

## 铁矿石连创新低 基本面仍无起色

刘秋平

铁矿石期货自7月初以来的这轮下跌至今没有出现明显反弹,整个市场对于矿石大的空头局面比较认可,但对于短期行情存在分歧,使得铁矿石期货合约整体持仓达到196万手的历史高位。昨日,铁矿石期货再次创上市新低。1505合约收盘报465元/吨,跌幅2.31%,盘中最低跌至459元/吨。从基本面来看,近期港口库存继续上升,现货成交并未出现明显起色,对矿价的支撑偏弱。

### 钢厂开工率有所回升

中钢协数据显示,11月上旬粗钢日均产量200.72万吨,环比下降16.36%。河北地区受APEC会议影响,大幅减产,造成11月上旬河北地区开工率大幅下降至75%左右,使得粗钢整体产量大幅下滑。但APEC会议结束之后,11月中旬河北地区企业陆续恢复生产,全国高炉开工率较大回升。上周,唐山地区高炉开工率恢复到92%左右,环比上升了51个百分点。在目前利润水平下,钢厂主动减产动力并不强。但考虑到11~12月钢厂例行检修计划不占少数,所以目前钢厂整体对原料的需求量有所降低。

### 港口库存持续上升

从港口库存来看,Mysteel上周统计,全国41个主要港口铁矿石库存总量为10805万吨,周环比增加62万吨。港口库存连续两周上升,港口现货成交偏冷,对市场心理造成压力。而从矿山发货来看,上周澳洲、巴西铁矿石发货总量1884.4万吨,环比增加52.5万吨。其中,澳洲发货1352.6万吨,增加59.1万吨;巴西发货531.8万吨,下降6.6万吨。具体来看,上周澳洲港口铁矿石发货总量为1352.6万吨,环比增59.1万吨,其中



发往中国1005.2万吨,降12.2万吨。力拓发往中国的总量为355万吨;BHP与FMG发往中国的数量分别为368.5万吨和281.7万吨。上周巴西铁矿石发货总量为531.8万吨,环比降6.6万吨。淡水河谷发货量为476.3万吨,CSN发货量为29.2万吨,Samarco发货量为26.3万吨。

### 铁矿石现货弱势下行

近期,进口铁矿石价格破位下行,国产矿也小幅跟跌。上周二,期矿跌停打击市场,普氏指数跟随大幅下挫,市场成交清淡,钢厂观望为主。国产矿铁精粉市场整体呈下行态势,主流大矿邯邢局继续下调铁精粉出厂价,下调幅度为30元/吨。唐山地区国产铁精粉逐渐趋稳,原先暂停采购的钢厂陆续恢复采购。目前唐山遵化地区66%铁精粉湿基不含税出厂价570~580元/吨,较上周跌5元/吨;承德65%铁精粉干基含税现金出厂价650元/吨。截至11月24日,普氏62%粉矿价格降至

70.25美元/吨(CIF),较上周一下跌5美元/吨。虽然近期铁矿石价格持续走低,但FMG、Vale先后宣布降低折扣幅度,而国内一些钢厂也有意在低位适当补库,预计短期内进口矿价格有望低位企稳。

### 钢厂炼钢利润小幅下滑

目前,炼钢现货毛利和期货盘面毛利均出现了下滑。在钢材下跌幅度小于矿下跌幅度背景下,由于焦炭价格比较坚挺,使得原料总体下跌幅度比钢价稍小。上周炼钢利润水平出现小幅下滑,大型钢企毛利维持155元附近,调坯轧材厂的毛利在76元附近。从虚拟炼钢行业利润看,目前毛利率小幅下降,在7.35%附近,约为180元的毛利。总体上,目前毛利处于合理水平。

### 明年供给压力仍大

明年的铁矿石供给量仍会有不小的增加。按照中钢协的估算,我国明年全年新增过剩矿粉供给量在3000万吨左

右,换算为纯铁量即过剩2000万吨左右(国外主流矿增产1.3亿吨,非主流矿减产5000万吨,国内矿精粉减少3000万吨,国内生铁增1000万吨产量,最终精粉过剩3000万吨左右)。按照今年1~10月我国的进口量和国产矿产量估算铁矿石供给的纯铁量是在6.73亿吨左右,而1~10月生铁产量是6亿吨,今年1~10月的矿石供给过剩按纯铁量估算是过剩7300万吨,全年预计过剩8800万吨左右。从边际量考虑,明年的矿石供给过剩程度相对今年会缩小。从季节性看,明年的过剩主要集中在三季度后,一季度供给量会受天气和国内假期影响相对较少。遵循明年的矿产能释放节奏,市场加大了对远月铁矿石期货的打压力度。

上周末,央行降息大超预期,市场空头情绪有所转变。但从基本面上看,目前矿石现货市场还比较疲弱,成交不佳。东北钢厂补库接近尾声,后续补库需求还未看到。而市场还在关注矿山明年的产能释放情况,对远月铁矿石形成打压。操作上,建议铁矿石仍以反弹加空为主。(作者系国泰君安期货研究员)

## 芝商所全球技术与风险运营总裁金泰勒:

# OTC场内清算是趋势 清算成本高问题待解决

证券时报记者 沈宁

2008年次贷危机爆发,让监管层看到了场外衍生品市场蓬勃发展背后隐藏的风险。金融危机后,欧美国家监管机构相继出台法规,加大场外市场(OTC)交易监管,要求进行场内清算,清算所业务因此得到快速发展。

就海外市场清算业务的发展情况、国内OTC业务发展前景等问题,证券时报记者日前采访了芝加哥商业交易所集团CME Group全球技术与风险运营总裁金泰勒。她认为,欧美有关OTC交易场内清算的监管要求会长期存在,当前法规中清算成本过高的问题有待解决,中国OTC业务未来会有很好的发展前景。

监管法规方面近几年有很多变化,美国、欧盟、亚太地区法规都有变化,这为行业带来一些问题。”金泰勒表示。她介绍说,欧洲此前发布了清算所等效性条款。合格清算所简称QC-CP,如果达不到要求,对其市场参与者资金要求就要提高20倍,法规生效时间为今年12月15日。银行等机构对此非常敏感,因为这关系到杠杆率、准备金及风险敞口控制问题。

此外,现行法规还存在清算价格过高的问题。打个比方,如果OTC交易成本是10美元,场内清算成本就是30美元。现行法规和全球政策目标存在矛盾:一方面监管机构在强调推出中央对手清算交易,加大透明度;另一方面又存在交易成本高的问题。这样,OTC市场交易人数会减少,或者用户

可能会设计出结构更复杂的产品。这都不是法规制定者希望看到的,未来法律法规上应该会出现变化。”她说。

OTC业务要有更加严格、透明和规范的清算。在金泰勒看来,新的监管要求有利有弊。从积极的一面来看,从官方角度肯定了清算所的重要性,资金能得到更安全的保障,这在金融危机中已经得到验证;但从消极方面来说,监管机构要求所有清算所采取统一做法,订出更多条款规则,这也可能带来一种模式风险。

OTC清算业务近年来得到长足发展。以CME为例,据介绍,该所OTC清算已扩大至利率掉期、信贷违约掉期等品种。其中,利率掉期保证金存款约为150亿美元,信贷违约掉期约为50亿美元。除着力扩大市场规模外,CME还推

出了跨产品头寸组合保证金冲销等旨在提高资金使用效率的新措施。

金泰勒最后还谈到了自己对中国OTC业务的看法。她认为中国国内市场发展潜力很大。她认为,包括中国外汇OTC、人民币掉期等业务都存在很多机会,离岸人民币清算未来会有比较好的发展空间,上海清算所也推出了大宗商品掉期产品。金融创新仍有发展空间,机构很多创新都是从OTC开始做,标准化、规范化后再做成场内产品,但法律法规要求过高可能会导致机构投入创新研发投入经费不足。

另据了解,CME与国内市场已有不少合作。除了与上海清算所有合作框架协议外,和国内所有期货交易所都签署了合作备忘录;机构方面,与中国银行已有多年合作。

## 不管欧佩克怎么干 原油熊市难免

证券时报记者 李辉

欧佩克近些年最重要的一次会议将于本周四举行,市场关注焦点在于欧佩克内部是否能就减产达成一致。不过,无论欧佩克做出什么样的决定,从商品长周期及货币汇率波动周期的角度来看,原油价格都将继续下跌。

自从纽约原油期货1983年推出以来,纽约轻质原油价格曾5次暴跌,分别是1986年、1991年、1998年、2001年以及2008年,并且碰巧赶上欧佩克价格战、经济衰退以及金融危机,当然也与商品周期和美元波动密切相关。

这次油价下跌仍无法摆脱商品周期和美元汇率波动的影响。从长周期角度来看,美元升值之路仍将继续,而欧元的跌势将持续到2016年,

商品熊市将持续到2017年。有分析师预计,2017年油价的波动区间为40~60美元。

此前油价5次大跌中的平均跌幅高达62%。随着全球经济放缓以及欧佩克和美国原油产量大幅增长,从今年6月高点至今,油价跌幅已达32%。而美元指数从5月低点上涨的幅度达到10%,欧元跌幅达12%。商品指数今年跌幅达17%,并在本月创下5年新低。

自2008年12月会议以来,欧佩克一直没有削减产量目标。纽约原油在过去5年间只有1年出现下跌,欧佩克也因此受益匪浅。据统计,今年10月,欧佩克日均产量为3097万桶,连续5个月超过其产量目标3000万桶。

欧佩克本周四的会议将决定是否

减产,包括沙特在内的主要产油国坚持不减产,更关心其市场份额。而其他一些国家,比如委内瑞拉,则要求采取措施支撑油价。据彭博对20位分析师的调查显示,分析师的看法存在明显分歧:一半分析师预计欧佩克会支持减产;另一半分析师预测欧佩克不会有所动作。不管欧佩克做出什么决定,都将面临巨大挑战。

尽管欧佩克过量生产原油,但此前欧佩克未能释放出停止增产来阻止油价跌至4年低点的信号。这使得会议结果更加难以推测。面临如此大的不确定性,对冲基金显然打起了退堂鼓。据美国商品期货交易委员会公布的最新数据显示,截至11月18日的一周,对冲基金的净多头寸降低4.1%至17.5万手,多头寸跌至18个月低点24.8万手。据交易所数据显示,截至11月20日,纽约轻质原油期货持仓下降至140万手,创

2012年7月以来最低水平。

一些央行的宽松货币政策或许为商品市场提供了一些支撑,市场预期央行采取的措施能够提振经济增长,进而增加原油需求。央行最新的动作是,中国央行上周五意外降息。欧洲央行行长德拉吉讲话称当通缩风险显现将会扩大购债规模,而后欧洲央行正式宣布开始购买资产担保债券。欧洲央行举动使得欧元重挫,下行到本月初低点附近。欧元的大幅下挫推动美元相应飙升,进而又打压了油价。

不管本周欧佩克做出什么决定,即便油价出现反弹,也只是熊市中的一个修正。在美元升值和商品熊市周期中,他们的决定起不了什么作用。在美元贬值和经济增长周期中,欧佩克像天才;但是当美元转为升值,经济放缓时,欧佩克更像小丑。

## 期现套利 带来沪胶期限结构转变

彭程

上周四,沪胶期货合约进行主力合约换月,RU1505持仓量超过RU1501合约。与此同时,当天远月RU1509合约出现贴水。第二天,RU1509盘中跌至跌停板,收盘报下跌3.72%或480元/吨。主力合约RU1505受此拖累,亦下跌了2.76%或360元/吨;而连续合约RU1501相较坚挺,仅下跌0.19%或25元/吨。按收盘价计算,近月RU1501合约升水RU1509合约240元/吨,升水RU1505合约140元/吨,经过两个交易日,沪胶期限结构由正向市场转向反向市场。

正向市场是指现货价格低于期货价格或近期月份合约价格低于远期月份合约价格。正向市场的产生是因为期货价格中要包含持仓费用,包括为拥有或保留某种商品、有价证券等而支付的仓储费、保险费和利息等费用总和。而反向市场,则刚好反过来,现货价格高于期货价格或近期月份合约价格高于远月合约价格,产生的原因在于拥有现货能获得便利收益,反映出市场对现货商品的需求要大于对远期商品的需求。

笔者分析,伴随着主力合约换月,沪胶期限结构发生重大转变的原因可能主要源于以下三个方面:首先,对于天然橡胶大格局,市场主流资金的观点仍然偏空;其次,近端存在两个利多风险:一是东南亚主产国政府不断出台挺价言论,包括要成立地区性橡胶市场、同意管理天胶出口等;二是囤积收储可能。这三大因素共同作用,在沪胶价格趋势性不明朗的情况下,使得市场资金选择做多近月RU1501合约而做空远月RU1509合约,最终使得沪胶期限结构发生扭转。

上期所沪胶近两年以来合约间呈现升水结构。在基本面供过于求的大环境下,期现套利者通过买入现货,同时在期货上做空并不断移仓以获得展期收益。最后当达到一定程度,期货升水现货的幅度会逐渐收窄,持平甚至贴水现货,此时套期保值者平掉期货、现货两个市场

上的头寸。尽管此时现货头寸由于价格不断下跌而出现亏损,但因为期货下跌的幅度要大于现货,故期货头寸获得的盈利将超过现货头寸的亏损,最终总收益为正。

那么,上述套利中期现货价差发生收敛的关键因素是什么呢?笔者认为,撬动两个市场价差变动的关键因素就是两个市场的相对库存水平。由于期现套利者不断进行这一操作,从而使得期货库存与现货库存发生了背离:截至11月中旬,青岛保税区总库存已不足14万吨,其中天然橡胶已降至10万吨以下,复合胶也只有2.6万余吨,现货库存回到2011年9月时的水平;而上海期货交易所的库存则是节节升高,截至11月21日,库存已突破18万吨,即使剔除掉即将到期的6万吨老胶,这一库存水平也属历史高位。而且,只要天然橡胶保持正向市场结构,那么就存在期现套利空间和展期收益空间,上期所库存就容易增降。在现货不断去库存的背景下,上期所库存逐渐压制期货对现货的升水以及期货远月合约对近月合约的升水。

那么,上周发生的RU1501对RU1505、RU1509大幅升水,是否宣告期现套利的终结呢?笔者认为,由于目前期货价格仍高于现货价格,因而套利空间仍然存在。与往常不同,因期限结构从正向市场转向反向市场,从而仓单交割压力将转向近月端而不再是远月,那么原先通过不断展期,使得期现价差收敛的路径将转为直接选择近月或次近月交割,期现套利者直接获得基差收益而非展期收益。回到行情,对期现套利者而言,目前的期限结构使得交割至RU1501上应该是最理性的,但由于目前RU1501相对其他合约坚挺的原因主要在于市场对近期囤积收储的猜想,若利多因素落空,此合约面临较大下行风险。因而可以看到,本周RU1505贴水RU1501幅度收窄至5元/吨,也是期货市场预期结构急剧变化下的理性回归。

(作者系光大期货分析师)

## 棕榈油期货 有望迎来低位反弹行情

招商期货团队

进入8月下旬以来,马来西亚棕榈油和芝加哥期货交易所7豆油持续3个月呈现震荡行情。主要因这段时间国际油脂缺乏新的利多和利空消息,基本面上未有实质性的因素打破短期的供需平衡。但考虑到后期马来西亚棕榈油将进入低产周期及马来西亚将终止对广泛使用的汽油和柴油进行的补贴,市场预期生物柴油的需求亦开始增加,预计后期国际油脂市场震荡向上。

而国内油脂市场自8月份以来库存持续下降,后期有望进一步下降,导致现货市场已出现了一定的抗跌性,油脂市场整体基差走强,特别是棕榈油。另外,考虑到后期油脂的抗跌性,油脂市场整体基差走强,特别是棕榈油现货基差接近100元附近的水平。综合国际国内油脂基本面阶段性趋好,及考虑到油脂绝对价格处于相对低位水平,我们预计棕榈油市场有望迎来低位反弹行情。

据油世界报告显示,2014/2015年度全球油脂的消费预计将超过产量导致全球油脂市场开始迈上去库存化之路,从基本面的角度给全球油脂市场筑底奠定了基石。另外从时间节点上,马来西亚棕榈油进入低产周期,往年10月份开始马棕产量开始步入季节性下降,而今年8月份已出现高点。其次,马来西亚政府表示将终止对广泛使用的汽油和柴油进行的补贴,市场预期生物柴油的需求有望增加。

从两大棕榈主产国的供需平衡表来看:2014年马来西亚棕榈油预计维持上年度的库存消费比,印尼棕榈油库存及库存消费比均下降,基本面在改善。综合2014/2015年

度全球油脂去库存化的大基本面上,及后期棕榈油步入季节性产量下降周期,我们预计国际棕榈油有望迎来低位反弹行情。

国内油脂市场自8月份以来库存持续下降,后期有望进一步下降,导致现货市场已出现了一定的抗跌性,油脂市场整体基差走强,特别是棕榈油现货基差接近100元附近的水平。主要因棕榈油库存下降明显。

随着近期豆油进口到港的减少,全国豆油库存亦开始出现下降趋势。综合全国豆油和棕榈库存来看,自8月份以来,总库存亦出现明显下降,导致整体油脂基差走强,特别是棕榈油。另外,考虑到后期油脂的抗跌性,油脂市场整体基差走强,特别是棕榈油现货基差接近100元附近的水平。综合国际国内油脂基本面阶段性趋好,及考虑到油脂绝对价格处于相对低位水平,我们预计棕榈油市场有望迎来低位反弹行情。

国内棕榈期货市场短期仍被空头主导。从我们对棕榈油脂主力持仓动态跟踪中发现,近几个月来的多空主力持仓对比,都是空头占据着绝对优势。这说明从资金面上对油脂市场来说还不具备快速上涨的条件。

基于2014/2015年度全球油脂市场开始步入去库存化之路,及国内油脂市场油脂库存持续下降,导致国内油脂现货特别是棕榈油表现一定的抗跌性,我们认为油脂市场有望触底反弹。但综合考虑到国内资金面仍是空头主导,估计油脂的筑底之路不会反复,而棕榈油P1505近三个月来持续围绕5300元一带上下窄幅震荡。综合以上各因素,我们的策略是在5300元一带布局棕榈油多单去寻求棕榈的低位反弹行情。