

# 股热期冷 黑色系缘何冷对降准

□本报记者 王朱莹

在消息面多空博弈激烈的周末结束后,周一黑色板块的股期表现备受市场关注,但最终走势似乎在投资者意料之外:一边是钢铁股、有色股的逆市飘红,而受降准利好的银行和地产板块却遭遇重挫;另一边则是螺纹钢、铁矿石等品种的大幅回调。

对于降准,为何黑色系横眉冷对,相关板块的股票和期货又为何出现迥然相异的走势?分析人士认为,货币政策趋于宽松,市场解读为经济下行已触及管理层底线,流动性宽松暂时难以迅速提振房地产行业,因此黑色品种期价依然围绕自身的基本面运行;而股市则在“一带一路”战略规划的利好预期带动下,带来基建相关板块的走好。

## 超预期降准 经济复苏需时日

周末,中国人民银行宣布,自2015年4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。降准的利好并未在期市展现,昨日沥青期货主力1506合约全日大跌3.39%,收报3308元/吨,铁矿石期货1509合约跌2.03%至387元/吨,螺纹钢期货1510合约跌1.72%,收报2279元/吨。

“从政策层面来看,此次降准力度是超预期的,全面降准+定向降准,这意味着当前的货币政策已经不再是点灌而是喷灌了。然而,货币政策全面宽松,从另一个侧面反映出中国经济下行压力较大,尤其是通缩压力较大。更能全面反映中国物价指数的一季度GDP平减指数已经跌至-1.1%。而作为大宗商品,其受流动性传导的利好要体现为通胀回升和现金流宽裕引发的补库预期,然而这两点暂时难以兑现。因此商品市场可能在当前经济下行的情况下对货币宽松反应更加迟钝,甚至背离。”宝城期货分析师程小勇在接受中国证券记者采访时表示。

A股方面,尽管周一沪深两市整体出现深幅调整,但钢铁股却逆市上涨,八一钢铁甚至强势涨停。期价的涨跌更多取决于经济基本面,而股价的上涨虽然立足于基本面,但更取决于政策预期,这是钢铁股反弹而螺纹钢下跌的主要诱因。

华泰证券指出,“一带一路”、京津冀建设将陆续发力。钢铁企业涉及包括

基建、涉外工程、港口、航运等领域,下游用户涉及石油、汽车、铁路、工程机械等行业,这些企业已经开始布局“一带一路”的前期相关基础设施建设,中长期钢铁板块基本面有望回升。

## 黑色系拐点未至

整体来看,目前黑色系尤其钢铁需求依然低迷。长江证券指出,目前贸易商环节总体仍处于主动去库存阶段,体现出其悲观态度;上周沪终端螺纹采购量为1.36万吨,环比虽有提升但仍处于绝对低位。同时,供给压力犹存:目前钢厂盈利尚可并带动生产维持高位,上周钢厂盈利面为59.51%、唐山地区高炉产能利用率为94.27%,环比均维稳。供需两端

状况显示目前行业基本面依然疲弱,后续现货钢价将继续承压。

此外,3月宏观数据出台,钢铁下游景气度不容乐观:城镇固定资产投资增速13.1%环比影响回落,整体仍处于2009年7月以来的下滑通道中;地产投资增速6.52%环比再次回落,销售端好转传导至投资尚待时日;汽车产量增速相比2月提升至37.2%,但依然处于低位,2014年累计增速7.26%。

程小勇指出,玻璃和煤焦钢都可以归属于建材,因此可以进一步推导出,地产建筑行业目前对建材的订单或者说采购没有因降低首付和扩大公积金贷款额度的救市新政而出现回暖。市场只有寄希望于产能退出起相反的作用,除非需求超预期恢复,不然黑色系商品反转恐怕是一个很长的期待。”程小勇说。

松或者全面降准带来的反而可能是上游产能的重启和产能的扩张,目前来看,下游需求受到流动性宽松的提振效果有限,因此煤焦钢等建材产品只有以跌势来应对可能的产能恢复的冲击。

长期来看,市场人士认为,黑色系品种走势还是以寻底为主,只有等待供应端收缩,例如环境治理对钢铁行业产能制约效果显现,或者说价格导致行业大范围亏损以至于大范围减产,那时候黑色系品种才能止跌。“目前,黑色系商品由于稳增长等力量发力,很多产能短期还无法从市场剥离,而全面降准等宽松政策实际上对于产能退出起相反的作用,除非需求超预期恢复,不然黑色系商品反转恐怕是一个很长的期待。”程小勇说。

# 需求疑虑打压 铜价涨势蹒跚

□本报记者 王超

中国央行降准、国际供应中断以及美元有望触顶回落等都无法提振期铜的做多信心,业内人士认为,中国经济增速下行,铜的下游行业消费复苏前景堪忧,令铜价上涨步伐犹豫不决。

## 矛盾的数据 纠结的市场

上周两个矛盾的数据显示出多头纠结的情绪:纽约市场期铜净空头增加至7230手,而伦敦市场基金经理却增持铜净多头寸至27113手。

美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的数据显示,截至4月14日当周,投机客减持期铜净多头7.3%至14295手,此前一周为减持9.8%。多头仓位减少6.3%,为1月20日以来的最大降幅。

而更早些时候,伦敦金属交易所(LME)公布的持仓报告显示,4月10日当周,基金经理增持铜净多头寸至27113手。

CFTC数据显示,铜对基金经理失去吸引力,他们连续第二周减持期铜净多头。上周相关机构公布的一项调查显示,分析师、交易员和对冲基金对铜价走势看法分歧,主要原因在于库存增加、中国消费量将下滑,然而矿山老化将限制供应。

市场尚不清楚有多少产量以及中国的需求是多少。”有境外投资机构称,仍存在

库存过剩的担忧,尤其是在今年下半年。”

多数市场人士认为,铜市多头在撤退,因中国需求疑虑盖过了供应忧虑影响。

导致撤退的原因为中国需求正在放缓。”包括自由港麦克莫伦铜金公司在内的生产商认为,中国的采购并没有像每年的这个时候那样出现改善。高盛和兴业银行等投行认为铜价将走低。

截至3月31日的两个月内,铜价攀升9.8%,为2012年8月至9月以来录得的两个月最大涨幅,因预期中国将出台刺激举措,且一些矿山运作出现问题威胁供应。

## 需求预期仍悲观

中国房地产市场调整令一些分析师比较谨慎。在4月12日的报告中,高盛预计2015年底前铜还将下跌15%,其理由是随着中国经济增长放缓,建筑业消费的铜将减少。建筑业的铜消费量占中国每年消费量的60%。

近期公布的国内宏观经济数据显示,国内经济全面下滑,一季度GDP同比增长7.0%,远不及去年同期的7.4%和全年的平均水平,3月份工业增加值更是创近几年来的新低,同比仅增长5.6%,与去年同期8.8%的增幅更是相距甚远,固定资产投资同比增长13.13%,仅略高于去年12月份的12.58%,仍远差于去年同期17.34%的增速。此外,消费和进出口数据

也全面走低。总体上看,国内经济全面下行,令铜市消费前景堪忧。

南证期货研究员朱建林认为,铜的三大终端消费领域(房地产、电网投资、空调)均不乐观。首先,就房地产而言,房地产市场面临着去库存的问题,房企在拿地和投资支出方面非常谨慎。这从3月份的房地产开发投资和土地购置数据上可以得到反映。统计数据显示,3月份房地产开发投资同比增长8.5%,增速较2月份下降1.9个百分点,其中住宅投资同比仅增长5.9%,较2月份回落3.2个百分点。1-3月份房企土地购置面积同比下降32.4%,降幅较2月份扩大0.7%。通过以上数据可以看出,房企并无扩大支出的意愿,这将制约房地产领域对铜的需求的增长。

其次,房地产行业的去库存又影响着空调的销售。今年前三个月空调销售情况和去年同期相比下滑明显,其中3月空调销量同比仅增长2.66%,远不及去年同期的10.9%,空调出口方面也表现不佳。

最后,电网投资支出也不理想,前3个月电网投资同比大幅下滑,其中3月份电网投资同比下降10%,1-2月份跌幅更是达到7.25%。由此可见电网投资支出也非常差。此外,电网投资和财政支出有关,今年宏观经济增速下降已是共识,经济增速下降,必然影响财政支出,今年电网投资计划恐仍将受到影响。

# 钢铁产业链期货功能发挥良好

□本报记者 王姣

截至目前,国内期货市场已经陆续上市了螺纹钢、线材、热轧卷板、铁矿石、焦炭、焦煤等涉钢期货品种。总体来看,钢铁产业链期货市场功能整体发挥良好,期货、现货价格联动紧密,套期保值功能有效,产业客户参与期货市场积极,钢铁产业链期货在服务实体经济方面正在扮演越来越重要的角色。

“从价格发现角度看,目前螺纹钢期货合约流动性良好,市场参与主体众多,期现货价格高度相关且相互引导,期货价格已经成为相关企业在生产、消费和流通领域定价的重要参考依据。”安信期货高级钢材分析师何建辉表示。

自上市以来,螺纹钢期货成交量持续位居全球黑色金属期货品种榜首,2014年螺纹钢期货的成交量达到我国螺纹钢产量18.96倍和表观消费量的18.97倍。上海期货交易所数据显示,2014年螺纹钢期货全年累计成交4.08亿手(合40.81亿吨),同比增长38.93%,全年累计成交金额为11.62万亿元,同比增长6.21%。日均持仓量为142.12万手,同比增长60.12%。

其它涉钢期货品种的成交情况同样

较为活跃。截至2014年末,铁矿石期货累计成交9854.83万手(单边),折合现货98.55亿吨,成交金额6.25万亿元;日均成交33.07万手,日均持仓38.02万手。2014年热轧卷板累计成交125.54万手(合125.42万吨),累计成交金额400.68亿元,日均成交量6471手(合6.47万吨),日均成交金额2.07亿元。

目前螺纹钢期货等品种价格与现货价格高度相关,其价格走势已被市场视为重要的经济参考指标。2014年,螺纹钢期货主力合约日结算价与上海、天津现货价格的相关系数分别为93.09%和91.79%;热轧卷板期货主力合约日结算价与上海、天津、广州地区现货价格的相关系数为95.91%、97.82%和92.7%;铁矿石期货价格与国内外现货指数价格的相关性日趋增强,目前均保持在97%以上,且铁矿石期货与普氏指数的价格相关性高达98%。

随着期现价格关联度不断提高,钢铁产业链参与度不断提高,服务实体经济的能力日益增强。“从套期保值角度看,相关钢铁企业对期货套期保值的认识不断提高,一些企业已经通过期货市场实现规避价格波动风险,促进自身长期稳健发展的目的。同时,期货的交割功能也为企业拓宽了销售渠道

道,目前日照钢铁、沙钢等大型民营钢企已经构建了稳定的交割渠道,大大缓解了现货市场的销售压力。”何建辉说。

从投资者结构来看,2014年,螺纹钢法人持仓量占比为23.39%,较上年下降5.64个百分点;法人客户交易量占比为18.52%,较上年增长9.95个百分点。2011年-2014年,螺纹钢期货法人客户持仓量占比基本保持在25%~30%之间。

与此同时,参与螺纹钢期货套期保值的机构数量较2013年进一步上升,为满足市场对冲风险需求的提升,上期所螺纹钢期货套期保值批准额度总量同比上升12.46%。

上市运行一年多来,热轧卷板期货同样受到了产业客户及机构投资者的广泛关注。

2014年,热轧卷板期货法人成交占总成交量的比值为19.63%,法人客户持仓量占比为44.55%,投资者结构较为合理。不过热轧卷板期货由于上市时间较短,申请套期保值头寸的企业还未形成较大规模。

铁矿石期货方面,由于铁矿石市场融资风险加剧,市场价格波动较大,产业客户参与期货市场的积极性大幅提升,法人客户成交占比最高增至57.92%,截至2014年12月,大商所铁矿石期货法人客户

持仓占比在30%左右,显示出铁矿石期货较大的市场影响力和现货企业较高的市场参与兴趣。

值得注意的是,钢铁类期货体系的形成,不仅有利于企业更好地管理和控制市场风险,企业可以更有效地进行套期保值,规避产品或原材料的价格风险,同时还可以帮助提升现货市场运行质量。

以螺纹钢期货为例,一方面,期货助推部分地区三级螺纹钢产销量的提升。据悉,上海期货交易所螺纹钢品牌注册企业的三级螺纹钢总产量自2009年的2047万吨上升至2014年的9623万吨,增长370.1%。三级螺纹钢产量占注册企业螺纹钢总产量的比例从2009年的35.3%上升至2013年的98.9%,上升63.6个百分点。

另一方面,期货标准有助钢铁产业升级和行业结构转型。2014年,上海期货交易所对《钢材交割商品注册管理规定》进行了修订,新增并完善了钢材期货品种的交割商品注册规定,通过制定更加细致且更加贴近现货市场的管理规定,更好地服务实体经济。

螺纹钢期货上市以来,上海期货交易所不断优化钢材交割品种注册管理制度,多年来的实践结果表明,期货标准的确有助于钢铁产业升级和行业结构转型。

# 化工板块对冲交易方兴未艾

□李绪生

2015年以来,化工板块走出一轮整体上涨行情。其中甲醇期货(MA)成交量一度处于板块之首。值得注意的是,一季度化工板块虽然随着原油的反弹而启动,但原油下行却并未浇灭市场热度。3月份各品种出现了较大分化——甲醇(MA)、聚丙烯(PP)、聚乙二醇(PE)屡创新高,而精对苯二甲酸(PTA)却再次创下新低。其原因除了不同产品的基本面有异之外,各路资金的对冲操作对行情的引导推动作用不可小觑。对冲交易成为近期化工板块的市场新常态。

首先,品种走势分化,对冲机会轮现。一季度期货市场比较流行空PTA,多MA、PP、PE。其中PP/PE、MA/PE也有对冲操作。盘面上表现为1至4月初PTA价格越走越弱,而MA、PP、PE则越走越强,且持仓量

均不断扩大。但从4月2日开始,盘面上开始反向变化。随着福建漳州腾龙芳烃火灾造成PTA走强,之后一周对冲头寸大量平仓。盘面上表现为持仓量下降,价差缩小。

化工品是一个比较特殊的行业。石油、天然气、煤衍生出三大化工品系列,其中各大系类又有非常复杂的上下游关系。如PTA、PP、PE传统上均为石油的衍生品,但是随着新技术发展,煤化工MTO、MTP开始兴起,MA开始成为PP、PE的上游;MA亦有天然气和煤两个原料路径。即上市的乙二醇(EG),同样有石脑油工艺和甲醇工艺;PTA和EG的用途也相同。因此化工品的基本面分析更加复杂,而对冲交易的本质就是买强卖弱。

2015年1至2季度,MA、乙二醇(PX)、PP、PE均处于装置检修密集期,产出供应量大幅缩减,供需失衡;而PTA则属于产能严重过剩品种,社会库存巨大,供过于求。这就给

对冲交易提供了很好的契机。买入PE、PP、MA,卖出PTA一度成为主流的对冲策略。而PP、PE的强弱亦有不同,一些大资金在这二者之间也有对冲交易。

除了基本面的强弱,对冲交易的逻辑必须考虑到各自产品的升贴水。例如卖PTA买PE的交易,有个很实际的理由就是PTA远月对现货升水,而PE则是远月对现货贴水。这样卖PTA买PE的换仓成本较低,即便价差不扩大,换仓也可以有收益。

其次,主力对冲资金的扩仓与平仓对行情有巨大影响。如清明节前一个交易日的巨量获利平仓,节后在福建漳州腾龙芳烃火灾的影响下继续平仓。盘面上表现为原油大涨,原来最强劲的PE、MA连续下跌,而原来最弱的PTA反弹近8%。这导致节前进场的对冲单面临巨额亏损。化工品的产品特性也决定了对冲交易的风险。例如PP、PE垄断在“两桶油”

手里,因此成为传统做多品种;而PTA尚未形成垄断竞争,故成为传统做空品种。MA、EG均为液体,存储空间有限,但并不绝对。因为中国毕竟是全球最大的石化消费国,国外消费一旦疲软,势必导致国外厂商向中国倾销相关产品。

化工品板块对冲交易方兴未艾,对价格有放大甚至扭曲作用,这正在成为化工市场的新常态,也提供了价格分析的新视角。投资者需要从这一新的视角来判断单一产品的价格涨跌,规避风险,获取利润。而对于对冲交易者来说,基本面的研究和对冲逻辑同样至关重要。与此同时化工装置的突发事件概率相对较多,也常常潜伏着高于其它品种的“黑天鹅”风险,需要及时追踪现货市场的动向,并随时应变突发事件。(作者单位:中建信控股集团下属建信(上海)新能源科技有限公司化工部经理)

# 央行降准提振低迷钢市

□本报记者 官平

最新机构监测数据显示,截至上周全国钢材库存量连续第六周出现下降,目前的市场库存较去年同期下降15.8%。对比前两年消费旺季库存单周降幅能达到50万吨左右的水平,今年消费旺季库存降幅只能达到30万吨左右,显示今年市场需求仍然偏弱。

据国家统计局发布的数据显示,1-3月份全国粗钢、生铁和钢材产量分别为20101万吨、17645万吨和26640万吨,同比分别下降1.7%、下降2.3%和增长2.5%。分析人士认为,在环保及需求抑制影响下,一季度国内钢铁企业生产已明显放缓,国内钢市总体处于供需两弱的局面,支撑逐步趋强。

4月19日,央行决定自4月

20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。这是央行在最近两个半月内第二次下调存款准备金,且降幅幅度超出市场预期,反映出在一季度经济数据寒意逼人的形势下,政府加快稳增长政策部署的决心。

西本新干线高级研究员邱跃成表示,随着央行此次大幅降准,市场普遍预期央行大幅降息也即将到来,央行货币政策将转入大幅宽松周期,货币政策的累积效应将会逐步传导到实体经济,整个钢铁上下游资金形势后期将有望逐步得以改善,对目前处于历史低位的钢价也将形成提振作用。当前国内钢市总体处于供需两弱的局面,政策刺激度的不断加码对市场供需改善将起到积极作用,国内钢价底部支撑逐步趋强。

# 供应放缓 甲醇实现“四连涨”

□本报记者 叶斯琦

4月20日,甲醇期货大幅上涨。其中,主力合约甲醇1509高开于2547元/吨,全天维持高位震荡态势,最终收于2588元/吨,上涨63元/吨或2.09%。据中国证券报记者统计,甲醇1509合约已连续四个交易日实现上涨,区间涨幅为7.52%。

现货市场方面,4月20日,华东、华南甲醇市场价格强势上涨。国内甲醇整体装置开工负荷为48.26%,较前一周开工负荷下降2.16%;西北地区的开工率49.3%,较前一周下降1.97%。库存方面,截至目前,华东港口库存41.00万吨,较上周减少0.20万吨。

对于甲醇近期走强,市场人士普遍认为,大量甲醇装置停机检修,以及环保部对部分甲醇生产企业进行环保检查,企业开工受限,致使甲醇的供应将放缓,带动甲醇现货价格上涨。展望后市,中州期货研究指出,甲醇实现四连阳,且有一个交易日涨停,上涨势头比较顺畅,加之甲醇港口库存开始出现下降的迹象进一步推高了现货甲醇上涨信心。不过,甲醇下游需求恢复不如预期,尤其是价格上涨之后厂家或将提前重启开工,过快的涨幅恐怕难以持久。技术上,甲醇1509合约盘中一度突破2600元/吨关口,但上方空压开始增大,不建议继续追多,应关注夜间原油市场走势。

## 马文胜:

# 期货市场面临四大创新需求