风险聚集 期指将步期债后尘

程小勇

股市狂热的势头终于有所降温，期指涨幅在12月9日大幅回吐。笔者认为，四季度“股债双牛”受益于央行通过货币政策来调控银行间市场的流动性“堰塞湖”给金融市场带来了充裕流动性，催生了股市泡沫。

宽松政策并没有惠及实体经济，流动性短期可能遭遇微调，由此脱离公司盈利和实体经济的股市很大可能步入债市的后尘，面临大幅回撤的风险。

股市泡沫流动性造

从目前央行的调控措施来看，从定向宽松到降低正回购利率再到全面降息，标志着央行降息周期的开启。而随着时间的推移，逐渐从数量型工具向价格型工具转变的迹象明显。

然而，2014年下半年至今，实体经济的“融资难”和金融市场的“不差钱”形成了明显的反差，定向宽松的货币政策导致了流动性投放和实体经济融资需求之间的错配。资金投放的政策导向和实体经济融资需求之间出现错配，阻塞了资金从银行体系向实体经济的流动，形成了金融市场里的流动性“堰塞湖”。从实体经济融资情况来看，进入到下半年后，一方面来说，融资规模持续走低，而从实体融资利率——票据贴现来看，不良贷款利率持续走高，导致了银行的惜贷明显，票据贴现利率在上半年走低后，进入到下半年持续反弹，实体经济融资成本高企的问题并未得到有效缓解。

而与实体经济相反的是，金融市场资金面的大幅放松，不管市场银行间同业拆借利率，还是国债到期收益率都出现明显的下降。在流动性充斥金融市场之际，沪深两市的融资余额已经从今年6月末的4000亿元，上升到目前的逾9000亿。

金融市场流动性“堰塞湖”导致的结果就是短期迅速提供的流动性同样大幅推高了金融资产的价格，令金融资产价格的泡沫化风险同样上升。大量资金借助加杠杆的方式进入股市。

金融没有反哺实体

一方面，11月21日以来，央行宣布降息至今已两周，期间实体经济波澜不惊，但资本市场却是惊心动魄，股市大幅暴涨，利率先降后升。央行降息的核心原因在于经济持续下行、通缩风险加剧，这一局面目前尚无根本扭转。

2014年股市新增资金的重要来源是券商的融资，而券商加杠杆资金的主要来源是来自于发债，其次是银行理财定增提供的优先资金，以及沪港通等。从债市来看，银行理财是重要的资金来源，而这些资金与央行的定向放松密切相关。然而，这与央行降息的目的出现了背离，不排除央行出台相关政策纠偏的可能。

另一方面，无风险利率下行短期可能见底，从而带动股市和债市双双触顶回落。从目前我国的情况来看，目前贷款利率已完全放开，但仍然存在着公共部门和私有部门的二元格局，公共部门的信贷存在国家信用的隐性担保，一定程度上挤压了私有部门的需求。目前，存款利率尚未全面放开，但是存款保险制度已经在向社会征求意见，这意味着存款利率放开在即，到时候利率将出现一个先大幅上扬后回归市场主导的合理水平。

强化城投债监管敲警钟

12月8日，中国证券登记所发文《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，暂时不受理新增企业债券回购资格申请，已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库；同时规定债项评级达不到AAA级的企业债券不得新增入库，有新增入库的将强行出库。

目前，现在大量的理财基金看重城投债的高收益低风险配置很高，并通过企业债质押进行高杠杆加操作，如此极端地封杀企业债的质押回购资格，导致补仓压力提高。另外，利率债收益率和资金利率均有上行压力，债基去杠杆过程中对流动性需求加剧，资金利率有上行压力，流动性较好的利率债受此波及会被抛售。

总之，对比公司盈利改善情况和股指的涨幅，股市的上涨已脱离了基本面。而流动性堰塞湖带来的提振也可能遭遇政策方面的微调，债市已提前回调来应对，而股指将步债市的后尘。

（作者系宝城期货分析师）

郑商所夜盘12日开始交易

为进一步提高期货市场服务实体经济的能力，适应期货市场对外开放需要，提升我国期货价格的国际影响力，促进期货市场功能发挥，郑商所在深入调研分析市场和做好业务技术准备基础上，将在2014年12月12日开展夜盘交易。

对于开展夜盘交易的必要性，郑商所表示，便于投资者对冲交易风险。在当今世界经济一体化的背景下，我国对外开放逐步深入，国内外经济联系更加密切，大宗商品进出口贸易稳步增加，价格联动性进一步提高，并且成为长期趋势。开展期货夜盘交易，可以为投资者提供更为充裕的交易时段来对冲交易风险，适应世界经济一体化的发展趋势。

郑商所强调，从会员的角度来讲，在其运营成本基本不变的情况下，开展夜盘交易将增加客户的多元化投资渠道，提升会员公司服务能力。近年来随着我国期货市场的发展，越来越多的投资者利用期货市场进行资产配置和组合交易。长期来看，夜盘交易对投资者的交易模式和交易习惯都将带来重要影响，在资产配置中会对交易品种、交易思路等逐步进行调整。

（魏书光）

国储收储后沪胶重回基本面

彭程

本周一，沪胶主力1505合约高开后跌幅明显，下跌2.5%或315元/吨；周二，沪胶继续低开，盘中一度跌停，创出该合约2009年1月以来低点11875元/吨，离历史最低水平的8715元/吨又近了一步。除了沪胶单边下跌以外，RU1509合约较主力合约RU1505合约进一步贴水，由上周五的贴水310元/吨扩大到430元/吨。

沪胶短短两个交易日波动如此剧烈，主要源于上周五晚些时候，国储向海南农垦、云南农垦及中化国际下发了2014年度天然橡胶收储标书。此次国储预计收胶规模在12.85万吨左右，收储标的全为国产全乳胶，并要求是在2014年7月1日以后生产的全乳胶，交货日期为2015年6月30日前。由于国储收储落地，且交货日期在明年9月以前，因而沪胶周一利多兑现，价格回落。而远月RU1509也因缺乏收储支撑，较近月合约贴水幅度扩大。

近年来，国储对天然橡胶几乎年年收储，但鲜有听闻抛储。随着胶价自2011年步入熊市，国储收储变得越来越被动。若随行就市或者低于市价，参与交储的企业积极性会低，国储有流拍而无法完成预期收储数量的风险；而若高于市场价格，则将带动市价尤其是上海期货交易所天然橡胶价格短期大幅上涨，从而打开内外盘套利及期现套利窗口，增加天然橡胶的进口量以及上期所库存量。由于这部分进口缺乏下游需求支撑，因而最终必然会给国内价格带来下行压力，进一步刺激胶价下行，这样国储高价收储只会给自身带来逐渐沉重的财务成本，而无法在沪胶熊市中力挽狂澜，扭转供过于求的格局。

收储后市场重回基本面。未来的供应如何？泰国、印尼是最大的两个天然橡胶生产国，近两年，由于胶价不断下行，市场对其产量、出口数据关注度自然极高，因而它们不再向主产国协会提供本国的关键性数据。不过，笔者从协会的报告中得到前几年这些国家的天然橡胶新增种植面积以及翻种面积，进而可以对2015年以及2016年的主产国产量进行一个估算。

橡胶树一般定植后6-9年才能够开割。因此，6-9年前的新增种植面积以及翻种面积是当年橡胶产量的重要决定因素。从AN-PRC的全球新增种植面积可以看到，2006年开始，天然橡胶的高毛利推动越南、泰国北部、中国大幅度增加天然橡胶的种植面积。2006年至2008年，主产国新植橡胶面积一共有115.6万公顷；翻种面积有38万公顷。那么，2015年的边际增加量有多少？2009年，主产国新植橡胶面积为22万公顷，翻种面积为15万公顷，合计37万公顷，这个37万公顷即是明年的新增产能。若全部投产，预计产量增量为55万吨。

从下游需求来看，天然橡胶需求主要由中国、美国、欧洲、日本以及印度构成。其中，中国的需求占比最大。

不过，中国轮胎行业自2010年以来产能扩张迅速，而下游汽车制造（包含轿车、客车、载货以及其他）新增产能增速持平。轮胎行业未来面临产能过剩问题将越来越严峻。那么，轮胎行业如此多的产能是否会逐步释放并为胶价提供支撑呢？很遗憾，从实际轮胎产量来看，与快速增长的产能不同，我国轮胎产量保持在5%-10%之间的增速；且今年以来，累计同比增速一直持续慢下降的态势。

此外，以中国最大的对外出口地美国为例，尽管今年轮胎出口同比增速持续保持正增长，但受美“双反”影响，自7月份达到高位后，同比增速逐渐下降，11月的环比增速已转为负值。由此可见，天然橡胶产业链要走出熊市，路途仍遥远。

（作者系光大期货分析师）

钢厂限价托市 螺纹钢震荡调整

刘秋平

上周期螺震荡上行，从日线来看，目前走势偏离10日及20日均线较大，短期内有一定的回调压力；而从基本面来看，目前建筑钢材进入到淡季，钢厂库存开始上升，年末资金趋于紧张，现货面难以支持钢价大幅反弹。

中钢协数据显示，11月下旬重点钢企粗钢日产171.33万吨，旬环比增4.34%；重点企业库存1431.4万吨，旬环比减少14.5万吨。目前由于铁矿石价格的持续走弱，多数钢厂生产均有一定的利润空间，部分钢厂吨钢利润能保持在200-300元/吨，所以钢厂开工率依旧维持高位，几乎没有减产限产计划。由于11月华北地区产量受限，随后逐步释放，预计12月总体产量较11月会有一定幅度上升。而北方由于天气转冷需求基本停滞，北材南下资源陆续增加，预计12月南方市场供给压力会有明显加大。

西本新干线数据显示，上周沪市终端线螺每周采购量环比下跌11.69%，终端采购量连续三周下降，且环比有逐步扩大的趋势。由于上周我国多地寒潮来袭，对工地施工产生较大负面影响，进一步制约了市场需求。

截至12月5日，全国螺纹、线材、中板、热轧和冷轧五大品种库存总量975.44万吨，周环比降幅为0.72%，同比降幅为26.87%；全国主要城市螺纹钢库存为385.67万吨，周环比降幅为1.52%，同比降幅为25.99%；全国热轧库存总量为242.40万吨，周环比降幅为2.34%，同比降幅为35.86%。从上周的数据来看，社会库存降幅大幅收窄，其中华东、华南、华东市场库存都已经出现上升迹象，北货南下导致的供给矛盾转移效果开始体现。

上周唐山方坯价格小幅上涨，幅度为30元/吨。上周河北地区钢坯资源较少，对价格形成了一定程度的支撑，不过随后由于需求的乏力，钢坯上涨空间不大。上周铁矿石国产矿价格继续小幅下行，进口矿止跌企稳，小幅反弹。钢厂采购需求继续走弱，观望气氛依旧较浓。目前市场对于外矿减产预期强烈，连铁价格出现大幅反弹修复，但是现货价格跟涨有限，钢厂采购极为理智。

海关数据显示，11月我国出口钢材972万吨较上月增117万，进口钢材113万吨较上月增4万，进口铁矿6740万吨较上月减1199万吨。11月钢材出口再创新高，显示在冬季国内订单减弱的背景下，国内钢厂出口接单仍较为积极。但一线调研显示，12月由于国外钢价下滑、国外订单减弱，钢厂出口接单出现回落。而从铁矿石市场来看，一方面是铁矿石进口减少，另一方面11月钢厂集中减产，供给和需求同样疲弱，导致矿价始终难有明显起色。

上周国内钢价小幅下跌，各区域主导钢厂出厂价格也普遍以小幅下调为主。值得注意的是，河北地区河钢出台最新政策：自12月5日起，北京建材价格维稳政策，所有品种及规格均不低于2700元/吨销售，且本月结算亦不低于2700元/吨。本月北京建材投放量减少15万吨，敬业、新兴铸管、凌钢等其他钢厂减少北京地区建材投放量5万吨，以便维护北京区域价格。河钢限价政策一出，北京市场价格马上止跌反弹，但成交难以有效跟进。

上周由于河钢限价政策，北京钢价反弹至2650元/吨以上，折合过磅价格加天津库交割贴水130元/吨，与目前的1501合约价差还在200元/吨左右，使得1501价格维持震荡偏强格局。受此影响，在1月合约正式仓单未有效形成之前，主力合约1505螺纹或将维持震荡调整格局。

（作者系国泰君安期货分析师）

玉米淀粉期货本月19日挂牌

大商所昨日发布《关于玉米淀粉期货合约上市交易有关事项的通知》，确定自2014年12月19日（星期五）起上市交易玉米淀粉期货，通知同时对玉米淀粉期货合约上市交易有关事项进行了明确。

根据通知，玉米淀粉期货首批上市交易合约为CS1503、CS1505、CS1507、CS1509、CS1511；合约交易保证金暂定为合约价值的5%，涨跌停板幅度暂定为上一交易日结算价的4%，新合约上市首日涨跌停板幅度为挂盘基准价的8%；合约交易手续费为1.5元/手，当日同一合约先开仓后平仓手续费分别减半收取；每交易日结算后，交易所将公布玉米淀粉期货合约相关成交量和持仓量；玉米淀粉仓储及损耗费定为0.8元/吨·天。新合约的挂盘基准价由交易所于上市前一个交易日另行通知。

通知明确了玉米淀粉期货的指定质检机构和交割库：指定质检机构为中国检验认证集团检验有限公司和中国检验认证集团辽宁有限公司；指定交割仓库为营口港务集团有限公司，指定交割厂库为中粮生化能源（榆树）有限公司、中粮生化能源（公主岭）有限公司、山东寿光巨能金玉米开发有限公司、保龄宝生物股份有限公司、山东中谷淀粉糖有限公司、山东福洋生物科技有限公司。指定交割仓库（厂库）自玉米淀粉合约上市交易之日起使用。

通知同时要求各会员单位做好玉米淀粉期货上市的各项准备工作，注意风险防范，确保市场平稳运行。市场人士表示，玉米淀粉期货上市后，将和玉米品种形成玉米产业链品种体系，使玉米产业链品种从饲料领域进一步拓展到下游深加工领域，进一步拓宽期货市场服务玉米产业和实体经济的范围和深度。玉米淀粉期货上市后，大商所农产品数量将增至10个，全部期货品种数量将达到16个，我国商品期货品种数量将达44个。

（魏书光）