

行业会议纪要——第二届中国钢铁金融衍生品国际大会

6月16日 星期五

东吴期货研究所

倪耀祥

021-6312 3060

niyx@dwqh88.com

杨中平

021-6312 3063

yangzp@dwqh88.com

张璐

0512-62938535

Zhangl@dwqh88.com

期市有风险，投资需谨慎！



研究所办公地址：

上海市-黄浦区西藏南路
1208号东吴证券大厦6楼苏州市-工业园区星阳街5
号东吴证券大厦8楼

2017年6月15-16日，第二届中国钢铁金融衍生品国际大会在上海浦东香格里拉酒店隆重召开。本届大会以“变革和融合”为主题，主要议题包括弘扬风险管理理念，推动实体经济；积极利用衍生品市场管理价格风险；充分发挥衍生品市场服务实体经济的功能，促进钢铁行业的持续健康发展等。旨在通过建立一个面向钢铁与金融行业的产融对接大平台精准把脉市场、聚焦客户需求、展望后市形势。下面是各位嘉宾主题演讲的纪要：

一、“钢铁行业运行分析及重点问题关注”——中国钢铁工业协会副会长 王利群

王会长从钢铁行业运行特点和钢铁相关衍生品情况两方面进行了阐述。

首先，我国钢铁产量增加、出口下降、消费略有增长。其中，1-4月份，全国粗钢产量27387万吨，同比增长4.63%，平均日产粗钢228.22万吨，同比增加11.83万吨。其中4月份粗钢日产242.59万吨，创历史新高。同期，全国生铁产量23821万吨，同比增长4.20%，今年各月生铁产量水平均高于去年同期。

我国钢铁表观消费增幅较大，实际消费略有增长，但需要注意的是表观消费和实际消费出现了差异，主要差异可能集中在钢厂上。

其次，我国钢铁市场呈现价格平稳、效益回升、产业链均衡发展维持的特点。其中，会员企业效益回升，产业链均衡发展维持。另外，钢铁行业好转的基础其实欠稳，差异加大、市场不确定性增加。王利群直指产能过剩矛盾并未完全得到解决，利润增加刺激产能快速释放，供求关系仍存在很大变数，企业杠杆率居高不下，生产经营仍面临困难，且区域性差异比较大。

总结下来，当前实体企业对期货关注度增加，许多企业已成立期货部门，并尝试操作。期货市场已成为现货市场的重要方向标，建议企业要不断学习，积极参与。此外，交易所应与行业和企业形成良好互动，共同维护行业平稳运行，而期货市场应进一步增加交割量、加强主力合约连续性。

二、“中国2017年经济金融展望”——中国银行业协会首席经济学家、香港交易所首席中国经济学家巴曙松

巴曙松从宏观角度来阐述中国2017年经济金融政策的情况。他指出，中国经济进入结构转换期，面临经济增长新动力的形成和旧动力的逐渐弱化。2016年，全年新增信贷投放集中于居民中长期贷款，累计占比达到45%。2017年，在房地产政策收紧情况下，信贷投向基建和新兴产业。他认为银行资产负债表的膨胀背后是地方政府债务、房地产融资以及“两高一剩”行业的融资膨胀，并预计债务置换带来的新增信贷约4.5万亿。

2017年，巴曙松则预判中国经济的短周期复苏在1、2季度之后见顶回落，其中短周期内的地产投资拐点已经出现。基建投资全年将呈现前高后低走势，下半年开始预计将出现小幅回落。制造业投资企稳，但内生动能存在行业分化。他认为这一现象的背后其实昭示了中国经济新旧动能逐步转换的过程。出口情况则因2016年3季度至今全球贸易持续复苏的推动正走出低谷。在消费方面，巴曙松称收入的制约、结构的裂变、汽车产销高增长转负都将令中国消费出现分化，增速稳中放缓，其中一线城市的消费降级与三四线的消费升级并存。

随后巴曙松进一步分析了中国经济转型发展的情况。他称我国新投资拉动的需求在帮助旧投资转型，而金融去杠杆则是影响 2017 年金融市场和宏观经济的重要变量，同业存单量价齐升，现已成为加杠杆的新途径，表外理财——尤其是同业理财成为表外扩张的主要工具。资产端则通过各类载体，形成资金获取、投资管理和通道的三层资管结构，最终流向各类标准化和非标金融资产。委外市场因缺乏专业投研团队、地方监管严格、投资受限等原因应运而生，涉及到银行扩表和采用质押、期限错配等方式再次加杠杆。

三、“商品重回熊市？”——敦和资产宏观策略总监 徐小庆

徐小庆认为，今年商品价格的下跌不能简单归结于宏观调控所引发，而去年工业品价格上涨有需求推动的因素，但涨幅也难以用需求解释，这种变化或还是因供给端发生了变化。今年以来，产能过剩行业生产普遍加速，其中，电厂煤耗同比增速中枢显著高于去年，化工品 PP 供应加速则导致其价格持续回落。徐小庆指出化工企业多以民营为主，其受政策影响相对偏小。今年产量方面控制得最好的行业其实是水泥，而这样也使得水泥与螺纹钢价格出现明显背离。

虽然商品价格的回调很正常，但商品价格是否会回到持续下跌的熊市？——徐小庆认为可能性很小。历史上来看，工业品的熊市都发生在 M1 增速低于 M2 的时期，而和工业品价格走势最相关的是 M1 的增速。在 M1 的增速低于 M2 增速时，可以看到商品价格形成比较流畅的调整，而现在显然未进入这样的阶段。房地产市场上，新开工数据尽管下降，但施工面积增速继续上升，当地产销售热点自一、二线向三、四线城市转移。而且徐小庆认为“今年的新开工增长水平很难会低于去年。”

进一步分析商品主要品种，徐小庆指出原油之前从 110 美元/桶跌至 20、30 美元/桶正是启动商品熊市的重要因素。原油价格是整个商品价格的中枢。今年虽然原油价格依然低迷，但却已处于相对底部，若无继续大幅度下跌，商品价格下跌空间也不会很大。

随后，徐小庆谈到了当前市场普遍关心的流动性趋紧问题。他指出，金融机构已经开始了去杠杆，其中中小银行是去杠杆的主体，回购利率已趋于平稳，同业存单存量开始下降、利率冲高后回落迹象。针对货币市场问题，徐小庆首先谈到过去一个月人民币汇率的波动性很值得研究。5 月底人民币突破 6.83，这是两年多以来人民币首次的第一次反弹即突破前高。而今年以来，美国在加息周期中国债利率却在向下走，2 年期利率和 10 年期利率背离，又引发国内利率与国外利率水平扩大。他认为，美国的长期利率不会超过基准利率最终的目标价位。

总结来看，徐小庆预期商品市场价格将维持震荡偏弱运行，但还不会呈现出趋势性下跌的走势。

四、“期货市场的发展与制度创新——铁矿石期货国际化”——大连商品交易所工业品事业部 敬铭轶

他指出，通过中国期货市场的长期发展，近十年成交量增长率高达 35%，从商品角度来说，中国几家商品交易所的成交量、持仓量在全球的商品类来说，早已经跃居全球第一了。就大商所来说，当前为全球最大的铁矿石期货市场、最大的塑料市场，最大的油料市场，最大的煤炭焦油市场，最大的农产品市场。就铁矿石期货市场而言，敬铭轶称现在的铁矿石期货只接受国内的参与。现在大商所希望打开这个通道，在平台下引入境外的投资者、交易者，用其现有的合约进行交易。

从当前来看，境外投资者的资金最终还是要落在国内，需要开立国内账户，外币在初期可接受美元作为冲抵的保证金。而系统与是大商所是同业的平台，这对于系统也提出了更高的要求。总的来说，铁矿石期货引入境外投资者尊从了证监会规定的特定品种期货交易管理暂行办法，国家相关部委规定了配套政策，包括财政总局、海关总署，当前已有相关框架，只要铁矿石被列为特定品种，就自动可在这个框架下对外开放。

敬铭轶还表示，接下来大商所下面要做的工作就是要积极推动把铁矿石期货作为特定品种；择机推出铁矿石期货引入境外交易者这项制度，并表示大商所设计制度的初心是便于发现更合理的价格，同时给客户提供一个套期保值风险管理的工具。

五、“2017年钢材期货运行形势分析与展望”——上海期货交易所商品一部 陈晔

陈晔表示上海期货交易所09年就推出了螺纹钢和线材期货，并作为保值工具发挥了它的功能。他指出，上期所的螺纹钢期货目前已是全球最活跃的钢铁类期货、热轧卷板期货是全球最活跃的扁平材期货。其中，螺纹钢期货品种的法人持仓量大概占30%、热卷占50%，套保效率达到了90%，总体处于较好水平。

陈晔还特别提到上期所目前正加快研发不锈钢和废钢期货。我国人均不锈钢消费量为13.6公斤/年，全球不锈钢消费居前的国家可以达到25-30公斤/年，未来不锈钢市场发展空间较大。废钢方面，多用1吨废钢铁可节约0.4吨焦炭，可减少1.7吨铁矿的消耗和1.6吨碳排放。此外，废钢市场不存在垄断，价格波动频繁，企业避险需求较大。

总体而言，陈晔认为，我国已具备推出废钢期货的基础条件。如果说推出不锈钢期货是顺应我国消费升级的发展趋势，那么推出废钢期货则是响应国家发展绿色经济，节能减排的重要举措。

六、“企业市场风险管理体系——有边界的自由”——北京华融启明管理技术股份有限公司执行总裁 石建华

他指出，企业应对市场风险进行评估，若超过能承受的程度即要进行风险预警，一定要设定风险管理的限度。“总结为6个字，那便是实现‘有边界的自由’。”——在一个框架内实现精细化管理，从而实现对风险的控制和利润的增长。石建华称。由此，石建华则指出衍生品的出现其实为主动毛利管理提供了便利。通过套期保值、通过绩效评估令风险下降。

在具体的企业市场风险管理体系建设中，石建华认为，企业第一要建立价格风险管理体系内部环境；第二，设定企业风险管理目标；第三，进行风险识别；第四，对风险敞口进行评估；第五，进行风险应对，包括选择管理工具、管理策略、套保模式、套保合约、套保比例等；第六，即实施风险控制；第七，予以监督检查与绩效考核；最后，对套期会计进行处理。最后，石建华提到了企业可运用CTRM（客户关系管理系统）以达到企业边际效益最大化。

七、“利用期货工具对冲经营风险的实践”——南钢股份证券投资部主任 蔡拥政

他坦言传统钢厂经营的难点其实也是风险点所在。具体而言，传统的经营模式使得采购、销售两端无法确定或者一端确定另一端不确定。此外，“负向剪刀差”吞噬利润，在钢价上涨时，成本上涨幅度大于钢价涨幅；钢价下跌时，成本下跌幅度小于钢价下跌幅度。蔡拥政称，在遭遇风险点时，可根据不同情况以套保应对。他直言，当前，在基差有利于钢厂时可能更倾向于进行套保，在基差不利于钢厂时可能更多选择按兵不动。现在，南钢在套保对冲的层次和体系方面总共达四个层次。

第一是基础套保，即锁价长单（买入）、敞口库存管理（卖出），而锁价长单也是最常态化的风险管理模式。第二是战略性套保，原燃料虚拟库存（买入）、产成品的预销售（卖出）。蔡拥政指出，战略套保是建立在研究和分析基础上的趋势管理，但由于能力积淀的不足及重大扰动事件的影响，可能出现趋势反向判断，当前也在着力进行研究。第三是虚拟钢厂套利，即做空钢厂利润（卖出螺纹钢，买入铁矿石、焦炭）或做多钢厂利润（买入螺纹钢，卖出铁矿石、焦炭）。蔡拥政称，南钢这几年尤其在虚拟钢厂套利方面加强了尝试和探索。第四则是配套体系的跟进，包括研发体系和决策体系。

蔡拥政还认为，期货风险控制主要集中于基差风险、政策风险、资金风险和操作风险，并称企业应做好绩效评价和绩效考核。

八、“铁合金期货及近期运行状况”——郑州商品交易所非农产品部 袁伟杰

袁伟杰首先简要介绍了铁合金产销情况。硅锰在 2016 年产量约 757 万吨，生产主要分布在宁夏、内蒙、广西、云南、贵州等省区。硅铁产量约 404 万吨，集中在青海、内蒙、宁夏、甘肃等省区。两大品种产量共计占铁合金总产量的一半，且几乎都无进口。硅铁、硅锰与螺纹钢期货价格高度正相关。而硅锰或因其小品种属性，在价格波动的节奏上可能会表现得更为灵敏和及时。

之后袁伟杰简要介绍了铁合金期货合约规则。他特别提出该品种的一大特性——交割制度确定性强。他指出，硅铁、锰硅期货的交割标的单一明确，都无替代品与品级升贴水。其次，交割区域确定。硅铁锰硅都无地域布局原则、不限制区域、能够开具信用仓单，保证在交割仓库交货即可。第三，硅铁、硅锰交割基准价为基准交割品在基准仓库出库时汽车车板交货的含税价格（含包装），相对而言更贴近现货贸易。

近期以来，硅铁、锰硅期货成交和持仓显著增加，法人持仓量在 30% 以上。此外，袁伟杰还指出铁合金期货的价格发现功能良好，2016 年 6 月-2017 年 5 月，硅铁期货与江苏贸易商价格相关系数为 0.93、硅锰期货与江苏贸易商价格相关系数为 0.93，且参与结构丰富，可以达到合金企业、贸易商、钢厂、机构种类全覆盖。

九、“期权运用的思路”——中金投资总监 陆文奇

陆文奇认为，做期权交易需要对期权交易元素有自己的观点，也就是作为分析员或者交易者，对市场的涨跌需要有很深入的判断。举例来说，比如当前有两位分析员。其一是传统型分析员，花 70% 的精力在思考原油是上涨还是下跌，调研，做各种各样的采访，做各种各样的思考，最后得出原油将上涨的结论。但他并没有真的花 70% 的时间去思考涨跌，研究只是围绕一个可能性，而非切实去思考原油是否跌破 40 美元/桶，成本和陡峭程度如何，资金面如何表现、政策面或如何发力，传导至市场将如何。传统型分析员可能在问及这些具体问题时缺乏一定的认知优势，但是期权交易员一般可直接了当告知对市场预判价格在哪个点位，油价会否跌破 40 美元/桶，或者跌破概率大概在多少。陆文奇深入浅出地阐述了其对于期权运用的思路，以案例表明传统的研究员利用的是传统的框架，对价格涨跌作预判，但对于期权某一个区域的认知其实远远不足。

最后，他再次总结，做期权交易，需要对期权交易元素、执行价和到期日这两个特定区间有超越市场的认知，而达到这种认知，有可能需要市场参与者和研究者改变或者调整现在传统的研究框架。

十、“基差定价在大豆压榨行业的应用”——九三集团油脂事业部副总经理 姜丽丽

姜丽丽以大豆压榨行业为例，阐述了大宗商品基差定价操作情况。她指出，大豆产业进口规模、价格走势和国际化程度深化的演变驱动着大豆产业的发展，并进一步介绍表示，当前压榨企业国际原料采购均是以基差（升贴水）+CBOT 期货作价为主要定价方式。她表示，影响进口大豆价差的因素很多，如主产地货物的供求，其中南美季、北美季都有很大差异；主产地物流的影响，包括驳船和铁路以及出口利润的增减。“各地的大豆基差每天都在进行变化。”目前，大豆基差已经大幅回落，而即使已身为资深行业人士，也很难在远期基差做到精准预期，采购、库存、到船等因素都在无时无刻影响大豆基差的变化。当前基差交易在压榨行业里已经普遍得到应用，特别在远期产品销售上，基差交易已是主要交易模式。

另外，她也提到目前大豆相关企业的风险管理重点已经从绝对价格转向期现价差管理，这降低了绝对价格波动的影响，并预期随着压榨行业基差交易的成熟和推广，会形成越来越大的其他相关产业的基差交易需求。

十一、“钢铁产业套期保值案例分析”——远大物产集团衍生品事业部主管 王强

王强首先亮出了目前宏观与产业形势的焦点。第一，我国 2017 年全年经济走势将呈现前高后低趋势；第二，螺纹钢生产利润处于历史较高水平并维持了一段时间；第三，电弧炉上马的形势未完全明朗。

钢厂视角下，王强认为其为生产利润的天然多头，并称在产业与金融配合给出丰厚生产利润的时点，如何锁定较长期限的利润是一个值得探讨的话题。他指出，居安思危，在这个时点利润较佳，但是假设四季度宏观形势非常差，差到了钢厂突然由于某种原因利润转负，届时其一定后悔在这样一个时点，没有做出合适的、一定程度的套保的动作来锁定相关的利润。”针对此，王强认为，应有效地去利用套期保值帮助钢厂实现平稳经营。他给出了盘面锁定、实货锁定、非固定价合约套保几种套保方案。其中，王强指出采用非固定价合约的方式可以带来更多的灵活性。另外，他也提出有更多更丰富的风险管理工具，比如场外期权，应用于螺纹钢、铁矿、焦炭等单一品种，或者更加贴近现货的现金结算掉期，并期望能帮助客户提供更加多的金融解决方案。

十二、“黑色系商品未来投资机遇”——杭州象石投资总监 宾益湘

宾益湘指出，从宏观角度来看，黑色系在 2016 年上半年开始的行情变动中受到了持续的房地产宽松政策的利好支持。但另一方面，多重刺激造成房地产价格大涨，金融高杠杆导致资金依然体外空转，叠加三月份美元加息影响，严重威胁了实体经济的良性运行，随着严厉的房地产调控政策出台，市场预期从三月中旬开始由亢奋转入悲观。从供应角度来看，针对中频炉相关政策的出台导致钢材产量下滑，所以上半年螺纹钢的坚挺与供应缺口的存在有关。需求方面，螺纹钢成交良好，但元宵后至 5 月末同比增速有所下降。库存方面，宾益湘认为螺纹钢供应端大幅缩减导致了库存的持续下降，目前库存进入增减幅都不会太大的平稳期。而在利润方面，今年以来，钢厂大部分时段都维持了 500 元/吨以上的高利润。另外，环保检查虽然一直压制钢铁市场产量，但高炉复产已恢复至检修前水平。

总结而言，宾益湘称巨大的市场分歧导致了螺纹期货盘面波动巨大，宏观预期看淡和高利润背景下的钢厂复产，叠加淡季弱勢需求是看空的主要理由，螺纹钢现货存在季节性回调的可能，但低库存和需求缺口论叠加高贴水现象又使目前螺纹钢盘面价格被低估，存在出现修复性上涨的可能。

宾益湘认为，综合来说，目前钢厂 1000 元/吨以上的螺纹高利润使得其无意挺价，市场预期已牛转熊，钢厂更倾向于落袋为安，出货保利润，而其高利润也抑制了贸易商囤货热情。库存上来看，螺纹钢近期出现大幅上升有压力，地条钢销售集中于农村，因此即使这块产能退出，对城市库存样本影响相对会滞后。未来电弧炉产量的释放将决定螺纹钢产量边际缺口是否存在，如果电弧炉大量建成投产则废钢价格势必大涨，导致电弧炉成本优势消失。宏观极度悲观的预期在后市需要得到修复，铁矿石价格在 50-60 美元/吨相对是一个较为公允的价格，且其供大于求格局依然会持续，铁矿石后期价格维持偏弱运行的可能性较大。总体而言，宾益湘认为螺纹钢现货价格存在季节性回调可能，盘面价格则有较大概率出现修复性上涨，铁矿石则相对偏弱。

十三、“2017 年钢材市场基本分析”——我的钢铁网总裁助理 任竹倩

任竹倩对钢铁产业运行情况做出了详尽的介绍。她指出，2017 年上半年钢价冲高回落，反复震荡。当前期货深度贴水，长材价格强于板材，供给阶段性偏紧，然而当前螺纹产能利用率继续上升空间有限。另外，卷螺价格倒挂现象凸显，近期卷板产量有所下降，螺纹的产量在增加，但后期长期强板弱或会有修复。但 1-5 月份同比来看，“卷转螺”可能只是伪命题。在原材料市场方面，今年 1-4 月份铁矿石进口量创下新高，高品矿占比上升明显，供应结构性矛盾消失。全国 45 个主要港口铁矿石库存突破 1.4 亿大关。铁矿石供应压力加大。焦企的产能利用率也在上升之中，产量同比上升，加上出口量减少，库存上升明显，2017 年全球供应偏宽松。成材方面，上半年板材利润持续收缩，其中冷轧降幅最为明显，当期利润水平有所恢复。出口方面则量减价增。

其后，任竹倩对下半年钢铁行业作了展望。宏观方面，全球经济持续温和复苏，但存流动性收紧风险。中国而言，2017年宏观面或将偏稳，金融管控力度加强，货币政策趋向中性偏紧；基建托底不变；去产能力度减弱，涉及在产能力有限。M1领先钢价6个月，其拐点提示作用明显。固投增速偏低，全年难超预期。整体下游需求或持平。铁矿石供给压力较大、双焦供应宽松；在高利润下，钢厂维持高产出，粗钢供给下半年逐步转向宽松。全年高炉新增产量预估在2467-3432万吨之间，日均铁水增加6.7-9.4万吨区间。粗钢产量或同比下降1800-2000万吨，出口在8500-9000万吨，虽存在阶段性、区域性供需矛盾，但预计全年供需紧平衡。行业利润继续维持较好状态，钢价整体前高后低。

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

本报告在编写时融入了分析师个人的观点、见解以及分析方法，本报告所载的观点并不代表东吴期货的立场，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。

期市有风险，投资需谨慎！