会大幅下降？而铜的需求提升空间又有多少？

今年7月14日，中国石油经济技术研究院发布了一份报告——《2050年世界与中国能源展望》(下称《展望》)，再次为石油消费唱衰。《展望》指出，全球石油的消费量在2030年~2040年间将达到峰值，随后将开始下降。

报告统计认为，石油目前的主要用途是作为交通燃料使用。石油消费量封

顶主要是受到了成品油(尤其是柴油)消费量降低的影响。其原因在于燃油利用率的提高和可替代能源的发展。在工业化已经比较成熟的国家，石油消费量增长很难再有大的突破。石油消费的增长主要是在发展中国家。这些经济发展和人口增长是能源消费增长的主要动力。印度的GDP增长将成为主要国家中增长最快的国家，人口也会在2030年超过中国。虽然中国老龄化趋势明显，但服务业和城镇化发展速度快于全球平均水平，所以能源消费增量仍然有潜力。在此背景下，考虑到未来可能出现经济、技术突破等诸多不定因素，《展望》做了4种预测——现政策情景、粗放情景、低碳情景、强约束情景。但无论哪一种情景，《展望》都预测石油的消费量在未来35年内会下降。

尽管如此，但黄小勇认为，无论短期还是中长期，仅仅因看空消费量便抛弃原油投资的理由颇显单薄。国际石油生产地域垄断性较强，因油价供给端变化对其价格带来的影响不容忽视，不排除出现消费量下降而价格上升的情况。就大宗商品的引领作用而言，目前油价仍然是衡量通胀水平的一项重要指标，其龙头地位也将在相当长一段时间内继续保持。

## 如何看待铜需求的提升

公开数据显示，2016年前三季度，我国新能源汽车产量46.1万辆，同比增长83.7%。

中国国际期货研究认为，根据目前的速度推算，预计2017年我国新能源汽车产量将达到约64万辆，预计总用铜量约3.84万吨，占我国年铜消费量约0.3%。

工信部《中国制造2025》报告中指出，按照规划，2025年，中国自主品牌新能源汽车年销量将达到300万辆，占比提升至20%左右。

“2015年我国汽车总产量2483万辆，如果按照每年25%的电动车产量增速测算，到2025年我国电动车产量可达到476万辆，总用铜量约为28万吨/年，约占目前我国年铜消费量的2.5%。”中国国际期货研究称，短期新能源汽车对铜消费增长拉动力度有限，不会对铜市产生大的影响。

但曾在美国过去五次经济衰退中，

准确预测了三次(1981年、2001年及2007年)的铜博士，也并非浪得虚名。由于在电气、轻工、机械制造、建筑工业等领域有着广泛的应用，铜需求常常被当作广泛经济活动的重要参考，其价格走势甚至能够准确预测全球宏观经济。

## 大宗商品跟谁走

原油与铜，谁对大宗商品价格的引领更为明显呢？

中国证券报记者对比几个指数走势发现，LME期铜、上期所沪铜走势与文华商品指数走势更为趋同，在2011年后进入不断下跌的通道；而布伦特原油、美国原油走势则与CRB指数更为相似，经过2011—2014年的盘整后，才进入下跌通道。

据了解，CRB指数是由美国商品调查局(Commodity Research Bureau)依据世界上19种基本的经济敏感商品价格编制的一种期货价格指数，通常简称为RJ/CRB指数；而文华商品指数(CCI)是跟踪国内28种上市商品价格综合表现。前者反映世界大宗商品走势，而后者更多反映国内市场。

广发证券首席宏观分析师郭磊指出，原油之所以是一种关键的周期产品，首先在于它是工业需求的映射，至今具有不可替代性，它的实体属性其实远强于金属；其次，它深度关系到资源国和工业国之间的利益博弈，定价格局复杂；再次，它作为最重要的资源品之一，对中下游无数个行业的预期都有着深刻影响，行业有没有补库存预期，或者说补多久，原油的价格趋势是一个关键决定因素。

展望2017年，郭磊认为，以原油作为一个坐标(2016年的油价在月均32—54美元之间，年均45美元)，资产演变可能存在以下三种情形的对应。情形一：原油均价波动范围50—60美元，对应温和再通胀，股债皆有空间，股略好于债，周期资产占优；情形二：原油均价波动范围60—70美元甚至更高，对应类滞胀，股债双杀，避险资产占优；情形三：原油均价波动范围40—50美元，对应重回通缩，宽松预期抬头，债略好于股，轻资产占优。

“情形一是大概率，其次是情形二，关注这两种情形下的资产定价逻辑。”郭磊说。

## 认购期权全线下跌

□本报记者 马爽

值得注意的是，2017年1月25日为1月50ETF期权合约最后交易日、行权日、到期日，届时期权合约将到期并行权。投资者需密切关注上述合约交易及行权事项，及时做好相关交易或行权准备。

光大期货期权部张毅表示，昨日沪深股市走低，50ETF先升后跌，收盘下行。从上证50ETF周K线图来看，震荡向上的可能性仍存，今日为本周的最后一个交易日，关注周收盘价最终水平。此外，下周三(1月25日)为1月期权的到期日，投资者需要提前就1月期权到期，以及春节长假期临近等因素细化好交易计划。如果对于50ETF总体走势仍看涨，认为在2月期权到期时，50ETF有望升至2.350上方，则可以将原来1月期权的牛市垂直价差部位(买进“50ETF购2300”)，移仓至2月期权上。当然，

波动率方面，1月平值认购合约“50ETF购1月2350”隐含波动率为10.77%；1月平值认沽合约“50ETF沽1月2350”隐含波动率为8.33%。

## 生猪价格高位震荡

□本报记者 叶斯琦

来临，投放储备肉的省份和地区也将增多。不过，实际上储备肉投放对市场供需影响不大，更多是传导市场信号，稳定消费者信心。

展望后市，芝华数据生猪分析师姚桂玲表示，近期数据显示，生猪方面，除华南出栏稍积极外，其他地区出栏基本正常，局部轻微压栏。华南、西南和东北地区供应正常偏多，东北地区收购量正常轻微偏多，其他区域收购量均偏少。大部地区销量清淡。北方经纪看小涨偏多，南方经纪多看小跌。总体来看，在消费旺季、出栏旺季的情况下，短期猪价或震荡上行。

## 郑糖迎来转折之年

□华泰期货 徐原媛 杨泽元

市场，届时内外糖价的相关性或将得以修复。

总体而言，在去年10月至12月，国内正处于榨季交替。虽然机构普遍预计本榨季产量将增加约15%。不过在产量增加没有兑现之前，叠加市场对政策预期偏为乐观，国内糖价可谓扶摇直上，国储竞拍也出现了越拍越高的现象。转折点是在12月份，广西开榨产能迅速提高。从12月全国产销进度表可以看到，累计至12月底，全国产糖量229.66万吨，甚至比2014年12月的产量更高，产销数据略微超出前期的预估，基本面开始兑现。再者，12月13日国家商务部等相关部门公告第二批国储糖将在12月下旬投放，加速了糖价的回落。总体而言，国内生产高峰期以及国储糖的出库这两个因素，共同制约目前糖价的运行区间。

## 两大因素压制糖价运行

去年11月末，白糖主力期货合约创下了接近历史前高的价格。按照白糖三年一个周期计算，接下来的2017年将是国内糖市牛熊转折的关键期。本榨季国产糖产量预估约为1000万吨，产量可变化的空间较小，所以走私量、进口量以及抛储量这三个变量将是未来行情变化的关键因素。

## 三个变量是行情走势关键

本榨季的产销缺口约为500万吨，而这个缺口将由进口、国储以及走私补充。所以进口量、抛储量、走私量这三个变量将联合决定本榨季运行时间，或将得以延长，或将提前结束。

本次进口贸易调查将在今年4月份前结束，特殊情况将延迟至6月份。贸易调查结果将决定食糖进口关税是否上调。上榨季我国食糖进口约为370万吨，若关税上调，那么本榨季进口量将大幅度减少，对糖价无疑是利好的。但目前糖价已经包含了关税上调的预期，届时若预期不能兑现，本轮牛市或将提前结束。

截至1月份，国储糖共投放了三次，供给40万吨。在包括第二批未投放的，本榨季已经可以确定的抛储量是60.8万吨。市场上对抛储量的预估各不相同，可能是100万吨以下，也可能是200万吨以上，其中存在的变数很大，对行情的影响暂时无法预判。所以后期需重点关注国储糖的出库数量以及时间。

# 期指近弱远强 关注“多IH空IC”套利

□本报记者 叶斯琦

1月19日，期指整体呈冲高回落态势，三大期指均呈现近月合约偏弱、远月合约偏强的形态。分析人士指出，如果年后依然存在远月走强的形势，则可能是市场资金有目的的做多行为，市场或将迎来一轮反弹。从持仓结构上看，三大期指后市或出现分化，“多IH、空IC”可能成为主流策略。

## 期指近弱远强

截至昨日收盘，沪深300期指主力合约IF1702报3322.2点，跌幅为0.05%；上证50期指主力合约IH1702报2330.2点，跌幅为0.39%；中证500期指主力合约IC1702报5995.0点，跌幅为0.12%。

期现价差方面，当前IF1702与IF1703价差已处于较低水平，进一步收窄的可能性较小。IF1701、IH1701合约由升水转为贴水，IC1701合约升水则有所收窄。

国海良实股指研究员蔡少杰表示，从全天走势来看，三大期指均收跌，但走势有所分化。从品种差异来看，收盘半小时以前，IC相对强于IH和IF，这主要是由于小

盘股的超跌反弹所致。但最后半小时，三大股指重新放量走弱，IH走势相对强于IC和IF，这可能和昨日小盘股上的投资者在市场走势转弱下快速获利了结的心态有关。

中信期货研究部副总经理刘宾指出，当前期指出现近弱远强的特征，可能有两方面原因：首先是近一个多月调整幅度较大，资金对于春节后的行情悲观情绪减弱；其次由于期指松绑预期强烈，而一些分析显示期指松绑有利于贴水改善，不排除一些做基差的策略选择远期布局，导致了远期基差加快收敛的情况。

“目前远月合约强势的状态能否维持仍然需要关注，如果年后依然存在远月走强的形势，则可能是市场资金有目的的做多行为，市场或将迎来一轮反弹。”方正中期期货研究员彭博也表示。

## “多IH、空IC”套利备受关注

总持仓方面，期指仍以减仓为主，虽然IC小幅增仓，但力度很弱。从前20席位持仓看，三大期指多空都呈现减仓，即便是IC总持仓微幅增仓，但主力席位还是减仓为主。

“三个期指近月合约持续大幅减仓，既有移仓换月因素，也有临近节日规避

风险的影响，交割周对其影响弱于以往。”东吴期货期指分析师田瑞表示。

彭博指出，从持仓上看，目前主力持仓已几乎全部转移至1702合约上，多空不同程度均有加仓，从持仓结构上看，IF及IH多头持仓及增仓均大于空头，而IC多空力量基本均衡，表明短期IF及IH多头力量占据上风，而IC则是多空平衡的状态，从持仓结构看，后续走势或将继续分化，“多IH、空IC”仍然是不错的选择。

展望后市，刘宾认为，当前政策信息偏少，对市场缺乏指引，而市场对于IPO的担忧仍在，加上流动性紧张，国际市场

“机构看市”

瑞达期货：技术面上，沪指险守3100点，上方10日与20日均线延续下行趋势，同时在市场成交量进一步萎缩的情况下，指数上行将受到限制，或将再度回调。若沪指成交量继续萎缩，阶段性反弹或随之到来。目前来看，IH1702以及IF1702合约的形态均要好于沪指，但在连续上升过后，或有小幅回调的可能。策略上，短线仍然建议维持高卖低买，IF1702合约3280点至3300点附近可逢低

有英国脱欧、美联储加息及特朗普的不确定等因素，预计三大期指震荡略偏弱的概率大，但不宜过分悲观。

蔡少杰认为，从短期走势来看，股指在经过大暴跌后，运行至前期密集成交支撑区，需要反复交投消化各种多空因素。同时，春节临近，投资者避险情绪上升，市场多空参与热情会下降，料短期以弱势震荡为主。相对而言，主板估值相对合理，业绩处于补库驱动下的复苏期，同时有国家队资金护盘以及受益于打新配市值政策，走势相对于中小创要强势。操作上，可考虑“多IH、空IC”的跨期策略。

中州期货：1月19日股指呈现出弱

震荡之势，盘面上个股多数飘绿，成交量也继续地量运行，投资者提前进入过节状态。虽然央行在公开市场继续净投放，但资金紧张情绪仍未缓解，年前资金面紧张的态势或将维持下去，节前可能难见大涨大跌的趋势性行情，建议暂且短线参与，“多IF/IH，空IC”头寸可持有。(叶斯琦 整理)

# 一季度豆粕可“买5卖9”套利

□南华期货 刘冰欣

由于USDA一月报告利多，南美的天气和物流因素一季度对现货形成支撑，加上近期天气炒作，国内豆粕有望形成近强远弱格局。基于在1705合约在五月交割前，近十年以来的价差上涨概率较大，因此做5月和9月合约价差为上策。

## 月度涨跌奠定基础

从美豆和豆粕近十年月度涨跌看，豆粕高度跟随美豆联动。除了一月、二月、三月四月等3个月的期价基本上是易涨难跌。对比南美大豆历史涨幅度来看，南美大豆处于关键生长期的2—4月份的上涨概率总和为35%，大于美豆7—9月的-3.9%；而从上涨次数来看，南美大豆2—4月份的上涨次数总和为31次，仍是大过美豆7—9月的26次。究其原因，巴西和阿根廷两个国家在天气炒作上容易构成共振。加上二者均属于发展中国家，国内的基础建设及物流程度远不能与美国

相较，一旦有罢工和物流因素无形中对价格形成间接支撑。

## 国内库存一季度有望回升

截至2017年年初，我国豆粕库存有64.75万吨，比去年同期的76.45万吨减少了12%。近四年，因每年年猪消费刺激拉动，四季为豆粕备货高峰期，现货一般会强于期货，故我国豆粕四季的库存基本为年内低谷。2016年四季度油厂开机率维持在170—180万吨，但因物流和汇率等因素影响，豆粕现货价格始终维持坚挺。年后一旦备货结束，猪肉刚性需求下滑，豆粕库存自然开始触底反弹。

豆粕全年基差最大在每年的四季度和一季度，现货的坚挺对期价的支撑是毋庸置疑的。2016年丰产的预期始终未真正消散，因此空头在期货市场上的抛压依旧沉重使得期现始终有200—300点的价差。

对比近十年来豆粕5月和9月合约的价差来看，一季度除了2009年和2013年

均价为312.63%。由此可见在一季度初做多5月和9月价差，盈利为大概率事件。

总而言之，目前豆粕1705和1709合约价差在-20—0点附近震荡，此时基本处于平水状态，可择机做多1705合约抛空1709合约，同时进场，建仓资金占资金总量建议在20%—30%