

## 同样强势不同因 铜锌难同路

吴轲

二季度以来,金属市场强势上扬,尤其是铜价,伦敦金属交易所(LME)锌已经突破2300美元/吨,创下三年来新高;同时,沪锌主力合约也突破1.6万元/吨,最高达到1.65万元/吨上方,同样创三年来新高。铜价同样紧跟金属上涨步伐,伦铜连续突破7000美元/吨和7100美元/吨,沪铜站上5.1万/吨,不过铜价压力从盘面看相对较大,涨幅小于锌。

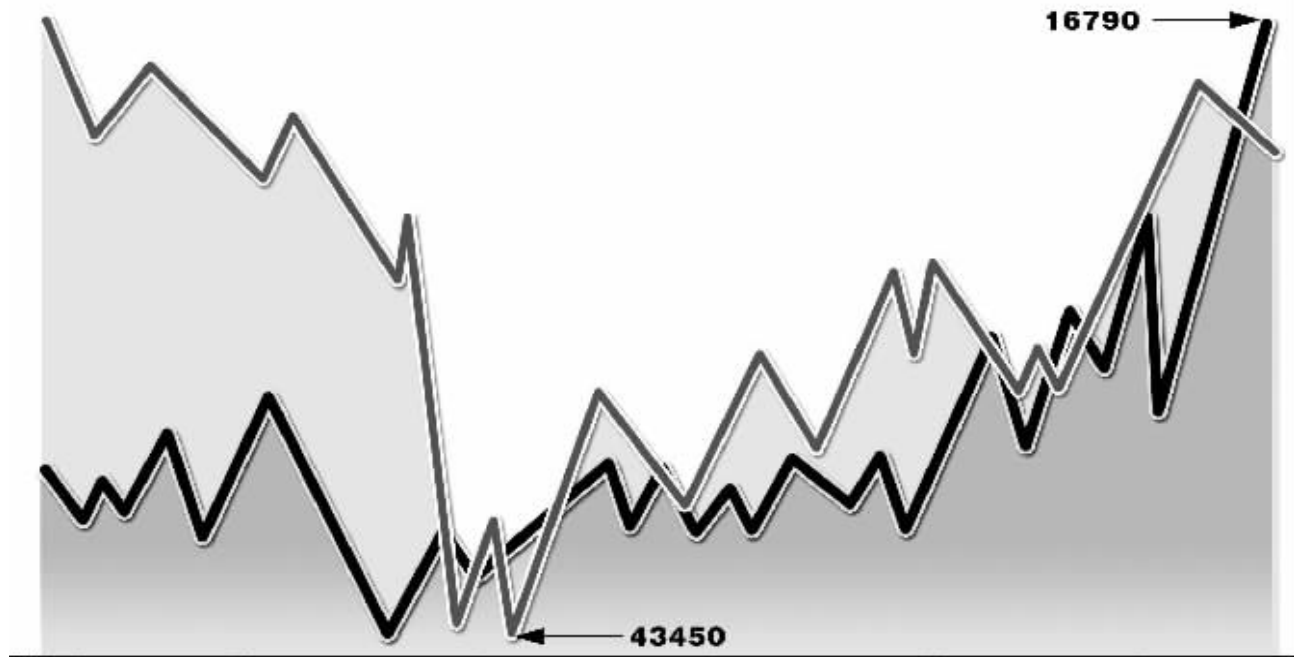
### 锌总体向好前景乐观

从中长期看,由于刚性需求的客观存在,以及世界一些主要产锌国将要减产和闭坑的消息仍将对产生锌价产生一定提振作用。同时近来宏观面无论是来自美国还是中国的数据基本都以温和利多为主,也给锌价反弹提供了较为适合的宏观环境。

虽然近期铜价大幅上涨,但从需求来看,并没有看到很强的支撑理由。根据对镀锌铁塔、镀锌带、镀锌板及镀锌管生产企业机构调研来看,5月镀锌企业开工率为82.2%,较4月开工率下降了4.7%,6月开工率仍将呈现下降趋势。现货方面,下游企业畏高情绪仍然明显,按需采购,贴水幅度相对较大,市场成交由贸易商带动。

冶炼厂方面,根据SMM数据,6月国内锌冶炼企业开工率73.68%,环比5月回升2.2%,创今年年内最高水平。冶炼企业目前吨锌盈利可观,且加工费处于相对高位,因此有望提振7月份锌企业维持较高的开工水平。鉴于锌冶炼周期及开工率恢复情况,笔者认为,可能真正体现供应的将会是在8月或9月左右。

而对于本次市场焦点锌矿问题,笔者认为更多是预期所致。目前无论是从锌矿加工费还是从企业实际的采购情况来看,当前锌矿供应确实比较



今年以来,铜锌走势出现一定分化,预计这种走势将持续。

官兵/制图

充裕,但是,如果世纪矿业明年如期停产,则无疑会带来较大的影响。

### 铜重心将不断下移

虽然铜价近期跟随锌价上涨,但铜基本面仍然相对弱于锌基本面。从2013年开始,铜市场由前期的供应短缺逐步转向供应过剩的周期。今年二季度,由于铜价大幅下挫,国内外比值大跌导致进口亏损大幅扩大,冶炼企业集中检修,精铜供应增速明显放缓,导致市场上在二季度的消费旺季出现供应紧张问题。不过6月份伊始,随着检修期的逐步结束,冶炼厂增加产出的可能性大增。目前的铜精矿供应相对充裕,加工费水平在近几年均属较好的情况,再加上目前内外比值适中,进口亏损不是很大,冶炼

厂的生产积极性很高,铜冶炼的周期相对要短于锌的冶炼周期。5月份精铜产量已增加至61.5万吨,下半年产量预计持续增加。

但从目前需求端来看,空调行业旺季并没有令人惊喜,而面临三季度的传统下游消费淡季,需求总体上难以得到提振。据上海有色网最新对铜管企业调研来看,有63%的铜管企业进一步看弱7月订单情况,从与制冷铜管关联较大的旋转压缩机市场来看,6月产量环比减少5.3%,销量环比亦减少7.6%,而库存同比增幅在10.91%。由此可见,7月制冷行业相关领域无论铜管还是压缩机,均面临较大的消费压力。有37%的铜管企业表示,6月开工率已出现明显降幅,7月将尽量保持平稳接单量,稳生产。

我们从铜的市场结构来看,当前国内现货升贴水较为温和,而沪伦比值出

现持续下降的情况,说明国内市场相对国外已经有所走弱。并且LME铜库存出现底部回升的迹象,近月合约与远月的价差都明显有所缩窄,这些现象与前期表现还是有明显不同。

综合来看,当前整体金属虽然呈现偏强特征,但金属品种间的分化还是会增加。其中,锌受到宏观经济面以及本身基本面的好转影响,资金持续涌入,锌价也大幅拉升,但短期拉升过快,而基本面好转力度暂时不强,可能会对后期锌价形成一波明显的回调势头,待整固后长期重心抬高。而铜则略有不同,铜前期主要受到宏观面以及国内减产导致阶段性供应紧缺的影响而大幅反弹,但宏观面因素逐步被消化,国内减产的局面也逐步恢复正常,铜市大方向仍将呈现重心不断下移的格局。

(作者系中信期货分析师)

## 中国及全球商品期权市场创新发展论坛将在大连举行

继2011年FOW联手大商所首次在中国内地举办“中国与全球衍生品市场发展论坛”之后,今年两机构将再次于9月16日在大连举办“中国及全球商品期权市场创新发展论坛”。

FOW总部位于英国,是欧洲货币集团(Euromoney)旗下专业经营期货期权领域的国际会议机构,在全球各地举办各类大型会议、研讨会、培训等活动。FOW在期货期权领域有超过三十年的运营经验和资源积累,得到了全球金融机构的认可,积累了大量的客户资源。

据了解,本次论坛主题将围绕国内外期权市场创新发展路径、趋势等进行,旨在促进全球期权市场交流与

合作,吸取境外成熟市场先进经验,推动我国期权市场健康发展。与会演讲嘉宾主要包括中国及全球范围内金融监管机构、交易所、行业协会、期货公司、贸易公司、专业投资机构和大型现货企业的高级管理人员,以及来自行业和院校的知名专家、学者等。论坛参与总人数将在300人左右,其中境外嘉宾占1/3。

论坛拟设主题演讲、嘉宾论坛等环节,其中嘉宾论坛分为“期权市场发展中国角色的角色”、“商品期权在企业风险管理中的应用”、“商品期权对交易经纪业务的影响”、“做市商在期权交易中的实践”和“期权对交易系统的挑战”等五个主题。(魏书光)

## 发改委对外经济研究所所长毕吉耀:未来几年出口形势严峻

7月12-13日,由新华社浙江大宗商品交易中心主办的第六届中国(国际)资产管理大会在杭州举行。国家发改委对外经济研究所所长毕吉耀在会上着重分析了金融危机后我国外贸发展环境和形势。在他看来,未来几年,我国出口形势依然复杂严峻,预计还将保持个位数增长,增幅远远低于危机前。

去年外贸增长8%的目标基本达成,就目前情况看,完成今年增长7.5%的目标压力很大。对企业而言,受订单、成本、用工、竞争、保护等因素影响,生产经营和转型升级都面临较大压力。如果全球经济没有好的回升,我国的外贸出口很难回到两位数的增长。”毕吉耀认为。

他还指出,金融危机后,我国外贸进出口在逆势中继续发展,整体水平跃上新台阶,近两年来也发生一些结构性变化。包括外贸增速明显放缓,进出口更加平衡;出口市场进一步多元化,对传统市场出口所占比重持续降低;加工贸易出口显著放缓,一般贸易出口比重持续上升;出口产品结构不断优化,机电和高新技术产品出口平稳增长等。

(沈宁)

## 玻璃期货屡创新低 1月合约将破800

张弛

近期玻璃期货大幅下探,屡创新低。1501合约创下上市以来的最低点975元/吨,1409合约则跌至1020元/吨的合约新低。但从趋势上看,玻璃期货价格远未见底,未来玻璃1月合约或将跌至800元/吨以下。

玻璃市场持续弱势,根本原因在今年的持续扩产遇到了地产调整期。近年来玻璃产能持续扩张,2012年玻璃新增生产线19条,产能增长10%,2013年新增生产线29条,产能再次增长13%,2014年预计仍将投产29条,产能在2013年基础上再增长12.5%。玻璃由于需要连续生产没有办法临时减少产能,因此在产能基本就相当于产量。玻璃最大的需求来源是房地产,2014年地产市场的调整期来临,给玻璃带来巨大的压力。据统计

局数据显示,全国房地产市场成交从2013年的同比增长17.3%断崖式下跌至2014年2月的-0.1%,此后房地产市场成交持续放缓,成交下滑的速度持续扩大,截至2014年6月房地产成交同比下滑至-6%。

房地产市场短期内看不到雄起的希望。从我们调研的情况来看,地产商资金链紧绷,中小地产商的工程款都无法按时拨付,有的甚至拖欠了半年以上。在房地产成交持续放缓的情况下,地产商的资金链更加紧张,由此造成地产开工进度持续放缓。现阶段地产市场融资受到限制,地产投资收益率增幅偏低的情况下,房地产市场的调整期还未结束。

在玻璃产能持续扩张、地产不断收缩的过程中,玻璃期货的底部将要等到大量生产线检修,玻璃大幅减产才能到来。1条1000吨的生产线检修

停产成本在4000万元附近,经过我们近期的网络调研及测算,只有每吨亏损110元/吨,1年亏损才会超过检修成本,这样企业才会有动力停产检修,这样市场产量才会减少。那么该厂未来价格可能要跌至920元/吨,考虑升贴水后折合盘面价格则要到890元/吨。而考虑到玻璃期货惯常的大幅贴水交割,那么最终即使以前最低贴水90元/吨交割,价格也在800元/吨左右,而在1月合约上由于已经处于玻璃的淡季,多头更加不敢拿货,贴水幅度可能要超过90元/吨,因此盘面最终价格可能要跌破800元/吨。

从未来的玻璃市场竞争格局来看,1月是玻璃市场的传统淡季,今年地产市场的弱势将会加剧这种弱势。玻璃新增产能基本都会在11月左右完全投产,因此市场竞争将非常惨烈。在上述情况下,企业的价格政策是以企业生存为导向,那么企业生存危机最大的产区将主导

1501合约的价格走势。目前河北沙河有13家玻璃企业,43条生产线,年内还有3条新线投产的情况下,沙河地区在今年年底的竞争压力将非常大。据我们与沙河地区厂商了解的情况看,普遍认为年底的竞争可能是不挤出几家企业不罢休的状况。这方面从目前的东北市场已经出现端倪,东北市场迎新玻璃与信义玻璃的竞争已经处于白热化程度,都是不挤死对方不结束的态势。因此这种市场份额占有型的竞争策略将会在全国玻璃市场全面上演,这种大幅杀价争取更大生存空间的策略已经让东北市场的玻璃价格半年跌去33%。

综上所述,玻璃产业面临的市场状况是产能大幅扩张与需求的大幅萎缩,未来玻璃价格只能是玻璃行业大量减产才能止住下跌步伐。在这种情况下,玻璃1501合约或将跌至800元/吨。

(作者系国泰君安期货分析师)

## 期权类型篇之“认沽期权知多少(二)”

广发证券

上一篇中,我们讲到了认沽期权的概念,并且分析了买入和卖出认沽期权对投资者来说分别意味着什么。那么,认沽期权的买卖双方收益和风险预期是怎样的呢?

买入认沽期权收益及风险预期:

- 当标的证券下跌时获得收益。标的证券价格下跌越多,收益越大。
- 承担有限的损失,最多损失全部权利金支出。如果标的证券价格上涨,高于行权价格,认沽期权买方可以选择不行权,那么最大损失就是其支付的全部权利金。

例如,投资者不持有该股票,买入某股票认沽期权,期权到期时,若股票价格下跌,则投资者可以先按市场上较低的价格买入股票,然后行权,以较高的行权价格向期权卖方卖出股票,如果扣减掉所支付的期权金后还有盈余,这部分盈余就是投资者买入认沽期权的收益。在期权到期前,如果股票价格下跌导致认沽期权权利金上涨,那么投资者也可以选择直接将期权高价卖出,获得权利金价差的收益。

相反,如果到期日股票价格上涨,投资者可以放弃行权,这意味着投资者将会损失全部权利金投入。期权到期前,若期权合约价格下跌,投资者卖出期权平仓,则将损失权利金的价差。

卖出认沽期权收益及风险预期:

- 如果投资者认为标的证券价格未来不会下跌,但仍想通过期权交易获得投资收益,那么他可以选择卖出认沽期权,获得买方支付的

权利金收入。  
●如果标的证券价格下跌了,认沽期权卖方可能因期权买方选择行权而遭受损失,其损失幅度将视标的证券价格下跌的幅度而定。跌得越多,损失越大。

卖出认沽期权,期权的卖方获得权利金,若买方要求执行合约,则卖方必须以约定的行权价格向期权买方买入标的证券。

例如,投资者卖出了某ETF认沽期权,期权到期时,若ETF价格上涨超过了行权价格,期权买方会放弃行权,因为他可以更高的市价卖出ETF,此时,期权的卖方将获得全部权利金,这笔权利金即为投资者卖出认沽期权的收益。在期权到期前,若ETF价格上涨导致权利金下跌,投资者也可以直接低价买回期权进行平仓,获得权利金价差的收益。

如果认沽期权到期时,ETF的价格没有上涨而是下跌,并且下跌到行权价格以下,期权买方一般会要求行权,则卖方就要按较高的行权价格向期权买方买入ETF。当然,此前收取的权利金可以一定程度上抵消亏损。期权未到期时,若期权合约价格上涨,期权卖方如果此时买回期权进行平仓,将损失权利金的价差。

总结而言,认沽期权到期时,期权卖方的收益预期为:若股票或ETF价格高于行权价格,则卖出认沽期权的收益为全部权利金。

认沽期权到期时,期权卖方的风险预期为:若股票或ETF价格低于行权价格,则卖出认沽期权的投资者将出现损失,标的股票跌得多,损失越大。

## 沪胶最坏时候已过去

彭程

沪胶1409在6月底上冲至15450元后,反弹无力,重新回落至14000元附近底部窄幅震荡。现货、期货价格低位持稳,走势平淡,笔者认为,市场进入“微平衡”阶段,且仍将持续。

根据海关总署以及生产国协会公布的数据,截至今年6月底,我国天胶累计产量为29万吨,累计进口203.8万吨,累计出口0.73万吨,累计消费204.7万吨。包括上期所、青岛保税区以及产区在内的显性库存则为48.53万吨,比较以上数据发现:供过于求仍有27.37万吨,不过,环比5月下降18.95%。一方面是显性库存存在逐渐下降,环比下降6.43%;另一方面,隐性库存下降的速度更快,6月环比下降达到15.72%。笔者认为,可以对隐性库存下降的持续性保持乐观。

美“双反”调查无须过分悲观。美国商务部于7月15日宣布,对从中国进口的乘用车和轻型卡车轮胎发起倾销和反补贴调查(双反调查),调查有可能导致美国政府再度对中国出口到美国市场的此类产品征收惩罚性关税。

回顾2009年,美国国际贸易委员会对中国乘用车和轻型卡车轮胎发起特保调查。当年9月11日,美国总统奥巴马作出采取特保措施的最后决定,宣布对涉案中国轮胎实施为期三年的惩罚性关税,将税率从原来的4%调高为第一年35%、第二年30%、第三年25%。

尽管此后三年,中国轮胎对美出口虽遭受一定比例下降,但全球出口量却稳步增长。根据中国海关总署的统计数据,2010年我国出口北美半钢轮胎量(乘用车及轻客车轮胎)从2009年的48.3万吨下降至42.9万

吨,降幅11%。然而,当年我国轮胎总出口量却从2009年的111.35万吨激增至132.94万吨,增幅高达19%。此外,2010年我国对亚洲、南美洲、欧洲、非洲以及中东印度市场的出口增幅分别达到了38%、89%、43%和32%,有效对冲了北美市场销量的下滑。2010年-2012年我国半钢胎出口增速分别为19%、7%和6%。因此,即使此次对华征收惩罚性关税,也不宜提前过分悲观。

合成胶涨价支撑天胶价格。目前上海地区胶中的丁苯齐鲁1502在13400元/吨附近,对天然橡胶价格形成支撑,从而在天胶基本面疲弱的情况下,对期货近端的支撑力度大于远端。往年6月底7月初,主力合约进行换月,但今年已至7月中旬,换月仍未结束,也印证了目前现货市场的变化影响了期货市场。

通过对比丁苯橡胶与原料丁二烯的价格,发现中石油和中石化上调合成胶

价格的主要原因在于成本推动,而非需求拉动。由于进口量减少和裂解装置原料改变等原因,用于丁二烯抽提的粗碳四原料的供应出现下降,原料丁二烯价格不断上调。这使得合成胶生产企业利润收窄,目前成品胶较原料仅高出3000元/吨不到,历史低值在2000元/吨一线。若考虑其他成本,企业实际经营状况应该较价差显示的要严重。

不过,随着天然橡胶与合成胶价差缩小,下游轮胎厂使用天然胶变得更为经济。据笔者了解,一些轮胎厂已经开始调整配方以使用更多的天然橡胶来进行生产。因而,从基本面来看,尽管天胶主产区丰产期来临,但若天胶价格与替代品合成橡胶持续保持低价差,那么下游对天胶的需求亦将持续,这将有助于天胶的去库存化,尽管价格低迷,但最坏的时候也许已经过去。

(作者系光大期货分析师)

