

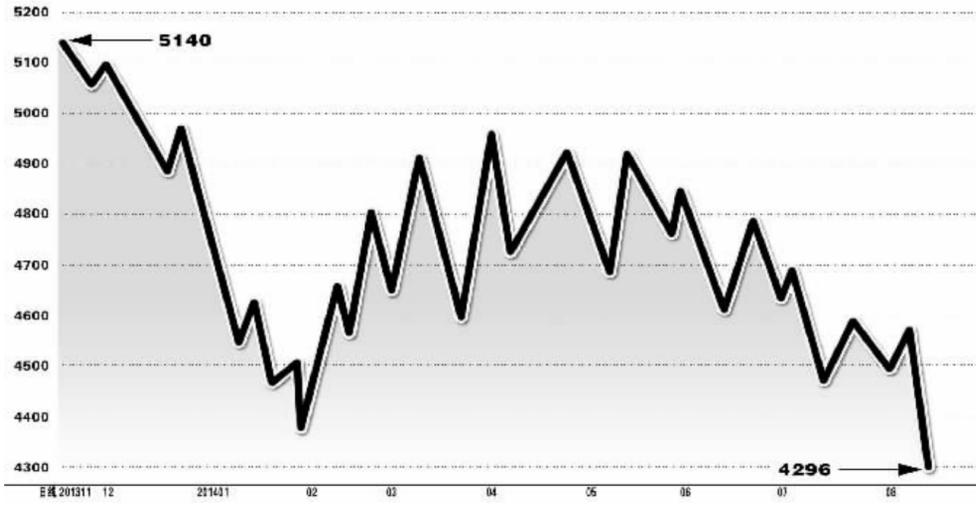
## 郑糖9月隔山打牛 1月期价将下跌

周小球

最近两个交易日,SR1409合约下跌176元/吨,SR1501合约仅下跌91元/吨,两合约之间的价差由150元/吨扩大至235元/吨。我们认为SR1501合约未来下跌的空间主要由SR1409合约决定,此轮下跌显然有隔山打牛之意。

SR1409合约短期存在超跌风险。我们认为SR1409合约已经较现货价格贴水,且贴水幅度过大,未来是否有进一步下跌的空间还有赖于现货价格能否跟跌。2014年1月至今,主产区现货价格一直在4500-4600元/吨的区间徘徊,而最近的两个交易日,集团报价由4560元/吨下调至4460元/吨,中间商仓库提货价下调80-100元/吨至4350元/吨,出现罕见的期现价格同步大幅下跌的情况,对市场信心打击很大。

现货价格下跌主要是因为2013/2014榨季国内食糖过剩量过大,市场担心未来的现货价格会因为个别企业抛盘而出现崩盘的可能。同时企业也担心一旦2014/2015榨季甘蔗收购价格下调,那么在新老糖同时供应市场的阶段,现货价格存在下跌空间。不过,我们认为现货价格继续下跌的速度会相对缓慢,下跌的空间会相对较小,短期近期期货价格下跌过快则存在超跌的风险。在供需严重过剩的背景下,现货价格下跌的空间主要由行业的信心决定,如果行业意识到即使降价也解决不了价格下跌问题,那采取抱团取暖的方式将尤为重要,而这



近日郑糖9月合约大幅下挫,拖累1月合约走低。

官兵/制图

需要行业多方面的力量去协调。

SR1501合约仍将继续下跌。由于SR1409合约即将进入交割月,其价格下跌至贴水状态也很难吸引买盘的注意,主要是市场担心短期现货价格可能会跟跌,目前期货交易所白糖注册仓单与有效预报合计为7.8万吨,多头显然无意去主动接货。同时高温也会使得白砂糖品质下降更快,等级贴水幅度有扩大的趋势,未来也许高等级糖有更好的价格,但是对于消费终端来说,二级糖也是可以使用的,因此

使得一级糖的吸引力降低。

而对于SR1501合约来说,期货价格仅比集团报价升水100元/吨,虽然2014/2015榨季可能存在甘蔗收购价格下调导致生产成本下降,可集团愿意以更低的价格销售现货。我们认为以440元/吨甘蔗价格计算的行业最低成本大致为4770元/吨;假如2014/2015榨季甘蔗收购价格直接下调至400元/吨,那么行业生产成本下降至4450元/吨,按照2013/2014榨季的经验,SR1501合约在外盘糖价的带动下下跌至4200-4300

元/吨的可能性很大。目前的期货价格已经与行业生产成本最低的企业相近,且存在6个月的时间价值,一旦价格下跌过快,则会对买盘形成吸引力。

整体而言,虽然SR1409合约短期存在超跌风险,但是未来现货价格跟跌的概率更大,因此仍难以吸引买盘的注意;对于SR1501合约而言,全球食糖减产不及预期以及成本下移仍是驱动价格继续下跌的动力,只是需要提防短期快速下跌带来的超跌反弹风险。

(作者系国泰君安期货分析师)

## 深圳市感恩在线投资管理有限公司总经理宁金山称

# 期货市场迎来机构化时代

证券时报记者 陆星兆

日前,在由清华大学深圳研究生院主办,上海期货交易所特别支持的《大宗商品投资机会展望及实战策略专场论坛》上,深圳市感恩在线投资管理有限公司总经理、清华大学深圳研究生院实战期货班专属讲师宁金山接受了证券时报记者的专访。

证券时报记者:作为最早进入期货行业的红马甲之一,你如何看待如今期货市场和二十年前的差异?

宁金山:在国内期货市场经历这么多年,我最大感受是,在行业之初,由于大家对期货的认识度不足,导致当时期货市场产生的价格对企业有一定的失真性,影响可能相对负面,但现在已经发生了根本性的改变,期货市场朝着越来越有利实体经济的方向发展。比如说,现在市场参与群体中,企业占比已经比较高了,很多企业将期货作为管理风险的重要工具,或者是将期货价格作为指导企业经营生产的重要信号。另外

对于相关行业,期货价格也正逐渐成为行业定价的标准,这本身就是期货市场走向成熟的标志。可以说,尽管它在发展过程中还有这样那样的瑕疵,但总体方向还是正确的。

证券时报记者:目前以私募基金为主体的大批机构投资者进入期货市场,会带来怎样的影响?

宁金山:期货市场发展初期是以个人散户为主的结构,但近年来一个重要变化是,机构投资者群体的壮大。由于机构投资者相对专业,大多配备了齐全的投资分析、交易和风控体系,他们表现较散户成熟。而市场正因为有了大量机构的参与,情绪化交易的成分就会相应减小,市场波动性自然也会随之削弱,这样产生的价格信号才会更真实反映实体经济供需,对企业指导也更加有效。

另外,随着监管部门加强对私募基金的管理,作为市场参与主体的期货私募基金质量也会提高。比如我们感恩在线公司也获得中国基金业协会私募

基金管理资格的认定,我们就会要求自己在发产品时候,从产品设计、发行,再到投资、风控制度等各个环节,都会力求规范,并且公司在人力资源及硬件技术上都会进一步提高自身实力,做更长远的战略打算。

我们始终认为,一个行业只有阳光化、规范化,这个行业才能发展壮大。

证券时报记者:作为期货市场的常青树,你是如何看待期货风险控制问题的?

宁金山:常青树不敢说,只是活了下来。风险控制是期货交易永恒的主题,因为我们做投资、投机所获取的信息都是不够全面的,基于这些信息作出的分析判断也都是有缺陷的。风险控制可以避免我们犯致命性错误。但具体怎么做,则要各自的实际情况,比如现货商会针对自己的现货进行规避,投资机构也有投资机构的做法,这个没有统一的标准。

证券时报记者:如何看待证券和期货市场的关系?

宁金山:现在我还是坚持一直以来的观点,证券市场是资产管理市场,而期货市场是配套的风险管理市场,是一个工具而已,它并不是主流的市场。比如现在的股指期货是作为股票的一个对冲工具来用的,因为它太专业,又是风险配套市场,在市场沉淀的资金量上不可能超越股票。同样,商品期货资金容量也有天花板限制,像某些商品持仓量到一定程度就上不去了。

证券时报记者:请问你如何看待今年期货市场的走势?会有比较好的趋势性行情吗?

宁金山:在目前大的宏观环境下,价格波动进入一个相对窄幅的震荡区间,不会像前几年那样很容易走出波澜壮阔的行情。当行情不具备大的趋势,资金缺乏足够运作空间,策略上就会追求一些短期收益,或者通过对冲套利等方式来提高资金的利用效率,那么对于我们把握机会的能力就提出很高的要求。对机构来说,投资一定要做到精细化,要善于发现基本面和市场走势短暂的背离和偏差。

## 地缘局势紧张 金价开启反弹模式

黄李强

进入7月,美元指数开启了一波单边上涨的走势,对于黄金的价格形成了强劲的压制作用,但是目前美元指数已呈现上涨乏力的走势,而1280美元/盎司的价格对于黄金形成了强劲的支撑,我们认为黄金可能出现一波反弹。

美元上涨已呈强弩之末,黄金期货或将强势反弹。美元指数是美元对6种货币汇率的指数,其中欧元的权重占57.6%,日元的权重占13.6%。因此,我们主要讨论欧元和日元对于美元的影响。根据购买力平价理论来说,两国货币的汇率是由两国货币的实际购买力所决定的,而货币发行量在很大程度上决定了该国货币购买力。

上半年,欧元区的M2同比增速维持在2.5%附近,日本则在4%左右,但是美国只有0.06%-0.07%,这说明美联储向市场投放美元的速度相对欧

元和日元来说是放缓的。由于美国经济开始稳健复苏,因此美联储在今年1月份开始削减货币量化宽松政策(QE),将每月850亿的购债规模削减至750亿,而从7月份公布的经济数据来看,美国的经济复苏再次得到确认,因此市场普遍预期美国削减QE的进程可能会加快。反之,欧洲央行相关官员多次在公开场合称欧元区有陷入通货紧缩的风险。2013年10月以来,欧元区的CPI同比增速没有超过1%,2014年7月份只有0.4%,并且不排除推出货币量化宽松的可能性。

而日本方面,安倍奉行的经济政策中,宽松的货币政策是一个重要组成部分。受此影响美元指数7月份开始了一波强劲的上扬,压制了黄金的价格。但是近期欧洲央行行长德拉吉称短期内欧元区下调利率的可能性不大,而美国方面,虽然市场预期由于美国的经济开始好转,将会加息,但是短期内美联储加息迟迟没有兑现。由于

利率差的影响,美元指数继续走强的空间相对有限,而摆脱了强势美元的压制,黄金价格有望走出一波反弹行情。

中东局势仍然危如累卵,避险需求支撑黄金价格。中东地区一直是全球最动荡的地区,也一直是风险资产炒作的最好题材。近期中东局势动荡,而乌克兰局势由于MH17被击落,再一次恶化。后期来看,全球局势仍然难以稳定。首先,前期伊拉克极端宗教组织ISIS为了实现他们构建一个统一的穆斯林帝国的“宏伟的目标”,开始对伊拉克多座城市进行了进攻,甚至一度攻入伊拉克首都巴格达附近。美国出于打击恐怖组织和维护自身在中东利益的考虑,在8月8日对ISIS炮兵阵地进行了空袭,造成了全球风险资产的大幅上涨,但是,由于美国不想陷入另一场伊拉克战争,宣布只对ISIS组织进行空袭,而不派地面部队进入伊拉克,而伊拉克政府又没有能力对付ISIS武装,因此伊拉克局势短时间很难平息。其次,由于卡扎菲政府倒台,

利比亚国内没有一个强势的人物能够收拾利比亚支离破碎的局面,利比亚陷入全面的军阀混战。由于西方国家对利比亚采取了相对冷淡的态度,利比亚的局势仍然持续的动荡。最后,乌克兰国内战乱由于美俄两个大国的介入,国内不同地区意识形态的不同,在短时间很难解决,也将会长期复杂化发展下去。

总之,我们认为是由于西方的介入和各方利益错综复杂的原因,伊拉克、利比亚和乌克兰的局势在短时间内很难出现重大的改变。虽然风险市场对于地缘政治的利多已经有所反应,但是其对于贵金属的支撑作用仍然明显,贵金属的价格易涨难跌。

综上所述,美元呈现上涨乏力的格局,对于贵金属的压制作用已经开始衰竭。此外,美国对伊拉克进行空袭,利比亚和乌克兰局势持续动荡对于贵金属的价格形成了强劲的支撑。在以上两点的的作用下,黄金的价格或将开启一波反弹的走势。(作者系金石期货分析师)

## 库存持续下降 钢矿比价上升

吕尚华

根据中钢协最新数据,7月下旬会员企业日产量175.69万吨,环比中旬下降2.8%,与此同时,会员企业的库存量环比中旬下滑了72.4万吨至1408.4万吨。个人以为,下半年钢材和矿石的均价将出现上升,而钢矿比价上升是主基调。

贸易商及生产商的钢材库存皆处于低位。据统计,贸易商的库存自3月初开始连续23周出现下降,库存由3月初的2071万吨跌至上周末的1281万吨,跌幅为38%。与此同时,钢厂的库存也由2月的1661万吨左右下降至7月的1445万吨,跌幅为14%。中间品钢坯的库存也由2月份的126万吨左右跌至上周的34万吨左右,跌幅为73%。由此看来,上半年钢材产业链进行了严重的清库,钢材的库存产量比也跌至历史低位,较低的库存使得钢材的价格具备上涨弹性。

矿石进口量上升,钢企进一步备库的空间有限。根据最新数据,7月我国铁矿石进口量达8252万吨,同比增长13%,环比增幅达10.6%。环比进口量的大幅增加一部分是因为季节性因素,主要是因为5月到7月钢厂的盈利情况在持续改善。目前边际钢厂吨钢利润达200元/吨左右,钢厂有意愿有资金购买原材料。这个情况我们也可以从大数据上得到印证,6月份港口矿石库存是当月进口量的1.49倍左右,而7月份这一数据变为1.32倍。这证明钢厂把矿石拉到了厂内,钢厂的矿石库存是增加的,这个与我的钢铁网的调研数据一致,钢厂的矿石库存目前上升至30天左右。正常情况下,大型钢厂的矿石库存就维持在1-1.5个月。

因此,如果需求不出现大幅改善,钢厂进一步备库的空间有限。

外需强劲,内需有望改善,钢矿比价上升。8月份,我国钢材出口达806万吨,同比增幅达56.5%,是历史次高水平,较2014年5月历史最高仅低1万吨,7月全国粗钢净出口预计占产量比例近10%,其中含硼钢材至少贡献出口的45%左右。据说普钢中加入0.0008%的硼,可享受9%的退税,作为特钢出口。由此可以看出,在目前的政策及比价情况下,接下来几个月我国钢材的出口都将保持较高的增速。

从内需来看,下半年,我国的宏观经济有企稳迹象。最为明显的指标是7月份汇丰制造业经理指数(PMI)达51.7,创2013年1月以来新高。还有7月份的贸易顺差大幅改善,上升至473亿美元,达历史新高。从钢材市场来看,由于我国的钢材需求受房地产市场的影响较大,而地产需求有下行风险。但随着地方政府对限购政策的放开以及部分银行对首套房贷款利率的下浮都会支持部分刚需进入市场,我们看到6月份的房地产销售数据环比出现了明显改善。因此,短期来看我国房地产市场不会出现大幅下滑。与此同时,我们可以看到国务院发布相关通知在进一步加强棚户区改造进程以及铁路投资可能集中在下半年投放。

综上,从内需和外需整体来看,下半年钢材市场的需求将好于上半年,而钢材产业的库存经历了近5个月的清库后又处于低位,一旦需求恢复,价格有一定的上涨空间。而矿石市场由于供应(国产+进口)的大幅增加及钢厂的库存水平处于正常偏低,它的表现要弱于钢材。因此钢矿比价将处于上升趋势。(作者系中银国际分析师)

## 期权准备篇之“保证金与强行平仓”

国泰君安证券

### 保证金

期权是保证金交易,投资者在卖出期权开仓时需要缴纳一定数额的保证金。在期权交易中,期权的义务方可能会在市场出现不利行情下产生严重损失。为了尽可能地避免义务方违约,因而需先缴纳一笔保证金。在上交所期权全真模拟交易中,除备兑开仓以外的其他卖出开仓只能用现金充当保证金。备兑开仓时,通过锁定现货证券账户中相应数量的合约标的作为保证金;备兑开仓时,原锁定的合约标的也将解锁。期权保证金和期货保证金有何不同?

期货合约的买卖双方均需要缴纳一定数额的保证金。期权交易中,只有期权卖方需要缴纳保证金,以表明其具有相应的履约能力,买方由于仅持有权利,不承担义务,因此并不需要缴纳保证金。保证金如何计算?

假设50ETF的现价是1.478元,客户卖出一张行权价为1.3元的认购期权,则投资者最低需要缴纳初始保证金4137元,也就是说,投资者在卖出开仓前需先缴纳至少4137元的初始保证金。此后每日收盘后,根据最新的结算价还会计算维持保证金。

期权能使用客户保证金么?客户保证金是证券公司向客户收取的,收取比例不低于中国结算上海分公司对证券公司收取保证金的水平。保证金属于客户所有,证券公司的自营业务与经纪业务是分账核算的,严禁将客户保证金挪作他用。

### 强行平仓

投资者卖出期权,需要缴纳初

始保证金,随着标的资产价格波动,还需追加维持保证金,当投资者保证金不足又没有及时补足,则会面临强行平仓的风险。

哪些情形可能造成强行平仓?当出现某些特定情形时,中国结算有权采取强行平仓措施。比如,合约调整可能导致备兑开仓持仓标的不足,投资者在规定时间内如果没有补足标的证券,也没有对不足部分头寸进行自行平仓,可能面临强行平仓的风险。因此,当出现除权除息、配股、分红等情况时,投资者应密切关注账户中的保证金和锁定证券情况,做到心中有数,避免强行平仓的发生。

另外,当投资者保证金不足时,证券公司会发出追加保证金通知,如果投资者没有及时将保证金补足,证券公司可能对投资者的持仓实施部分或全部的强行平仓,直至留存的保证金符合规定的要求,弥补保证金的不足。

强行平仓的后果是什么?交易所或证券公司对于投资者持仓实施强行平仓,目的是及时防止风险的扩大和蔓延。在操作上,证券公司一般会先平市场上持仓量大的,近月流动性好的合约,强行平仓的价格通过市场交易形成,但是并不能保证以最优价强行平仓,可能给投资者带来损失。

此外,证券公司会根据投资者的资产状况、信用记录等条件对不同类型的客户设定多层次保证金收取标准。出现违约记录,收到预警通知但不配合处理,出现强行平仓记录等都会影响投资者的信用状况,进而影响客户的保证金水平。因此,提醒投资者要及时关注自己持仓及保证金状况,在收到预警通知时,及时补足保证金或标的证券或自行平仓,避免强行平仓风险。

