

厄尔尼诺炒作 中国又为华尔街买单

证券时报记者 魏书光

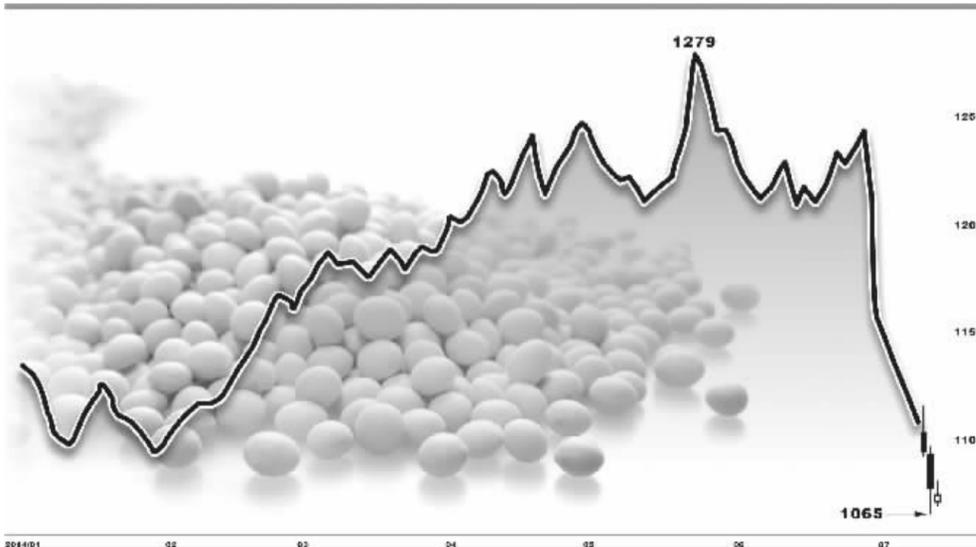
随着国内夏粮再创历史新高,国际谷物市场库存继续走高。市场投资者对于厄尔尼诺现象来临的担忧正在一扫而光,谷物市场价格持续走低。半个月之内,部分品种跌幅之大,实属罕见。

现在来看,当初厄尔尼诺概念的炒作,是华尔街金融机构的典型操盘手法。高盛等大型跨国投行先募集足够的资金,描绘出一个似乎前瞻性的概念题材,然后输入给共生的外媒,再由一些买办性的新闻网站积极配合,国内部分财经媒体盲动,继而投资者盲目买入,成为接盘者和买单者。

从最新的数据来看,即便是厄尔尼诺来临,对于今年的农产品供需形势也不会产生大的格局性影响。中国国内数据显示,今年夏粮面积4.14亿亩,增加23.2万亩。夏粮亩产也达到329.9公斤,比2013年提高11.3公斤,再创历史新高,也是近5年单产提高幅度最大的一年。而美国农业部目前预期2014/2015年度美国所有小麦产量为19.92亿蒲式耳,比上年低了6个百分点,但是比上月预测值高出5000万蒲式耳。

其他谷物方面,美国农业部预测2014/2015年度全球大豆期末库存将达到8530万吨,高于当前年度2013/2014年的6720万吨,和市场预期很接近,如果这一预测成为现实,将会是2006/2007年度以来的最高库存。

玉米市场上,美国农业部预测2014/2015年度美国玉米期末库存将达到18.01亿蒲式耳,美国玉米产量预期将达到139亿蒲式耳,比2013/



全球供应上升,美国大豆期货创41年最长下跌周期。

张常春/制图

2014年度的历史纪录139.25亿蒲式耳低不了多少。而同期中国国内玉米产量也将继续增加。

显然,上述库存的沉重压力之下,屡次被推后的厄尔尼诺现象”即便来临,对于缓解当期供求失衡的谷物市场的意义也远不如预期。但是,华尔街在3月份之后,陆续炒作的厄尔尼诺”概念,让美国大豆从1400美分上涨到了1500美分,让中国贸易商切切实实去买单了。

数据也显示,中国今年上半年的大豆进口量累计达到3421万吨,这也

是历史同期的最高纪录,比去年同期提高24.4%。特别是,在今年厄尔尼诺”炒作最疯狂的今年第二季度里,中国大豆压榨企业出现全面亏损,因为进口大豆数量激增,但是国内爆发禽流感导致豆粕需求放慢。

而经过6月底以来半个月的暴跌之后,国内市场才真正看清楚3月份已经清晰的全球谷物供求失衡局面,减少了对外采购。中国国家粮油信息中心预测,7月份中国大豆进口量可能放慢到580万吨。

像今年经典的案例在2011年8月

份,美国号称“百年干旱”的时候上演过一幕,而2008年7月份也曾经上演过。不幸的是,每一次买单的对象都是中国。这值得中国贸易商和金融投资者深思。

资深期货专家范适安认为,贸易的两大核心就是占领市场和垄断利润。什么叫定价权?定价权就是获得左右价格工具的权利,有了这个权利,才能提得上维护和获取贸易利益,而贸易利益是国家利益的物质体现。通常低价策略有利占领市场,高价策略有利实现利润,美豆的沉浮,是美实现贸易利益的深刻教材。而中国仍然在学习的道路上。

产能不减 螺纹钢熊途难尽

林玲

4月中旬以后随着增量需求的逐步萎缩,加之产量快速攀升,螺纹钢再度下跌,并且跌势一直持续到6月份中旬,随后持续反弹至今。当前市场比较关注本轮价格反弹会持续多久?

2014年一方面经济转型的大基调决定了钢铁下游需求大幅增长的概率已经不大,另一方面倾向于维稳的政策倾向将使得下游需求保持相对平稳的态势。从数据上来看,最新公布的2014年1-5月份房地产开发投资30738亿元,同比名义增长14.70%,增速降低了1.7个百分点,达到了2010年年初至今的最低值。尽管房地产市场增速放缓,销售降温,开工出现负增长,但正因为前期增速下滑速度较快,为后期增速企稳创造了较好的

条件。铁路基建投资这块,我们预计随着中铁总调高全年投资计划,后期铁路基建投资或稳中有升。从全社会用电量同比增速下滑趋势已有所缓解,汇丰制造业采购经理指数(PMI)指数回升至扩张区间这些宏观指标的变动也可以看出,下半年钢材下游需求继续维持仍是大概率事件。

此次价格反弹带来的钢厂盈利好转,但高炉的开工率上升较为缓慢,一方面是由于信贷融资、环保方面的约束,检修复产相对迟滞;另一方面,由于产能问题相对严重,本轮反弹过程螺纹钢品种盈利恢复力度不足,中小钢厂盈利预期相对谨慎,一定程度上影响了复产的进度。我们认为,产能过剩并未得到改变,只要相对高位的盈利维持,产量释放只是时间问题,供给压力终将显现。根据中钢协公布的数

据,6月上旬全国粗钢日产量达到228.76万吨,创下了近年来历史最高水平,6月上、中旬重点钢铁企业粗钢日产量均突破了180万吨,历史纪录高点被陆续刷新。当前较高的吨钢利润,使得7月产量环比或继续小幅攀升,后期随着盈利的下降,产量或会有所回落,但总体而言,今年在开工率不太高的情况下,产量回落的空间将十分有限。

库存方面,还将遵循季节性波动的特征。对于社会库存,我们认为,库存压力不大或者库存阶段性见底结论都是针对特定期下的需求状况而言的,很难独立于需求对库存压力的高低做出判断。简单就历史数据来看,社会库存下降并非达到降无可降的地步。过去7年的经验表现,社会库存的年内低点一般出现在第四季度(除了2009年基建需求刺激和信贷扩张导致库存持续上升以外),

而且除2007年、2009年以外,历年同期的社会库存后续环比仍存一定的下探空间,和去年类似,今年年底的冬储力度仍较有限。

钢厂库存,我们曾提出关注重点企业钢材库存能否有效跌破1400万吨-1500万吨这一区间,前期钢厂库存也确实下降到了1385万吨后再度回升,后期维持高位的可能性较大,6月中、下旬钢厂库存分别为1511万吨、1391万吨。

综上所述,从基本面看,螺纹钢价格还未到止跌反转的时候,中长期弱势还将延续。虽然6月下旬价格低位止跌反弹,但应谨慎看待反弹的幅度和高度。在产能过剩尚未得到彻底解决的大背景下,有限的反弹后还将延续弱势,还将呈现低位弱势盘整的格局。操作上,建议短期观望,等待后期逢高抛空的机会。(作者系中信期货分析师)

股指期权做市商风险可控

董翠萍

从境外市场发展来看,做市商业务相对成熟,功能充分发挥,为市场提供了充分流动性,并提升了市场定价效率。然而,国内做市商业务尚属新兴事物,部分机构或投资者对于做市业务的风险尚存一定担忧。

期权做市商业务的主要风险。从境外市场来看,做市商业务是一项相对成熟、风险较低的业务,其主要风险包括市场风险、模型风险、技术风险和操作风险等。

对期权做市商而言,市场风险是指期权所挂钩标的资产价格的不利变动对做市商持有头寸造成的风险,使做市商面临损失。模型风险具体是指运用数理统计模型在期权产品定价、交易、对冲及报价管理过程中,由于采用不适当的模型、含有错误的模型或使用错误的参数所导致的风险。技术风险主要是指所使用的计算机系统因稳定性、运作、灾备、安全控制等方面失当而造成损失的风险。操作风险是指由于内部流程、人员配置、操作疏忽等方面的缺失或失误所造成的风险。

取一定措施来衡量或防范的。如市场风险可用风险衡量指标Delta、Gamma、Theta、Vega、Rho等来度量,做市商可通过调整头寸将风险暴露控制在预期范围内。同时,做市商应对模型的局限性有清醒认识,建立完善的模型风险管理组织及工具,有效管理和控制模型风险。此外,做市商报价系统应有应急措施,在系统架构搭建、流程设计、压力测试、岗位相互制衡与权限管理等都具有稳定性、可靠性,谨防技术风险。对于人为风险,需要计算机来辅助判断下单价格范围及交易权限等,谨防操作风险。

期权做市商业务的风险可控。境外发展经验证明,做市商业务风险是可以通过适当的风险管理措施来防范或降低的。

从境外市场来看,完整的做市商制度包括做市商的资格管理、义务与权利、对做市商的监管等核心内容。从做市商制度本身来看,其业务引发风险的可能性较小。交易所一般对做市商设置一定准入门槛,对其资质有明确要求,机构需经交易所严格审查后才能开展做市商业务。境外市场来看,大多数交易所都从财务实力和专业化

程度角度提出要求。专业化程度一般从交易策略、交易业绩、内控制度和专业人才等方面进行严格把关与考量。这在一定程度上要求做市商有较强的防范市场风险和模型风险的能力。例如,CBOE设立一个专门委员会(MTS委员会)来审批做市商资格,其会员如果申请成为做市商,必须按规定向交易所提交书面申请,内容包括资本金水平、运作能力、交易经验、社会人员专业性及经历、监管记录等情况。此外,交易所对做市商的技术系统也提出一定硬性要求,严格防范系统技术风险的发生。

从我国市场来看,股指期权做市商仿真交易对做市商的准入资格已有明确规定,对其财务实力、专业人员、公司信用状况、内控制度、风险控制能力及技术系统等等都有严格要求。同时,对于申请一级和二级做市商的注册资本也有相应门槛。可见,并不是所有申请的机构都可以成为做市商。此外,交易所对参与期权交易的做市商进行实时跟踪监管,包括是否存在过大风险暴露、财务状况是否发

生变化、报价系统是否稳定等一系列项目,严格防范或降低做市商业务风险。对于过大风险暴露或不再符合做市商资格的机构,采取进一步防范措施或取消做市商资格。

仿真交易风险控制较好。从股指期权做市商仿真交易大赛情况来看,据相关统计,自2014年5月19日开赛以来至6月13日,历经四周,有38%的做市商能将Delta风险暴露控制在1000万元以下,66%的做市商控制在3000万元以下,83%的做市商控制在1亿元以下,按照初始资金2亿元计算,其方向性风险暴露分别控制在总资金的5%、15%和50%以下,整体来看,风险控制状况相对较好。

当然,也有个别做市商Delta风险暴露较大,超过1亿元。但是,从近几周的统计分析来看,这部分做市商所占比例在不断减小,说明参与大赛的做市商的风险控制能力在逐步增强,交易策略及报价系统亦渐趋成熟。

(作者系南华期货分析师)

对冲基金增持多头 高盛仍看空黄金

证券时报记者 李辉

尽管今年以来金价已上涨11%,表现超过股市,其他商品以及债券,高盛集团的全球商品研究主管杰弗瑞·居里仍坚持认为今年12月之前金价将走低。尽管对冲基金已经连续第五周增加多头仓位,交易所上市基金黄金持仓增加,他仍坚持看空。

今年上半年黄金取得了2010年以来最好的表现,杰弗瑞·居里仍预测金价反弹即将结束,杰弗瑞·居里曾准确预测了金价去年创下自1980年以来最大的跌幅纪录。而且,他还不是唯一看跌金价的。准确预测出去年金价大跌的另外一个分析师——法国兴业银行的麦克·海格在7月11日的一份报告中则称,到今年第四季度,金价将下跌约7%。

与这些分析师观点相对的是,随着金价连续数周上涨,基金经理们目前持有自2012年以来最多的多头头寸。

杰弗瑞·居里表示,一些人转投通胀对冲资产,一旦人们重拾经济复苏信心,随着通胀担忧消散,金价就将承压走低。因此他认为,今年末金价很有可能继续下跌,因为经济在好转。

上周,纽约期金上涨1.3%,达1337.4美元/盎司,连续第六周上涨,为2011年8月以来最长上涨周期。今年,彭博22种大宗商品指数上升了3.5%,而摩根士丹利资本的

世界市场股票价格指数上涨4.6%。彭博国债指数上涨3.3%。

根据美国大宗商品交易委员会数据,截至7月8日,黄金期货和期权合约净多头增加了5.4%到144272手,为自2012年11月以来最高仓位。而空头持仓则连续五周下降。

在连续上涨12年以后,2013年全年金价大跌28%,从而重挫投资者信心。去年美国消费者成本仅上升了1.5%,而在之前的10年这一数据年均上升达2.4%。美国最新数据 displays,今年5月通胀水平反弹至2.1%。

2013年4月10日,杰弗瑞·居里曾发出“卖出”建议,紧接着金价两天出现达13%的大幅下跌,这场大跌将黄金拖入熊势。而大部分基金经理都未能预测这场金价暴跌,他们在这前一个月将多头头寸增加11%。而到2013年年底,投资者将多头头寸削减到了6年最低。

目前,杰弗瑞·居里预计2014年年底金价将跌至1050美元,维持年初判断。法国兴业银行的麦克·海格则认为金价第四季度将跌至1245美元。

然而,这一预测并不能让投资者信服。在伊拉克和乌克兰冲突导致的金融市场波动后,美联储暗示将保持利率水平在低位,从而引导投资者对避险资产偏好回归。截至7月11日,实物黄金支持的ETPs持仓连续三周上升,为4个月以来最长的增持周期。

基本面回暖 短期风险偏好提振期指有限

陈枫

近期,全球主要经济体复苏形势分化明显——美国强劲,欧元区疲弱,英国力度减弱,日本仍缓慢,而中国一季度经济经历了同比增速低于预期和前值的低谷后,二季度经济数据有所好转,引发市场对中国经济形势企稳回暖的乐观预期。虽然需求端对风险偏好有所提升,但由于受到供给端拖累,国内风险偏好短期提振有限。

中国近日公布了包括6月官方制造业采购经理指数(PMI)和服务业PMI、汇丰制造业和服务业及综合PMI、6月贸易数据、居民消费价格指数(CPI)和工业品出厂价格指数(PPI)等在内的重要经济数据。其中,除官方和汇丰PMI有所回升外,其余数据虽然也呈现好转态势,但大多不及预期强劲,显示中国近期经济企稳力度仍然不强,仍有下行压力。

本周将继续公布最后一批6月重要经济数据,包括固定资产投资、社会消费品零售总额和规模以上工业增加值,以及二季度国内生产总值(GDP)增速。由于二季度经济形势有所好转,预计二季度GDP增速至少能够持平一季度,但房地产行业压力较大,预计除了社会消费品零售总额和规模以上工业增加值以外,固定资产投资仍有可能造成拖累。基本面总体虽有转好,但对风险资产的提振作用不明显。

国内近期经济表现相对一季度有所好转,主要由于国内外两方面原因。外围方面,美国经济持续好转,复苏力度有所增强,拉动中国出口贸易;内部原因,一是因为人民币不再大幅贬值甚至小幅转跌为升,令国际热钱及外商直接投资不再减少。二是以支撑“三农”和小微企业为代表的定向宽松等刺激政策的提振。而前期经济明显走弱令市场也产生了政策托底预期,政策方面对经济有比较明显的拉动作用。三是,虽然政府高层继续大力实施反腐政策,令国内需求疲软,但随着市场预期逐渐被接受,经济转型有望继续转向正轨,长期来看利于可持续发展。另外,

房地产周期虽然向下,但是政府积极促经济转型,有望逐渐降低对房地产拉动经济的依赖。

流动性方面,近期短中端资金价格全面反弹,主要受到大行分红、月中缴款、新股发行及存款准备金退缴数量不确定等预期影响,另外央行持续正回购也透露央行宽松有限,不过基于经济形势仍需政策提振,央行稳中偏松的基调有望延续,流动性趋势上仍偏宽松。而外生冲击仍然较大,5月央行口径新增外汇占款骤降99%。长期来看,中美经济企稳力度有所加强但中国复苏不如预期,但欧元区经济前景仍然偏软,中国经济项目料保持顺差但额度较弱;美加息时间不确定,中国流动性前景仍宽松,中外利差震荡且人民币近期升值迅猛,中国资本项目预计保持稳定略有转好。

综合以上因素,随着这些利空因素逐渐消退,央行货币政策宽松基调预计延续,国内流动性将保持趋势宽松格局。长期来看,流动性宽松氛围有望从供给端提振风险偏好。但短期由于受到家庭负债比率、信托产品刚性兑付、第二批IPO批文下发等不利影响,市场增量资金有限,难以令股票等风险资产大幅上扬。

国内经济基本面有所企稳回暖,有望从需求端拉动风险资产,但市场短期增量资金有限,预计将从供给端压制风险偏好。在二季度央行例会报告中,“经济金融结构呈现积极变化”和“将继续灵活运用多种货币政策工具”的表述将令市场预期在下半年政策继续支持实体经济背景下,有望令国内经济继续呈现复苏态势,而随着定向宽松等货币政策手段的实施,长期资金价格有望保持低位。因此短期内虽然风险偏好提振期指有限,但中长期有望破此困局。

(作者系浙商期货分析师)