

## 行业陷入双重困境 煤炭跌势难止

程小勇

5月的最后一周,同一产业链上下游的焦煤、焦炭和钢材,再度集体下跌。受国际经济低迷以及国内经济增速放缓影响,煤炭需求大幅下滑,加上产能的释放以及进口煤的低价冲击,导致煤炭价格连续下跌。

而3月份以来的减产只是发生在内蒙古中小煤企,陕西等一些煤炭巨头并没有出现大规模减产,迫于经济稳定及就业的压力,地方政府也不愿意给企业施加减产压力。

当前煤炭行业陷入内部缺乏减产动力和外无需求改善的双重困境,煤炭价格跌势难止。

### 经济下行风险加大

宏观经济周期决定大宗商品价格的长期趋势,近期数据显示中国经济下行风险加大。5月汇丰采购经理指数(PMI)初值降至49.6%,意味着自去年三季度以来的经济短复苏基本上夭折,而以PMI新订单代表工业品需求和PMI产成品库存代表库存计算差值,差值明显缩小,意味着需求不及库存的增速,寄希望补库周期带动经济回升是不现实的。

另外,在宏观层面疲软之际,微观实体经济也陷入困境。企业现金流恶化,这意味着未来中国实体经济还将面临进一步收缩的风险。从工业企业的资产负债率来看,2010年开始企业的主营业务收入增速一直处于下降过程,最近已降至12%左右。

此前在4月份宏观数据公布之后,市场一度寄希望政府出台新一轮刺激政策来扶持经济,但是目前从高层表态来看是不太可能的。2013年,中国政府对经济增速放缓的容忍度似乎有所提高,并将注意力更多地放在可能的改革措施上。

### 减产杯水车薪

由于价格持续下跌,下游消费疲



焦炭期货走势图。

翟超/制图

软,各大煤炭生产企业出现停产减产现象。5月初,内蒙古、山西、河南等省区已经出现停产、限产现象,各大煤业集团纷纷降低煤价,有些煤矿则趁此机会进行技改。

然而,减产效果只是杯水车薪。据了解,减产大多数是中小煤企,占全国的产量比重也很小(6%左右),大型或国有煤企减产比重更小(3%左右)。然而,山西产地矿因为多供应重点项目,企业生产并没有减产,反而在4月份出现增产。4月份,山西完成煤炭产量9062万吨,环比增加913万吨。

产能过剩这个顽疾依旧在折腾煤炭行业。根据测算,2013年煤炭产能可能达46.3亿吨,将大幅超过需求41.2亿吨,如果产能全部释放,将约有5亿吨的剩余。前期投入极大资本扩建产能,利润再微薄,企业也要继续开采和销售,以便收回成本。

### 库存压力及进口煤冲击

在国内煤炭行业及钢材行业陷入困境之际,库存压力越来越大。通过测算,2012年中国煤炭库存达到1.05亿吨,2013年年底全社会煤炭库存将约有5亿吨的剩余,对比2011年1.28亿吨的全社会剩余库存,今年剩余库存将翻倍。

与此同时,在国内库存高企和煤炭企业苦不堪言之际,进口煤以价格优势对国产煤形成强力冲击,煤炭企业纷纷呼吁限制低卡煤进口。2013年1-4月,进口煤量达1.2亿吨,增幅超过30%。预计2013年全年进口煤将达3.6至3.9亿吨,比2012年增长1亿吨。由于进口煤准入门槛低,价格比国内的煤便宜,很多用煤企业就愿意选择进口煤,而不愿意选择国产煤。

### 需求持续低迷

伴随中国经济转型,能源使用结构的变化也在削弱对煤炭的需求。虽然液、气态化石燃料在我国能源使用中占比较少,但下游用户对高质量能源需求的夙愿在提高,对煤炭的需求也在逐渐减弱。

实际情况来看,钢铁、有色、水泥等煤炭下游的高耗能行业通过粗放式经营发展的路径已经难以持续,这些行业陷入低迷期,意味着煤炭需求峰值已过。5月份,独立焦化厂和钢铁焦煤库存相对较高,而电力企业对动力煤库存也保持高位,不需要大规模采购或者补库。据我的钢铁网数据显示,截至5月17日当周,独立焦化厂和钢厂,总库存量为988.98万吨,与上周相比增16.09万吨,环比增幅为1.65%。

(作者系宝城期货分析师)

## 上期所:对外先开放有色和天胶等成熟品种

证券时报记者 沈宁

由上海期货交易所主办的第十届上海衍生品市场论坛昨日在上海举行。上期所理事长杨迈军在论坛上表示,上期所将加大新产品开发力度,同时深入了解市场需求,进一步创新和完善交易机制。上期所将采取三步走,促进现有品种对外开放。

据介绍,2013年,上期所将加快产品研发节奏,着力推动沥青、热轧卷板、液化石油气等产品取得突破性进展;全面推进有色金属、黑色金属、贵金属、能源化工等四大系列共计20余种基础性产品的研究和储备工作;积极推进以商品期货品种为基础的相关衍生产品的开发工作。

为满足市场多元化的避险和投资需求,借鉴国际期货市场多层次的产品结构,我所目前正积极进行商品指数、期权等多种衍生产品的研发工作。期权方面,已经完成相关产品的合约和规则设计工作,交易、结算等系统的开发工作已基本完成。”杨迈军称。

除了推动产品创新,旨在提升市场运行效率,上期所还将着力创新和完善交易机制。

据了解,目前多项相关举措正积极推进。具体包括:完善时间梯度保证金和持仓梯度保证金制度,探索单向大边收取保证金制度;完善限仓制度;修改、完善铅、燃料油等期货合约;推出连续交易制度;优化交割仓库布局等。

谈及连续交易制度,杨迈军表示目

前技术系统改造、应急保障等工作已基本就绪,有望在一两个月内推出。

此外,为了进一步推进国内期货市场对外开放,上期所拟采取推动现有品种对外开放和推动以原油期货为代表的创新品种对外开放两条路径并行不悖的策略,有步骤、分阶段地推进我国期货市场的对外开放。

杨迈军称,与实体经济日益迫切的开放需求相比,我国期货市场的国际化尚不充分,影响了对外开放质量和效益。面对中国经济开放和转型,我国期货市场也必须适应实体经济日益国际化、市场化的需求,以更加积极的姿态,走出一条国际化的创新发展之路,实现交易所由境内市场向全球市场的转型。

在促进现有品种对外开放上,上期

所将采取三步走,重点放在有色金属、天然橡胶等成熟品种,并考虑向黄金、白银延伸。第一步,吸引境外投资者直接参与我国期货市场,同时探索和境外交易所在使用上期所价格作为结算价、报单输送、合约互挂等方面展开合作;第二步,允许境外投资者的法人客户参与实物交割,即境外法人客户可同时参与完税交割和保税交割;第三步,实现品种全面双向对外开放,交易所在海外设置交割仓库,实现仓单的国际配置和全球交割。

推动原油期货上市,推进原油国际平台建设也是期货市场对外开放的重要路径。杨迈军表示,在相关各方的支持和努力下,上期所一直在抓紧推动相关工作,下一步将按照既定工作计划,全力以赴做好原油期货上市准备工作。

## 供需环境差异显著 买玻璃抛钢价差扩大

陈栋

5月以来,国内建材类期货走势逐渐出现分化,强弱格局日益显著。其中玻璃期货凭借低库存优势重新获得市场认可,期价反弹幅度超过11%,而螺纹钢则在产能过剩日趋严重,需求预期萎缩及去库存周期延长的不利因素制约下,期价一直未能摆脱重心不断下移的弱势态势。

由于二者存在终端用途一致,但供需环境又面临显著差异的特点,笔者认为钢弱玻璃强的背离趋势仍将延续。

需求周期强弱有别,玻璃趋强钢趋弱。根据往年现货市场规律来看,通常每年4月份是玻璃一年中的价格低点,而伴随着5月消费旺季到来,其价格重心也将稳步抬升并在6-8月迎

来价格峰值,这种由终端需求引起的价格回升趋势往往会持续到三季度末。当下北方需求逐渐恢复,而南方流通库存消耗也接近尾声,预计未来需求增量将进一步扩大。观察目前国内华东与北方市场,受前期低价玻璃刺激,下游订单逐渐增多,促使各地厂家陆续加入到涨价行列当中,平均涨幅在20-40元/吨,厂家看涨氛围浓厚。

而在螺纹钢方面,随着夏季临近,高温暴雨天气增加导致国内多个地区建筑工地开工受阻,用钢量呈现季节性回落态势日趋明朗引发钢价步入淡季调整期。

据统计,截至上周末,国内现货综合钢价已跌至2009年9月中旬以来最低位,迫于库存压力与产能释放超量拖累,多家主导钢厂纷纷下调6月

出厂价,压价出货的恶性竞争增加了未来钢价持续探底的可能性。

产能扩张差异显著,去库存如虎添翼。今年以来,国内多个区域玻璃产销大致平衡,产能扩张快慢受终端需求影响较大,因此供应过剩压力显著弱于钢市。尽管2013年1-4月平板玻璃产量达25176.5万重量箱,同比增幅在6%,但4月单月产量环比3月呈现稳中回落趋势,降幅在10%,凸显供需变化的特点。受益于产能始终平衡的优势,玻璃社会库存压力一直较弱,截至5月中旬,玻璃行业库存维持在2633万重量箱,较历史高点已经回落了12.5%,且处在今年春节以来的最低水平。供应压力较弱,库存水平较低无疑成为玻璃期价持续坚挺的根本原因。

反观国内钢市,由于产能扩张无序,远远脱离需求基础,供大于求的现状仍

在进一步加剧。据中钢协数据显示,5月上旬全国日均粗钢产量旬环比上升3%,达219.3万吨,创下历史新高。供应压力有增无减无疑令钢市去库存举步维艰。截至5月17日,各类钢材社会总库存仍高达1906.41万吨,较去年同期高18%。由于当下铁矿石价格创出5个月新低,成本线下移导致多数钢厂亏损幅度较小,进而难以提升限产空间,预计6月钢铁行业仍将维持高产高库存的现状,钢价也将持续低位运行。

供需环境的显著差异,诱发同为建筑用料的螺纹钢与玻璃期价分道扬镳,未来玻璃强螺纹钢弱的背离格局仍将延续。

考虑到当下国内外宏观经济与政策仍处于摇摆不定的状态中,继续持有买玻璃抛螺纹钢的跨品种套利头寸无疑可为投资者在纷乱的市场中获取较为稳定的收益。

## 黄金熊市来临 逢高战略做空

李斌

近日,由于伯南克证词与美联储会议纪要倾向于在年内收紧量化宽松(QE),市场情绪普遍悲观,黄金积弱缓跌,不过暂时在前期低点的技术关口获得一定支撑。尽管目前金价再次探底,购金潮并未卷土重来,金价后市何去何从?

在所谓中国大妈对决华尔街大鳄的金市乱象出现之前,金价暴跌的短期导火索很多:1500美元技术关口的暴跌破位引发抛售;日元贬值刺激机构抛黄金入市;塞浦路斯事件引发陷入财务困境的欧洲诸国联动预期;经济通缩预期降低黄金抗通胀需求;美联储打压黄金,迫使资金回流美国债,降低美债收益率进而减少美国量化宽松的成本。

其中,美元货币体系重新获得信任,是黄金周期转向的根本因素。当前,中美欧日同样施行宽松货币政策,但造成不一样的结局,中欧日在此期间继续加杠杆,但美国私人部门却完成去杠杆过程,预计美国政府债务问题至少在未来5-10年无忧。这样的经济基本面将导致美元货币体系稳定性上升,从而使得以美元计价的黄金受重挫。

另一方面,美日股市、美债的良好回报,导致国际机构战略减持黄金及其他大宗商品头寸,加之传统避险功能的减弱及美元资产回报率吸引力趋势性上升,使得黄金被抛售。从机构持仓数据可看出,全球最大的黄金交易所上市基金(ETF)——SPDR截至5月20日的持仓数据继续减少至1031吨,为4年多以来的低位水平。此外,从COMEX黄金持仓量来看,非商业净多头也连续下降至4年多以来的新低,显示即便经历了一轮杀跌,机构大资金依然不看好后市。

历史总是惊人相似。中国大妈对黄金泡沫的狂热对于历史长河而言,并不陌生。金价从1968年的35美元涨到1980年850美元的12年间,每年有30%的回报。1980年黄金投资额达1.6万亿美元,已超出只有1.4万亿美元的美国股票市值。在这轮金市狂潮的浪尖上,金市

疯涨,似乎看不到牛市的尽头。然而不久之后,黄金的泡沫就不得不在里根政府紧缩的货币政策下破灭。当时金价从1980年1月20日的历史高位850美元下跌,到1990年年底,金价已跌去60%。在这10年内,黄金走势说明它没有抗通胀的能力。

从更深层的宏观原因来看,当前与上个世纪80年代的牛熊宏观背景一致:大国博弈导致新一轮美元牛市。在上个世纪80年代,具体表现为美国加息导致资金回流美国;2011年则表现为,美国10年期国债收益率的连续上升。美国实际利率上升,一方面折射出美国经济温和复苏及美元资产吸引力增强,为黄金埋下了熊市的隐患;即实际利率的升高会对联邦利率形成倒逼机制,美联储货币政策调整的时间窗口很可能比我们预想的更快。对新兴的金砖国家而言,为避免外汇储备受到通胀的威胁,具有扩大黄金储备的动力以摆脱对纸币的依赖。

按照上述分析逻辑,我们预判黄金未来即将进入漫长的熊市。不过,与上个世纪80年代的超级熊市相比,本轮缺乏美国主动性大幅加息、石油危机导致全球滞胀等超级利空因素,但仍然存在资金回流美国导致的实际利率上升、欧债危机、全球经济停滞等利空因素,因此本轮可定义为大熊市级别。

我们预判中短期金价的寻底支撑,最低可到达2008年的密集成本区1200美元一线(熊市一期约2014年);在熊市二期(约2015-2025年),我们判断黄金最终会向1000美元的成本线靠拢,最低或可能下探至800美元,波动中枢大致在1000-1300美元之间。

(作者系平安期货分析师)

## 判断黄金进入熊市为时过早

熊星星

对于最近关于美联储要退出或减缓QE的消息,笔者认为不用过分担忧。美联储收缩流动性,将是一个漫长的过程,而且市场一贯呈“买预期,卖事实”的特点,由于市场此前一直受到这一预期的影响,而出现大幅下跌。例如此前的QE3出现,就是典型的事前受预期推动,但事后由于事件前期消化完毕,出现报复性下跌。而且美联储主席伯南克深知美国经济外需不振、内需力度有限,复苏步伐最多只是小步前进,短期也难言退出,预计未来一段

时间市场主动动作是消化这一预期带来的影响,陷入一定时间的低位盘整。虽然不至于快速重启牛市,但现在判断黄金进入熊市为时过早。此前两轮的量化宽松都对贵金属构成强力拉升,但此次却不涨反跌。金价从1780美元一路下跌,跌幅超20%,确实让不少投资者始料不及。但是细想一想却能找到其合理性。在前两轮的刺激计划之下,美国经济确实出现一些缓慢复苏的迹象,导致股市连创新高,道指更是冲破15000点大关,全球其他股票市场也表现不俗。在股票等市场收益较可观的情况下,避险资金转移战场也在情理之中,但是在全球通胀高企,货币超发,且全球经济复苏不平衡的背景下,股市是否能持续保持牛市,还很难保证。道指在15000点上方将出现较多的获利回吐盘,日经225指数5月23日暴跌7.3%,创两年来最大单日跌幅。此前中国公布的疲弱制造业数据令投资者惊慌,促使其近期由日本央行刺激举措所带动的升势锁定获利。在股票不稳的时候,贵金属将会重新获得资金的青睐。

笔者认为,此轮下跌定性为集体恐慌性抛盘的短期现象,黄金作为一种对冲风险、抵御通胀的首选品种,不管美联储未来作何选择,黄金价格1300美元、白银20美元,将会是未来一个坚实的底部。

(作者系天津欣祺贵金属分析师)

中国黄金 PINGAN 平安期货有限公司  
携手平安期货 共赢财富人生  
每周六下午二点公司定期举办培训讲座,有意者请拨打服务热线  
地址:广东深圳·市福田区中心区平安金融中心40楼  
400-8888-933 官网: http://futures.pingan.com