

## 原油反弹昙花一现 商品低谷未到

程小勇

此前,国际原油持续下跌,一度跌破60美元大关,由此包括俄罗斯卢布暴跌等多米诺骨牌效应显现,国际大宗商品出现普遍性暴跌。而12月19日原油止跌反弹,引领包括工业金属、能源化工产品出现反弹。然而笔者认为,国际油价暴跌将在中短期内对金融市场的影响是负面的,除了避险类的国债外,股市和商品都需要警惕短期原油大跌带来的剧烈冲击(体现为大幅度下跌)。

### 原油前景不乐观

从本轮原油下跌的逻辑来看,表面上是三大石油巨头博弈(欧佩克、美国和俄罗斯),但实际上核心的原因在于供求的失衡。目前尚没有看到原油止跌的因素。

对比历史来看,原油供应大幅增长引发的跌势只有通过减产才能实现止步。当前原油市场实际上类似于1985年。当年沙特为了维护原油市场占有率而采取价格战。沙特当时将每天原油出口量从200万桶增加到1000万桶,明显供大于求导致国际油价从1985年11月的31.72美元/桶跌至1986年3月的10.42美元/桶,4个月内原油价格跌去了69%。随后沙特带领欧佩克削减产能,油价触底反弹。值得一提的是,当时非欧佩克国家墨西哥、挪威和苏联也同时签署减产协议。

对比之下,当前原油市场份额抢占越发激烈,再叠加政治博弈,使得原油减产更难达成。12月,包括沙特石油部长、科威特和委内瑞拉等官方纷纷表示在明年6月份欧佩克会议之前都不会减产。当前,欧佩克在全球原油市场上的影响力正受到挑战,最大的威胁则来自美国页岩油气新增产能,再加上沙特等石油开采成本不到30美元,因此就算油价跌至30美元,以及委内瑞拉、伊拉克国家财政收支不



平衡,都难以促使欧佩克达成减产的共识。

### 实体经济受到冲击

从经济层面来看,国际油价大幅下跌可能引发金融危机,类似于1998年俄罗斯债务问题引发的危机。首先,依靠石油出口的国家正遭遇收入大幅下降,本币贬值的危机,如当前的俄罗斯。

其次,俄罗斯、委内瑞拉等国家出现危机,债务违约等风险将通过国际贸易、风险敞口向其他经济体扩散,尤其是中小经济体,面临资本外逃和货币贬值的双重压力,银行坏账将导致金融市场系统性风险扩散。

再次,发达国家受到波及。对俄罗斯、中东等产油国而言,存在很多其他经济体对其是有金融敞口的,西欧的七大经济体整体对俄罗斯的风险敞口

占国内生产总值(GDP)大概在0.5%~2%之间。在这种情况下,在俄罗斯出现风险,如果像当年出现债务危机,西欧和美国在金融层面上也会受到冲击。

一方面,尽管国际原油大幅下跌,降低了实体经济的能源成本,但一方面,从历史数据来看,国际原油和全球GDP增速呈现弱正相关,油价大幅下跌并没有直接驱动全球经济出现明显增长,表现为滞后效应,往往滞后半年时间。原油大幅下跌带来的通缩危害在很长一段时间大于能源成本下降的利好。

### 商品遭遇多方面冲击

从资产价格来看,原油大幅下跌,一方面,会促使石油美元规模大幅萎缩,从而使得全球美元流动性不断收敛,引发美元融资利润上升,最终导致风险资产价格遭遇抛售;另一方面,全球现在主要的主权基金,60%资金来源于产油国,这

部分主权基金在本国出现原油价格下跌,本币下跌的时候,必然需要卖掉手中持有的国外资产筹措资金来维护自身本币的稳定。

从商品角度来看,原油大幅下跌,一方面带来商品成本塌陷的风险,大宗工业品的两大能源成本为石油和煤炭,其中石油占绝大多数份额,而替代消费效应会使得油价带动煤价下跌;另一方面,能源成本下降带来企业利润的改善,从而进一步促使企业加大产出,这使得过剩加剧。

总之,尽管原油短期出现止跌反弹,以及当前新兴经济体在外汇储备、对外债务和汇率灵活性方面不同于1998年,但是由于金融市场的杠杆性,实际上原油价格大幅下跌带来的风险敞口放大,因此未来包括通缩和石油美元流动性收缩压力尚未完全释放,大宗商品依旧面临成本塌陷等冲击,低谷或尚未显现。(作者系宝城期货分析师)

## 上期所26日新增四个品种连续交易

证券时报记者 沈宁

12月22日,上海期货交易所发布《关于螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶和石油沥青连续交易上线运行有关事项的通知》,上述四个品种的连续交易自2014年12月26日(周五)晚间起上线运行。

同时,上期所发布了《关于印发天然橡胶、螺纹钢两个期货合约修订案的公告》,对天然橡胶和螺纹钢期货合约的交易时间进行了修订。因石油沥青和热轧卷板合约上市之初已对连续交易时间进行了制度安排,因此,此次修订不涉及这两个品种。

据了解,上期所此次上线连续交易的螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶和石油沥青四个期货品种,开市时间均为21:00,与目前上期所已推出连续交易的品种保持一致;收市时间上,石油沥青、螺纹钢和热轧卷板定为次日1:00,与有色金属品种保

持同步,天然橡胶的收市时间定为23:00。

新湖期货有限公司研究所所长李强表示,相关期货品种推出连续交易的意义重大,不仅为投资者规避隔夜持仓风险提供了交易平台,同时也为产业客户套期保值提供了更灵活的选择,降低了贸易环节的风险敞口,让期货市场更好地服务实体经济。

对于新推出的连续交易,相关企业也表现出了很大热情。日照钢铁控股集团有限公司期货部经理侯典银表示,螺纹钢、热轧卷板上线连续交易有利于提升国内钢铁价格的国际渗透力,通过将中国价格信息及时传递到国际市场,增强上期所螺纹钢、热轧卷板期货价格在欧美时段的价格影响力,方便国内外钢铁生产和消费企业进行点价及保值操作,增强中国企业在国际贸易中的议价能力。

## 玉米淀粉的消费情况介绍

一、玉米淀粉的消费特点

玉米淀粉消费具有较强的周期性特点,受季节性和假日效应影响显著。一般情况下,玉米淀粉需求量与我国农历年度节奏契合度较高,下半年玉米淀粉需求量要高于上半年;元旦和春节(过年双节)、中秋和十一(国庆双节)等重大节日前后存在较明显的销售淡旺季。从行业的消费周期或盈利周期上看,也存在明显的周期性特征。一般而言,玉米淀粉产业平均每5年为一个大周期,每2~3年为一个中周期。消费周期与盈利周期基本一致。

二、玉米淀粉消费的区域分布

玉米淀粉用途广泛,消费地域

分布广,沿海地区几大经济体占据突出地位,消费量占全国消费总量的一半以上。其中,长三角约占17%,珠三角约占14%,胶东半岛约占12%,福建地区约占7%。

三、玉米淀粉产业客户集中度

玉米淀粉消费涉及多个行业,其中淀粉糖最大,占比超过一半,其后依次是啤酒、医药、造纸、化工、食品加工、变性淀粉等。从下游行业的客户分析看,部分行业集中度也相对较高。比如淀粉糖生产企业主要有中粮、嘉吉、大成、鲁洲、西王、双桥等,这些企业的淀粉糖产量占中国淀粉糖产量的比重较高。

(玉米现货基础知识之四)

## 股指期货大跌3%发出的警告

证券时报记者 魏书光

2014年还有最后几天了,飙升半年多的A股两极分化严重。虽然上证指数仍然气势如虹,但是沪深300股指期货主力合约跌幅达到3%,出现掉头向下的态势,这是一个明显的警示信号,提醒继续赌博的人必须遵守愿赌输的基本准则。

昨日,微博中流传着当天最佳评论:“三年熊市辛辛苦苦挣到的钱,两个月牛市轻轻松松全亏回去了”。实际上,昨日上证指数气势如虹,但是仅有306只股票上涨,其余2000多只股票下跌,也就是除了银行、电力等少数大盘股外,大部分股票下跌,

数百家小市值跌停,创业板指数大跌近5%,上演了一场“几家欢乐万家愁”的悲剧。

相对于上证指数和沪深300指数的走势,股指期货却出现了大幅下跌,主力合约1501昨日大幅收低3%,尾盘跌幅扩大,最高3512.4点,最低3396.2点。期指主力合约较现货由上一交易日升水119.83点大幅缩窄至升水4.92点。

沪深两市昨日合计成交额再度逼近一万亿,为9322.77亿元。一万亿的成交量却出现了数百家股票跌停,很多人熊市辛辛苦苦赚的小钱,就这么在牛市里赔回去了。价值投资者应该该笑了吧?如果他们坚持到今天。

仔细想想,这也算是股指期货的报复之旅。回顾过去3年,一些人指责股指期货带动大盘下跌,导致了熊市,而实际上过去3年,正是中小市值股票大幅上涨的时候,不少股民不赚指数赚个股。

如今,似乎众所期待的牛市来临了,沪深300股指期货大幅攀升,指责之声随之减少,但是股指并没有反映出更多股票的真实走势,更多股民尝到的却是赚指数难赚个股的痛苦滋味。

从昨日的沪深300股指期货来看,算是面对股市转折点的一个提醒,也是对前面最佳评论的回复,那就是“没事,熊市还会回来的”,因为很多人在畅谈理想、畅谈一万点,买股票谈业绩就

输在起跑线上了,成为新笑点。更有理由指出的一点是,开放沪港通之后,同股没有同价,A股同类价格更高,但更多资金流入A股,为什么?因为人多钱傻,必须追来。

这种局面必须改变,虽然我们不缺钱,但是必须改变作为傻钱的现状。我们应该利用现在难得的市场形势,切实改善傻钱太多的现实,推出更多投资工具,更多指数期货,个股期权,T+0让市场更多选择权利,更好发现股票价值。

在此之前,作为散户在没有更多价值工具来显示自己聪明智慧的时候,我们必须认真反思吴敬琏关于国内股市是赌场的警告,还在继续赌博的人,就完全是自愿,必须遵守愿赌输的基本准则。

## 胶合板触底反弹 未来涨势难续

刘佳伟

胶合板期货主力1501合约在前期强势下跌、期价创新低之后,本周触底反弹。我们认为目前胶合板的生产成本有所下降,并且受房地产市场影响,胶合板下游需求不及往年,可生产期货仓单的企业数量不断增加也对期货盘面造成一定的压力,胶合板的反弹行情恐难持续。

从胶合板整个行业现状来看,近年来,我国胶合板产量不断增长,生产相对比较集中,目前我国胶合板产业已经形成了河北胶合板产业集群、山东胶合板产业集群、浙江胶合板产业集群、苏北胶合板产业集群。2014年11月,胶合板当月产量1562万立方米,同比增长3.03%。从分区情况来看,2014年11月,山东地区胶合板当月产量380万立方米;江苏地区

胶合板当月产量387万立方米;广西地区胶合板当月产量227万立方米。

胶合板的生产很大程度上依赖于木材原料,原木价格在一定程度上影响胶合板的生产成本,近期木材成本有所下降。目前广州鱼珠木材市场原木价格指数136.46,其中国产原木价格指数140.42,进口原木价格指数135.60。在工业上尿素和甲醛合成生成脲醛树脂胶,我国市场超过百分之九十的人造板材将脲醛树脂胶作为粘连剂,甲醛价格对胶合板的生产成本也有一定的影响,同时甲醛的生产原料主要为甲醇,因此石油、天然气和煤等化石能源的价格也在一定程度上影响胶合板成本。近期甲醛价格不断下跌,使胶合板的生产成本也有所下降,目前甲醛(97%)为1276.15元/吨。

建筑装饰业和木质家具业是胶

合板最重要的两个下游行业,下游房地产市场的需求对胶合板价格具有较大的影响。受制于房地产市场整体不景气,整体下游需求不及往年。目前我国木质家具生产增速放缓,2014年11月,木质家具产量2439万件,同比上涨0.46%。从分区情况来看,广东、山东、浙江是木质家具主要的生产省份,2014年11月,广东木质家具产量508万件,浙江木质家具产量299万件,山东木质家具产量298万件。目前我国房地产市场仍然比较疲弱,2014年1-11月份,我国房屋新开工面积164705万平方米,下降9.0%,降幅扩大3.5个百分点;商品房销售面积101717万平方米,同比下降8.2%,降幅扩大0.4个百分点。

胶合板现货报价多以大型品牌生产企业为主,长三角地区受原料及人工成本影响,胶合板价格较高,江苏北部、

山东和河北等地凭借产业转移优势与较低的人工成本、广东凭借较低的原料成本,价格均低于长三角地区,近期胶合板的现货报价总体比较平稳。从仓单数量来看,可生产胶合板仓单的企业不断增加,近期胶合板仓单数量不断增加。目前胶合板交割库中共有484张仓单,其中,常州奔牛港72张,平湖华瑞286张,浙江国贸126张。

总体来说,受供给持续增加、原料成本下降以及需求不及往年的影响,胶合板期货很难出现趋势性反弹行情,做多须谨慎,新空单可以等待期价上涨乏力入场。同时,目前胶合板主力合约1501持仓量相对较大,而胶合板1501合约距离交割月越来越近,期价波动较大,建议投资者注意风险,及时设置好止盈止损点位,也可适当关注BB1505合约的操作机会。

(作者系国泰君安期货分析师)

## 风险因素叠加 期指或难继续狂奔

陈枫

近期,全球主要经济体复苏形势分化依然明显,中国一季度经历了同比增速低于预期和前值的低谷后,二季度有所好转,三季度再度偏弱及四季度伊始数据仍显不佳。虽然资金供给端助力基本面,但由于受到需求端拖累,国内经济基本面仍难出现巩固好转迹象。

中国近日公布了包括12月汇丰制造业采购经理指数(PMI)初值、11月贸易账户、居民消费价格指数(CPI)、工业品出厂价格(PPI)、固定资产投资、社会消费品零售总额和工业增加值等在内的重要经济数据。其中,除固定资产投资及社会消费品零售总额基本持稳外,其余指标均有不同程度下滑,汇丰制造业PMI初值更是跌至50荣枯线之下。另外,贸易账户数据中的进口增长率继续疲弱和PPI扩大负增长速度,令投资者对中国经济形势更加悲观。而11月CPI年率仅增长1.4%,远离发展中国家2-3%的健康水平,更令市场担心中国极有可能陷入通缩危机。

近期不断有高层释放信息表示明年经济增长目标仅为7%左右,之所以增速下调如此之快,与国内近期经济表现持续偏弱有关。外围方面,美国经济虽持续好转,复苏力度有所增强,拉动中国出口贸易,但中国第一大出口市场欧元区通缩风险持续加大,欧央行刺激效果不明显令欧元区经济复苏堪忧,结果是对中国出口拉动难以明显好转,而全球油价及卢布暴跌也大幅打压了全球风险偏好;内部因素,一是中国经济前景趋弱令外商直接投资减少,美联储加息时间临近,而国内货币政策偏宽松,两相对比令国际热钱等资金有回流美国趋势。二是改

革和反腐力度不断加大,短期对经济有比较大的下行压力。近期股市疯牛行情以及人民币贬值压力较大也压缩了央行货币政策操作空间,不敢大规模公开放水。三是房地产进入下行周期拖累诸多产业,不动产登记制度、房产税等政策预期影响导致房屋抛售压力陡增,房地产行业难再度雄起。

流动性方面,近期资金价格持续走高,主要受到月末、季末和年末等因素叠加造成资金需求大量增加影响。但央行上周释放了SLO及续做部分MLF有望对对冲短期流动性偏紧,而外生冲击短期有望保持平稳。

中长期来看,美国经济企稳力度虽有所加强但低利率政策有望在半年内保持;欧元区经济前景仍然偏弱,货币政策可能继续放宽;中国经济项目料保持顺差但额度预计仍然较高;美加息预期有所增强,但中国大规模放水力度不会过强,中外利差短期仍保持一定差距将令中国资本项目保持较稳定水平。

梳理以上风险因素,我们可以发现油价及卢布暴跌、美联储加息、欧日经济前景疲弱等造成了中国经济发展主要的外围风险,而国内适逢年末资金价格上涨压制风险资产偏好。股指前期脱离基本面的疯牛行情导致过度亢奋的市场情绪也开始冷却,叠加这些风险因素,我们认为股指或步入慢牛格局。

(作者系浙商期货分析师)

