

## 衍生品/期货 Derivatives·Futures

库存快速去化

### 螺纹钢期价短期偏强

□本报记者 马爽

自3月26日以来，螺纹钢期货价格稳步回升，主力1810合约区间最大涨幅达12.39%。分析人士表示，近期螺纹钢市场供需两旺，带动市场成交持续维持高位，使得社会库存保持快速去化，且宏观层面对期价构成利好支撑。但鉴于这些因素尚存变数，高利润下供应提升仍将继续，因此后市只有消费继续超预期增长，价格才能延续反弹。

关注后期消费变化情况

伴随着近期供需两旺的出现，近期黑色系相关品种现货报价也出现走升。据新纪元期货数据显示，上周五，螺纹钢RB400 20mm上海地区价格报于3850元/吨，较此前一周大涨130元/吨。

展望后市，石磊表示，近期来看（周度），上周螺纹钢1810合约交投重心围绕3480元/吨一线运行，向上有效突破则有望再次探向前高，预计在震荡整理之后有望突破阻力进一步回升至60日线附近。中期来看（月度），随着市场氛围稍显稳定，螺纹钢、热卷在前两周率先开启反弹，钢厂前期对双焦的打压令焦化企业限于亏损，自发限产保价增多，焦炭价格弱势也向焦煤挤压，上周限产保价初见效果，焦炭率先领涨，随后铁矿、焦煤均有所补涨，而成材端趋于震荡整理，预期4月后期黑色系仍将以反弹为主。

华泰期货分析师则认为，近期黑色金属品种总体上呈现震荡上扬格局，主要原因在于供应方面有环保限产扰动，需求方面出现大幅好转迹象，钢材库存连续六周下降，同时贸易摩擦短期因叙利亚问题得到缓解。但些利好因素都存在变数，高利润下供应提升仍将继续，贸易摩擦持续不断，只有消费继续超预期增长，价格才能延续反弹。

截至4月20日当周，螺纹钢社会库存报于80455万吨，较此前一周减少63.14万吨，已连续六周环比小幅下降，螺纹钢企业库存截至4月13日当周报于289.88万吨，较此前一周的319.99万吨减少30.11万吨。

“社会库存与企业库存双双回落，显示出近期螺纹钢出库情况较好，下游需求正在回暖。此外，全国高炉开工率上周继续小幅回升至67.27%，增幅为0.28个百分点，相较于3月中旬，回升幅度已超过5个百分点，河北高炉开工率上周已经重回60%之上，较3月中旬增加近10个百分点，这显示出钢材生产也有显著回暖。”新纪元期货黑色产业链分析师石磊表示。不仅是基本面出现改善，

## 供需两弱 玻璃期价上涨难度大

□本报记者 马爽

4月以来，玻璃期价整体维持偏弱运行，主力1809合约维持在1320-1390元/吨区间窄幅震荡，最新收报于1385元/吨。分析人士表示，沙河地区企业及贸易商纷纷降价出库，且房地产竣工面积出现大幅下降，导致玻璃市场供需两端走弱，预计在玻璃企业库存压力未得到有效释放前，玻璃价格恐难上涨，1809合约或继续维持贴水格局。

短期料延续偏空格局

尽管近期玻璃期现价格维持偏弱态势，但上游原料纯碱价格反降，料将限制价格跌幅。4月份纯碱价格反弹，沙河地区纯碱价格大幅上涨至1950元/吨。

新潮期货分析师周小燕表示，从成本端来看，纯碱价格上涨，令生产玻璃成本上涨，但利润依然高企，这种高利润也限制了生产线集中检修，对点火线的驱动力依然存在，预计供给端稳定为主，对价格影响较小。另外，若地产需求不好，长期传导来看，也会传导至成本，造成成本下降，需求不佳时，成本对期货价格支撑较弱。此外，需求方面，据微观调研情况看，今年需求同比去年弱，订单量减少，甚至部分区域深加工反映4月份订单比3月份减少，需求下滑，地产资金紧张，对下游深加工打款拖欠。操作上，目前沙河折合盘面价格为1480-1530元/吨，短期来看，现货库存压力依然制约现货价格走势，期货价格贴水格局，建议短期观望为主。中长期依然看空。

尉毅毅表示，4月份玻璃需求开始由强转弱，虽然北方“2+26”城市需求明显复苏，但由于3月份玻璃库存累积过高，沙河地区企业及贸易商为了回笼资金，纷纷降价出库。今年房地产竣工面积出现大幅下降，玻璃后期需求不容乐观。因此，在玻璃企业库存压力未得到有效释放前，玻璃价格上涨非常困难，玻璃1809合约或维持贴水格局。

从中期来看，环保趋严有利于玻璃产量控制在合理范围内，但宏观经济下滑预期仍将压制期价反弹高度，除非环保政策进一步收紧，否则玻璃期货1809合约大部分时间都将处于贴水状态，建议等待反弹后的逢高做空机会。

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（4月23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	1075.44	1078.46	1074.7	1076.34	0.17	1076.23
易盛农基指数	1289.22	1295.65	1289.22	1291.58	0.13	1292.92

露天存放50万吨 价值约为15亿美元

# 华尔街秃鹫魅影：铝市惊见巨量囤货

□本报记者 张利静

铝价自俄罗斯被制裁以来涨逾25%。在本轮铝价飙涨行情中，多头阵营中充斥着大小赢家。其中，在两年多之前就大举埋伏其中的对冲基金大佬Paul Tudor Jones，又一次因“豪赌”大赚其利。

盛宴过后，留给多头的机会还有多少？

铝市行情催肥华尔街“秃鹫”

自4月6日美国将全球第二大铝生产商俄铝公司（Rusal）列入制裁黑名单以来，LME期铝价格一路从2010美元/吨涨到昨天的2517美元/吨一线，涨幅高达25.2%。

谁是这一轮铝涨价背后的交易明星？

消息人士称，对冲基金大佬Paul Tudor Jones可能是其中之一。他曾被CNBC评为仅次于乔治·索罗斯的“活着的交易员”，在1987年10月份的全球股市崩盘中，他所管理的都德期货基金却逆市获得62%的投资回报。

今年，这位华尔街高手又一次在“众人皆醉我独醒”之时展现了其犀利的投资目光。

据报道，从2016年开始，Paul Tudor Jone及大宗商品大佬联合持有的一家交易商（Castleton Commodities International）连续两年从国际市场大举购入并囤积现货铝，押注铝市供需收紧。就在前一年，铝价跌到了六年新低。

随着美国制裁俄铝公司消息落地及发酵，铝市供应收紧预期一再升温。这次被列入制裁黑名单的俄铝公司，作为全球第二大铝生产商，根据国内某咨询机构最新数据，截至2018年4月，其在全球氧化铝总产能1319万吨/年，运行产能1120万吨/年。而上述制裁落地后，不仅LME以及Comex宣布在制裁时间发生后不会再接收俄铝，包括嘉能可、力拓等国际大型贸易商与俄

铝的合作关系也相继中断。

国泰君安期货分析师王蓉解释，从俄铝2017年海外销售的区域分布来看，销往北美和欧洲的原铝及二级铝产品合计在171.4万吨，占到俄铝海外销售总量的53.8%，销往亚洲92.4万吨，占比29.0%，销往中东55.1万吨，占比17.3%。基于俄铝2017年原铝及合金的销量水平395.5万吨，那么销往美国、欧洲及日韩的原铝及合金数量大约会在247.6万吨。

“即使做一个3/4的折算（考虑一季度销售已经完成），这意味着假如海外市场对俄铝产品持续限制使用，那么未来三个季度海外市场潜在的供应削减会在185.7万吨左右。这个数字对于过去几年供应短缺规模以十位数计的海外市场而言，无疑是惊人的。”王蓉说。

在此背景下，美国市场铝价对伦铝期货价格升水已经超过15%，该交易商身价也水涨船高。

彭博社报道称，该交易商最多时持有铝50万吨，按目前价格算，总价值约为15亿美元。这些铝被露天存放在美国南部路易斯安那州新奥尔良市外的密西西比河湾仓库。且目前该公司近两年所囤积的铝，已经有一半都找到了“下家”。

牛市篇章未完待续

从全球来看，国泰君安期货分析师王蓉分析，俄铝制裁事件对电解铝供需面的影响需要分三步路径来看。

首先，现阶段市场交易的主线在于，俄铝铝锭的贸易流通在海外市场被限，导致这部分供应的短期消失，短期区域性的平衡被打破，供应会出现明显的缺口。根据俄铝2017年度财务报告来测算，美国、欧洲（除俄罗斯）及日韩占到俄铝主营业务收入的比重大约接近62.6%，其中欧美占比大约在50%。

其次，海外的供应缺口，将通过两大途

径弥补，一是海外铝厂主动增产，但近期海外氧化铝价格高涨，铝厂成本压力陡然上升，短期增产的积极性并不高。铝价需要进一步上涨并保持一段时间，海外铝厂才会有所行动。二是依赖其他地区如中国的供应来补给，但这也需要时间。

最后，如果俄铝现金流断裂，全球电解铝供应将出现实质性缩减。

“通过上述分析可以发现，伦铝上涨空间犹在，沪铝存在继续跟涨的动力。”王蓉称。

国内期货市场上，沪铝期价主力合约自俄铝被制裁消息落地以来，涨幅累计约5.2%。

华泰期货研究所基本金属部锌、铝研究员李苏横表示，除了美国对俄的制裁消息，近期，位于巴西的全球最大的氧化铝冶炼厂Alunorte 氧化铝冶炼厂为遵守一项环境保护法令，宣布将产能削减一半（共影响300万吨/年的氧化铝产能供应），也点燃了4月份全球对于氧化铝紧张情绪，中国的氧化铝也从采暖季后产能过剩预期的悲观情绪中逐渐转变，价格也拐头向上。

对于中美贸易摩擦中铝市所受影响，李苏横分析，“我们认为该举措对国内的供需平衡影响甚微，主要是由于铝及铝材的出口仅占国内铝锭总需求量的10%，并且由于国内对于铝及铝材内需的不断复苏，出口占比有减少的趋势。此外在出口数量中，出口美国铝材仅占其中的16%。而根据中国商务部决定，对自美国废铝加征25%的关税，根据2017年数据测算，我们自美国的废铝进口量将减少35万吨，按照其中含铝量80%计算，在中国的总供应占比不到1%，因此对我国的铝供需格局影响不大。”

股期联动机会凸显

截至4月20日，国内铝锭出口窗口已经打开。“出口的推动下，国内铝锭库存有望快速去化。因此在俄铝减产预期未证伪之

# 铁矿石期货国际化进入读秒阶段

市场翘首企盼发展新机遇

对于即将到来的铁矿石期货国际化，期货公司、产业机构和私募等市场各方充满了期待。

“开展铁矿石期货国际化业务将在黑色产业进一步拓展基差交易的发展空间，除了为全球企业提供有效的避险工具外，还会催生更多场外金融服务。”固利资产董事长王兵表示，基差贸易作为常见的定价策略，待铁矿石期货国际化后，将提升国内期货价格在海外市场影响力，有利于推动国际铁矿石贸易采取基差定价，帮助国内外企业平抑价格波动，促进交易。而金融机构在把铁矿石期货价格作为重要基准价格参考时，也会为实体企业提供场外金融服务。可以预见，未来以铁矿石期货作为基础的国际场外金融衍生产品服务也将得到发展。

王兵认为，铁矿石期货开展国际化业务，使得国内交易者将和国际市场接轨，会催生更多交易机会；同时，依托场内期货市场，金融机构还可以进一步为客户开发铁矿石指数基金、ETF等金融产品。

与会的投资者认为，就中国对铁矿石的

需求来看，过去几年中国铁矿石进口量巨大，然而铁矿石定价体系依旧是以境外机构发布的价格指数作为主导，中国铁矿石期货国际化的推出意义重大，利于优化市场定价体系。

“从历史发展看，国际铁矿石市场先后经历了随采随买的即期定价、长协定价等定价方式的演变，目前主导的普氏指数并不是大量公开交易出来的价格，而是通过询价得到的评估值，对于使用者来说不公平、不透明。”一位产业代表向记者表示，现有的主导定价方式并不能真实反映市场供需情况，现有定价机制亟待进一步完善。

王兵认为，中国铁矿石期货市场具备了成为全球定价基准的优势条件。一方面，我国铁矿石进口量位居世界第一，去年进口铁矿石10.75亿吨，创历史新高；另一方面，自2013年上市以来，大商所铁矿石期货市场交投活跃，逐渐成熟，已成为全球规模最大的铁矿石衍生品市场。目前，大商所铁矿石期货价格已成为企业生产贸易、基差定价和指数编制的重要参考，且铁矿石期货定价权交割，确保了期货价格对现货的代表性。

定的力量之一。该负责人认为，镍1807合约之所以能够快速地产 生较强的流动性，一方面与交易商持续不断地提供报价有关，另一方面也与套利者进行跨期套利交易有关。随着交易商报价模式的成功探索和应用，期货品种的功能将会被激活，将来镍品种的跨期价差也会因活跃的套利交易而变得更加稳定。

度更长，他们之间升贴水受到新的市场信息影响而发生变化的可能性更大。1805和1807合约之间时间跨度相对较短，价差发生大幅变动的风险相对较小。

实际上，对于铜、铝、锌等按月份连续活跃的有色金属，市场上一直存在着大量的跨期套利交易，这些套利交易本身也是令有色金属不同月份之间合约价差保持稳

中国期货市场监控中心商品指数（4月23日）

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		82.76			81.97	0.79	0.96
商品期货指数	975.04	981.91	983.76	973.78	974.47	7.44	0.76
农产品期货指数	927.8	926.01	931.62	924.33	927.96	-1.95	-0.21
油脂期货指数	520.3	520.43	523.18	519.05	519.5	0.94	0.18
粮食期货指数	1302.24	1300.33	1306.27	1299.77	1302.58	-2.25	-0.17
软商品期货指数	846.23	845.5	847.5	844.58	846.54	-1.04	-0.12
工业品期货指数	982.01	995.26	997.81	979.8	980.89	14.37	1.46
能化期货指数	671.47	677.87	678.87	670.55	671.91	5.96	0.89
钢铁期货指数	934.84	962.69	967.32	932.57	933.74	28.96	3.1
建材期货指数	910.54	927.6	929.34	908.53	910.29	17.31	1.9

东证-大商所商品指数（4月23日）

	开盘价	收盘价	结算价	前结	涨跌幅
跨所农产品指数	106.17	105.95	106.11	106.22	-0.25%
跨所能化指数	94.17	94.97	94.58	94.72	0.26%
东证大商所农产品指数	104.06	103.71	103.96	104.07	-0.35%
东证煤焦矿指数（大商所）	85.28	88.47	87.13	86.20	2.63%
东证能化指数（大商所）	103.24	103.64	103.49	104.17	-0.51%
东证工业品指数（大商所）	85.40	87.26	86.47	86.19	1.24%
易盛金属能化指数	86.26	87.25	86.75	86.60	0.75%
易盛东证白糖指数	84.82	84.82	84.81	84.83	-0.01%

交易者适当性管理办法要求，对客户知识测试、可用资金、交易经历和合规诚信要求进行审核。

事实上，为做好国际化实施后的市场监管工作，大商所对现行监管制度进行了完善。其中，风险管理办法修订13条，新增1条，违规处理办法修订29条，新增7条，异常交易管理办法及相关通知修改6条，新增1条，套期保值管理办法和套利交易管理办法也进行了相应修改。

为保障境外交易者有序参与铁矿石期货交易，除了交易所和中期协对现行制度进行部分调整外，财政部、国家税务总局、中国人民银行、国家外汇管理局和海关总署等部门也前后制定或修改了相关配套政策。

国投安信期货国际部总经理李娅茜告诉记者，铁矿石期货国际化意义重大，引入境外交易者条件成熟。目前，国内各期货公司正在全力备战铁矿石期货国际化业务，顺利开展IT系统升级、成立品种委员会、引入相关人才，相关准备工作已就绪，只待国际化业务正式启动。

□本报记者 马爽

期待已久的铁矿石期货引入境外交易者业务即将在5月4日落地，市场各方高度重视。记者在21日私享汇在京举办的“铁矿石期货国际化业务研讨会”上了解到，大商所、期货公司等相关机构正在全力推进铁矿石期货国际化业务的平稳运行，相关准备工作已基本就绪。

境外交易者参与路径明确

与会人士介绍，目前境外交易者参与路径已经明确，境外交易者可以通过境内期货公司来开户，也可以通过境外经纪机构委托境内期货公司的方式开户。而在转委托模式下，境内期货公司则需要进行一定的管理和控制，但不能查看境外交易者个人信息。

此外，境外交易者需遵循相关适当性要求，其中包括中期协颁布的《期货经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》，对客户进行投资者分类和适当性匹配管理，以及按照大商所实施的特定品种

■ 镍期货活跃措施初见成效系列报道三

# 镍期货合约结构改善 助力套保套利交易

□本报记者 孙翔峰

在近日由证监会期货监管部主办的2017年期货品种功能评估专家评审会上，证监会副主席方星海强调，继续优化交易制度，增强合约连续性，提升市场深度和厚度，进一步提高期货市场相关性，增强服务实体经济能力。

上海期货交易所（下称上期所）镍期货上市后市主力合约的移仓规律形成了1月、5月、9月的轮转格局，与前期上市的铜、铝、铅、锌等基本金属不同。这轮转格局给产业客户的风险对冲、套期保值业务带来不便。为了充分发挥其对产业客户的服务功能，上期所同产业上下游企业进行反复论证，与市场参与者进行充分交流，引入交易商制度，有效改善了镍期货合约的交易现状。

金川迈科金属资源有限公司（下称“金迈资源”）一直积极参与镍品种期现货贸易。该公司镍事业部负责人表示，上期所通过对参与镍1807合约的鼓励引导，使得国内镍期货市场有了更为接近的3个活跃合约，现阶段镍1805合约为现货合约，1807合约为主力合约，1809为次主力合约，合约月份虽然尚未连续，但交易结构已得到明显的优化改善。

在谈到镍连续性改善带来改变时，该负责人感受最深的是，沪镍在现货市场的影响力增强。在3月、7月合约流动性明显改善的情况下，金迈资源一直在积极地关注和参与中。通过一

段时间的运行推广，越来越多的现货企业开始采用镍期货主力合约进行现货点价。

该负责人表示，金迈资源在镍贸易上是境内外联动交易的，伦镍、沪镍、镍现货、无锡不锈钢交易中心的镍之间存在大量套利机会，镍合约的连续可以有效对冲基差风险，同时也降低了公司贸易的风险管理成本。此外，她表示，随着镍期货合约移仓周期缩短，价格偏差进一步缩小，镍产业链的上下游关注度明显提升，参与度大幅提高。大量镍生产或加工企业在原保值合约接近到期后，不再跳后4个月进行调期，而选择跳后2个月的1807合约，沪镍的价格发现和套期保值功能得进一步提升。该负责人还表示，随着1807合约成功尝试，让广大市场参与者看到了镍合约连续交易的希望，也希望未来的镍期货合约能够实现连续逐月平稳交易。

南华资本做市业务部负责人认为，随着1807合约的活跃，合约间价差将更为稳定，品种功能得到有效发挥，为市场投资者带来的机会也更多。该负责人同时表示，由于储存、资金成本和便利收益等方面的存在和差别，造成不同到期月份的商品期货合约价格存在一定的升贴水。一般而言，两个到期月份之间的升贴水数值会保持相对稳定，这是跨期套利交易之所以可行的重要原因。相比之下，进行1805和1807合约之间的套利交易，其风险要小于进行1805和1809合约之间的套利交易。因为1805和1809合约之间时间跨