

资金骤紧重挫商品市场

摘要:

本周商品期货普遍大幅暴跌，新上市的铁矿石期货成为引人注目的跳水明星，本周连跌 5 天，I1405 累计跌幅 6.04%;焦煤和焦炭冲高回落，JM1401 一周累计下跌 3.37%，RB1401 和 RB1405 累计下跌 2.3%。我们认为，上周国内货币市场从相对宽松到骤热紧张的变化，是触发商品暴跌的主要原因。未来钢价下跌的动力可能来自钢厂，钢厂年末还债压力巨大，可能不得不降价来争取订货，钢厂不断释放低价资源，钢贸商只能降价跟进，导致钢价持续下跌。下周有望加速下跌，RB1401 可能轻松跌破 6 月份 3442 低点，重要的支撑位在 3410 附近。



智慧创造奇迹
一流的咨询, 卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

王铁山

021-50431853

wangtieshan@nawaa.com

1、螺纹期货连续下跌，钢材现货稳中有降

本周螺纹期货连续下跌。主力合约 RB1401 周一以 3558 低开，最高冲至 3583，随后 4 天连续下跌，周五最低 1593 元，收盘 1594 元，周 K 线连续收出带有上影线的中阴线。

值得关注的是，周五 RB1401 在大跌中减仓 5 万手，多头主动抛售是 RB1401 大跌的主要原因。而目前 RB1401 还有 120 万手持仓，随着交割月的临近，资金可能大规模离场，RB1401 面临巨大的抛售压力，预料 6 月份 3442 低点可能被轻松跌破。

本周螺纹主力合约继续移仓换月，RB1401 减仓 10 万余手，成交量快速萎缩，而 RB1405 增仓约 17 万手，总持仓达到 92.6 万手，较上周增加增加 3.5 万手。成交量开始超过 RB1401。尽管如此，RB1405 的成交量仍低于持仓量，显示资金并未大规模进入 RB1405,承接盘不足，RB1405 仍有下跌空间。

本周现货市场总体下跌，板带材跌幅尤其明显，上海、广州热卷跌 70，天津热卷跌 30；HRB400 螺纹上海市场跌 40 元至 3400 元；北京天津市场稳定在 3340 元左右，建筑钢材价格相对稳定是因为价格太低，热轧普碳材主要品种运行在 3300-3400 之间。本周钢坯下跌 30 元，进口粉矿下跌 10 元，但二级冶金焦上涨 25 元，钢厂的生产成本没有降低，亏损在进一步加大（图 6）。

据我们调查，目前钢贸商普遍库存较低，而本周钢材市场库存仍在小幅下降，市场供应压力不大。这种情况下，多数公司不愿意在期货市场上抛空，因为没有库存压力。但钢贸商也普遍反映需求较差，多数人对后市并不看好，买入的积极性也不高。

钢贸商普遍库存较低，很多钢贸商认为价格已跌至历史低价区间，根本不愿意赔钱抛货。但我们认为，未来市场下跌的压力不是来源于钢贸商，而是来源于钢厂。“债务沉重、持续亏损、资产负债表不断恶化”是国内钢厂的普遍现状，年末还债压力巨大，钢厂需要最大程度的创造现金流，可能不得不降价来争取订货，钢厂不断释放低价资源，钢贸商只能降价跟进，这可能是市场下跌的主要动力源。

目前市场唯一的不确定性在于环保治理。北方持续的雾霾天气，可能导致政府出台更严厉的环保政策，但这种影响，仍需要观察。

图 1、本周螺纹期货连续下跌，钢材现货稳中有降

图 2、螺纹期货受制于现货，基差仍表现为较高升水

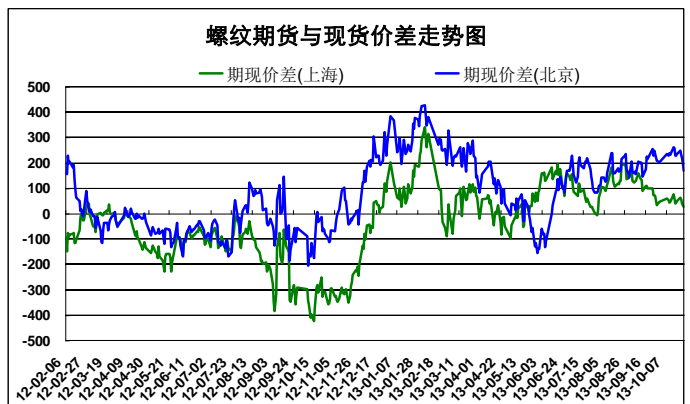
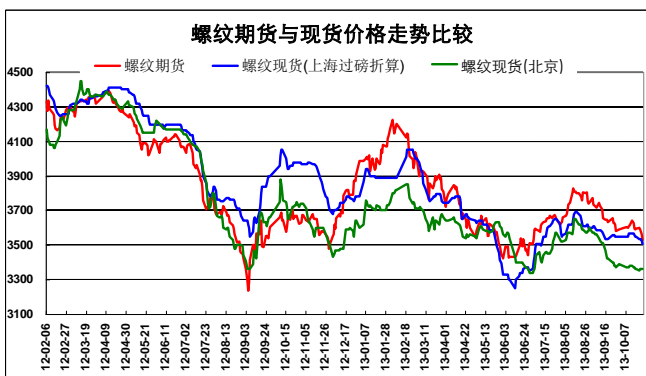


图 3、本周螺纹上海跌 40，广州涨 20 北京平稳

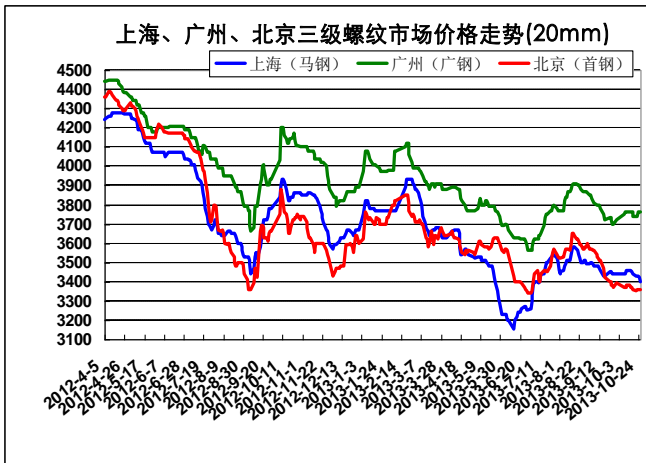


图 4、本周线材上海涨 30，广州平稳，北京跌 40 元

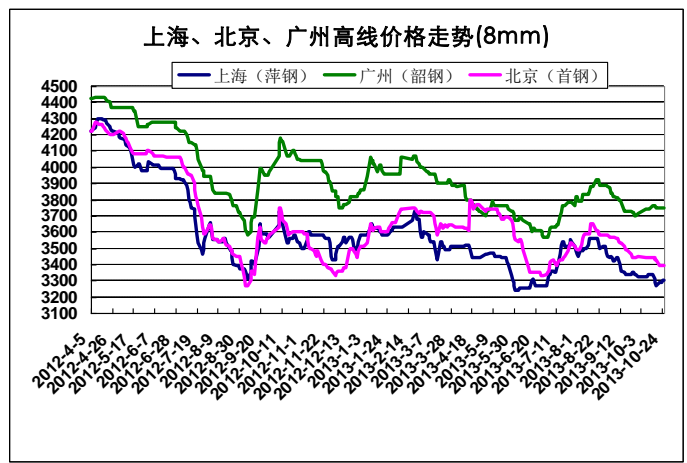


图 5、本周热卷上海跌 70，广州跌 70，天津跌 30 元

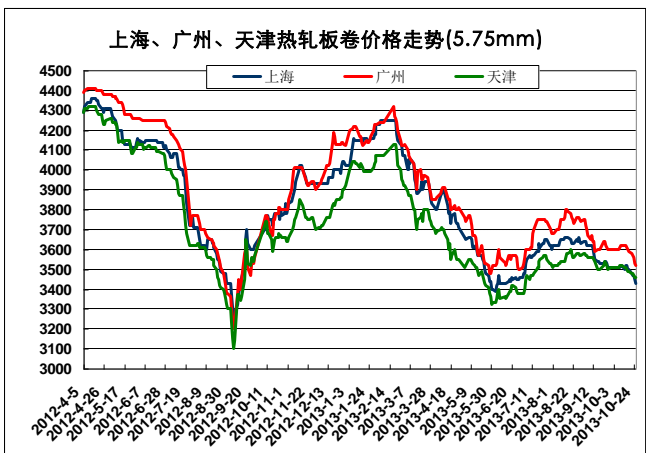
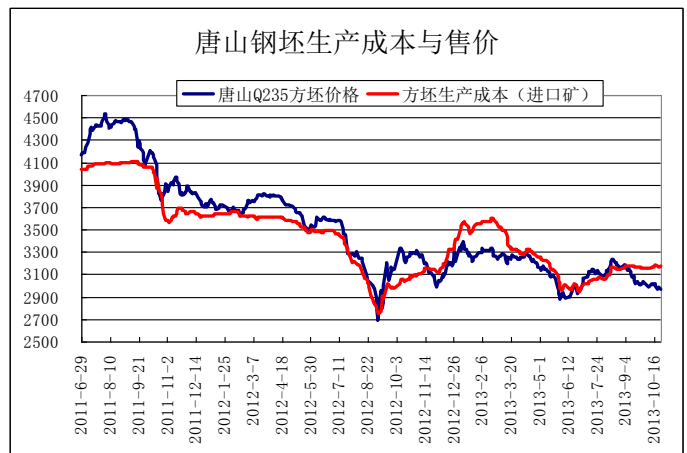


图 6、本周唐山钢坯跌 30，矿焦坚挺成本难降炼钢亏损扩大



数据来源：上期所 钢之家 南华研究

数据来源：钢之家 南华研究

图 7、本周主要城市螺纹线材总库存小幅下降

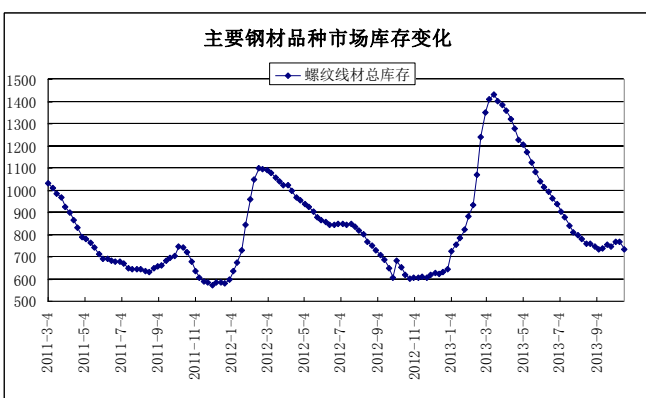
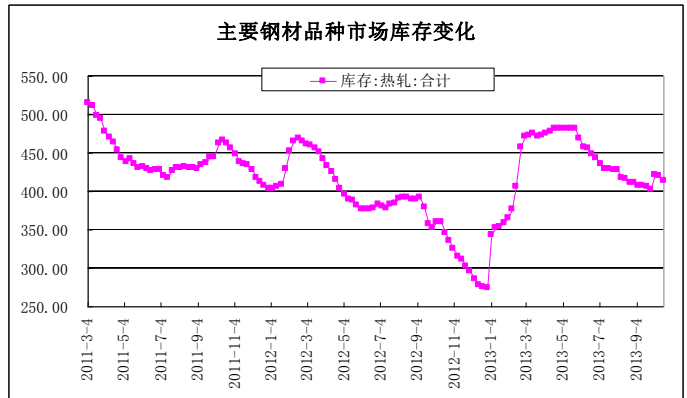


图 8、本周热卷库存稳中略降



2、资金骤紧触发商品暴跌

本周商品期货普遍大幅暴跌，新上市的铁矿石期货成为引人注目的跳水明星，本周连跌5天，I1405累计跌幅6.04%；焦煤和焦炭冲高回落，JM1401一周累计下跌3.37%，J1401累计下跌2.56%，铜Cu1401累计跌2.11%。我们认为，上周国内货币市场从相对宽松到骤热紧张的变化，是触发商品暴跌的主要原因。

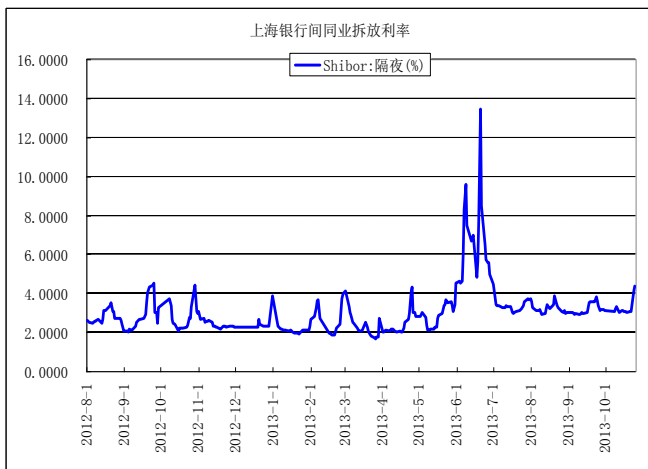
10月上、中旬，市场资金面相当宽松，这一方面是由于央行的呵护，9月末，央行以逆回购的方式向市场大规模注入流动性，缓解了9月末资金紧张的局面，此后，央行一直通过逆回购操作投向资金，以维护流动性稳定；另一方面是由于外汇占款大幅增加，9月新增外汇占款为1263.6亿元，比8月多增990.4亿元，连续2个月回升，外汇占款大增改善了市场流动性。10月中上旬，上海银行间同业拆放利率持续走低，显示货币市场流动性相对充裕。

但从10月23日起，上海银行间同业拆放利率（Shibor）突然大幅走高，所有品种都出现加速上涨迹象，其中隔夜利率从10月22日的3.0520%涨到25日的4.3670%；一个月拆借利率从月初的4.7070%涨到6.4220%，短端和长端利率都创出7月份以来新高，且处于2年以来较高水平。尤其是一个月拆放利率更好地反映了市场对未来利率走势的预期，显示目前资金紧张程度处于2年以来的较高水平。

本周资金骤然紧张，不仅导致现货市场连续下跌，也严重打击了商品市场看涨预期，多数商品期货破位下跌，是否会引发一轮中级下跌行情，我们认为，这要看未来1-2个月资金面能否得到有效改善。

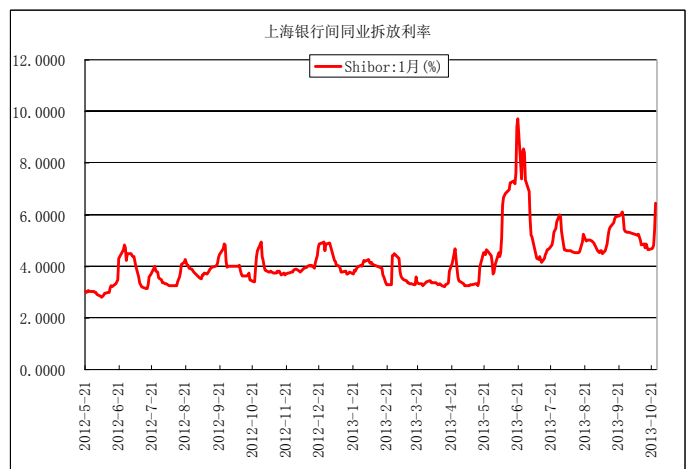
6月份的“钱荒”让市场至今心有余悸，临近年末，未来货币市场“钱荒”是否会卷土重来？从7月份以来，Shibor低点反复抬高、高点不断向上拓展空间，从技术分析的角度看，年末利率再次大幅飙升的可能性不能排除。

图7、上海银行间隔夜拆借利率创7月以来新高



数据来源: WIND 南华研究

图8、上海银行间一个月拆借利率创7月以来新高



数据来源: WIND 南华研究

我们注意到，8月份以后，由于数据反映国内经济回升向好，而美联储推迟退出QE，这导致人民币远期汇率升值预期增强，国际热钱再次流向中国，外汇占款大幅增加导致国内基础货币投放相应增加，流动性相对充裕，货币市场似乎并不差钱。有机构据此认为，目前的“钱紧”是央行在公开市场上暂停逆回购操作所引发的，而央行总体上仍然维持中性货币政策，不会接受银行间市场利率的大幅飙升。“央行仍有足够的货币政策工具保持市场利率的平稳，银行间流动性归根结底还是取决于央行的货币政策态度”。

我们认为，这种观点过于乐观，央行的货币政策受到很多因素掣肘，并非“一切都在央行掌握之中”，后期流动性紧张的情况仍将加剧。这其中的根本原因，是因为中国经济的高速发展，是建立在货币扩张和债务扩张的基础之上，而目前扩张周期已经结束，必将导致资金面长期紧张。

以钢铁行业为例，多年以来，我国大部分钢铁企业，依靠不断增大举债规模实现了快速发展，一个年产几十万吨的小钢厂，短短数年便发展成百万吨甚至千万吨级别的钢厂。高速发展之下，利润积累十分有限，更多资产来源于负债。我国80%以上的钢铁企业资产负债率都超过70%，这导致财务成本居高难下，企业连年亏损。但由于能不断借来更多的钱，年年亏损也不影响企业的正常运行。一旦企业不能借来更多的钱，来弥补亏损和偿还债务，企业的发展便面临种种麻烦。目前，钢厂正面临“不能借来更多钱”的阶段，钢厂对资金有巨大渴求，在想方设法融资、找钱，尤其是到年底还债高峰期，常常采用各种手段争取现金。企业的这种状况一旦合流，就会导致资金急剧紧张。

地方政府的债务可能还要复杂一些，因为地方举债有政府信誉做背书，借钱更容易一些，几乎不受限制的债务扩张，让很多地方建设项目忽视成本控制，投资效益十分低下。一个机场，一条高速公路，多花一千万也是建，多花一个亿也是建，很多工程层层转包，费用层层加码，大量工程款流到项目建设之外。但最后这些钱都是需要地方政府来偿还的。地方政府一方面有不断扩大的到期债务，一方面要建设更多项目来维持地方经济的快速增长，因此，地方政府比企业有更大的资金渴求，年末，地方政府获得资金的内驱动力也强于企业，这是资金骤然紧张的更深原因。

在资金骤紧、偿债压力剧增的背景下，很多采购需求都会暂时停下来，需求可能快速下降，这就触发了商品期货暴跌。

3、铁矿石期货贴水运行，预示钢价仍有较大回落空间

本周铁矿石成为期货市场最为瞩目的跳水明星。上周五，大商所给出铁矿石上市基准价为950元，这恰好就是62%粉矿的市场现货价格。由于目前螺纹钢、焦煤、焦炭远期合约都远高于现货价格，市场普遍预期铁矿石可能出现一波升水上涨走势，尤其是近期上市的动力煤期货，上市后逆势走强，连续升水，更让市场普遍认为，铁矿石期货上市后将上涨。

但让人大跌眼镜的是，铁矿期货除上周末上市第一天上涨外，本周连跌5天，I1405周五以918的低价收盘，一周累计下跌6.04%，跌幅居所有期货品种榜首。至周五，I1405低于标准品62%粉矿现货价格3.37%，铁矿石期货连续贴水走势已形成。

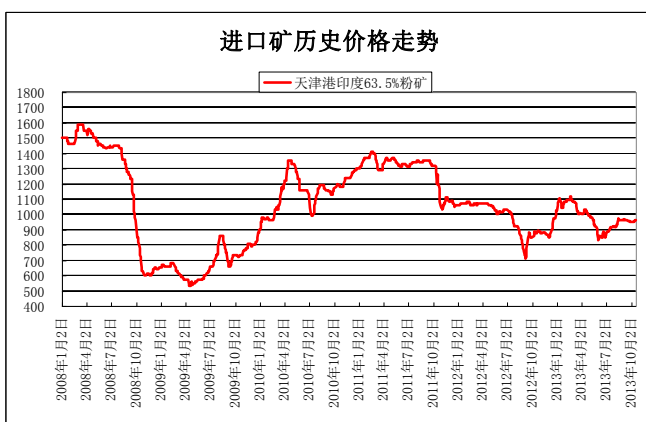
由于铁矿石决定了钢材的主要生产成本，铁矿石期货的贴水走势尤其值得关注。近几年，在钢铁产业链中，矿价最为坚挺，矿价是钢材价格最为重要的成本支撑，而铁矿石期货刚刚上市，远期合约就在现货价格基础上连续下跌，反映市场普遍看跌铁矿石后期走势。

从现货价格分析，950元/吨的粉矿价格，略低于近5年来的平均价格，属于历史中位价格，但相对于钢铁企业的普遍亏损，矿价还是太高了，高价铁矿石几乎吃掉了钢铁产业链的全部利润，加剧了钢铁行业的危机，这种状况必定难以延续。矿价中期下跌已经成为市场共识，铁矿石期货的贴水走势，反映了这种市场共识。

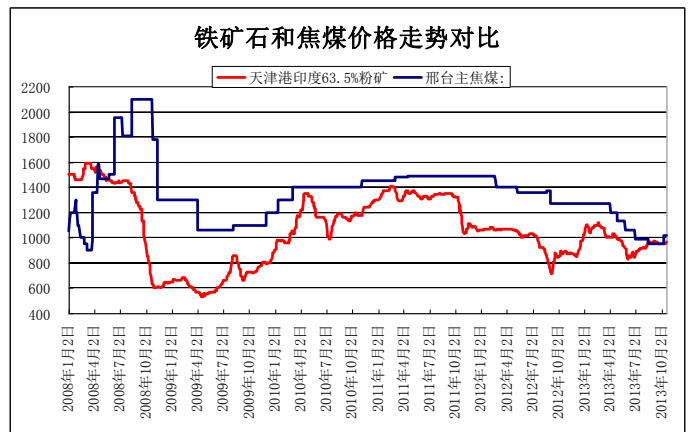
另外，决定钢铁生产成本的另外一个主要原料——焦煤，今年也出现了4年以来的最大跌幅，近几年焦煤价格的坚挺程度甚至高于矿价（如图10），铁矿石、焦煤的下跌，预示着钢铁生产成本将逐渐下降。

在生产成本趋向下降的情况下，螺纹期货远期合约的升水状况难以延续，RB1401正在成为现货合约，价格逐步靠近现货价格是大势所趋。而新生主力合约RB1405由于升水太高，在高升水情况下也难以形成多头行情，未来RB1405也将首先跌向现货价格，在此过程中，现货也在下跌，因此我们判定，RB1405目前仍存在较大回落空间。

图9、铁矿石价格振荡下行，目前现货价在五年均价附近图10、坚挺的焦煤价格今年出现了4年以来的最大跌幅



数据来源：WIND 南华研究



数据来源：WIND 南华研究

4、后市展望：可能再创新低

从现货层面看，中国钢材需求的高速增长，是建立在货币扩张和债务扩张的基础之上，目前随着货币扩张周期的结束，无论是地方政府还是企业，想通过不断增大举债规模来实现快速发展，都是很困难的事情。这意味着“中国需求”高速增长已经难以延续。在产能过剩和资金紧张的双重压力下，钢材现货价格难以出现大的上涨行情。另一方面，由于包括钢材在内的多数商品价格已经跌到生产成本以下，钢材现货价格也难以出现流畅的下跌行情，钢材现货价格将在一个较窄的区间内运行。

从期货操作层面看，现货的窄幅波动，限制了期货的操作空间。但期货市场的资金从来不甘寂寞，期货可以从升贴水上来打开操作空间。因此我们判断，对现货大幅升水的 RB1405 难以成为多头合约，因为没有上涨空间。RB1405 要成为多头合约，首先要挤掉升水，最好能够贴水，未来才有上涨的高度。这意味着，从操作层面考虑，RB1405 在建仓阶段，将跌向现货价格，出现贴水的可能性，也不能排除。

技术上看，RB1401 在跌破前期 3541 的低点后，下一个下跌目标将是 6 月份 3442 的低点。目前 RB1401 有持仓 120 万手，资金需要大规模退出 RB1401。周五多头恐慌性减仓，RB1401 快速远离中短期均线，有加速下跌的迹象，下周可能轻松跌破 6 月份 3442 低点，再创下跌新低。

从周 K 线看，周 K 线的 BBIBOLL 指标的上下轨喇叭口逐渐张开，可能出现周线级别的加速下跌，周线的支撑位在 3406 附近。

操作建议：

有加速下跌迹象，保持做空思路，不必理会盘中的小幅波动。RB1401 在 3500 上方可以积极卖出，空单继续持有，耐心等待 3410 附近的平仓机会。

图 9、螺纹 RB1401 合约日 K 线图



图 10、螺纹 RB1401 合约周 K 线图



资料来源：博弈大师

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道193号定安名都3层(310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号粮食大厦东五楼(314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼(315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路73号锦江国际花园9号楼14层(450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园3期1号楼2302室(325000)
电话: 0577-89971808/89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街28号富卓大厦B座8楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号保利科技大厦201室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路41号大安大厦A座802室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中232号
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座728-729室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路63号11楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601室
电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

上海营业部

上海市浦东新区松林路300号期货大厦1701室(200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路95号天和大厦401室(318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路554D-6号和平现代B座3-4号(116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区庆阳路488号万盛商务大厦26楼(730000)
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街30号广电士百达大厦五楼(610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼501、601室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道1277号香格里拉大厦711室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦1单元2501室(266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路663号3楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路51号新港澳国际大厦15层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路77号侨鸿国际商城908室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路1号亚太商谷2幢1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号景峰国际25层
电话: 0351-2118016

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net