

低库存仍将是铜价重要支撑

叶羽钢

7月份以来,铜价总体呈现震荡运行走势,伦铜基本运行于6800美元-7200美元之间,沪铜围绕49500元区间震荡。上周,铜价偏弱运行且技术上显示破位下行之势,未来一段时间铜价何去何从成为市场关注焦点。笔者认为以下几点值得关注。

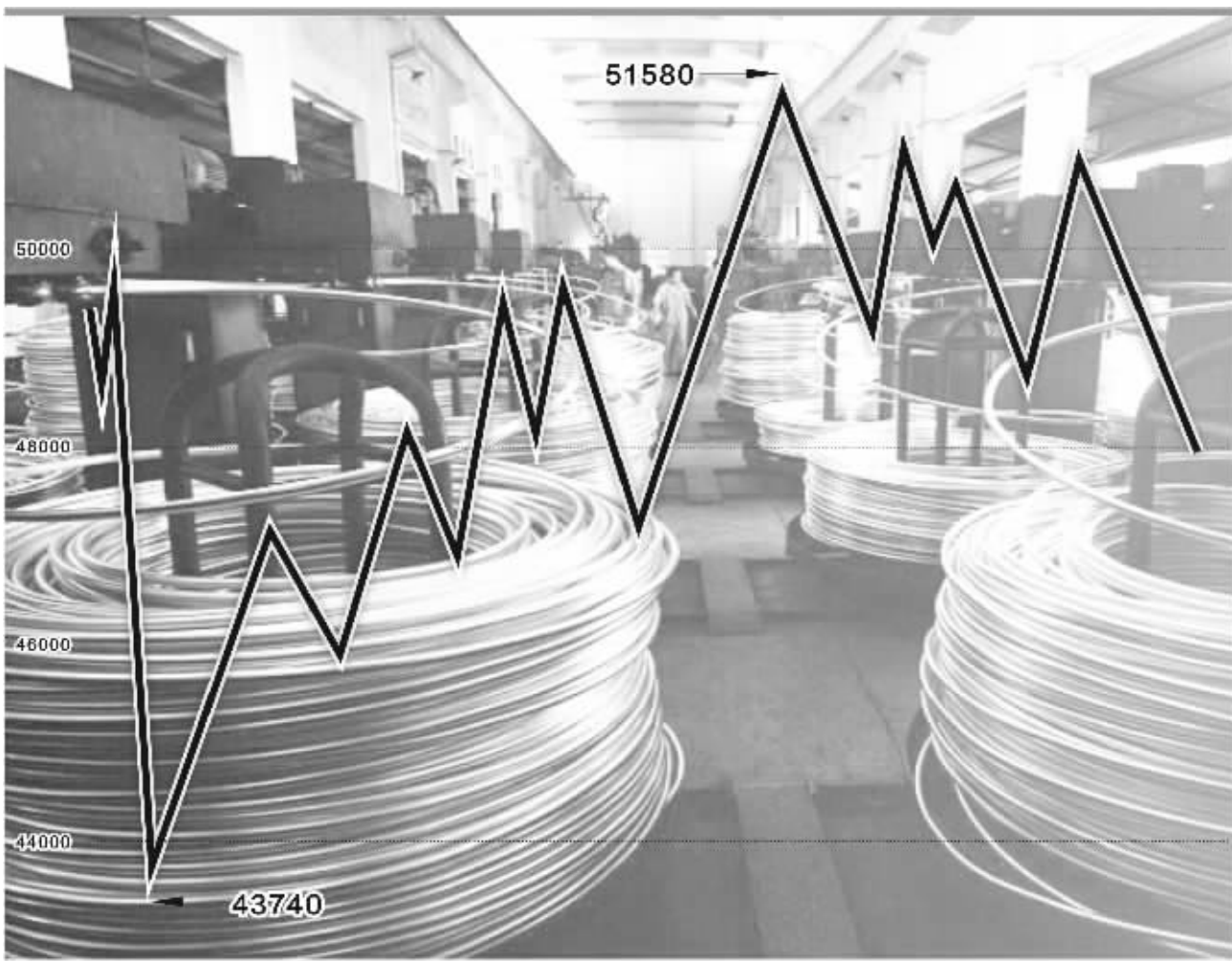
去金融化平稳过渡 悲观预期逐步消化

青岛港事件发生后笔者曾撰文指出,银行对于铜融资业务的收紧使得铜作为套利融资的载体功能成本上升,铜市场的去金融化进程将进一步加速。青岛事件将进一步对虚假贸易和抵押融资形成挤出效应,增加真实贸易和抵押融资的操作成本,但预计不会出现银行全部“一刀切”的悲观情形,更多会是纯融资性贸易成本的上升及虚假贸易和抵押融资的挤出。

从过去两个多月情形来看,事态的发展基本符合预期。一方面,银行加强了信用证开立的监管,严格审核条件,增加审核流程,使得融资成本上升,且部分企业的银行授信额度受到影响而缩减。同时,中国进口铜贸易方式中,转口贸易大幅减少,而一般贸易占比大幅提升。根据海关分项数据,7月份精铜进口一般贸易占比达到64%,较1-7月平均42%的水平大幅提升。另一方面,保税区融资铜规模下降,铜库存逐步出清,保税区铜库存从6月初80万吨左右下降至目前55万吨-60万吨的水平,这意味着20万吨-25万吨左右的铜库存存在过去一段时间逐步出清。从铜价及内外现货铜升贴水表现来看,本轮铜市场去金融化过程基本实现了平稳过渡,市场对于大量保税区铜库存流出的悲观预期被逐步消化。

显性库存增长慢 淡季供需两不旺

理论上,在供需保持正常运行情况下,保税区铜库存的出清必然影响其他地区铜库存的增长。从保税区铜库存的流向来看,笔者的判断是,青岛港事件初期时部分库存流入了伦敦金属交易所(LME),但后续更多保税铜流入了国内市场。保税区铜库存的流出无疑对内外铜市场都产生了一定的影响,具体表现是,内外市场现货升水都出现了不同程度的回落,但其对于内外铜市场显性库存的影响却远低于预期。截至9月12日,上期所铜库



上周,受8月份经济数据疲软的影响,沪铜主力合约出现破位下行

彭春霞/制图

存保持在历史低位,仅有75004吨的水平,较6月27日低点减少了3971吨;LME铜库存为156475吨,与6月底时基本持平,较6月初则小幅下降。这意味着两大交易所铜库存基本没有受到保税区铜库存出清的影响,显性铜库存的增长明显低于预期。

然而,显性库存增长低于预期是否意味着隐性库存出现了明显增长呢?这需要进一步去考虑。对于隐性库存的观察我们只能更多从供需观察角度提供线索。

供给方面,市场预计全球精铜今年增长主要贡献依赖于中国,但中国1-7月精铜产量同比增长仅为9.85%,而过去5年同期中国精铜产量增速平均值为11.38%。显然国内精铜供应的增长或许并未达到市场预期增长水准。原因主要有两方面,一是再生铜生产受到废弃铜原料供应减少及企业亏损扩大带来的生产积极性下降影响。最佳佐证是中国1-8月废铜进口量同比下降12.22%,而华南一些大型再生铜冶炼厂也出现停产;二是新产能的投放进度低于预期。

需求方面,7月以来中国宏观经济数据的再度恶化,终端领域电网投资

增速远低于预期以及房地产市场的持续低迷,加上淡季的影响,铜需求端表现总体平淡,预计仅能维持小幅增长的格局。

综合来看,淡季精铜市场总体保持供需两不旺的状态。CRU最新预估报告指出,全球市场第二季度和第三季度的短缺量分别为13.2万吨和2.4万吨,三季度短缺量明显减少,合计15.6万吨的短缺量及显性库存的变化意味着部分隐性库存的增加,但预计增量不会太大。

供需宽松主导市场 预期兑现左右铜价

随着印尼铜精矿出口的恢复以及蒙古等国出口铜精矿的明显增长,全球铜精矿市场供应增长的趋势进一步得到印证,铜加工费(TCRC)的上升也佐证了铜精矿原料供应充裕的现实。另外,需求方面,最新公布的中国8月固定资产投资、工业增加值和房地产等数据表明中国宏观经济疲软格局仍在持续,使得市场对于中国铜消费增长的预期进一步恶化。显然,供应过剩的预期在主导市场。

不过,与市场的理解不同,笔者认为TCRC上升的另一面是精铜产量增

速低于铜精矿产量增速,这意味着全球精铜产量的增长兑现仍有赖于新增冶炼产能的继续投放。需求端方面,需要重点观察中国的宏观经济数据的变化,金九银十旺季铜消费环比改善的动力是存在的。而且,铜市场现货端的表现并未如市场预期那么悲观;其一,国内铜现货市场保持升水格局,期货市场近强远弱,进口套利窗口近期一直处于开启状态,这意味着中国铜市场现货端偏紧;其二,国内市场的紧张正在向美金铜市场传导,上海保税区铜溢价呈现企稳回升态势,这与前文分析的保税区铜市场出清逐步到位相佐证;其三,欧洲市场似乎与正走出淡季阴影,欧洲铜溢价正在低位企稳回升;最后,LME铜库存仍处于历史低位,且LME现货升水近期亦在走高。

如何看待预期悲观与现货端表现的背离呢?这是现货端的短期干扰,还是预期的过于悲观,需要时间来检验。预期能否兑现及兑现的程度,将左右未来一段时间铜价走势,库存仍然是重要的参考指标,在这一指标没有明显增长的情况下,笔者维持对铜价不必过分悲观的观点。

(作者系金瑞期货分析师)

产能扩张 塑料旺季行情难再现

谢龙

自7月塑料见顶以来,期货价格一路下跌,累计跌幅达到10%。时间上,目前正值下游步入需求旺季,然而现货价格同样一路走低,后市将会如何演绎?笔者认为,在今年塑料的需求旺季,塑料价格将难以重现去年的牛市格局。

新产能陆续投放 廉价货源增加

从新产能投放的情况来看,三季度是今年PE(聚乙烯)装置的集中投放期,7月份开始,中煤榆林与陕西延长的煤制烯烃进入到试车阶段,目前运行情况良好,产品质量有所提高,装置开工率逐步上升,厂家的试用料开始投放市场。相对于油制烯烃的报价来看,煤化工产品的价格整体偏低。后期来看,按照投产计划9-10月份,宁夏宝丰与蒲城清洁能源的两套分别30万吨的煤化工装置也将进入到试车阶段。总体来看,包括上半年投放的四川炼化60万吨产能在内的,今年的PE新装置产能增加将210万吨,其中煤化工装置新增产能150万吨,随着企业人员、技术等逐步到位,市场上的廉价货源将陆续增加。

主要装置检修结束 开工率维持高位

装置检修方面,二季度受到需求淡季的影响,石化装置进入到检修的主要时期,下半年后装置检修陆续减少。数据显示,7月份至目前,石化开工率在77%-91%,平均开工率84%左右,较5-6月份77%的平均开工率有明显上升。根据卓创的统计数据显示,由于装置检修的影响,7-9月份石化产量分别损失6.13万吨、7.25万吨、7.9万吨。但是由于煤化工装置的投产,一定程度上较少产量的损失。综合来看,装置的高负荷运行对于PE市场供应起到一定程度的保障。

8月经济数据疲弱 国债期货不妨看多

沈文卓

上周经济数据公布较多,周六公布的8月宏观经济数据远低于市场预期,引发国债期货市场做多情绪,周一国债期货震荡上行。

8月经济数据疲弱短期利好国债。周六发布了8月工业投资和零售数据,其中工业增加值同比增长6.9%,远低于8.8%左右的市场预期,增速创下近六年来新低。需求疲弱导致的实体经济生产放缓,消化库存是工业增加值下降的主要原因。另外,8月固定资产投资累计增速下行超预期,房地产、制造业以及基建投资增速均进一步走弱。8月社会消费品零售总额同比增速7月的12.2%小幅降至11.9%,微低于市场预期。导致该数据下降的主要因素是价格因素疲软以及实体经济的低迷。

8月经济数据疲弱,经济下行压力加大,引发市场短期对未来政策放松预期有所升温。不过,我们预计政策方面将保持定向发力,大幅刺激的可能性不高。由于增加定向刺激的可能性上升,也点燃了国债期货市场做多热情,但国债价格能否进一步走高还有待更多政策刺激消息落地。

金融数据疲弱显示实体经济需求依然偏弱。8月新增社会融资规模偏少,相比去年同期少增6267亿元,过去几年8月新增社会融资规模都超万亿元。另外短期贷款也明显减少,金融数据疲弱显示实体经济对资金需求依然疲弱,货币政策需要进一步的宽松。资金面可能阶段性收紧。上周

库存压力增加

供需形势上,尽管下半年正值塑料的需求旺季,然而受到大量新产能投放的影响,天平将偏向供应一方。

统计数据显示,2014年上半年PE的表现消费量相对2013年增幅在3%左右,2013年下半年PE表现消费量较2012年下半年增长约4%。因此,结合当期大的宏观经济环境来看,下半年PE消费的预期增长乐观估计在5%左右。然而,从供应形势来看,PE新产能在三、四季度的集中投放,将带来国内15%左右的产能扩张。加上老装置检修基本结束,石化厂家装置开工率预计整体维持在85%以上的水平,市场供应将逐渐宽松,PE的库存压力也将随之显现。

可降价空间较大

由于供应充足,需求相对疲软,上游原油以及石脑油三季度表现疲软,价格一路下滑,导致塑料生产成本同样有快速回落。按照当前亚洲石脑油报价估算,目前LLDPE(线性低密度聚乙烯)的生产成本大约为9660元/吨,石化厂家主流出厂报价在11000-11300元/吨,每吨的毛利率仍保持在10%以上。从后期的形势来看,在全球主要经济体经济放缓、美元走强的大背景下,原油难以再现强格局,LLDPE生产成本将维持在目前的较低水平。

受新产能不断投放、煤化工廉价产品对于市场挤压影响,石化企业存在降价销售的可能性。在目前仍存较高生产利润的情况下,企业的可降价空间较大。

综合目前形势来看,塑料市场供应增长将超过需求,库存压力逐步积累,低价货源对于市场形成冲击。因此,预期下半年塑料的旺季行情难以再现,预计期货价格的波动区间在10000-11000之间。

(作者系国泰君安期货分析师)

混合制交易模式是贵金属发展新方向(一)

陶行逸

中国的贵金属交易市场,目前仍处在野蛮生长、粗放经营的阶段。绝大多数电子交易市场只重视市场开发、营销宣传。而海内外成熟完善的交易所,其核心竞争力体现在风控、清算、交易模式与规则设计、交易系统、现货交割体系、投资者保护等方面。

其中,交易模式和交易系统,是现阶段贵金属行业的焦点。目前行业主流模式——“分散柜台交易”(做市商模式之变种)将被清理整顿。行业亟需新模式和新方向,既要符合监管政策要求、合规经营,又要满足会员业务发展的需要。笔者认为,采用混合制的多种交易模式,配合自主研发的模块化交易系统,将使交易所灵活应对监管政策和市场的变化,建立起核心优势,最终在竞争中胜出。

混合制已是主流

全球范围内,交易所主流的交易模式(价格确定机制)有两类:一是竞价模式(委托驱动),投资者的买卖委托进行直接配对交易,主要是电子连续竞价的交易模式;二是询价模式(报价驱动),做市商提供报价,与投资者直接交易。

自上世纪90年代以来,随着金融市场的不断发展,投资者群体和投资策略的多样性和复杂化,融合多种交易模式的混合制交易模式越来越成为行业的主流。通过吸引不同的流动性提供者,使得不同流动性的产品采用最佳的价格确定机制,从而满足各类市场主体的多样化需求。

当前行业模式

1. 基准价格的弊端

最近几年,以天津贵金属交易所(以下简称津贵所)为代表的基于做市商模式的贵金属现货及现货延期交易在国内发展得非常迅猛。津贵所崛起的重要原因是交易模式的创新——场外询价的做市商模式,其产品迎合了中小散户的投资和投机需求,同时其会员单位有着较高的风险回报率,市场份额得以迅猛扩张。因此,照搬津贵所模式的各类交易中心和交易市场不断涌现。但随着贵金属现货交易市场的进一步发展,津贵模式的一些弊端也逐渐显示出来,主要有:

由于产品的基准价格是从国际市场拿报价,无法做到交易所应有的最本质的价格发现功能,难以服务于实体经济和现货交割,很难被监管

层认可。

2. 做市商的风险
做市商始终存在头寸风险。综合会员只能对冲给特别会员,无法实现基于大数据识别客户行为模式的自动对冲功能,特别会员也无法通过自主改变价格来调整接受头寸的成本,特别会员本身的累计风险也很可观,同时多个特别会员的引入也不能完全解决这个问题。

3. 违规经营的风险
做市商与客户是基于合同契约之上的对手交易,交易所作为独立的第三方,制定公平的交易规则,提供系统性的技术保障,但会员经营的合规需要监管和自律,以及合理的制度设计。纯做市商的模式一定程度上助长了会员单位通过诱导、虚假宣传等方式让客户更快亏钱,以获取不当利益。

4. 行业长期健康发展的风险
津贵所模式下,综合会员主要依赖于客户亏钱形成的头寸收入,因此更倾向于开发无专业知识和经验的小散户,投资者适当性管理的工作接近空白。而大资金的机构投资者不愿也不敢开发,机构投资者

也不愿进入到对手交易来。

因此,以央视3·15晚会的曝光为契机,国家部际联席会议终于在6月底开始一轮全国性现场检查,进行摸底调查。更为重要的是,证监会向天津和云南派出了独立工作组,为之前的清理整顿工作做最后的收尾。因此,如我三年前所预期的,津贵模式的调整也已摆上了日程。

从目前了解的信息看,监管部门的主要要求之一就是开发客户的会员与做对手交易的会员完全隔离,以避免利益冲突导致的违规经营和客户权益受损的问题。津贵所新的交易模式,即是将现有大部分综合会员改成中介性质的经纪会员,只有手续费收入,然后在场内引入一部分实力雄厚的做市商来提供流动性。这也就是我们在国内首倡的“混合制”交易模式。

(作者系东北亚贵金属交易所CEO)

NEAPME® 東北亞貴金屬交易所 会员招商电话: 400-613-9989

浙商期货 ZHESHANG FUTURES 管理总部: 杭州市庆春路173号B-10楼 服务热线: 400-700-5188