

期指大幅飙升4% 升水再破百点

证券时报记者 沈宁

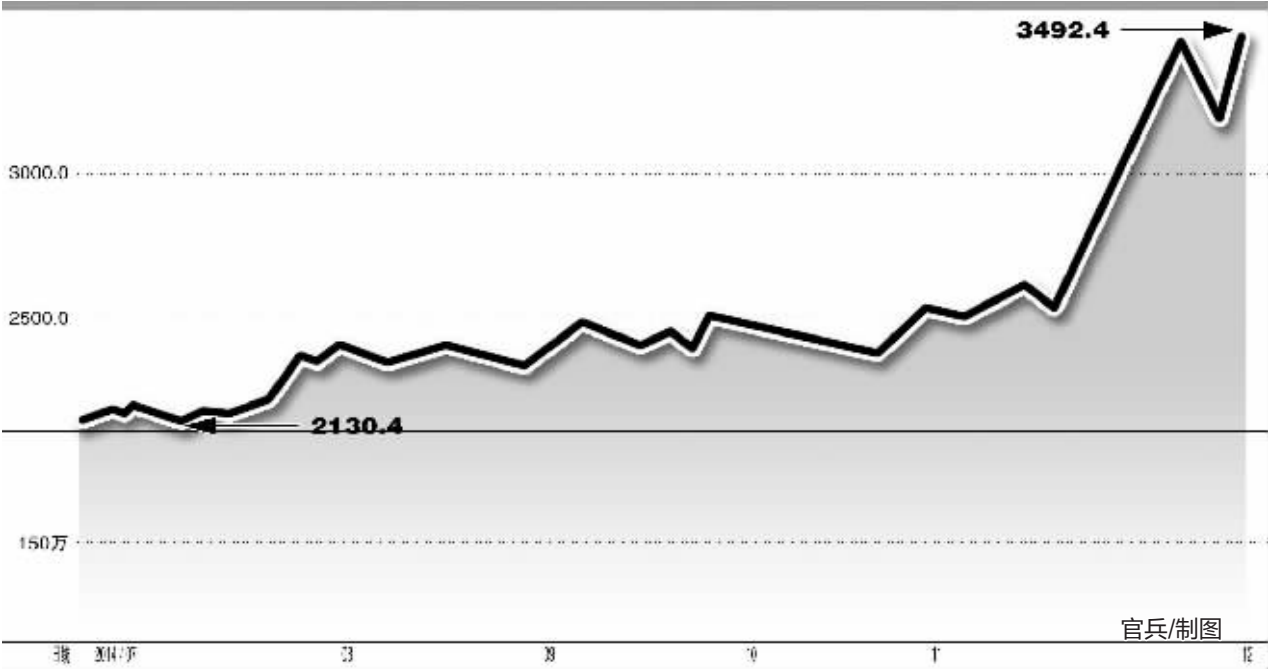
一度震荡整理的股指期货，近几日又走出连续逼空行情。周三，期指大幅飙升 4%，主力合约较现指升水达到 120 点。高升水表明市场对 1 月走势相对乐观，应重点关注期指在前高附近表现。

截至昨日收盘，期指主力 IF1501 合约大涨 121.2 点至 3480.6 点，涨幅为 3.61%，当日增仓 42993 手至 14.8 万手，成交明显放大。不过，期指市场总持仓下降 4069 手至 23.5 万手，连续第二日下滑。现货指数方面，沪深 300 指数收报 3360.6 点，上涨 57.2 点或 1.73%，期指升水再破百点。

中信期货研究所副总经理刘宾表示，期指盘中震荡加剧，但上涨趋势未变。导致这样走势的原因主要是：两融检查没有结束、打新资金需求再度推高市场利率、近期累积涨幅过大等因素导致一些投资者谨慎；但券商利好消息、传商业银行法修改待批，以及利率走高加大降准预期等消息继续成为做多动能；多空纠结影响下，市场震荡加剧在所难免。

消息面上，汇丰中国 12 月制造业采购经理指数（PMI）初值 49.5，预期 49.8，为 7 个月来首次低于 50 的枯荣线。12 月汇丰中国制造业 PMI 数据表明，年末经济的疲软，国内需求大幅放缓，或将促使政府在未来数月进一步宽松货币政策。

国泰君安期货分析师毛磊指出，受到券商风控指标新规即将出台传闻以及降息预期提升影响，券商及银行



板块王者归来。但由于上周二的巨幅调整阴影，市场单边牛市思维已被打破，市场对利空消息的耐受力显著下降。对于后市，在牛市信心尚未完全恢复前，伴随多空交织的消息面，指数的波动也不可避免。

不过整体上，我们认为投资者需抓住主要矛盾。当前市场的核心驱动因素仍然在改革，不管是对外开放扩大、管制放松，还是创新提升等手段，未来企业盈利模式有望得到重构，尤其对于传统国企来说，想象空间巨大。政策面整体对于股市将偏多，需注意出台节奏的把握，后期市

场有望继续走出震荡中重心逐步抬高的过程。”他认为。

中金所盘后持仓报告显示，昨日期指市场前 20 名多头期货公司席位合计增持多单 15767 手至 15.4 万手，前 20 名空头席位减持 6294 手至 17.7 万手。

从期指持仓看，虽然总持仓在最近两天的上涨中出现减仓略显对上行不利，但是减仓更多是以主力空头和散户多单离场为主导，周三多方主力更是大幅增仓 15767 手，多头信心仍较充足，而且从基差看，1501 合约基差高达 120 点，远大于理论成本，彰显市场对远期也维持乐观的情绪，因此，综合看，大盘继

续震荡向上的概率大。”刘宾说。

也有一些分析人士相对谨慎。宝城期货分析师何晔玮表示，临近年末，近期无正回购到期，央行也没有进行公开市场操作，短期资金面较为紧张，加上外围市场动荡，全球股市普跌，而唯独 A 股市场一枝独秀。近期国内公布的经济数据也并无起色，乐观情绪以及未来对央行加码释放流动性的预期是市场强势的主要原因。期现再次出现百点以上的价差，在宏观环境和市场环境背离，流动性又频繁出现不确定性的背景下，投资者应该好好把握这种低风险高收益的套利机会。

成本大降 塑料长期跌势难改

谢龙

受到原油持续回落的影响，塑料期货价格一路走低至 8000 元后出现反弹格局，近期出现报复性拉升行情。从影响价格中长期走势的主要驱动力来看，塑料价格下跌行情仍未结束。

本轮反弹部分原因是由于阶段性需求的好转。不过从后期的形势来看，我们认为阶段性补库的行情难以持续：一方面，目前下游开工已逐步下滑，进入到 1 月份之后，随着春节长假的来临，下游开工率继续走低，需求回落，企业备货量也将相应的回落；另一方面，年底之前企业资金面相对紧张，企业补库量基本上以维持正常生产运作即可，而囤货的概率则非常小。因此我们判断补库的行情不会持续太久。

从前期的形势来看，进入到交割前 1 月，01 合约仍维持 600 元/吨左右

的贴水，而主力合约曾达到过 1800 元/吨的贴水。仓单方面，由于贴水的影响，仓单数量始终保持在两位数的水平。相对 01 合约 10 多万手的持仓来说，可交割数量相当有限，这就促使了修复贴水行情的展开。近期在现货价格大幅走低、期货超跌反弹行情的发展下，01 合约基本修复贴水，盘中甚至已出现小幅升水的行情，主力合约的贴水收窄至 600 元/吨。从目前的形势来看，由于下游需求放缓，采购意愿有限，现货供应充足，现货价格继续走高的动力不足，对于期货行情的提振已相对有限。

由于全球原油需求放缓、供应持续增长导致原油过剩，在近两月内油价暴跌，从而对于整个石化产业链的价格形成明显拖累。从企业的生产成本本来，油价大幅走低虽然拖累塑料现货价格走低，但是成本也因此出现大

幅回落，对于企业利润并未有太大的影响。按照目前原油价格 60—65 美元/桶、石脑油报价在 520 美元/吨左右来估算，石化企业的塑料生产成本在 6000—6300 元/吨之间。在市场需求下滑、库存压力加大的情况下，塑料价格仍存在较大的降价空间。

从目前的开工形势来看，在集中检修结束之后，塑料四季度开工率有明显回升，整体开工率维持在 90% 左右。后期是否会因为价格的持续走低而出现开工下滑，我们认为无论是石油化工或者煤化工，主动降低负荷的意愿都不强烈，开工率大幅回落的可能性有限。从石化的形势来看，由于成本大幅下降，塑料价格走低对于行业利润率的影响不大，在利润的驱动之下，石化企业减产的意愿不大。相反，原油价格的大幅走低对于煤化工行业的冲击更为明显。从石油化工与煤化工

的成本构成来看，油化工的主要成本为原料成本，占比在 80% 左右，煤化工当中固定投资成本在 50%，财务费用、折旧在生产成本中占据较大的比例。油价的大幅下跌使得煤化工的成本优势不复存在。随着现货价格的进一步走低，煤化工的利润受到更大的挤压。然而，目前大多煤化工项目上线不到一年，尽管利润大幅萎缩，但是考虑到巨大的固定成本开支，为了保证现金流，企业会维持开工率，主动停工或者降负生产的可能性则较小。因此，供应宽松的格局不会发生改变。

综合来看，短期由于受到阶段补库存行情以及近月合约贴水修复的影响，塑料期货出现反弹行情，但是从中长期的格局来看，由于塑料生产成本大幅走低、市场供应充裕，中长期的下跌行情仍未结束。

（作者系国泰君安期货研究员）

下游需求回落 螺纹钢无法继续走强

刘秋平

近期螺纹钢期货震荡上行，而从基本面来看，随着需求淡季来临，钢材消费持续回落、钢厂库存重回升势，现货钢价呈现南北轮动下跌势态，难以对期钢反弹形成进一步支撑。

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 1.47%，终端采购量连续四周下降，显示需求淡季已经来临。而从国家统计局数据来看，固定资产投资尤其是房地产投资继续下滑，后期需求难言乐观。

中钢协数据显示，11 月下旬我国重点企业粗钢日均产量为 171.33 万吨，环比上涨 4.34%。由于目前钢厂盈利情况普遍较为理想，各厂均加大了投产和开工的力度，目前北方的钢材基本都运往南方进行销售，造成南方各地区供给压力较大，以价换量的策略较为普遍。

近期国内板材龙头企业宝钢、武钢相继出台 1 月份价格政策，宝钢对热轧平盘，冷轧下调 100—200 元/吨；武钢对热轧上调 20 元/吨，冷轧下调 30—100 元/吨，反映热轧板卷在主导钢厂检修及出口增多的情况下价格持续坚挺，冷轧板卷则在下游汽车、家电等行业需求减弱的情况下表现低迷。而各建筑钢材厂家在钢价持续阴跌的情况下，出厂价格基本以下调为主，其中山东地区部分钢厂出厂价格下调幅度超过 100 元/吨。

从钢材社会库存来看，截至 12 月 12 日，全国螺纹、线材、中板、热轧和冷轧五大品种库存总量 970.15

万吨，周环比降幅为 0.54%，同比降幅为 26.37%；全国主要城市螺纹钢库存为 383.81 万吨，周环比降幅为 0.48%，同比降幅为 25.02%。

近期国内原料价格稳中有跌，钢坯、铁矿石价格弱势走低，废钢、焦炭相对平稳。上周铁矿石国产矿价格继续小幅下行，进口矿稍强，截至 12 月 12 日，62%品位普氏铁矿石指数收在 69.5 美元/吨，周环比下跌 1.75 美元/吨。目前国内钢厂继续增加进口矿的采购，对于国产矿的采购继续减少，导致国产矿市场继续低迷，矿山有陆续关停的现象出现。

据海关总署最新数据显示，1—11 月我国累计出口钢材 8361 万吨，同比增长 46.79%。由此测算 2014 年钢材出口量有望超过 9000 万吨，全年我国粗钢净出口量同比将增加 3000 万吨，而全年粗钢产量同比预计只增加 1500 万吨左右，这也意味着钢材大量出口不仅消化了全部粗钢增量，还有力弥补了国内需求同比出现下降的缺口。不过业内人士对于明年钢材出口形势的担心，关于钢材出口退税将有所调整的消息也一直在市场上流传不断，并因此在一定程度上影响了明年 1 月份钢材出口的订单量。

螺纹钢主力合约连续三周收阳，市场看空情绪有所减弱，宏观面以及资金面趋于改善；但是从现货面来看，却依然面临着冬季需求减弱、供给和库存上升以及年末资金偏紧的压力，导致近近期现出现一定程度背离。短期来看，螺纹钢期货将继续在 2500—2600 元区间震荡，但继续走高动力已经不充分，后期或有跟随现货下跌的风险。

玉米淀粉期货合约交割制度设计说明

一、玉米淀粉期货交割制度设计原则

玉米淀粉期货相关交割制度包括交割方式、交割流程、交割细则和标准仓单管理办法以及指定交割仓库管理办法等，设计遵循以下三条原则：第一，贴近现货贸易习惯；第二，降低交割成本；第三，防范交易和交割风险。

二、交割方式

（一）玉米淀粉期货采用实物交割方式，沿用标准仓单制度和现有品种成熟交割系统。

玉米淀粉的交割标准明确，存储条件要求低，仓储成本适中，具备采用标准仓单制度的基础条件。此外，沿用现有品种成熟的交割系统，保障与玉米期货的兼容性。

（二）采用仓库交割与厂库交割并行的一次性交割制度

玉米淀粉多采用点对点贸易，中间贸易商少，采用厂库交割有利于降低期货交割成本；我国玉米淀粉行业集中度高，企业产量大、标准化程度高、质量稳定，易于组织交割，较适宜开展厂库交割；我国玉米淀粉物流流向清晰，目前已经形成一些仓储条件较好的物流节点，适宜开展仓库交割。

（三）实行期转现交割制度和滚动交割制度

玉米淀粉期货沿用大商所其他品种成熟的标准仓单及非标准仓单期转现交割制度。玉米淀粉沿用玉米等品种原有的滚动交割制度。

三、一次性交割流程

按照交割方式不同，玉米淀粉期货交割流程分为仓库交割流程和厂库交割流程。

（一）仓库交割流程

玉米淀粉仓库交割流程与其他品种类似。

1、交割预报。玉米淀粉期货的交割预报流程与我所大豆、玉米、豆粕等相同，预报定金为 10 元/吨。

2、入库前通知。玉米淀粉卖方货主应在发货前 3 个自然日，将车号、品种、数量、到货时间等通知指定交割仓库。

3、入库检重与检质。玉米淀粉入库时，交割仓库应对商品的重量及包装进行检查。玉米淀粉入库堆垛后，质检机构对入库商品进行质量检验。

4、仓单的生成与流通。质检机构完成入库玉米淀粉质量检验后，将检验证书正本提交货主、交易所和指定交割仓库。会员或客户凭指定交割仓库开具的《标准仓单注册申请表》到交易所办理标准仓单注册手续。已经完成注册的标准仓单，可以根据交易所相关规定采取实物交割、交易和转让等方式流通。

5、仓单注销与货物出库。玉米淀粉仓单注销流程及出库具体做法与其他品种类似。标准仓单有效期规定为 4 个月，所有的玉米淀粉标准仓单在每年的 3、7、11 月份最后一个交易日之前必须进行标准仓单注销。

（二）厂库交割流程

1、仓单的生成与流通。玉米淀粉厂库仓单的生成流程与其他设置厂库品种相同。已经完成注册的厂库仓单与仓库仓单一样，可以根据交易所相关规定采取实物交割、交易和转让等方式流通。

2、仓单的注销与货物出库。玉米淀粉标准仓单持有人注销标准仓单，交易所开具《提货通知单》。厂库不能按时或按照规定的发货能力发货，或者买方不能在规定的时间内提货的，需要向对方支付滞纳金。

3、厂库出库环节的质量争议。玉米淀粉出库时，厂库在货主的监督下进行抽样，经双方确认后将样品封存，将样品保留至发货日后的 30 个自然日，作为发生质量争议时的处理依据。同时，厂库和货主妥善保管商品发货和提货的单据，作为解决纠纷的依据。

四、期转现和滚动交割流程

玉米淀粉期货期转现和滚动交割参照大商所其他品种成熟制度，具体流程见《大连商品交易所交割细则》。

（玉米淀粉期货基础知识之四）

备兑期权开仓策略调整（六）

如果投资者对后市预期转为下跌或涨幅缩小，也有一种调整方式可供投资者选择，即向下转仓。

一、应用情形

向下转仓的具体应用场景是：在备兑开仓后、期权到期日前，由于标的证券价格下跌幅度超过原有预期，而且投资者也认为这种跌势将持续至期权到期日。在这种情况下，如果维持原有期权头寸不变，投资者将可能出现较大的亏损，因此投资者可以将原来卖出的认购期权进行平仓，重新卖出一个具有相同到期日、但具有更低行权价的认购期权。向下转仓同时降低了盈利能力和盈亏平衡点。

二、案例分析

下面，我们仍然通过案例来进一步分析这种调整的具体操作。

1.初始时的备兑开仓操作

王先生认为 SOETF 将会小幅上涨，但涨幅不会很大，因此他在 2 月 20 日对 SOETF 进行了备兑开仓，以 1.53 元/份的价格买入 10000 份 SOETF，并以 0.07 元/份的价格卖出 6 月到期、行权价为 1.6 元的认购期权。

2.市场和预期发生明显变化

过了一段时间，市场发生了一些

调整，到 4 月 3 日的时候，SOETF 的价格为 1.46 元。王先生有点懊恼，因为此时这一策略非但没有出现收益，而且已经接近亏损。经过进一步的分析，他认为后期 SOETF 不太可能反弹，价格可能会在 1.5 元左右徘徊。与此同时，6 月到期、行权价为 1.6 元的认购期权价格也出现下降，目前仅为 0.03 元/份，间接印证了王先生对 SOETF 走势的判断。

3.进行调整一下向下转仓

因此，王先生决定，以 0.03 元/份对行权价为 1.6 元的认购期权进行平仓，同时以 0.06 元/份的价格卖出行权价为 1.5 元的认购期权，完成了向下转仓的操作。

4.调整对盈亏平衡点及最大盈利的影响

调整之后，王先生的备兑开仓的盈亏平衡点以及最大盈利潜力发生了变化：

首先，盈亏平衡点降低。原有策略的盈亏平衡点是 1.46 元，即 SOETF 购买价格 1.53 元减去卖出的认购期权权利金 0.07 元；调整后的盈亏平衡点变为 1.43 元，即股票购买价格 1.53 元减去卖出认购期权的权利金 0.06 元再减去对原有卖出认购期权平仓的净

收益 0.04 元。

其次，股票或有行权的价格 未被指派行权时的股票卖出价，即行权价 降低。调整后变为 1.5 元。

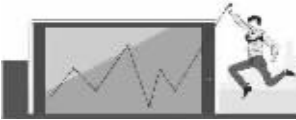
最后，最大盈利降低。原最大盈利可能是 0.14 元，即权利金收入 0.07 元加上 ETF 价差所得 0.07 元（即原行权价格 1.6 元—购买成本 1.53 元），也可以直接用原来的执行价格 1.6 元减去原盈亏平衡点 1.46 元。

调整后的备兑开仓最大盈利为 0.07 元，即新权利金收入 0.06 元加上 ETF 价差所得（-0.03）元（即新执行价格 1.5 元—股票购买成本 1.53 元）再加上对原有卖出认购期权平仓的净收益 0.04 元。

请注意，投资者对原有卖出的认购期权平仓时，出现了净收益，因此，在计算新的盈亏平衡点和最大盈利时，都要将这部分收益考虑在内。

同样的问题，当市场和预期发生下跌变化时，投资者是否应该转仓呢？

王先生向下转仓后，通过降低盈利潜力的方式降低了盈亏平衡点，相比原来的持仓，对 ETF 的保护能力增强，但



上交所期权投教专栏