

台湾期货交易所前总经理王中恺：

期指市场需要参与者多元化

证券时报记者 沈宁

 弹指间，国内股指期货即将迎来四周岁“生日”。上市以来，期指市场运行平稳，功能发挥良好，伴随机构参与度上升，市场广度、深度持续扩大。对比海外成熟市场，国内金融衍生品发展潜力巨大。

 期指究竟是不是“坏孩子”？机构法人做空真有那么可怕……每当股市表现不佳，总有一些投资者会质疑股指期货，这里其实存在很大误解。日前，证券时报就相关问题对我国台湾期货交易前前总经理王中恺进行了采访。

期指只是indicator

 期指只是 indicator（指示器），期货是对现货市场价格的反映。股市不涨有很多因素，讲股指期货造成现货下跌是没有依据的。”王中恺开门见山地指出。一谈到衍生品，眼前的这位资深期货人立刻打开了话匣子，对于期指那些年受过的委屈，他的感触很深。

 据王中恺介绍，台湾期货交易所1998年开始运作，起初只有台股指数期货一个产品，两年后上市了指数期权，之后又陆续上了小型台指期货、金融指数期货等品种。从目前情况看，台指期权、台股期货和小型台指三个品种成交量最大。

 在台股指期货推出初期，台湾投资者也有过不少质疑，为此，我们交易所办了很多说明会，随着市场逐渐成熟，大多数人都明白了道理，这样的质疑声也就少了很多。其实期指与现货市场涨跌无关，从内地市场和台湾的情

况看，期指能够有效降低现货市场振幅，发挥减震器的功能。”

 拥有20多年期货从业经历的王中恺在台湾是业界的泰斗。他是台湾期货交易所前任总经理，曾担任宝来曼氏期货副董事长、大货期货总经理、芝加哥商业交易所（CME）亚太区主任，曾任第三届台北市期货公会理事长、首届台湾期货公会理事长。去年10月他加入澳帝桦上海商贸公司担任董事长。

机构法人提升市场效率

 机构法人持空仓的现象，在台湾同样存在。怯人在期指市场持空仓并不意味着单向做空，还应该看到他们在现货市场的头寸。从台湾市场的资料看，机构在期指市场通常只是部分套保，他们持有的现货头寸更多。对于交易所公布的法人持仓数据，投资者不应该去过度解读。”王中恺表示。

 从参与者结构来看，台湾期货市场散户约占50%，自营商占38%，还有10%左右的份额是外资机构。台湾的投资者结构和内地比较像，散户比较多，机构又以券商为主。初期散户多是正常现象，对于内地市场，我的建议是未来要引入更多机构法人，多元化参与者更能反映市场的合理价位，而机构法人显然具备更高的专业性。”

 王中恺特别强调了外资机构参与者的的重要性。他认为，内地金融衍生品市场一定要走国际化路线。从外资机构那里可以学到很多先进的理念和制度，台湾外资最高时候的比例达到过15%以上，后来因为一些外汇制度上



台湾期货交易所前总经理王中恺

沈宁/摄影

的限制出现了下滑，在我看来这都是非常可惜的。”

 当然，要吸引更多机构参与，交易所应当推出更多满足市场需求的产品。王中恺建议，中金所应尽快推出更多品种，多元化产品序列，这样能够吸引更多参与者，机构可以进行更多策略性交易。

 中金所马上要推出股指期货，按台湾经验来讲，指数期权成交量大概是指数期货两倍，可以预见内地股指期货将会有更多投资者参与。我建议做股票的投资者都来尝试下期货、期权衍生品，多一个工具总是好事，独臂刀再厉害也敌不过双刀。”王中恺笑着说。

国际化提速 大商所试点期货保税交割

证券时报记者 魏书光

 九层之台，起于垒土；千里之行，始于足下。”中国期货市场的国际化，正在加快推进。记者获悉，近日证监会已批准大商所分步实施期货保税交割业务试点，首个试点品种为LLDPE（线性低密度聚乙烯），而首个试点区域为天津东疆保税港区。

 作为国内期货市场国际化的重要一步，保税交割是最重要的起点之一。保税交割的开展有利于吸引更多产业客户以及国际投资者参与交易、交割，能够有效地提高市场辐射影响力，加快推动我国期货市场的国际化进程。

 国内期货市场提出推出期货保税

交割业务的倡议由来已久。经过十多年的呼吁，期货保税交割业务终于从2010年12月24日正式启动，主要采用试点方法，且集中在铜和铝的保税交割上，交割地点为洋山保税港区。此后，保税交割业务试点并没有继续扩大。到2013年11月8日，上海自贸区期货保税交割业务试点范围由洋山保税港区扩展到上海整个自贸区，试点品种也将由铜、铝期货扩大至上海期货交易所所有已上市品种。

 作为期货品种创新和业务创新的一部分，2011年大商所将研究开展期货保税交割业务确定为重点工作之一进行推动，在试点品种的选择上，通过综合比较已上市各品种对外依存度、现货贸易基础以及政策管制

等因素，确定LLDPE期货作为首个试点品种。

 在试点区域的选择上，基于LLDPE现有的交割区域，通过比较不同保税区LLDPE现货贸易情况、仓储设施等因素，结合当地政府支持力度，选择将天津东疆保税港区作为首个试点区域。去年下半年海关总署同意大商所在天津东疆保税港区开展LLDPE期货保税交割业务试点。

 在证监会的相关批复中，证监会要求大商所制定和完善业务规则，做好结算、交割、风险控制、一线监督等各项准备工作，保障期货保税交割业务试点的平稳运行；加强与有关部门的沟通，做好期货保税交割业务试点的分步实施工作，不断完善流程，提高效率，促进功能

发挥；及时总结经验，报告进展情况，做好试点评估工作。

 根据监管层的相关规定，期货保税交割是指以海关特殊监管区域或保税监管场所内处于保税监管状态的期货合约所载商品作为交割标的物进行期货交割的过程，这一业务将期货交割的区域由现在关内延伸到了海关特殊监管的保税区，从而将保税区内的商品转化为国内期货合约可供交割的商品。

 目前，大商所正在进行规则审议、仓库审批、系统测试等筹备工作，相关业务实施细则将会于近期发布。此次LLDPE期货保税交割业务试点工作拟分步进行，先期拟在保税仓单首次完成交割后，由卖方直接将保税仓单转为完税仓单，其后视情况逐步放开保税仓单流转。

沪深300指数期货不存在“交割周效应”

刘锋

 大量实证研究发现，我国沪深300股指期货市场不存在“交割日效应”。有分析人员将分析周期拉长，研究股指期货交割周与非交割周标的指数的表现差异，并声称发现了“交割周效应”。这种研究视角虽较新颖，但我们认为研究方法和结论值得商榷。

 发现“交割周效应”的分析人员首先将股指期货引入前、后各46个交割周，现货市场的表现如股指的涨跌进行对比。如他们发现股指期货引入后的46个交割周，股指收红占35%，而在股指期货引入前，股指收红占48%。由于股指期货引入前的46周多处在股权分置改革带来的大牛市行情，而股指期货引入后的46周又恰逢“次贷危机”和大牛市去泡沫化的过程，因此，这种直接对比股指期货引入前后的变化有失公允。

 而且，简单将股指期货引入前后交割周标的指数表现的差异归因于股指期货交割效应，也十分不科学。股指期货引入前后国际与国内、宏观与微观经济环境发生了很大的变化，如突发而至的次贷危机、我国经济增长率

的下降、房地产与地方政府过度债务等，我们不能将经济基本面不好引致的指数表现不尽如人意归因于股指期货的交割。

 我们重新计算了股指期货上市以来47个交割周、交割前一周、交割后一周和所有非交割周，沪深300指数的涨跌表现。从表面上看，交割周股指期货平均下跌22.49点，比其他样本本期下跌的要多。但我们不能就此简单地得出“交割周效应”。在得出上述结论之前，还需深入回答以下三个问题。首先，目前相对较少的交割周样本，是不是正好赶上不利的经济事件，比如，交割周正好与经济信息宣告窗口重合且这段时间又多以坏消息为主，从而导致交割周指数下跌点位较多。其次，由于我们比较的是47个交割周与非交割周指数涨跌点位的均值，而均值的大小极易受极端值的影响，在排除了极端值后，是否还存在上述显著的差异？最后，均值只是一个平均的概念，它没有考虑交割周与非交割周指数涨跌频率。如果考虑交割周与非交割周指数收跌的频率，是否还有显著差异？

 为了回答第一个问题，理想的“实验”环境是存在以下反事实的对照组，

即在相同经济环境下，如在2010年4月16日至今每个月的第三周，如果没有交割发生，标的指数会怎样表现。然后用实际的有交割行为发生的情况与之对比。香港恒生国企指数为我们提供了一个自然的对照组。香港恒生国企指数，也称H股指数。由于H股成分股是内地企业，与沪深300成分股经历着相同的市场和制度环境，二者价格相关性达92%。在每个月的第三个周，H股指数不会受到交割周的影响。这样，H股指数及其期货为我们提供了一个“自然实验”。

 从统计分析可以看出，在沪深300股指期货交割周，沪深300指数平均下跌22.49点，而同期H股指数平均下跌45.96点。而此时的H股指数并未受到H股指期货交割的影响。这说明，在有限的交割周样本本期，两个指数都受到了相同的潜在不利因素的影响。为了进一步检验是否存在“交割周效应”，我们把指数涨跌点位转换成收益率，并采用双重差分法，实证检验发现，交割周与其前一周的表现并无显著的差异。

 其次，47个交割周与非交割周指数涨跌点位均值大小的差异，可能会受到极端奇异值的扭曲。为了检验奇异值的杠杆效应，我们用SAS的Winsor方法，

分别剔除5%、10%和15%的下分位极端值。在剔除极端值影响后，标的指数在交割周的平均下跌点位由原样本的22.49点分别显著地减少到16.76点、11.66点和5.01点。奇异值检验说明，交割周标的指数较高的下跌点位也受到了不利极端值的影响。

 最后，我们计算了在沪深300股指期货交割周与非交割周，沪深300和恒生指数收跌的次数及频率。可以看出，沪深300指数在交割周与非交割周的下跌次数与频率并无明显差异。

 “交割周效应”的提出者认为，主力机构多以净空仓为主，并利用净空持仓优势在交割周集中打压市场，导致期指平均下跌点位较大。这种推理也是值得商榷的。我们认为，净空持仓主力机构要“移仓换月”，先要在近月合约上执行“买多平仓”操作，这样“移仓换月”在交割周反而起到拉升期指价格的作用。

 总之，通过逻辑的和实证的分析表明，我国沪深300股指期货不存在“交割周效应”。直接将股指期货引入前后交割周表的指数的差异表现归因于股指期货的交割犯了“后此谬误”的逻辑错误。

（作者系上海交通大学安泰管理学院博士后）

白银成为期货市场一季度明星品种

证券时报记者 魏书光

 中国期货业协会最新统计资料表明，今年一季度，全国期货市场累计成交量为4.91亿手，累计成交额为57.31万亿元，同比分别增长8.54%和下降5.09%。其中，白银成为累计成交量最大的品种，占据全国期货市场近15%。

 按照中国期货业协会的成交量排名，今年第一季度，国内前十大期货成交量最大品种分别是白银、菜籽粕、螺纹钢、股指、豆粕、天然橡胶、焦炭、白糖、豆油和铜期货。上述

十大品种成交量占全市场比重分别为14.83%、12.0%、10.86%、8.44%、8.31%、4.62%、4.12%、3.98%、3.87%和3.75%。前十大品种合计的成交量占比达到74.77%，显示出我国期货市场品种活跃度较为集中的特征。

 显然，截至今年一季度，国内期货市场共有42个品种，除10个最不活跃品种外，32个期货品种的成交量占市场比重为99.85%；20个成交活跃期货品种的累计成交量占全市场比重达到96.03%；而最活跃的10大期货品种的市场占比达到74.44%。

澳大利亚下调今年铁矿石价格预估至110美元

 澳大利亚资源和能源经济局在其最新发布的一季度预测报告中，将2014年澳大利亚铁矿石平均现货价格估值从去年12月预计的119美元/吨（FOB价格）下调至110美元/吨。

 该局表示，今明两年全球海运铁矿石供应将持续增加，预计2015年铁矿石价格将进一步降至103美元/吨，仍高于其他一些机构的预测。不过中国国内矿山生产升本高企仍将支撑铁矿石价格维持在较高水平。长期看，由于来自巴西和澳大利亚新矿山的海运铁矿石供应增

长，预计到2019年铁矿石价格预计将降至约87美元/吨。

 2013年，澳大利亚铁矿石平均现货价格为126美元/吨，同比上涨3.4%。澳大利亚资源和能源经济局预计，今年一季度铁矿石平均现货价格为111美元/吨，之后将有所恢复，主要原因是中国夏季建筑活动旺盛将支撑钢材需求回升。

 澳大利亚资源和能源经济局还下调2013/2014财年铁矿石出口预期，即从去年12月份预计的6.50亿吨下调至6.31亿吨。

（魏书光）

国泰君安期货高级研究员许勇其称

未来仍看跌铜价

3月汇丰制造业采购经理指数

（PMI）初值创8个月新低，预示中国经济仍在延续放缓，而中国铜消费前景将继续承压。铜市供大于求的格局是否将延续？市场对于融资铜资金链的担忧，将对铜价产生多大的冲击？国泰君安期货研究所高级研究员许勇其做客证券时报网财苑社区（<http://cy.stcn.com>）时指出，全球精铜全年过剩量将压制着铜价反弹，中长期来看，由于中国经济调结构等多因素的影响，铜价未来一轮下跌仍然是值得期待的。

 铜价经过前期暴跌后进入震荡格局，虽然出现一些局部性的反弹，但是本轮铜价下跌的主要因素仍存。未来迎来新一轮下跌的可能有多大？许勇其称，本轮大幅下跌的几个主要触发因素有人民币快速大幅贬值、中国经济增长减速、房地产降价危机等。目前来看，经济增速下滑受到政府高度重视，十八届三中全会之后，政府出台了局部的稳定经济政策，止住铜价下滑。从中长期来看，中国经济调结构，势必造成经济增速持续回落，再加上美国退出宽松货币政策的全球性影响，未来一轮新的下跌仍然是值得期待。

 他表示，目前中国经济放缓仍在延续，隐含着中国铜消费前景将继续承压。然而，铜价在疲软中国数据公布后不跌反涨，其主要的原因是由于国内今年前2个月的数据同步以及环比皆出现不同程度下滑，增强了市场对决策层出台保增长政策的预期，而且，终端需求近几周的新增订单也的确出现不同幅度的增长。

 有观点认为市场对中国保税区铜库存的担忧已经反应过度，对此，许勇其表示赞同。他进一步说，目前人民币持续贬值，导致铜融资需求减弱。铜价因此也受到国内套息、套汇交易驱动下的融资需求减弱带来的负面拖累。如果预期未来将继续贬值，从事融资铜套利的贸易商未来对冲进一步扩大的进口亏损，他们将可能做以下几种交易选择，一、将未报关的进口精铜做转出口销售，收回美元用于偿还融资金；二、将报关的精铜大量抛售到国内现货市场，收回用人民币换汇，提前偿还融资金，减轻亏损压力；三、在后期的贸易过程中，为了尽量减少沪伦比价下降的冲击，降低现货合同的签订，增加长单合同，等待进口比值上升至恢复到进口盈利状态。

 许勇其认为，后期的市场运行逻辑从价格推动供需结构变化来演绎。从供应这个角度来讲，在伦铜快速下跌的过程中，进口亏损最高达4800元/吨，抑制了很大部分进口商的兴趣，预计3月份精铜进口可能会下降至20万吨以下，缓解了保税仓库的释放压力；并且，在价格稳定之后，终端补库积极性上升，这将导致后期供需转为偏紧状态，更有利价格保持稳定。当然，从今年全年的供需环境来看，海外矿山产能的集中释放，全球精铜全年过剩量仍然要高于去年，这种压力一直存在并压制铜价反弹。（黄剑波 整理）

更多内容请访问：<http://cy.stcn.com/talk/view/id-544>。

订阅《百姓投资》微信

最新鲜的资讯 最及时的动态 最深入的前瞻 最实用的工具 尽在掌握

《百姓投资》是一个由证券时报市场新闻部汇聚众多知名财经记者和金融专业人士精心打造的财富资讯平台，我们致力于成为您身边触手可及的从业宝典和投资秘籍，热忱欢迎您即刻订阅分享！

订阅与分享：
1、打开微信通讯录，点击右上角“添加”按钮，然后搜索号码“baixingtouzi”，点击关注即可；
2、您还可以通过扫描二维码加入我们；
3、点击右上角，可发送给好友或者分享到朋友圈；
4、欢迎您向朋友推荐我们。