

财富圆桌

黑色系淡季缘何涨势凌人

□本报记者 马爽

原本是钢材传统消费淡季的冬天,今年却因采暖季限产而变得不同。近期,黑色产业链相关品种期、现货均强劲上涨。站在当前时点来看,黑色系市场的主要矛盾有哪些?未来市场供需形势如何?价格将如何演变?投资者该如何参与?本期邀请山金期货研究所所长曹有明、东证衍生品研究院黑色产业高级分析师顾萌、西南期货高级研究员夏学钊参与讨论。

钢市“淡季不淡”

中国证券报:黑色系期、现两市淡季不淡,背后的影响因素有哪些?

顾萌:11月以来,随着环保限产正式开启,市场普遍预期将会出现供需两弱格局。但从目前来看,钢厂高炉开工率的降幅略不及预期,需求则仍表现出相当旺盛状态。钢市出现淡季不淡的核心原因在于需求旺盛。截至11月25日当周,沪市线螺终端采购量环比虽有回落,但仍高出去年同期1万吨以上,目前需求端还未看到因环保和季节性因素而明显走弱的迹象。从原料端来看,一方面,钢厂限产力度略弱于预期,使原料需求的悲观预期有所修正;另一方面,在经过9-10月大幅下跌后,原料价格处于相对低位。以焦炭为例,主流现货价格下跌700元/吨后,独立焦化厂基本进入亏损状态,挺价和限产意愿的提升加速了焦化厂去库存。现货端的企稳对于市场心态有很大影响,钢厂采购意愿也随之提升。加上市场普遍看好明年春季钢厂的复产补库行情,这也是近期原料价格大幅上涨的重要原因。

曹有明:近期黑色板块商品期现货价格均出现较为强劲的上涨。首先,进入采暖季之后,北方地区执行比较严格的环保政策,对钢材、焦炭等的供给产生明显影响。另外,进入10月中旬之后,钢材库存出现明显下降,螺纹钢的社会库存已降到近几年低位。库存下降进一步加剧了市场惜售情绪及下游客户的紧张心理,推动价格进一步上行。而且,进入冬季之后,需求比此前市场预期的要好。在这些因素的共同作用下,造成了当前黑色板块商品期现货价格均大幅上涨的局面。

夏学钊:对于螺纹钢来说,“2+26”城市限产政策应该是核心支撑因素。11月15日开始,相关城市陆续实施限产,虽然力度不一,但对供应的影响是实实在在的;需求端进入淡季,但11月份尚未看到明显下滑;供应端收缩力度明显高于需求收缩力度的情况下,库存不断被消耗。11月下旬,螺纹钢库存已降至历史低位。以上就是螺纹钢价格呈现强势的主要原因。对于原料来说,钢厂利润转移可能是支撑其走势的重要原因。焦炭现货价格此前持续下跌,焦化行业普遍进入微利甚至亏损状态;焦炭供应端也受到“2+26”城市限产政策的影响;钢厂自身利润处于历史新高点,具备向焦化

让渡一些利润的空间。铁矿石供需面最弱,废钢价格上涨及螺矿比值创出历史新高点这两个因素,也给铁矿石期价提供了反弹动力。

供需基本面错配

中国证券报:站在当前时点来看,黑色系市场的主要矛盾有哪些?对相关品种价格走势有何影响?

曹有明:当前,黑色系商品市场的主要矛盾在于供需的错配。短期来看,严格的环保政策造成供给有一定程度下降,且库存降幅更明显,但需求仍保持在较高水平,至少好于前期市场预期。因此,短期看,螺纹钢和热卷期货的价格仍有望维持上涨势头。近期铁矿石期货价格上涨更多是受到螺纹钢价格上涨带动,且受钢厂限产影响,铁矿石供需矛盾并不突出,港口库存还一直在缓慢增加,价格明显弱于螺纹钢。当前焦炭和焦炭期货价格相对比较坚挺,预计未来焦炭期货仍有望维持强势。由于焦炭基差较大,一旦出现调整,焦炭跌幅可能比较明显。

顾萌:钢材方面,短期影响市场的主要因素在于低库存、高基差以及冬季需求的不确定性。目前螺纹钢的厂库和社会库存都处于低位,加之1801合约基差仍在300元/吨以上,期价仍有继续上行动力。另外,11月PMI回升提振了市场信心,远月基差部分修复。不过,目前需求旺盛的现象可能包含了下游提前赶工、囤货等因素在内。水泥错峰生产对于建筑钢材需求也有一定的利空影响,进入12月后需求端的不确定性在增加。如果需求回落导致库存下降趋势出现反转,加上期现价格均突破年内高点,市场心态可能会出现转变,投资者还需谨慎对待价格的冲高。

夏学钊:近期市场的焦点矛盾主要有两方面。其一,近月合约的交割问题,螺纹钢1801合约仍处于贴水状态,在库存处于历史低位的背景下,空头处于被动地位,空头的被动减仓是近期螺纹钢近月偏强的重要原因,后市仍可能支撑期价;焦炭1801合约已处于升水状态,具备现货背景的机构入市参与套利,可能会使得本次交割量增加,由当前持仓量较大,机构组织仓单的行为引发了现货价格上涨。其二,利润转移与基本面之间的背离。钢厂利润的转移是本月原料涨幅高于成材的重要原因。但就供需关系而言,钢厂限产实际上是利空原料、利多成材。利润转移与供需关系之间存在背

离,故认为一旦成材价格走弱,原料或将跟跌。



明年春季大概率将调整

中国证券报:对未来黑色系市场的供需形势有何预判?投资者该如何参与?

夏学钊:进入12月后,随着气温下降,需求转弱趋势料将持续,螺纹钢需求端的收缩力度将逐步增加,这对价格构成压制。但由于“2+26”城市限产政策还在持续,供应端的收缩也将维持,并且螺纹钢库存又处于历史低位,这对价格有支撑作用。故而,未来一段时间,螺纹钢价格冲高之后将进入区间震荡态势,RB1805合约参考区间3800-4200元/吨,投资者可依托区间上下沿反向操作,轻仓参与,突破预设区间则止损离场。因供需关系并不支持原料尤其是铁矿石价格的大幅上涨,对于I1805合约而言,可等待做空机会,参考点位550元/吨附近。

曹有明:明年开春之后,随着采暖季结束,钢材供给矛盾将会缓解。且经过一个冬季的消费淡季之后,预计钢材库存也会大幅上升。面对高价格、高库存以及供给的放量,明年春季黑色系商品价格大概率上会出现

比较大幅度的调整。操作上,由于当前现货价格保持强势,且仍有较大幅度的基差,螺纹钢1801合约仍有继续上涨空间,前期的多单可以持有进入交割月。但对于1805合约,无论是从季节性规律还是供求角度来看,出现调整的概率都比较大,但调整预计要到春节前后才能到来。因此,短期仍可逢低做多,但要逢高止盈离场,在春节前后可尝试逢高布局中线空单。

顾萌:钢材方面,由于限产造成的钢材冬季库存不足预计将导致春季出现阶段性供需缺口。但从节奏上,短期钢材期现冲高过程中若出现需求走弱将引发市场回调。而明年上半年随着钢厂复产预期的升温,钢价也将再度面临冲高回落风险,建议重点关注库存变化。原料方面,明年上半年钢厂复产补库将拉动煤焦需求,对应1805合约原料端预计整体将偏强运行,双焦1801合约升水现货还将对1805合约产生一定压制,建议逢回调逐步建多。跨品种套利方面,可关注1805合约多焦化利润机会,钢厂利润则可能先扬后抑,取决于钢厂复产节奏。跨期方面,可关注煤焦原料端1805-1809合约正套。

瞭望塔

资金面有望平稳跨年

□本报记者 张勤峰

12月首日,央行未开展公开市场操作,到期回购自然净回笼,这是11月下旬以来的首次净回笼。资金面平稳实现跨月,月初各类扰动因素不多,短期流动性较充裕,为央行停做逆回购创造条件。但考虑到临近年末,各类因素使得资金面仍存在波动风险,近期同业存单利率走高亦传递出负债端和各类考核的压力,预计央行仍会积极开展预调微调,资金面出现异常波动的风险有限。

回头看,11月市场资金面持续平稳,税期和月末期间均未出现太明显的波动,这可能是下半年以来资金面最波澜不惊的一个月。

究其原因,这是因为当前外汇因素对流动性的影响基本消退,财政收支变化、政府债发行缴款、监管考核等成为影响流动性边际波动的主要因素,而11月并非税收大月,作为非季月,监管考核压力也不是主要矛盾,当月虽然政府债券发行量较多,但央行进行了较大规模的资金投放,及时熨平了资金面波动,稳定了市场预期。据统计,11月份,央行通过公开市场操作净投放5080亿元。

事实上,自10月以来,央行投放意愿就有所增强,10月实现净投放8885亿元,创今年以来的新高。相应的,市场资金面波动趋于收敛,除了10月最后几日,过去两个月资金面总体平稳。银行间最具代表性的7天回购利率运行中枢持稳,10月为2.88%,11月为2.89%。

在金融机构超储率偏低、内外扰动因素仍较多的情况下,央行连续实施净投放,并不意味着政策取向有变化,但的确有助于稳定市场情绪,降低波动风险。另外,可能也有平抑债券市场波动的考虑。过去两月,债市波动较大,利率上行明显,市场情绪一度较恐慌。

就短期来看,月初点上,流动性不利影响因素相对较少,且11月末财政资金投放到位,充实了机构可用资金,央行资金投放压力暂时不大,在面对存量逆回购到期,有条件实施不足量或等量对冲。

但往后看,年底前超储率难有显著提升,各类扰动因素仍不少,一是MPA等各类监管考核的影响不容小觑;二是12月到期同业存单超过2.2万亿元,到期理财资金不少,资金腾挪、接续增加市场摩擦;三是政府债发行缴款也会造成流动性回笼。近期同业存单利率持续走高已传递出负债端和各类考核的压力。

有鉴于此,预计央行仍会积极开展预调微调。上旬或以不足量或等量对冲为主;临近中旬,财政资金尚未投放到位,而机构跨年准备进入关键时期,叠加税期和政府债券发行扰动,可能是年底资金供求矛盾最为突出的时期,这一时期,预计央行将集中开展流动性投放。临近年末,随着财政资金集中释放,超储率有望明显回升,央行可能暂停资金投放,通过逆回购到期进行对冲,保持流动性总量基本稳定。

总之,年末资金面波动或难避免,资金利率从跨月到7天品种可能先后面临上涨压力,但从今年3月、6月情况看,央行在季月的调控往往更积极,资金面反而可能好于其他月份。预计今年底资金面波动风险可控,甚至会比较“好过”。

中债研发:国债期货应扩大对内对外开放

□本报记者 张勤峰

回顾始于2016年末的这一轮债券熊市行情,利率上行持续时间较长、幅度较大,期间出现的几轮调整相当迅猛,这背后固然与宏观形势、监管环境变化有关,但投资者结构变化带来的影响无疑值得关注。

面对利率运行新形势、新变化,投资者对利率风险管理工具普遍表现出了强烈的需要。

在日前举办的“调频F10中研发布”活动上,中债研发中心相关人士表示,自2013年重启国债期货交易以来,国债期限联动特征较为明显,国债期货展现了应有的风险管理功能,在一定程度上起到了平稳现货市场价格波动的作用。未来可考虑进一步优化投资者结构,丰富投资者类型,扩大国债期现货市场开发。中金所相关人士亦在此次活动中表示,中金所将推动国债期货市场有序对外开放,满足更多投资者对衍生品的投资需求,并考虑继续推出国债期货新品种。

国债期现货联动明显

中债研发中心研究表明,我国国债期、现货市场走势基本一致,市场联动性强。国债期货上市以来,5年期、10年期国债期货主力合约期现价格相关系数分别在96%以上。同时,两者存在比较稳定的双向价格波动溢出效应。其中,现货市场向期货市场的传递更强一些,符合现货市场参与者数量和规模更大的实际情况。

中债研发中心认为,国债期货显著降低了10年期以下国债价格的波动率。虽然在个别时期,期货投资者的趋势交易行为,可能放大期货价格波动,从而向现货价格产生传导,加剧现货价格的波动,但较长期的实证研究数据表明,国债期货的推出起到了平稳国债现货市场价格波动的作用。

可考虑扩大对内对外开放

中债研究中心相关人士表示,国债期货显现出风险管理功能。国债期货套保交易量对国债现货价格波动呈现正向反

长江证券固定收益总部副总经理孙超: 中期利好在孕育 等待配置复苏时



长江证券固定收益总部副总经理 孙超

市场连线

□本报记者 张勤峰

近期,债市大涨大跌交替出现,打破单边跌势,但反弹持续性欠佳。国开债更因利率大起大落、长债供给收缩而引发关注。长江证券固定收益总部副总经理孙超在接受中国证券记者采访时表示,当前利率债绝对收益率已较高,中期利好因素正在孕育之中,但近一阶段,经济增长有韧性、货币政策有定力、通胀上行有压力、监管细则待明确,潜在风险点仍不少,而负债压力牵制银行配债力量,交易盘主导下的市场波动性加大,利率难言见顶,仍建议采取短久期策略。

中国证券报:近两周,债市经历大起大落,国开债表现得尤为明显,原因何在?

孙超:从市场下跌的原因上看,主要为基本面韧性超出市场预期、通胀预期有所回升。另外,在资管新规的框架落地之后,市场对其解读也出现一定变化,其中对打破刚性兑付的态度较为严厉,而其对于“资金池”模式的整改、对于消除嵌套、净值化管理等方面的规定在中期内对于银行理财的规模增速及资产配置方向均有较为深远的影响,在细则落地之前,市场仍对其有所担忧。上周后半周,市场出现了一波力度较强的反弹,主要是受到进出口、国开和农发行先后暂停10年期金融债的增发,在当前配置力量较弱的背景下,有助于供需关系改善。

从利率债持有者结构上看,国开债的持有者主要是以券商、基金为代表的交易盘,一旦一致预期形成、操作方向一致,较容易形成拥挤止损或空头回补,从而加大市场下跌或上涨的幅度。相比之下,持有者以配置盘为主的国债波动幅度明显小于国开债。

中国证券报:10年期国开债本周先后经历停发与换券操作,开行如此操作的动机何在,效果如何?

孙超:10年国开债的停发与换券操作,本质上来看均是减少供给的手段,以缓解近期供需失衡导致的下跌。从周二的置换操作的实际效果看,由于置换量较小,置换对于二级市场收益率影响比较有限;部分未中标交易盘在招标结果公布后在二级市场止损,在一定程度上助推了当日170215

价格的下跌。当然,若12月份国开行继续停止发行10年期170215,而资金面未出现超预期紧张,则10年国开债收益率有望企稳并有一定回落空间。

中国证券报:如何看待当前国开债投资价值及未来其与国债利差变化?

孙超:当前,10年国开估值已经处在历史80%的分位数上,收益率的绝对水平较高。10年国债当前收益率水平在3.9%附近,高于历史70%的分位数水平,考虑免税因素之后其绝对水平也已超过1年期贷款利率。从2013年的经验来看,在熊市的尾端出现了国开与国债利差大幅扩大的情况,这点上与当前的情况有相似之处。但同时,近日10年国开债的交易情绪虽然出现一定的回暖,持续性仍待观察。当前基本面韧性仍在,通胀上行压力尚未充分释放,监管细则仍然悬而未决,这与2013年底/2014年初经济增速回落态势明确的背景有较大差别。在此背景下,预计国开与国债的利差仍将维持在当前80-90BP的水平上震荡,利差收窄有赖于更明确的交易性机会出现。从投资价值上看,目前短久期国开债(5年及以内)投资价值已经凸显,可以尝试介入配置;对于长久期国开品种,仍建议等待潜在风险点的进一步释放。

中国证券报:当前市场面临的风险与机遇何在?

孙超:当前市场的主要风险有如下几点:基本面仍具有一定韧性;供暖季环保限产执行力度

较强,而需求较平稳,从而导致能源、建材类商品价格大幅走高,对于PPI的支撑较强。政策方面,监管细则尚未落地对于市场情绪仍存在一定抑制。从债券供需角度看,临近年底,银行负债端压力有增无减,近期3M SHIBOR持续走高反映了这一点。在此情况下,银行的配置力量难以充分介入,短期内市场走势仍将由交易盘主导,市场波动易被放大。

机遇方面,近期国开先后停发170215、并用170203对存量170215进行招标置换,反映了当前的中长期利率可能已超出国开行融资的合意水平。从整个11月来看,央行对资金面也保持呵护的态度,体现了监管层并不希望看到债券收益率率过快上升的态度,在此作用之下,年底银行体系流动性存在好于市场预期的可能性,利好利率债。

中国证券报:对未来两三个月的债市投资有何建议?

孙超:中期来看,债市的利好因素已在孕育之中:地产销量的持续回落限制房地产业的景气度;财政整顿力度加大,给广义社融增速带来收缩压力。另外,利率高企对于实体融资需求的影响也值得关注。

但同时也应看到,当前货币政策定性较强,对于短期经济波动的耐受度有所提高。融资需求的回落的节奏可能较为缓慢。在货币政策维持中性偏紧立场、年底银行存款争夺愈发激烈的情况下,信贷供需关系的改善尚需时间体现。

监管方面,在资管新规框架落地后,各个监管主体将对现行监管条例进行修改和完善。新规关于打破刚兑、消除多层次嵌套、净值化管理等规定有助于行业生态重塑,影响不可忽视。

整体上看,年内基本面韧性十足、通胀中枢有所抬升、监管担忧仍存的背景下,国内利率难言见顶。且在配置力量较弱的情况下,市场走势仍主要由交易盘主导,因此情绪波动容易被放大。

策略上,年底及节前为传统的流动性紧张时点,在央行喊话“滚隔夜”不可取的基础上,投资者应该注重对流动性的科学规划。仍推荐短久期策略;而对于长久期利率债,建议等待融资需求回落的明确信号出现后再进场配置。(本文不代表所在机构立场)

应,而且期货交易量与现货波动率的关联

明显要比与现货收益率的关联性强,这说明国债期货的风险管理功能为市场参与者所积极运用。

这一点,得到不少市场参与者的赞同。

有业内人士表示,这一轮债券熊市行情,利率上行持续时间较长、幅度较大,如何管理利率风险是挑战。国债期货的推出,丰富了证券公司、基金公司等金融机构的风险管理工具,其优势在这一轮熊市中得到了展现。

这位业内人士表示,“相对券商、基金等‘小伙伴’,银行、保险等机构尚不能参与国债期货市场,面对利率波动加大而现货市场交易流动性较差的局面,有时候只能‘干瞪眼’”。另外,近年来现券市场逐步扩大开放,境外投资者持有的人民币债券已超过万亿元,对利率衍生品的需求也日增增长。”

中债研发中心指出,我国国债期货市场是机构为主的市场,但机构类型还不够丰富,主要投资者为证券公司、资管产品等机构投资者,商业银行、保险公司及境外投资者等机构尚不能参与,投资者结构有待进一步完善。应有序推动商业银行、保险资金及境外机构入市,持续完善机构投资者结构。建议近期以国债承销团、做市商银行为切入点,加快出台保险资金入市相关指引,同时推动OFII、ROFIU进入国债期货市场,中期推动所有银行、保险、境外机构投资者等合格投资者入市。在开放策略方面,中债研发中心表示,应积极有序扩大国债现货市场开放,扩大国债期货境外参与者范围。

中金所债券部副总王伟也在此次活动中表示,下一步国债期货市场将继续扩大投资者范围、丰富产品结构、有序推进,目前尚无明确的时间表,相对可预期的是,国债期货产品期限结构会继续完善,正酝酿在现有的5年期和10年期期货品种基础上,新增短期限的品种如两年期国债期货,以满足投资者对不同期限品种的需求。