

# 钢价滑铁卢:融资库存不可承受之重

□本报记者 马爽

钢市历来有“金三银四”的传统,再加上2017年钢市一路上扬,贸易商对于春节后的行情抱有格外高的期待。然而,事与愿违。说好的“金三”行情并未能兑现,春节后钢市价格不涨反跌,导致“托盘”资源大量抛售,供应增加进一步加剧了市场跌势。

分析人士表示,本月末也是季末,是市场上还钱的高峰,警惕冬储“托盘”集中兑现。此外,从基本面上看,当前市场预期已转空,整体对未来维持悲观观的判断,钢市“银四”行情亦不容乐观。

## 囤货钢贸商如履薄冰

春节后钢市价格不涨反跌。Wind数据显示,3月26日全国各地螺纹钢HRB400 20mm均价为3774元/吨,较1月2日报价4444元/吨下跌670元/吨,跌幅达15.08%。期货盘面上,螺纹钢期货亦走势承压。今年以来,螺纹钢期货主力1805合约先扬后抑,最新收报于3363元/吨,累计跌幅达11.36%。

“年后螺纹钢市场先强后弱,主要因年后螺纹钢库存居高不下,终端需求启动较预期晚,市场对钢材的消化有限。此外,美联储加息预期较强,中美贸易摩擦爆发等,进一步加剧了螺纹钢市场大幅走低,特别是在3月下旬,矛盾爆发比较集中,导致价格暴跌。”卓创资讯钢铁行业分析师邢月对中国证券报记者表示。

螺纹钢价格大跌,对于年前加速囤货的钢贸商来说,无疑如履薄冰。据光大证券钢铁分析师调研时了解到:“钢贸商的库存中有30%都是‘融资盘’,时间节点在本月25日-31日,且月末也是季末,是还钱的高峰,届时或涉及到冬储‘托盘’的集中兑现。”

据一位钢铁行业人士向中国证券报记者介绍,“融资盘”其实与“托盘”类似,都属于融资方式,具体资金周期短、利率高的特点,一般周期在3到6个月。

## 沪锌后市仍有走强动力

□本报记者 张利静

上周,美联储如期加息,但随后中美贸易摩擦的消息引爆全球市场避险情绪,商品期货市场工业品期货大幅回调,锌价一度走出年内新低。本周一,沪锌主力1805合约低位盘整,截至收盘报24640元/吨。分析人士认为,贸易摩擦对锌价的打压只是阶段性的,等市场恢复理性后这部分超跌将进行回补。

## 期货盘面超跌

回顾一季度,国内外期盘锌价先扬后抑,震荡剧烈,伦锌、沪锌自去年12月上旬以来分别出现500美元/吨、3000元/吨的涨幅后大幅回调,目前表现出较强的超跌状态。

现货市场上,国内来看,上周上海地区现货自贴水80元/吨扩大至平水附近。锌价下跌,下游观望情绪较多,按需采购为主。

值得关注的是,上周伦锌库存增5100吨至21.1万吨,国内上期所库存增加1790吨至15.9万吨。SMM三地库存降1.9万吨至24.6万吨。此外,基差方面,沪伦三月比值重心下移,自前周7.7降至7.65,现货比值维持窄幅波动,实物进口亏损维持在400元/吨。

“国内实际消费比交易所库存数据表现更好,随着北方地区环保和采暖季限产的结束,消费逐步复苏,华北地区现货已由前期贴水转升水结构,社会库存大降近2万吨。由于市场二季度交易关键节点在于消费与低库存库存的博弈,继续关注消费表现。”金瑞期货分析师罗平、曾童分析,不过,锌基差结构的变化令市场担忧后期更多隐形库存显性化,制约锌价。

方正中期期货分析师杨莉娜分析,全球锌市的供给缺口仍在加深,虽然国内现货市场库存冲上至26万吨的高位,但也应当考虑需求端受采暖季限产、下游停产检修延续的影响,精炼锌和镀锌市场整体趋弱,但锂电池、锌合金市场却仍呈现较为活跃的姿态。

“目前仍需持续关注贸易战对国内市场的冲击,但因为有着国内基建需求兜底,国内市场不可盲目追空,后续政策发力概率较大。”她认为。

## 市场心态偏乐观

展望后市,罗平、曾童预计,中美贸易摩擦持续令市场短期情绪偏空,预计沪锌核心运行区域3150美元/吨-3350美元/吨,国内市场参与者陆续回归,沪锌1805合约核心运行区域24000元/吨-25500元/吨。

杨莉娜则表示,贸易战对锌价的打压只是阶段性的,等市场恢复理性后这部分超跌将进行回补。“在此节点,伦锌库存仍在阶段性的减少,本轮未及时撤出但又未被强制平仓的贸易商的成本位注定了其试图再次抬高锌价,至少在3350美元/吨上下才能在现货市场及期货市场完全补平其成本。预计锌市的反弹并不会太遥远。”

“目前我们维持锌价在二季度再度冲高的观点,锌价的定价基础料在五月份前后从贸易面回归基本面,二季度伦锌可能重返3500美元/吨甚至3600美元/吨,沪锌则重返26500元/吨-27000元/吨的相对高位。我们延长国内市场的供需缺口至第三季度,理由是一季度的超跌遏制了市场的投产复产力度,在四季度锌价大概率下行,整体呈现年中

反弹后再度上扬的走势。”杨莉娜预计

## 衍生品/期货

## 钢贸托盘业务大起底

所谓钢贸“托盘”业务,一般会涉及三方:钢厂卖方、中间贸易商、托盘方(资金提供方)。贸易商因缺乏资金,先向托盘方提供一定比例保证金,托盘方垫资代购钢材并放在第三方仓库,约定一段时间后,贸易商加付佣金或利息的形式偿还资金,拿回货款。

“由于年前部分贸易商对年后市场较为乐观,进行了大量‘托盘’存货,造成年后库存较高,而受需求不济及宏观方面的刺激,市场出现大幅下跌,导致‘托盘’资源大量抛售,市场低价资源涌现进一步加剧了价格下跌。”邢月表示。

“今年在‘金三’时节,钢材价格出现大幅下挫,对钢贸‘托盘’业务造成相当大的冲击。由于年前钢材现货价格比较高,‘托盘’资金在高位接货,价格大幅下跌之后,部分贸易商未必有资金补充保证金,那么,托盘资金就存在穿仓风险。”山金期货研究所所长曹有明表示。

国投安信期货黑色高级分析师何建辉也表示,“托盘”本质上是一种投机行为,属于对需求的提前透支。由于春节后钢材需求复苏不及预期,库存居高不下,再叠加中美贸易摩擦,钢价出现崩盘式下跌。而随着价格下跌,资金即将到期的托盘方只能以低价甩卖方式避免损失,市场因此陷入恶性循环。

## “托盘”业务由来已久

“托盘贸易,实质上是指资金不够的贸易商融资囤货的行为,其主要影响因素是资金成本和预期囤货收益。如果钢贸商预期囤货收益高于资金成本,就会进行托盘操作。”西南期货高级研究员夏学钊说。

从业务原理角度来看,何建辉认为,“托盘”业务与证券、期货行业的配资类似,托盘方理论上并不承担风险,当钢价下跌超过一定幅度时,托盘资金将会以低价甩货的方式来避免损失。

对于“托盘”业务产生的原因,何建辉

认为,钢贸“托盘”业务的产生主要是由于金融监管趋严,中小贸易商在资金不足、资质不够的情况下,只能依托资金充沛、有议价能力的大型企业进行代购,其最初是为了缓解贸易商的资金紧张局面。不过,随着市场投机氛围变浓,近年来托盘比例显著增大,造成价格剧烈波动。

在曹有明看来,钢市“托盘”资金的形成主要受以下两方面因素影响:首先,近两年钢材价格大幅上涨,市场比较看好春节之后的行情,而贸易商自有资金比较有限,资方就与贸易商合作,“赌”春节之后的一波行情,期望着在消费旺季赚一笔“快钱”。其次,最近两年,银行收紧对贸易商的贷款,造成贸易环节资金链紧张,且很多钢厂也不再接受某些城商行的承兑汇票,进一步加剧了这种紧张状态。因此,钢材贸易商才不得不选择与“托盘”资金合作。

实际上,钢贸“托盘”业务由来已久。据何建辉介绍,近年来,由于“托盘”资金甩货导致的价格加速下跌屡见不鲜。有统计显示,2017年3-4月托盘资金比2016年同期增长100%以上。

对于钢贸“托盘”比例扩大的原因,何建辉分析认为,主要是受两方面因素影响。一方面,在供给侧改革大背景下,2016年以来钢材价格大幅上涨,产业链上下游各环节对钢价预期显著好转,由于今年春节前钢材社会库存偏低,贸易商囤货投机氛围较浓,“托盘”比例显著增大;另一方面,在金融去杠杆的大背景下,市场资金面进一步趋紧,2018年2月M2同比增速已经下降至8.8%,贸易商在资金来源方面更加依赖托盘方。

据光大证券调研了解到,钢铁“融资盘”的保证金比例在10%-30%左右。其中,内陆地区杠杆比例并不高,杠杆比例较高的是沿海城市,如杭州、上海、乐从。

## 谨防虚假繁荣

夏学钊认为,当前钢市库存压力仍然

# 玻璃期货中期难走强

□本报记者 张利静

近期玻璃期货弱势运行,主力1805合约上周全周下跌6.53%至1375元/吨,本周一企稳略反弹。截至昨日收盘,玻璃期货主力合约报收1386元/吨。分析人士指出,面对宏观环境转弱,二季度玻璃需求大概率同比下滑,玻璃价格或将进入下降通道,中期可等待逢高做空机会。

## 期价大跌 现货稳中有涨

与期货盘面弱势不同,玻璃现货市场稳中有涨。卓创资讯数据显示,上周,国内浮法玻璃均价为1768.85元/吨,与前周相比涨1.97元/吨,涨幅0.11%。

分地区来看,银河期货分析师黄居欧表示,华北地区玻璃价格小幅走高,成交一般,沙河厂家库存上升;华东市场基本稳定,个别厂优惠继续;华中市场,玻璃价格调整动力不足,企业整体库存略降;华南市场持稳,深加工企业补充备货带动原片生产企业出货放量,促进了原片生产企业春节后库存压力的释放;西北市场整体需求偏淡,出货较前期略放缓,库存小涨;西南市场,贵州、四川部分厂家价格略有上浮,整体产销情况尚可;东北市场冬储货源拉货完毕,刚需恢复较缓,市场走货

速度略降。对于期货盘面弱势背后的逻辑,华泰期货玻璃分析师尉俊毅解释道:“一季度是玻璃市场传统淡季,玻璃需求通常处于年内最低水平,2017年11月沙河地区9条产线因环保不达标集中关停,供给下降,使得玻璃价格淡季不淡。3月份随着需求逐渐复苏,玻璃企业信心增强,3月份沙河安全玻璃出厂价连续上涨,然而玻璃涨价后需求已经跟不上了,沙河地区贸易商主动降价出货,3月22日玻璃1805合约跌停。”

他分析,虽然北方地区下游需求恢复滞后,但南方地区订单情况良好,价格不上涨,北方地区也有所补涨。与钢厂不同,取暖季后玻璃企业还是很难迎来复产期,玻璃行业环保政策趋严是主因。然而,面对宏观环境转弱,二季度玻璃需求大概率同比下滑,玻璃价格或将进入下降通道。

## 中期可等待逢高做空机会

玻璃生产方面,截至3月25日,全国浮法玻璃生产线共计291条,在产237条,日熔量共计15.7万吨的吨。

“玻璃产能供应相对稳定,但库存有压力。”黄居欧分析,后期刚需进一步恢复,但市场货源相对充足,货源消化力度预期偏有限,对市场整体支撑力度一般。

## 二季度基本面强弱分化

# 油脂套利恰逢其时

□本报记者 张利静

一季度,油脂品种总体维持低位震

荡。春节后,有关阿根廷干旱天气的炒作虽然为美豆助攻,美豆涨势异常凌厉,并提振了国内油粕表现,但整体来看对粕类的提振更为明显。油脂表现较弱,且分化不明显。分析人士认为,中长期来看,本年度油脂基本面仍较偏空。

截至昨日收盘,豆油、菜油、棕榈油分

别报收5856元/吨、6320元/吨,5100元/吨,整体表现弱势。

分品种来看,豆油方面,一季度美国

油厂为增加豆粕出口增加压榨量,导致豆

油库存累积。国内豆油则在国内压榨利润

不错下累库存,随着二季度大量大豆到

港,加上消费淡季的冲击,豆油库存将继续

增加。“即便节后库存有所下滑,但总体

库存水平仍超过以往年份水平,这令豆

油库存压力偏大,同时也奠定了国内植物

油供应充足的总基调。”方正中期期货分

析师杨莉娜、王亮亮表示。

“二季度豆油反而可能成为最弱的

油品。”华泰期货分析师陈玮、徐亚光表

较大,在库存压力消化前,钢价走势都难以乐观。预计4月份钢材市场可能出现供需双升局面,钢价即使出现反弹,力度也较为有限。

“由于目前钢材价格已出现较大幅度的下跌,而需求方面受到买涨不买跌影响,释放稍显缓慢,但需求始终存在。一旦价格止跌企稳,被压制的终端需求就有可能被重新激活,对现货价格形成有力的支撑。不过,当前市场的预期转空,整体对未来的判断偏悲观。且从季节性规律看,每年3月-5月价格都容易出现下跌。因此,‘银四’行情至多也就是超跌之后的反弹,不能有过高的期待。”曹有明表示。

在这种悲观预期下,又会对“托盘”业务带来怎样的影响?

“如果后市托盘资源大量抛出,会造成市场大幅度的踩踏性下跌。”邢月表示,“托盘”的保证金数量与钢市行情变化有关。一般来说,当钢价处于上涨的时候,托盘方会比较放心,但如果钢价连续下跌,托盘方就会评估钢贸商的风险,进而要求其追加一定的保证金,若贸易商未能支付保证金,就会出现清仓割肉情况,而增加的市场供应又会进一步拖累钢价。

对此,何建辉表示,贸易商为了应对春季需求复苏适度进行冬储无可厚非,但由于投机心理而进行的“托盘”行为则非常危险。一方面,“托盘”属于提前透支行为,会导致价格和基本面偏离,营造一种虚假繁荣;另一方面,当“托盘”资金集中甩货时,会造成价格的非理性下跌,最终受损失的还是贸易商自己。

邢月也表示,如果钢市出现持续的大幅下跌行情,贸易商只能选择清仓割肉。因此,商家在进行市场操作中要尊重客观需求,进行一定的风险规避,切忌单边赌市。

“如果再出现2013年和2014年的那种贸易商跑路潮,未来可能未必还有资金敢于做这项业务。”曹有明表示。

# 玻璃期货中期难走强

据了解,在去年12月中旬至3月9日的玻璃市场淡季,玻璃库存就大幅增加了393万重量箱。“不过玻璃企业并未主动降价促销,打破了以往库存升价格降这一规律。”尉俊毅说。

从宏观来看,尉俊毅认为,今年1-2月份M1增速大幅下降,由于M1是企业存款,企业资金下降后经济的活跃性将明显下降,M1-M2差值回落至零轴下方,从过去经验来看,这意味着商品价格下跌趋势可能已经形成。1-2月份房地产销售增速下降速度加快,玻璃需求不容乐观。

“二季度是玻璃需求由强转弱的季节,4月份全国范围气温回升,下游需求就迎来集中释放期,尤其北方‘2+26’城市被抑制的需求将复苏,这对玻璃形成明显支撑。不过今年住宅竣工面积出现大幅下降,加上货币政策偏紧格局短期不贴会易改变,玻璃后期需求不容乐观。”他预计,若二季度玻璃企业库存下降幅度有限,那么前期囤货较多的贸易商可能会信心受挫,不排除出现集中抛货。近期玻璃现货价格持续上涨,玻璃期货大幅跳水后贴水幅度较大,对玻璃1805合约形成一定支撑,但中期来看,除非环保政策进一步收紧,否则需求下滑逻辑将导致玻璃1809合约大部分时间都处于贴水状态,建议等待逢高做空机会。

目前OPEC14个成员国中,设有供应目标的11个国家减产执行率维持较高水平,利比亚和尼日利亚产量亦未超过规定上限。虽然目前原油价格中枢已经达到了部分减产参与国的盈亏平衡水平,但倘若此时内部产生分歧而中止减产,将对油价造成极大的冲击。考虑到减产计划已经进入第二年,并且此前给予市价延长9个月的预期,为避免造成市场份额和价格影响力双输的结果,以沙特为代表的产油国今年大概率会坚持减产计划。

OPEC与非OPEC产油国联合技术委员会(JTC)认为,原油供应过剩局面正在加快消

## 二季度套利机会凸显

展望后市,杨莉娜、王亮亮认为,目前全球植物油整体处于较低区域,下行空间较为有限,但上行动能也并不特别充足,总体料保持震荡格局,相对较为显著的机会可考虑豆棕油做扩大、菜棕油做扩大。

华泰期货分析师陈玮、徐亚光建议,中长期来看,本年度油脂基本面仍较偏空,全球新作菜籽和大豆的播种面积增加,二季度消费淡季可考虑逢高抛空确定性较高的豆油。

“豆油库存在一季度虽有下降,但绝对库存依然较高,二季度大豆到港量巨大,叠加消费淡季,库存增加几乎是板上钉钉的事,目前华东一级豆油基差+50,但市场对此基差并不太认可,后期基差也将大概率走弱。风险主要来自美豆端的炒作,种植面积不及预期和种植期的天气情况。”其表示。

此外,菜豆油/菜棕油套利也被分析人士推荐。跨品种套利逻辑为多强的品种,空相对弱势的。短期来看,菜油因临储供应压力并没有之前市场预期的那么大,西部刚需还是存在的比较明显,将在板块内相对强势。棕榈油和豆油基本面则相对较弱。

# 工银资管通过东证期货率先试水中国原油期货

□本报记者 王朱莹

中国原油期货于2018年3月26日在上海国际能源交易中心正式挂牌上市。上市首日,工银资管发布了全球首款境内原油期货量化挂钩型人民币理财产品,为投资者提供更多元化的方式参与中国原油期货市场,助力原油期货市场蓬勃发展。与此同时,工银资管也通过东证期货在上海原油期货上市首日参与原油期货交易,这也是资管产品在境内原油期货市场的第一单交易。

原油素来被冠之“大宗

商品之王”的称号,这足以凸显其在大宗商品定价中的地位。目前国际市场上比较成熟的原油期货主要是Brent和WTI,如果按照其持仓量来衡量,中国的原油期货持仓名义金额将达到8000亿元的规模,远超目前国内任何一个商品期货产品。作为首个对

外开放的衍生品,原油期货的推出在中国期货史上具有里程碑式的意义,它不仅是服务实体经济

的强有力工具,也是推进人民币国际化进程至关重要的一环,是我国金融领域对

外开放的巨大跨越。

# 震荡中的油价：产量博弈下的再平衡

□中投期货研究所 刘坤

回顾一季度国际原油走势,WTI和布伦特原油高位震荡,呈现出W型底形态。原油整体需求和世界GDP增长密切相关,在全球经济平稳运行的预期下,剔除短期地缘局势影响,OPEC减产和美国页岩油增产的博弈决定国际原油能否达到再平衡的状态。

随着世界经济的稳步好转,以及对通胀预期的抬升,全球货币政策已经走向由量化宽松到边际收紧的拐点。2018年各主要经济体央行货币政策宽松退潮,回归正常化的进程将稳步推进。美联储2017年内进行三次加息,预计2018年还将加息三次,今年首次已经于3月21日将联邦基金利率提高了25个基点。

然而加息并不一定会导致美元指数走强,事实上2004—2006年加息周期内美元指数就是下跌的,虽然市场普遍预期美国经济将保持强势,但特朗普采取的某些贸易和外交政策无疑会带来极大的外部性风险。由于国际大宗商品以美元定价等缘故,原油价格和美元指数走势具有明显的负相关性。预计2018年美元指数仍将维持弱势整理格局,近期围绕90点上下波动,相关性分析的角度上支持WTI原油震荡偏强的观点。

OPEC减产计划的严格执行是本轮原油中长期上涨趋势的主要动因。最近一次OPEC会议上,沙特、俄罗斯等OPEC和非OPEC产油国决定,将减产计划延长至2018年底。目前OPEC14个成员国中,设有供应目标的11个国家减产执行率维持较高水平,利比亚和尼日利亚产量亦未超过规定上限。虽然目前原油价格中枢已经达到了部分减产参与国的盈亏平衡水平,但倘若此时内部产生分歧而中止减产,将对油价造成极大的冲击。考虑到减产计划已经进入第二年,并且此前给予市价延长9个月的预期,为避免造成市场份额和价格影响力双输的结果,以沙特为代表的产油国今年大概率会坚持减产计划。

OPEC与非OPEC产油国联合技术委员会(JTC)认为,原油供应过剩局面正在加快消

退,目前看来,原油市场有望在二季度至三季度期间恢复平衡。据悉,该预测的前提是假定利比亚和尼日利亚的原油产量保持在1月的水平,且参与减产协议的其他各国继续全面遵守减产承诺。JTC估算,目前原油库存比五年平均水平高出7400万桶。沙特能源部长表示,现行减产协议于今年退出后,OPEC及其合作伙伴明年将放宽产量限制,并建立一个稳定原油市场的永久性机制。

油价回暖刺激了美国页岩油产量迅猛增长,市场对页岩油增产的担忧长期以来是做空的主要动机。然而,在企业资本开支和开采技术瓶颈的双重制约下,美国页岩油产量不可能无限制膨胀下去。

一般页岩油田建设周期从勘探到采油需要2年左右,钻井完工后3—4个月出油效率达到峰值,随后开始出现衰减,两年后降至最高值的25—30%,也就是说,一旦美国能源企业资本开支放缓,2年后页岩油供应边际增速就会下行。2011年开始,美国能源公司资本开支增速减缓,2014年国际原油价格暴跌,此后美国能源企业资本开支增速由正转负。由于资本开支不支持进一步增产,美国页岩油供给压力有望出现缓解。

页岩油开采技术的瓶颈是另一个限制产量的因素。根据EIA统计,2011—2015年美国原油平均增产345万桶/天,较此前增加了72%。究其原因,是这段时期内开采技术的进步使得美国页岩油成本重心下移,主产区的单产率得到了极大提升。但2017年以来,美国部分页岩油产区单个钻井出油量明显出现回落,如果继续增产则面临从富油区延伸至贫油区,从而遇到新的技术瓶颈,单产率难以提升。

供需平衡总体来看,2017年全球原油供给总量为9804万桶/日,增加81万桶/日;需求量为9821万桶/日,增加131万桶/日。EIA预计,2018年全球原油供给量为10016万桶/日,增加212万桶/日;需求量为9987万桶/日,增加166万桶/日,需求增量主要来自中国和美国。2018年仍然存在一定程度的供给过剩,随着OPEC坚持减产和美国夏季出行高峰到来,后期有望逐渐恢复平衡。

## 易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(3月26日)

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1074.42	1077.53	1067.01	1076.69	1.71	1073.32
易盛农基指数	1302.93	1306.7	1293.94	1305.69	2.08	1301.6

## 东证-大商所商品指数(3月26日)

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	104.76	105.41	104.89	104.93	0.46%
跨所能化指数	92.52	92.30	92.54	92.42	-0.13%
东证-大商所农产品指数	101.71	102.22	101.74	101.68	0.53%
东证煤炭指数(大商所)	83.21	83.30	83.48	84.95	-1.94%
东证能化指数(大商所)	101.92	100.85	101.24	101.33	-0.48%
东证工业品指数(大商所)	83.93	83.47	83.75	84.55	-1.28%
东证农产品指数	84.48	84.73	84.89	84.65	0.09%
易盛东证棉糖指数	86.11	86.19	85.91	86.09	0.12%