

■熊市大宗商品众生相

# 强美元弱需求 “双金”会熊多久

□本报实习记者 叶斯琦

作为大宗商品市场的两个代表性品种,原油和黄金从今年盛夏开始失去光芒,而几乎就在同一时期,美元指数却成了耀眼明星。分析人士指出,油市供需失衡压制原油价格,而美联储准备退出量化宽松政策及明年准备加息的预期则是黄金下跌的主因。此外,美元指数走强也促进了“双金”走弱。展望后市,中期来看原油和黄金或有支撑。

## “双金”黯淡

作为大宗商品市场具有代表性的两个品种,“双金”原油和黄金从今年夏天开始双双步入下行通道。

布伦特原油指数自6月23日触及113.92美元/桶的高位之后,一路震荡下跌,并跌破100美元/桶。截至9月22日,布伦特原油指数收于98.3美元/桶,在66个交易日已累计下跌13.15%,创下一年来的新低。“原油价格接连下跌,主要原因在于油市供需失衡。”中期期货原油分析师潘翔指出,供给方面,OPEC国家与非OPEC国家的原油产量均大幅增长,同比增长逾100万桶/日;同时,美国中西部运力瓶颈打通后,页岩油效应逐步传导至国际市场,加剧了轻油过剩状况。需求方面,OECD国家成品油消费旺季不旺,使原油价格继续承压。

继“黑金”原油走弱之后,黄金也旋即开启了下行模式。截至9月22日,纽约金指报收于1218.1美元/盎司,较7月10日的阶段高位累计下跌了8.05%。“双金”同弱格局明显。

长江期货分析师王斌青表示,美联储准备退出量化宽松政策及明年准备加息的预期是黄金下跌的主要原因。此外,欧洲央行为提振欧洲经济而采取负利率措施,未来还有可能推出欧版QE,美联储与欧洲央行在货币政策上的一紧一松,通过美元传导作用压制了黄金价格。不仅如此,中国政府的定向宽松政策不利于基本金属及其他工业品价格,也是利空黄金的因素。

从美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的基金持仓情况看,基金大规模减持黄金净多持仓,截至9月16日当周,对冲基金等大型机构投资者持有的黄金净多仓位创下14周新低。

“从技术面来看,黄金下跌是收敛三

角形结束后的选择。去年暴跌后COMEX黄金便呈现出震荡格局,与暴跌前的箱体形态不同,今年以来金价高低点不断收敛并逐步确立了三角形形态。数据显示在三角形尾部,即8月底,大量非商业多头撤离并伴随着空头入场,因此带来了近期黄金的快速下跌。”南华期货宏观研究中心副总监张静静表示。

## 闪耀美元惹的祸

几乎就在原油和黄金走弱同一时间,美元指数启动了上涨加速度。7月1日以来,美元指数在60个交易日已累计上涨了6.15%,达到84.699点,创下近一年来的新高。

美元指数与原油和黄金在同一时期走出趋势性行情,三者之间是否具有关联性?

“从历史数据看,黄金和原油与美元呈现较强的负相关性。主要原因有两点:一方面,美元是黄金和原油的计价货币。另一方面,美国及美元的国际地位决定了美国经济和美联储货币政策对金价及原油价格都有关键性影响,在美国实际利率水平较

□国金汇银 吴连丰

欧洲央行推出一系列量宽措施提振欧洲经济增长动能,再加上欧洲地区地缘政治的不确定性,欧元的承压拖累黄金白银走低;而美国经济的稳步复苏令市场担忧美联储提前加息,进一步令黄金白银承压;此外,中国经济增长放缓等因素令原油需求下降,原油价格的走低也拖累现货黄金和现货白银继续下跌。

本周一欧洲央行行长德拉吉再次发表一系列声明,该行长表示,欧元区经济增长动能丧失,失业率依然高企,通缩下行。鉴于此,欧洲央行将会采取一系列措施提振欧元区经济增长动能。其中包括降低欧央行利率至0.5%水平,并且会在今年10月份开始购买ABS以进一步提振欧元区经济增长动力。此外,还会采用TLTRO(长期再融资操作)等手段刺激经济增长。该行长还强调称,如果通胀仍然长期性偏低,欧洲央行准备在职责范围内使用其他非常规措施。欧洲央行采取的一系列措施说明欧洲经济的疲弱,

低阶段,商品处于牛市,但因利率过低导致美元相对疲软;而实际利率水平较高阶段,商品处于熊市,但利率水平的上行反而能够推升美元指数。”张静静指出。

不过,黄金与原油的同步下跌既有联系,又有区别。浙商期货分析师王琳认为,二者的联系在于,美元指数攀升及利率的抬升,抑制了名义价格和持有成本,导致黄金和美元共同下跌。从长期对抗通胀的角度来看,黄金作为终极货币在通胀下最及时地反映纸币的贬值,而原油是最重要的大宗商品和基础工业原料,也有非常强的抗通胀属性,这是黄金和原油的共同特点。不过,二者的差异主要体现在,原油下跌还受自身供应增长及同时期中国、欧洲需求萎缩的影响。

## 中期不必太悲观

作为大宗商品的两大领头羊,原油和黄金是将继续引领商品熊市,还是可能企稳反弹?

“长期来看,原油市场复苏路漫漫,不过不应油价过分看空。”潘翔认为,这主

# 金银将继续下挫

欧元继续承压,从而令美元继续走强,进而拖累现货黄金和现有白银承压下挫。

另外,上周五苏格兰独立公投结果出炉,参加独立公投的32个地区最后以反对独立获胜令苏格兰放弃独立,这一结果令市场避险情绪下降,进而拖累现货黄金和现货白银走低。但是随后西班牙加泰罗尼亚地区领导人宣布将会签署法令,准备在2014年11月9日举行全民公投,借此脱离西班牙。其独立公投本身或许并不重要,重要的是地缘政治的不确定性会推升美元走强,进而令现货黄金和现货白银承压。纵观欧洲的地缘政治的不确定性和经济复苏进程的曲折,所有上述消息,国金汇银认为欧洲方面能够提振现货黄金和现货白银走强的消息少之又少。

反观美国,进入2014年,除年初受天气影响导致就业市场疲弱的时期以外,美国各项重要的经济数据均出现明显改善,其中,就业市场和经济增长表现最为抢眼。而今年9月18日美联储决议后,耶伦在新闻发布会上的措辞,可以看出,美国总体经济增长虽然温和和扩张,但是经

前已获承诺的出口许可证。此外,蒙古往中国出口的铜矿也大幅攀升。

二是铜精矿加工费高企,副产品硫酸销售量价齐升,下半年铜冶炼产能投产加快。9月份,铜精矿TC/RC分别上升至125-135美元/吨,125-135美元/磅的水平,远高于年初定的铜精矿长协价。安泰科预计,2014年,中国新增粗炼产能160万吨,有效粗炼产能70万吨,而精炼产能增加157万吨。

三是废铜供应偏紧,但前景并不悲观。国内废旧资源回收将给未来废杂铜提供广阔的空间和来源。截至5月19日,国内废旧电器电子产品处理量为2008.5万台(正规渠道),比2013年同期增长逾50%。未来2-3年,基金补贴企业的回收处理量还将加速增长,预计到2016年有望突破1.2亿台,且正规渠道回收率将提升至90%以上。

四是精铜产出加速增长。国家统计局

要有两方面原因。一方面,市场对OPEC的减产预期支撑,这是平衡北美增产的唯一手段。另一方面,四季度、尤其是年末将迎来油市消费小旺季,同时今年冬季略偏冷的天气支撑取暖油消费。而且,在当前俄罗斯尚未对乌克兰恢复供气的背景下,欧洲的天然气供应能否得到保证面临一定不确定性,或也将支撑原油价格。

而对于黄金,中期来看,利率抬升依然是主要利空因素。王琳表示,在美联储加息预期下,预计黄金价格延续熊市,但随着金价的下跌,矿商的生产成本可能对金价形成支撑,同时因相对价格可能重新具有吸引力,实物金需求也会重启;总体上,影响因素不会有特别大的变化,依然主要在利率、生产成本与实物金需求上。

“中期美联储是否提前加息以及欧洲央行是否会推出欧版QE将是影响金价走势最为重要的因素。此外,四季度中国和印度实物金需求能否回暖,对金价支撑较为重要。中期金价仍将处于震荡下跌的节奏中,1180-1200美元/盎司将是重要的支撑位。金价或将在该区域止跌企稳。”王斌青说。

经济增长步伐稳健。即使美联储在结束购债后会维持超低利率相当长一段时间,但是也掩盖不了美联储或将提前加息的预期。随着美联储结束购债时间节点的临近与提前加息预期的担忧,国金汇银有理由认为现货黄金和现货白银继续大幅下挫也就在所难免。

再看原油市场,近日石油输出国组织(OPEC)欧佩克秘书长巴德利声明,由于世界经济增长前景不乐观,石油需求下降;再加上地缘局势动荡,地区武装冲突加剧,页岩油气开采和供应量增加等一系列因素威胁石油价格,将在今年11月末的欧佩克会议调降产量目标,将会在2015年每日减少50万桶的日产量至2950万桶。这个决定正常情况下应该会推升原油走强,但是目前原油价格继续下挫。原油价格自今年6月末的104.32美元/桶下跌至现在的90.59美元/桶,究其原因,国金汇银认为是因为欧洲经济增长动能的下降和中国经济增长放缓导致原油需求下降,同时原油的下跌同样会拖累现货黄金和现货白银继续下探。

数据显示,1-8月,中国精炼铜产量较去年同期增长11.17%,达到493.03万吨。其中,8月份产量为68万吨,同比大幅增加20.2%。

第三,金融化导致贸易商崛起,对冲部分供应压力。当前,铜产业甚至整个有色金属产业链都出现了一个新的特征——不管矿山,还是冶炼厂,对货源的控制力越来越强,特别是大贸易商的崛起,使得流通环节大量的供应被锁定起来。国内大型冶炼商,现在都配备贸易。其中贸易额多的,占产值的比例接近一半。这一结果的产生,一方面是企业经营的主动需求,另一方面是地方政府要求做大产值的被动需求,形成“产值不够贸易凑”的局面。在9月份铜价的大跌过程中,上海现货市场就一度出现收购好铜的大贸易商身影,不过,大贸易商的囤货对于铜价只是提供下跌的缓冲,难以改变整个下跌趋势。

的可能,届时玉米期货运行可能重回轨道化轨迹。

相关资料显示,自2008年底国家启动东北玉米产区临储收购政策以来,东北玉米临时收储价格开始主导市场价格走势,形成上有顶(抛储价格)、下有底(托市收购价)的价格格局,玉米期货价格的波动性进一步下降。2008年之前,月度活跃合约期货价格最大波幅达15.36%,最小波幅达-8.30%,均值处于-2.8%-3.7%之间,而2008年之后,最大波幅为6.31%,最小波幅为-4.37%,均值处于-1.8%-2.6%之间。这一格局从另一角度体现了玉米期货的大品种特性及玉米期货市场运行的稳定性。

另一组数据显示,大连玉米C1连续价格(日度)和大连港口现货价格(日度)除2007年以外,相关系数都高于0.8。“期货价格相关性较强及对市场环境变化的协同反映和检验,都体现了玉米期货具有很强的价格发现功能。”上述研究人员称。

## 玻璃涨势有望延续

周二,玻璃主力合约1501高开高走,不到11时便触及涨停,此后虽震荡回落,但尾盘再度拉升,收盘最终封涨停,日涨4.08%报1072元/吨,成为大宗商品熊市中难得的一抹亮色。

“1501合约相较于现货价格贴水幅度太大,即使按最保守的估计,贴水幅度也在130-260元/吨之间,而目前是需求旺季,现货价格易涨难跌,所以贴水修复刺激期货价格大幅反弹。”国泰君安研究员张驰告诉中国证券报记者。

## 大商所：饲料养殖链品种体系已形成

在9月22日于成都召开的第七届国际玉米产业大会上,大商所农业事业部负责人在主题演讲时表示,鸡蛋期货上市后运行良好,目前玉米、豆粕、鸡蛋期货已形成饲料养殖链品种体系。

该负责人表示,鸡蛋期货作为我国期货市场首个生鲜品种,上市之初就备受市场关注。上市以来,鸡蛋期货运行平稳,市场流动性表现良好。在避险功能发挥方面,鸡蛋期货为鸡蛋养殖企业提供了有效的风险管理工具,助推养殖企业做大做强作用初步显现。

她介绍,为进一步培育好鸡蛋期货品种,未来大商所还将围绕畜牧产品开展以下几方面的工作:一是继续研究开发畜牧产品板块

## 供需改善 甲醇四季度有望上涨

□兴证期货 林惠

近阶段,受下游烯烃装置陆续投产,供需关系将有所改善;同时市场对于传统的“金九银十”需求预期抱有一定的期待;加之,煤制甲醇的原料价格在四季度上涨的概率较大,这也对甲醇价格形成一定的支撑。分析认为,在供需关系改善,市场提振信心坚挺,“金九银十”需求预期加强等诸多因素的影响下,四季度甲醇价格上涨值得期待。值得注意的是,当前宏观经济增速继续回落,8月份公布的宏观数据不及市场预期,这或将制约国内甲醇价格的反弹幅度。

首先,现货市场价格企稳迹象明显。国内甲醇价格稳中小涨,市场成交情况好转,价格也呈缓慢爬升走势。市场对传统的“金九银十”反弹行情抱有一定的期待,四季度甲醇价格再度上行的可能性较大。

其次,供需格局将有所转好。今年四季度,大约有170万吨甲醇制烯烃的装置(联想控股山东神达化工有限公司37万吨、山东阳煤恒通化工有限公司30万吨、富德能源化工发展有限公司33万吨、山西蒲城清洁能源化工70万吨)将陆续投产,按照甲醇制烯烃工艺中甲醇与烯烃比例3:1来看,大约需要500万吨的甲醇量,后期市场对于甲醇的需求将会大大增加。同时,部分甲醇生产装置也将将在年前陆续进行检修,供应有所下降,这也将缓解目前供应宽松的局面。整体来看,随着四季度大量甲醇制烯烃装置的投产,下游需求将明显好转,同时国外甲醇价格强势攀升,也将导致未来甲醇进口量的减少,从而后期港口库存压力将得到有效化

**东证期货**  
ORIENT FUTURES

**一 流 衍 生 产 品 投 资 服 务 提 供 商, 助 您 财 富 保 值 增 值。**

客服热线: 95503  
公司网站: www.orientfutures.com

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所) 2014年9月23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	958.64	972.44	956.62	969.52	8.44	966.16
易盛农基指数	1018.09	1031.8	1018.09	1031.42	7.8	1026.64

中国期货保证金监控中心商品指数 2014年9月23日							
商品名称	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		75.37			75.33	0.04	0.05
农产品期货指数	852.01	855.92	859.42	849.31	851.87	4.05	0.48
油脂指数	579.39	582.73	585.77	577.69	579.11	3.62	0.63
粮食指数	1324.16	1335.66	1343.10	1323.28	1332.72	2.94	0.22
软商品指数	718.60	723.14	725.27	715.73	717.68	5.46	0.76
工业品期货指数	756.40	757.38	762.45	754.57	756.21	1.17	0.16
钢铁指数	669.00	663.62	672.74	661.59	671.61	-8.29	-1.23
铜化指数	530.88	533.64	539.67	528.61	531.00	2.63	0.50
建材指数	632.64	636.26	640.69	630.21	632.47	3.79	0.60

# 铜价跌势难止

□宝城期货金融研究所 程小勇

9月份,国内外铜价出现逆季节性跌势,因其正遭遇多重利空叠加:国内经济下行压力加大;政策不及预期;产出恢复性增长和消费旺季不旺;海外美联储退出QE在即,加息趋势已经明朗。展望后市,铜价在12月份之前恐怕跌势难止。

首先,经济下行,政策刺激或不如预期。宏观层面来看,8月的数据证实了工业生产、零售销售和固定资产投资领域的放缓。与过去两年相比,今年经济企稳面临更多困难,因地产深度调整,基建受制于财政和地方债难有很大的发力空间。从当前看,稳增长政策的推出时间逐步提前,但政策效果持续时间越来越短,改革红利尚需时间来释放。

9月中旬,央行出台了SLF和降低回

购利率的组合拳。在稳定就业及不发生大范围债务违约的前提下,今年中国经济能够实现7.3%-7.4%的增长,政府也许就不大可能出台重大的刺激举措,比如全面降息或降准。经济增长放缓,对大宗商品的消耗而言,都会出现单位GDP消耗量下降的特征,因此铜作为大宗工业原材料,其需求增速也会进一步放缓。

其次,产出如预期加速增长。由于此前市场担忧中国铜冶炼产能跟不上国际铜矿扩张的步伐,因此铜供应瓶颈会来源于中国铜冶炼产能,但是下半年这些担忧有所缓解,供应压力明显增大。原因有以下几个方面:一是全球铜矿扩张步伐还在持续,上半年制约铜矿供应的因素消散。8月,自由港迈克墨伦铜金矿公司恢复旗下位于印尼矿厂的铜精矿出口业务,印尼Grasberg铜矿年产能将75万吨;9月份,纽蒙特矿业收到先

第二阶段为2005年10月至2008年8月,国内外玉米深加工的良好发展前景和玉米工业属性的延伸,拓展了玉米种植的利润空间,国内玉米期货价格跟随CBOT玉米走出了一波大幅攀升走势,于2008年5月达到1933.4元/吨的高点。

第三阶段为2008年9月至2009年1月,国际金融危机爆发,引发全球经济的系统性风险,加之玉米现货受到下游企业限产停产负面影响大幅下跌,不利因素导致玉米期货价格一路下跌,到2008年12月份持续半年有余,最低跌至1502.4元/吨。

第四阶段为2009年2月至2011年9月,受国家应对金融危机的积极财政政策以及玉米临时收储政策影响,国内玉米现货价格不断走高,期货价格总体上呈上升态势。玉米期市价格指数自2009年1月末的1600元/吨涨至2011年9月末的2292元/吨,涨幅高达43.3%。

第五阶段为2011年10月至2013年12月,国家陆续出台限制玉米深加工、国家玉米产业收储等相关政策,国内饲养和深

加工企业需求不旺,大连玉米价格弱势整理,同期玉米期现基差倒挂。同期玉米期货价格指数在2200-2400元/吨之间展开窄幅震荡。

据了解,过去玉米期货价格波动存在明显的季节性规律,玉米期货价格大致以每年一、四季度上涨为主,二、三季度下跌为主,玉米价格的季节性波动特征主要受种植和气候因素影响,近年来国家收储政策调节一定程度上弱化了这种特征。市场研究人员表示,这在与外盘CBOT玉米期价的相关性上体现得尤为明显。“2008年以来,大连玉米期货价格与国际期货市场近期的相关性较前些年下降明显,内外盘近月合约价格相关系数从2006年的0.86下降到今年的-0.36,外盘玉米价格波动对国内影响逐步减小,玉米期货价格走势主要反映了国内市场变化。”

新湖期货研究所副所长时岩说,至少两到三年内,玉米进口不会放开,不过现在在美国玉米价格非常低廉,如果继续下跌,即便配额外增收65%关税,也有进口

# 玉米期货运行平稳

□本报实习记者 张利静

“现在棉花、大豆这些农产品都在由托市收储向目标价格收储政策转变,对包括玉米在内的三大主粮收储政策的放开是迟早的事情,这个中间有一个渐进过程,国家在争取一个缓冲期,这个时间预计会是三到五年。”在农产品研究一线奋斗了十余年的上海某期货公司农产品期货研究员李石告诉记者,这可能会改变目前玉米价格运行格局。

自玉米期货上市至2013年底,玉米期货价格分处市场自由竞争形成价格和临储政策深刻影响两大时期,在走势上整体分为5个阶段。第一阶段为2004年9月至2005年9月,玉米期货价格整体走出先扬后抑的走势,自上市后连续7个月缓步高走,2005年4月达到1327元/吨,较上市之初上涨15.9%。随着收获季节逐渐到来,玉米期货价格提前做出反应,开始回落,到2005年9月已经回落6.4%。