

国债期货首日交易机会值得关注

预计开盘价处于94.120~94.178之间

陶金峰

国债期货上市,揭开中国期货发展史的新篇章。综合对宏观经济、国债现货市场近期走势及国债期货其他相关因素的分析,我们认为,短期内国债收益率维持高位震荡走势的可能性大,国债价格则维持低位震荡,预计国债期货上市初期走势偏空,方向性交易建议逢高做空。预计国债期货首日开盘价将处于94.120~94.178之间。

基本面抑制国债价格

今年6月份,债券市场经历了“钱荒”事件。在后期一系列因素包括资金利率上升、经济复苏、一级市场发行利率的走高、稳定的货币政策、利率债的供给大幅增加的影响下,10年期收益率从6月初的3.50%一路上升到超过4%的高位。从目前的走势和对后市的分析来看,我们认为,中期影响利率的关键因素包括宏观环境和货币政策依然没有发生根本性变化,债市走熊的大背景仍旧未变。不过,市场过度悲观情绪释放后的调整以及收益率创新高后投资需求力量的重新出现,在未来的一段时间内将阻碍收益率持续上行,预计短期内国债大概率维持宽幅震荡的走势,不排除中长期利率水平再次挑战前期新高的可能性。

国内经济基本面转好、通胀温和反弹、美联储退出QE预期较强、国内银行间资金偏紧等因素均抑制国债期货价格。

通过对国债期货可交割国债的现货走势分析以及上证5年期国债ETF的走势进行分析,很明显,近期中期国债价格整体上是偏弱运行。兼顾近日国债期货仿真交易的走势,我们预计国债期货价格在9月上旬和中旬将偏弱运行,震荡下跌的可能性较大。

首日平稳运行可能性大

从历史经验和流动性角度,我们认为国债期货上市首日波动率将远远超过TF1312合约可交割国债现货0.27%的平均波动率,交易机会比较大。国债期货上市初期,参与交易的主要是券商、私募基金、一般法人户和个人投资者。券商和私募基金主要是以套利和对冲策略为主,而个人投资者则基本上进行国债期货方向性交易。考虑到近日中期国债价格虽有下行的压力,但是跌势明显趋缓,国债期货上市首日波动可能不大,平稳运行可能性较大。对于国债期货上市首日交易,我们建议策略如下:

开盘交易策略:基于中金所公布的挂盘基准价94.168元以及一篮子可交割券的无套利公允价格,我们预计国债期货TF1312合约首日开盘价位很可能在94.120~94.178元之间,投资者可以此作为开盘建仓的参考价位。

日内交易策略:以开盘15分钟TF1312成交量是否达到6000手作为首日成交是否足够活跃的判断标准,如果成交活跃,预计TF1312成交密集



彭春霞/制图

区间在93.658~94.316元,TF1403成交密集区间在93.770~94.428元;如果成交不活跃,预计TF1312成交密集区间在93.130~94.542元,TF1403成交密集区间在93.242~94.656元。日内交易投资者可在期货价格靠近区间上沿或者偏离区间上沿较远时做空。

隔夜交易策略:上市首日一般不建议隔夜持仓,如果隔夜交易,建议持有

TF1312空头且持仓均价不低于94.208元。**期现套利策略:**我们给出交易成本从0.08~0.15点(每点=100万/100=1万元)TF1312、TF1403、TF1406无套利区间上下沿,当期货合约的实际价格低于无套利区间下沿时,可进行买入期货卖出现货的反向套利;当期货合约的实际价格高于无套利区间上沿时,可进行买入现货卖出期货的正向套利。

跨期套利策略:我们给出交易成本从0.004~0.01点(每点=100万/100=1万元)的跨期套利区间上下沿,当近月合约价格减去远月合约价格低于跨期套利区间下沿,可进行买近月卖远月的牛市套利,当近月合约价格减去远月合约价格高于跨期套利区间上沿,可进行卖近月买远月的熊市套利。
(作者单位:国泰君安期货)

新品登场 大资金选择观望

程小勇

国债期货今日挂牌,阔别18年的国债期货正式归来。虽然在上个世纪90年代,中国开展过国债期货,但是对大多数人而言,当前的国债期货依旧是个全新的品种。

5年期国债期货呈现下跌的趋势。从行情分析角度来看,国债期货价格的因素最主要的还是市场利率,中国经济增长情况、通胀水平、货币政策、汇率等因素。根据商品的供需关系,我们也可以推导出国债价格也受到国债发行量(供应段)和资金成本(影响到需求端)两方面分析。

供应端方面,在年内剩下时间,5年期国债发行时间分别为11月6日、12月4日、7年期国债发行时间分别为9月11日、10月16日、11月13日和12月11日,10年期国债发行时间分别为10月23日和11月20日。由此,我们得出9月份以后中长债发债高峰已过。由于国债转托管机制的存在,以及国债期货的交割制度,往年发行的中期国债流动性将大大增加,由此,可交割券数量会逐渐增多。

从宏观经济表现来看,8月份,9

月份中国经济景气度出现短周期的回升,再加上季节性消费旺季,工业制造业对资金的需求会出现季节性的增长,由此可能导致短期资金利率持续位于高位。此外,我们认为货币政策宽松空间,央行调控银行去杠杆的方向未变,“稳增长放短”意味着货币市场资金利率依旧高企。

国债期货将逐渐发现券市场成交的热度。对于现券市场而言,一方面可以提高国债现货市场流动性,在套利和交割两大驱动因素的刺激下,一些流动性不佳的旧券会焕发活力。欧美市场的经验显示,在国债期货推出后,大多数国家国债现货市场的换手率都有明显的提升。另一方面,由于银行和保险持有大量的现券,其短期内可能无法进入期货市场,由此对现券的冲击有限。此外,在国债市场已经处于熊市的周期中,国债期货做空机制可能会造成短期国债价格额外承压,但长期来看这种额外的利空会逐渐消退。

市场初期,投资者可能会对交割规则不熟悉,对上市初期市场判断失误和缺乏有效的投资策略等因素而导致出现投资风险。对于个人投资者而言,目前可供选择的策略就是单边投机和“期现

套利”。单边投机和股指期货以及商品期货的操作手法一样,可以从技术面和基本面分析选择适合自己的交易风格,包括短线投机、波段操作和趋势性交易。而由于国债期货波动相对于股指期货要小,因此单边投机盈利有限,对于有条件获得现券(特别是CTD即最便宜交割券)的投资者而言,可以进行基差交易(期现套利在国债期货中的最重要形式)。

按照经验,由于新品种上市初期,由于市场不成熟,往往会出现期现套利的机会(在国债期货中称“基差交易”)。例如股指期货刚上市之际,由于期现价差过大,期现套利机会在上市的那一年频频出现,随后随着市场的成熟,期现套利机会一年难得几回。

国债期货基差交易是指投资者以国债基差作为交易对象,预计基差扩大就执行做多基差操作,基差将来回落缩小就执行做空基差。基差等于国债现货价格(净价)减去国债期货价格(净价)与转换因子的成绩,把公式转换下,基差等于利息收入减去融资成本。从理论上来讲当基差等于持有收益的时候,国债期现价处于平衡状态,不存在套利机会,因此大资金选择观望。

(作者单位:宝城期货)

焦煤反弹 上涨空间有限

何玮玮

在宏观环境企稳的大背景下,煤焦产业链逐步复苏。螺纹钢率反弹的带领下,从8月初开始,焦煤、焦炭也展开了流畅的反弹行情。

从最近统计局公布的焦炭、生铁产量数据来看,焦炭的供需形势大幅改善,加上土地市场回暖、房地产企业在融资等利好刺激,煤焦产业链,从钢材一端迅速传导,共振拉升。但现货价格的涨幅逊色于期货价格,天津港准一级冶金焦仅小幅上涨40元/吨,主力合约与天津港准一级冶金焦的期现价差不断拉大,期货升水幅度一度达到200元/吨的历史最高点,主要还是因为虽然需求转暖,但依然赶不上产量释放的速度,在这样的供需格局下,焦煤短期内上涨空间有限。

从产业链的角度看,焦煤上涨主要是受钢材的上涨带动的,因此作为

比钢材产能过剩更严重的焦煤,螺纹钢的走势成为决定后市焦煤价格的关键因素。这波螺纹钢价格上涨主要有两方面的原因,一是因为年初至今,社会总库存不断下降,从前期的1100万吨一路下降至600万吨,虽然粗钢日均产量一直维持在210万吨左右的水平,但由于需求明显好转,供应压力与去年同期相比小很多。二是由于铁矿石价格上涨,按照青岛港63.5%的印度粉来看,从6月底的850元/湿吨一路上涨至1000元/湿吨,港口库存同样快速下滑至年内较低水平,较去年同期9000多万吨的水平下降了近30%。钢价涨幅较大使得钢厂利润明显改善,根据成本模型统计,用滞后一个月的成本计算,螺纹钢目前的成本为3150元/吨。盈利预期改变,钢材产量回升带动焦煤需求,进而提升焦煤价格。

从焦化厂的角度来看,目前生产一

吨焦炭已有盈利,利润率将近10%,显示出盈利情况出现明显好转,未来有两点值得关注。首先,钢厂仍会受利益驱动增加钢材产量带动焦炭需求。但钢材产量回升同时也意味着供应端压力将逐步体现,目前粗钢产量已达到历史高点。前期淡季不淡又透支了部分旺季需求,产量和开工率经过前期大幅直线上升后回落的风险正在加大,如果钢材需求走弱,钢价下跌必然导致生产毛利走弱,而毛利转弱将挫伤钢厂采购原料的积极性,加上现阶段钢厂原材料库存水平较高,对上游焦煤的需求会快速下降。

其次,焦化厂的生产毛利改善会直接导致焦化企业开工率的上升,目前国内焦炭的产能利用率明显走高,个别地区满负荷开工,8月份产量大幅高于7月已成定局。在生产毛利持续走高的背景下,焦化厂暂时还将维持高开工率,后市焦炭供应量仍将趋于增加,供应端压力将逐步体现,也会对焦炭价格形成压

制,并且螺纹钢价格滞涨,将会从下至上依次传导至焦炭、焦煤,呈现出煤强焦弱的格局。加上国内炼焦煤7月份的供需缺口达到275.96万吨,供应整体偏紧,在下游焦化厂开工率处于高位带动下,短期对焦炭的采购量只会增无减。钢价作为煤焦产业链的龙头,价格波动的趋势次展开,提供了一定的对冲空间和确定性较大的机会。

焦煤1309合约是该品种上市后的第一个主力交割合约,在进入9月份后,1309合约马上要进入交割环节,但根据大商所公布的仓单数据,焦煤的注册仓单为0手,相比1309合约2200手持仓数量不匹配。交易所将交割的有效期定为1个月,因此考虑到质检、交割等费用,企业注册仓单的积极性不高。

如果后市钢材没有更为强劲的需求刺激,钢铁煤价回落修整的风险还是比较的大,短期内上涨空间有限。
(作者单位:宝城期货)

大商所套保交易手续费减半

同时下调部分品种合约手续费标准

证券时报记者 魏书光

大连商品交易所昨日发出通知,从9月9日起,减半收取各品种合约套期保值交易手续费,同时下调玉米、聚氯乙烯(PVC)合约交易手续费标准,进一步降低市场参与成本,鼓励现货企业套期保值交易,更好地服务现货产业。

据大商所通知,自9月9日起,大商所各品种套期保值交易手续费减半收取。在具体操作上,交易所每日结算时仍先按照正常交易手续费标准收取套期保值交易手续费,然后于下月月初将套期保值手续费减收部分以减收手续费的形式转入会员结算准备金中。为确保产业客户能享受到套期保值交易手续费优惠,交易所要求会员单位将交易所减收的手续费划入对应套保客户的结算准备金中。在玉米和PVC品种手续费收取标准调整方面,将自9月9日开市时起玉米和聚氯乙烯交易手续费标准分别由1.5元/手和2.5元/手下调为1.2元/手和2元/手。

据大商所相关负责人介绍,近年来交易所加大对产业客户市场参与支持力度,通过上线新套期保值管理系统,支持套期保值业务电子化办理等系列措施,持续为企业套保交易提供便利,以此提升产业客户参与套期保值交易的积极性。同时,交易所也一直在研究如何降低套期保值交易成

本费用,进一步鼓励套期保值交易开展,此次套保交易手续费减收举措即是在这一背景下制订的。

对于交易所降低玉米及PVC品种手续费标准,这位负责人说,近年来经多次下调各品种手续费收取标准后,目前大商所各品种中玉米和PVC两品种交易成本相对较高,为进一步降低市场成本,交易所决定调整两品种交易手续费标准。

市场研究人士分析,大商所此次对各品种套期保值交易手续费减收,将与近年来大商所对套保交易的系列鼓励举措一起形成合力,进一步降低现货企业套保交易成本,提升企业套保效果,由此也将更好地促进期货市场为现货产业的服务。

市场研究人士同时指出,玉米和PVC合约手续费标准调整直接降低了市场交易成本,同时,也在一定程度上利于进一步提升玉米和PVC合约的流动性,为企业更好地参与两品种套保交易提供保障。近几年来,受产业及政策等基本面因素影响,玉米和PVC流动性持续走低,今年以来两品种换手率仅为18%和34%,远低于国际及国内同类品种水平,企业进出成本较高,参与套期保值交易的难度相对较大,影响了企业参与积极性和避险效果,因此也有必要通过降低交易成本等方式提升两品种的流动性,便利企业顺利套保。

焦煤震荡蓄势 供需长线向好

张卉瑶

进入8月份以来,焦煤价格明显强势,形成了较为明显的上涨趋势,后受到外围宏观等不确定因素的影响,有所回落。展望后市,我们认为煤焦产业链的基本面拐点已经出现,但目前市场对量化宽松(QE)退出有负面预期,焦煤1401合约期价或仍将震荡蓄势,回调较多可以适当做多,不建议中长线空单进入。

近期美联储政策一直是影响大宗商品价格的关键。伯南克5月暗示退出QE,6月提出结束QE时间表后,美国经济的动向就备受关注。三季度初公布的一系列数据相对疲软,显示美国经济似乎仍有诸多担忧,尚未强劲到足以让联储退出QE的程度,这导致市场预期一度出现反复。不过最近的经济数据显示,美国多个经济指标显著改善,二季度国内生产总值(GDP)增速从1.7%上修至2.5%,远好于市场预期,表明美国经济动能恢复良好,消费强劲。其中,消费物价指数升至1.4%,创下今年自2月份月以来新高,虽然尚不至于构成通胀压力,但基本打消市场对通缩的担忧,可以让美联储放手回收流动性。

美联储预计在明年换人是铁板钉钉的事情,目前呼声较高的是前政府高官萨默斯。此人政策取向上与奥巴马在第二届总统任期中的取向较为一致,即民生和民粹主义取向,以修复美国国家资产负债表为主,并注重改善底层民生。因此,我们预计在未来一两个月内美联储仍将释放流动性收缩预期。靴子落地,对融资交易明显的工业品仍将会有一定的利空影响。

煤钢产业链供需预期将进一步改善。进入下半年以来,焦煤的供应和需求端出现改善,供给端持续向好。由于国内煤价跌幅较大,目前进口焦煤已经丧失价格优势,焦煤的进口冲击出现缓解。需求端的改善表现为:钢

铁库存持续下降、钢价反弹、钢铁行业毛利由负转正,短期内对焦煤的价格压力有所缓解。前期进口焦煤数量庞大,对焦煤价格形成较为明显的压制,目前昆山兰硬焦煤进口到岸价格略高于国内价格,进口焦煤已经丧失价格优势,国内焦煤价格压力大为缓解。

8月中旬,日均粗钢产量211.8万吨,环比小幅下降1.2%,重点会员钢厂日均产量173.9万吨,小幅下降1.5%。截至8月29日,唐山高炉开工率为89.7%,产能利用率为93.4%,与上周相比基本持平。考虑到钢厂目前盈利情况尚可,我们预计短期内日均产量将继续维持在高位,焦煤价格下跌空间不大。

2013年以来,螺纹钢库存处于持续去化阶段,且去化速度较快。一方面,夏季限电、环保因素对钢铁生产带来一定的影响;另一方面,今年以来的基建地产投资增速持续高于20%,下游需求消化了大量库存。当前的社会库存增速从3月20%降至0附近,过剩的库存已经大为缓解,如果接下来库存增速下降至类似12月10月的-10%以下,那么之后将有一轮补库存。8月份钢铁行业盈利能力继续改善,钢铁盈利由负转正,补库存局面出现,为焦煤价格企稳回升创造良好需求环境。

另外,政府也在控制落后产能的淘汰,前期市场传闻河北唐山地区要淘汰30%的钢铁产能未见省市红头文件,目前只是停留在市场传言层面,但近期环保核查相比之前严格很多。从目前看来,淘汰落后产能后续落实情况将趋向乐观,对煤焦钢产业链产品价格将会提振。

(作者单位:广发期货)

