

土行业接触洋机构 玻璃企业 物理降温OR釜底抽薪

□本报实习记者 张利静

土行业难逃“过剩即亏损”魔咒

近年来在建材行业序列中盈利状况较好的玻璃行业,在今年开始嗅到亏损气息。

中国玻璃价格洼地沙河地区某大型玻璃生产企业人士表示,今年旺季需求比之前有所起色,但总体来说供求平衡,和去年旺季供不应求下的市场价格相比,有很大差距。

长江期货研究员杨晓强告诉记者,在玻璃产销过程中,北方企业盈利状况普遍差于南方企业。“这主要是因为南方企业生产线建立较早,成本早已收回,且早期沿承下来的生产技术成本较低;而北方企业生产线是近些年才上线的,投产一条生产线耗资巨大,且采取的是较为先进的环保工艺,这部分企业面临着收回成本和生产成本的双重压力,沙河玻璃企业是这类企业的代表。”

正是由于这一原因,今年6月11日,郑商所发文,将玻璃期货基准价区从华东张家港地区调整到河北沙河地区,调整从2015年的6月份合约开始执行。“现在玻璃期货盘面上的价格,实际上是代表的是沙河地区的玻璃价格。”一位市场研究人士称,期货品种的价格发现地通常是品种的价格“洼地”,因为这样的市场价格差波动较小,价格运行较稳定统一。

就是这样一个具有代表性的地区,今年价格出现异样。首先是4、5月份反弹力度不及往年。其次是旺季价格较去年同期下滑严重。中国玻璃行业协会副秘书长周志武表示,8月份综合监控平均价为55.94元/重量箱(不含税),与去年同期相比,每重量箱下降9.97元,环比每重量箱上升0.45元。他表示,今年以来,玻璃价格出现大幅度下降,是在上半年玻璃库存较高、产能过剩和需求低迷的多重压力下的结果。“持续去库存是企业的普遍行为。”他说。

对此,招商期货研究所所长戴春平表示,相对需求来说,中国的玻璃产量确实多了。“玻璃库存数据显示,尽管开工率在下降,但库存还在增加。现在还有相当于目前产能15%的生产线准备开工。”

李代桃僵,对于玻璃价格洼地沙河价格水平的走低,有分析人士称,对惯性发展中的玻璃行业来说,这可能不是个好兆头。

业内人士称,因去年价格尚可,今年沙河地区玻璃企业套保量较去年出现下降。而一个不可逃避的现实是,国内房地产行业形势更加严峻,城镇化概念实际利好并不明显。

数据显示,2014年1—7月份,我国房地产施工面积同比增长11.3%,新开工面积同比下降12.3%,房屋竣工面积同比增长4.5%。“房地产市场形势不好,存货增加、新开工的意愿非常低说明今年形势已经开始严峻。”中国社会科学院城管所副研究员董昕分析认为,从需求端看,尽管我国城镇人口增速大于总人口增速,城镇化率不断增加,但是城镇人口增速已经是处在下行通道,支撑房价长期快速增长、房地产业销售面积长期大幅增加的长期动力是不存在的。

今年早些时候,在市场信心脆弱的情况下,国泰君安期货一位研究员的三份看空调研报告将玻璃期货盘面价格砸了下来。



作为建材系品种中较为强势的分支,在产能过剩的温水中,玻璃行业这只青蛙正在被加热。

新华社图片

山东金晶科技股份有限公司副总经理姚明舒分析称,从1996年开始,玻璃行业经历过几个冰山期,分别是1997年、2002年、2005年、2008年和2012年。“这几个周期当中,时间维持最长的是2012年,维持时间最短的是2008年。当前房地产去泡沫进程中,不管从宏观经济形势,还是市场需求以及供应层面,这一轮的盘整时间会比2012年要长,上一轮盘整周期是10—11个月,这一轮价格下降从4月份开始算,到现在只有半年时间,未来半年还是一个盘整期。”

期货新玩法挑战玻璃企业旧思维

姚明舒表示,根据对从2009年、2010年数据的测算,按照现在的玻璃库存和消费情况,在当前的生产条件下,至少要减少24条以上生产线(相当于10%的产能),才能达到当前阶段性的供需平衡。“玻璃行业的产能过剩已经不是周期性、阶段性或结构性过剩的问题,而是全面过剩,唯一的解决方法就是产能降下来。”

“减产有两个途径,一个是主动减产,搞价格联盟;一个是被动减产。”戴春平认为,玻璃行业主动减产很难,原因之一是停产成本高,只有等到价格跌到一定程度,企业承受不了才会减产;另一个是行业集中度低,价格联盟不现实。

且不说,温水之中,玻璃企业整合的动力和能力并不足够强大。通过被动整合、行政干预方式限产亦面临地方保护的藩篱。即使部分企业迫于利润下滑而减产,暂时退出的可能远远大于永久性减产。玻璃行业整合转型面临诸多困惑。

与此同时,期货市场的场外运作正在改变现货企业的生存法则,中友信德总经理周兵举例说,曾经有一个出口龙头企业,在传统的资源优势和经营模式中一直过得还不错,对期货运作毫不热衷。“不久前他主动找到我们,原因是几个中小出口企业,每一家价格都比他低二三十元,而他自信自己的成本是最高的,对此十分

不解。我告诉他,这些企业的货在我们这里拿,这些企业的拿货价比他的价格还要再低二十元左右。我将我们和中小企业合作案例给他分析后,他很果断地表示要加入期货市场。”

随着投资公司对期货市场匹配业务的发现以及期货公司风险子公司的成长,单纯的盘面套保已经不是玻璃生产企业利用期货工具的唯一途径。

上海筑金投资有限公司副总经理李尤庆告诉中国证券报记者,目前公司和玻璃企业的合作有仓单业务、保值、融资以及市场分析及操盘等项目。

在缺少现货保护情况下,在到期交割时以盘面价格平仓不利时,期货投资机构面临一定出货和接货风险。在玻璃期货全厂库交割制度下,期货投资机构成了这些厂家的客户。“在仓单业务上,我们和玻璃企业有很多合作空间。另外,在交割品标准区间内,交割买方接到的货面临质量不统一问题,这些也可以交给我们,我们有足够的资源调配去处理这部分接货风险。甚至,在部分企业有套期保值需求但流动资金不足时,我们还能提供资金支持,银行信贷对黑色产业链已经全面收紧,而作为投资机构,我们能在短期募集大量资金。当然如果盈利的话我们会谈分成,一般采取一单一议的方式。”李尤庆告诉记者,公司已经用自有资金和企业开始合作套保,即所谓的“跟投”。

在“跟投”过程中,投资公司利用自身专业优势帮助企业进行行情分析,选择最佳入场和出场时机,从而取得更加精准和优化的套保效果。现货企业在机构和投资资金的支持下更加放心和积极,投资公司的这部分利润则主要体现在盈利分成上。

甚至,部分投资公司已经开始谋划和现货企业共同组建仓储运营部门或公司,双方或以股权形式进行合作。

与此同时,中国期货业协会日前发布了修订后的《期货公司设立子公司开展以风险管理服务为主的业务试点工作指引》,在期货公司风险管理子公司业务范围中增加了做市业务,同时

鼓励业务创新。

“截至今年上半年,全国约20家期货公司成立了风险子公司,这20家公司,注册资本额合计约20亿元,资本总额50亿元,截至目前,业务收入已经达到73亿元。”弘业资本管理有限公司副总经理吴铿基表示,“风险子公司业务开展整体很顺利,对于五项主要业务,市场需求很大,反响很热烈,各项创新也都有突破。”

期现结合之路有多远

在效率就是生命力的市场法则下,在产能过剩的土行业和投资机构的碰撞中,一些转型的火花逐渐迸发。

与行政限产不同,金融投资机构对过剩行业转型的参与和推动,逻辑并不在于让行业整体维持平均利润水平,而是让管理思维超前的企业更加优秀,扩大对市场份额的占有,加速对管理、生产技术落后企业的淘汰。客观上,也只有经营思维超前的企业,才接受尝试之前未接触过的经营模式。

“传统现货商一般按照生产、经营、成本及销售模式来看问题,这和运用金融工具的企业看问题的角度不一样。”一投资机构负责人称,即使是运用金融工具的企业,其层次也有差别。

“如果企业只是沉浸在传统的制造业经营模式中,一旦出现运用金融工具的对手,比如我们,因为我的出货价比市场更便宜,如果量足够大,依靠传统模式经营的现货企业基本无法抵挡。”他说,而随着玻璃期货价格发现功能的完善,市场出现定价偏差的机会也在减少,利用基差偏离套利的人会越来越少,部分长期依靠此模式盈利的现货企业也将不得不在投资思路上加以完善。

据了解,玻璃期货2012年12月3日上市以来的运行经历了两个阶段:一是从上市到去年四季度,日均交易量达190万手,最高在480万手;之后,成交量出现回落,去年四季度到今年上半年,日均交易量至50万手以下,在玻璃期货基准价地区调整之后,9月份日均交易量恢复至100万手以上。

上述投资人士称,这在一定程度上是玻璃期货博弈者趋于成熟的表现,随着市场定价错误的不断减少,原来市场上针对这一机会进行套利的方法失效了。投资具有很强的迷惑性和操作上的复杂性,企业在运用的时候要和专业机构有很好的沟通。“期货投资的迷惑性在于,不专业的人,当用一种自己不知道是正确还是错误的方法挣到钱的时候,有一天你会为他的错误付出代价。而复杂性则在于和现货系统的整合,其难度超乎一般人的想象。”他说,他所知道的国内一家现货企业老板初步完成期现整合耗时四年。“四年时间中,这个现企老板天天混迹于投资圈,和国内比较顶尖的投资专家在一起去整合自己的现货经营队伍。在这个过程中,反复出现过各种挫折。到今天,他的销售额每年在480亿元,而传统贸易时期的利润只有2亿元左右。到这个地步,可能很多人说已经相当不多了。但这位老板说,这条路自己才走了一半,他需要用更长的时间,彻底的把整个公司转变成一种期现结合,或者说以金融工具操作为主的企业。”

伴随着企业对期货市场应用深度不断加大,消息人士称,在玻璃期货市场上,交易所在跨品种升贴水设置、厂区增设等方面也在酝酿新政策,为企业参与提供便利。

记者观察

谁将是“长翅膀的老虎”

□本报实习记者 张利静

近来,对国内外大宗商品贸易商的起底文章风靡微信圈。

国内粮油五霸(中储粮、中粮、益海嘉里、鲁花、中纺)、外资粮油四强A、B、C、D(ADM、邦基、嘉吉、路易达孚)及嘉能可等大宗贸易巨头的经营模式逐渐曝于公众视野。

从上游到中游再到下游,收购、仓储、物流、加工、销售,国际大宗贸易商巨头的成长轨迹中都不缺乏对金融杠杆的运用,运用衍生品市场保值增值似乎已经成为其贸易和风险管理过程中不可缺少的一部分。

一边是大宗贸易,一边是金融杠杆。在近期期货交易所组织的会议及调研中,开始出现涉及大宗商品投资的金融机构的身影。

运用了金融工具的现货企业就像长了翅膀的老虎。一投资人士说,原油谁控制?高盛。农产品谁控制?路易达孚。为什么是他们?其实是因为他贸易和金融结合起来了。在这个层面上,现货企业一旦觉醒,就像长了翅膀,上天入地,攻击力惊人。”

为现货服务是期货市场发展的重要内涵,金融投资机构的出现丰富并扩大了此主题的可能性,在更广阔的金融衍生品领域,期现结合之花或将绽放。

管制放松,鼓励金融创新政策频出,时代已经开始给予这种可能性。尤其是,8月末期货、证券、基金三个协会联合发布《中国证券期货市场场外衍生品交易主协议(2014年版)》及补充协议,同时发布的还有《中国证券期货市场场外衍生品交易权益类衍生品定义文件(2014年版)》。

这在一定程度上意味着,贸易群体和金融群体的融合有了操作指引。

上述主协议涵盖所有交易文件,为操作及清算等细节提供处理依据;同时囊括所有交易对手及所有衍生品,针对银行、证券、期货、企业多主体的法律及信用条款同时出炉,为任何一种违约风险提供解决方案。

金融及其衍生品市场与现货市场关系空前紧密。期货风险子公司作为深入产业的代表,在法律、税收、财务上面临的障碍清理有望,套保申请、持仓限额等配套支持政策逐步跟上。在期权上市步伐加快,金融衍生品市场欣欣向荣的同时,贸易与金融之间豁开一隙,曙光似乎已经不远。

在这个过程中,现货企业须有一套明确的组织机构、人员、包括配套的管理制度。相关业绩怎么跟奖金挂钩,怎么样激发员工积极性去做这件事,在企业里面都需要去配套,大家的认知需要进一步明确。”有人建议。

着眼国内期现货资源较优企业,中粮有中粮期货,中储粮有万达期货,江铜有金瑞期货等等。在更广阔的金融衍生品市场上,谁将是中国“长翅膀的老虎”?

天风证券翟晨曦:期待推出更多利率期货

□本报记者 王朱莹

“从去年至今,我国处于利率市场化加速的过程中,而恰好这个过程中叠加了去杠杆。去杠杆、调结构将继续,意味着货币政策难言大幅宽松,同时我们又在走利率市场化之路,两个因素叠加,利率总体天然易上难下。目前国内的经济环境、欧美的环境,都指向未来半年内中国需要适度降低社会融资成本,但以什么方式来降低值得考量。”天风证券总裁助理兼固定收益总部总经理翟晨曦表示,今年是货币政策调整的一年,相对去年而言,进入了去杠杆的第二阶段。目前国债期货虽处于初级阶段,机构类别还不够丰富,但这并不意味着市场没有交易机会。

中国证券报:请介绍一下天风证券国债期货交易情况?

翟晨曦:中国进入了利率市场化的加速过程,利率从去年上到今年下经历了一个完整的小周期,波动性明显提高,在波动性市场中如何获得稳定收益,就需要做好对冲。衍生品产生的初衷是用来管理风险,中国国债期货上市初期流动性是好于很多发达国家上市初期的。

目前国债期货持仓量和现货交易需求相比有一些距离,总体结构还处于初级阶段,机构类别还不够丰富,这是流动性受限的根本原因,但这并不意味着市场就没有交易机会。

今年4月份以来债券市场经历了一个比较好的小周期,在此期间用好了国债期货的话,回报率是比较不错的。

就天风证券而言,我们于今年4月正式开始入场交易,在持有债券现货头寸的同时,会适度使用国债期货进行对冲。在牛市格局下,可能会

把对冲头寸降低,或者适度增加杠杆提高收益,比例一般不超过30%;在偏熊格局下,利率品头寸和国债期货的头寸,最高的时候可达到100%对冲。

在交易过程中,遵循动态管理的规则,适当时做择时。

此外,平时会进行两类套利:一是期现套利,尤其是移仓时有比较好的期限套利机会;二是远近月合约之间的价差套利。

中国证券报:您如何看待当前中国货币政策?

翟晨曦:回顾今年全年,从二季度开始,货币政策操作进入调整,市场经历过两次定向降准,7月份下调过一次正回购利率,8月定向下调过再贷款利率,先后投放过再贷款、PSL。截至目前,除了没有全面的降准降息外,我国其实已经动用了绝大多数已有的货币政策操作工具,并且适时创新了PSL等新的工具。因此,我们对市场的定性是:去年的6月到12月份,是货币总量收紧,利率上行显著,属于去杠杆的第一阶段;今年还是货币政策调整的一年,但相对去年而言,进入了去杠杆的第二阶段。

未来去杠杆之路还会继续,但又不能因为去杠杆而主动引爆风险。因此,个人判断,我们正在走“逐渐出清债务,以时间换空间,通过标准化债务替代非标,通过对地方政府融资平台的债务进行分流,适度降低全社会融资成本”之路,经济将在三期叠加中反复筑底。

资金层面,虽然目前三季度的资金情况好于市场预期。但随着美国QE退出和加息预期的越来越临近,我们将面临外汇占款增加持续低位的挑战。

虽然欧洲央行意外降息,但美国进入升息周期的步伐难以阻挡,美国国债利率面临上

行,可能导致中美息差收窄,从而使我国面临利率和汇率的双重压力,人民币出现贬值压力。目前看,我们主动降息的时间窗口越来越稀缺,如果9、10月份,美国真的进一步确认退出和加息计划,其美国国债利率将出现反弹,而在美元升值过程中,人民币汇率压力很大,如果这时中国降息的话,汇率的压力会进一步增大。个人以为,在此之前对冲未来的汇率风险而提前主动降息,将利率主动调整到我们可以承受的范围是比较好的选择。

可以说,我们在未来半年之内是非常需要降息的。从去年至今,我国处于利率市场化加速的过程中,从观测到的情况看,整体资金依然中性宽松,但结构不平衡情况存在,后续是否能够处理好国内IPO、缴税、节日带来的季节性波动以及外部资金回撤带来的市场利率波动,是很考验货币当局智慧的。

中国证券报:当前中国的经济和货币政策调整要经历几个阶段?

翟晨曦:要经历三个阶段。去年是去杠杆的第一个阶段,这一阶段表现是货币总量收紧、利率大幅上行,压缩所有机构的杠杆。去年,整个货币政策从原来偏松的状态转入偏紧状态,金融体系内的资金非常紧,但由于金融体系资金的投放主要在上半年,因此实体企业去年的感受尚好。

由于金融机构适度去杠杆、美国QE退出以及下半年互联网金融、利率市场化加速等因素,国内整个金融机构的融资成本大幅显性上升,今年年初所有金融机构在内部做转移定价时大幅调高了其利率基准,这也是今年年初我们看到很多商业银行停止首套房贷款的原因。同时,整个货币池子也适度宽松,但因为去年利率上升的滞后影响传导到今年,使实体企业在承受去年利率上升带来的压力,今年实体企业的日子比去年还难过。

目前则处于第二阶段,表现为货币中性宽松,利率适度回落,但仍在去杠杆。由于认识到去年高利率的方式对实体企业影响很大,目前的利率正在向着更合适的水平在回落。这个时间会比较长,个人以为,需要观测不同行业的杠杆率回落情况。

第三个阶段是货币总量逐渐宽松,利率回落到偏低水平,杠杆率适度回升到健康水平,进入真正意义上的新常态。这就是当前大家期待的“股债双牛”时期。如果过剩行业债务率因整合出现正常回落,而新兴产业则适度回升,这就表明经济的结构性调整进入尾声,经济要重新起飞,这时就要进入第三阶段,即适度恢复杠杆,将债务置换,使负债率从不应该承担高杠杆的行业调整到可适度加杠杆的行业。

中国证券报:对于国债期货发展有何意见和建议?

翟晨曦:从全球经验看,最大的大类资产是债券,这是固定收益的魅力,第二大类是股票,中国市场也是如此。我国的债券规模超过了股票规模,是亚洲第二大、世界第三大债券市场。

中国金融市场起步早,债券类市场起步晚,大幅发展是在90年代末银行间市场成

立之后。相应的衍生产品也是权益类先发展,但债券市场的现货产品规模很大,对利率类衍生品的发展我们是非常乐观的,对于未来国债期货发展,我们有以下几点建议:

其一,债券市场在利率市场化没有完全完成的背景下,其实已经完成市场化了,构造了“从一个月的超短融到永续中票,从三个月贴现国债到三十年国债”的完整收益率曲线。但国债期货毕竟刚刚起步,刚刚生了一个“儿子”,我们非常希望它能多生几个“儿子”,如三年期、十年期国债期货,让国债期货也实现收益率曲线。要知道,流动性是靠交易出来的,曲线越完整,可对冲的风险越完善,交易量会越大,除了5年期以外,希望能让推出其他关键期限点上的,跟现货对应的国债期货,让持仓机构对冲效率更高,同时可做更多曲线策略,真正实现十八届三中全会提出的健全国债收益率曲线。

其二,目前国内利率类期货只有国债期货,但市场的需求是多样化的,只要是投资者,都面临资金利率风险,期待中金所能推出更多利率期货,如以交易所回购利率为基准的期货工具等,为利率市场化下的各类机构提供更为丰富的管理工具。

其三,尽快上市外汇期货,丰富大类资产。随着外汇改革提速,希望外汇期货的品种也能早日提速,使更多的机构乃至个人可以参与。此外,目前推出的都是单一的品种,可以学习国外推出价差策略品种,如1年*5年,5年*10年的曲线价差品种,或者1409*1412的近远月价差品种,适度增加现金结算的价差品种,促进曲线交易,提高曲线定价的完善程度,有效促进国债收益率曲线建设。