

# 多重因素拖后腿 期货资管发展慢

证券时报记者 沈宁

理想很丰满,现实很骨感。国内期货资管面世已经半年有余,对比刚获批时业界的颇高期许,眼下缓慢的发展现状显然存在很大落差。据了解,目前全行业期货资管规模仅在 5 亿元左右,人才瓶颈和政策限制等都是当前面临的主要障碍。

粗略统计现在国内期货资管的规模在 5 亿左右,当然这是表内的,表外可能更大一些。”某大型期货公司资管部门负责人说,把一行三会下的六大资管行业做一个对比,信托遥遥领先,保险和银行规模也很大,基金现在应该是 3.5 万亿,券商接近 2 万亿,期货资管的规模远远小于其他几个行业。”

去年 11 月,国泰君安期货、广发期货、海通期货、永安期货等首批 18 家期货公司资管业务资格正式获批,此后又有多家公司陆续获批。截至目前,共有 27 家期货公司资管业务资格获批。

不过期货资管业务的发展进度却没有预料中乐观,行业分化明显。据记者了解,现阶段已经实际开始运作资管业务的期货公司也就十余家,其中永安期货一家独大,期货资管规模在两个多亿,其余规模在千万、百万都有。

期货资管 5 亿元的市场规模确实有些迷你。即便放在国内期货行业内看,在 2000 多亿保证金里的占比尚不足千分之三,不少期货私募的管理资产规模也远远大于这一水平。

据了解,目前国内期货资管业务主要有期现套利、跨期套利、CTA 策略几类,CTA 策略又以日内或者短线

的为主,有些公司也会运用品种间对冲。从期货资管实际运行效果看,多数公司收益有限,但部分行业内领先公司在半年多时间内综合收益率也能做到 10%以上。

人才瓶颈与政策限制,是当下期货资管发展面临的主要障碍。投资经理缺乏首当其冲。”某龙头期货公司资管部门主管称。据他介绍,该公司全部投资经理,都是从研究员开始培养,外面引进会有适应问题。由于投资经理都是一个模式培养出来的,可能思维方式会比较统一。因为缺少投资经理,我们四五个投资经理要管理十几个账户,运作起来会很麻烦。”

某券商系期货公司资管部门员工也向记者反映了类似的问题。期货资管的投资经理很难找,多数公司都喜欢从自己的员工里筛选,但国内期货从业人员原则上是禁止参与实盘交易的,实盘经验不足是很大问题。”该员工介绍说。

期货资管在政策上相对从严,也对业务发展造成了一定困扰。期货资管政策上现在只放开‘一对一’账户,客观上也限制了行业规模的增长。‘一对一’账户的结果就是,同样的资产规模,你要管理更多账户,这非常麻烦,希望监管层能够尽快放开。”前述龙头期货公司资管部门主管表示。

现在来看,期货资管的门槛还是比较高的,100 万起步和信托一样,这严重限制了期货资管的发展。”另有业内人士提出。

除了上述障碍,期货资管实际运行中还暴露出很多其他问题。某期货公司高管表示,目前国内期货资管投



彭春霞/制图

资范围仍相对狭窄,大多集中于商品和股指期货,股票等现券并未涉及。而在资管的程序化投资运作中,程序化的投资策略、风险控制、产品设计等方面,相比

国外的 CTA 基金和国内其他金融投资主体尚有差距。此外,投资经理的奖励、部门间利益分配等激励手段也是比较大的问题。

# 黄金ETF仓位已减到最低 金价有望反弹

证券时报记者 魏书光

美元指数要发力,黄金还会被打爆吗?从数据看,投资者对于金价的担心越来越严重,黄金交易所上市基金(ETF)持仓量大面积缩水,市场上涨的动力正在流失。但是,世界黄金协会坚持认为,黄金 ETF 减仓已经到最低水平,年底金价将攀升。

全球最大的黄金 ETF——SPDR 黄金增减仓行为通常被视为未来国际金价走势的风向标之一。上周五,国际金价盘中跌破 1300 美元,而全球最大的黄金 ETF-SPDR Gold Trust 上周五黄金持仓量小幅减 2.41 吨,至 918.64 吨,触及 4 年新低,显示这只黄金 ETF 对黄金后市仍不乐观。据统计,今年以

来,SPDR 已经减持黄金 429.77 吨,和年初相比,减持幅度达到 31.82%。

与此同时,国内首批黄金 ETF 在发行不久之后就陷入规模巨额缩水的窘境。数据显示,截至 8 月 5 日,华安易富黄金 ETF 的总份额仅为 9700 万份,失守 1 亿份大关。这一数值与该基金上市时的 4.56 亿份相比,缩水 79%。另外,国泰黄金 ETF 的规模与上市时相比也缩水 58.71%。

显然,黄金 ETF 缺乏做空机制,只有上涨才能获利。的情况下,资金在金价下跌中离场也在意料之中。世元金行分析报告认为,美联储退出量化宽松(QE)的可能性增大和新兴国家实物黄金需求萎缩,使得黄金多头纷纷卖出黄金 ETF,选择离

场观望。尤其是当前正处在行情进展缓慢的夏季,许多交易场所只剩部分交易员,上涨动力正在流失,金价下滑态势仍将持续。

黄金 ETF 在今年年初大量削减头寸,但 ETF 减仓的趋势即将结束。”世界黄金协会(WGC)投资主管郭博思认为,投机头寸已经开始出场,所以金价现在更接近底部而不是顶部。到今年年底,甚至是明年,黄金市场将更为强劲。”

受美国经济复苏和预期美联储(FED)缩减购债规模的影响,今年黄金 ETF SPDR 持仓量已经流失了 650 吨。这相当于雷曼兄弟破产之后 8 个月内流入黄金市场的金额,因投资者们正在为资金寻找一个避风港。

与许多人所想象的相反,美国的实

际利率走高对黄金而言绝对不是利空消息。”郭博思表示,“大量分析显示,如果实际利率控制在 0-4%,那么黄金投资的年利润空间约在 7%-8%。这是我们与长期看空黄金的观点相左的地方,如果实际利率并不太高,即使提高利率也可能有利于黄金。”另外,他认为,投资者们不应该低估了实物金需求对黄金市场的支撑力,来自中国和印度的大量黄金需求为金价维持在目前水平提供了强有力的支撑。

他补充说,中国向内需驱动型经济的转型会把黄金需求继续推高。世界第二大经济体对黄金需求的日益增加,加之今年黄金生产率和回收率的下降,将迅速把市场推回平衡并导致中期短缺。

由于国内食品供应过剩的数量较大、时间较长,行业自身已经无法解决价格持续下跌问题,因此行业政策备受关注。2013/2014 年榨季原料收购价格、直补政策以及收储等都是食糖定价机制中的关键环节,不仅决定了价格波动的方向,也对跨期合约的价差产生导向性作用。原料价格下调幅度直接决定了新旧榨季价差的可能波动范围;直补政策和收储政策并存的概率很低、收储对合约价差起到了稳定的作用、而直补则会使得 SR1401 合约价格比当前状态更加疲软。11 月以后是产业政策出台的高峰时期,8-10 月则主要关注国际糖价、产销数据以及进口量对国内糖价的影响。

总体上,我们认为现阶段保持乐观态度仍较为危险,主要依据是促成市场出现乐观情绪的逻辑依据多是猜测、缺乏牢靠的现实要素支撑。空头思维依然主导市场,任何趋势性反弹的预期都是泡沫,糖价仍将在相对低迷区域徘徊很长时间。

(作者系国泰君安期货分析师)

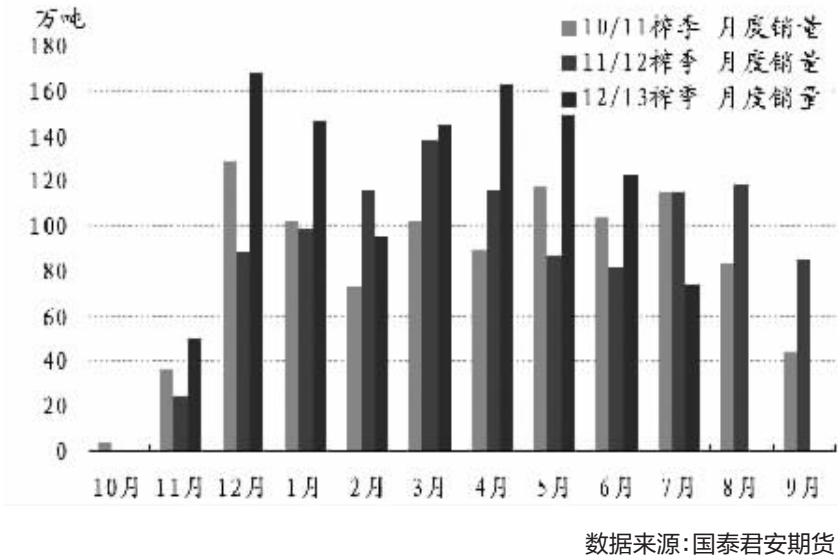
# 供需依旧宽松 郑糖言底为时尚早

周小球

受国际糖价反弹影响,SR1401 合约连续反弹 2 周,涨幅超过 3%;近期国际糖价反弹主要由近月合约的空头回补引起,在供需形势依旧宽松的情况下,原糖价格反弹难以持续,因此现阶段讨论郑糖筑底还为时尚早。

7 月食糖销量意外下降。2012/2013 年制糖期食糖生产已全部结束。本制糖期全国共生产食糖 1307 万吨,同比增加 155 万吨,其中甘蔗糖产量为 1198 万吨,甜菜糖产量为 109 万吨。截至 2013 年 7 月底,本制糖期全国累计销售食糖 1118 万吨,累计销糖率 85.54%。7 月份全国食糖单月销量为 74 万吨(过去 5 年均值为 114 万吨),同比下降 41 万吨。我们认为,7 月食糖销量意外下降可能与进口糖挤占市场份额以及 6 月份预售等有关;2013 年 1-6 月份,我国累计进口食糖 127 万吨,虽然 6 月份仅进口 4.09 万吨,但主要是因为技术问题导致进口延缓,目前进口糖主流报价在 5400 元/吨以下,较主产区价格具有明显优势。

2012/2013 年榨季全社会食糖供应量为 2175 万吨,期末库存同比增加 272 万吨至 800 万吨,为历史最高水平;2013/2014 年榨季全社会食糖供



应量预估为 2340 万吨,期末库存则增加至 935 万吨,供需形势再度恶化。正是由于市场供需形势较为悲观,白糖现货价格已经从最高时的 7800 元/吨下跌至 5200 元/吨,累计下跌时间超过 23 个月,下跌幅度为 33.33%;长时间的下跌使得制糖企业多数亏损并且亏损的金额仍在扩大。市场预计 7-9 月份累计进口量将超过 100 万吨,市场信心处于崩溃的边缘,企业则采取抱团取暖形式的惜售来减缓亏损的时

间和速度。

当前情况下,虽然制糖企业工业库存同比下降 99 万吨(上月同比下降 140 万吨),但全社会库存依然较高无疑是抑制价格上涨的重要因素;由于收储政策已被极度弱化,现货价格仅剩来自自律价格的约束,而这个价格的约束力往往是牢固的,现货价格在过去的 10 个月时间里一直没有理想的反弹出现,在 6-7 月份波动仅 100 元/吨,预计未来 2 个月出现趋势性上涨的概率更低。不过,由于

## 期指机构观点 | Viewpoints |

## 反复冲高未果 期指多头落袋为安

上海中期期货研究所:期指两次上冲至 2300 点一线之上,未能守住该线后转为弱势调整,最终 4 个合约均以阴线告收。上证指数则出现了放量下跌,市场获利回吐的压力较大。

从期指日内持仓变化来看,多头虽然仍占据盘面的主导地位,但是 2300 点一线之上持仓意愿不强,多头逢高获利离场导致期指未能守住 2300 点一线。期指收盘总持仓量也出现回落,由于明天将有多组经济数据公布,市场情绪趋于谨慎,尤其是近期有一点斩获的多头更倾向于落袋为安。

消息方面,受美联储退出宽松政策言论的影响,隔夜美股出现一定程度的回调,间接令国内股市承压。近期政策方面仍然维持偏暖状态,房企再融资重启利好房地产板块,以及市场对于证监会出台利好政策的预期较高。不过周四即将公布的经济数据仍然引发了市场的担忧情绪,虽然 7 月官方制造业采购经理指数(PMI)数据表现良好,但汇丰 PMI 数据与之出现了背离,因此数据存在一定的不确定性,从而令市场情绪趋于谨慎。从技术上看,期指主力合约目前处于上升通道,2240 点为短线支撑位,2300 点仍是短期期指主力合约的重要阻力位。

## 基差急速下行 空头套保头寸增多

国泰君安期货研究所:期指方向再度偏向空头,美联储官员表态强化 9 月启动量化宽松(QE)退出

的预期,受资金流出压力影响,新兴市场股债齐跌格局或重新开启,期指 9 月合约空头持仓的坚定态度以及会员的净空规模维持在高位运行态势均表明,美联储在启动 QE 退出举措前夕以及随后一段时间,期指向下调整概率较高。

周二 3 月合约基差大幅下行,也提前预示了昨日的下跌行情,合约排列重新显现近强远弱格局,也在一定程度上显示出后市的偏空态度。由于远端合约价格重回弱势格局,基差大幅下行以及利好熊市策略的概率提升,资产组合管理者可择机加入期指空头套保头寸,以规避行情大幅变动对市值的影响。当日持仓特征明显的会员组合净空规模下降幅度较大,但仍高于全部挂牌合约的净空持仓。

期指再现反向套利头寸平仓良机,日内基差波动幅度较大。美联储最新表态影响市场情绪,套期保值以及单边交易选择空头头寸的入场意愿增强,基差再度下滑成为可能。单从日内主力合约基差抵达-16 点下方的态势可看出,借助基差处在 0 点上方的位置建立带风险的正向套利头寸,隔日或将迎来平仓机会,8 月合约的平仓点位不宜要求过高,在-25 点下方需做好平仓操作,毕竟反向套利需要支付的红利水平已经大幅减少,同时距离 8 月合约交割时点仅剩余 7 个交易日。

从行情走势上看,预期行情突然转向的态势出现后,基差交易或将出现较好机会,此次 8 月合约的建仓机会,就出现在影响全球资金流动方向的 QE 政策表态时点。

期指价差重心小幅下滑,择机低位建仓的策略效果较佳,牛市策略的操作优势延续,但需注意价差大幅朝下的迹象,并择机转换策略。

(李辉 整理)

## 宏观经济企稳 螺纹有望走强

永安期货深圳营业部

近期,股指震荡走强,而国内商品市场同步出现小幅上涨。螺纹钢期货 7 月份多次冲击 3700 元未果,随着股指的企稳上行,螺纹钢也止跌上行。

从近期国内现货市场情况来看,螺纹钢现货市场提价,短期内利好期货市场。多家钢企 8 月份出厂价较 7 月份现货价格涨幅收窄,近日,大型钢厂中,沙钢、河钢和包钢均继续上调 8 月份上旬建材价格,涨幅低于 7 月。其中河北钢铁调整幅度量小,主力建材品种中,仅螺纹钢向上微调 20 元/吨,高线、盘螺均为平盘;沙钢方面,螺纹钢价格上调 50 元/吨,高线盘螺都上调 30 元/吨;调整幅度稍大的是包钢,螺纹钢和盘螺分别上调 90 元/吨和 100 元/吨。

国产矿市场主体维稳,成交未有改善,进口矿市场小幅拉涨,但成交一般。国内炼焦煤市场弱势盘整运行,成交不畅,进口煤炭市场盘整为主,行情无明显波动,成交一般。国内焦炭现货市场整体维稳,山西和河南地区焦化企业拉涨意愿较强,目前正在与钢厂协商,双方博弈较为激烈。环渤海四港煤炭库存 1978.5 万吨,较上周减少 86.3 万吨,进口炼焦煤库存 763 万吨,较上周减少 17 万吨,上周进口铁矿石港口库存 7241 万吨,较上周减少 25 万吨。近日炉料价格暂稳,焦化企业有明显拉涨意愿,但上游煤炭价格依然弱势,焦煤、动力煤价格难有反转。矿石价格暂稳,钢坯价格止跌。期货盘面价格相对现货有升水,反映部分涨价预期。

从国外宏观方面观察,美国 7 月份 ISM 制造业采购经理指数(PMI)从 50.9%升至 55.4%,显示制造业活动扩张。而上周首次申请失

业救济人数降至 32.6 万人,救济人数降至五年低点,这些数据都在显示美国制造业正在逐步趋好,劳动力市场正温和回暖;而欧元区 7 月份制造业两年来首次扩张,德国和意大利恢复增长,希腊萎缩度 2010 年初以来最小。欧元区 7 月份制造业采购经理人指数从 6 月份的 48.8%升至 50.3%,表明欧元区已经逐步走出阴霾。

从国内宏观方面观察,7 月份中国制造业采购经理指数 PMI 为 50.3%,较上月微升 0.2 个百分点,好于预期,并呈现反季节性回升。新订单、新出口订单、生产指数等分项指数均出现不同程度回升,显示经济运行总体平稳,制造业环比增速出现企稳好转迹象。政策方面,国务院常务会议部署加强城市基建六大重点任务;总体来说宏观经济及政策都略有好转,将提振商品市场。

从技术方面分析,螺纹 1401 合约,目前处于反弹格局之中,关注前高点 3712 是否有效突破,若突破则上冲至 3800 元一线,否则将回归至 3610 元一线支撑。综上所述,国内与国际宏观经济运行总体平稳,制造业都出现企稳好转现象,国内货币政策也趋平衡,而螺纹钢随着去库存的进行,螺纹库存已经降至低位,矿石与钢材的小库存格局。基本面较前期已经逐渐改善,同时炉料去库存化也较明显,对钢材价格有所支撑。预计未来随着库存压力的减少,螺纹钢价格将稳中走强,建议投资者后市保持偏多操作思路。

**永安期货**  
YONG'AN FUTURES

**您的心伙伴**

深圳营业部地址:  
深圳市福田区金田路三三三号永安中心1305  
营业咨询电话:0755-33029800/501

全国服务热线:400-700-7878  
网址:www.yafo.com/list.php?catid=1373