

白银 等待避险情绪再度发酵

把握低位多头配置机会

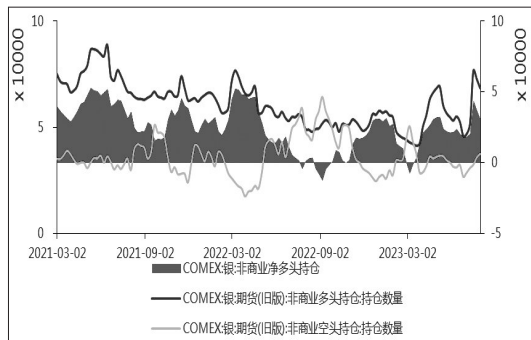
市场对于海外降息预期偏远期,认为欧美衰退的风险不大,值得注意的是,高利率环境对于全球经济的冲击预计是非线性的,欧美衰退的风险可能会迟到,但是不会缺席。



■ 龚鸣

受市场流动性收紧的影响,7月末开始白银价格出现了一轮明显下跌,COMEX白银价格从7月20日的25.475美元/盎司下跌至8月15日的22.265美元/盎司,累计下跌3.21美元/盎司,跌幅12.6%。

沪银受人民币汇率影响整体偏强,价格从7月20日5983元/千克下跌至8月10日最低5538元/千克,跌幅7.4%。这一轮下跌白银价格基本回吐6月中下旬以来的全部涨幅。市场开始对白银上涨的逻辑有一定质疑,但我们认为白银的趋势性逻辑没有根本变化,短期的回调主要是宏观路径上出现了一些超预期因素,影响了白银避险价值体现的节奏。目前白银价格已经重回22.3美元/盎司区间偏低水平,多头配置的价值又重新体现出来。



图为CFTC白银净多头持仓

白银本轮回撤主要受宏观属性和工业属性形成向下合力的影响。

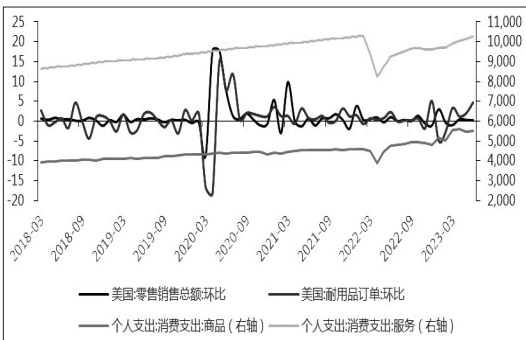
宏观方面,一是降息预期推迟。美国经济数据屡超预期是当前市场对于美联储政策预期偏悲观的重要根源。一方面,通胀回落不流畅。从基数效应来看,7月开始,通胀高基数效应减弱。此外,消费数据韧性令市场担忧通胀回落可能不如预期。美国7月零售销售环比增长0.7%,预期0.4%,前值0.2%,创2023年1月以来最大增幅,实现四连增,不利于通胀迅速回落。另一方面,经济总量数据超预

期。美国二季度GDP环比折年率2.4%,大幅超过市场预期的1.8%,也高于前值2%,因此市场对于美国发生衰退的担忧大幅缓和,降息政策落地的必要性大大降低。

二是美债收益率8月后维持偏强格局。一方面,美债三季度供给增加,对美债收益率有支撑。美债供给增加的根本原因是债务上限达成一致后,财政部需要重新发债补充资金。从7月31日和8月2日的公告来看,美债供给增加的规模超预期。美国财政部7月31日发布的公告指出:2023年三季度,财政部预计将发行债券1万亿美元,将令财政部三季度末现金余额达到6500亿美元,比2023年5月估计的现金余额高出2740亿美元。而在8月2日的公告中指出,为应对8月15日到期的840亿美元美债,财政部将发行1030亿美元美债,额度大超市场预期。因此,公告发布后美债收益率出现上行。另一方面,惠誉将美国长期外币发行人违约评级从AAA下调至AA+,市场担心2011年情形重现。下调原因主要有三点,一是对未来3年美国财政状况悲观;二是政府债务高企;三是两党冲突加剧,导致债务上限达成一致难度加大。由于评级下调后,美债信用边际被削弱,收益率出现上行,但没有看到明显风险迹象,且信用评级下调的原因偏远期,因此初步将影响评估为短期影响,2011年的下调评级与今年情形不能类比。2011年下调评级时恰逢欧债危机,欧债被大量抛售,因此美债的避险作用突显,美债被大量买入,收益率大幅下挫。

同时工业属性方面,也不利于支撑白银价格。一是库存出现累积。数据显示,7月以来白银库存整体呈增长趋势,全球白银显性库存7月合计增加260.8吨,其中伦敦银增加138.3吨,COMEX与上期、上金所库存合计增加122.5吨。但是需要注意的是,8月以来交易所库存出现回落,截至8月15日COMEX白银库存下降77.42吨,上期所库存下降118.71吨,上金所库存增加9.8吨。ETF持仓方面,全球最大SLV白银ETF持仓增长16.91吨。二是从白银工业需求来看,中国经济复苏节奏边际有所放

缓,引发需求增长持续与否的担忧。但7月中央政治局会议后国内密集出台一系列政策,等待政策效果逐步落地,国内经济复苏有望逐步改善。



图为美国经济数据

因此,近期对于白银偏空因素多为短期的影响。从中长期的角度来看,避险情绪仍然是白银的重要支撑。当前欧美加息进入尾声、经济处于下行周期的大趋势并未改变,政策预期摇摆的问题始终需要辩证去看。如果美联储政策超预期鹰派,那么美国经济硬着陆的风险就会有所抬升,同时银行危机等高利率环境导致的风险问题仍未完全出清,未来仍有进一步暴露的风险。在结构上,白银贵金属属性依旧对价格有所支撑。预计随着联储加息的正式结束以及衰退压力持续增加,在避险情绪、宽松预期驱动下,对于白银多头中长期而言仍有较好收益。

综上,对于白银而言,宏观目前重新回到了偏悲观的预期当中,市场对于海外降息预期偏远期,认为欧美衰退的风险不大,因此价格重回22美元/盎司附近偏低水平。值得注意的是,高利率环境对于全球经济的冲击预计是非线性的,欧美衰退的风险可能会迟到,但是不会缺席。支撑白银的宏观因素短期处于偏弱化的阶段,目前是对白银进行做多配置的好时机,等待避险情绪再度发酵,白银预计仍将迎来较好的上行行情。

(作者单位:金瑞期货)

铁合金 产量增加明显

■ 卜咪咪 梁海宽

7月份以来铁合金期货价格企稳,但两者走势略有不同,锰硅期货价格上行明显,而硅铁期货价格低位振荡。铁合金期货价格企稳一是由于成本端的抬升,二是受能耗双控方面消息的影响。自7月份开始煤炭价格上涨,锰硅原料化工焦炭累涨280元/吨,锰矿价格维稳,锰硅成本支撑增强,同时锰硅个别厂家检修,产量小幅下降,下游需求小幅回升,锰硅厂家库存开始去化,供需边际好转叠加成本抬升导致锰硅期货价格企稳走强。而硅铁原料兰炭小料价格累涨120元/吨左右,同时个别地区电费下调,用电成本下移,硅铁厂家复产,产量明显增加,需求变动不大,仓单库存激增,硅铁整体供需弱于锰硅,导致期货价格走势仍在低位振荡。

宁夏和内蒙古地区铁合金生产厂家较多,产能占比较大,目前两个产区的生产尚未受到能耗双控政策影响。我们看到上半年内蒙古和宁夏产区硅铁产量同比是下降的,后期若有能耗双控具体措施执行,整体对硅铁影响不大。上半年宁夏产区锰硅产量同比也未增加,但内蒙古产区锰硅产量大幅增长,后期若实行能耗双控,对锰硅生产或有一定影响。

铁合金原料价格有升有降,主要是煤炭价格涨幅较大。7月份恰逢煤矿安全检查,煤炭供应受限同时夏季煤电消耗处于高位,导致焦煤、焦炭价格连续提涨,焦炭价格经历4轮提涨,涨幅300元/吨左右,化工焦价格也经历了四轮提涨,各地涨幅在200—300元/吨,硅铁原料兰炭价格上涨120至970元/吨。

近一个月各主产区电费有所下调,云南产区电费下调幅度较大,由0.45元/度下调至0.35元/度。内蒙古主产区目前用电成本在0.41元/度,在北方产区仍有优势,宁夏产区电费在0.45元/度,陕西、甘肃产区电费维稳,近期内蒙古、宁夏产区电费存在继续下调预期,北方地区电价仍有优势。

短期来看,焦炭开启第五轮提涨,但尚未全面落地,短期预计煤炭价格维持强势,随着煤炭供应回升,焦炭价格继续上行空间有限,而兰炭厂家开工存在增加预期,预计兰炭价格继续上涨的可能性不大。

由于硅铁行业亏损严重,整体上半年硅铁产量下降较为明显。自7月份开始,随着各地电费下调,行业利润边际好转,各产区硅铁厂家复产较多,7月份硅铁厂家开工率环比增加2.7个百分点,7月份硅铁总产量43万吨左右,环比增加5%,日均产量增加至1.4万吨。各主产区硅铁产量环比均有所增长,其中甘肃、陕西和青海产区厂家复产较多,产量增加最为明显。锰硅产量始终处于高位,7月份锰硅产量99.44万吨,环比增加4.16%,同比增长54.2%,日均产量3.2万吨,环比增加254.2吨,7月份除内蒙古、广西地区外,其他主产区锰硅产量均环比增加。目前来看,内蒙古、宁夏地区锰硅即期生产利润在100—350元/吨,内蒙古产区产能占比较大,高利润驱动下若无政策影响,上述产区开工率维持高位,预计锰硅供应相对宽松。内蒙古、宁夏和青海产区硅铁即期生产利润在100—260元/吨,宁夏产区利润好转,预计硅铁产量将继续增加。

总体来看,铁合金成本难以持续走强,主产区生产利润回升,在没有政策干预下锰硅供应维持高位,硅铁产量预计将继续增加。受粗钢平控政策影响,下游钢厂需求下降,中期来看,铁合金供需或将进一步宽松,在此影响下预计价格上升空间有限。

(作者期货投资咨询证编号Z0015614、Z0015305)

持仓分析

沥青 空头优势减弱

■ 王好

昨日,沥青期货2311合约缩量增仓,呈现振荡小幅上涨的走势。盘中中期价最高上涨至3704元/吨,由于受阻于3700元/吨一线整数关口压制,收盘时小幅收涨0.57%至3694元/吨。2311合约小幅增仓11491手至305554手,增幅达3.91%。

交易所公布多空持仓排行榜前20席位数据显示,沥青期货2311合约持仓多空双增。其中,多单合计增仓9477手,至221587手;空单合计增仓7627手,至221651手。由于增持多单数量小幅超过增持空单数量,导致净空头寸显著缩小至64手。

具体看,多头前20席位中,增持多单的席位有12家。其中,增持数量超过1000手的有3家,分别为国泰君安期货席位、中信期货席位和浙商期货席位,分别大幅增加3631手、2097手和2778手。另外,增持数量介于100手至1000手的有7家,分别为银河期货席位、宏源期货席位、华闻期货席位、中泰期货席位、招商期货席位、东海期货席位和方正中期席位,分别增加133手、122手、557手、642手、124手、524手和185手。其余2家席位增持数量不足100手。

空头前20席位中,增持空单的席位有15家。其中,增持数量超过1000手的有2家,分别为永安期货席位和银河期货席位,分别大幅增加3105手和1182手。另外,增持数量介于100手至1000手的有9家,分别为五矿期货席位、申万期货席位、中信期货席位、方正中期席位、中泰期货席位、国投安信期货席位、海通期货席位、国信期货席位和齐盛期货席位,分别增加892手、243手、383手、614手、522手、464手、754手、114手和109手。其余4家席位增持数量不足100手。

值得注意的是,当日多空排行榜前20席位中,有5家进行多翻空操作。数据显示,申万期货席位在减持87手多单的同时增持243手空单,华泰期货席位在减持74手多单的同时增持67手空单,海通期货席位在减持334手多单的同时增持754手空单,国投安信期货席位在减持234手多单的同时增持464手空单,齐盛期货席位在减持36手多单的同时增持109手空单,表明上述席位对后市沥青期价再度上涨信心不足,反手布局空单。

而采取空翻多操作的席位则有3家。浙商期货在减持284手空单的同时增持2778手多单,招商期货席位在减持1手空单的同时增持124手多单,东海期货席位在减持64手空单的同时增持524手多单,表明上述席位认为,后市沥青期价存在继续上涨的空间。

综上,沥青期货2311合约多空排行榜前20席位中,由于增持多单数量小幅超过增持空单数量,导致净空头寸显著缩小至64手,表明空头优势有所减弱,预计后市沥青期价2311合约料续涨乏力。

(作者单位:宝城期货)

纯碱 新增投产和检修恢复力度是关键

短期来看,现货紧缺的状况暂时无法解决,但8月下旬供应缺口将在检修复产、新增投产提量的背景下得到一定缓解。

■ 浙商期货 江文敏 曹家栋

近期,纯碱期货市场行情逐步企稳,现货价格小幅抬价。笔者认为,纯碱短期基本面仍面临供应偏紧格局,而中期基本面处于供应过剩格局,新增投产和检修恢复的力度将成为接下来供求关系博弈的关键。

从近两周的期货市场行情来看,纯碱2309合约期货价格先从2207元/吨的高点下跌回落至1932元/吨,跌幅为12.5%,再从低点缓慢回弹,涨幅约为6.4%。笔者认为纯碱前一段下跌行情的主要原因有两点:第一,远兴能源的投产再出消息,给纯碱的供应端提供了一定支撑力度,纯碱现货紧缺的格局将得到缓解;第二,部分检修的碱厂逐步恢复正常生产,小幅缓解现货端的压力。随后反弹修复的行情是由现货价格抬升引起,叠加新增投产的设备再出问题,投产未达预期,纯碱近月期货逐步反弹收敛基差。

后市纯碱基本情况建议从以下三个方面进行分析:

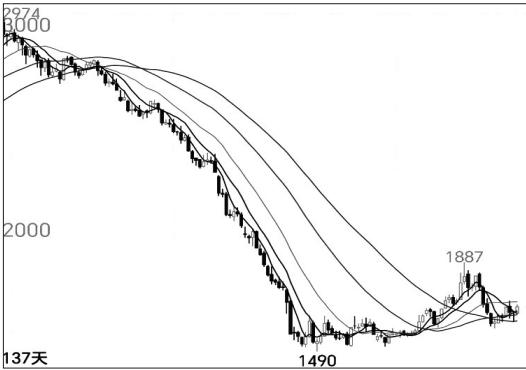
分析:

第一,从供应端情况来看,远兴能源于今年新增投产500万吨天然碱,连云港德邦于三季度新增投产60万吨联碱,金山化工于9月投产200万吨联碱,重庆湘渝于三季度投产20万吨联碱,阜丰集团于三季度投产30万吨轻碱(主要用于自家味精生产)。假设今年新增投产全部完成后,我国2024年纯碱年产能将抬升至3700万吨,并且天然碱产能占比将从6%提升至18%。我国2022年纯碱表需约为2900万吨,若以8%的增速来预测未来,2024年预计纯碱需求为3380万吨。届时,纯碱供过于求,供需差约为320万吨,产能过剩较为严重。笔者认为,预计明年碱价低位振荡,并且将在纯碱的成本线之下维持较长时间。

第二,从库存情况来看,以8月10日的数据为分析出发点,纯碱协会口径厂家库存为15.08万吨,环比减少3.66万吨。隆众资讯口径厂家库存为20.77万吨,环比减少3.15万吨,若除去外库和在船的数量,厂家库存为13.57万吨。卓创资讯口径厂家库存为16.79万吨,环比减少2.72万吨。从不同口径可以看出,纯碱的厂家库存基本接近,为14万—16万吨水平。从历史数据对比来看,当前的库存水平处于同期历史最低位,并且比同期次低库存年份还要低14万吨左右。从今年来看,当前库存比年初更低,现货更为紧缺。笔者认为,短期来看现货紧缺的状况暂时在8月份无法解决,但8月下旬供应缺口可能在检修复产、新增投产提量的影响下得到一定缓解。

第三,从碱厂心态来考虑,当前现货紧缺情况下,碱厂并没有主动大幅涨价,而是被动小幅涨价,主要是因为碱厂以稳价为主。远兴能源作为新增产

的龙头,在开始产出重碱产品后,售价预期并不会特别低,一是因为货少,没必要大降价出货,二是因为碱价临近最后“黄昏期”,天然碱占领市场是必然趋势,短期与联碱、氨碱售价相近也能被市场接受。笔者认为,即使远兴能源真正开始售卖重碱,短期内碱价不会大幅下滑,而是平稳过渡,随着产量提升、产线增加,碱价才会下调。



图为纯碱主力合约日线

综合以上的分析,笔者认为,纯碱短期基本面依然供应偏紧,而中长期面临供应过剩格局,在大投产、高利润背景下,现货价格、期货价格走弱是主基调。

