

■ 财富圆桌

# 商品龙头黯然垂首 风险还是机会

□本报记者 马爽

10月以来,国际原油价格高位回调,布伦特、纽约油价最高均回落逾10美元。何种因素驱动油价回调?沙特承诺OPEC“火力全开”产油,影响几何?后市油价走势对A股及其他资产有何影响?本栏目特邀兴业研究宏观研究部付晓芸、中电投先融期货能源分析师任宝祥、广发期货首席原油研究员姚曦一起探讨。

## “商品之王”低头

中国证券报:10月以来,布伦特、纽约油价均出现高位回调,主要是受哪些因素影响?

任宝祥:寻找10月以来国际油价高位回调原因所在,要放在宏观经济因素、地缘局势因素、供需基本面因素和金融市场因素这样的框架之下探讨。近期油价高位迅速回落,包括在10月23日创下近四年来单日最大跌幅,反映宏观经济、地缘局势、油市基本面以及金融市场均在发生本质变化。这一切导火索发源于事件因素的驱动——沙特地缘风险事件。在此事件之前,受美国胁迫,沙特虽表面增产原油,但还是以挺价为其核心算盘,但风险事件的发生将使得沙特在内忧外患之下火力全开增产,以获得美国在该事件上的支持,价格将不再是沙特考虑的主要因素。当原油市场最大的玩家沙特都不再考虑挺价的时候,金融市场的基金和投机盘多头也在逐渐减少多单,从而造成近期油价下跌。

付晓芸:首先,油价近期调整在于9月底时的上涨本就没有基本面支撑,当时的主要逻辑是在没有长期供给担忧的大背景下,因此,单就伊朗事件不足以造成油价趋势性上行。只有需求拉动的油价上行的可持续性才能持久。其次,9月底油价上行伴随着10年期美债收益率突破3.2%,引发了市场恐慌情绪,市场风险情绪逆转,原油与其他风险资产一起展开调整。在基本面本就没有足够紧缺以及市场情绪已逆转的情况下,沙特要增产的言论无疑又给油价增添一份压力。

姚曦:10月以来油价回调主要是受美国库存累积、伊朗原油出口高于预期、全球金融市场动荡以及沙特承诺提高产量影响。首先,进入10月之后,季节性炼厂检修以及裂解利润下滑导致炼厂原油需求减少,美国原油库存连续五周超预期增加,库欣库存也连增五周达到3000万桶,相对于9月低位增加约800万桶。其次,伊朗原油出口也高于此前的悲观预期。第三,全球金融市场动荡也拉低了原油价格。最后,沙特承诺增产也为市场服下了“定心丸”。

## 沙特“火力全开”产油影响几何

中国证券报:沙特承诺OPEC“火力全开”产油,影响几何?

姚曦:沙特石油部长在23日讲话中表示将

“火力全开”增产,计划三个月内将产量增至1200万桶/天,受此消息影响,原油市场当天即大跌超4%。若沙特真如所承诺的将产量增至1200万桶/天,那么沙特可以完全抵消伊朗出口下滑所带来的影响。即使伊朗原油出口降为零,沙特原油的增量也能满足市场需求。

任宝祥:沙特9月原油产量为1070万桶/日,其承诺将把产量提高到1200万桶/日,而俄罗斯的产量也达到1136万桶/日的历史高位。同时,有迹象显示,美国可能对部分进口伊朗原油的国家给予豁免,包括伊朗可能采取的以货易货等交货方式,那么11月4日之后,伊朗原油依然会源源不断地流入国际市场,原油在供给侧的供应增加将不可避免。而在全球经济贸易环境紧张、美国中期选举、金融收缩周期下新兴市场国家经济动荡、意大利与欧盟预算案之争等事件影响下,全球经济增速下滑也必然影响原油需求。同时,美国原油库存连续五周维持累库的数据显示需求端消化能力有限。在这种情况下,沙特火力全开增产,必将给国际油市脆弱的平衡带来重磅打击。

付晓芸:沙特相关言论是在基本面本就没有足够紧缺以及市场情绪逆转的大背景下,再从情绪面对油价造成重创。沙特关于增产多少的言论从6月底以来时常变化,使得市场对其信任度降低。在此背景下,市场不可能去长期交易这种测不准的信息,而是会去看目前实际的供需情况具体怎样。

对于此次的具体影响,沙特或许并不能够在2018年底之前增产至1200万桶/天。2018年8月沙特开启Khurais油田项目,使其增产潜力在当时基础上再增加30万桶/天。同时,其与科威特的中间区域2014年关闭后近期也将重启。不过,按目前施工计划,中间区的Khafji油田要到2019年第一季度才可施工完毕。而沙特更进一步的增产则要依赖Marjan和Berri油田扩建,目前计划要到2021年和2022年才能完成。科威特和阿联酋近期还有一些新产能上线,使其仍具有一定增产能力。但除此以外的国家,包括俄罗斯在内,产量进一步可持续增加都要依靠新项目投产,而这在2018年第四季度尚难实现。

## 相关资产标的何去何从

中国证券报:怎样看待“商品之王”国际油价走势对大宗商品的引领作用?

付晓芸:长期来看,各类商品价格具有类似走势,特别是工业品。从根本上来说,国际油价能够成为大宗商品的风向标,在于其渗透在各类品种的生产成本中。另外,国际油价走势也是通胀的风向标。国际油价走势也可能使得通胀预期发生改变,进而使得资金相应调整其资产配置,从而从资金层面对商品价格起到影响。

任宝祥:原油作为“商品之王”,其全球的交易量和持仓量巨大,某种程度上是等同于黄金的避险资产,和利率、通胀等宏观经济数据紧密相关。因此,原油的长期趋势性涨跌不仅是整个大宗商品市场的风向标,也反映了金融市场和宏观经济环境的变迁。

中国证券报:对于后市油价走势有何看法?

付晓芸:过去两周的事件演绎使得油价后续走势愈发明朗,油价至少已展开类似于2017年1月至6月那种时间跨度的调整。甚至存在一种可能性,本次2016年油价上涨以来的顶部已现。不过,考虑到近几周油价大跌带来的未来供需预期急剧走弱、现货市场逐渐走好、美国对伊朗制裁或仍严厉,以及下跌至5月至8月震荡区间下沿(外盘,WTI更为接近下沿)附近将存在一定支撑,预计油价将在11月4日前后会出现一波超跌反弹。但在目前的情况下,对



兴业研究宏观研究部  
付晓芸

中电投先融期货能源分析师  
任宝祥

广发期货首席原油研究员  
姚曦

于外盘油价来说,这应该仅是一波反弹;对于内盘油价,因近期还存在美元兑人民币的升值压力,表现或仍将强于外盘。

姚曦:近期油价回调并不能表示市场开始下行。全球炼厂将在11月后开始逐步结束季节性检修,届时将增大原油需求,缓解库存累积状况。另外,美国也将在11月5日正式开始对伊朗石油行业进行制裁,而沙特虽然表示将增大生产,但由于沙特官员在关于产量问题上的反复,市场对其能否增产至1200万桶/天也持怀疑态度。因此,油价未来还存有一定上行风险。

中国证券报:对于A股来说,近期原油大跌是否也蕴含着风险和机会?

任宝祥:自2017年以来,随着资金在期货市场做多,油价一路上涨以来,石化板块龙头股票价格也悄然涨至历史高位,同时这种股票还具备较强的抗风险能力,长线投资者可以关注介入。

姚曦:对于A股来说,此次国际油价大跌带来的最直接影响就是石油石化板块全线回调,但回调同样预示着买入机会。由于供应问题与需求增加,国际油价预计在未来一两年将继续保持在高位,这也吸引大量资金进入上游勘探开发领域,各大石油公司也会相继增加上游领域开支预算。因此,对于A股来说,未来油服板块值得关注。

## 宝城期货曹峥:

# 黄金涨势未尽 相关股票亦是避风港

□本报记者 王姣

近两周多时间,黄金价格持续上涨,COMEX黄金突破1200美元/盎司后继续上行,累计涨幅已超过3.6%。

“短期避险情绪的高涨是黄金近期上涨的主要推动因素。”10月26日,宝城期货金融研究所贵金属研究员曹峥在接受中国证券报记者专访时表示,美元弱势前景、风险偏好下降以及黄金基本面利多综合影响下,黄金涨势未尽,A股市场上黄金板块也是值得中长期布局的洼地。

中国证券报:推动近期金价大涨的原因有哪些?

曹峥:短期避险情绪的高涨是黄金近期上涨的主要推动因素。避险情绪高涨则归因于全球经济预期下调,美股大幅跳水,美联储加息预期不减、欧洲央行即将退出QE及美国中期

选举临近等,诸多风险因素形成共振效应,短期被迅速放大,拉升了黄金价格。

从黄金本身看,前期极端低位的净多仓水平也预示黄金短期反弹动能较为强烈。

中国证券报:短期内,大类资产风险偏好是否会继续助涨金价?

曹峥:近期,美元与黄金天然的负相关关系大幅减弱,甚至出现了同向齐涨的正相关关系。回顾过去几年的情况,可以发现美元、黄金出现同涨时,美股大概率都是处在调整期;而美元、黄金同跌则伴随着美股同期趋势性上涨。但也需要注意,美元、黄金出现反常相关性的持续性不强。

中国证券报:欧亚各国央行正在不断购入黄金,市场基本面对金价有什么影响?

曹峥:多国央行购金显著增加的确是偏多的信号。但结合其它因素看,黄金远未到基本面发生“根本性”变化的程度。

## 唐山地区调研显示

# 黑色系市场继续演绎分化

煤炭在内的黑色系品种将继续分化。

钢材:短期需求韧性明显,何时走弱成最大分歧。2018年,房地产在经历了2015年以来的持续去库存后,整体库存处于2010年以来的最低水平,地产补库是今年钢材需求的主要支撑。国庆节后,建材成交持续高位,螺纹钢库存快速去化,表明地产韧性仍然较强。从唐山地区调研得到的反馈也是,建筑钢材需求强于板带需求,下游需求分化明显。在当前需求韧性仍然较强的背景下,10月份将继续以期待反弹来进一步修复基差,在11月之后可能将转为以现货下跌来修复基差为主。

铁矿:结构化改善进行中。由于铁矿自身供需结构在好转,估值将面临修复。供应方面,澳洲和巴西的供应结构仍在分化,带动港口库存结构性好转,澳洲库存持续下降。需求方面,自8月以后,澳洲中品粉矿的性价比开始凸显并维持至今,使得钢厂配矿偏好再次切换,这也和PB粉库存近期快速去化相互印证。由于PB粉性价比最为突出,其价格、溢价最先开始修复,目前和金步巴粉价差拉大到65元/吨左右,为近年来高位水平。价差高位之后,根据我们的调研,近期部分唐山及山西内陆钢厂,开始增加金步巴粉的用量。PB粉的强势,已经

控制国会,会在财政上加强约束,这让美国经济难以超预期表现,短期会利空美元。但也会让美国债务负担更加可控,中长期上反而利好美元。

此外,虽然美联储持续鹰派,但对美元的利多效应边际递减。

可以说,目前金市不仅仅只是由市场短期波动率提升引发的避险利多,而是全方位由美元弱势前景、风险偏好下降以及自身基本面利多带来的中期上涨动力。预计黄金涨势未尽,未来新高可期。

对于A股市场,黄金板块也是动荡市场中的“避风港”。从金价与黄金板块相关股价的关系来看,目前金价仍处于2016年-2018年宽幅震荡的价格中枢水平,但相关个股股价却较前两年有较大差距。板块修复加上避险的双重利多逻辑下,黄金板块也是值得中长期布局的洼地。

控制国会,会在财政上加强约束,这让美国经济难以超预期表现,短期会利空美元。但也会让美国债务负担更加可控,中长期上反而利好美元。

此外,虽然美联储持续鹰派,但对美元的利多效应边际递减。可以说,目前金市不仅仅只是由市场短期波动率提升引发的避险利多,而是全方位由美元弱势前景、风险偏好下降以及自身基本面利多带来的中期上涨动力。预计黄金涨势未尽,未来新高可期。

对于A股市场,黄金板块也是动荡市场中的“避风港”。从金价与黄金板块相关股价的关系来看,目前金价仍处于2016年-2018年宽幅震荡的价格中枢水平,但相关个股股价却较前两年有较大差距。板块修复加上避险的双重利多逻辑下,黄金板块也是值得中长期布局的洼地。

■ 瞭望塔

## 汇率波动牵制利率下行

□本报记者 张勤峰

10月央行降准过后,市场利率整体下行幅度有限,3个月Shibor等部分利率有所上行。政府债券发行缴款、税期、央行流动性工具到期等因素,似乎并不足以解释这一现象。分析人士认为,外汇因素对流动性及利率走势的影响在加大,汇率波动牵制市场利率下行。

随着税期扰动消退,市场资金面在本周后半周更趋宽松。26日,央行顺势暂停了公开市场操作,300亿元央行逆回购到期实现净回笼,即便如此,资金面仍不改向好势头,货币市场利率多数走低。

Shibor方面,继上一日大跌17.8bp之后,26日隔夜Shibor再跌14.8bp,1周Shibor也下跌1.2bp,重回2.6%附近,其余品种多下行在1bp以内,唯独3个月Shibor上涨了0.4bp。

10月17日以来,3个月Shibor出现了一轮上行走势,在过去8个交易日里有7日上涨,从2.8%一线逐渐上行至2.95%。今年8月中旬,3个月Shibor在降至2.8%左右的2015年6月以来低位后一直保持低位横盘运行态势,最近出现了两个多月来最明显的一轮反弹。

事实上,近期短期货币市场利率也有些跌不动。以最具有代表性的7天回购利率为例,下半月以来,DR007基本就在2.59%-2.62%的狭窄区间内徘徊,26日最新报2.59%;R007反而从2.6%附近涨至2.7%以上。对短期流动性变化最敏感的隔夜回购利率下行相对明显一些,26日DR001跌至2.04%,但距离8月份上旬1.4%、1.5%左右的今年低点还有较大差距。

最近央行流动性投放动作不断。一是降准,在置换到期MLF之后,仍释放了约7500亿元的增量流动性;二是10月22日再次增加再贷款、再贴现额度共1500亿;三是10月19日至25日,连续5日实施流动性净投放5200亿元。应该说,10月下旬以来,央行投放流动性的节奏和规模,放在今年以来各月中都是较为突出的。

为何货币市场利率没有再像7月降准后那样出现明显的下行?通常看来,10月份对流动性供求有较大影响的因素主要是财政缴税、政府债券发行缴款等。因企业预缴季度所得税等影响,10月份历来是传统税收大月,税款清缴推高财政存款,相应会消耗掉一部分银行超储资金。政府债券发行缴款影响仍然存在,下半年缴款额约为4500亿元。另外,10月15日以来还有约4200亿元央行逆回购和4980亿元MLF到期。

但这些似乎不足解释货币市场利率的走势。因为,仅降准一项释放的资金量就达到约1.25万亿元,加上再贷款再贴现及央行逆回购操作,流动性投放总额接近2万亿元。

问题出在哪?可能是外汇!诸多迹象表明,外汇因素对流动性的影响再度加大。央行数据显示,9月份外汇占款减少了将近1200亿元,是2017年2月份以来最大幅度的下滑;外汇局数据显示,9月份银行结售汇逆差176亿美元,连续第三个月份出现逆差,且逆差规模创2017年7月以来最大。汇率方面,9月下旬以来,人民币对美元即期汇率贬值接近1200个基点,26日盘中跌破6.96元,重回2016年最低点附近。汇率走势及资本流动出现恶化的迹象,对本币流动性造成一定的不利影响。

从经济运行态势出发,结合美元走势来看,人民币对美元下行趋势暂时难以扭转,资本外流压力依然存在。外汇占款变动将直接影响基础货币供给,进而影响银行体系流动性。同时,由于中美利差已处于较低水平,而利率下行可能加大汇率贬值压力,因此汇率波动对利率走势的牵制在加重,这不光体现在货币市场利率走势上,近期债券市场利率同样出现了下行乏力的迹象。总的来看,汇率贬值及资本外流压力下,利率下行受限,货币市场利率年内低点可能已经在8月上旬出现。

## 豆粕:放缓步伐 把控节奏

□南华期货研究所 赵广钰

豆粕1901合约国庆长假后延续前期涨势高开高走,最高冲至35.39元,较最近低点上涨约15%,而后震荡回调100余点。笔者认为,近期价格回调,不仅仅是技术层面的回踩,更是现阶段基本面情况的客观反应,主要原因如下。

首先,目前沿海地区油厂大豆库存截至第41周已经达到703万吨,远高于去年同期的462万吨,为历史同期最高水平,而700万吨以上的库存水平也是绝对数值的高位库存水平。结合近两个月的油厂大豆开机压榨率和压榨量情况来看,大豆库存并非是由于压榨量减少而造成累积。这说明短期内大豆并不短缺,部分油厂储备了一定的库存应对后市短缺,同时不排除油厂存在看好后市,从而持有大豆待后市价格更好的时点压榨产出豆粕的可能性。

其次,沿海地区油厂豆粕库存自第30周开始进入季节性消耗期,截至第41周为89.31万吨,较上周下降46.5%。但高于去年同期约7.831万吨,为历史同期最高库存水平。同时自第30周至今,豆粕库存共消耗28.5%,消耗速度明显低于去年同期的36.2%。近期豆粕库存变化符合季节性下降规律,但并没有出现超额的消耗增速。10月前半月,统计口径内38家豆粕企业日均提货量超过81吨,优于去年同期的76万吨。而山东地区饲料企业平均豆粕库存天数也维持在25天以上的高库存水平。现货提货活跃的背后,也反映出下游企业为了应对后市存在豆粕供应短缺或价格上涨的可能性而储备了安全库存。

第三,就是非洲猪瘟疫情对下游生猪养殖饲料消费需求从利多到利空影响的变化。非洲猪瘟出现首例以来,陆续星星点点的出现在我国养殖区域内的小型养殖场点,但仍保持在可控范围内。在疫情出现初期,实施疫情封锁区域禁调运的措施会造成产区区内生猪无法外运屠宰,生猪存栏周期延长,利多饲料需求。而初期的生猪逐渐出栏消耗后,考虑到疫情及禁运等相关管控措施,生猪出栏意愿会受到抑制,叠加疫情造成部分存栏母猪的损失,饲料消费需求会有所下滑。

综上,近期及随后两个月的时间里,豆粕大概率不会出现过度紧缺的局面。所以1901合约的价格回落更多是预期过度后向客观基本面情况回归的反应,预计1901合约下方支撑3300-3350元区间。