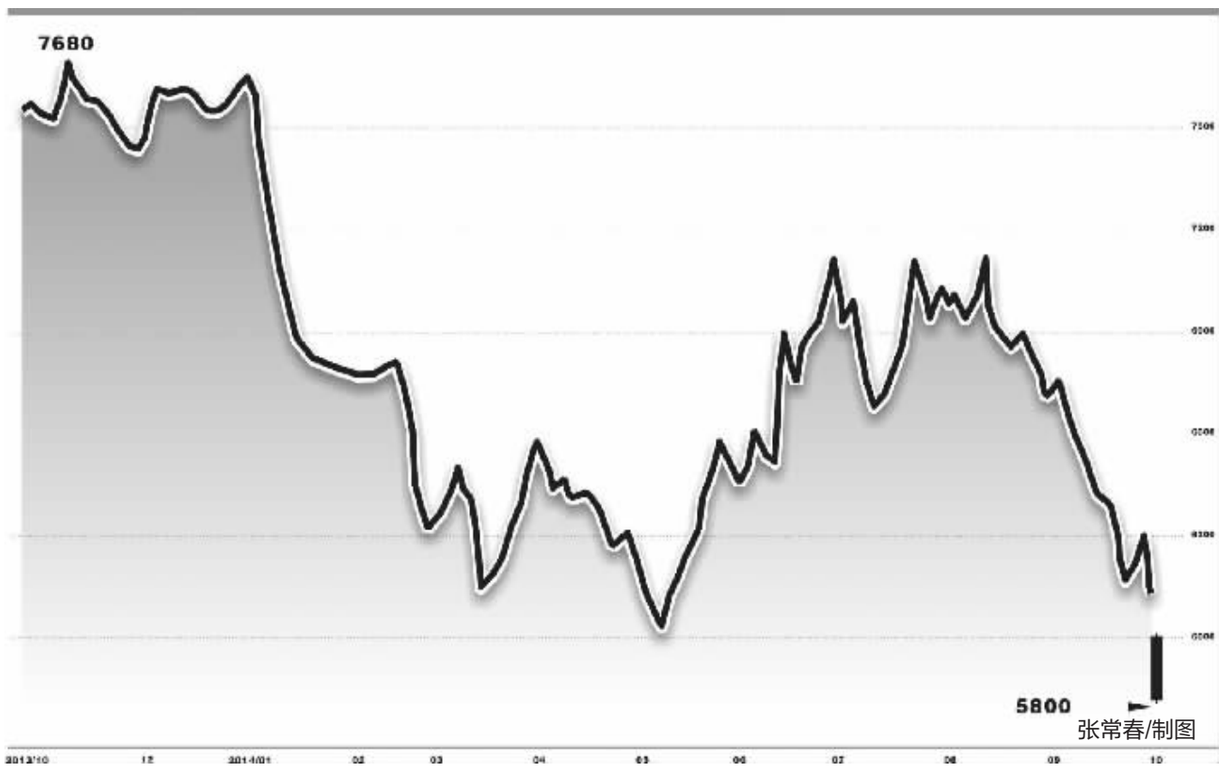
原料价持续走低 PTA弱势格局难破

王涛

国庆长假后首日，精对苯二甲酸（PTA）期价大幅下跌，盘中一度触及跌停。笔者认为，长假期间石化上游价格大跌是PTA首日大跌的表面原因，而其内在因素则是其持续疲弱的基本面；四季度PTA预计将继续受到成本支撑走弱影响，另一方面供需面也看不到明显转好可能；后期走势目前看来较不乐观，昨日跌势或是年末行情的方向。



上游原料进一步走低

最近一个月国际原油价格出现明显下行，布伦特原油跌幅尤其明显。一方面，欧佩克10月份增产，并且下调了官价，出乎市场预期之外；另一方面原油需求相对疲弱，欧元区和中国需求疲软，加之美国原油库存增加，布伦特原油近一个月内跌幅接近10%；并且在国内十一长假期间，11月合约从97.15美元/桶下跌至91.71美元/桶，累计下跌近6美元。在原油跌势带动下，亚洲芳烃原料十一期间也明显下调，石脑油和异构级MX分别下跌42美元/吨和28美元/吨左右。

11月欧佩克是否减产目前仍不确定，冬季取暖仍需一段时日，笔者预计布油近期将在90美元/桶关口持续徘徊，石化上游弱势带给聚酯中下游的利空影响仍会有一定延续。

PX成本跌势明朗

在上游原料下跌后，近期亚洲对二甲苯（PX）价格也未能守住，现货估价自节前1250美元/吨CFR附近下跌至1196.5美元/吨CFR，直接导致国内PTA生产成本下降了约260元/吨。从PX和石化原料跌幅对比来看，PX国庆期间的跌幅大约有七成是由上游跌幅提供的，另外三成是其自身供需关系变化的反应。

与此同时，虽然国内中石油惠州和镇海炼化在10月份也计划对旗下PX装置进行检修，不过由于今年主要的几套PX新装置均已在7-8月期间顺利投产，新增产能达到500万吨左右，因此四季度亚洲PX供应增长趋势较难扭转。

笔者认为，除非亚洲PX装置出现如今年6月这样程度的检修，否则四季度PX行情前景较为黯淡。而迫使PX厂商停检的主要动力则来自于生产利润是否出现大幅缩减。近期石脑油-PX价差和MX-PX价差依然分别维持在370美元/吨-380美元/吨和190美元/吨-200美元/吨附近，较盈亏平衡线仍明显高出。因此目前阶段亚洲PX厂商生产积极性依旧有所维持，短期出现大规模检修的可能性不大。

9月底进行的10月份ACP谈判达成在1215美元/吨，这是今年第二次ACP达成，对市场气氛也略有打压。预计进入四季度后，在供需压力下PX利润将继续往盈亏平衡线靠拢，在利润未达到迫使PX厂商检修的程度之前，PX价格整体运行趋势都较为偏空。

PTA供需压力难缓解

国庆前由于逸盛大连380万吨和翔鹭165万吨装置相继重启，国内PTA开工率从不到六成水平上升至接近七成。按照目前国内PTA产能规模和表观需求增速，PTA维持在平均66%附近的开工即可满足需求。因此在现有上下游产能结构下，近期七成左右的开工令市场有一定过剩嫌疑。

10月份后PTA市场供应预计将偏宽松。首先，三季度PTA开工率实际上已降至目前厂商所能承受的最低水平，如果进一步降低开工，可能有厂家将陷入完全停产的状态，较不现实；其次，随着年底的来临，在资金压力下中小型厂商加大逢高出货力度的可能性将会上升；最后，除了已在9月份启动的三房巷2期新装置外，年底前仍有2套PTA新装置可能运行，后期随着PTA产能基数的增长，依靠控制开工手段调节市场供需难度将进一步加大。

而聚酯下游终端需求今年整体较不乐观，服装和纺织品出口金额增速相比去年整体下降了一个台阶，而轻纺城织物成交量则自今年5月以来持续不及去年同期水平。在今年双节前后采购节点上，下游补库情况也较为一般。在银十旺季过后，需求提振将愈发遥远。

综合来看，在10月后期下游旺季逐渐消退后，PTA整体仍有进一步往下空间，建议投资者重点关注PX生产利润的变化以及亚洲装置检修计划。

（作者系中信期货分析师）

美原油产量创28年新高 油价创27月新低

证券时报记者 魏书光

随着全球经济的萎缩，国际原油价格已经跌至27个月来新低，布伦特原油价格已经跌破90美元/桶，而纽约油价则在87美元/桶附近。

自9月30日到现在，国际原油期货12月合约累计下跌超过7美元，几乎平均每天下跌1美元。截至8日，欧佩克原油价格跌破90美元/桶，为2012年6月以来首次。主要原因是伊拉克等地区原有出口量攀升，同时美元一直走强，而需求端的中国、欧洲等地区经济疲软，导致对冲机构大肆做空原油。

最新统计显示，欧佩克石油产量在9月增加至近两年最高水平，而且利比亚产量进一步上升，且沙特和欧佩克其他海湾区成员国增产。同时，美国9月份原油产量也将创下1986年以来最高水平。

连续下跌的油价，反映了市场对于供给失控的严重失望情绪。自布伦特原油跌破100美元/桶大关以来，市场开始等待欧佩克组织发出减产信号。但是，面对需求萎缩，欧佩克中产量最大的沙特不但不减产，反而主动降价以抢占市场。10月1日，沙特政府宣布，大幅下调11月向亚洲的官方供油价格至2008年以来最低水平，事先并未征询任何欧佩克成员国的意见。沙特阿拉伯将出售给亚洲国家的阿拉伯轻质原油定价每桶再降低了1美元，出售给欧洲和美国的油价也有相应程度的调降。

相对于布伦特原油市场，纽约市场更为低迷，美国原油跌幅更大于布伦特原油，因为美国正处于石油繁荣期。美国目前日均生产石油840万桶，较6年前高出三分之二。截至9月19日的一周，美国国内原油日均产量达到887万桶，为1986年以来的最高水平。尽管仍低于俄罗斯，但已是伊朗和加拿大石油产量的两倍多。仅德克萨斯一州石油产量就超过阿联酋、墨西哥和尼日利亚。随着美国原油产量持续上升，放开原油出口也成为美国能源业内讨论的热点话题。

美国能源信息署昨日在月度短期能源报告中预计，2014年美国原油产量将从去年的每日745万桶增加至854万桶，到2015年将升至每日950万桶，为1970年来最高水平。而在月报中，美国能源信息署将2014年全球石油需求预测从每日9155万桶下调至9147万桶，将2015年全球石油需求预测从每日9289万桶下调至9271万桶。

由于产量持续增加且需求下滑，美国能源信息署将2014年美国原油均价预估自98.28美元/桶下调至97.72美元/桶，并将2015年原油均价自94.67美元/桶下调至94.58美元/桶；2014年布伦特原油均价预估自106美元/桶下调至104.42美元/桶，并将2015年布伦特原油均价103美元/桶下调至101.67美元/桶。

铜市弱平衡 低库存下价格韧性强

宋小浪

在中国国庆期间，伦铜下跌后修复，价格在6604美元/吨-6729美元/吨区间运行。最低价已创下半年来新低，也是8月来跌势的延续。那么节后，铜价将何去何从呢？

回顾长假期间伦铜价格表现，宏观经济起到主导作用。美国9月非农就业增加24.8万人，9月失业率5.9%，均远好于预期，这推升美元指数上涨，最高触及86.75；另外亚洲和欧洲采购经理指数（PMI）数据都不如预期，制造业增长乏力。伦铜承压持续下跌，最低触及6604美元/吨。但是本周美元指数大幅回落，几乎回吐了美国非农报告公布后的全部涨幅，因为某美联储官员表示加息时间点将提前。伦铜受到支撑，重回6700美元附近。

国庆之后，铜价何去何从？我们首先从供需结构着手。

供应上，中国精铜产量将继续增加，进口将延续回落，总体供应稳定。

根据CRU（英国商品研究所）数据，全球（除中国）精铜产量平稳，但中国增产将十分明显，其中三季度增加了11.3万吨，而四季度预计还将增加11.5万吨。增产首先来自今年103万吨的新建投产项目，其次是去年投产项目加大了产出，例如金川广西防城港项目40万吨产能释放明显，最后是大型企业检修复产，赤峰云铜、白银有色、赤峰金剑等检修均已完成，40余万吨产能释放。

对比产量的增加，中国进口从年初便开始持续减少。统计局数据显示，今年1月中国进口精铜39.7万吨，8月进口23.4万吨，减少多达16.3万吨，并且这种趋势还将延续。单从比价来看，5月之后沪伦现货铜比值已恢复，期间一度还触及7.5，进口出现盈利，这显然不是进口减少的原因。

我们转向进口的另外两个动力——利差和汇差，发现今年都出现了极大恶化。首先是以理财产品利率为代表的利率，3月期年利率从年初5.9%便持续下滑，目前仅5%左右；其次是人民币兑美元汇率，从年初人民币贬值后，6月来央行汇率中间价一直在6.14-6.17元之间徘徊。那么在精铜进口亏损的背景下，贸易商已无法用套利收益来弥补这一缺口，所以未来精铜进口还将减少。

需求上，节后将逐步进入需求淡季，但存在潜在利好。

电网投资需求不如预期，并且从目前第五批电网招标工作来看，四季度仍将维持平稳。按照年初两网的计划，今年将增加近12%的固定资产投资，但是从截至8月的数据来看，电网固投仅增2.7%，电源固投反而减少17%。房地产市场深度调整并延续了前期的低迷，其中新开工和销售累计面积负增长，截至8月为-10.5%和-8.3%。家电行业中空调产量虽然累计同比增长了14.6%，但是受困于今年相对凉爽的夏季，中间环节库存量巨大，这也将制约后期空调需求。

精铜消费存在潜在的利好：一是来自于房地产市场，央行联手银监会推出救市政策，放宽首套房标准、降低了房贷利率及首付比例；二是来自于家电市场，新一轮家电节能补贴政策可能即将启动。

从供需的大格局上，中国产量增加与进口减少抵消，供应保持平稳；节后需求步入淡季，但潜在利多支撑，总体而言保持弱平衡态势。从其他因素上看，库存、中国改革及技术面对铜价有显著影响。

今年以来，全球库存都出现了明显的下滑，目前总体处于历史低位。从显性库存来看，三大交易所总量26.6万吨，较年初减23万吨；从隐形库存来看，上海保税区9月末仅55万吨-60万吨。如此低的库存使得铜价充满韧性，较为抗跌。

在经历了二季度的微刺激之后，李克强总理明确表示将以改革替代刺激，这表示将牺牲短期经济的增长，世行因此将中国今明两年GDP预期下调至7.4%和7.2%。技术面上沪铜均线呈现空头排列，下跌时间也持续了3个多月，次要趋势显现。

总体来讲，铜市场目前呈现弱平衡态势，供应压力不大，但需求也不旺盛，幸而库存很低，铜价韧性较强。所以我们判断铜价将会出现整理，10月合约运行区间预计6600美元/吨-6900美元/吨之间。

（作者系金瑞期货分析师）

楼市新政暗藏玄机 大宗商品受益有限

程小勇

中国央行在9月份最后一天释放了住房金融新政，兑现了此前放松限贷的传闻。笔者认为，住房金融新政蕴含玄机，不能简单视为一般的救市措施，而是和其他政策一道构建新常态下的调控新机制。

当前的政策组合，主要是侧重于通过市场化手段，守住不爆发系统性风险的底线，允许需求端正常回落，倒逼无效的供应端“去产能和去杠杆”；在控制地方债务无序扩张同时放松地产限贷，允许地产部门通过“美国两房”模式筹集资金，这引导资金从刚性部门流出。最终，既能防止房地产短期大幅度下滑引发的包括银行坏账等系统性风险爆发，又能引导地产调控从行政模式解脱出来，也能为改革释放缓冲时间，达到“一石三鸟”的目的。

从资产配置角度来看，未来股市和债务可能受益于融资成本（或无风险利率）下降，然而产能过剩、需求端延续减速的大宗商品则和股市、债市继续分道扬镳，继续上演测试底部的熊市行情。当然，去产能和去杠杆较快的商品可能在表现上会相对坚挺，特别是供应端收缩比较厉害的一些商品，如锌、镍之类商品。

如果单纯从某一政策来看，似乎很让人费解，然而可以把货币政策、地产政策、产业政策和财政政策结合起来看，所有政策似乎都指向年初经济工作会议中的一个重要任务，即不发生系统性风险。

中国经济进入新常态，政府担心的问题不外乎是两个：就业和系统性风险。从就业来看，由于经济增长方式和人口结构的变化，就业和经济增长已经不再是线性关系。因此，系统性风险已经成为当前政府担心的最大问题，从一季度的超日债事件到三季度的银行不良贷款上升，房地产资产呈现恶化的趋势。

因此，为了不发生系统性风险这个底线，对房地产的放松限贷成为不二选项。因此，笔者认为，楼市放松限贷，甚至不排斥投机性炒房都是为了对冲地产持续恶化带来的下行风险。另外，从整个宏观布局来看，基建投资受到财政预算约束的制约，制造业受制于投资回报率下降，因此有必要将按揭贷款首先纳入央行PSL抵押品框架，以便在政府和企业去杠杆之际，引导居民加杠杆。从利率角度来看，按揭贷款利率正是决定居民部门加杠杆能力的核心指标，引导居民部门继续加杠杆，必须要降低按揭贷款利率。

如果结合国务院下发的《加强地方政府性债务管理的意见》，以及今年对影子银行的规范和监管，我们就可以发现地产放松限贷非单独行动。

《意见》规定，地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则，这意味着地方政府要与商业房地产开发项目完全脱钩，即防范了存量债务的无序过度膨胀的风险，又可以增强财政透明度，防止地方政府过度以来土地财政，给地方借债套上了缰绳。长期来看，地方发债规范之后，有利于制约刚性部门，如地方融资平台对资金的疯狂挤占，有利于降低社会融资成本。

楼市金融新政力度是超预期的，不排除对当前楼市去泡沫的打断，不利于楼市长远发展。不过，结合当前的各种情况，楼市很难再现2008-2011年疯狂的势头。

这些因素包括：一是此次楼市新政不仅给购房者提供限贷松绑，而且给银行和地产商分别提供了融资的通道：MBS和房地产投资信托基金（REITs）试点，需求和供应双管齐下；二是当前地产行业供需格局发生变化，除了部分一线城市供应紧张之外，大多数城市库存高企；三是人口老龄化减缓对新屋需求，刚性需求高峰已过；四是当前没有如同2008年的“4万亿”刺激措施；五是地产投资并非唯一保值增值的渠道，货币基金、券商资管计划、信托和银行理财等居民可选投资集合大幅扩张；六是尽管楼市放松限贷，但是在银行负债端成本因互联网金融和利率市场化而高企之际，购房贷款并不一定会出现潮涌势头。

从大类资产来看，由于住房金融新政不仅给购房者放松限贷，而且给地产商和银行提供融资渠道，因此短期有利于楼市去库存，使得地产行业现金流出现改善，有利于地产板块上市公司利润回升。而货币市场无风险利率的回落，又有利于降低企业的财务成本，从而股市相关板块受益。对于债市而言，由于无风险利率的下降，再加上政府对地方债的规范，城投债不再可能受益于中央担保，因此城投债可能不再受资金追捧，利率债（国债）将会受到资金流入的利好提振。

对于大宗商品而言，目前产业政策表现为政府对产能过剩的行业继续引导去产能和去杠杆，因此需求端会继续回落，在改革的大背景下，对于资源性或者基础工业原材料的大宗工业品需求单位GDP的消耗会继续下降，以便倒逼上游无效供给的收缩。直至上游供给和下游需求回到供求平衡，价格底部才会出现。而从楼市本身对建材、有色等相关商品的需求提振，尚不会很快出现，因当前楼市的主要活动是去库存而不是再度加快扩张，新房开工、在建项目都不会很难提速。

（作者系宝城期货分析师）

棉花期货成交量增速 领跑9月期市

证券时报记者 魏书光

中国期货业协会公布的最新数据显示，9月全国期货市场交易规模较上月有所上升，以单边计算，当月全国期货市场成交量为2.4亿手，成交额为24.5万亿元，同比分别增长43.79%和17.74%。

在四家期货交易所中，中金所9月成交金额仍然最高。中金所9月成交量为1801.9万手，成交额为13.1万亿元，同比分别增长26.09%和26.19%，分别占全国市场的7.44%和53.58%。但是，成交量上升最大的还是商品期货市场。9月棉花期货成交量环比增长148%，同比增长达4287%。同时，9月钢材和建材期货品种成交量环比大幅增长，其中螺纹钢、热轧、线材、玻璃和铁矿石分别增长113.90%、108.36%、93.75%、77.79%和52.6%。

上期所9月成交量为8946万手，成交额为5.66万亿元，分别占全国市场的36.94%和23.08%，同比分别增长51.8%和下降2.08%，环比分别增长67.28%和33.18%。9月末上期所持仓总量为301.6万手，较上月末增长3.31%。

郑商所9月成交量为6696.5万手，成交额为2.3万亿元，分别占全国市场的27.65%和9.40%，同比分别增长60.61%和65.44%，环比分别增长18.58%和20.17%。9月末郑商所持仓总量为242.7万手，较上月末下降6.59%。

大商所9月成交量为6776万手，成交额为3.4万亿元，分别占全国市场的27.98%和13.93%，同比分别增长26.59%和5.46%，环比分别增长10.23%和5.96%。9月末大商所持仓总量为440万手，较上月末增长2.84%。