

现货需求低迷 螺纹钢跌势绵绵

证券时报记者 沈宁

坚硬的螺纹钢眼下成为商品市场上最脆弱的品种。

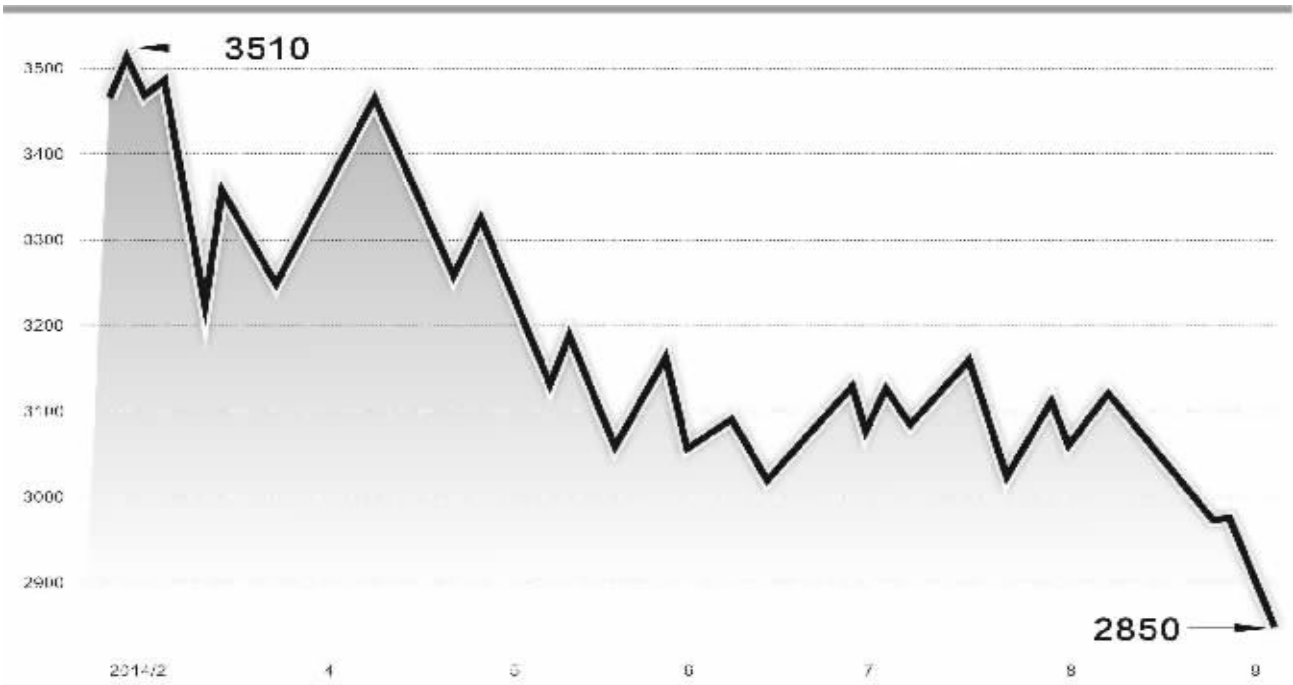
旺季需求尚且不振，钢材卖出白菜价，钢厂破产消息甚嚣尘上，钢市如今空气弥漫。昨日，螺纹钢期货再度增仓重挫，创出本轮调整新低。多数业内人士预计，螺纹钢后市仍有下跌空间。

截至周三收盘，螺纹钢期货收市1501 合约大跌 58 元至 2853 元/吨，跌幅高达 1.99%，当日增仓 25.9 万手至 288.7 万手，成交量连续两日处于高位。钢材现货市场方面，全国多数地区现货报价继续回落。上海地区HRB400 螺纹钢现货报价为 2850 元/吨，较上一交易日下跌 10 元/吨。

现在产业资本和投资公司基本都在做空，只有一些零星散户去盲目抄底。”谈及螺纹钢期货后市，一位业内人士看法相当悲观。另据证券时报记者了解，市场有大量现货准备在近月交割，而意向接货者寥寥。

上海中期分析师黄慧雯表示，昨日一、二线钢厂资源纷纷向 2800 元/吨一线看齐，三线资源报价稳定于 2650 元/吨，商家心态甚弱。随着铁矿石价格的持续下跌，近期废钢价格也回落至 1800 元/吨一线，成品材供需形势不见好转，现货成本将继续下移。螺纹钢主力 1501 合约昨日早盘大幅下挫，跌破 2900 元一线支撑，午后延续弱势格局，期价继续回落，盘中继续大幅增仓，整体延续空头格局，预计短期内仍有调整空间，建议空单继续持有。

中物联钢铁物流专业委员会日前发布最新钢铁行业采购经理指数



螺纹钢期货跌势绵绵，弱势尽显。

彭春霞/制图

(PMI)，8 月份为 48.4%，较上月回落 0.2 个百分点，连续四个月保持在 50% 的荣枯线以下。主要分项指数中，生产指数三连升至 18 个月以来高点，采购量指数升至近 11 个月高点，新订单指数收缩幅度加大，产成品库存指数高位反弹，购进价格指数低位收缩，新出口订单指数止跌反弹至扩张区间。综合来看，PMI 显示当前钢市整体依然低迷，钢市在供需偏弱的格局之下，“金九”全面好转的预期恐难实现。

8 月下旬的日均发电量同比增长-2.1%，工业生产增速下滑，钢材市

场的终端需求继续萎靡不振。近期，钢材市场资金紧张，部分厂商面临倒闭。市场传言江阴西城钢铁公司申请破产，江苏中天钢厂也面临危机，包括山西中阳钢厂董事长被带走等等。终端市场不景气，企业负债高，一旦资金链断裂，产成品可能出现抛压。”中银国际期货吕肖华指出。她还表示，从中长期来看，目前的期货盘面的螺纹钢是矿石在 80 美元/吨的价格，这个价格已经相对偏低，但不宜轻言见底。

尽管短期势头依旧低迷，一些分析人士对中长期形势仍谨慎乐观。西本新干线分析师邱跃成指出，后期行业见底

因素正在增多，随着国内稳增长的政策效应进一步显现，后期经济运行的稳定性有望增加。从外部来看，发达国家引领全球经济复苏，世界钢铁需求旺盛，国内出口有望继续保持高速增长。加之传统消费旺季来临，预计后市钢价持续深跌可能性不大。

上期所盘后持仓报告显示，昨日螺纹钢前 20 名多头期货公司席位合计增持多单 90618 手至 95.5 万手，前 20 名空头席位增持空单 61009 手至 109 万手。其中，空头主力永安期货与中信期货席位当日空单增持数量均在 1 万手以上。

有色冲高乏力 “金九银十”难期

许勇其

美国经济增长强劲，美元持续强势压制有色金属价格未来强势预期。中国经济微刺激效应消退，短期顶部已见，经济结构转型预示固定资产投资增速下降。“金九银十”的旺季需求难乐观，有色金属冲高乏力。

美元指数连创新高

美国供应管理协会 8 月 ISM 制造业指数增速创下 2011 年 3 月以来新高，相关指数为 59%，超过 7 月的 57.1%，明显超过预期的 56.1%。意味着制造业的多数企业处于环比增长而不是萎缩状态，即制造业整体而言实现了增长。跟踪的 18 个制造业子行业当中，17 个报告 8 月整体实现增长。这也表明美国的制造业将助推三季度经济延续强劲的复苏势头。欧元区 8 月制造业采购经理人指数 (PMI) 终值被下修至 50.7%，创下 13 个月以来新低。主要国家中，德国被下修至 51.4%，创下 11 个月来新低；意大利仅为 49.8%，跌至荣枯线下方；法国为 46.9%，虽然超过预期以及初值

46.5%，但仍创下 15 个月以来新低。欧元区经济和地缘政治的不确定性正在上升，对该区域复苏的阻碍作用也愈发明显。德国第二季度国内生产总值 (GDP) 环比萎缩 0.2%，最新公布的多项数据显示出欧元区经济疲软。美国成为世界上制造业增长最强劲的国家，奠定美元中长期走牛的基础。

国内经济短期见顶

8 月份中采制造业 PMI 为 51.1%，环比回落 0.6 个百分点，结束了连续 5 个月的升势。非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月上升 0.2 个百分点，其中，新订单指数为 50.0%，比上月回落 0.7 个百分点，处于临界点。除了 PMI 弱势外，7 月份信贷数据的大幅下降和房地产市场销售和投资增速持续疲软。与此同时，包括用电量和粗钢产量等高频数据也显示经济增长的动能放缓，这意味着早前的政府“微刺激”的效果开始消失，国内经济短期见顶。调研显示，50% 的专业人士认为 9 月份经济面仍是以稳为主，这一比例较上月调查的 55% 比例继续下降，另有 40% 的人士认为目前

经济仍处震荡，9 月份将会下行为主；对于 9 月份的资金市场来说，多数人并不乐观。自从青岛港爆发出“融资骗贷”事件后，企业在资金方面压力更为凸显，融资难度也加大。

供给端收缩仍在延续

新疆农六师信发铝业发生了生产事故，线路短路致使 40 万-50 万吨的电解铝产能受到影响，预计最终停产规模也起码会达到 20 万吨以上。因新疆信发铝锭是目前华东、华南等贸易市场最主要的供应品牌，当天沪铝也罕见飙升超过 200 元/吨，最近 3 个交易日则已连续拉升逾 400 元/吨。云南部分地区因交通略有阻塞，对矿的运输产生了不利影响。主要集中在云南红河地区的中小型矿山，因中小型铅锌矿山普遍存在安全管理隐患，平均开工率在 60% 附近，月产量在 150-300 吨附近，未开工企业主要受矿山整顿的影响较多。我国粗锌厂的主要聚集地河北地区，因环保已被迫停产的大部分企业是个人开的，规模较小，大多都存在环保不达标的问题，受访企业月产量在 80-300 吨不等，正常开工维持在 50% 附近。

“金九银十”难乐观

9、10 月份是建材行业的需求旺季，市场预期房地产、基础设施建设的高峰都会带动钢材、有色金属等工业品种的需求。有 86% 的线缆企业预计 9 月订单较难增长，以维持 8 月状态平稳运行为主。在家电行业高库存状况下，压缩机用漆包线市场已进入明显淡季；在地方政府财政缩减的情况下，电力系统一样面临投资限制；部分民营项目已出现为降低投资，铜交联电缆需求转向铝合金交联电缆，而国有项目在前期物资款项不断拖延的情况下，较难有持续高强度的招标计划推进，故 9 月电缆用铜需求较难有提振。LME 仓库锌库存在过去一个月锌库存大增 13%，至 73.94 万吨。这使市场对锌的供应短缺出现怀疑，更何况当前现货锌价格高于三个月期价，显示未来几周将有更多锌运抵仓库。

鉴于生产者价格指数的领先大宗商品供需，7 月已连续第 29 个月同比负增长。如果中央不出台大规模的政策刺激，经济仍是向下调整的，有色金属需求不容乐观，上涨高度有限。

(作者系国泰君安期货分析师)

农产品产量创纪录 资金大举撤离

证券时报记者 李辉

随着农产品产量创纪录以及肉类供应前景改善，美国农产品期货价格出现暴跌，涌入美国农产品期货的资金热潮戛然而止。

数据显示，今年前 5 个月，流入农产品市场的资金远远超过了贵金属和原油市场，随后情况急转直下，截至 8 月底，农产品交易所上市产品 (ETP) 市场资金净流出 5770 万美元，降幅 2.9%。而同期能源、贵金属、工业金属等品种出现资金净流入，使得整个原材料市场投资资金规模增长了 3.41 亿美元，增幅 0.5%。

从国际期货市场来看，今年以来，咖啡、活牛和猪肉期货成为今年以来商品期货市场上的明星，而棉花、大

豆、玉米和小麦近期连续下挫，陷入熊市。自今年 4 月以来，看涨农产品的投机头寸锐减 78%，原因就是今年美国农产品将大获丰收，产量将创历史纪录。数据显示，全球食品成本已连续 4 个月下降。

农产品分析师表示，今年将是美国农产品一个大丰收之年，越来越多的证据证实了这一点，应该没有什么意外发生。

农产品市场最近的一次上涨是 4 月底，当时降雨造成农作物播种推迟，一度刺激农产品价格上涨，美国农产品交易所上市产品资金净流入 4580 万美元。而贵金属交易所上市基金 (ETF) 资金净流出 3.8 亿美元，能源市场流出资金 1270 万美元，工业品市场流入资金 4860 万美元。

据美国农业部报告称，4 月份以后风调雨顺的天气将使得美国玉米今年的收获达到创纪录的 140.32 亿蒲式耳，大豆产量有望达 38.16 亿蒲式耳。美国农业部上周称，今年美国农作物生长条件是至少 20 年来最好的。芝加哥期货交易所 (CBOT) 玉米和大豆期货近期触及 4 年低点，自今年高点以来跌幅超过了 30%。

饲料价格下降的预期也限制了活牛和猪肉期货价格的涨幅。尽管牲畜价格在上涨，但是与其挂钩的 ETP 产品出现了资金净流出现象。据统计，截至 8 月底资金净流出达 1020 万美元，而 5 月底，该品种净流入资金 320 万美元。

据美国商品期货交易委员会数据显示，8 月初的时候，货币基金经理在 11 个农产品期货和期权合约持有的净多头

寸飙升至 2010 年以来的最高点 110 万手，截至 8 月 26 日，他们的多单已被砍掉大部分，只剩下 24.83 万手。投机商还看空大豆、棉花以及白糖市场前景。

自今年 5 月初以来，国际农产品指数已下跌了 21%，同一时期，包括 22 种原材料在内的商品指数跌幅为 9.1%，而摩根士丹利世界指数上涨了 4.1%，彭博国债指数上涨了 2.1%。

在大多数农产品期货价格下跌的同时，部分金属价格出现上涨。随着库存跌至 2008 年以来的低点，铜期货连涨 4 个月，铝价上涨 17%。地缘政治紧张局势也推动黄金期货上涨 5.2% 至 1265 美元附近。自 5 月以来，贵金属 ETF 持仓出现回升，截至 8 月 29 日，净流入资金 1.23 亿美元。工业金属 ETF 资金净流入 1.05 亿美元，能源基金资金净流入 2530 万美元。

聚丙烯供需格局 正由紧向松转化

马良 詹志红

今年聚丙烯 (PP) 现货价格进入三季度后高位震荡持续至今。在新产能大规模投放的背景下，看空 PP 后市者不在少数，而二三季度 PP 价格表现强势令看空者颇感意外。我们认为 PP 市场供需结构正在由紧向松的过程转化，价格开跌可能在第四季度。

2013 年 PP 供需基本平衡，按 5% 的需求增速计算，今年需求量将新增 81 万吨左右。

追踪 PP 新装置投放进度可知，确定将在今年带来产量增长的共有 8 套装置：宁波禾元今年相对 2013 年运行时间增加 2 个月，预计产量增长 6 万吨左右；洛阳石化新线今年相对 2013 年运行时间增加 2 个月，预计产量增长 2 万吨左右；四川石化今年相对 2013 年运行时间增加 9 个月左右，预计产量增长 23 万吨左右；中化泉州今年正常运行 7 个月左右，预计贡献产量 11 万吨；延长中煤榆林今年若按正常运行 4 个月计算，可贡献产量 20 万吨左右；中煤榆林今年按正常运行 4 个月计算，可贡献产量 10 万吨左右；茂名石化今年按正常运行 3 个月计算，可贡献产量 5 万吨左右；神华宁煤 2 期今年按正常运行 3 个月计算，可贡献产量 12 万吨左右。

基于以上计算，今年确定性较大的产量增长将达到 89 万吨左右，可造成 5.4% 左右的供应量增长。今年 1-6 月 PP 进口增速为 8.6% 左右，以此增速外推，今年 PP 进口量可新增 40 万吨左右，带来 2.5% 左右的供应量增长。

今年确定性较大的 89 万吨新增产量中，仅 20 万吨产量增长位于上半年，其余 69 万吨产量增长位于下半年。据卓创资讯提供的数据，今年上半年 PP 国产量同比增速仅达到 3.6% 左右，增速较低。与此同时，今年二季度聚丙烯装置停车检修比

例高企，在新增产能未大量投放与已有装置检修密集的双重影响下，今年二季度 PP 价格表现强势，价格重心抬升至 11000 元/吨以上。

今年下半年，PP 现货库存积累为大概率事件，但矛盾激发时点预计较为靠后，原因有三：目前 PP 现货库存水平依旧偏低，产业上、中、下游都没有明显的去库存压力，中游贸易商与下游厂商因担忧新产能投放，库存始终维持低位；延长中煤榆林、中煤榆林、茂名石化、石家庄炼化、神华宁煤 2 期累计 180 万吨/年产能新装置仍处于投产初期的试运行阶段，且三季度 PP 装置检修比例再度回到高位，双重影响下 PP 实际产量增长有限；三季度位于 PP 下游需求旺季，近期下游塑编与 BOPP 开工率确呈现好转迹象。进入四季度后，新投产装置逐步正常运行，因冬季天气寒冷原因装置检修比例将逐渐下降，PP 现货供应压力将逐步显现。鉴于第四季度较为明显的供应压力，石化有动力在三季度进一步降低库存，因此三季度即便现货依旧不宽松，但价格上涨难度同样较大，预计维持高位震荡的状态，等待供需矛盾的进一步激化。

今年 PP 整体供需格局评估为供应过剩，但库存显著积累时点预计在四季度。三季度现货价格预计维持高位震荡走势，现货库存有望小幅积累，石化库存预计进一步降低。

结合期货盘面来看，PP1501 贴水华东现货价格高达 900 元左右，若现货价格持续坚挺预计 1 月合约有补贴水需求，但考虑到未来现货宽松将实质性兑现，建议 PP1501 多单持有者控制好风险。建议密切关注 PP 现货库存的积累进度与 PP1501 基差水平，后期若基差修复至偏低水平，现货库存得到一定幅度积累，届时建议解除 PP1501-PP1505 正向套利头寸，并关注 PP1501 单边做空的机会。

(作者系招商期货分析师)

期权风险篇之“义务方风险”

海通证券

投资者在进行股票期权的卖出开仓后，将成为期权的义务方。对义务方而言，当期权的持有人在最后交易日行使买入或者卖出标的证券的权利时，义务方将被交易所指派以履行对手方的义务。

期权义务方在收取权利金的同时，也承担了相应的义务。就单纯卖出期权来说，最大的收益已经锁定为权利金收入，而承担的损失却可能很大。对此，我们用以下一个例子来说明。

例如，X 公司股票价格现在为 10 元，投资者卖出 1 张 X 公司股票认购期权 (行权价为 10 元，假设合约单位为 100)，收到 100 元权利金。3 个月后的到期日，在 X 公司的股票价格分别为 9 元、10 元、11 元、12 元、13 元的五种情景下，投资者的收益情况见附表。

不难看出，期权特别是认购期权的卖方可能因为标的证券价格波动而承担着上不封顶的亏损可能，这是对于期权卖方来说最主要的市场风险。

既然卖方在不利价格下也要承担义务，那么如何保证交割过程能顺利进行呢？通常的做法是让义务方交纳保证金，防止违约。由此，义务方也因此承担了保证金风险，即根据市场变化，可能会被要求提高保证金额度，若无法按时补交，则有可能被强行平仓。

因此，总结而言，投资者作为股票期权的义务方，将面临以下风险。

第一，亏损“无限”的风险。当市场与投资者的判断相反时，即投资者在卖出某个期权合约后，该期权价格便开始不断上涨，此时投资者如果买入平仓将出现损失。而如果到期时期权为实值，则投资者可能会被指派行权，因此期权义务方潜在的亏损幅度可能是巨大的，甚至超过初始收入的权利金金额。理论上讲，只要期权价格涨得越高，义务方的亏损就越大，这就是义务方面临的所谓“收益有限、亏损无限”的损益特征。

第二，维持保证金的风险。投资者在卖出成交之后，需要每天根据经营机构的保证金比例要求，保证账上的资金足额。如果出现所需的保证金接近甚至超过客户全部资金时，证券公司将向客户发出追加保证金的通知。如果客户在规定的期限内，未能及时划入资金，那么他的所持有的义务仓头寸将有可能被强行平仓。

投资者可能会问，既然卖出期权要承担义务，还要面临无限的风险，为什么还要人要去卖期权？那是因为，虽然期权的卖出方面面临着很大的损失风险，但它也有个朋友，那就是时间。只要在期权卖出后至期权到期日这段时间内，市场不发生太大的不利变动，义务方就能够较安稳地将权利金纳入囊中。

举个形象的例子，期权的卖出方就像“保险公司”，它可以通过多次的卖出开仓交易，收取“保费”收入来弥补可能发生的“灾难”损失。

到期日 X 公司的股票在不同价格下的收益情况					
到期日股票价格	9 元	10 元	11 元	12 元	13 元
卖出 100 份期权的损益	100 元	100 元	0 元	-100 元	-200 元



上交所期权
投教专栏