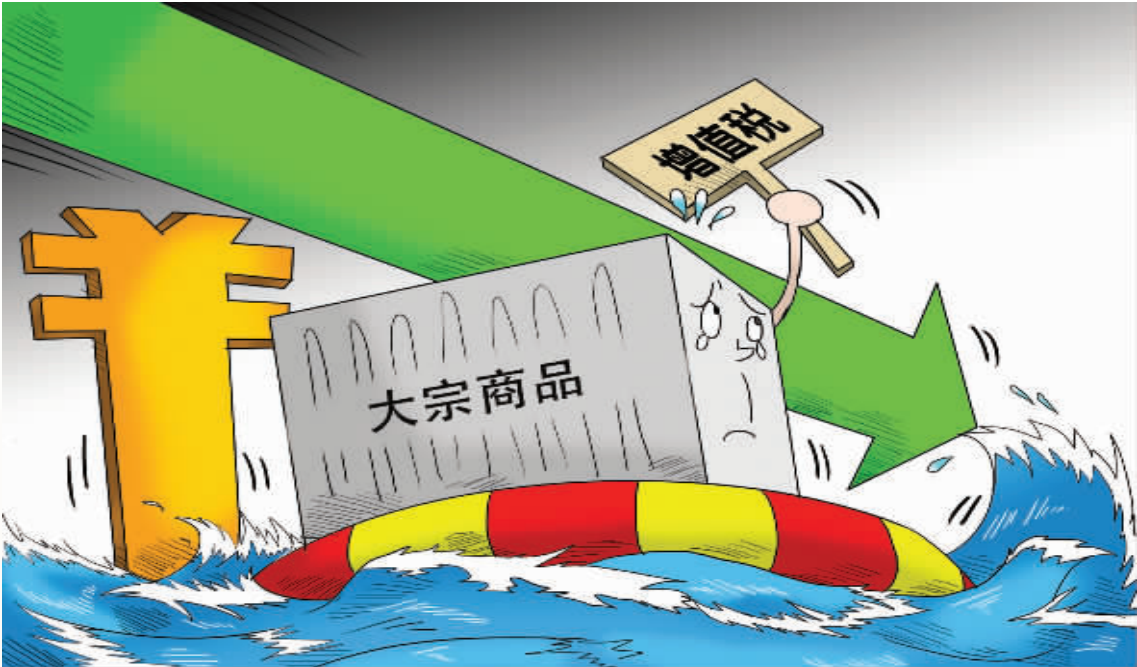


降税春风吹绿大宗商品

□本报记者 张利静



视觉中国图片

减税预期惊扰商品市场

近日,政府工作报告提出,将深化增值税改革,将制造业等行业现行16%的增值税税率降至13%,将交通运输业、建筑业等行业现行10%的增值税税率降至9%;保持6%一档的税率不变。消息一出台,商品市场黑色系、贵金属全线大跌,多头资金大量出走。文华商品指数显示,消息公布次日,包括黑色系、化工品在内的商品期货品种上共计流出20多亿元资金。

大宗商品缘何受到惊扰?

据了解,增值税,作为我国第一大税种,是我国企业税负的主要组成部分之一。除此之外,还有企业所得税、税金及附加两大类型。增值税的

计税依据是商品(含应税劳务)在流转过程中所产生的增值额。根据国家税务总局《增值税若干具体问题的规定》中对部分货物的征税范围作出的相关规定,货物期货(包括商品期货和贵金属期货)应当征收增值税。

业内人士表示,国内大宗商品市场,除了原油期货之外,其他商品期货均为含增值税计价。毫无疑问,增值税下调预期下将对商品价格带来不同程度的影响,进而影响到商品的价差结构。相关研究认为,理论上,增值税下调3个百分点,按照1-(1+13%)/(1+16%)计算得出,商品含税价应同步降低约2.6%,但实际实行过程中还受到具体产

业链的议价格局所影响。

具体来看,该政策对大宗商品市场影响十分广泛,黑色系、有色金属以及能源化工品种几乎均有波及,此外农产品期货中的白糖、棉花也在其影响之列。不过,农产品整体所受影响小于工业品期货。

“由于农产品中大多增值税率调整幅度为1%,幅度较小,对进口成本下降幅度影响不大,对农产品期货市场价格实际影响十分有限。虽然棉纱以及糖的增值税适用16%的税率,调整幅度相对较大,对进口成本降幅影响也更大,因此对国内市场价格利空的影响相对要大于其他农产品,但整体也较有限。”东证期货研究院相关研究指出。

商品运行节奏将打乱

直观来看,增值税调降对大宗商品市场有着短期压制远期合约价格、长期提振需求的作用,同时对部分产业链企业有一定的增厚利润之影响。业内人士分析,上述变化对市场套利提供了诸多机会。

期货套利是指利用相关市场或者相关合约之间的价差变化,在相关市场或者相关合约上进行交易方向相反的交易,以期在价差发生有利变化而获利的交易行为。从常见的交易方式来看,套利交易可分为期现套利、跨期套利、跨品种套利、跨市场套利。

业内人士分析,增值税调降预期下,期货市场套利机会初步显现,后期相关机会值得关注。

从有色金属绝对价格来看,银河证券分析师华立表示,作为价外税,市场上所交易的有色金属价格是直接包含税价的。假如有色金属的不含税价不变,则在有色金属行业增值税税率从16%降至13%后,新的有色金属含增值税价格约为原价格的

0.97倍。也就是在原先价格基础上打九七折。

“增值税下调将给有色金属期货市场创造一定的正套机会,从而导致品种跨期价差结构发生变化,呈近强远弱的结构。增值税下调正式执行之后,有色金属库存转移压力将增大,如果保税区库存流入国内市场加速,这将给国内供给增长造成一定压力,利空内盘期价。”东证衍生品研究院相关报告指出。

黑色系期货方面,一德期货研究认为,对于黑色商品,中期的螺纹钢终端钢材需求相对于价格是刚性的,因此调降增值税最终将会导致其含税价格相应下降,但不影响供需。由于期货定价基准是含税价格,在不确定降增值税确切执行时间点的情况下,利空远期合约,对近期合约的影响相对小一些。“本次降税将会降低建筑业利润、提高黑色系其他行业利润,但对于绝对价格有重心相对下移的预期;制造业方面则可能由于降价而相应刺激消费。同时,需要进一步关注制造业的刺激政

策以及是否有配套的出口退税降低政策出台。”

股票方面,国信证券相关研究分析,以2018年上半年财报数据为例,对建材板块重点上市公司增值税减税增厚利润情况进行测算:假设销售价格不变,整体来看,在增值税税率从16%降低至13%预期下,建材板块利润增厚比例约9.3%,各子行业龙头标的利润增厚幅度在6%-15%不等。

“总体来看,增值税减少有利于企业净利润的增厚和消费者面对的产品价格降低,增值税的减少额在生产者与消费者之间分配的比例随行业不同而异,在偏完全竞争的行业,由于企业对产品价格的控制力较弱,减税政策所致的增值税减少更多的体现为消费者面对价格的降低,其对公司净利润增厚的贡献较小。虽然增值税只有一部分能够转化成企业的净利润,但增值税减少的部分还将全部反哺给社会,只是生产者 and 消费者之间分配的比例有区别而已,增值税减少将扩大内需无疑。”华金证券分析师谭志勇认为。

投资者该如何把握机会

在减税政策预期搅动商品市场一池春水之际,有哪些投资机会值得关注?

包商银行研究员高级分析师张小凯对中国证券报记者表示,由于期货是含税报价,在增值税调降预期下,企业可选择正向套利或者做空沪伦比值进行套利。就后者来说,沪伦比值变动影响因素众多,可能不仅仅是反映国内增值税调降的影响,从2018年增值税可能调降预期下市场价格反应的幅度来看,可能大大超出增值税理论调降的预期。目前沪伦比值对于增值税调降的反映趋势性不足,波动性较大,短期操作有难度。从长期来

看,沪伦比值将随着增值税的调降重心略有下移,但波动性依然很大。

“目前市场无论是期现价差还是沪伦比值的增值税调整影响均没有完全兑现,后市大概率继续波折实现,建议继续配置相关头寸。”张小凯说。

化工市场方面,东证衍生品研究指出,从跨期套利角度来看,2018年5月1日增值税税率由17%降至16%时,多数化工品期货的5月-9月合约价差基本未受到影响,主要是因为预期实施时间为5月1日,位于两个主力合约交割日之前,因此受

股指期货是权益类投资风险管理的核心工具

□本报记者 马爽

作为一家有着20年历史的上海老牌券商,同时也作为一家上市的金融机构,东方证券近些年来一直与期货“结缘”,特别是在其自营业务的权益类投资中,股指期货的作用不可小觑。

截至2017年年底,东方证券自营规模约达749亿,其中股票类自营业务余额约119亿,占比达15%左右。“可以说,在以获取绝对收益为目标的量化权益类投资业务中,股指期货是风险管理最主要的交易工具之一。”东方证券金融衍生品业务总部总经理凌学真表示。

运用期指让投资风险更可控

在凌学真的记忆中,近些年股指期货对公司业务和整个资本市场的帮助令他印象深刻。股指期货作为风险管理工具,使得权益类投资中投资组合的风险更加可控,收益更加稳定,为业务发展提供了坚实基础。

从2017年8月开始,东方证券金融衍生品业务总部通过大宗交易买入上市公司股票。不过,根据《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》

(简称“减持新规”)要求,上述大宗交易买入的股票有6个月的限售期,因此限售期的风险管理就非常重要。

“6个月的持有风险太大了,没有股指期货这样的风险管理工具,机构一般是不敢接手的。而通过股指期货进行风险转移,能够有效对冲市场波动风险,使得我们愿意尝试买入一些资质较好的创投公司持有的股票。这个业务顺利开展,为创投公司尽快收回了资金,使其可以及时进行下一轮投资,从而达到提高资金周转率、服务实体经济的目的。从这个角度上看,这其实也是金融衍生品间接服务了实体经济。”凌学真表示。

据介绍,利用股指期货对冲的也不单是某一家公司的股票,而是一篮子股票。通过大宗交易买入上市公司股票,自营部门形成了一定数量的股票现货池,再利用股指期货对冲这个现货池的整体风险。

除了对冲自营持有的股票池风险外,从2014年开始,东方证券还通过运用股指期货构建保本浮动型收益凭证产品。由于该产品最低投资门槛只有5万元,这就让一些没有足够资金实力的投资者也可以间接享受到股指期货带来的好处。

需要对手盘和更多工具

和业内许多机构一样,东方证券也期待股指期货能够进一步放松管控。尽管此前股指期货已进行过三次交易调整,市场运行质量也有了一定提高,但由于调整力度有限,股指期货的功能仍不能充分发挥,很多机构的套保规模也处在较低水平。

凌学真建议:“管控在限制过度投机时期自然是必要手段;但市场也不能完全没有投机,因为进行套期保值,也需要投机户、套利户作为对手盘,没有了这些对手盘,套保无法进行,股指期货服务资本市场的功能就无从谈起。因此,在条件允许的情况下,希望能进一步放开保证金率、交易手续费、挂撤单次数等方面的限制,促进市场深度和流动性回升,满足套保需要。”

他还建议未来推出更多的股指期货品种,比如可推出股指期权等非线性产品,丰富套期保值的风险管理工具,这也有助于长期资金以配置方式进入股市,改善市场生态环境,优化投资者结构。

“在开放的背景下,面对来自境外衍生品市场的压力,也需要国内股指期货及衍生品市场不断发展,为境内投资机构提供丰富的风险管理衍生工具,提高境内投资机构的国际竞争力。”凌学真指出。

淡季销售乏力 郑糖期货反弹高度有限

□本报记者 王朱莹

自1月8日低位震荡反弹以来,郑糖期货1905合约累计上涨8.62%,最新收报5092元/吨。同期,纽约ICE11号糖累计上涨2.53%,报12.18美分/磅。分析人士认为,尽管2月销糖数据利多,但目前淡季销糖乏力,糖厂再次面临蔗款兑付带来的资金压力,临储政策提振有限,因中国仍在增产周期,全球糖市处于去库存化阶段,后期新糖上市量加大,郑糖恐难进入单边上行的牛市。

郑糖压力仍存

中国农业农村部发布的2月食糖供需预测分析,2018/2019榨季糖料播种面积有一定缩减,2018/2019年度糖料种植面积1477千公顷,因糖价低迷,糖农种植意愿可能有一定减弱。但单产收获提高,故对本榨季产量维持不变,为1068万吨。

截至1月31日,2018/2019榨季全国累计产糖503.31万吨,较去年同比下降9.35万吨;全国累计销糖252.27万吨,同比提高12.41万吨,产销率同比提高3.33个百分点至50.12%。

据中信期货提供的数据,截至2月底,2018/2019年制糖期全国已累计产糖737.72万吨,同比持平,本制糖期全国累计销售食糖337.98万吨(上年同期299.76万吨),累计销糖率45.81%(上年同期40.69%)。

中信期货指出,现阶段压制郑糖期价的主要因素是食糖的季节性供应,目前新糖继续大量上市,预计3-4月郑糖压力仍存。短期来看,商品普遍回暖,2月产销数据偏好,叠加广西地方政府出台相关政策支持制糖企业,预计郑糖期价难

有深调。

中信建投期货分析师牟启翠、吴新扬表示,尽管2月销糖数据利多,但目前淡季销糖乏力,糖厂再次面临蔗款兑付带来的资金压力,而泰国依然呈现增产状态,廉价走私糖恐在4月后再次侵蚀国内糖市。临储政策提振有限,郑糖短期走高可能性不大,但现货市场中商采购情绪反转可能使下方空间有限。

中期仍将低位震荡

外糖方面,印度内阁已批准4.71亿美元刺激措施鼓励该国糖厂提升乙醇产量。据中信期货提供的数据,截至2月底,印度糖产量同比增加近160万吨,2018/2019榨季累计产糖2476.8万吨,较去年同期457家糖厂产糖2317.7万吨;马哈拉施特拉邦累计产糖921万吨,而去年同期产量为845.4万吨;北方邦有117家糖厂压榨,累计产糖732万吨,去年同期压榨糖厂数持平,糖产量为736.1万吨;卡纳塔克邦已产糖416.9万吨,去年同期糖产量为339.2万吨。

国际糖业组织(ISO)近日表示,全球2018/2019年度糖市供应过剩量为64.1万吨,低于此前预估的217万吨。

中信期货指出,外盘方面,原糖或已见底,中期仍处于低位震荡偏强态势,目前配额外进口已无利润,内外倒挂已持续一段时间。巴西方面,压榨基本结束,产糖量大降;印度产量同比增加,泰国产糖量同比大增,但要关注印度出口情况。从目前情况来看,短期不会出现太大利空因素,郑糖有望筑底反弹,底部或已现,但中期仍处于低位区间震荡态势,因中国仍在增产周期,全球糖市处于去库存化阶段,后期新糖上市量加大。

上周监控中心工业品指数冲高回落

| 截至上周CIFI指数各品种涨跌幅统计 | | | | |
|--------------------|--------|----------|--------|--------|
| CIFI指数品种 | 上周涨跌幅% | 此前一周涨跌幅% | 双周涨跌幅% | 本月涨跌幅% |
| 焦炭 | -6.67 | 0.23 | -6.44 | -4.75 |
| 焦煤 | -5.82 | 1.43 | -4.39 | -4.55 |
| 橡胶 | -5.29 | 2.04 | -3.25 | -3.24 |
| 沥青 | -5.06 | 4.37 | -0.69 | 0.12 |
| 锌 | -4.98 | 2.86 | -2.12 | -2.55 |
| 热轧 | -2.95 | 3.21 | 0.26 | -1.75 |
| 铜 | -2.89 | 1.16 | -1.73 | -2.23 |
| 动力煤 | -2.68 | 6.35 | 3.67 | -0.17 |
| 锡 | -2.60 | 0.98 | -1.62 | -2.30 |
| 镍 | -2.52 | 1.99 | -0.53 | -0.57 |
| 甲醇 | -2.46 | 4.30 | 1.84 | 1.98 |
| 白银 | -2.16 | -1.69 | -3.85 | -2.61 |
| 玻璃 | -2.10 | -1.62 | -3.72 | -1.51 |

上周,期货市场监控中心工业品指数(CIFI)冲高回落。截至3月8日,CIFI最终收于1061.46,当周最高上冲至1093.55,最低探至1060.30,全周下跌2.45%。

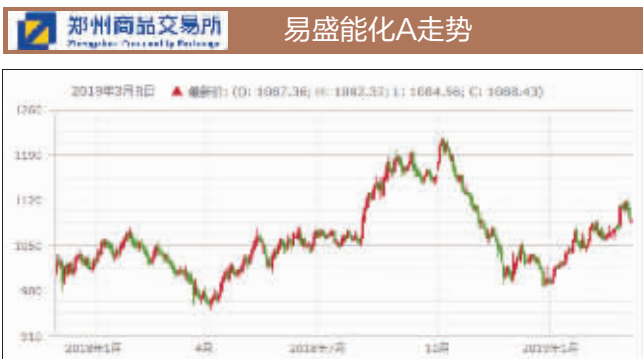
分品种来看,市场气氛有所降温,工业品普遍回调。煤炭板块领跌,焦炭下滑6.67%;焦煤紧随其后,回落5.82%。经济放缓忧虑加重令油价下挫,受其拖累,橡胶和沥青跌幅均超5%。上涨品种寥寥无几,铁合金走势相对偏强,锰硅反弹2.09%,硅铁、PVC和PTA重心窄幅抬升。

全国焦企吨焦盈利出现差异化波动,总体呈现小幅上升趋势。自焦价第一轮上涨以来,各地陆续执行。内蒙古、山西部分焦企价格补涨,江苏地区小幅探涨,造成企业利润出现变化,但其余地区焦炭价格均以稳为主。市场再现涨势,河北传出本周焦企涨价的消息。不过需要注意的是,

当前港口和钢厂焦炭库存已处高位,市场情绪观望为主。同时,钢材价格未有明显好转,下游对涨价较为抵触,价格上调仍存在阻力。焦煤供应持续偏紧,焦企开工高位,对焦煤需求不减。山西煤价上涨,成本挤压利润,这就是部分地区焦企盈利出现下滑的主要原因。短期焦煤供应偏紧格局难以改变,山西焦煤市场已有涨价计划,未来炼焦成本将继续上升。

沪胶期货主力合约在13000元/吨附近遇阻,下探至12000元/吨附近寻找支撑。近期市场题材多空交织,股价走势较反复。目前的形势是消费端不乐观,但“汽车下乡”和国际贸易局势缓和可能带来利多作用。供应端相对利好,主产区停割并限制出口,国内进口下降及期货库存增速放缓。只有在供需两个方面出现一致指引时,股价才有可能走出明确趋势。(方正中期期货 夏聪聪)

易盛能化A短期将承压



PTA期货短期深跌空间有限,预计PX底部支撑短期内仍将延续,亚洲市场将进入检修高峰期,虽然恒力新装置可能会在二季度试车,但具体出产品时间存在较大不确定性,对二季度供需影响有限。需求端目前正处于恢复阶段,特别是终端需求仍有一定改善空间,加上PTA部分装置检修,因此PTA有望打开去库通道。

近期,玻璃生产厂家库存大幅增加,出库压力较大,部分厂家价格调整造成贸易商和加工企业观望情绪较浓,市场

信心不足。此外,春节以后深加工企业开工较晚,且需求增量不足,新订单增加缓慢。而供给端短期仍难出现大规模放水检修情况。整体来看,短期玻璃市场仍将承压。

近期,产地煤矿安全生产监管仍较严格,现货仍在小幅上涨。但3月15日之后,地方煤矿将加快复产进程,加之近期煤价反弹使得煤价调控预期升温,预计动力煤期价将提前于现货价格出现走弱风险。另外,政府工作报告提到工商业电价再降10%,若煤价维持目前水平,发电企业盈利水平依然堪忧,因此今年控制煤价压力仍较大。

甲醇期货短期受压制,但春检和新增需求支撑其难以深跌,属于化工品里偏强品种。

(前海开源基金管理有限公司 付海华)