



SOCDA 會刊

2020年第1期（总第7期）

上海场外大宗商品衍生品协会

协会简介

上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）于2016年10月28日成立，是依据《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的自律组织，属于非盈利性社会团体法人，接受上海市金融服务办公室和社会团体登记管理机关的业务指导和监督管理。

协会任务

自律规范：强化行业自律通过制定并推行市场自律准则和职业道德标准等自律规范，促进场外大宗商品衍生品市场规范有序发展。

专业服务：维护会员合法权益，提供会员增值服务，持续提升市场参与者在交易、经纪、风险管理等方面的专业能力，助力服务实体经济，推动场外大宗商品衍生品市场创新发展。

交流平台：搭建沟通交流平台，传递信息、拓展人脉、传导价值，促进会员间互惠互信、合作共赢，增强场外大宗商品衍生品市场参与者的凝聚力。

协会领导

会 长：吉晓辉 原上海浦东发展银行股份有限公司党委书记、董事长

副会长：（按照姓名拼音首字母排序）

范 昕 上海有色网信息科技股份有限公司总经理

刘 勇 中信寰球商贸（上海）有限公司执行董事

毛一伟 江铜国际贸易有限公司营运总监

谢海粟 厦门国贸集团股份有限公司供应链事业部总经理助理

张 蕾 银行间市场清算所股份有限公司业务总监

张 晔 上海易贸投资集团有限公司总经理

秘书长：张 蕾 银行间市场清算所股份有限公司业务总监



目 录

协会动态

战“疫”专栏

- 04 传递温暖、共抗疫情——协会理事会员践行初心使命（一）
- 08 守望相助，共战疫情——协会理事会员践行初心使命（二）
- 12 疫情冲击下能化、黑色大宗企业风险及应对的调研报告
- 17 协会成立团体标准专委会 深化场外大宗商品衍生品市场自律管理
- 18 上海场外大宗商品衍生品协会理事会、监事会、会员大会顺利召开
- 20 供需新格局下探索大宗商品发展之路 第二届场外大宗商品衍生品论坛在沪举行

沙龙动态

- 25 第二十三期SOCDA沙龙：“资管新政多维解析及司法实践对资管业务的启示”
- 26 第二十四期SOCDA沙龙：“成品油价格指数研讨会”
- 28 第二十五期SOCDA沙龙：“金融赋能企业稳健经营——国泰君安FICC避险服务方案”
- 30 第二十六期SOCDA沙龙：“新金融时代：企业资本经营与投融资风险管控”
- 32 第二十七期SOCDA沙龙：“保理业务和供应链金融的法律要点剖析”

沙龙实录

- 34 2020场外衍生品市场展望

会员活动

- 57 2019年SOCDA经纪人之家及交易员之家活动回顾



名家视角

- 59 潘功胜：深化金融改革 扩大金融开放 坚定不移地走中国特色的发展之路
- 63 谢众：为人民币迈向国际注入新动力
- 68 鲁政委：中美经贸磋商取得阶段性成果 风险偏好支持部分大宗商品价格走强
- 74 罗东原：发挥外汇业务枢纽功能 助力证券行业全面转型

机构看市

- 83 WPIC：钯金价格或在2020-2021年复苏
- 86 上海钢联：不锈钢基础知识介绍和国内外供需格局
- 92 安迅思：产能急速扩张中的中国化工市场展望系列——芳烃篇
- 97 SMM：各大机构预测2020年黑色金属市场

党建之窗

- 103 2019年协会特色党建工作回顾

编辑：王 锐

审核：张宝船

投稿邮箱：member@socda.org

联系电话：021-2319 4974

协会动态

战“疫”专栏

传递温暖、共抗疫情 —协会理事会员践行初心使命（一）

近期新型冠状病毒肺炎疫情牵动着全国人民的心。疫情无情，人间有爱！上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）的理事会员单位勇于承担社会责任，为打赢疫情防控阻击战贡献力所能及的力量：

上海清算所全力以赴保障金融市场基础设施业务稳定运行

2月3日为春节假期后银行间市场开市首日。一大早，上海清算所公司领导到各业务部门做开市前的工作检查。开市后，公司债券、外汇、利率、大宗商品等业务高效顺利开展，各业务系统安全稳定运行。截至发稿时，银行间市场平稳有序运转。春节期间，为贯彻落实总行要求，保障业务顺利开展，公司员工勇于担当、敢于作为，克服重重困难，业务和技术部门通宵达旦做好业务系统调整和市场沟通，后勤服务部门提供坚实有力的保障支持，合力确保任务圆满完成。疫情当前，为继续共同打好这场疫情防控阻击战，公司党委发出倡议，坚决扛起疫情防控政治责任，落实党中央和人民银行党委各项决策部署，确保金融基

础设施有序运行，全力保障金融市场安全稳定，同时发扬履职担当精神，打赢疫情防控阻击战。



银行类理事会员戮力同心担使命

1月22日

浦发银行迅速启动防疫工作

浦发银行总行于1月22日成立由董事长郑杨、行长潘卫东任正、副组长的新冠肺炎疫情防控工作领导小组，召开全行视频会议，紧急部署、快速启动新冠肺炎疫情防控工作，组织全行疫情防控工作，建立零报告机制。

武汉的疫情也牵动着浦发全行人的心，危难时刻，守望相助，多家兄弟分行紧急筹措口罩等防护物资，已向武汉分行发送口罩超过10万只。



1月26日

浦发银行首批捐赠2000万元

农业银行首批捐赠3000万元

民生银行首批捐5000万元和500箱专用物资驰援武汉

“为民而生 与民共生”既是民生银行理念使命，更是民生银行践行社会责任，真诚服务社会的经营之道、行动所向。面对新型肺炎疫情，民生银行坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，把疫情防控及金融服务保障作为当前工作重中之重。

为支援湖北省做好疫情防控工作，1月26日，中国民生银行股份有限公司宣布，首批捐款5000万元，由中国扶贫基金会协助执行，在国家卫健委和湖北省以及武汉市相关部门指导下，主要为武汉及其它疫情较重地区的医院配置口罩、护目镜、防护服及试剂盒等医用物资及其它相关援助，支持抗击新型冠状病毒感染肺炎疫情。



1月28日农业银行、2月3日交通银行相继出台各项措施，以金融力量助力打赢疫情防控阻击战

为深入贯彻落实习近平总书记关于新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的重要批示、重要讲话精神，根据银保监会有关通知要求，在前期相关部署基础上，交通银行，农业银行相继出台各项措施，从加大专项信贷资源配置及政策倾斜力度、及时提供优质快捷高效的金融服务、提供多种形式金融支持、积极做好捐赠工作、加强组织领导和资源保障等多方面，深化加强精准金融服务，以金融力量助力打赢疫情防控阻击战。

券商、期货类理事会员积极响应驰援武汉

1月26日

中信证券成员企业中信期货捐款300万元

1月27日

东方证券捐款人民币1000万元

2月3日

东方证券各级党组织和党员奋战疫情防控一线

在公司党委的领导下，公司在第一时间即成立了以党委书记、董事长潘鑫军为组长，党委副书记、总裁金文忠为副组长的疫情防控领导小组，进行统一领导和决策部署。以党委副书记、纪委书记杜卫华为组长的疫情防控工作小组，统一协调落实疫情防控的具体工作。

各级党组织领导班子和领导干部特别是主要负责同志，坚守岗位、靠前指挥。各基层党组织和广大党员积极发挥基层党组织战斗堡垒作用和共产党员先锋模范作用，结合“幸福家园”“党员责任区”创建实践，扎实做好本部门、本公司的预防和控制工作。公司鼓励员工不信谣、不传谣，并通过工会加强对员工身心健康的关爱，使员工稳定情绪、增强信心；针对疫情重点地区员工，做好重点跟进及情绪安抚，帮助员工共度疫情难关。

国泰君安证券向上海慈善基金会捐赠1000万元“战疫”资金



国泰君安一司一县“成长无忧”公益医疗补充保险项目，紧急新增新型肺炎补贴，助力打赢疫情防控阻击战

为应对当前严峻的疫情形势，巩固四县脱贫攻坚成果，国泰君安证券旗下上海国泰君安社会公益基金会紧急提出申请，得到太平洋保险公司的大力支持，在不增加额外费用、不影响合同有效性的前提下，国泰君安“成长无忧”公益医疗补充保险新增针对新型肺炎的补贴项目。

2017年，国泰君安“成长无忧”公益医疗补充保险在公司精准帮扶县——江西吉安、安徽潜山、四川普格和云南麻栗坡落地，覆盖四个县所有教师、小学学生近55万人次，项目理论保障总额达66亿。

截止2019年12月，共有461户患者家庭受益。此次新增关于新型肺炎的补贴项目，将更好的帮助公司对接四县抗击疫情，助力四县打赢疫情防控阻击战。

江铜集团捐款超千万元助力疫情防控

1月31日，江铜集团向江西省红十字会捐款600万元，旗下控股公司恒邦股份为牟平区抗击疫情捐款200万元，用于新型冠状病毒感染肺炎疫情防控，助力打赢疫情防控阻击战。

2月1日，江铜集团16310名干部员工通过江西省红十字会、江西省红十字基金会捐款，捐款总额达到210.24万元。另有部

员工通过武汉红十字会、江西省青少年发展基金会、北京韩红爱心基金会、北京春苗慈善基金会、北京新阳光慈善

基金会等慈善机构捐款捐物。

目前，江铜已累计向疫情一线捐款超过1000万元，助力打赢疫情防控阻击战。



守望相助，共战疫情 ——协会理事会员践行初心使命（二）

近期新型冠状病毒肺炎疫情牵动着全国人民的心。疫情无情，人间有爱！上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）的理事会员单位勇于承担社会责任，为打赢疫情防控阻击战贡献力所能及的力量。

上清所支持首批疫情防控债券发行 免除重点疫区机构和民营企业相关费用

为深入贯彻落实党中央、国务院和人民银行、上海市政府关于进一步强化金融支持疫情防控有关精神，上海清算所出台多项举措支持疫情防控工作。

2月3日上海清算所开设“绿色通道”支持珠海华发集团有限公司、四川科伦药业股份有限公司和中国南山开发（集团）股份有限公司等三家发行人，完成全国首批新型冠状病毒感染肺炎疫情防控债券发行登记相关工作，并对上述债券全额减免发行登记费和付息兑付费，其中相关资金直接用于火神山、雷神山医院的建设及相关抗病毒药物的生产研发。

2月6日，上海清算所发布《关于减免重点疫区机构相关费用的通知》和《关于减免民营企业相关费用的通知》进一步

免除重点疫区机构和民营企业相关费用。针对重点疫区机构、防疫一线企业、医药研发企业，一是降低重点疫区机构投融资成本，100%全额免湖北省机构发行登记费、付息兑付服务费、清算会员年费，以及外汇、利率及信用衍生品等产品的清算费用；二是支持专项资金驰援疫区，100%全额减免募集资金专项用于抗击疫情债券的发行登记费和付息兑付服务费。针对民营企业，一是直接降低民营企业融资成本，100%全额减免民营企业债务融资工具发行登记费、付息兑付服务费；二是促进提升民营企业债务融资工具流动性，100%全额减免投资人交易民营企业债务融资工具产生的结算过户费；三是支持专业机构向民营企业提供市场化融资增信，100%全额减免对民营企业债券融资支持工具的创设初始登记服务费。

众志成城 工商银行为疫情防控贡献力量

1月21日，工行党委召开第一次专题党委会，部署疫情防控工作，建立工作机制，制定应急预案

1月26日，工行党委召开第二次专题党委会，决定首批捐款3000万元支持疫情防控工作。当天即完成审批流程。

1月28日，工行党委召开第三次专题党委会，进一步研究部署疫情防控工作。在前期相关安排的基础上，推出12项举措全力支持疫情防控。工行下发多项通知，把疫情防控作为当前最重要的工作抓紧、抓实、抓好，制定一把手负责制、疫情报告制度、关爱员工和客户身体健康、保障办公和营业场所安全、全面做好疫情防控金融服务等近30项细化措施。



工行上海南京东路支行开辟绿色业务审批、处理通道，解决仁济医院的紧急取现需求

工商银行票据营业部加大防疫重点企业地区支持。自1月20日疫情爆发以来，工行为全国医药、医疗器械、医疗机构、公共卫生基础设施建设等行业办理贴现业务3.2亿元（其中湖北地区700万元），为运输行业办理贴现3亿元（其中湖北地区380万元）。

此外，为迅速满足境内外采购和捐赠医疗物资等跨境汇款需求，中国工商银行充分发挥全球支付优势，建立跨境汇款绿色通道，为防控新冠肺炎疫情跨境资金汇划提供专业高效服务。

针对防控新冠肺炎疫情中的小微企业金融需求，中国工商银行迅速推出“专属服务+绿色通道+优惠政策”，多措并举加大对小微企业的金融支持，携手小微企业共渡时艰，全力为防疫物资供应提供金融保障。截至1月31日，工行1月份已向840多户防疫相关小微企业发放贷款7亿多元。

中国银行多措并举助力疫情防控阻击战

1月26日，中国银行首批捐赠3000万元

1月29日，中国银行出台10项举措助力打赢疫情防控阻击战

2月3日，中国银行召开疫情防控工作全辖视频会议

中国银行坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署和监管部门相关要求，沟通疫情防控工作情况，对全行做好疫情防控进行再部署、再动员，助力打赢疫情防控阻击战。第一，提高政治站位，坚决落实党中央、国务院决策部署。第二，加强统筹协调，做好网点营业和员工办公安排。第三，坚持底线思维，全力做好各项金融服务。第四，坚持以人为本，将关心关爱员工落到实处。第五，密切关注形势，确保境外机构安全平稳。

2月5日，中国银行21.7亿元贷款支持抗击疫情企业

自新冠肺炎疫情发生以来，中国银行加

大应急贷款、专项贷款信贷力度，支持医疗、生物制药、疫苗生产、电信、公共卫生基础设施建设、科研攻关等重点领域企业客户。对于受疫情影响的企业，中行不限制其信贷规模，并优先满足授信利率优惠等政策。

建设银行成立专项应急服务团队保障逆行者安危

1月26日，建行发布捐款3000万等10条举措，全力支持疫情防控

1月28日，建行上海市分行出台15条举措全力支持疫情防控

2月4日，为保障无数奋斗在疫区一线医务工作者的安危，该行发布了支持疫情防控及金融服务保障“十项举措”，其中，明确提及“为湖北疫情防控一线医护人员（含外地支援湖北的医护人员）疫情期间免费提供每人100万元的意外伤害及定期寿险保障。如果上述医护人员感染新冠肺炎，住院治疗期间还将为其提供每人每天300元补助金，并专设建信人寿保险快速理赔绿色通道。

在除夕夜，随着上海市各市属医院和海军军医大学各附属医院的医疗队“逆行而上”，建行上海市分行也于第一时间成立了专项应急服务团队，迅速对接卫健委、海军军医大学及各家服务医院，收集医疗队队员信息，逐一沟通服务需求等。此外，在得知一线医务工作者需要24小

时轮班后，建行上海市分行还迅速与多家医院联系，主动为安置在“隔离点”医护人员送上建行的慰问。

建行上海市分行表示，在防疫抗疫的特殊时期，要用实际行动让这份温暖再次升温，第一时间把各项服务工作做到实处。“对外做好金融服务保障，员工时刻待命，全力以赴满足政府机构、防疫相关一线企、事业单位各类金融服务需求；对内做好员工关爱，细致排摸，落实员工防护及办公场所消毒等，切实加强基础防护工作。自觉担当作为国有银行的政治责任与社会责任”。

兴业银行超50亿元贷款驰援战“疫”一线

自新型冠状病毒感染的肺炎疫情发生后，兴业银行把疫情防控作为当前最重要最紧迫的工作，开辟金融服务绿色通道，持续加大疫情防控领域金融支持。针对各地企业的金融需求，兴业银行特事特办，简化业务办理流程，为资金汇划开通绿色通道，强化精准支持，一对一提供优质高效的专项服务方案，确保相关资金第一时间到达疫情防控一线。

疫情当前，国内医疗防护物资告急，兴业银行开通跨境金融服务绿色通道，为企业全球采购提供购汇、汇款提供在线办理、汇率优惠、手续费减免、极速汇款等服务。

此外，兴业银行对受疫情影响较大的批

发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业以及有发展前景但暂时受困的企业，特别是小微企业，通过展期或续贷，最大限度保障企业续贷额度要求，坚决不抽贷、不断贷、不压贷，及时调整企业还款期限，主动减费让利，减轻

企业负担。据不完全统计，截至2月3日，兴业银行共为卫生防疫、医药用品制造及采购、医疗流通企业等疫情防控领域企业发放贷款超过50亿元，全力保障疫情防控领域企业融资需求。



疫情冲击下能化、黑色大宗企业风险及应对的调研报告

为了解国内能化、黑色大宗商品行业现货经营及衍生品应用受新型冠状病毒疫情影响的情况，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）联合港联企业发展(上海)有限公司、上海易通电子商务有限公司等两家经纪公司和会员上海钢联金属矿产国际交易中心开展专项在线问卷调查。问卷收集时间 2020年2月10-14日，由协会会员单位及非会员单位自发填写，共收集 85 份有效回复。

经梳理，核心观点及具体分析如下：

一、核心观点

（一）受疫情影响，企业风险加大、风险点增多。

- 1.受访企业目前面临购销方面的风险主要来自价格风险加大、商品难以销售及按期执行订单减少等三大因素。
- 2.受访企业目前面临的物流方面的风险主要来自跨区域物流受限所造成的物流效率降低，主要表现在大宗品原料及产成品的公路运输、其次是内贸水运。
- 3.受访企业受疫情影响所面临的其他风险包括：应收账款回笼慢、成本增加且收

入减少、现金流紧张、合作企业无法按时复工、复工后疫情扩散等。

- 4.除商品价格波动外，受访企业受疫情影响所面临的交易衍生品的风险还包括：远程办公导致的交易资金操作不便利、交易对手的风险和疫情本身的不确定性。

（二）受疫情影响，能化、黑色衍生品价格走弱，企业衍生品交易规模总体趋于减少，操作以稳健经营为目的、投机偏好较低。

- 1.由于衍生品交易可采取远程线上办公的方式，接近半数的样本企业2月10日之前已恢复开展衍生品业务（期货、掉期等）。
- 2.受疫情影响，能化、黑色衍生品价格走弱。68.24%的企业认为远程办公、人员不到位、交易资金操作不便利、交易对手、疫情的不确定性等因素会影响企业开展商品衍生品业务（期货、掉期等）。
- 3.大部分企业将维持、缩小甚至暂停衍生品交易规模。其中，半数以上企业认为疫情对于开展商品衍生品业务（期货、掉期等）维持原定计划开展交易，近 1/3

企业则表示将缩小衍生品交易规模甚至暂停衍生品交易。

4.逆势扩大交易规模的受访企业主要持三种观点：一是疫情将影响现货从而导致企业套保需求增加；二是市场波动加强交易机会增加；三是市场将有先跌后涨趋势交易机会。

5.受访企业中70.59%认为操作的主要目的为套期保值、17.65%为投资套利、11.76%为趋势交易，反映了疫情期间，企业的操作主要以稳健经营为目的，投机偏好较低。

（三）大部分企业积极应对疫情冲击，接近半数企业对 2020 年经营持不确定预期。

二、调查结果详述

（一）样本企业基本情况

一是样本行业中，92%从事黑色及能化行业，8%为相关中介服务型企业。

二是样本地区分布中，77.65%在行业经济集中地区的东部及南部，其次16.47%在中部，仅4.71%在东北、1.18%在西部。

三是样本企业规模，小微企业占比58.82%，大型企业占比31.76%，中型企业占比9.41%。

四是所有制形式中，49.41%为民营企业，40%为国有及国有控股企业，仅9.41%为

外资企业、1.18%为集体企业。

五是业务类型，63.53%为贸易公司，15.29%为上下游生产商，15.29%为金融服务企业，5.88%为经纪公司。

（二）样本企业主要面临的风险

1.样本企业认为目前面临的购销方面三大风险为价格波动风险、累库风险和订单执行风险。

一是购销方面（多选）

选项	比例
商品价格大幅波动，经营风险加大	64.71%
商品难以销售	42.35%
合作方取消/推迟执行采购/销售合同/订单预期减少	35.29%
无法履行合同造成纠纷	9.41%
客户流失	9.41%
难以采购到原料	7.06%

二是用工、房租方面（多选）

用工、房租方面的最大风险主要来自因防疫物资短缺、疫情隔离所造成的企业无法按时复工，及由此造成的人工、房租成本的增加。

选项	比例
口罩等防控物资短缺，无法安排员工复工	48.24%
外地员工比例高，无法按时复工	36.47%
员工工资、社保、房租等支出较高，企业难以承担	21.18%
招工困难	2.35%

三是物流方面（多选）

样本企业目前面临的物流方面的风险主要来自跨区域物流受严格限制所造成的物流效率降低，主要表现在大宗品原料

及产成品的公路运输、其次是内贸水运。

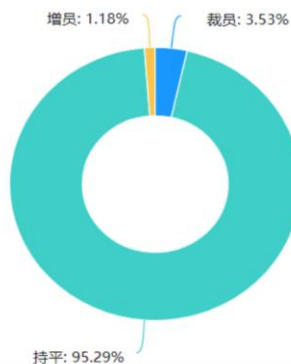
选项	比例
公路运输受阻	57.65%
内贸水运物流受影响	22.35%
外贸水运物流受影响	16.47%
铁路运输受阻	9.41%
物流未受影响	9.41%

2. (问卷简述题)样本企业受疫情影响所面临的其他风险包括：应收账款回笼慢、成本增加且收入减少、现金流紧张、合作企业无法按时复工、复工后疫情扩散等。

3. 疫情对企业经营资金的影响主要集中在三个方面：企业营业收入减少，流动资金紧张；销售回款不畅，运营资金短缺；合作方信用风险加大。

选项	比例
企业营业收入减少，流动资金紧张	48.24%
销售回款不畅，运营资金短缺	43.53%
合作方信用风险加大	43.53%
企业融资需求减少	9.41%
企业无法及时偿还贷款等债务，资金压力加大	5.88%
直接融资渠道不畅/企业融资能力下降	5.88%
银行贷款利率偏高	4.71%

4.95.29%样本企业预计上半年用工数量相较疫情爆发前维持不变，3.53%的企业会裁员，1.18%的企业会增员。



5.疫情影响波及面较大。虽然仅15.29%的企业认为行业形势严峻，但57.65%的企业反映其业务量下降，认为可正常运转的企业不足1/4。有企业提到所在行业受企业推迟开工影响较大。

选项	比例
困难，部分企业面临较大压力，业务量下降	57.65%
良好，大部分企业可正常运转	23.53%
严峻，大部分行业企业压力巨大，大部分已停工或暂停运营	15.29%
完全未受影响	0%

6.45.88%样本企业对2020年的经营预期持不确定的态度，关注后续宏观经济和政策走向；20%的企业预计将与2019年持平；18.82%的企业持乐观预期；14.12%持悲观预期。

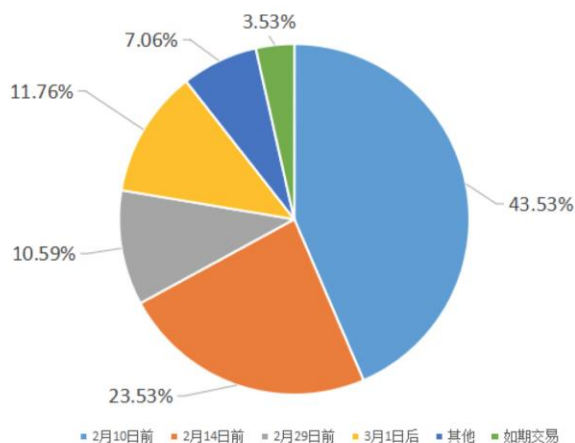
选项	比例
不确定，要看整个宏观经济和政策的情况	45.88%
与2019年持平	20%
乐观，可以实现盈利	18.82%
悲观，预计企业会出现亏损	14.12%

7.疫情期间，企业纷纷采取积极措施应对。58.82%的企业将争取先部分开工的措施来缓解企业面临的风险，34.12%的企业选择等待观望，31.76%的企业希望能得到政策及资金方面的扶持。除此之外，线上转型、加大力度宣传、营销、转移市场等也是企业积极自救的手段措施。

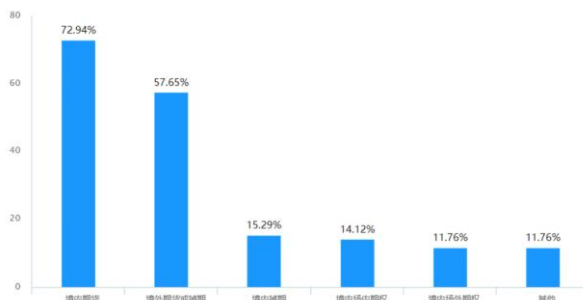
选项	比例
争取先部分开工	58.82%
等待观望	34.12%
争取政策及资金方面的扶持	31.76%
加快向线上转型，加快数字改造	20%
加快宣传、营销	12.94%
转移市场，进行海外投资	7.06%
裁员降薪	2.35%

（三）样本企业开展衍生品业务的情况

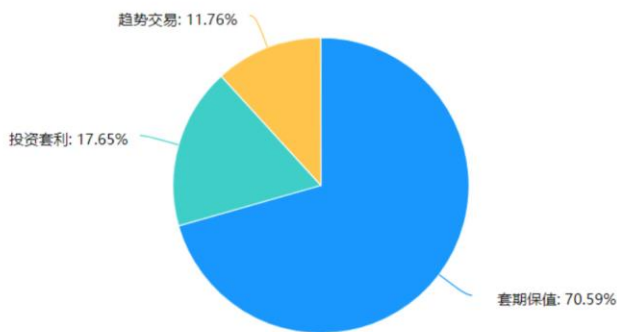
1.由于衍生品交易可采取远程线上办公的方式，47.06%的企业2月10日之前已恢复开展衍生品业务（期货、掉期等）。



2.已恢复衍生品业务（期货、掉期等）的企业，72.94%开展了境内期货、57.65%开展了境外期货或掉期业务，15.29%开展境内掉期。



3.样本企业中70.59%认为操作的主要目的为套期保值、17.65%为投资套利、11.76%为趋势交易，反映了疫情期间，企业的操作主要以稳健经营为目的，投机偏好较低。



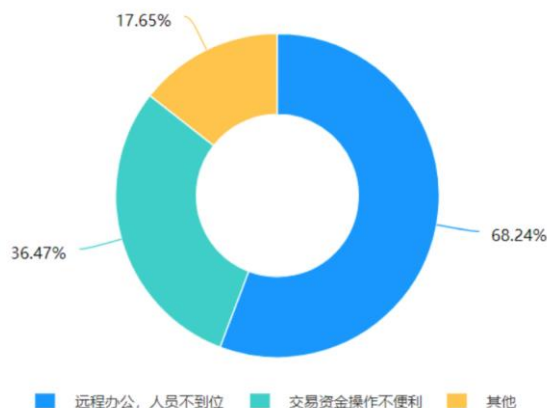
4.大部分企业将维持、缩小甚至暂停衍生品交易规模。其中，半数以上企业认为疫情对于开展商品衍生品业务（期货、掉期等）维持原定计划开展交易，近1/3企业则表示将缩小衍生品交易规模甚至暂停衍生品交易。

选项	比例
没什么影响，会按照原先的交易策略开展业务	56.47%
缩小衍生品交易规模	25.88%
扩大衍生品交易规模	9.41%
暂停衍生品交易	8.24%

5. 上述扩大衍生品交易规模的企业中，其操作逻辑主要为两类。一是基于疫情将影响现货从而导致企业套保需求增加，二是基于市场波动加强带来的交易机会增加。两者比例分别占样本44.71%和40%。

选项	比例
疫情对现货市场的影响，导致企业套期保值需求增加	44.71%
市场波动加强，交易机会增加	40%
先跌后涨的可能性较大，是做趋势的合适机会	14.12%

6.企业认为疫情对企业开展商品衍生品业务（期货、掉期等）的最大影响为远程办公、人员不到位，其次为交易资金操作不便利。此外，样本企业提到的影响因素还有疫情本身的不确定性、交易对手的风险。



（四）样本企业的意见、建议

问卷搜集整理样本企业意见、建议如下：

一是微小企业提及未复工期间希望行业协会为其员工提供职业、专业线上培训的诉求。

二是希望在疫情可控下，恢复部分交通，保障贸易物流正常流通。

三是对受疫情影响严重且有生存危机的企业，实行部分减免税收或退税政策。

四是希望政府对黑色、能化行业小微企业开通绿色信贷通道，投放防疫抗疫贷款。

五是希望政府增加基础建设方面的投入，以促进黑色、能化行业终端需求。



协会成立团体标准专委会 深化场外大宗商品衍生品市场自律管理

上海场外大宗商品衍生品协会团体标准专业委员会（以下简称团体标准专委会）于2019年6月29日在上海正式成立。为充分发挥协会的行业自律规范作用，更好的促进场外大宗商品衍生品市场健康发展，有效提升各业务环节的合规性，协会在充分发挥自身专业优势的基础上，团结场外大宗商品衍生品市场各类参与主体，创新性地在市场监管相对薄弱的经纪业务和交易业务方面制定经纪公司和交易商的经营管理标准、经纪人和交易员的行为标准等场外大宗商品衍市场自我管理系列标准。

协会将通过团体标准规范场外大宗商品衍生品交易及经纪业务行为，有效防范金融系统性风险，积极促进金融服务实体经济；通过建立覆盖行为规范标准、自律管理标准的高水平、综合化标准体系，推进中国场外大宗商品衍生品市场稳健发展，促进上海国际金融中心建设；通过填补现有标准空白，助力上海四大品牌建设，提高中国在全球大宗商品市场中的影响力和竞争软实力。



团体标准专委会揭牌团仪式



团体标准专委会第一次会议现场



团体标准专委会第二次会议现场

上海场外大宗商品衍生品协会理事会、监事会、会员大会顺利召开

2019年11月20日，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）第一届第六次理事会、第一届第三次监事会、第一届第三次会员大会于上海顺利召开。



协会副会长兼秘书长张蕾主持理事会

第一届第六次理事会由协会副会长兼秘书长张蕾主持，各理事单位代表出席了本次会议，监事会全体成员到会并监督理事会工作。会议审议并通过了《秘书处2019年下半年工作报告》等八项议案。



协会理事、监事合影

理事会后举行黑色衍生品专业委员会成立仪式，工行上海分行副行长曹琦和农行上海分行副行长王蓓进行揭牌。



黑色衍生品专业委员会揭牌仪式

紧接着召开协会第一届第三次监事会，会议由协会监事长金文忠主持，全体监事参加了本次会议。会议审议并通过了《监事会2018年度工作报告》等两项议案。



协会监事长金文忠、监事曹艳文和陈进华合影

监事会后，由协会理事王伟杰主持召开了协会第一届第三次会员大会，协会理事、监事、会员代表参加了本次会议。大会审议并通过了《理事会2018年度工作报告》等八项议案，最后在热烈的掌声中结束会议。



协会理事王伟杰主持会员大会

协会成立三年来，在市金融党委、市金融局、市社团局的指导帮助下，在会员单位大力支持下，各方面工作取得长足进步，协会紧紧服务于新形势下金融服务实体经济新使命，调动各方面资源，全心全意服务会员，先后发布多项自律准则，成立多家专业委员会，建立行业标准和规范，推动场外大宗商品衍生品市场健康发展。后续，协会继续把握习近平总书记“守初心、担使命、找差距、抓落实”的总要求，坚持稳中求进工作总基调，深刻领会十九届四中全会会议精神，不忘初心、牢记使命，促进场外大宗商品衍生品市场多样化、品质化发展。



会员大会现场

供需新格局下探索大宗商品发展之路 第二届场外大宗商品衍生品论坛在沪举行

11月20日，由上海场外大宗商品衍生品协会主办的主题为“供需结构新格局 凝心聚力求发展”第二届场外大宗商品衍生品论坛在上海举行。150余家金融机构和实体企业参会，共同探讨供需新格局下大宗商品发展之路以及金融赋能实体经济、防范风险的实践和措施。



协会副会长兼秘书长张蕾主持论坛

场内场外交相呼应 开辟金融反哺实体经济新道路

上海市金融工作局副局长李军表示，在党中央、国务院的正确领导下，上海积极围绕2020年基本建成与我们国家经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心的目标不断推进各项工作。今年，习近平总书记给上海提出了要发挥四大

功能的新要求，即强化全球资源配置功能、科技创新的策源功能、高端产业的引领功能以及开放枢纽的门户功能。李军指出，当前上海正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动能的关键期，为深入贯彻习近平总书记布置给上海三项新的重大任务要求以及在第二届进博会期间到上海考察时的讲话精神，上海在精准施策推动经济保持高质量发展的同时，还要打造更加开放的金融市场，完善更具有竞争力的金融功能。下一步，上海还要结合国家对外开放的政策进一步加快上海金融中心建设，同时还要加强全球资产管理中心、跨境投融资服务中心、金融科技中心、国际保险中心、全球人民币资产定价和结算中心、金融风险管理与压力测试中心等的建设。



上海市金融工作局副局长李军致辞

李军认为，场外大宗商品衍生品市场已经逐渐发展成为实体经济发展的主要推动力量，并与场内市场遥相呼应，开辟了一条金融机构反哺实体经济的新道路。上海场外大宗商品衍生品协会可以发挥更多作用，组织行业内开展研究，与会员单位间形成良好的生态系统，更好地服务实体经济的发展。上海场外大宗商品衍生品协会举办本次论坛，在供需结构新格局中提升传统动能，以新技术和新发展理念激发行业潜力，对落实国家以及上海市金融发展战略具有积极意义。上海场外大宗商品衍生品协会监事长金文忠认为，坚持新发展理念，牢牢把握供需结构新格局，稳步探索发展之路，切实提高金融体系服务实体经济能力是新常态下的生存之道。上海场外大宗商品衍生品协会在市金融工作党委、市金融局的正确指导下，紧紧服务于新形势下金融服务实体经济新使命。2020年，上海场外大宗商品衍生品协会将重点打造场外大宗商品衍生品报价发布平台，并继续深化与会员单位在供应链金融、指数研发等方面的合作，将成品油价格指数纳入现货价格指数平台，促进场外大宗商品衍生品市场多样化、品质化发展。



协会监事长金文忠致辞

宏观经济破旧立新 天然气市场化程度逐步提高

国泰君安证券研究所固定收益首席分析师覃汉表示，经济周期和地产周期的波动收敛，主导债市的短期矛盾在于猪通胀的最终高度和持续性，中长期矛盾在于地产投资的韧性。预计2020年货币政策或受通胀预期影响较大。



国泰君安证券研究所
固定收益首席分析师覃汉做主旨演讲

上海石油天然气交易中心董事、副总裁付少华表示，天然气市场近些年发展较快，但是存在上下游产业力量不对等、对外依存度较高、监管力量薄弱等问题。随着油气体制改革深入推进，天然气产业在经历了十余年的快速发展后进入新阶段，正面临前所未有的新机遇和新挑战。未来天然气市场化将继续增加基础设施投资，逐步提高市场化程度。



上海石油天然气交易中心董事、
副总裁付少华做主旨演讲

风险防控 金融赋能实体经济

银行间市场清算所股份有限公司创新业务部总经理助理黄倩茹介绍了中央对手清算助力新形势下产融结合的实践。银行间市场清算所股份有限公司2012年开始探索大宗商品衍生品中央对手清算业务，中央对手方的引入提高了场外大宗商品衍生品市场的流动性、透明性，有效降低企业面临的交易对手信用风险。未来银行间市场清算所股份有限公司将对接化工品、煤炭等现货及仓储交割系

统，为现货、中远期产品提供清算服务，多方位服务实体经济的风险管理、融资、投资等多样化需求，打造成为大宗商品领域的“支付宝”。



银行间市场清算所股份有限公司创新业务
部总经理助理黄倩茹做主旨演讲

国泰君安证券固定收益证券部董事总经理王焕舟从客户进行避险的必要性与可行性出发，详细分析了金融衍生品在风险管理中的应用与实践，并介绍了不同金融产品的风险管理方案。



国泰君安证券固定收益证券部董事总经理
王焕舟做主旨演讲

此外，在论坛上上海场外大宗商品衍生品协会正式对外发布《场外大宗商品衍生品市场自律管理系列标准》，填补现有标准空白，推进场外大宗商品衍生品市场规范稳健发展。同时，协会与上海交通大学中英国际低碳学院签订合作备忘录，双方将在人才培养、科学研究、

产业孵化、高端培训、资源互享等方面金诚合作，共同推动碳金融市场规范健康发展。

本次论坛由上海场外大宗商品衍生品协会主办、银行间市场清算所股份有限公司和国泰君安证券股份有限公司协办、港联企业发展（上海）有限公司承办。



上海场外大宗商品衍生品协会与上海交通大学中英国际低碳学院签订合作备忘录

沙龙动态

第二十三期SOCDA沙龙： 资管新政多维解析及司法实践对资管业务 的启示

资管新规作为推动金融行业转型发展的重要性制度文件，在大资管时代对各类金融机构具有重塑性的指导意义。自资管新规发布至今，资管行业的各从业机构依旧在新规指引下探索。鉴于此，上海场外大宗商品衍生品协会（下称协会）联合德恒上海律师事务所（下称德恒律所）于2019年7月26日举办第二十三期SOCDA沙龙：资管新规多维解析及司法实践对资管业务的启示，深度分析资管新规的影响以及资管业务中的热点、难点问题。



本期沙龙邀请德恒律所高级合伙人张磊律师及其团队成员李瑶和马子蕙律师担任演讲嘉宾，分作三个主题单元，梳理了我国资管业务的发展历程，分析了近年来资管行业存在的多层嵌套、杠杆不清、套利严重和刚性兑付等主要问题，

并结合最新年来资管行业存在的多层嵌套、杠杆不清、套利严重和刚性兑付等主要问题，并结合最新的司法裁判对资管新规带来的合规难题进行了深入解析，最后分享了资管纠纷的争议解决之道。



本期沙龙受到来自不同机构的业务高管、法务等参会代表的广泛好评，参会机构涵盖金融要素市场、银行、券商、期货公司、资产管理公司、同业律所等。后续协会还将继续和德恒律所合作，结合会员需求开展活动，为会员单位搭建良好的沟通交流平台不懈努力。

第二十四期SOCDA沙龙： 成品油价格指数研讨会

7月20日，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）于上海举办第二十四期SOCDA沙龙——成品油价格指数研讨会（闭门会议）。研讨会嘉宾包括：协会理事交通银行贵金属业务中心副总裁王伟杰先生、协会监事北大方正物产副总裁陈进华先生、中海外供应链董事长刘铭先生，以及来自卓创资讯、京博石化、恒力石化、晋城银行等机构的10余名代表。



协会副会长兼秘书长张蕾女士主持研讨会

研讨会由协会副会长兼秘书长张蕾女士主持。她表示，随着我国经济的快速发展，成品油作为国家战略物资的重要地位愈来愈凸现。目前国内成品价格主要以国际油价作为风向标，缺乏反映中国成品油市场交易价格水平、波动趋势的

成品油价格指数。鉴于此，协会特举办成品油价格指数研讨会，对成品油价格指数采集及编制工作进行研讨，以期推出符合市场需求的成品油价格指数，促进成品油交易机制与价格机制的完善，助力成品油供应链金融的发展，推进成品油市场化进程。

随后，卓创资讯分别对成品油市场现状及成品油价格指数采集及编制方法论进行介绍，重点针对当前成品油市场规模、产业结构、价格形成机制、成品油价格指数的样本结构、采集过程及指数编制方法等细节进行解释说明。

在交流讨论环节，各嘉宾对成品油价格指数采集及编制方法论及未来的衍生品化路径进行了深入的讨论，针对指数的样本范围及构成权重、价格采集对象及方式、指数编制流程等细节提出了有针对性的意见，并对如何提升指数的市场影响力以及如何在未来衍生品研发中实现应用等问题发表了各自的看法。各嘉宾纷纷表示，制定符合市场需求的成品油价格指数意义重大，不但能为成品油市场的参与机构提供价格风向标，助力金融服务实体经济，而且有助于提升中国在全球能源市场的话语权和竞争软实力。



交行贵金属业务中心
副总裁
王伟杰先生发言



北大方正物产副总裁
陈进华先生发言



中海外供应链董事长
刘铭先生发言



卓创研究院院长
孙光梅女士发言

最后，张秘书长对下一步工作进行部署。她表示，希望各方能以本次研讨会为起点通力协作，并根据本次研讨会的讨论

结果完善指数采集及编制方法论，争取尽快推出符合市场需求的成品油价格指数。



研讨会现场

第二十五期SOCDA沙龙： 金融赋能企业稳健经营——国泰君安 FICC避险服务方案

当前，全球经济出现动荡，中国经济步入新常态，客户面临竞争更为激烈、不确定性显著提升的市场环境。在国内外日益复杂多变的大背景下，权益、利率、信用、外汇、商品等标的波动加剧。客户迫切需要相关的综合解决方案来应对上述挑战。在此背景下，上海场外大宗商品衍生品协会（下称“协会”）与国泰君安证券股份有限公司（下称“国泰君安”）联合举办第二十五期SOCDA沙龙：金融赋能企业稳健经营——国泰君安FICC避险服务方案。



本次沙龙首先由协会副会长兼秘书长张蕾和国泰君安证券交易投资业务委员会总裁罗东原进行欢迎致辞，随后沙龙正式开始。

国泰君安证券研究所首席宏观分析师张捷博士首先就2019下半年宏观经济和资本市场进行了展望；上海钢联铁矿石事业部总经理助理唐晓揽则立足于铁矿石市场，就该市场近期运行情况及未来展望进行分享；避险联盟网创始人刘文财博士结合企业管理理论、近期宏观背景与实际案例，指出避险可以显著提升企业价值，并介绍了企业避险的操作流程；上海清算所创新业务部胡喆重点介绍了上海清算所人民币铁矿石掉期业务的推出背景、协议要素与业务模式；国泰君安期货产业发展部王松泰介绍了国泰君安期货服务实体企业的诸多实践案例；最后，国泰君安证券固定收益外汇商品部王焕舟从客户进行避险的必要性与可行性出发，介绍了金融衍生品在风险管理中的应用与实践。本次沙龙内容丰富，受到来自不同企业和金融机构参会代表的广泛好评。后续协会和国泰君安将继续开展合作，为通过避险综合金融解决方案赋能企业稳健经营而不懈努力。



国泰君安证券研究所
首席宏观分析师张捷博士



上海清算所创新业务部胡喆



上海钢联铁矿石事业部
总经理助理唐晓揽



国泰君安期货
产业发展部业务董事王松泰



避险联盟网创始人刘文财博士



国泰君安证券固定收益外汇商品部
董事总经理王焕舟

第二十六期SOCDA沙龙： 新金融时代：企业资本经营与投融资风险 管控

2019年9月5日，由上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）联合渔点（上海）企业管理咨询服务中心（以下简称渔点咨询）举办的第二十六期SOCDA沙龙“新金融时代：企业资本经营与投融资风险管控”在张江高科示范区长三角资本市场服务基地顺利举办。



本次讲座邀请了对资本运营与投融资风险管控既有深入学术研究，又有丰富实战经验的上海立信会计金融学院会计学院曹中教授。曹教授先从一组数据切入新金融时代这一讲座背景：截止2019年7月底，全国共有科创板注册生效企业28家，其中上海7家，素有“中国硅谷”之称的张江示范区就有6家；第一批科创板上市的5家企业——安集科技、心脉医疗、中微公司、澜起科技和乐鑫科技，也都

来自张江。张江培育的大批生物医药、高端制造、信息技术等企业将作为后备力量陆续注入主流资本市场。



曹教授指出，资本经营形成的原因既有企业内部的动因，也有企业外部环境的支持。重视资本运营的战略地位，借鉴成功的经营模式，在现实的运作中不断地探索和创新，对我国企业集团的发展有着深远的意义。以企业面临危机管理咨询为例，曹教授逐步引入企业目标及其对财务管理的要求、企业内部控制、企业风险管理等话题，深入剖析企业资本运营模式探索与创新；从管理理论、管理方式、管理技术等方面分享投融资风险管控策略。



中国经济进入转型期，做企业靠胆识和运气赚钱的时代渐行渐远。只有把企业的各种要素以资本的形式，进行流动、整合和重构，进一步优化配置，形成合力，才能实现新的突破。曹教授强调，在财务独立经营的资本财务时代，风险应当构成财务的核心要素，风险管理应当成为财务的基本职能。

在新的管理时代，企业管理必须有一个有效的预算体系、内控和风险管理体系，以及合理的成本分摊体系来支撑，使得财务和会计支持更加科学的管理决策，告别模糊管理，实现高效管理。

企业风险管理包括外部环境、内部环境、目标设定、风险识别、风险评估、风险应对、控制活动、信息和沟通、监控九个相互关联的构成要素，它们来源于管理当局经营企业的方式，并与管理过程整合在一起。

曹教授从风险识别工作步骤、风险评估图例、风险应策略、风险评估软件、企业风险应对（规避、降低、转移、自留）五个方面详细阐述了如何应用科技、数学及管理手段，真正将风险管理工作融入管理决策的各个流程环节中。最后，曹教授引用芝加哥大学克鲁格曼教授的名言结束此次短暂的文化盛宴，嘉宾纷纷表示这种引经据典以及情景结合运算的启发式讲座受益匪浅，本次沙龙在热烈的掌声中圆满结束。



第二十七期SOCDA沙龙： 保理业务和供应链金融的法律要点剖析

2019年10月18日下午，上海场外大宗商品衍生协会（以下简称“协会”）联合上海市金茂律师事务所（以下简称“金茂所”）成功举办了第二十七期SOCDA沙龙“保理业务和供应链金融的法律要点剖析”。

本期沙龙邀请了金茂所合伙人段洁琦律师以及资深律师顾倩菁律师担任演讲嘉宾。会议伊始，协会会员部负责人张宝船向与会来宾介绍了协会SOCDA品牌沙龙服务会员的创立初衷，协会的最新业务发展动态。她欢迎更多会员与协会联合主办SOCDA沙龙，并将行业专业洞见分享给业界。金茂所段洁琦律师介绍了金茂所的保理&供应链金融团队的专业优势。分享环节中，首先，由顾倩菁律师结合大宗商品融资业务对保理的概念、行业发展情况、业务模式进行深入讲解。然后她通过“建行与中国江苏国际经济技术合作集团等保理合同纠纷案”、“闽兴医药虚构协和医院应收账款欺诈案”两件较有代表性的案例强调保理业务中的欺诈风险，并总结提出反欺诈方法论。

随后，结合上半部分的分享，段洁琦律师梳理总结传统保理行业转型方向为“科

技、创新、产业、细分”，并引入介绍供应链金融，从定义、交易形态、政策支持等方面介绍了国内供应链金融发展和现状。最后，她剖析了保理业务参与供应链金融的几种模式，并对供应链金融平台搭建过程中所涉及的法律要点进行了分享。分享环节结束后，金茂所也与参会人员就大宗商品贸易中的遇到的防欺诈手段、供应链金融平台的风控要点等实际问题进行了热烈的交流和讨论。本次沙龙的举办，大大加深了会员单位对保理行业面临的风险点和审判现状的理解，为企业保理业务转型以及如何与供应链金融相结合提供了新思路。今后协会将继续以会员单位需求为导向，努力提升协会凝聚力，吸纳更多优质、专业、务实的人才和机构，为场外大宗商品市场高效发展持续保驾护航。





沙龙实录

2020场外衍生品市场展望

2020年1月9日，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）联合会员单位上海同余信息科技有限公司（以下简称同余科技）成功举办第二十八期SOCDA沙龙。此次沙龙有交易所、银行、证券、期货、基金、实体企业等近三百名衍生品市场一线行业人士参与讨论，共同对2020场外衍生品市场进行展望。

以下摘取自嘉宾主旨演讲

《全球宏观视角下的外汇期权交易策略》

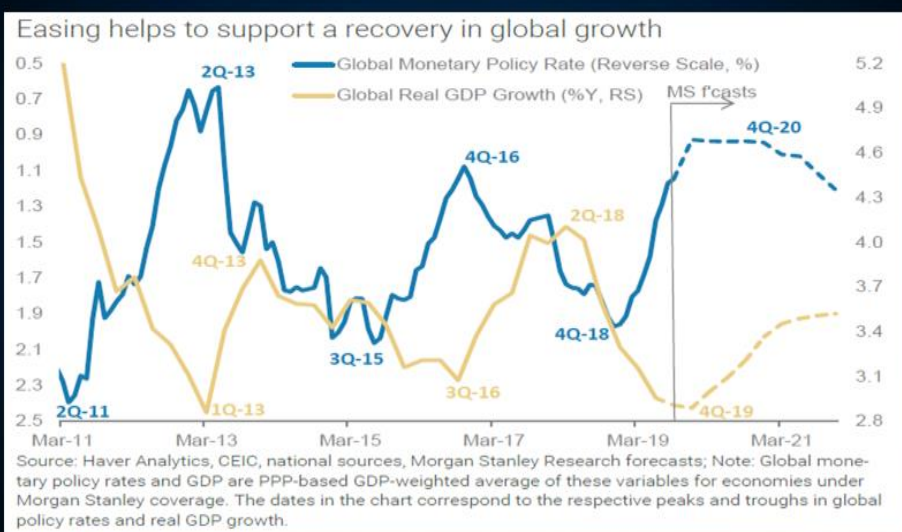
杭州银行资金营运中心 副总经理 张志青



核心
公式

$$R = \beta (R_m - R_f) + \alpha + \varepsilon$$

央行放水拯救经济...



2012、2015、2019，下跌-放水-反弹-停水-下跌-放水

放水边际效应递减，加大剂量...

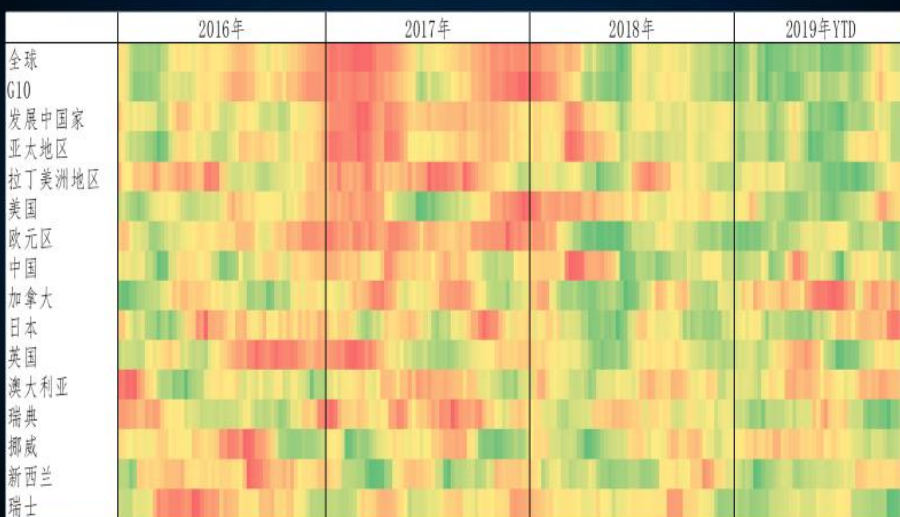
Chart 8: Global central banks cutting at fastest rate since Dec'09



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bloomberg

2012-2015 耶伦迟迟未加息，带动了全球的宽松节奏
2019宽松幅度为十年来最高，且快速转向

经济有反弹迹象，但不明显...



全球经济意外指数仍普遍偏低，经济还比较凉

08危机之后，全球资产波动率下跌...



全球央行协调+逆周期调节，压制了资产的波动率

Events + Carry = Currency Vol



美国投资级别信用利差和EURUSD波动率，同步性很高

EURUSD波动率高企的三个主要事件：08危机、希腊危机/欧债危机、ECB QE

Carry和Vol之间的联动，背后是Risk On和Risk Off的基础逻辑

解释汇率的新视角：全球化RORO



四次分化期，Rate vs RORO = 0 : 4

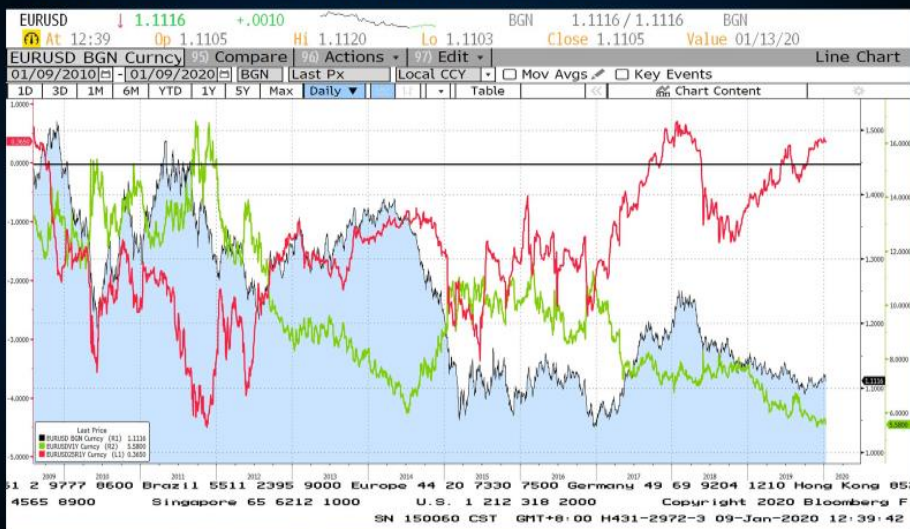
2002: EUR与EM正相关、与利差负相关，安然危机后Risk ON，美元流出

2009: EUR与EM正相关、与利差负相关，FED量宽后Risk ON，美元流出

2017: EUR与EM正相关，与利差不相关，马卡龙当选后Risk ON，美元流出

2019: EUR与EM正相关，与利差负相关，贸易战持续Risk Off，美元流入

期权波动率与即期价格的关联？



绿色：EURUSD 1y Vol

红色：EURUSD 1y 25d RR

期权波动率与即期价格的关联!



绿色: USDCNH 1y Vol
红色: USDCNH 1y 25d RR

全球宏观视角下的期权策略构建

周期决定资产
的安全边际，
关注黑天鹅与
灰犀牛

好的交易不是猜来的，是等来的。非你择时，是时择你。



期权交易策略



期权盈利的思路

- 买入期权是自带止损的杠杆交易工具，是期权策略的初始形态
- 简言之，期权策略是根据spot/vol/time三个因子的判断来盈利
- 期权Leg是七巧板，可以在不同时点构造任意形状的损益图
在Spot的方向、波动范围、路径三个维度都可自由构造
在Vol的方向、曲线、价差上均可以有无数种表达
但根基都在于无风险套利均衡，Trade Off
- 期权用户：关注到期损益形态，表达对Spot和Vol的观点
- 期权做市：关注风险参数、防范尾部风险，重视二阶三阶参数
- 期权做市的主要策略
 - 卖出保险，通过专业技能锁定风险溢价
 - 构造组合，通过动态管理锁定相对价值
 - 买卖中介，赚取价差

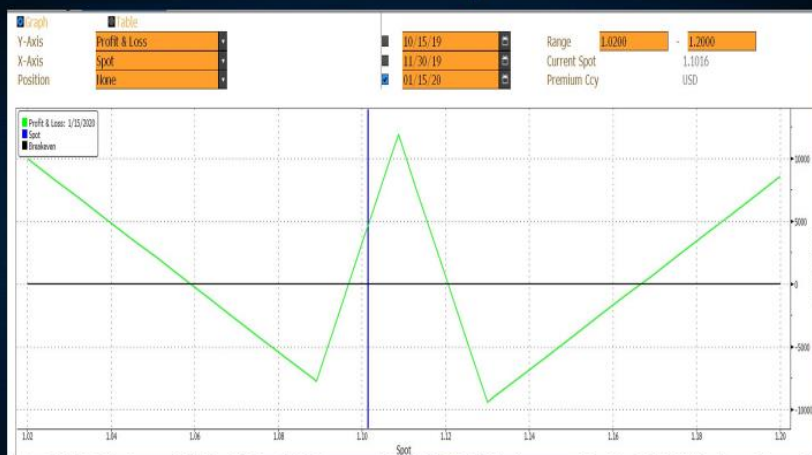
用户思维 vs. 做市思维



用户思维下的静态策略

- 关注点：到期损益形态、Spot/Vol的方向
 - 使用Call和Put作为积木，搭建各种到期形态
 - 使用Cal/Put或常用组合（RR、Bfly），表达Spot/Vol方向
- 远期作为定价基础，是权利和义务的均衡点，四十五度正斜线
- 期权，将权利和义务进行拆解和重构，形成自由形态
- Spread: Call or Put, with Diff Strikes or Expiry
- Package: Call and Put, with Diff Strikes or Expiry
- Long: Pay premium(or Theta, Negative Carry)
- Short: Receive premium(or Theta, Positive Carry)

期权策略的构造：Butterfly



上图隐含哪些信息——
远期升贴水？
Long/Short的方向？
风险逆转的方向？
隐含的交易观点？

延伸思考：
如果1M和3M各做一组，方向相反，又意味着什么？

静态策略的构造



看涨、中性、看跌，均可通过上述流程构造
构造要点：Buy/Sell, Call/Put, Ratio, Expiry

静态策略的构造：Bet on spot rate

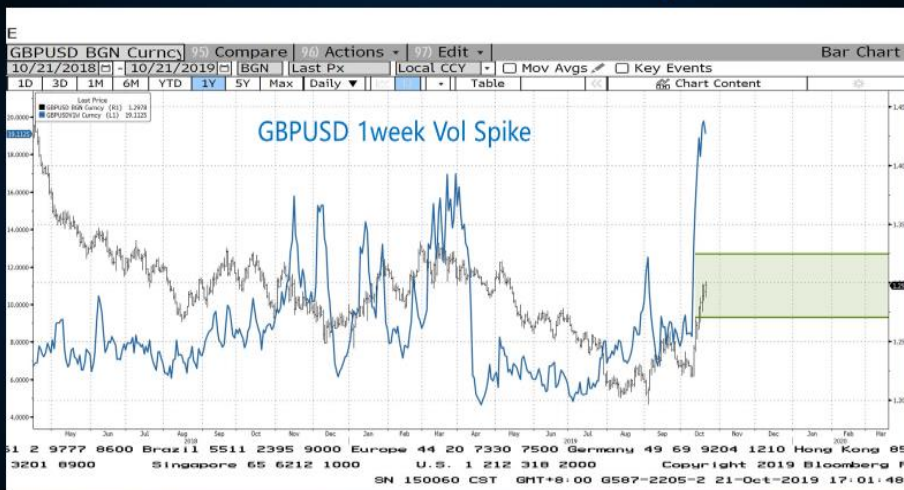


静态策略的构造

01	02	03	04
短期看涨 但空间不大	长期看跌	短期看跌 空间有限	短期看涨 长期看跌
Call Ratio Spread Exp: 1Week Buy 121.4 Call Sell 122 Call x2 B/E: 122.6 Risk: Short@122.6	Risk Reversal Exp: 1Month Sell 123 Call Buy 119.5 Put B/E: 123 or 119.5 Risk: Short@123	Put Ratio Spread Exp: 1Week Buy 121.4 Put Sell 120.8 Put B/E: 120.2 Risk: Long@120.2	Calendar/Diagonal Spread Sell 121 put exp 1w Buy 119.6 Put exp 1m B/E: n.a Risk: path dependent



静态策略的构造: Bet on Volatility



议会对脱欧协议表决之前: GBPUSD飙涨, 短期Vol涨
若通过, 则GBPUSD上涨, Vol下跌
若失败, 则GBPUSD下跌, Vol下跌
失败, 意味着脱欧延期, 而不是无协议脱欧

策略:
Sell 1w GBP 1.30 Straddle
Premium=260bp
B/E Range: 1.274-1.326

静态策略的管理

到期管理

大量策略需要持有到期
到期风险是痛点

策略设计的起点

最大损失是否可接受
交易性价比更高
策略比即期更多样
经验主义判定胜率与赔率
策略尽量简单化、短期化

策略管理的过程

Deal by Deal的管理方式
策略目标是否已经达到
策略如何止损?
负Gamma该不该管?

做市思维下的动态策略

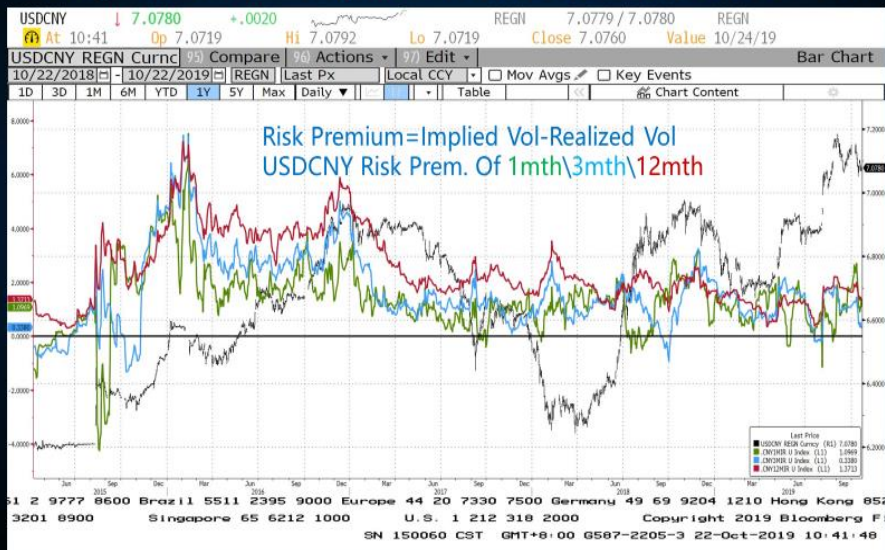


做市思维下的动态策略





Carry Trade: Implied vol持续高于Realized Vol

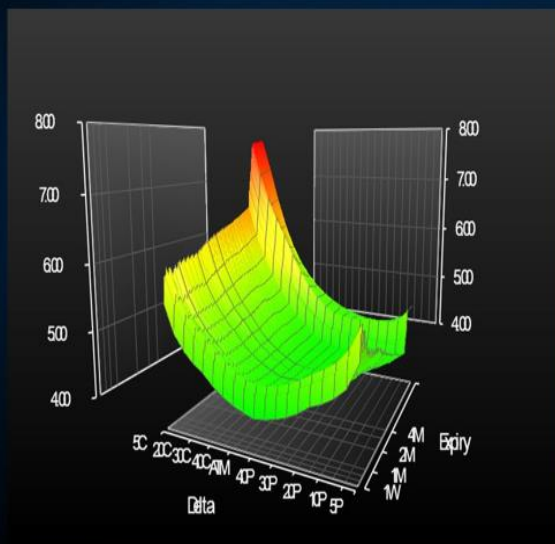


Market Making: 报价流中收集bid-offer Spread



Portfolio Management:

——策略、节奏和尾部风险



Greeks参数



随时间轴变动



随价格轴变动



尾部风险管理

Delta

事件驱动的突破
清晰的多空头排列
关注RR的变动
配合正Gamma进入舒适区



Vega

偏重于中长期限
逆向思维、提早布局
价格陷于停滞时买入
Vol Spike时择机卖出



期权组合的Greeks策略



短期限，多空切换
趋势vs.区间的判断
善用Bfly、Calendar
对冲尾部风险

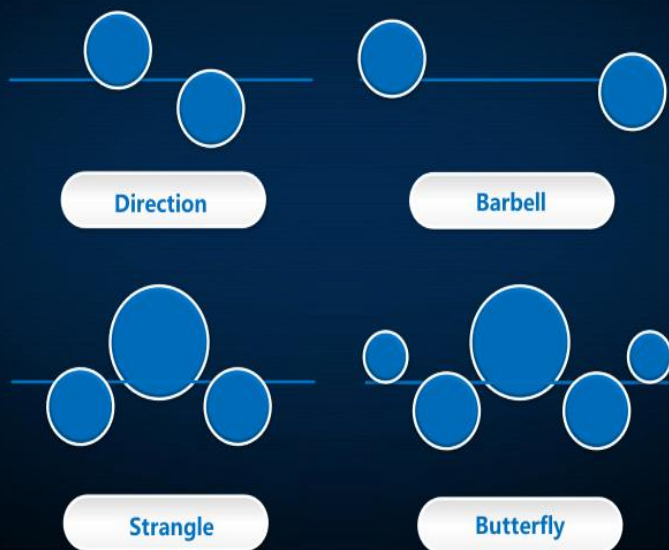
Gamma

平衡Gamma和Vega
正Theta是常态
过高或过低都要关注
Option Expiry管理



Theta

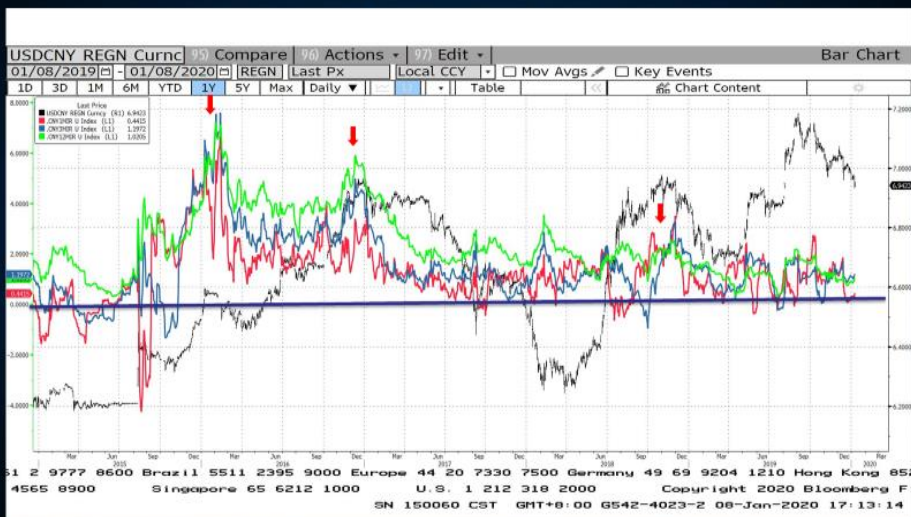
策略的类型



策略的选择与实施



USDCNY是不是新兴市场货币？



Implied Vol和Realized Vol的差值，随着人民币的市场化而不断收敛

历史能不能预测未来？



每一次箭头：隐含波动率跟随历史波动率变化，随后价格波动形态逆转，每一个箭头都是一次错误，也是交易的时机

《企业风险关联与商品衍生品》

嘉吉投资中国战略客户部总经理兼长材部总经理 王强



中国的大宗商品风险管理服务述评

- 两条主要的业务线
 - 场外衍生品
 - 基差贸易
- 面对实体企业的风险管理，仍然存在着期货与现货之间的错位



深入产业链条解决大宗商品相关风险

贸易的本质是三个流：



当前市场对前两点的处理相对成熟，而对第三点的思考暂时不足

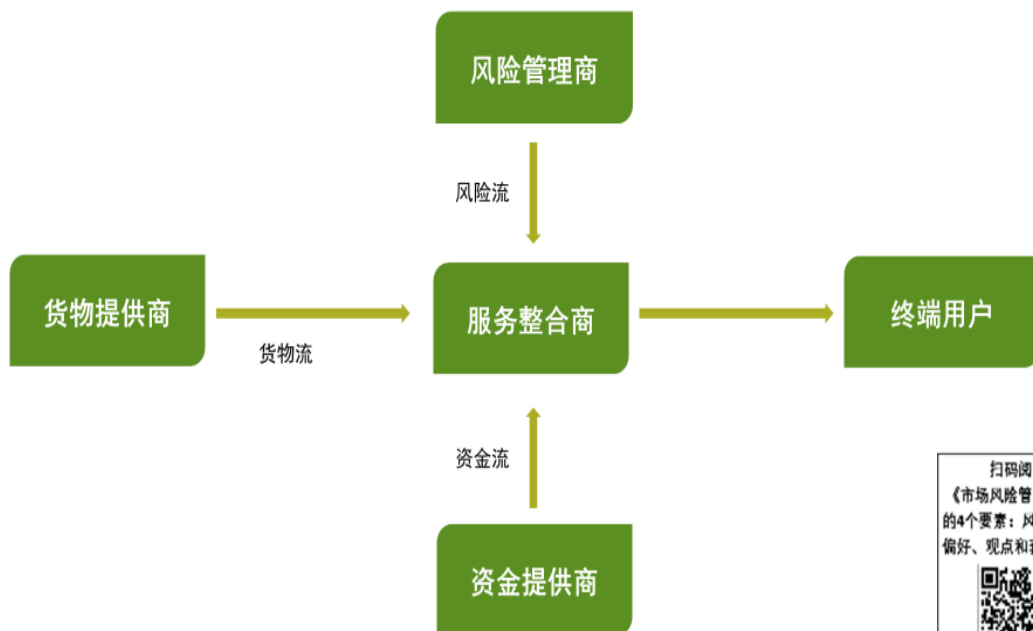


48

150 years of helping the world thrive



风险+资金+货物的整合



49

150 years of helping the world thrive



更深入的风险管理

更低成本的对冲手段

- 贸易的适当金融化有助于实体企业化解风险
- 挂钩现货指数的掉期产品
 - 库存管理
 - 利润管理
- 根据国内实际情况，将风险管理服务与实货结合

更深入的风险管理要素探讨

- 对风险的更深入探讨
 - 基差风险的更精细管理与识别
 - 产业链中对超出线性的风险的识别与化解
 - 上述两者的交叉与混合
- 对风险偏好/观点的更深入探讨
 - 期权帮助解决风险偏好/观点问题
 - 超越期权结构更加深入的帮助解决上述两方面问题

更有效率的化解风险市场

- 同业间市场的建立
- 低成本的风险转移手段

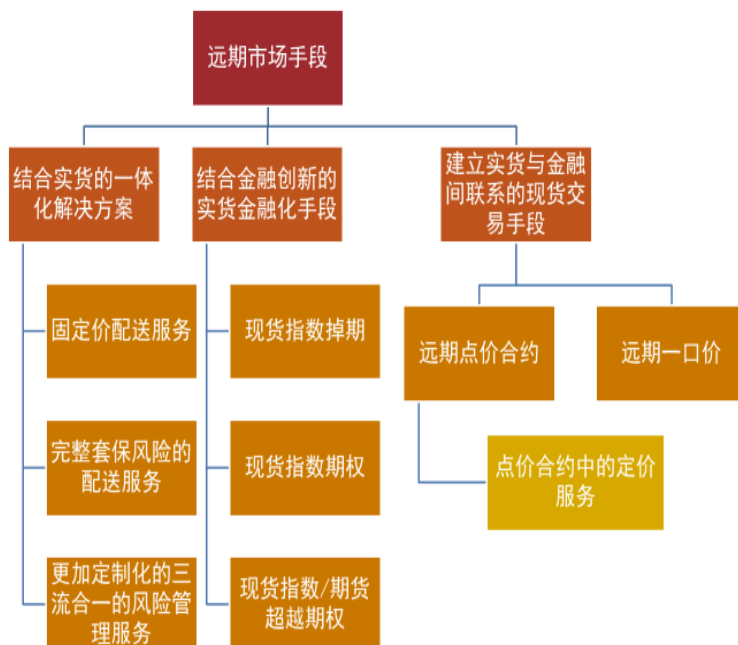


50

150 years of helping the world thrive



创新业务手段



51

150 years of helping the world thrive



远期市场工具

我们提供主流矿种的每日远期报价

可以随时询价交易

可以在点价与固定价之间进行选择

到期时间、港口、矿种定制



嘉吉远期现货参考报价表： 9/24/2019

DCE 12001 630

货物	10月底交货		11月底交货		12月底交货		1月底交货	
	买	卖	买	卖	买	卖	买	卖
PBF DCE浮动价	i2001+45	i2001+65	i2001+15	i2001+35	i2001-10	i2001+10	i2005+43	i2005+68
PBF 固定价	675	695	645	665	620	640	605	630
卡粉 (IOC) DCE浮动价	i2001+125	i2001+145	i2001+100	i2001+120	i2001+75	i2001+95	i2005+128	i2005+148
卡粉 (IOC) 固定价	755	775	730	750	705	725	690	710
PB 块 DCE浮动价	i2001+165	i2001+185	i2001+140	i2001+160	i2001+115	i2001+135	i2005+173	i2005+193
PB 块 固定价	795	815	770	790	745	765	735	755
JMBF 浮动价	i2001+10	i2001+30	i2001-25	i2001-5	i2001-55	i2001-35	i2005-12	i2005+8
JMBF 固定价	640	660	605	625	575	595	550	570

联系方式：小汤 15021976532 021-33327328 微信可见二维码

黄小全 18010193607

注：基准报价为青岛日照交货，京唐、曹妃甸，江内港口交货价差待议。

增值税率为13%

固定价作为参考，定价前以我司最终确定。

单月数量>1万吨需一单一议。

供应商若要求预付款，需提供我司所需的相关资料



© 2019 Cargill, Inc. All rights reserved.

52

150 years of helping the world thrive



远期市场工具

除常规的现货报价外，我们还提供基于Mysteel现货指数的期权报价

帮助企业降低采购成本

采用多月组合方式获得更好的价格

结合港口现货的交货优势



Cargill 嘉吉		嘉吉投资（中国）有限公司	
嘉吉投资（中国）有限公司 Cargill Investments (China) Ltd.		Ref I2001 637	9月23日
标的	结算期	嘉吉销售价格	
Mysteel 京唐港曹妃甸PBF	10月最后5个交易日	均价<715	695
		均价≥715	均价-20
Mysteel 京唐港曹妃甸PBF	11月最后5个交易日	均价<685	655
		均价≥685	均价-30
Mysteel 京唐港曹妃甸PBF	12月最后5个交易日	均价<645	615
		均价≥645	均价-30
Mysteel 京唐港曹妃甸PBF	1月最后5个交易日	均价<620	590
		均价≥620	均价-30
说明 以上报价仅在铁矿2001价格637以下有效。若期货价格涨/跌出以上区间，则须重新询价			
联系方式：小汤 15021976532 021-33327777 微信：tt15021976532			
联系方式：黄小全 18010193607 微信：18801337117			

53

150 years of helping the world thrive



© 2019 Cargill, Inc. All rights reserved.

现货指数掉期服务

- 以现货指数的未来价格为标的物的场外掉期合约
- 可以帮助实体企业跨过期货市场直接管理相关市场风险
- 将基差风险一并纳入管理范围



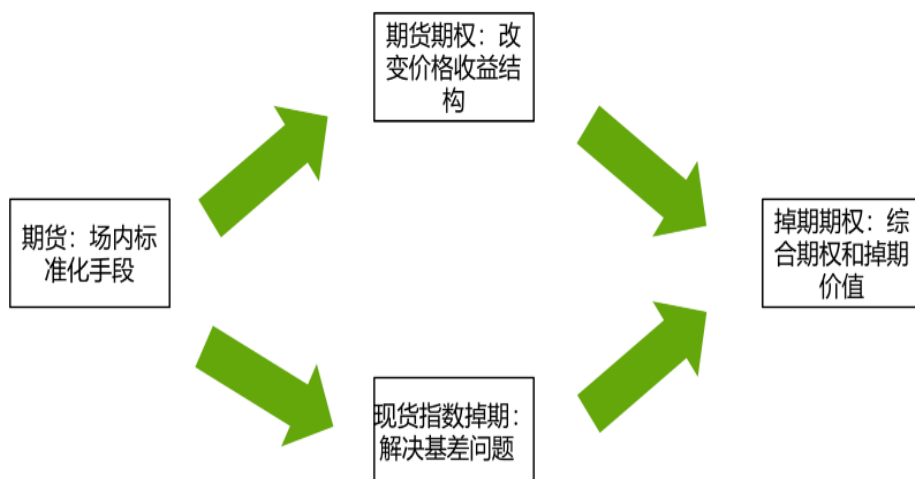
54

150 years of helping the world thrive



© 2015 Cargill, Incorporated. All rights reserved.

掉期和期权的关系



55

150 years of helping the world thrive



© 2015 Cargill, Incorporated. All rights reserved.

指数掉期的应用：投资者

- 为没有现货渠道，或不方便参与现货交易的投资者提供了参与现货市场的途径。
- 现金结算，可以更便捷地将现货市场加入到自己的投资策略组合中，而不必受限于实货对冲所需的外部条件。

56

150 years of helping the world thrive



指数应用：套保

- 可以运用掉期工具进行套保，规避期现基差，在一定程度上实现完全对冲价格风险。
- 可以方便的将浮动价订单转换为固定价订单，反之亦然。
- 现金结算的特点使得掉期工具运用更加灵活，不受限于实货对冲所需的外部条件。



58

150 years of helping the world thrive



会员活动

2019年SOCDA经纪人之家及 交易员之家活动回顾

上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）于2017年5月成立的“SOCDA经纪人之家”——专属于经纪人的交流平台，每季度组织经纪人之间的日常交流与沟通协调，旨在提高经纪人专业能力，增强经纪人的凝聚力。



第九期
“城市荣光 庆祝上海解放70周年”主题
展览活动
重温光辉历史，牢记初心使命

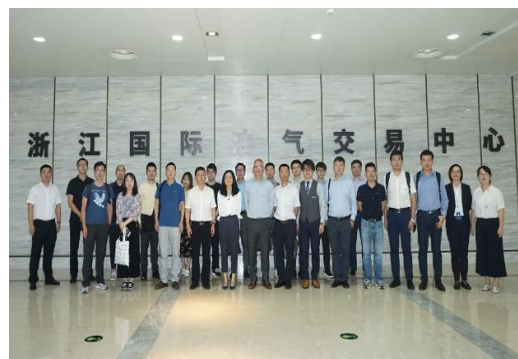


第十期
经纪业务培训暨交流分享活动
紧跟市场，把握机遇，创新发展

协会于2018年10月成立的“SOCDA交易员之家”——专属于交易员的交流平台，每季度组织交易员之间的沟通协调，旨在提升交易员的交易业务能力，持续规范场外大宗商品衍生品交易业务行为。请跟小编一起回顾2019年5期“SOCDA经纪人之家”及“SOCDA交易员之家”活动，2020年我们携手再出发！



第三期
新形势下的化工市场解读
优化服务体系，深挖市场空间



第四期
打造中国特色的大宗商品交易市场
推动期现联动，服务实体经济

The background is an abstract geometric pattern composed of numerous overlapping triangles. The color palette is a gradient, starting with cool blues and greys on the left and bottom, transitioning through various shades of green in the center, and ending with warm yellows and oranges on the right. The triangles vary in size and orientation, creating a dynamic, crystalline texture.

名家视角

潘功胜：深化金融改革 扩大金融开放 坚定不移地走中国特色的发展之路

自1994年以来，特别是2005年7月以来，中国的人民币汇率形成机制改革持续推进，人民币汇率的形成机理和调整方式越来越市场化，人民币汇率弹性越来越强，金融机构和市场主体也越来越适应人民币汇率的波动和调整，各类避险工具也越来越多，人民币国际化程度不断提高。近期美国将中国列为所谓的“汇率操纵国”，不会改变中国的外汇管理政策的连续性、稳定性，金融改革仍将持续深化，金融开放仍将持续扩大。我们仍将一如既往，坚定不移地走中国特色的发展之路。

一、美国认定我所谓的“汇率操纵”，是保护主义和单边主义背景下的政治操作，将成为国际金融史上典型的荒唐案例美国财政部8月5日违背基本世界贸易和国际金融的常识和专业精神，以不干预汇率贬值为由将中国列为“汇率操纵国”，此举罔顾美国保护主义下单边关税升级导致国际金融市场普遍调整的基本事实，也与美国5月发布的《美国主要贸易伙伴宏观经济和外汇政策报告》结论不一致，是美国挑起和升级中美经贸摩擦整体策

略的一部分，充分体现了其政策评估的不透明性和任意性，国际市场上任何不受美国政府欢迎的价格调整都可能被随意打上外国政府干预的政治标签。前美国财政部长劳伦斯·萨默斯近日撰文指出，中国不符合“汇率操纵国”定义，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”并要求IMF干预的做法是不正确的，如此贴标签显然是“自毁门庭”，将会严重损害美国政府和财政部的公信力。

国际货币基金组织近日发布中国年度第四条磋商报告，延续2015年以来基本判断，重申人民币汇率水平与经济基本面基本相符，这也充分证实美方相关指责毫无根据、站不住脚。

近期人民币汇率短期调整，是金融市场对美方意外宣布超预期关税措施的自发应激反应。2018年4月以来，美国挑起和不断升级对华经贸摩擦已成为影响人民币汇率短期走势的首要因素。2018年6月15日起，在中美经贸谈判取得进展的背景下，美方突然宣布对华500亿美元进口商品加征关税，三天后又威胁向额外2000亿美元商品征税，引发人民币对美

美元汇率大幅调整，当月境内人民币对美元即期汇率下跌了3.4%。同年12月G20两国元首会晤、贸易摩擦形势缓和，又驱动人民币转为升值。2019年5月美方再次超预期升级对华关税措施，当月境内人民币对美元即期汇率下跌了2.4%。8月2日美国进一步威胁对剩余3000亿美元中国商品加征关税，此后人民币汇率出现急剧波动，8月5日开盘后离岸、在岸市场人民币汇率先后“破7”，8月2日、5日两个交易日境内人民币对美元即期汇率下跌约1.9%。这一系列波动，都是人民币在外部环境冲击下正常的市场反应。

二、美国政治化的随意任性的保护主义和单边主义政策，将会成为笼罩全球金融市场的浓厚阴云

2018年以来，美国贸易保护主义措施引发全球金融市场的剧烈动荡，导致大类资产价格、股票市场和外汇市场大幅波动和快速传染。2018年9月美国对华2000亿美元进口商品加征10%关税落地后，全球股市（MSCI全球指数）出现暴跌，最大跌幅达18.0%。2019年5月和8月美国两次升级对华关税措施后，全球股市最大跌幅亦分别达6.3%和4.4%。黄金价格自2019年5月以来累计升值17.0%，一度突破1500美元/盎司，也显示全球避险情绪急剧升温。新兴市场汇率自去年4月以来最大下跌14.8%。事实证明，美方政策的单边性、随意性是引发全球金融市场高强

度震荡的重要根源。正如前美国财政部长萨默斯近日表示，“从2008年金融危机以来，目前经济衰退的风险可能是最高的。”

美联储货币政策对国际金融市场稳定至关重要。美国政府持续施压美联储，严重威胁美货币政策的独立性和专业性。特朗普一改美国历届总统不对货币政策公开置评的传统，多次公开表达对美联储货币政策和强势美元的不满，公然威胁解雇现任主席鲍威尔，并试图通过提名新的联储理事影响美联储决策。随着2020年美国大选临近，其就美联储和美元汇率发表公开评论的频率不断上升，自2018年6月至今公开批评美联储政策或置评美元汇率多达30余次。尤其是8月初人民币汇率“破7”后，在认定中国为汇率操纵国的同时，指责美联储无所作为，应尽快降息100个基点，隐含之意直指美元汇率。四位美联储前主席近日发表联合声明指出：虽然政治领导人在大选前后呼吁央行宽松的例子比比皆是，但从长远来看，基于当前政治（而非经济）需求的货币政策会导致更糟糕的经济表现，也会削弱公众对央行政策的信心，从而导致金融市场不稳定。声明呼吁保持美联储独立性，确保货币政策决策不受短期政治压力影响。

三、我们将继续市场化改革中增强人民币汇率弹性，外汇市场将在吸收短期

冲击后逐步回归基本面。

第一，经济运行平稳，预期更加稳定。

中国经济发展长期向好的趋势没有改变，未来经济增速仍将持续高于全球大部分主要经济体，人民币仍是强势货币。自2005年至2019年6月，国际清算银行数据显示人民币名义有效汇率升值38%，实际有效汇率升值47%，是二十国集团（G20）中升值最多的货币。近期中美经贸摩擦不确定性较大，但美国加征关税对我冲击的边际效应递减。今年以来，我国经济基本面良好，经济运行延续了总体平稳、稳中有进的发展态势，主要宏观经济指标保持在合理区间。经济结构调整取得积极成效，增长韧性增强，宏观杠杆率保持基本稳定。

第二，跨境资本流动基本稳定。随着我国开放领域逐步拓宽，全面落实准入前国民待遇加负面清单管理模式，国内营商环境进一步改善，外商直接投资仍具有较大的发展潜力。近年来我国持续推动金融市场高水平对外开放，为包括美国在内的外国投资者配置更多人民币资产创造良好的政策环境。目前我国债券市场和股票市场规模已位于世界前列，但外资持有比重只有2%和3%左右，随着中国债券市场和股票市场被更广泛地纳入国际主流指数，中国债券市场在全球负利率范围扩展背景下保持较高的收益水平，外资投资空间较大。

第三，我国外债稳定性增强。近年来我国外债增幅相对于经济总量并不高，2018年末我国外债负债率（外债余额/GDP）、债务率（外债余额/年出口收汇）、偿债率（外债本息偿付/年出口收汇）分别是14.4%、74.1%、5.5%，远低于国际警戒线。外债类型结构优化，以中长期资产配置为目的的央行类境外投资者持续增持境内债券，债务证券占外债余额比重由2014年末的8%持续上升至2018年末的22%，这部分资金稳定性较强，汇率变化不容易引发大规模的外债“去杠杆”。

第四，人民币汇率双向波动增强，外汇市场主体更加适应和理性。8.11汇改以来，人民币汇率弹性不断提高，波动率已接近主要发达国家货币水平。人民币汇率双向波动成为常态，贬值压力得到及时释放。当前个人购汇更加平稳，企业对外直接投资更加理性有序，市场主体囤积外汇现象逐步消失，企业的汇率风险管理意识有所增强。

四、我们将保持外汇管理政策的连续性、稳定性，不断提高跨境贸易投资自由化便利化水平，完善与更高水平开放相适应的跨境资本流动管理框架

外汇管理部门将继续保持政策连续性、稳定性，服务国家全面开放新格局。我们将贯彻落实党中央、国务院决策部署，

把握长期大势，尊重市场，办好自己的事。我们将坚定信守改革承诺，保障企业和个人等市场主体正常的用汇需求，继续为企业进出口、利润分配、跨境双向投资等生产经营活动提供支持，继续满足个人在出国旅游、留学等方面的实际需要，涉及人民群众的经常项目支出不会受到影响。并且，我们将继续大力提升跨境贸易投资自由化便利化水平，进一步扩大贸易收支便利化、服务贸易税务备案电子化、外债注销登记下放银行办理等便利化改革试点，更好地服务实体经济。我们将继续深化外汇管理“放管服”改革，优化6月上线的外汇局“互联

网+政务服务”网上办理系统，进一步打造更加开放、公平、便利的营商环境。

我们坚信，未来的中国外汇管理工作将在更加开放的环境中适应开放，资本项目开放、金融市场双向开放和人民币国际化将在更高的水平上协调推进，跨境贸易投资自由化便利化水平将有更大的提升。我们有信心、也有能力，有效防范外部环境冲击风险，坚决维护外汇市场稳定，促进金融市场和金融体系平稳健康发展。



谢众：为人民币迈向国际注入新动力

以2009年跨境贸易人民币结算试点为标志，人民币国际化正式启动。十年来，人民币跨境使用逐步扩大，人民币在国际市场的定价功能稳步提升。目前，人民币已成为全球第五大支付货币、SDR权重排名第三的重要货币，并不断向国际贸易、跨境投资、国际信贷、储备货币等方向拓展。与此同时，围绕人民币国际化的制度建设稳步推进，基础设施不断完善，市场参与机构迅速扩大，人民币跨境业务渠道逐步畅通，为我国经济金融在深化改革、扩大开放创造了重要条件。在2019年年初召开的全系统工作会议上，人民银行再次强调了人民币国际化的工作重点：以服务实体经济、促进贸易投资便利化为导向，进一步完善人民币跨境使用政策；优化央行间货币合作框架；完善离岸人民币市场流动性服务框架。这也为下一步人民币国际化指明了方向。在人民币国际化十周年之际，本刊特约请相关领域的领导和专家撰文，总结人民币国际化所取得的重要成果，探讨新形势下进一步推动人民币国际化的路径和着力点。

作者 | 谢众「银行间市场清算所股份有限公司董事长」

文章 | 《中国金融》2019年第14期建设高度开放的债券市场是人民币国际化的必要条件之一。开放的债券市场通过提供丰富的人民币计价产品，满足境外发行人的人民币融资需求，提升投资者对人民币资产的配置意愿，强化人民币在国际范围内的储备属性。银行间市场清算所股份有限公司（简称“上海清算所”）作为债券市场重要的登记托管结算基础设施，长期以来，积极服务债券市场对外开放大局，助力人民币国际化战略目标的实现。

服务债券市场，促进中国资产全球化配置

支持投资标的多样化。伴随着银行间债券市场的创新发展，上海清算所为同业存单、非金融企业债务融资工具、熊猫债以及特别提款权（SDR）计价债券等20种创新金融产品提供发行、登记托管、清算结算、付息兑付等服务，极大地丰富了金融市场上以人民币计价的金融产品种类。目前，上海清算所服务的境外

主体已涵盖外国政府类机构、国际开发机构、境外金融机构和境外非金融企业，多样化的人民币计价产品能够更好地满足其直接融资需求和资产配置需求，助推境外主体总体参与规模的显著扩大。截至2019年5月，境外投资者在上海清算所开立持有人账户845个，持有的债券余额达2752.57亿元人民币。境外机构累计发行熊猫债110只，金额达2081亿元人民币。

拓宽跨境投资通道。为了落实国家关于债券市场开放发展的总体安排和中国人民银行部署，在债券通及自贸区债券业务制度安排下，上海清算所切实履行金融市场基础设施职责，为境外主体拓宽了投资通道。2017年7月，上海清算所实现与香港金融管理局债务中央结算系统（CMU）联通，服务香港与内地债券市场托管结算基础设施互联互通，为债券通提供登记托管、清算结算服务。与此同时，上海清算所通过实施多级托管和名义持有人制度，提供安全高效、全自动化的券款对付（DVP）结算服务，主动对接融合国际债券市场的开放思路，增强了境外投资者信心、提高了其参与效率。2016年9月，上海清算所正式推出自贸区债券柜台业务，实现信用类债券首次在商业银行柜台发售。近年来，通过制定自贸区债券业务配套制度，上海清算所持续服务自贸区债券的发行登记和

清算结算，为境外投资人提供了资产配置新渠道。

提供丰富配套服务。为进一步推进债券市场对外开放，上海清算所从多方面丰富面向境外主体的配套服务，改善其参与体验。在发行人服务方面，提供全部托管新发债券同步申请配发国际证券识别编码（ISIN编码）服务，并完成全部托管存量债券ISIN编码的申请配发；开发税收代扣代缴功能的技术系统，支持发行人履行代扣代缴义务；通过与卢森堡证券交易所探讨基础设施跨境合作，为债券通债券发行提供国内外同步的信息披露服务。在投资人服务方面，开发中英文单据服务系统，提供全套英文单据，便利境外托管机构、托管行、投资人业务操作；在提供债券估值服务基础上，对外发布中国信用债AAA级同业存单指数、中高等级短期融资券指数等一系列银行间债券指数；推进创新型跨市场交易型开放式指数基金(ETF)及银行间市场版ETF研发工作，为境外投资者参与我国债券市场提供更多跟踪指数的被动型投资新选择。

发展衍生品市场，提高人民币国际影响力

促进人民币国际化的重要工作之一是加强对人民币定价产品的培育，从而引导外资机构扩大人民币的使用。作为金融

市场重要组成部分，场外金额衍生产品市场健康发展不仅是维护我国金融系统稳定运行、加强国内外投资者信心的需要，也是促进金融市场在定价和风控方面营造良好生态的重要手段。为此，上海清算所致力于建设一个交易活跃、产品丰富、双向开放的场外衍生品市场，不断提高人民币金融产品的国际接受度。

建立集中清算机制。从国际经验来看，一国货币在国际货币体系中的地位和作用，很大程度上取决于衍生品市场，尤其是场外衍生品市场的发达程度。经过2008年国际金融危机的洗礼，国际上普遍认识到，更好地发展场外衍生品市场，必须建立中央对手清算机制（即集中清算机制），以方便市场参与者更好地对冲风险、节约资金成本，释放市场流动性。上海清算所作为危机后成立的全球第二家、亚洲第一家中央对手清算机构，经过多年的探索和实践，已逐步建立了适合我国国情的中央对手清算业务运行机制。目前，上海清算所实行分层清算安排，清算会员包括综合清算会员、普通清算会员和特殊清算会员，对市场参与者进行合理划分和聚集，更好地满足境内外参与者对人民币金融产品的个性需求。同时，上海清算所构建了全面的风险管理体系，形成了以专业手段防范信用违约、多措并举保障流动性需求、以DVP机制消除结算风险、多重机制妥善

处理违约、精细化运行风险管理、主动推动法律环境改善为内容的“六维安全堡垒”，筑起了场外金融市场的风险隔离墙，提升了市场参与者的信心，极大地激活了衍生品市场。自成立以来，上海清算所的中央对手清算业务量稳步发展，累计清算量已超过400万亿元人民币，涉及包括境内机构、美资机构、欧资机构在内的各类清算参与者。

创新衍生产品业务。为配合利率汇率市场改革，助力人民币在国际市场的定价权，上海清算所提供多项中央对手清算业务，覆盖利率、汇率、信用、大宗商品等各类衍生品。比如，2014年7月上海清算所推出人民币利率互换集中清算业务，是我国践行G20匹兹堡会议承诺的重要举措，也使我国成为2008年国际金融危机后率先实现利率互换集中清算的主要国家之一。同年11月推出外汇中央对手清算业务，产品范围包括人民币外汇询价远期和掉期等衍生产品。2016年8月，上海清算所正式将期限在一年内的美元对人民币普通欧式期权交易纳入中央对手清算业务，成为全球首家为场外市场外汇期权交易提供中央对手清算服务的清算机构。全面的产品体系和创新的领域，有助于增强金融机构主动管理利率、汇率风险的能力，培育市场化基准利率

体系，完善人民币汇率形成机制。

优化配套服务体系。上海清算所一直以来重视市场参与者对业务开展的诉求，并以规范化、专业化的理念持续服务境内外清算参与者，吸引境外清算机构参与境内衍生品市场。一方面，完善制度安排，拓展境外机构参与清算业务。为服务美资机构参与人民币利率互换集中清算业务的需求，上海清算所专门在业务指南中根据美国监管要求新增了针对境外参与者的情况。另一方面，增强业务功能，服务市场更好发展。上海清算所提供的抵押品管理、一对多代理清算、合约压缩等服务，有利于完善市场分层结构、降低清算成本、提升市场参与度。

完善金融基础设施功能，接轨国际市场国际化的金融基础设施是人民币迈向国际化的基本依托和核心传导渠道。上海清算所自成立以来，高度关注国际市场的变化，始终以国际业务交流合作为抓手，积极开展与境外基础设施和监管机构的交流，争取理解与认同，助力人民币国际化进程。

获取国际组织评估认可。国际上将金融基础设施符合《金融市场基础设施原则》（PFMI）作为评价该设施安全可靠的重要条件之一。为此，上海清算所率先按照PFMI披露框架和评估方法开展自评估工作，并于2016年8月首次公开披露合规

信息，并逐年更新。自2017年10月起，上海清算所进一步对照《CPMI-IOSCO中央对手方量化信息披露标准》，按季度披露包括风险管理、财务信息、系统性能、清算量等内容的量化信息，成为国内首家进行量化信息披露的中央对手方。同时，上海清算所积极配合参与国际组织开展的各项评估，获得广泛认可，有力地提升了我国金融基础设施的国际地位。比如，2016年6月支付与市场基础设施委员会（CPMI）和国际证监会组织（IOSCO）开展的PFMI实施情况一级评估，将我国中央对手方的评级结果提升为最高评级的第四档次，即“最终措施完全生效”，这标志着我国场外金融市场中央对手方（即上海清算所）的监管环境竞争软实力与伦敦清算所等国际先进同业保持了一致的高水平。2017年5月，上海清算所参与国际货币基金组织（IMF）和世界银行（WB）组织实施的金融部门评估规划（FSAP）的国际评估，获得了风险管理安排整体设计良好的评价，进一步提升了境外参与者对我国金融基础设施的信心。

开展跨境监管认证。上海清算所作为国际化的金融市场基础设施，很大程度上涉及跨境开展业务或为境外机构提供服务。无论是走出去还是引进来，境外参与者是否能够参与相关跨境业务、是否能够在资本计提上有所优惠，都将在一

定程度上受到境外监管制度的约束。为了消除境外机构准入障碍、降低合规成本，上海清算所主动出击、积极协调，持续努力向欧美等主要监管机构申请跨境监管认证。目前，上海清算所已获得美国商品期货交易委员会（CFTC）颁发临时性注册豁免安排“不行动函”，据此可向美国清算会员提供清算服务，并与CFTC建立了信息沟通渠道。同时，上海清算所已向欧盟递交了第三国中央对手方认证申请，推动并协助中欧监管机构就等效监管评估进行协商，获得欧盟认可后可更好地为欧资机构提供清算服务。跨境监管合作，将更加便利境外参与者参与人民币计价产品的业务，更加便利境外监管者对我国金融市场的了解，在统一标准的情况下增进理解、形成共识，从而更好地服务境外客户、加快人民币

国际化进程。

加强境外交流合作。随着人民币国际化程度的不断提高，离岸人民币市场相关清算业务快速发展。为了更近距离接触海外以人民币计价的衍生品金融市场，上海清算所在全球第二大人民币清算中心伦敦设立了办事处，以加强中英金融市场互通交流。同时，上海清算所还通过多渠道开展国际交往，搭建多边对话的国际性金融平台。上海清算先后加入了全球中央对手方协会、国际资本市场协会、亚太中央证券存管机构组织等国际协会，并与德意志交易所、欧清银行、芝加哥商业交易所、伦敦证券交易所、伦敦清算所、明讯银行等国际同业机构建立了合作关系。



鲁政委：中美经贸磋商取得阶段性成果 风险偏好支持部分大宗商品价格走强

摘要

能源：中美贸易向好提振风险偏好，伊朗油轮遇袭提供地缘政治风险溢价，油价短期表现较为强势。但能否趋势性反弹仍需观察。

有色：期铜先跌后涨，贸易谈判乐观提振风险偏好，叠加今年以来供给出现收缩，铜价底部支撑强劲。而且极低的净多持仓同样对于铜价存在一定支撑。期镍剧烈震荡，禁矿令消息利好已兑现，进入调整阶段，短期料将维持震荡行情。

黑色：螺纹节后低位震荡，需求韧性仍待确认，限产放宽供给料走强。短期铁矿石或因供给面波动与钢厂补库有一定反弹。



一、宏观环境

新一轮中美经贸高级别磋商本周在华盛顿举行。周初谈判前，美国在出口限制与签证限制等方面向中国施压，引发市场对本次磋商的悲观前景，但谈判结果好于预期。中美表示在货币与汇率方面

达成共识，中国将增加购买500亿美元美国农产品，美国推迟原定10月25日上调2500亿美元商品的关税。美国方面让步相对有限，并未对12月是否加征的关税作出决定，但本次磋商结果总体偏正面，**中美贸易关系有边际好转迹象，短期将提振全球风险偏好**。但从特朗普过去的表现看，仍存在反复的可能，需关注未来5周草签文字稿是否如期达成。

本周经济数据方面整体对市场扰动不大，值得注意的是，美国9月CPI不及预期且低于美联储预想的通胀中枢，通胀的疲软将为后续降息提供支持。美国密歇根大学消费者信心指数虽意外反弹，但长期通胀预期下调。

美联储周五宣布将从10月中旬开始每月购买600亿美元美国国债，并称将实施日常性回购操作以增强对基准利率的控制。短期美债短线跳水，收益率曲线趋陡。联储同时声明这是技术性措施而非QE，不代表货币政策立场的转变，但值得注意的是重启扩表已暗示货币政策传导机制的失灵，或将为后续进一步刺激打开大门。此外，本周公布的美联储九月议

息会议纪要显示联储内部对于货币政策未来路径分歧加重，市场对后续降息预期缩减。

脱欧方面，周初谈判仍困难重重，无协议脱欧或延迟脱欧前景高企。周四约翰逊与爱尔兰总理会谈取得良好进展，随后欧盟首席脱欧谈判官也表示与英国进行了建设性的会议，约翰逊就爱尔兰问题上作出部分让步，众多机构纷纷调高下周欧盟峰会达成协议脱欧的可能性。但欧理会主席表示英国目前尚未提出切实可行建议，脱欧协议的达成仍需英国议会的支持，暗示有序脱欧的前景虽已再现，但绝非板上钉钉。

中东局势方面，上周沙特阿美已宣布恢复此前遇袭的全部产能，但后续恐袭风险仍存。伊拉克已被反政府骚乱所笼罩，作为OPEC第二大产油国，如果骚乱持续料将对原油供给造成部分中断。周五上午，一艘伊朗油轮在沙特吉达港口附近遭到导弹袭击，油轮虽并未沉没，但本次遇袭无疑使波斯湾局势更加紧张。本周公布的经济数据如下：

图表 1：本周重要经济数据

	事件	今值	预期
美国	9月CPI：同比	1.7%	1.8% 0%
	9月CPI：环比	0.0%	0.1%
	9月PPI：环比	-0.3%	0.2%
	10月密歇根大学消费者信心指数	96	92
欧元区	10月欧元区Sentix投资者信心指数	-16.8	-13
	8月德国工业产出月率：环比	0.3%	-0.2%
	9月德国CPI：同比	1.2%	1.2%
英国	8月制造业产出月率：环比	-0.7%	0.1%

数据来源：Wind、兴业研究

二、EIA周报聚焦：

油价再度企稳走势回顾：截至10月10日，WTI周度涨幅3.09%，Brent周度涨幅2.67%，Oman周度涨幅4.53%，SC周度涨幅5.56%。



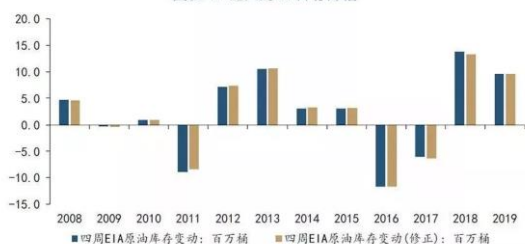
本周三公布的截至10月4日的EIA库存数据显示，美国原油库存增加293万桶至4.2557亿桶，预期增加172万桶，前值增加310万桶。汽油库存减少121万桶至2.2876亿桶。馏分油库存减少394万桶至1.2733亿桶。进出口方面，本周原油进口量减少6.6万桶/天至622.5万桶/天，环比降低1%，原油出口量增加53.4万桶/天至340.1万桶/天。汽油进口量减少20万桶/天至64.3万桶/天，汽油出口量减少12.4万桶/天至79.6万桶/天。需求方面，汽油需求环比增加32.3万桶/天至946万桶/天；馏分油需求环比增加7.6万桶/天至403.6万桶/天，航空燃油需求环比增加0.7万桶/天至177万桶/天。

EIA报告喜忧参半。原油库存再度增加而成品油库存录得下降，炼厂原油输入量

已跌至年内低点，炼厂开工率也跌至近两年低位，炼厂的疲软对原油需求端带来压力。从历史上看，炼厂走弱具备季节性特征。最近四周原油库存增幅接近过去十年同期高位，同样增幅较大的2018，2013与2012年同期油价均处于下降通道。此外，近四周柴油需求已到历史相对低位。

本周油价震荡上行。上周的制造业数据疲软与沙特阿美超预期复产施压油价，不过触及50美元/桶支撑后市场情绪明显修复。OPEC周四公布月报表示三季度原油需求超过产量250万桶一日，但这主要受沙特油田遇袭导致的供给骤减影响，不代表全球需求恶化的趋势发生转变。沙特阿美复产后油价跌破遇袭前水平也佐证了需求担忧的加重。周五伊朗油轮遇袭再度使波斯湾紧张局势升温，叠加贸易谈判乐观消息，油市普遍看涨。中美贸易磋商取得阶段性成果，市场风险偏好受到提振，地缘政治方面继续为原油提供支撑，油价料企稳回升。OPEC再度下调年内原油需求增速，全球经济健康仍是长期走势的主要矛盾。

图表 4：近四周EIA库存降幅



注：图中2019年的数值为10月4日当周较9月6日当周商品原油库存变动，其余各年份的数值为当年同期库存变动。

数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 3：EIA周报

		2019/10/4	2019/9/27	周度变化	周度变化率
概要	商业原油库存 (百万桶)	425.57	422.64	2.93	0.7%
	汽油库存 (百万桶)	228.76	229.98	-1.21	-0.5%
	馏分油库存 (百万桶)	127.33	131.27	-3.94	-3.0%
	航空燃油库存 (百万桶)	44.16	44.42	-0.26	-0.6%
	炼厂原油加工量(千桶/天)	15655	16017	-362.00	-2.3%
	炼厂开工率	85.7%	86.4%	-0.7%	-0.8%
原油	产量 (千桶/天)	12600.00	12400.00	200.00	1.6%
	进口量 (千桶/天)	6225.00	6291.00	-66.00	-1.0%
	出口量 (千桶/天)	3401.00	2867.00	534.00	18.6%
	隐含需求 (千桶/天)	9460.00	9137.00	323.00	3.5%
汽油	产量 (千桶/天)	10066.00	10081.00	-15.00	-0.1%
	进口量 (千桶/天)	643.00	843.00	-200.00	-23.7%
	出口量 (千桶/天)	796.00	920.00	-124.00	-13.5%
	隐含需求 (千桶/天)	9460.00	9137.00	323.00	3.5%
馏分油	产量 (千桶/天)	4834.00	4814.00	20.00	0.4%
	进口量 (千桶/天)	93.00	50.00	43.00	86.0%
	出口量 (千桶/天)	1454.00	1249.00	205.00	16.4%
	隐含需求 (千桶/天)	4036.00	3960.00	76.00	1.9%
航空燃油	产量 (千桶/天)	1690.00	1721.00	-31.00	-1.8%
	进口量 (千桶/天)	274.00	110.00	164.00	149.1%
	出口量 (千桶/天)	231.00	216.00	15.00	6.9%
	隐含需求 (千桶/天)	1770.00	1763.00	7.00	0.4%

数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 5：近四周汽油、柴油平均需求



注：图中2019年的数值为10月4日当周到9月6日当周共四周EIA公布的汽油柴油需求平均值的同比增量，其余各年份的数值为当年同期同比增量。

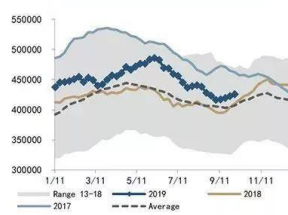
数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 6：美国炼厂原油输入量



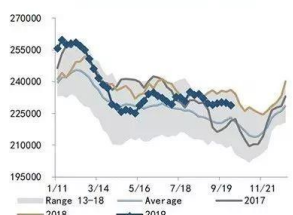
数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 7：美国商业原油库存



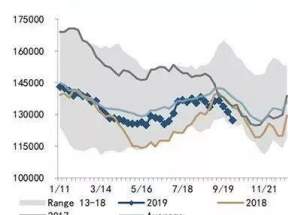
数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 8：美国汽油总库存



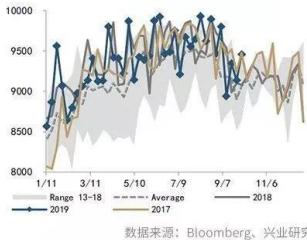
数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 9：美国馏分油总库存



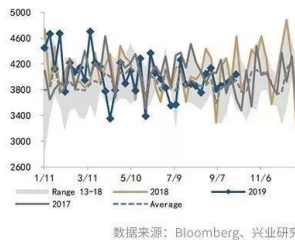
数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 10：美国汽油隐含需求



数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 11：美国馏分油隐含需求



数据来源：Bloomberg、兴业研究

图表 12：EIA分区域数据

库存（百万桶）	环比变化	10/4	9/27	环比%	同比	较5年平均
原油库存	+2.33	425.6	422.6	0.7%	+15.6	+2.1
东海岸 (PADD I)	-0.88	10.9	11.8	-7.5%	-0.1	-1.8
中西部 (PADD II)	-0.90	126.6	127.5	-0.7%	+12.9	+3.2
库欣	+0.94	41.7	40.7	2.3%	+14.8	-3.4
美湾 (PADD III)	+5.64	221.4	215.8	2.6%	+5.2	+7.0
落基山脉 (PADD IV)	-0.03	20.3	20.4	-0.1%	-1.0	+0.7
西海岸 (PADD V)	-0.91	46.4	47.3	-1.9%	-1.3	-3.6
包括 SPR	+2.73	1,070.2	1,067.5	0.3%	+1.5	-32.4

炼厂 (kbpd)	环比变化	10/4	9/27	环比%	同比	较5年平均
炼厂原油加工量	-362	15,655	16,017	-2.3%	-584	-274
炼厂开工率	-0	85.7%	86.4%	-0.8%	-3.1%	-2.9%
东海岸 (PADD I)	-76	739	815	-9.3%	-88	-298
中西部 (PADD II)	-214	3,609	3,823	-5.6%	+521	+290
美湾 (PADD III)	-207	8,330	8,537	-2.4%	-793	-160
落基山脉 (PADD IV)	-21	601	622	-3.4%	-79	-41
西海岸 (PADD V)	+156	2,376	2,220	7.0%	-145	-64

炼厂开工	环比变化	10/4	9/27	环比%	同比	较5年平均
原油	-1.21	228.8	230.0	-0.53%	-11.7	+4.5
东海岸 (PADD I)	-1.44	63.5	64.9	-2.2%	-7.2	+2.1
PADD I RBOB	-0.94	17.7	18.7	-5.0%	-5.5	-0.6
中西部 (PADD II)	-0.03	51.0	51.0	0.0%	-1.2	+2.0
美湾 (PADD III)	+0.96	80.4	79.4	1.2%	+2.0	+2.6
落基山脉 (PADD IV)	-0.01	7.7	7.7	-0.1%	+1.0	+0.6
西海岸 (PADD V)	-0.70	26.3	27.0	-2.6%	-2.0	-2.3

汽油库存	环比变化	10/4	9/27	环比%	同比	较5年平均
汽油	-3.94	127.3	131.3	-3.0%	-6.1	-13.4
东海岸 (PADD I)	-1.86	38.6	40.4	-4.6%	-4.7	-12.8
中西部 (PADD II)	-0.68	31.3	31.9	-2.1%	-1.4	-0.3
美湾 (PADD III)	-0.76	41.1	41.9	-1.8%	+0.2	+0.1
落基山脉 (PADD IV)	+0.15	4.1	3.9	3.8%	+0.6	+0.5
西海岸 (PADD V)	-0.79	12.3	13.1	-6.0%	-0.8	-0.8

柴油库存	环比变化	10/4	9/27	环比%	同比	较5年平均
柴油	-0.79	12.3	13.1	-6.0%	-0.8	-0.8

数据来源：Bloomberg、兴业研究

原油库存增加主要发生在美湾与库欣地区，中西部和东西海岸地区原油库存则出现降低。美湾地区的原油库存环比增加564万桶至2.214亿桶，库欣地区原油库存环比增加94万桶至4170万桶，西海岸地区原油库存环比减少91万桶至4640万桶。汽油库存在除美湾外大部分地区均降低。美湾汽油库存环比上升96万桶至8040万桶，西海岸地区汽油库存环比下降70万桶至2630万桶，东海岸地区库存环比下降144万桶至6350万桶。

柴油库存在大多数地区下降，主要发生在东海岸和西海岸地区。东海岸地区柴油库存环比减少186万桶至3860万桶，东海岸地区柴油库存环比增加79万桶至1230万桶。

图表 13：WTI油价日线



数据来源：文华财经、兴业研究

三、有色：净多历史低位，铜价下方支撑强劲

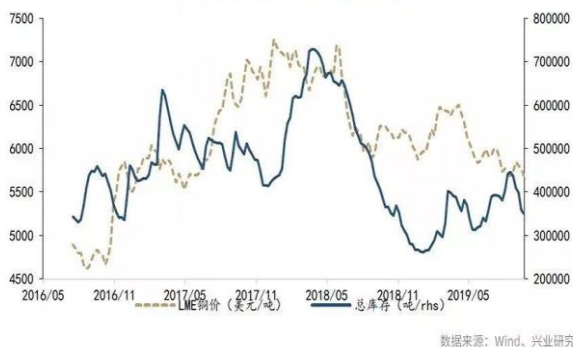
走势回顾：本周有色金属涨跌互现。

本周伦铜震荡上行，沪铜先跌后涨。国庆期间全球经济数据疲软，宏观面打压伦铜，故而沪铜本周开盘后有所补跌。本周初中美经贸磋商前消息面相对混乱，铜价整体震荡。周四周五经贸磋商传出乐观信号，国内外铜价均受提振。同期传出供给面受扰动消息，秘鲁Las Bambas铜矿进出道路受堵，无法将矿石由矿山运至港口，部分发货出现延误，供给担忧增强，为铜价提供支撑。同时伦铜库存出现持续下降。中美经贸磋商取得阶段性成果，风险偏好支撑本周铜价的反弹。

本周镍宽幅震荡。国庆期间LME镍库存

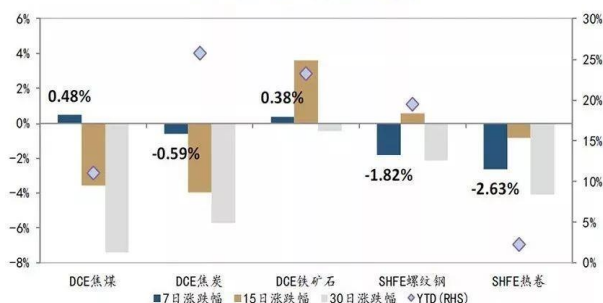
创下历史最大跌幅，但镍价受到的提振相对有限。本周LME镍库存再度大降，内外盘期镍均冲高回落。自传出印尼提前禁矿消息到官方宣布禁矿令，镍价在第三季度大幅上涨。目前印尼禁矿的利好已兑现，价格进入调整阶段，库存大降对镍价提振颇为有限。市场正关注印尼镍矿出口配额失效前的抢出口，期镍短期将继续维持震荡。

图表 19：铜价与三大交易所总库存



四、黑色：供给短期受扰动，长期坚挺
走势回顾：本周焦炭期货主力合约周度跌幅0.59%，铁矿石期货主力合约周度涨幅0.38%，螺纹钢期货主力合约周度跌幅1.82%，焦煤期货主力合约周度涨幅0.48%，热卷期货主力合约周度跌幅2.63%。

图表 21：黑色品种价格变动

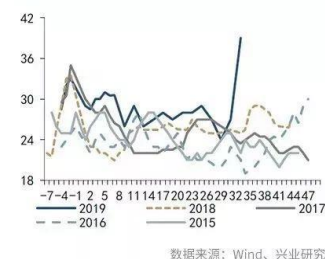


本周螺纹钢低位震荡。国庆期间海外经济数据疲软，制造业整体低迷，工业品价格承压，螺纹钢本周低开补跌。节前进入需求旺季钢材库存连续下降，假期虽有累库但节后库存再度下降，上海线螺采购同样在节后有一定反弹，但需求能否持续恢复仍需关注后续库存能否继续下降。此前公布的《京津冀及周边地区2019—2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》对于限产描述较以往有所放松，叠加生态环境部表示秋冬季攻坚不与停产停工划等号，节后除唐山外各省市陆续开始放松限产政策。今年秋冬季限产力度有一定概率低于预期，供给面或将为钢价带来较大压力。总体而言，需求面目前虽相对强势，但仍面临经济放缓的困境，是否继续为钢价带来支撑仍需进一步验证，供给面秋冬季有走强预期，赋予螺纹钢一定的下行动能。本周铁矿石先跌后涨。供给方面，10月9日巴西矿业局披露的54座未证明稳定性的尾矿坝中有18座属于淡水河谷，全部处于停运状态，早前矿难事件再度发酵，发货量回落至历史同期相对低位。澳大利亚发货恢复较好，但10月铁路检修有可能对发货节奏略造成影响，供给短期内或受到一定扰动，但四大矿山在逐渐摆脱此前诸多影响后，积极复产仍是主基调，类似上半年的供给缺口料难再现。需求方面，国庆节后

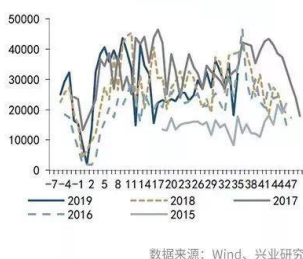
钢厂纷纷复产，螺纹钢周产量与高炉开工率均反弹，但高炉开工率仍维持在历史相对低位。国庆期间钢厂受运输等因素限制，以消耗库存为主，港口库存持续上升，进口铁矿平均可用天数达到历史高位，同时钢厂矿石库存经过国庆

消耗已处在低位，存在补库需求。短期铁矿石或因供给面波动与钢厂补库有一定反弹，但长期仍缺乏趋势性看多逻辑。

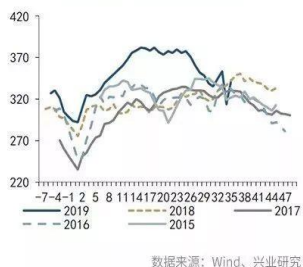
图表 26：进口铁矿石平均库存可用天数



图表 27：上海线螺采购量



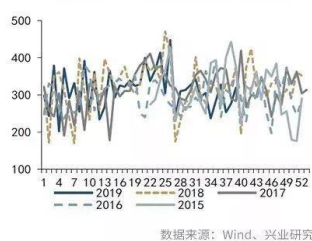
图表 22：螺纹钢周产量



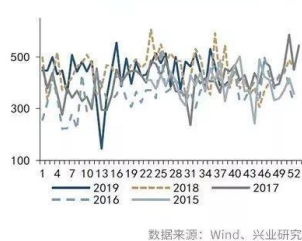
图表 23：铁矿石港口库存



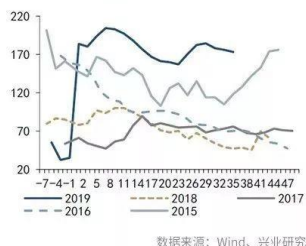
图表 28：铁矿石发货量：FGM



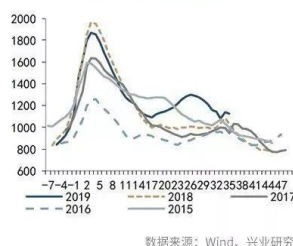
图表 29：铁矿石发货量：必和必拓



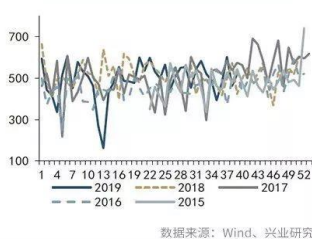
图表 24：铁精粉库存



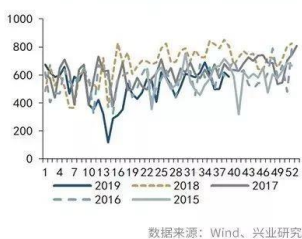
图表 25：钢材库存



图表 30：铁矿石发货量：力拓



图表 31：铁矿石发货量：淡水河谷



罗东原：发挥外汇业务枢纽功能 助力证券行业全面转型

在加快对外开放所带来的新竞争格局下，外汇业务因其对于证券公司各类业务跨境和跨币种发展所起到的“枢纽”功能，更能够有效助力头部券商国际化经营发展、应对外资同业竞争和实现全面经营转型。证券公司要利用自身在电子化交易业务运营管理、量化交易和衍生品交易方面的竞争力，以及客户风险偏好相对较高的比较优势，酌情发展有自身特色的外汇业务。

一方面，证券公司外汇业务要在中长期紧密结合资本项目改革开放进程和自身投融资服务范围的拓展逐步推进；另一方面，证券公司也要在短期内做好基础功能建设、业务效率提升和已具备条件的功能性业务储备，长期战略性布局和短期阶段性目标要结合开展。

国泰君安证券作为国内证券行业中首家获得结售汇业务经营资格的证券公司，自2014年四季度获批资格并启动包括结售汇业务在内的外汇业务试点经营以来，在坚持稳健合规发展的前提下，始终积极在证券公司外汇业务领域进行尝试和探索。经过多年来的持续投入和努力，

目前公司外汇业务体系初见端倪，不仅自身业务逐步发展成长，也为后续其他证券公司参与外汇业务以及证券类机构外汇业务监管积累了有益的经验。

当前国内证券行业正处在转型发展的关键时期，对于头部券商来说，能否实现从传统的证券经纪商、自营交易商向综合金融服务商和现代投资银行成功转型，对于保持行业优势地位至关重要，也将在很大程度上决定各家机构能否适应境内外资本市场深度融合和行业加快对外开放所带来的新竞争格局。

在这个过程中，包括外汇业务在内的交易投资业务作为境内证券公司拓展对客户投融资服务范围和强化机构核心竞争力所必需的战略性业务，有望发挥举足轻重的作用，而外汇业务因其对于证券公司各类业务跨境和跨币种发展所起到的“枢纽”功能，更能够有效助力头部券商国际化经营发展、应对外资同业竞争和实现全面经营转型。正因为如此，现阶段我们有必要充分总结前期外汇业务经营试点的经验，在明确证券公司自身优劣势的基础上探索差异化的发展模式，制

制定符合实际情况的分阶段发展目标，切实推进证券公司外汇业务试点经营全面深入开展和证券类机构外汇业务监管制度框架的进一步完善。

一、探索试点：建设基础配套支持功能，尝试不同模式的外汇业务，初步建立证券公司外汇业务体系

广义的外汇业务包括外汇交易类业务、外汇产品类业务以及其他各类客户使用外汇资金参与的业务，如外汇投资、外汇融资、外汇产品托管等。不同类型的外汇业务虽然在经营模式、业务逻辑和操作流程上存在差别，但大多会涉及协议签署、账户开立、资金划转、履约保障、报价交易、交易后处理等一系列环节，不仅业务链条长，而且对于业务处理效率的要求较高。因而，开展外汇业务的金融机构都需要在账户管理、资金管理、信用和抵押品管理、报价交易管理和风险管理等诸多方面具备较为完备的基础支持功能，也要有与业务经营需要相适应的技术系统作为支撑。

相比之下，传统证券公司业务中仅有B股业务与外汇相关，不仅业务规模较小，对业务经营效率的要求也不高，而券商人民币相关业务的经营模式和管理方式与外汇业务差异明显，因而证券公司在外汇业务配套支持功能方面存在欠缺，无论是与商业银行、境外投行等同业机

构，还是与自身外汇业务的中长期发展目标相比都存在显著差距。所以，境内证券公司试点经营外汇业务，需要在原有人民币相关业务功能体系的基础上，平行建立一个以外汇账户和资金管理体系为核心的新功能体系，进而基于这一体系搭建和完善外汇业务体系。

国泰君安证券在获批业务资格后，立即着手建设和强化外汇业务的基础配套支持功能。公司与境内部分商业银行合作，建立了满足初期业务经营需要的外汇资金账户架构，申请加入了SWIFT组织，通过商业银行代理结算的方式实现了较为便捷高效的外汇资金收付功能，同时结合客户业务经营需要和配套政策条件，在外汇局和投资者保护基金的指导下，创新性地规划建设了证券公司客户外汇账户体系，以满足对客户外汇业务时对于客户账户管理和资金划转的需要。

公司采取自主开发与外部采购相结合的方式建设外汇业务相关技术系统。截至目前，已初步建立起支持自营交易自动导入、交易簿记、各类授权和风险管理、交易后处理、资金清结算功能以及全面覆盖客户业务报价管理、交易管理、客户账户管理、报文收发管理、资金管理、交易存续期管理、清结算处理和监管信息报送等各类功能的IT系统体系，并对分支机构管理、会计核算等部分已有业务系统进行了适应性改造。其中，外汇业

务的交易簿记、授权与限额管理、风险管理及各类存续期、交易后处理流程纳入公司全资产管理系统集中进行。公司还以专线形式接入国家外汇管理局应用服务平台（ASOne系统），满足结售汇报表、结构性存款登记等数据报送和日常信息交互需要，客户外汇业务信息采集报送功能正在申请外汇局验收。

针对外汇业务的风险特点，在证券公司原有以净资本、业务规模和风险资本准备为核心的风控指标体系基础上，公司适应性地增加了净敞口和各类敏感性指标，并完善了业务授权、交易对手准入、授信管理和风险管理的体系和流程。

公司逐步建立了银行间外汇市场交易对手网络，与逾30家境内商业银行建立交易关系，与逾20家银行间外汇市场会员机构签署了衍生品交易主协议，并以会员身份参与了上海清算所银行间人民币外汇询价所有类型交易的中央对手方清算业务。

在配套基础功能不断完善的同时，国泰君安证券按照自营交易业务、自身需求业务和客户交易业务的顺序，由易到难地分阶段试点开展外汇业务，打造外汇业务体系。

自营交易业务是指公司使用自有资金、以赚取即期汇差或各类外汇衍生品买卖价差为目的开展的外汇交易业务。与自

身需求业务和客户交易业务相比，自营交易业务的筹备主要涉及公司自身的前中后台功能，范围相对有限，筹备难度也相对较小，因而在三类业务中率先进行筹备并落地经营。公司在2015年初获中国外汇交易中心批准成为银行间外汇市场人民币外汇即期和衍生品会员，经上海外汇局验收合格后，于2015年4月首次在银行间外汇市场达成交易。此后，公司银行间外汇交易量连续三年保持快速增长态势，交易品种上实现即期、远期、掉期和期权的全面覆盖。

自身需求业务的概念引申自“自身结售汇业务”，是指公司因除自营外汇交易以外的其他业务经营需要，以公司本身作为客户而开展的外汇交易业务。该类业务需要结合公司其他有外汇兑换或汇率风险对冲需求的业务场景开展，流程较自营交易业务相对复杂，但自身需求业务在公司表内开展，筹备和落地难度显著低于客户业务。在自身需求业务领域，公司首先从Quanto产品的结售汇交易和外币对期权平盘交易切入。自2016年12月起，公司开始基于外汇业务功能，为自身发行的挂钩外币对价格的结构化收益凭证进行结售汇交易和外币对期权平盘对冲。截至2019年6月末，公司累计已发行该类产品逾300期，与固定收益类产品、挂钩贵金属和大宗商品类的结构化产品共同构成了国泰君安收益凭证产品

序列，丰富了客户的流动性管理和财富管理工具，并通过定制化功能服务机构客户，灵活满足客户的风险管理需求。此外，公司还通过开展银行间外汇买卖交易，为公司欧元债付息等自身外汇兑换和汇率风险对冲需求提供支持，有效降低了内部外汇管理的成本和风险。

客户外汇业务的范围相对广泛，包括但不限于代客外汇交易、外汇产品投资、外汇产品托管等涉及客户外汇资金的业务，而狭义的外汇业务一般是指代客外汇交易业务。原则上，除少数同业客户外，大部分客户在参与外汇业务时都要先在公司开立外汇资金账户并转入所需外汇资金；机构账户开关户、结售汇交易等环节还需满足外汇局信息采集报送要求，涉及的流程环节更为繁杂，因而其业务准备难度相对最大。在先后获得证监会和外汇局对于开展代客外汇买卖业务的许可后，公司成立专门的筹备工作小组，协调推进客户外汇账户体系建设和代客外汇买卖业务筹备工作，并于2018年11月实现了账户体系初步落地和一期个人即期实盘外汇买卖业务试运行，后续机构客户即期实盘外汇买卖、外币对衍生品等业务也在积极筹备中。今年以来，公司开始为境内银行客户发行的结构化产品提供外币对期权平盘服务，实现了对客“E+FICC”全品种的结构化产品风险对冲支持。

通过扎实的基础功能建设和各类型外汇业务的分步有序推进，国泰君安证券已经具备了满足外汇业务初期经营需求的基础功能条件，也通过各类业务的筹备落地初步建立了外汇业务体系。但同时也应看到，境内证券公司外汇业务功能建设才刚刚起步，还没有形成自身相对成熟的核心业务架构，与外汇业务发展较早的境内商业银行和境外投资银行相比，现有业务运行效率仍存在明显的不足，仍有很大的发展和进步空间。

二、发展方向：注重扬长避短，结合投融资服务场景发展核心外汇业务，并通过功能性业务构建立体化业务体系

横向看，商业银行在数十年外汇业务的经营发展过程中，逐步形成了以存款类业务、融资类业务、交易类业务和支付结算业务为主要支柱的外汇业务体系。从银行实践看，无论是零售客户还是机构客户，一般较少存在独立的外汇交易业务需求，而是更多需要金融机构结合国际结算、外汇产品投资、外汇融资等各类关联业务场景提供外汇交易服务。同时，在客户需求来源上，经常项目、特别是货物贸易项下的外汇业务需求占据绝对主导地位。

与商业银行相比，境内证券公司不仅在外汇业务基础功能、经常项目客户资源等方面存在劣势，也难以在外汇资金来

资金来源、资金价格、专项业务人员数量等方面与银行正面竞争。因此，证券公司的外汇业务不能简单地沿用商业银行原有的发展路径，而是要注重“扬长避短”，密切结合自身在投融资服务功能、投融资客户基础、电子化交易业务运营、客户风险承受能力、量化交易和衍生品定价交易等方面的相对优势或竞争力，通过关联场景嵌入式的外汇业务、特定品种的外汇业务来构建有证券行业特色的业务体系，与商业银行进行差异化竞争。

首先，与投融资服务场景相结合的外汇业务是证券公司外汇业务的核心发展方向。

证券公司作为在资本市场提供直接投融资服务的专业金融机构，不仅在股票经纪、股票承销等权益类业务和场内期货交易领域相比银行有一定的牌照优势，而且在债券承销、交易做市、资产托管等方面也具备较强的市场竞争力。过去在境内外资本市场相对隔离的背景下，这些牌照和功能优势主要体现在境内资本市场和人民币相关的业务领域，对境外金融市场和外汇相关业务覆盖不足。但随着境内私人部门跨境投融资活动的日趋活跃和金融市场跨境联动的不断加深，客户已不满足于证券公司原先局限于境内市场的投融资和风险对冲服务，而是越来越多地需要跨境和跨币种的金

融服务支持。

同时，随着证券行业加快对外开放，外资证券公司在实现控股并获得更多的业务牌照后，将能够依托其境外母公司的资本实力和境外端业务优势为客户提供相应服务。在客户需求和行业竞争的双重驱动下，境内证券公司，特别是头部证券公司有必要结合资本项目改革开放的进程，加快推进跨境业务和相关外汇业务的发展，依托外汇业务的纽带作用促进经纪、投行、交易、托管等各类投融资业务的服务范围跨境和跨币种化延伸。在此过程中，客户外汇业务也将有效嵌入各类投融资业务场景，从而获得具备较强黏性的客户需求和业务流量，逐步打造有证券行业特色的外汇业务核心模式。从合规角度看，证券公司本身为客户提供跨境和跨币种投融资服务，对客户外汇交易业务背景有充分的了解，也有利于相关业务的外汇政策合规性管理。

其次，证券公司要利用自身在电子化交易业务运营管理、量化交易和衍生品交易方面的竞争力，以及客户风险偏好相对较高的比较优势，酌情发展有自身特色的外汇业务。

证券公司从A股经纪业务起步开展电子化交易业务，对于大规模线上交易业务经营管理具备极为丰富的经验，结合在固定收益、贵金属和权益业务等方面的量

量化报价交易经验，能够为银行间和柜台市场外汇交易的电子做市提供强大支持。主要头部券商在各大类资产的衍生品定价交易方面也有较强的竞争力，能够在外汇衍生品做市交易领域与商业银行进行有效的合作与竞争。证券公司客户群体以权益类产品交易客户为基础，对期货、期权等衍生品业务和境外市场投资交易也有所涉及，其风险偏好显著高于以存款和理财需求为主的商业银行客户，同时为保护投资者利益，证券行业监管部门要求各证券公司实施了极为严格的投资者适当性管理体系，保证客户充分了解所参与业务品种的特点和风险，确保客户需求、风险承受能力与业务风险水平相适应。因此，后续若国内市场开放部分风险水平相对较高的交易性业务，从客户结构看证券公司无疑是理想的业务经营载体。

第三，除上述核心和特色业务外，证券公司也需要具备外汇兑换、外汇资金管理产品等基础功能性业务，促进形成立体化的业务体系，满足客户综合化的服务需求。

客户未来在通过证券公司开展外汇交易或外汇投融资业务时，因转入币种与交易币种、不同业务使用的币种不同，可能需要进行人民币与外汇或不同外汇币种之间的转换，相应要求证券公司提供基础的即期外汇兑换服务。客户在证券

公司参与外汇交易和外汇投资业务的资金，在闲置时需要有外汇流动性管理产品作为工具，提升和增强综合收益水平。证券公司在开展大宗商品衍生品交易过程中，会接触到一些相关产业的上下游企业，对方提出通过证券公司一并进行大宗商品进出口汇率套保或对市场走势提供咨询服务的需求。虽然经常项目外汇业务并不是证券公司外汇业务计划重点发展的方向，但如果在局部业务领域能够形成相对标准化、自动化的业务流程，也可以尝试性开展。上述功能性业务本身并不是证券公司外汇业务经营的核心领域，与商业银行可比业务的相似性也较高，如果以独立的业务形态经营，并不具备很强的竞争能力，客户需求和盈利性也有限。但当这类业务作为核心业务补充功能存在时，可以在外汇业务体系内形成小范围的横向联动，对于提升外汇业务体系的立体性、满足客户日益综合化的金融服务需求以及增强客户黏性都具有非常重要的意义。

三、实践经验：长期战略性布局与短期阶段性目标相结合，与监管部门保持密切沟通，积极配合完善行业监管政策框架

在上述发展思路下，一方面，证券公司外汇业务要在中长期紧密结合资本项目改革开放进程和自身投融资服务范围的拓展逐步推进；另一方面，也要在短期

内做好基础功能建设、业务效率提升和已具备条件的功能性业务储备，长期战略性布局和短期阶段性目标要结合开展，同时在试点经营中总结实践经验，协助监管部门梳理、建立和完善对证券公司在新角色定位下的外汇业务管理政策框架。

从长期看，证券公司外汇业务核心模式的建设与资本项目渐进开放的进程密不可分，需要结合特定的市场环境协同推进。在资本项目改革试点的具体业务模式中探索和明确证券公司角色定位，通过整合跨境投融资和外汇交易环节促进资本项目试点机制以更加安全高效的方式进行。对于结合投融资服务场景塑造本行业外汇业务的核心模式，证券公司并没有现成的业务模板可参考，需要结合资本项目改革开放进程来逐步实现。对于渐进推进的各类资本项目可兑换试点业务，获得外汇业务牌照的证券公司不仅要继续承担原有在境内资本市场的投融资服务功能，也要站在外汇业务经营机构的角度，寻找在外汇兑换和汇率风险对冲服务领域的角色定位和切入点，发掘更加合理的业务模式。例如在跨境经纪业务中，为本公司客户提供实时外汇兑换服务，或为跨境做市交易提供汇率风险实时对冲。证券公司参与和提供投融资相关的外汇服务并不仅着眼于自身业务发展，也是尝试将试点业务机制

中的投融资交易环节与外汇交易环节整合，将外汇交易嵌入到跨境投融资相关的业务场景中，实现两个环节的无缝运作，帮助跨境经纪业务终端客户和跨境交易业务做市机构降低在投融资活动中面临的汇兑风险和资金结算风险，甚至实现精细化的配套汇率风险对冲服务，从而优化业务机制，提高业务效率，提升客户体验。

中长期业务设想的实现和落地需要特定的市场和政策条件配合，证券公司短期阶段性工作也应注重配套基础功能的完善和条件相对成熟的功能性业务筹备经营。一方面，证券公司需要通过加强配套基础功能的建设，尽快提升自身在账户、资金、交易流动性支持等诸多环节的运行效率，促进外汇业务经营能力在可能范围内尽量向商业银行靠拢，为后续各类业务经营推广做好前期准备。另一方面，功能性业务虽然不是证券公司外汇业务的中长期核心发展目标，但在资本项目渐进开放需要一定时间的前提下，先筹备开展部分功能性业务既可以在短期内实现局部业务落地，积累外汇业务经营管理经验，形成初步的客户基础和业务收入，也能为后续核心业务经营提供立体化功能支持，满足客户附带的业务需求。

证券公司在试点经营外汇业务的过程中，要与监管部门保持密切沟通，积极配合

制定和完善“新定位”下证券公司外汇业务监管制度框架，并为各类新业务试点机制的设计建言献策。证券公司在外汇业务试点经营过程中难免会碰到业务需求找不到对应管理政策的情况，这在一定程度上是由于此前证券公司在外汇政策中主要被视为“客户”，原有政策制定时并未充分从“外汇业务经营机构”的角色定位进行考虑。随着证券公司外汇业务试点经营范围的扩大和业务逐步深入开展，各试点机构有必要配合外汇局，基于试点经营的已有经验，总结和制定适应新角色定位的证券公司外汇业务管理体系。此外，由于证券公司外汇业务核心模式需要紧密结合资本项目试点改革

证券公司也要与监管部门保持密切沟通，积极为各种新业务机制的规划设计建言献策，探讨和实现符合市场运行规律、有利于资本项目可兑换稳健推进，并且充分考虑证券公司外汇服务定位的业务方案。

此次试点经营范围的扩大，标志着证券公司外汇业务进入了新的发展阶段。作为一个处于发展初期的细分行业，在我国资本项目可兑换稳步推进的宏观背景下，证券公司外汇业务将有着广阔的发展空间。



机构看市

WPIC：钯金价格或在2020-2021年复苏

美国汽车尾气排放引发的争议，以及俄罗斯可能出台的出口禁令，推动了对汽车零部件的需求，导致3月份钯金价格飙升。Julian Turner与凯投宏观(Capital Economics)资深大宗商品经济学家Ross Strachan探讨了价格波动和长期供应问题。

矿业和金属市场的许多分析师急于推测大宗商品价格的走势,但当全球最大的钯金生产商之一的首席执行官表示，贵金属价格的快速上升已造成了“泡沫”，该行业已开始被引起注意。“这是一个泡沫，但是……随着汽车行业新车型的发展，调整无可避免，并且将会出现一些替代。”英美资源集团的老板Mark Cutifani先生今年3月在英国《金融时报》大宗商品全球峰会上表示，汽车制造商可能会使用更便宜的铂金来替换钯金用于其减排催化转换器上。

约85%的钯金需求来自汽车行业，在截至今年3月的7个月里，由于供不应求，钯金的价格飙升了近90%，达到每盎司1600美元的峰值。大量的市场短缺导致钯金的库存减少,租赁率下降,一旦钯清除了终端产品(石油、药品或其他化学制品)中的

杂质，就可以从废物中提取副产品并重新使用,这意味着公司通常会租用它，因为他们不需要囤积比他们使用的还多的钯金——达到前所未有的水平。

尽管在撰写本文时，铂金交易价格比钯金低近每盎司500美元，虽然钯金价格自那以来一直在下跌，但因为全球汽车制造商继续青睐钯金，钯价仍可能会在一段时间内保持相对高位。

高级商品资本经济的经济学家 Ross Strachan表示：“对近期钯价下跌而言，英美资源集团首席执行官的评论似乎是一剂催化剂，但事实上，市场已经放松了相当长一段时间，这表明市场越来越趋于由投资者主导，而且很可能是泡沫。”

“在过去六个月里，作为钯金使用的主要市场，中国汽车销售同比下降了10-20%，同时，美国和欧洲汽车销售也在苦苦挣扎，因此价格大幅下跌并不令人意外。钯金也是最不稳定的大宗商品之一，你经常会看到钯价朝两个不同方向的剧烈波动。

规模问题：为什么钯金价格如此波动？

这种价格波动部分归因于钯金市场仍然相对较小，因此投资水平对黄金市场的影响要比对钯金市场更大。Strachan将其称为“非弹性供需”——在全球钯金市场的背景下，这意味着汽车制造商不太可能在短时间内将钯金换成铂金。他表示：“在欧洲和中国即将出台的立法中，要求提高的钯和铑的含量以达到排放标准，这已导致一些汽车公司增加了正在准备的在制品库存。一些公司正在积极寻求减少钯金的使用量，转而使用铂金，但在我们至少需要2-5年时间才能看到重大变化。”“一些规模较大的参与者意识到，如果他们真的回归，可能会改变两个市场的动态——并可能导致铂价回到钯价之上。”大型汽车制造商不会仅仅因为价格问题，就在下周、下个月甚至下个季度停止在催化剂中使用钯金。”

全面召回：菲亚特克莱斯勒排放争议

今年3月，钯金事件的最新章节是菲亚特克莱斯勒汽车公司 (Fiat Chrysler Automobiles, FCA)宣布，由于不符合美国环境保护局(EPA)的排放标准，该公司将在美国召回862,520辆汽油动力汽车，以及在加拿大召回10.3万辆。

这些汽车的替代催化剂可能需要约10万盎司钯金(相当于全球年需求量的1%左右)和2.5万盎司铑(约3%)。

Strachan指出，菲亚特克莱斯勒汽车公司可能不得不使用比标准更多的钯金和/或铑，以确保其符合法规。美国环保署还表示，其正在检查其他车型，而且存在这样一种风险，即这些车型也可能不符合规定，这导致一些人质疑钯和铑的价格能否进一步上涨。然而，Strachan并不相信。

他表示：“我们认为这不太可能，原因有三。”该公司于2月份开始召回受影响的车型。因此，我们有理由相信，该公司已经采取措施确保其将有足够的钯金和铑用于新的汽车催化剂。因此，这应该已经完全计入当前价格。事实上，考虑到该公司不得不以如此之快的速度执行这一改革，这或许是对近期反弹的刺激。

“其次，虽然菲亚特克莱斯勒汽车公司将需要使用钯和铑作为新的汽车催化剂，但全球供应也将有效地从回收旧催化剂中获得可观的数量。因此，净影响只是总需求拉动的一小部分（我们估计不到五分之一），而铂族金属的回收和精炼可能会在北美造成一些瓶颈。

“最后，由于美国环保署已同意在2019年分阶段召回，汽车催化剂回收商和铂族金属精炼商的瓶颈可能会得到缓解。”

供应过剩：俄罗斯、南非和津巴布韦的生产

虽然美国、加拿大和津巴布韦生产少量钯金，但市场由俄罗斯以及占全球80%产量的南非所主导。当俄罗斯贸易和工业部宣布，正在考虑暂时禁止出口贵金属废料和尾矿，导致3月份的钯价格暴涨。然而，像Strachan所解释的，两国在投资挑战和机遇方面的动态是不同的。

他表示：“俄罗斯生产的钯金主要与镍一起作为副产品，而在南非，它往往与铂金和其它铂族金属一起生产。这可能导致不同的投资理由，因为需要考虑的不仅仅是你对钯价的预期，而是你最终生产的一篮子金属。在津巴布韦，资源民族主义带来的风险略高，但有长期增长的潜力。”

Strachan指出，另一种钯金的趋势很可能在未来几年内出现，即二级废料市场的供应发生了重大变化，特别是汽车催化剂的短缺。

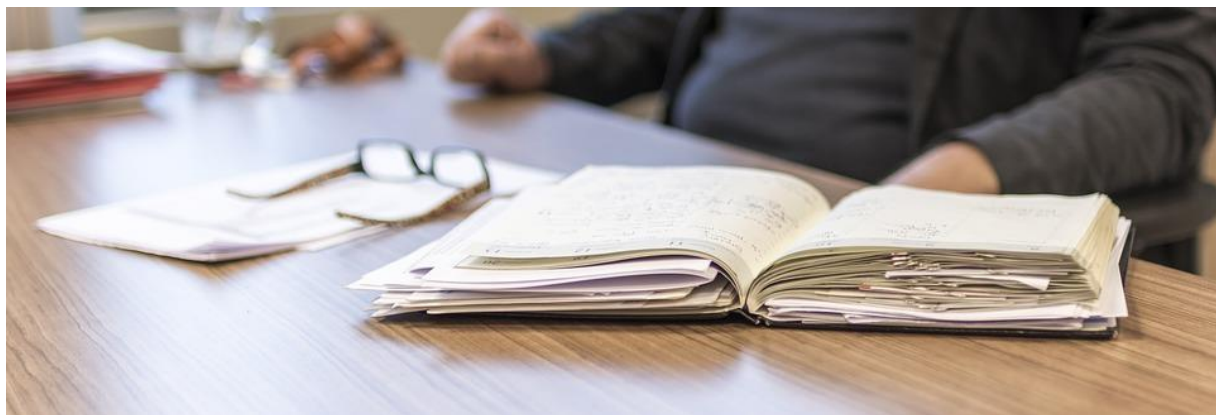
他表示：“15年前钯金需求的回升，意味着越来越多的报废汽车催化剂中含有大量的钯金，它们正在被回收利用。”

我们回到价格和资本经济学的主题，决定将钯价的年终预测修改为每盎司1100美元（此前为1050美元），铑的年终预测修改为2350美元（之前为2300美元）。

Strachan称：“总而言之，我们认为，菲亚特克莱斯勒汽车公司召回对需求的净利好很小。鉴于此，我们正在调整2019年底的预测。然而，这并没有改变我们的总体观点，即鉴于美国、欧洲，特别是中国汽车需求疲软，这两种金属的价格应大幅低于当前水平。”

“从长远来看，钯价有望在2020—21年复苏，因为排放立法的加强，尤其是在中国，意味着市场将需要更多的钯金。”

来源：“WPIC铂金投资”公众号，译自：
Mining-technology.com。世界铂金投资协会
系上海场外大宗商品衍生品协会会员单位。



上海钢联： 不锈钢基础知识介绍和国内外供需格局

一、不锈钢定义

不锈钢：在冶金学和材料科学领域中，依据钢的主要性能特征，将含铬量大于10.5%，且以耐蚀性和不锈性为主要使用性能的一系列铁合金称作不锈钢。不锈钢耐腐蚀是由于Cr的作用，钢材表面生成一层致密的的不溶解于某些介质的坚固的富Cr钝化膜。

不锈钢一些特性：表面美观以及使用可能性多样化；耐腐蚀性能好，比普通钢长久耐用；强度高，因而薄板使用的可能性大；耐高温氧化及强度高，因此能够抗火灾；常温加工，即容易塑性加工；不必表面处理，从而简便、维护简单；清洁，光洁度高；焊接性能好；耐腐蚀性好。

二、不锈钢生产工艺

不锈钢生产主要包括粗钢冶炼、热轧、冷轧等环节。

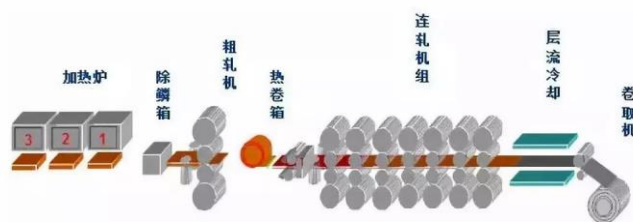
1、不锈钢粗钢冶炼工艺流程

目前世界上生产不锈钢的冶炼工艺主要分为一步法、二步法和三步法，以及新型一体化生产方法。一步法冶炼为：铁

水+AOD（氩氧精炼炉）；二步法为：EAF（电弧炉）+AOD（氩氧精炼炉）。三步法为：EAF（电弧炉）+AOD（氩氧精炼炉）+VOD（真空精炼炉）。除了传统的几种生产工艺，目前一体化生产工艺，即从铁水直接到不锈钢的生产工艺，也被很多企业采用，生产流程为：RKEF（回转窑电炉）+AOD（氩氧精炼炉）。

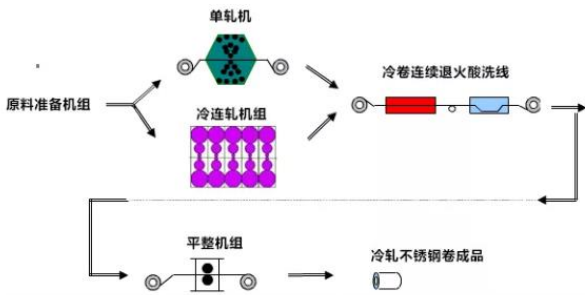
2、不锈钢热轧工艺流程

不锈钢热轧工艺是以板坯(主要为连铸坯)为原料，经加热后由粗轧机组及精轧机组制成带钢。从精轧最后一架轧机出来的热钢带通过层流冷却至设定温度，由卷取机卷成钢卷，冷却后的钢卷外表有氧化皮，呈现黑色，俗称“不锈钢黑皮卷”。经过退火酸洗，去掉氧化表面，即为“不锈钢白皮卷”，不锈钢市场流通的大部分热轧产品为不锈钢白皮卷。具体不锈钢热轧生产工艺流程如下：



3、不锈钢冷轧工艺流程

在不锈钢热轧之后，部分不锈钢热轧品直接被下游使用，部分热轧产品需要继续加工成冷轧之后再使用。不锈钢冷轧，多采用热轧厚度在3.0-5.5mm厚度的不锈钢热轧产品，经过冷轧设备的压延加工之后，生产成不锈钢冷轧产品。当前不锈钢冷轧主要生产工艺为两类：不锈钢单机架冷轧、不锈钢多机架冷轧。具体生产流程如下图：



在不锈钢经过冷轧之后，需要经过退火和酸洗机组。冷轧后的不锈钢退火，是通过再结晶的过程消除加工硬化而达到软化的目的；酸洗的目的是一是去掉退火过程中在钢带表面形成的氧化层，二是对不锈钢表面进行钝化处理，提高钢板耐腐蚀性。

三、不锈钢分类

200系：铬锰系奥氏体不锈钢；含镍2%-5%；300系的廉价替代（价格是300系的一半）但外表难区分；没有磁性；占不锈钢粗钢总产量的30%。

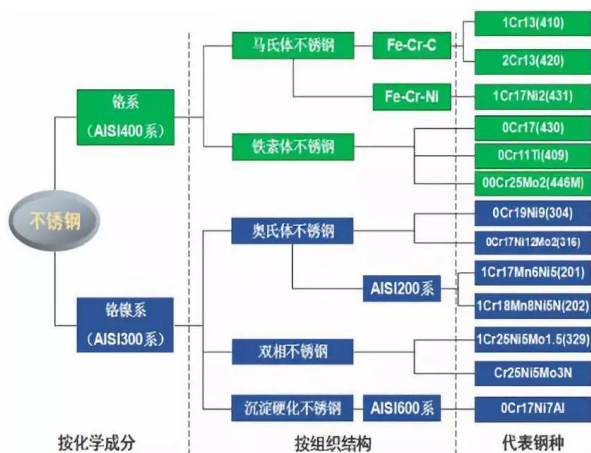
300系：铬镍系奥氏体不锈钢；含镍8%-

10%，受镍价影响最大；不锈钢里的老大，304不锈钢是主角，也是交割品，从304的价格变化可以判断整个不锈钢市场行情。

400系：铁素体不锈钢；不含镍，因此也叫不锈钢铁，含铬15%-30%；有磁性；占不锈钢粗钢总产量的20%；高端餐具用304，低端餐具用430。

品种	(Cr-Mn-C铬锰碳)	(Cr-Ni铬镍)	Cr铬
(含量)	200系	300系	400系
锰	5.5%-12%	最高2%	最高1%
镍	1%-6%	6%-22%	最高0.75%
铬	10.5%-20%	15%-25%	最高10.5%
铜	1.5%-2.5%	NA	NA
铁	剩余	剩余	剩余

在不锈钢中添加其他元素可让不锈钢拥有更多特性，例如更好的硬度、可塑性和韧性等。不锈钢按照组织形态不同，可以分为：奥氏体型不锈钢、铁素体型不锈钢、双相不锈钢、马氏体型不锈钢和沉淀硬化型不锈钢。其中奥氏体型耐腐蚀性好，有良好的综合力学性能 and 工艺性能，但强度、硬度偏低。铁素体型不锈钢强度较高，而冷加工硬化倾向较低，耐氯化物应力腐蚀、点蚀、缝隙腐蚀等局部腐蚀性能优良，但是对晶间腐蚀敏感，低温韧性较差。双相不锈钢兼有奥氏体钢和铁素体钢的优点。马氏体型不锈钢强度、硬度较高，用于餐具、手术器械等。沉淀硬化性不锈钢强度较高、抗腐蚀性强。

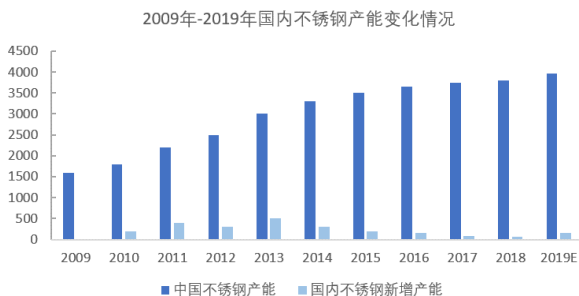


四、304/2B原料配比工艺

304/2B共有4种原料配比工艺。一是标准模式，镍铁、纯镍、废钢按比例提供镍元素。二是镍铁模式，镍元素全部来源于10%高镍铁，这又分为直接采购高镍铁和RKEF工艺自主生产镍铁直接用于钢铁生产两种模式，RKEF工艺生产的镍铁水不经冷却，直接热送到AOD炼钢炉，省掉合金原料在电炉中熔炼融化的费用和时间，炼钢费用比直接购买镍铁的工艺低200-300元/吨。三是低镍铁和镍板模式，四是完全纯镍式。从经济效益上看，304/2B原料配比工艺一般采取镍铁模式和标准模式。

五、不锈钢基本面

1、国内产能增速开始放缓



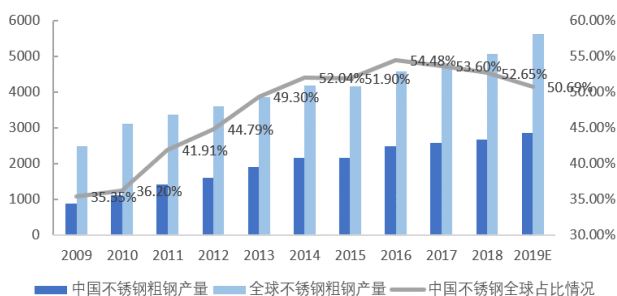
山东鑫海	200	300系	2019年底或2020年	置换产能
山东盛阳金汇	60	200系	2019年	置换产能
宝钢德盛(已投产)	100	200/300系	2019年	置换产能
山东金海汇	50	300系	2020年	产能尚未置换
太钢不锈	100	300/400系	2020年	置换产能
内蒙古明拓	80	400系	2020年	置换产能
内蒙古毕氏	100	300系	2020年	置换产能
柳钢集团	146	200/300系	2020年4月份	置换产能
江苏德龙	136	300系或其他	2020年12月份	置换产能
山东鑫海	100	300/400系	2020年或以后	置换产能
宝钢德盛	150	300/400系	2020年	置换产能
临沂钢铁投资集团	70	200系	2020年	置换产能

整体来看，2010-2015年不锈钢产能快速释放，复合增长率为14.22%；2015-2018年不锈钢产能增速开始放缓，复合增长率为4.81%，预计2019年产能增长率为1.6%。2010-2012年，不锈钢产业由于宏观经济调整、需求增长减缓、产业技术发展进入瓶颈等内外部原因，不锈钢新增产能基本处于停滞。2013年~2015年，技术革命迎来了不锈钢二次产能快速扩张时代，民营巨头利用RKEF镍铁冶炼技术和炼钢一体化工艺的成本优势，产能快速扩张。2016年~2018年，供给侧改革，使得国内许多无证钢厂和僵尸钢厂被迫停产退出市场，同时环保的不断加强的使得环保措施不到位和因环保增加成本失去竞争优势的钢厂也逐步停产退出市场，这三年使得国内华东和华南许多隐性的非主流产能退出市场的速度极具

上升。2018年预计2019年投产能有400万吨左右，目前从建设进度来看，2019年预计投产的生产企业推迟投产。未来中国可统计的不锈钢新增和待产产能合计1192万吨左右。

2、国内产量增速放缓，产能利用率上升

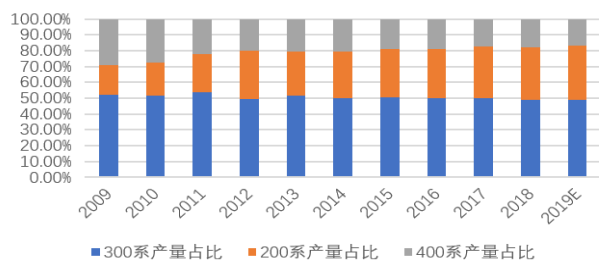
2009年-2019年中国不锈钢粗钢产量全球占比情况



2010-2016年，不锈钢产量快速增长，复合增长率为14.18%；2016-2018年不锈钢产量增速开始放缓，复合增长率为3.49%，预计2019年产量增长率为6.86%。2010-2015年，不锈钢产能利用率在63%左右波动；2016-2018年不锈钢利用率持续增加，这是由于国内许多无证钢厂和僵尸钢厂被迫停产退出市场，不锈钢产量增速大于产能增速导致。

3、国内不锈钢品种结构变化

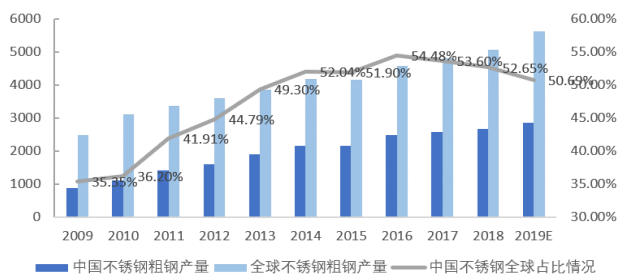
中国不锈钢品种结构



2009-2018年，整体而言，我国不锈钢产量从快速增长到增速放缓；细分来看，相比于300系不锈钢，200系不锈钢增速更快，从2009年占比总不锈钢19%，增长为2018年的33%，400系增速较慢，从2009年的29%占比降低为2018年的18%。相比欧美，中国200系用量占比很大，未来产品优化有较大空间。

4、中国不锈钢产量全球占比呈现下降趋势，印尼全球占比预计增加

2009年-2019年中国不锈钢粗钢产量全球占比情况



2009年-2019年印尼不锈钢粗钢产量变化情况

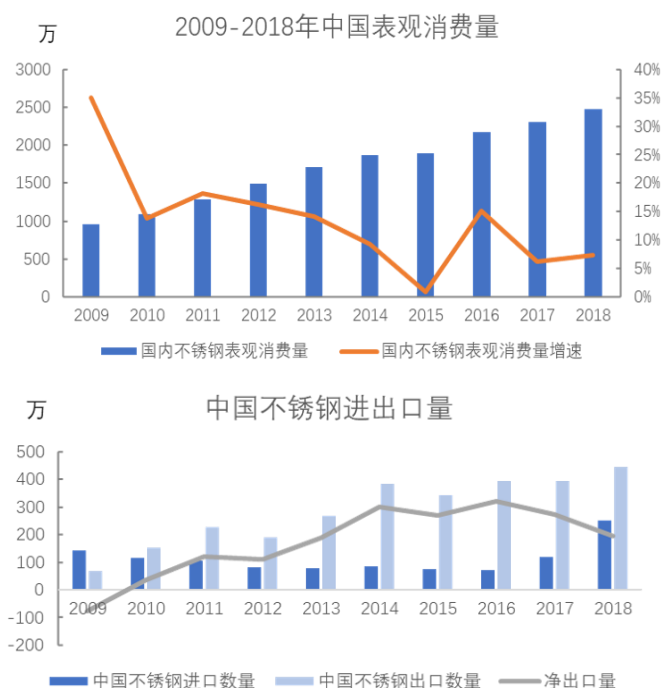


不锈钢企业	投产产能 (万吨)	备注	投产时间
青山印尼	300	共三期	已全部投产
德龙印尼	100	一期项目	2019年8月份或以后
德龙印尼	200	二期项目	2020年或以后
德龙控股&青山	350	钢铁+不锈钢	签署协议，2020年以后
新兴铸管	100		规划中
安塔姆	100		规划中
新华联	100		规划中
山东鑫海	待定		意向
金川集团	100		规划中
振石集团	100		待定
辉联	67		待定
2020年前可能达成的产能	600		

2010-2016年，中国不锈钢产量快速增长，在全球占比不断扩大；2016-2019年不锈

钢产量增速开始放缓，在全球占比呈现下降趋势。2010年中国不锈钢产量全球占比为35.35%，2018年占比已为53.6%，增加了18.25%的占比，目前在全球范围内，中国是不锈钢重要生产国和消费国。中国不锈钢企业走出国门，在海外建设原料产地和不锈钢生产加工基地；印尼主要以300系为主；（除德龙外）2018年印尼不锈钢产量374万吨，2020年若青山印尼产能利用率可提高到正常水平，预计印尼产量可达531万吨，增加157万吨不锈钢，产量增长率为42%；印尼不锈钢全球占比可达9.43%，同比增长2.06%。

5、中国不锈钢表观消费和进出口情况



2018年不锈钢人均消费量15.3kg，意大利、中国台湾、韩国人均30kg以上，日本、德国20kg以上比较，中国不锈钢人均消费量仍有较大增长空间。2018年不锈钢

净出口量占国内不锈钢产量7.37%，不锈钢市场较受出口情况影响，2019年7月份中国对印尼施行反倾销税，利好国内不锈钢市场。

6、2019年7月以来国外对中国不锈钢反倾销汇总

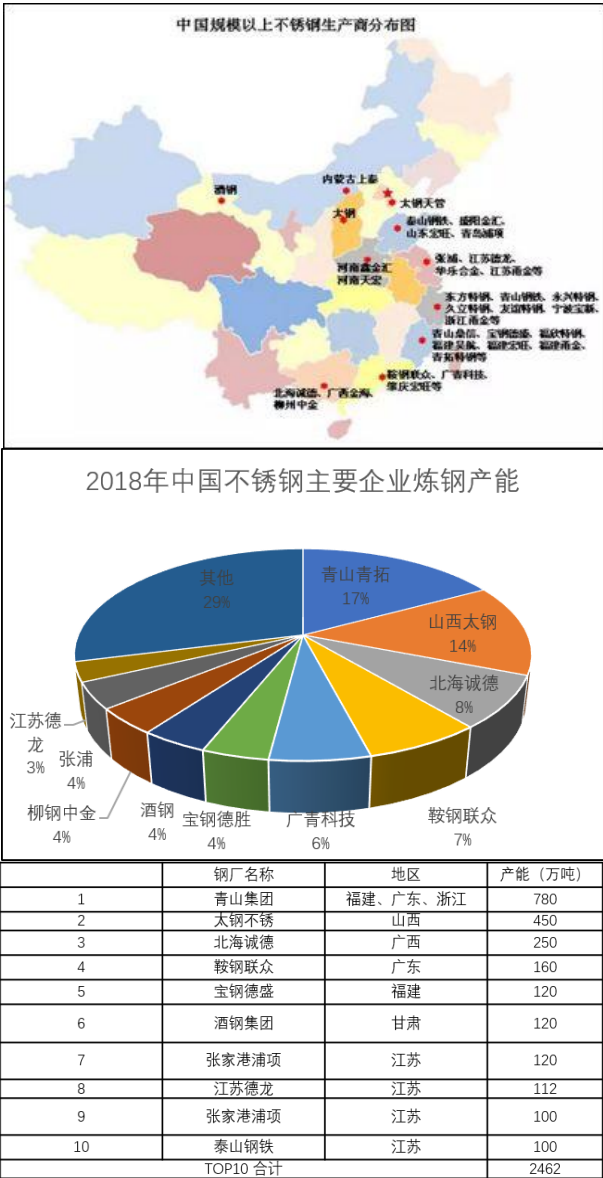
时间	国家	涉及品种	征收税率
2019	印度	不锈钢扁轧制品	启动反倾销立案调查
		不锈钢焊管	21.74%-22.88%的反补贴税
2019	台湾地区	300系冷轧不锈钢	反补贴终裁：中国大陆全部生产商/出口商的补贴幅度均为43.86%
		热轧扁钢	
		冷轧不锈钢	
2019	巴西	奥氏体不锈钢圆形焊管	继续对中国大陆涉案产品征收为期5年的反倾销税
2019	欧盟	热轧不锈钢板和卷材、用于其他种类的钢材和管材	或将征收不锈钢关税

2019年各国陆续对中国不锈钢采取反倾销措施，国内市场不锈钢对外出口依赖度较大，这或将影响国内不锈钢市场价格。

7、青山印尼较低的不锈钢成本，加大中国不锈钢出口压力

镍铁一体化红送（理论计算），目前一体化不锈钢厂由于镍铁红送节约电费、物流费、交易费用等等，每吨可降成本约400元；镍铁+铬铁一体化双红送（理论计算），能实现镍铁+铬铁双一体化红送，将节约电费、物流费、交易费等等，每吨可降成本约800元左右；青山印尼不锈钢四位一体化冶炼（理论计算），青山在镍铁和铬铁双一体化的基础上，再增加电厂自建和辅料自供，每吨可降成本约1000元左右。

六、不锈钢产能分布情况



我国不锈钢产能重点分布在经济发达地区，不锈钢生产主要集中在华东、华南和华北地区，其产量占国内总产量分别在39%，25%和14%左右，产量合计占比已经达到78%。

七、不锈钢下游情况

不锈钢用途广泛，从下游行业来分，其中28%用于金属制品，25%用于建设，18%用于机械工程，11%用于电力机械，7%用于机动车辆和部件，11%用于其他交通。日用制品为橱柜产品、日用器皿等方面，主要为201、304、430等牌号不锈钢，厚度≤3mm的冷轧不锈钢薄板。建筑类为外装修、结构材料及耐腐蚀屋顶等领域，主要为2012B，其次为3042B，另外还有304HL、201HL、439HL等牌号不锈钢。机械类为化工设备、运输设备、海工设备、环保设备、能源设备和制药机械等领域，主要为直径16~325mm的1Cr18Ni9Ti不锈钢无缝管及配套的不锈钢紧固件；厚度0.4～3.0mm的300系列冷轧不锈钢薄板和厚度4～6mm热轧不锈钢中板。家电电子类为洗衣机和干燥机内筒、热水器内胆、微波炉内外壳体、冰箱内衬等方面，主要为304、316、409L、430等牌号不锈钢。汽车类为汽车排气系统零部件、发动机紧固件、汽车燃油箱、汽车装饰用板领域，主要为409、430、441、429、434、436等，排气系统用冷轧不锈钢板带加工而成的异形焊管。

来源：“我的钢铁研究”公众号。上海钢联系上海场外大宗商品衍生品协会会员。

安迅思：产能急速扩张中的 中国化工市场展望系列——芳烃篇

2019年3月24日，恒力石化2000万吨/年炼化一体化项目全流程打通，正式拉开七大石化产业基地世界级规模炼化一体化项目集中投产的序幕。

以恒力石化、浙江石化为代表的民营炼化一体化项目的迅速崛起并非偶然。对二甲苯（PX）是聚酯产业链的重要原料，但发展严重滞后，国内供应极度短缺，高达60%的进口依存度亦成为掐住中国聚酯产业链发展的“命门”，聚酯链大部分利润被日韩等国外供应商攫取。

转机出现在2015年，从这一年开始，中国进口原油使用权和原油进口权“双权”逐渐放开，地炼和民营企业终迎来破冰之旅，恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等国内PTA和聚酯行业的龙头企业纷纷向上游拓展产业链，民营企业作为未来扩张主力正式登上中国大炼化舞台，中国芳烃产业将形成央企“三桶油”、其他国企、民营地炼三足鼎立之势，供应格局巨变将会对中国甚至全球芳烃市场带来哪些影响？

安迅思认为，中国炼化一体化进程提速顺应时代发展需要，对我国芳烃和聚酯

产业链具有深远的战略意义，但部分新项目能否最终落地仍存变数，且未来芳烃产业链各环节仍存在产能错配的矛盾，至2025年，中国仍将维持芳烃净进口国的地位不变，但全球贸易流或将生变。

新产能爆发式增长弥补中国芳烃产业链 短板

中国是全球芳烃的生产和消费大国，纯苯和PX是芳烃的两大代表性产品。2018年，中国纯苯产能占全球的26%，需求占比为29%；PX产能占全球的23%，而需求占比高达58%。过去十余年间，随着中国经济快速发展，芳烃需求规模亦在迅速扩张，但长期以来，中国芳烃的供应主要依赖于汽油生产和乙烯裂解副产，大规模的芳烃生产只能通过芳烃联合装置来实现。然投资芳烃联合装置并非易事，行业准入门槛高、投资规模大、民众强力抵制等诸多原因导致中国芳烃的发展举步维艰，与下游需求严重不匹配。

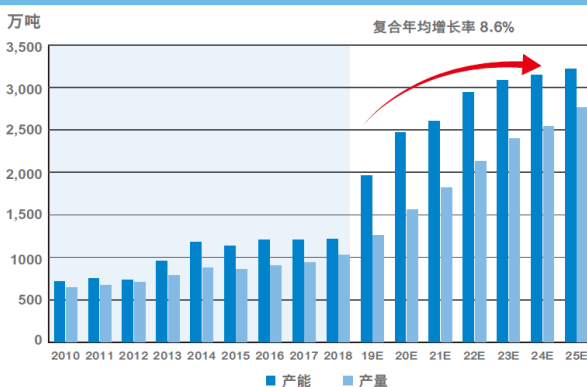
大量炼化一体化项目的出现将弥补这一短板。民营炼化一体化的特点是“小炼油大化工”，即尽可能地降低成品油收率，提高芳烃烯烃等化工原料的产出。为最

大限度地生产PX，恒力石化、浙江石化、盛虹炼化等民营炼化一体化项目的甲苯和二甲苯将全部用于甲苯歧化和异构化装置生产纯苯与PX，最终产品主要是纯苯与PX，且产能均是百万吨以上级别。而其他主营炼厂的炼化一体化如中科炼化、福建古雷等催化重整或乙烯裂解配套的芳烃装置并无PX规划，纯苯、甲苯和二甲苯的产能相对较小。

据安迅思统计，2019-2025年中国纯苯产能复合年均增长率为4.5%，PX产能复合年均增长率达到8.6%。至2025年，中国纯苯产能将达2572万吨，PX产能将达到3222万吨。

随着恒力石化、浙江石化等炼化一体化项目陆续投产，中国终于补齐芳烃和聚酯产业链缺失的最后一环，中国将打通从原油-芳烃-PTA-聚酯-涤纶-服装的全产业链，产业链利润有望重新分配，且上下游的协同效应将助力全产业链综合竞争力显著提升，未来将在激烈的国际竞争中掌握更多的主动权。

中国PX产能产量



但与此同时，诸多炼化一体化项目投产时间集中在2019-2023年，如此密集和大量的产能释放也引发市场人士对于供应过剩的担忧，中国的纯苯和PX是否会在未来几年由净进口国转变为出口国？

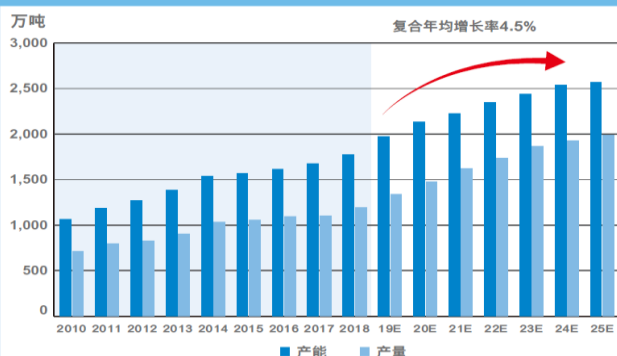
下游新一轮扩张周期开启助力芳烃发展

纯苯的应用领域非常广泛，下游产品主要有乙苯-苯乙烯、异丙苯-苯酚丙酮、硝基苯-苯胺、环己烷-己内酰胺/己二酸等，其中乙苯-苯乙烯是最大的下游，约占纯苯应用四成，同时苯乙烯也是纯苯下游长期持续高盈利的明星产品。

受长期丰厚利润驱动，苯乙烯同样将迎来新一轮扩能高峰。据安迅思统计，2019-2025年中国苯乙烯规划中的新增扩建产能高达1000万吨以上，且约40%的苯乙烯新增产能并未同步配套纯苯装置，苯乙烯将成为撬动未来纯苯需求增长的主要驱动力。

不过，值得注意的是，受全球经济疲软及中美贸易战影响，家电、汽车、房地

中国纯苯产能产量



产等终端行业需求增速放缓，未来六年中国苯乙烯平均需求增速仅为3%左右，根本无法消化苯乙烯如此巨大的产能释放，苯乙烯市场将面临激烈竞争和残酷洗牌，高利润时代将终结，老旧及小规模的非一体化装置将率先淘汰出局，而成本优势不明显或融资能力偏弱的新进入者未必能如期顺利投产，苯乙烯扩能潮的实际冲击或低于市场预期。

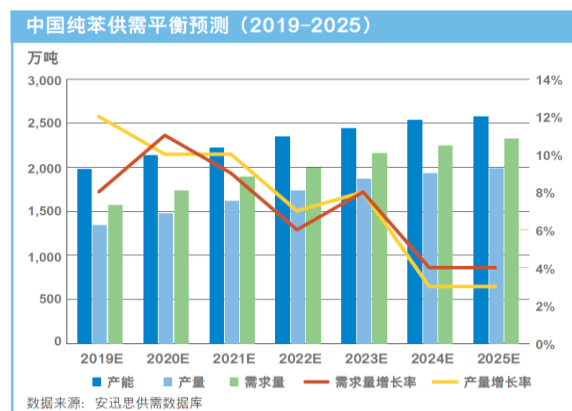
根据安迅思供需数据，2019-2025年苯乙烯对纯苯的需求增量将达到406万吨，复合年均增长率为8.5%，其次是苯酚丙酮和己内酰胺，复合年均增长率分别是8.1%和5.4%。

从2019-2025年中国纯苯供需平衡可以看出，纯苯需求仍保持6.8%的高复合年均增长率，未来纯苯供应仍存在缺口，中国仍将维持净进口格局。

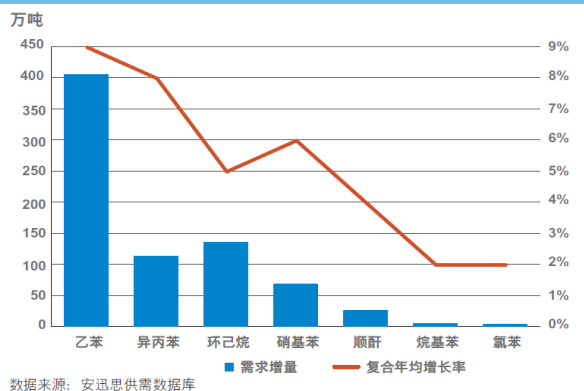
PX的应用则非常单一，基本全部用于生产PTA，PTA的发展对PX具有决定性影响。中国PTA行业在2011-2015年经历扩能高峰期后陷入低谷，而终端纺织服装行业自2015年中起一直处于高景气周期，虽然近期受整体经济下行及中美贸易战波及有所衰退，但随着中国纺织服装业加速向东南亚迁移，中国聚酯出口需求预计将不断增长，加之“禁废令”对原生聚酯需求的提振，中国聚酯需求仍保持6%左右的高增长率，并为原料PTA带来丰厚的

利润，2018年后中国PTA再度进入新一轮扩张周期，闲置装置复产加上新产能陆续释放，PTA产能增速将在2020年达到22.2%的峰值。根据安迅思供需数据，2019-2025年，中国PX需求复合年均增长率为6.3%；至2025年，中国PTA对PX需求量将达到4055万吨，较2018年增加1422万吨。

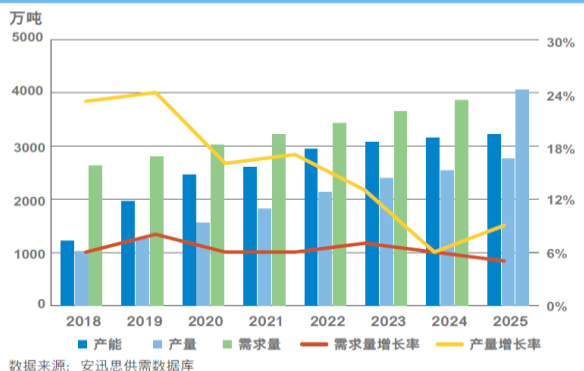
而PX的供应或面临一定变数。民营企业布局炼化一体化项目首开行业先河，但由于缺乏建设和运营经验，要实现装置如期投产并稳定运行，仍具有一定挑战；且随着恒力石化、浙江石化等超大型PX产能逐步释放，亚洲地区PX竞争愈发激烈，将很快进入白热化阶段，行业利润急剧萎缩并向下转移至PTA和聚酯环节，所以部分尚处于计划中且未配套下游的PX项目未来实际投产可能性存疑。根据安迅思测算，至2025年，中国PX缺口依旧达1300万吨左右，中国依然保持净进口国地位，但进口依存度将大幅下降至32%。



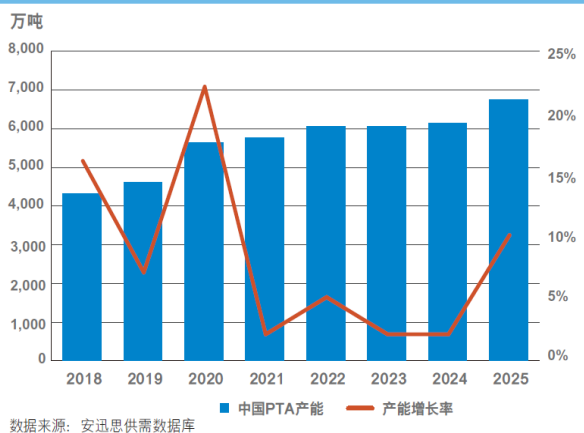
中国纯苯需求增长预测（2019-2025）



中国PX供需平衡预测（2019-2025）



中国PTA产能预测（2019-2025）



中国崛起重塑全球芳烃贸易新格局

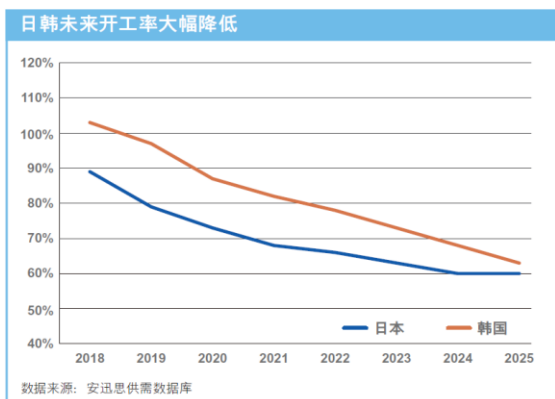
除中国以外，2019-2025年东南亚和中东地区亦有芳烃扩能计划，但大部分东南亚和中东项目并未同步配套下游装置，新装置投产后大概率需要出口，而中国纯苯在下游驱动下仍需要依赖进口弥补供应缺口，中国无疑是中东和东南亚地

区过剩纯苯出口的最优选择，中国将继续稳坐全球纯苯第一大净进口国的交椅。

欧洲在下游MDI发展的推动下未来纯苯需求仍有小幅增长，而随着近年来欧洲炼油和裂解能力萎缩，欧洲本土供应基本进入停滞期，未来欧洲供应缺口将由东南亚和中东货源弥补。

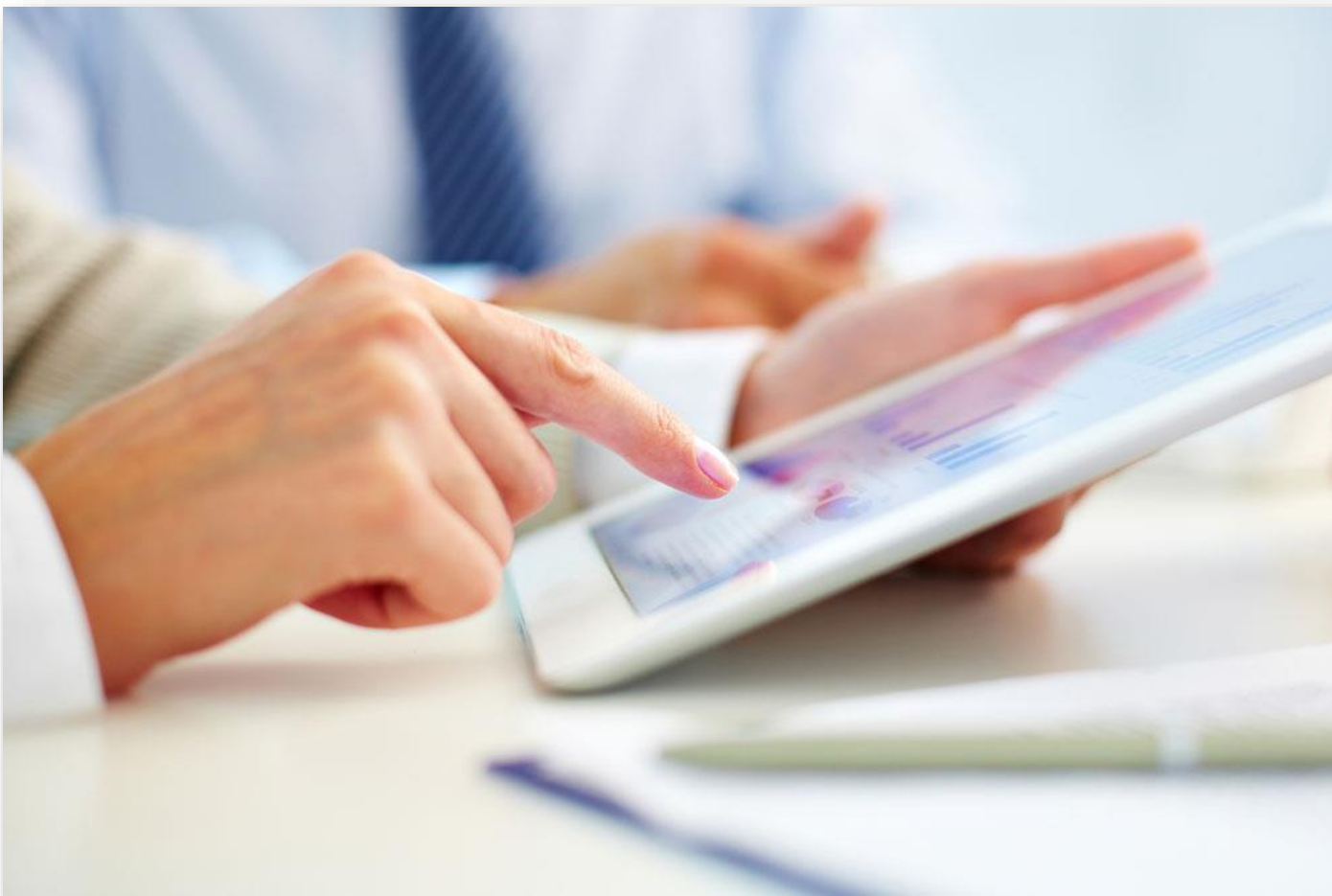
美国是全球纯苯第二大净进口国。随着美国原料轻质化进程加快，传统的石脑油路线逐渐被取代，纯苯产量预计将进一步下降，加剧未来纯苯结构性短缺局面。美国仍需要大量从日韩等东北亚国家和南美进口。

与纯苯具备全球贸易属性不同，PX的区域性特征更加明显，全球71%的PX供应集中在亚洲，消费量更是占全球的86%，全球PX贸易流也大部分集中在亚洲内部。中国PX产能的快速增加将对亚洲市场造成极大冲击，尤其是中国最大的进口来源国——韩国和日本，2018年日韩对中国出口合计约900万吨。而未来除中国以外，未配套原料的PTA扩建仅美国一套130万吨/年的装置。随着中国自给率不断上升，日韩很难找到新的出口方向，预计未来日韩地区，上下游配套完整度较低的PX装置将面临极大挑战，此类装置整体竞争性低于炼化一体化装置，未来大概率将出现开工率大幅降低甚至长期闲置，日韩地区产量将大幅下降，出口至中国的数量亦将明显回落。



亚洲以外地区的贸易流亦将发生变化。未来北美有PTA新产能投放，当地PX市场将从供需平衡转为供不应求，而供应缺口部分有望由中东PX 补给，因为未来随着中国PX自给率上升，中东PX出口至中国的数量趋减，未来或更多输送至北美地区。

来源：“安迅思”公众号，作者：易静、张稷明。睿也德资讯（上海）有限公司系上海场外大宗商品衍生品协会会员单位。



SMM：各大机构预测2020年黑色金属市场

2019年国内商品市场受中美贸易影响较多，经济下行压力增加。面对复杂严峻的国际局势，我国持续深化供给侧结构性改革，加大逆周期调节，着力做好“六稳”工作，多种政策工具稳定经济发展。而黑色系铁矿石、钢材等走势也是一波三折，年初国外矿难致使铁矿石一路走高，铁矿石指数从年初500点附近一直涨至年中近900点，钢材也是水涨船高。2020年是全面建成小康社会和“十三五”收官之年，对黑色金属来说充满未知和挑战，但不乏潜藏的机遇，对于明年黑色金属市场发展如何，让我们来看一看各个机构的观点：

国信期货

钢材：后供给侧改革时代，钢铁行业迎来兼并重组，产能置换的高峰，吨钢平均利润随着供给的逐渐宽松将重心缓慢下行，长流程吨钢平均利润约在400-500元/吨。粗钢产量的弹性来源于废钢，废钢供给偏紧的限制因素难有缓解，但有政策利好的预期。需求总量或因房地产的新开工和施工面积下滑而下行，但仍展现强韧性，制造业用钢有望触底反弹

提振板材价格。2020年钢材价格呈现宽幅震荡特点，螺纹期货主力合约价格波动范围3000-4000元/吨。

铁矿石：2020年全球铁矿石供给存在增量，主流矿来自淡水河谷约4700万吨的释放是平衡表的重要变量，一季度的发运受季节性影响弱于后三个季度。需求方面，在城镇化和基建工程尚有较大空间，制造业用钢筑底反弹的前提下，钢厂补库仍是阶段性强驱动。2020年铁矿石价格高点出现在第一季度，低点在第四季度，全年波动区间在65-95美元/吨，年内或呈现多次需求驱动的结构性的上涨。

焦炭：2019年焦化行业供给侧改革稳步推进，山西、山东、江苏等主产区陆续出台退出产能政策，对价格冲击的边际效应相应则有所回落。2020年伴随旧产能退出，新产能也将逐步释放。

中信证券

政策发力将支撑上半年需求，黑色或前强后弱。国内外需求放缓、原材料成本下行将继续成为2020年黑色产业链最核心的两大影响因素。国内经济持续走弱背景下，明年上半年财政和货币政策或

将共同发力稳增长，地产和基建投资在明年上半年预计仍保持韧性，黑色系全年或走出前强后弱的行情，其中铁矿石等原材料的表现相对更弱。

国内需求延续弱势，逆周期调节政策加码或将支撑上半年需求。宏观经济承压走弱和房地产长周期下行是当前市场的一般共识，但放缓节奏并未有一致预期。在地产企业加速储备土地开工和高增长惯性下，我们认为明年上半年地产开发投资将继续保持韧性，同比仍有望维持5%以上的高个位数增长。此外，包括专项债额度提前下达及扩容、降息等在内的逆周期调节措施均有可能在明年上半年之前推出，基建作为托底经济的重要抓手将延续温和增长态势，上半年同比增速或将提升至6%以上，全年增长有望保持6%-8%。综合来看，2020年需求端虽继续走弱，但上半年行业需求韧性预计仍然存在，将对黑色系价格构成支撑。

海外需求不佳，出口下滑或将对国内供需格局构成压力。2019年1-9月我国粗钢产量累计同比增长8.4%，同期钢材出口量下滑5%且下滑趋势大概率仍将延续，一升一降下2020年国内钢铁供给压力或将继续增加，整体价格也将继续承压。

需求端，2020年全球粗钢产量或将落入负增长，原材料需求不佳。根据国际钢铁业协会数据，2019年9月全球粗钢产量1.51亿吨，同比下滑0.3%，为2016年4月

来的首次转负，全球经济增长乏力和中国经济转型升级大背景下，全球钢铁产量的周期性拐点或已来临，铁矿石、焦煤等黑色产业链上游原材料需求或将随之下滑。

供给端，海外产量快速恢复，国内产量稳步增长，上游原材料供给紧张格局显著改善。铁矿石方面，Vale产量目前已基本恢复到溃坝之前水平。截至2019年三季度，全球四大矿山铁矿石产量恢复到历史同期95%的水平，而根据相关业绩指引预计2020年四大矿山产量将同比增长8.5%。与此同时，国内铁矿石原矿产量在稳步提升，1-9月累计同比增长近6%，铁矿石未来供需格局将显著好转；双焦方面，2019年来焦炭产量增速由负转正，前三季度累计同比增长超6%，而焦煤进口量和产量合计同比增长一直保持在10%以上，双焦供需宽松局面或将延续。

利润端，产业链利润整体走弱下，目前价格相对较高的铁矿石、焦煤或将继续回归。钢铁产业链利润整体下滑背景下，上游原材料供给宽松和价格高企之间的矛盾将更加突出，尤其是铁矿石现货价格仍在相对高位，价格分位点远高于产业链其他品种，螺纹铁矿比也处于近三年低位。目前钢铁和焦化企业薄利甚至亏损情况下，向上游压缩成本和进行产业链利润再分配的诉求明显强化，当前

价格处于高位、利润占比较大的上游原材料在2020年或将继续承压回归，并带动产业链价格的重心下移和利润的再分配。

方正中期

2020年钢铁行业产能置换将达到高峰，长流程钢铁产量随着置换产能的落地及技术改造有望继续增加。海外市场需求低迷影响国内钢材出口，同时将加剧全球炉料供需失衡，钢坯、直接还原铁进口量已大幅增加，废钢供给偏紧的情况有望缓解，螺纹钢产量瓶颈也将被打破。房地产仍是决定2020年螺纹钢需求的关键因素，在房地产销售和利率相关性减弱后，居民杠杆率攀升、棚改货币化数量下降，将逐步传导至房地产销售及新开工环节。从历史走势来看，地产新开工和螺纹钢价格相关性较高。基建投资虽存在较强的回升预期，但如果地产继续下行，则很难对冲其对钢材需求的影响。

因此整体来看，2020年螺纹钢价格预计将呈现高位回落。明年上半年因政策刺激及地产韧性，螺纹钢价格可能偏强，但明年下半年走弱的概率依然较大。不过核心风险仍在于地产韧性的持续时间，各地区因城施策可能会使地产调控由紧转松。

中国银行

中国银行大宗商品交易报告判断，虽然当前较高的钢厂利润及较低的铁矿库存为矿价提供了一定支撑，但受限于宏观经济环境及下游行业表现，铁矿价格仍有一定下行压力，2020年内走势预计先扬后抑。62%铁矿价格全年波动区间预计在65-95美元，价格中枢预计将较2019年有所下移，年均价约80美元。

广发期货

铁矿石供应具有明显季节性，一季度是外矿传统发货淡季，二三季度供给压力逐步加大。澳洲位于南半球，11月-4月为雨季，5月-10月旱季，受天气的影响，澳洲矿山的发货量有明显的季节性，一季度发货量最少，二三季度的发货量逐步提升，三季度的发货量达到全年的高点。2019年一季度，澳洲受暴雨极端天气影响，铁矿石产量大幅下降，预计2020年一季度依然是铁矿石供应低点。

混沌投资

2020年，预期淡水河谷增产1500万吨，澳粉增加2700万吨，印度出于东部拍卖事件的考虑，预计减量1000万吨，伊朗由于提高关税，预计出口减量500万吨，预计海漂供应合计增加约4000万吨，国产矿新增1200万吨产量。需求端，国内由于高炉增产预计增加1500万吨-2000万吨的铁矿需求，海外预计增加1800万吨

铁矿需求。2020年，铁矿库存变化不会明显，前紧后松，将逐步弥补2019年1300万吨的港口库存缺口，最终仍取决于供应端和钢材需求端的共同作用，价格主驱动在于钢材消费及双焦环保政策。

海证期货

展望2020年的螺纹钢价格走势，我们维持高位宽幅振荡的判断。预计螺纹钢期货主力合约的主要运行区间在2800—3800元/吨。

近期中央政治局在分析研究2020年经济工作时强调，2020年是全年建成小康社会和“十三五”规划收官之年，要实现第一个百年奋斗目标。强调要加强基础设施建设，要坚决打好三大攻坚战，要全面做好“六稳”工作，保持经济在合理区间。中国社科院经济蓝皮书指出，2019年中国经济运行总体平稳，下行压力有所加大，在国内一系列“六稳”政策和改革开放措施作用下，全年有望实现6.1%左右的增长，在全球主要经济体中表现比较好。在国内加大逆周期调节和加大改革开放力度的综合作用下，预计2020年中国经济增速在6%左右。因此，不论从政府角度出发，还是从市场实际运行情况出发，2020年的宏观面都不宜悲观看待。

五矿经易

铁矿石：明年淡水河谷的部分项目复产和S11D项目达产，预计会带来至少4000

万吨的增量，其他三大矿山也将增加发货量，整体看预计2020年铁矿石的供应将增加7000万吨以上，预计重回供大于求的格局。今年下游终端需求超市场预期，钢厂对铁矿石需求旺盛，虽然受年内废钢供应增加影响，但影响不大，在供应偏紧需求放量的情况下港口库存下降明显。

螺纹钢、热卷：伴随环保限产压力放松，今年我国粗钢产量不断创出新高（其中电弧炉产能得到一定释放），产量高于去年同期，达到了近几年最高水平。我们认为2020年上半年，房地产和基建等下游行业旺盛需求可以延续，螺纹钢和铁矿石价格不会出现明显下滑，但在下半年或出现拐点。而基建将成为未来支撑钢材价格的重要支柱，废钢是影响原材料端的重要因素。

中信期货

我们认为2016~2018年供给端主导钢材价格走势的阶段已经过去，2020年需求对钢材价格的影响将进一步提升，所以我们认为钢材需求端将成为2020年最主要的变量。钢材需求整体由固定资产投资决定，2020年房地产投资将受到土地购置费持续下滑和施工类投资回落等影响而稳中有降，而基建投资和制造业投资增速将有望继续回升，故我们认为建筑钢材需求将呈现前高后低走势，但仍有较高韧性，而板材需求在2020年或将企

稳回升。

钢材需求不仅决定了钢材价格走势，在目前钢铁产能趋于稳定的情况下，还决定了钢铁行业利润走势，进而影响到炉料，如铁矿石，焦炭、焦煤等钢铁原料品种的价格。我们认为随着钢材需求的回落，钢铁产能过剩更为明显，2020年钢企利润重心下移，产能利用率也将下滑进而压制炉料需求，在炉料供应整体偏松的情况下，将对炉料价格形成向下的驱动力。

建信期货

展望2020年，考虑到产能利用率偏高和

吨钢利润仍保持在较高水平，以及继续增加产能利用率的空间有限，中国钢材产量或将继续上升但增幅或将明显收窄至4%以下。由于中国钢材产量仍处于上升期，2019年铁矿石价格大幅上涨后国内矿山复产或增产预期较强，预计2020年中国国内铁矿石产量将延续恢复性增长5%-10%，而铁矿石进口增幅与国内矿产量增幅大致相当。

来源：“今日有色”微信公众号，上海有色网系上海场外大宗商品衍生品协会副会长单位。



党建之窗

2019年协会特色党建工作回顾

2019年，在市金融综合党委的指导关怀下，上海场外大宗商品衍生品协会（以下简称协会）党支部始终坚定不移的坚持党的全面领导，深入学习习近平新时代中国特色社会主义思想，充分借鉴并运用第一批主题教育成功经验，扎实开

扎实开展各项党建工作；同时，以开展“不忘初心、牢记使命”主题教育活动为契机，深入开展“读原著、学原文、悟原理”，并举办了一系列特色党建活动，现与大家一起回顾。

会议学习篇



“学文件、抓落实”支委会扩大会议



“不忘初心、牢记使命”主题教育动员会



“不忘初心、牢记使命”主题教育集中学习会



“不忘初心、牢记使命”主题教育专题组织生活会

参观展览篇



支部共建—参观上海造币博物馆



支部共建—参观“上海地区人民币跨境十周年”成果展



支部共建—参观庆祝中国共产党建党98周年、上海解放70周年展览



支部共建—参观人民总理周恩来陈列展

支部共建—参观盛世华章展

电影党课篇



支部共建—观影《攀登者》



支部共建—观影《我和我的祖国》

参观展览篇



重温入党誓词



党员义务讲解陈毅元帅功绩



党员义务讲解展览文献



守初心、担使命主题教育

2020年，协会将充分运用“不忘初心、牢记使命”主题教育活动成果，继续深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想，扎实开展党建工作，丰富党建活动形式与内容，不断提升党员素养，牢固树立

“四个意识”、坚定“四个自信”，以“锐意进取、奋发昂扬”的精神风貌，更好地服务好广大会员，服务实体经济，助力上海国际金融中心建设。



欢迎扫上方二维码
关注协会更多最新动态

【重要声明】

本刊中所提及的其他所有公司、机构或个人的名称、产品或服务知识产权均归属于相应的法律实体。

本刊中的信息来源于上海场外大宗商品衍生品协会公开发布的或公开渠道获取的资料，上海场外大宗商品衍生品协会对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，供您参考。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述金融产品、服务的投资建议。

SOCDA
Shanghai OTC Commodity Derivatives Association
上海场外大宗商品衍生品协会

上海市中山南路318号34层 邮编：200010
电话（8621）2319 4974

34F, 318 South Zhongshan Road, Shanghai
Tel (8621) 2319 4974 Post Code: 200010