

## 宽松氛围延续 国债期货创上市新高

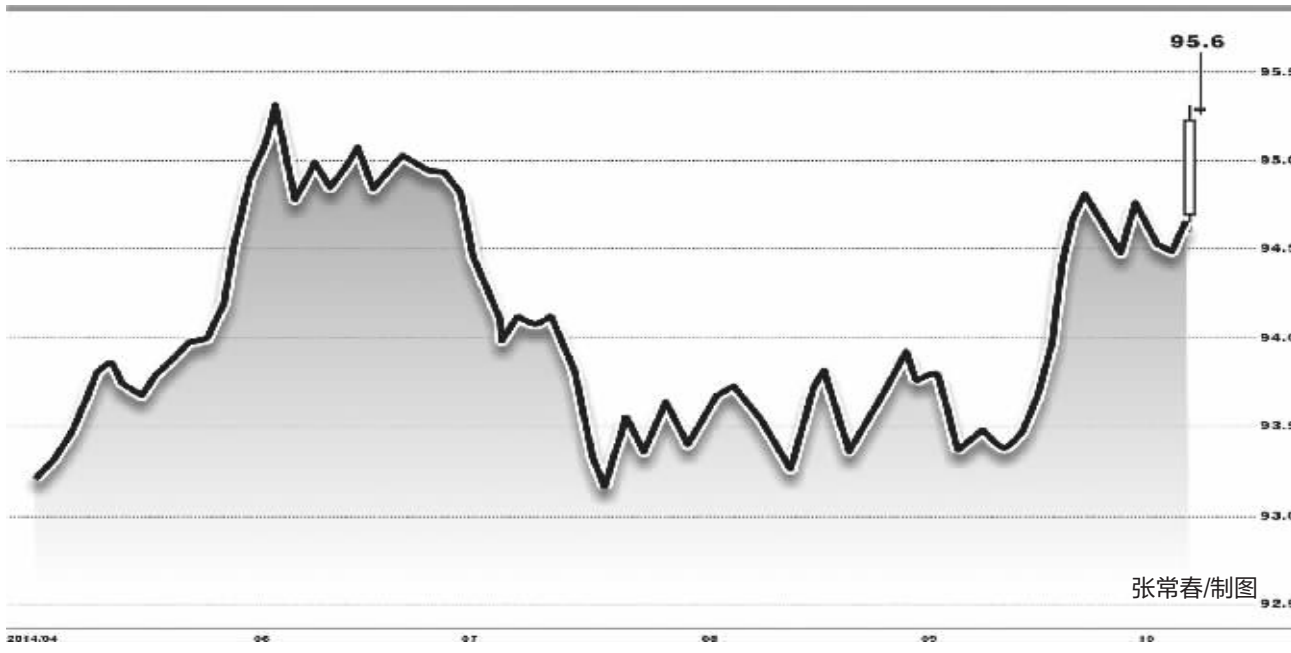
证券时报记者 沈宁

受周二央行下调正回购利率影响,近两日债券期货市场均出现大幅上涨,宽松氛围下,国债期货创出上市以来新高。分析人士认为,国债期货市场多头格局已经确立,中长期继续看好,但短期涨幅过大,或有调整需要。

周三,国债期货早盘冲高后回吐涨幅,主力TF1412合约收报95.29元,较前日上涨0.088元或0.09%,当日减仓78手至10459手,各合约成交总量4864手,成交量小幅回落仍高于历史平均水平。

消息面上,国家统计局最新公布的数据显示,9月国内消费者物价指数(CPI)同比增长1.7%,创2010年1月以来新低,生产者价格指数(PPI)同比下降1.8%,环比下降0.4%,同比数据连续第31个月负增长。一级市场上,财政部10年期续发国债中标收益率3.7773%,投标倍数2.10倍,中标收益率大幅低于预期,多头氛围已传导至一级市场。

国泰君安期货分析师伏威威表示,近期行情上涨的催化剂在于央行将公开市场操作正回购利率从3.5%下调到3.4%,幅度为在10基点,也是年内第三次下调,上次下调是在9月18日。目前资金利率对于国债整体收益率曲线的定位较为关键,正回购利率的下调相当于打开了资金利率下行的空间,将引导整体的国债收益率下行,体现央行采用价格调控手段再度引导利率下行之意,所以近两日市场



张春春/制图

整体的涨幅非常明显。

短期内由于行情上冲过猛,且周三收出高位长上影的十字星阳线,从技术上来看短期止盈的压力可能会比较大,行情可能会小幅回调。后期三季度经济数据将陆续公布,预计整体经济仍将弱势运行,行情仍存在博弈刺激政策出台的上涨空间,中期仍偏多思路操作。”他说。

周三资金面延续宽松,当日银行间回购利率全线下跌,FR001报2.5300%,跌9个基点;FR007报2.9900%,跌2个基点;FR014报3.2400%,跌15个基点。截至周三下午

4点,主要期限国债收益率继续全线下跌,1年、5年、7年和10年期国债收益率分别下跌15.5个基点、4.6个基点、6.3个基点和12.2个基点。

从经济数据上看,最新发布的CPI和PPI数据双降,通胀压力小于预期,经济仍有明显通缩迹象,未来货币政策宽松的预期增强。”上海中期分析师刘文博称,在他看来,国债期货上攻的主要动力仍然来源于央行下调正回购利率的操作。

央行公开市场周二进行200亿元人民币14天期正回购操作,中标利率3.4%,较前次调降10个基点。这是今年第三次调降正回购利率,央行有意压低货

币市场利率,从而可能进一步拉动整条利率曲线的下移,最终起到降低企业融资成本,刺激经济的效果。同时这也是央行即9月底宣布放松房贷政策以来,再度动用经济的微刺激政策,市场反应强烈。

期价创出新高后,在前期高点95.300元一线遭到阻力,收于长上影十字星形态,而对国债收益率水平接近去年钱荒前期水平,多头回补可能加大。”对于短期走势,刘文博看法较为谨慎。

中金所盘后持仓报告显示,昨日国债期货前20名多头期货公司席位合计增持多单268手至8468手,前20名空头席位减持空单59手至10114手。

## 国际油价下跌“一石三鸟”

程小勇

10月份,国际原油价格大幅下跌,其中纽约原油逼近80美元,创下了两年以来的最低纪录,而布伦特原油自6月以来累积下跌幅度超过26%。一个月以前,全球股市还一片繁荣;一个月之后,全球股市(除中国外)和国际原油一道转眼间哀鸿遍野。

笔者认为,国际原油价格下跌,除了供需基本面因素影响之外,还存在其他非市场因素。在2008年金融危机爆发后的第6个年头,除了美国经济复苏势头相对较好之外,其他经济体未见太大起色,欧洲反而有再次陷入衰退风险。在此之际,货币政策已运用到极致。因此,在降低融资成本无法奏效的情况下,降低能源成本成为欧美发达国家寻求经济复苏的又一选项。这时候,地缘政治危机频发,伊朗、俄罗斯被视为对手,于是西方国家和欧佩克在抢占原油市场份额的共同利益驱动下携手,油价大跌,起到“一石三鸟”效果:刺激经济复苏、打击俄罗斯以及缓解供应过剩压力。

### 经济复苏需低成本能源

从9月份开始,全球经济复苏的

情况就开始有不好的苗头。10月份,在美联储退出量化宽松这根压倒骆驼的最后一根稻草落下之际,全球市场遭遇大规模抛售,国际油价在需求担忧的驱动下不断下跌。

具体来看,国际货币基金组织下调了今年全球经济增长预期至3.3%,下调明年增长预期至3.8%。欧洲经济的发动机德国遭遇黑色8月,经济增长出现较大起色,消费税上调的影响至今未能消除,而日元的过度贬值已开始对家庭和企业造成伤害。中国经济在第三季度明显偏弱,房地产持续降温,信贷数据持续低迷,PMI连月下滑,经济增长速度可能从7.5%的目标放缓至7%。

### 过剩压力逐渐加大

供应方面,虽然中东大部分地区动荡不断,但欧佩克称上月的原油日产量增加了40.2万桶至3047万桶,升至2013年夏天以来的最高水平。尽管国际油价大幅下跌,但是欧佩克并没有减产挺价的行动,甚至竞相下调

销售价格。非欧佩克产量表现毫不逊色。美国能源资料协会预计,2014年,美国国内增产110万桶/天,2015年增产为96.3万桶/天。

需求方面,经济复苏缓慢,再加上中国经济结构调整带来的单位GDP耗能下降,全球原油需求正遭遇前所未有的下行压力。国际能源署(IEA)将2014年全球原油日需求预估较上月报告下修20万桶,将2015年全球原油日需求预估下修30万桶,当前预计为每日增长110万桶。EIA表示,美国原油进口萎缩的速度要远快于预估,而产量却攀升到了30年高位,中国经济成长以及原油需求在放缓,2015年全球原油将转向过剩。

### 非市场因素

当前,不少迹象表明,欧美发达经济体、欧佩克正联手做空原油,非市场因素可能是除供需关系以外的额外利空。此前有研究机构称,为了敦促伊朗限制核项目,促使俄罗斯改变对叙利亚的立场,美国和沙特将在亚洲和北美市场上以每桶50-60美元的低价抛售石油。

伊朗和俄罗斯都严重依赖原油出口,俄罗斯一半的财政收入来自原油和

天然气。如果油价真的跌至每桶60美元,俄罗斯经济将陷入极端困境。根据俄罗斯联邦储蓄银行的计算,如果原油价格维持在90美元/桶,2015年俄罗斯财政收入将因此减少1.2%。原油价格需要维持在104美元/桶,俄罗斯才能维持收支平衡。

### 成本支撑尚难以发力

在油价下跌的过程中,沙特表现出了明显的任由其下跌的意愿,这意味着当前油价尚未触及沙特的生产成本线。高盛估测布伦特原油85美元/桶是美国页岩油生产成本的底线,只要价格在实际成本曲线之上,页岩油就可盈利。而前白宫官员Bob McNally表示,即使油价跌到80美元/桶,也仅仅会导致沙特损失皮毛,约100-200亿美元。即使美国原油价格低于85美元/桶,美国页岩油公司也还是能够盈利的。

总之,在当前全球经济复苏陷入困境之际,国际油价下跌是相对正面的,能源成本下降是继续融资成本下降之后各国政府非常期盼的事情。而当前政治和地缘环境又使得国际油价成为国际社会博弈的工具,油价超预期大幅下跌就不难理解了。

(作者系宝城期货分析师)

## 塑料期货贴水过大 基差有修复机会

张灵军

受到油价大幅下挫影响,塑料价格上周下挫790元/吨,创下年内周跌幅之最。笔者发现上周下跌并未呈现期现同跌格局,且考虑到四季度基本面转好的可能性,在大幅下挫后目前期货大幅贴水现货,追空风险较大,后期或存在修复机会。

笔者认为,塑料四季度运行逻辑重点在于库存是否进入积累周期,对于塑料四季度供给的关键在于:四季度投产的新装置能否按计划投产;三季度投产的新装置能否顺利提高开工率以及能否顺利进入消费市场。对于需求的关键在于农膜企业进入消费旺季后续补力度有多大。

四季度可能投产的涉及3套装置分别为宁夏宝丰60万吨烯烃项目和蒲城清洁能源70万吨烯烃项目,前者具备投产的条件,后者则几乎没有投产的可能性;相比较预期投产新装置,在三季度已投产新装置对塑料产量冲击程度更为直接,其中延长中煤和中煤榆林装置若上游装置运行稳定预计增产的可能性较大。

对于塑料需求,从包装膜的情况来看,预计今年塑料薄膜消费将处于历史平均偏低位置运行,环比比例下调至9%;从农膜情况来看,考虑到棚膜两年一换的周期,2014年为棚膜集中更换的年份,实际农膜的需求量增长也将较2013年有明显增长。但从今年三季度的情况来看,有些旺季不旺的情况出现。笔者认为旺季可能有所延后。目前棚膜和地膜企业平均开工率基本保持在70%和60%水平,根据过去几年平均开工率水平来看仍有一定的提升空间,平均提升的幅度有望达到15%-20%左右。笔者认为四季度塑料供给增速将低于消费增速,四季

度出现去库存的可能性较高,尤其是四季度后期去库存的力度会加大,这使得四季度塑料具备良好的基本面基础。

短期来看,节后下跌的主要因素来自于原油价格大幅下挫和石化库存的高企。原油价格大幅下挫更多影响在于市场情绪层面,而乙烯价格并未出现大幅下挫,仍维持在1500美元/吨上方,实际传导并未出现,因此市场情绪宣泄后回归基本面的可能性较大。从石化库存来看,节前石化库存维持在83万吨左右,但节后库存上升较快,目前已超过100万吨水平。但笔者认为目前石化通过降价清库存的可能性不大,主要由于:1.今年石化异地库的建立使得石化企业对库存的耐力度增加;2.目前并非清库存较好机会。笔者认为石化更趋向于保价等待清库存良机,以价格反弹后清库效果更好。短期来看,在上周价格大幅下挫后,短期利空因素有所消化,因此塑料价格继续出现大幅下挫的可能性不大。

近期,另外一个支撑因素在于塑料期货相比现货贴水的幅度过大。目前,华北交割的煤化工货源主流报价在10200元/吨,石化企业报价更是在10600元~10700元/吨区间,期货贴水煤化工现货的幅度已超过400元/吨,贴水石化现货的幅度更是接近1000元/吨;无论贴水煤化工和石化现货的幅度均创下今年的高点。从过去三年期货贴水现货情况来看,贴水石化企业800元/吨以上的概率不到5%。因此,后期基差修复的可能性很大。

综上所述,在四季度基本面转好的背景下,笔者认为节后利空因素已有所消化,而深度贴水的格局使得塑料期货存在修复的动力,因基差修复带来的反弹或可期待。

(作者系中信期货分析师)

## 期权风险篇之行权交割风险

海通证券

行权交割风险,是指投资者自身无法在规定的时限内备齐足额的现金或现券,或者交易对手方未能履行约定的义务,导致未能行使约定权利而造成潜在经济损失的风险。

例如,投资者买入1张X股票的认购期权(合约乘数为1000),3个月后有行权10元/股买入1000股X股票。3个月后,如果X股票价格上涨到15元/股,那么投资者可以执行认购期权,即支付1000元现金,以10元/股买入1000股X股票,再以15元/股的价格卖出,从而获利5000元。但是如果投资者不能及时备足行权所需资金,那么将无法行使权利,也就损失了5000元的潜在行权收益。

从另外一个角度而言,如果3个月后,投资者的交易对手方,即认购期权的卖方,无法备足1000股股票交付给投资者,那么投资者也面临着交割违约的风险。

在股票期权交易中最后交易日,作为期权的权利方,在行权交割时需要注意哪些风险点呢?

第一,由于资金不足或股票余额不足而导致行权失败。如投资者持有一份行权价为1.5元的ETF认购期权(合约乘数为10000)至到期日,现ETF的价格为1.8元,投资者选择行权,那么就需要支出1.5万元以购买10000份该ETF。当投资者发出行权指令时,系统会自动冻结1.5万元的行权资金,如果客户账户资金不足1.5万,则将导致行权失败。同样地,如投资者持有一份行权价为1.8元的ETF认沽期权至到期日,该ETF的市场价格为1.5元,投资者选择行权,那么投资者需要拥有10000份ETF。如果账户

ETF数量不足,也将导致行权不成功。因此,有意行权的投资者必须提前做好准备好足够的钱或者券。

第二,即使实值期权的权利方行权成功,由于标的证券T+1日交割,T+2日可卖,认购期权的权利方还会面临标的证券价格波动的风险。沿用上面的例子,实值认购期权的权利方在T日成功行权后,在T+1日未将获得10000份ETF,如果T+1日ETF的收盘价格已经变为1.6元,那么投资者此时的实际可兑现利润已经由3000元减少为2000元。也就是说,若T+1日标的证券价格大幅下跌,则执行认购期权的权利方将可能产生一定的损失。因此,对实值期权行权后并不一定“赚钱”。在做出行权决定前,投资者还需仔细分析一下,如果认为到T+2日之间价格可能出现较大幅度的下跌,也可以选择不行权。

第三,错过行权日。目前上交所模拟交易的股票期权为欧式期权,行权日只有最后交易日一天,权利方如果不加留意,极有可能错过当天的行权操作。放弃一份有价值的“权利”,势必会对投资者带来一定的损失。因此,对于持有的实值期权权利方寸,投资者要么行权,要么平仓卖出,不要由于自己的疏忽而任其变为废纸一张。

除了前面几篇介绍的风险之外,期权投资还可能存在高溢价风险(即当出现股票期权价格大幅高于合理价值时,可能出现高溢价风险)、流动性风险(即在期权合约流动性不足或停牌时无法及时平仓,特别是深度实值/虚值的期权合约)等,投资者应当通过学习期权业务规则、签署期权交易风险揭示书、参与投资者教育活动等各种途径,全面了解和知悉从事期权投资的风险,谨慎做出投资决策。

## 沪胶步入多事之秋

彭程

进入10月,国际橡胶联盟(IR-Co)即发表声明称,泰国、印尼、马来西亚、越南及柬埔寨的橡胶贸易协会同意,敦促旗下会员单位以不低于当前水准的价位销售天然橡胶”。

IRCo选择在这个时点发表稳价声明,笔者认为,一方面原因在于今年以来,天然橡胶价格持续大幅下跌,导致作为原料供应国的东南亚国家难以承受价格继续下跌。以最大生产国——泰国为例,在2011年时,每公斤橡胶的国际交易价格维持在120泰铢,而现在国际胶价已下滑至每公斤42泰铢,使得泰国约600万亩农向政府不断施加稳价压力。另一方面,选择在这个时点发表声明,原因则在于从天然橡胶季节性生产规律来看,第三、

四季度是东南亚地区的生产旺季,两季度产量占全年产量的55%以上,若政府此时若不出面表态,随着新胶大批量上市,胶价难逃进一步急速下跌的命运。

就短期效果而言,泰国原料市场价格确实得到一定支撑:合艾市场USS上个月曾一度跌破46泰铢/公斤,目前已回升至47泰铢附近。从期货市场上来看,新加坡SICOM市场上不论是RSS3合约还是TSR20合约进入10月后都已触底回升;沪胶主力1501合约也由节前的12220元/吨爬升至12650元/吨。

但目前而言,各国政府也仅处于表态状态而无具体行动。笔者认为,2012年10月至2013年3月的价格联盟曾以失败告终,最后的结局是联盟的参与方表面上支持限制产量同时

限制出口来保价,但实质上均抓紧时机增加出口。因而再次达成实质合作的可能性非常小,挺价声明最终也只能落得“雷声大,雨点小”的结局。

而从最大天然橡胶需求国——中国来看,下游重卡行业进入季节性销量旺季。但根据第一商用车网信息,重卡行业9月份预计销量5.3万辆左右,尽管环比今年8月的4.8万辆上升10%,但同比下降17%,大幅低于市场预期。1-9月重卡市场累计销售各类车辆约58万辆,比去年同期56.7万辆只微幅增长了2.4%,相比1-8月4.9%的累计增幅,重卡市场的增长幅度继续逐月收窄。

从供需基本面上来看,仍处于熊市结构中。不过,需要提醒投资者防范的上涨风险除了东南亚国家是否会出台实质性的稳价政策外,还需关注复合胶国标制定中对含胶率标准的确定。今年8月,国

际标准化委员会发布了《复合橡胶通用技术规范》国家标准。该《规范》中最为引人关注的内容是对复合橡胶中生橡胶含量的规定,这也是此次制定国标中争议最大的问题。《规范》中规定,生橡胶含量不应大于88%(质量分数),这与中国橡胶工业协会2006年制定的《复合橡胶自律规范》规定的天然橡胶含量95%~99.5%相差甚远。由于目前通行的复合胶含胶量高,又享受零关税政策,使得下游轮胎企业对进口人民币复合胶需求量大。若《规范》中的含胶量最终得到确定,下游企业只有两种选择:修改轮胎配方或改为使用天然橡胶。前者短期内实现的可能性极小;而目前由于天然胶与复合胶价差收敛,甚至贴水复合胶,因而若复合胶新国标通过,对天然橡胶价格存在较大支撑作用。

(作者系光大期货分析师)



上交所期权  
投教专栏