

## 新品+交割结算创新 国债期货升级

中金所推出国债充抵期货保证金业务

证券时报记者 沈宁

昨日,中国金融期货交易所发布消息,就10年期国债期货合约规则向社会征求意见。另据了解,国债充抵期货保证金业务日前顺利试点,5年期国债期货交割门槛未来有望降低,在新品种及交割结算制度创新带动下,国债期货即将全面升级。

### 10年期国债期货来临

7日,中金所就《10年期国债期货合约》(征求意见稿)、《中国金融期货交易所10年期国债期货合约交易细则》(征求意见稿)、《中国金融期货交易所10年期国债期货合约交割细则》(征求意见稿)向社会公开征求意见。

根据相关文件,拟上市10年期国

债期货交易代码为“T”,合约标的为面值100万元人民币、票面利率为3%的名义长期国债;采取实物交割,可交割国债要求合约到期月份首日剩余期限为6.5-10.25年的记账式附息国债;最小变动价位为0.002元,每日价格最大波动限制为上一交易日结算价的±2%,最低交易保证金为合约价值的2%。

据了解,10年期国债期货相关方案已于2014年年底上报证监会,此次就合约规则公开征求意见也意味着该品种上市脚步临近。

5年期国债期货是中金所上市的首个利率期货品种,截至2014年底,5年期国债期货日均成交3899手,日均成交额达36.91亿元,日均持仓8049手,共有19340个客户参与交易,其中自然人客户18544个,法人客户796个。

### 交割结算制度不断创新

除新品种外,中金所对现有国债期货的交割结算制度也进行了多项创新,最值得关注的就是国债充抵期货保证金业务的推出。

为提升国债期货市场效率,中金所于2015年1月1日起在国债期货产品开展国债作为期货保证金业务试点。新年首个交易日,首批国债充抵国债期货保证金(即国债交易所质押)业务已经完成。

据了解,参与此次充抵保证金业务的是一位国泰君安期货的客户,200万元面额的7年期国债实际充抵金额158万元。

国泰君安期货结算交割部总经理齐旭介绍说,国债充抵保证金业务目前只是试点,不少期货公司还没有参与。质押比例按8折计算,可质押国债不仅限于

可交割券,财政部在我国境内发行的记账式国债都可以用来充抵。不过,与标准仓单质押业务不同,现阶段国债只能用于充抵国债期货保证金。费用方面,国债充抵国债期货保证金大约按年息0.1%收取手续费,明显较标准仓单质押业务低。

有业内人士指出,国债充抵保证金业务将直接促进国债期货期现套利投资者的参与热情(现货质押可免去期货保证金),如果后期放开质押资金的用途,可能会进一步推动股指期货流动性再上台阶。

另据相关人士透露,中金所计划大幅降低5年期国债期货交割门槛,并将改用卖方举手交割模式,预计7月前后实施。届时,5年期国债期货的最小交割数量将由现行的10手调整为1手;交割模式将由现行的双方举手交割调整为以意向申报优先,持仓日最久优先,相同持仓日按比例分配”为原则的卖方举手交割模式。

## 经济放缓 铜价不一定走熊

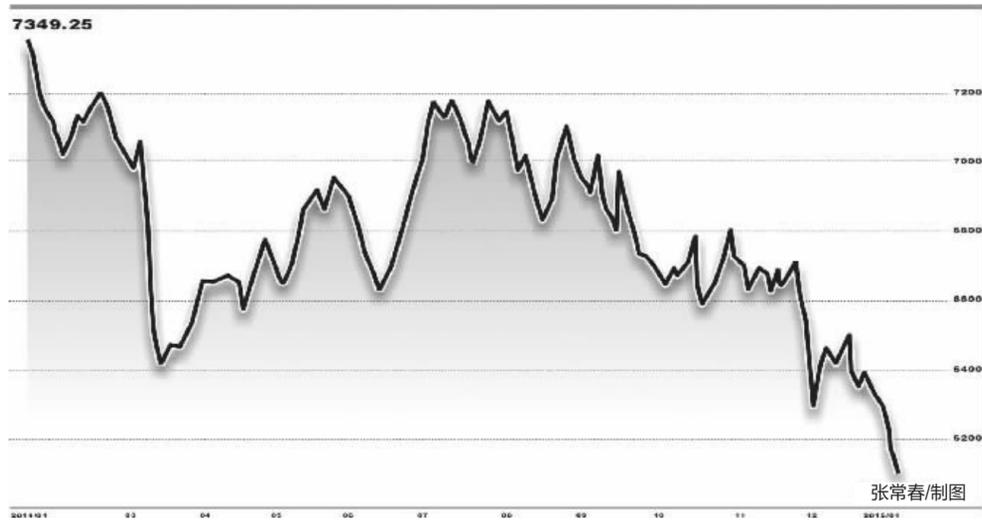
宋小浪

牛市看供给,熊市看需求。毫无疑问,铜价已经步入熊市的第五个年头了。虽然供应端仍有一些故事可讲,例如铜矿的罢工、产能的瓶颈、环保法的影响等,但是在全球宏观走势的作用下,精铜的需求已无可争议地成为市场关注的焦点。

我们可将目前宏观环境与1996年至2001年经济形势进行类比,国内的经济疲软、通缩压力、结构转型十分明显。此外,美元走强、原油大跌、新兴经济体危机,这些市场情况也极其类似,缺的或许只有亚洲金融风暴了。

我国的经济增长长期依靠投资和出口,但目前外需趋弱且高投资难以为继,中国将被迫进入改革转型阶段,这意味着大宗商品尤其是基本金属行业所依赖的基础正在发生变化。随着产业结构逐步调整,商品需求增速放缓的趋势难以避免,原有发展模式下的原材料基础行业随着重工业化时期高投资阶段结束而面临压力。

除了中国产业结构的调整,全球经济形势也不容乐观,当然除了美国。首先是美元趋势性走强,几乎导致了全部工业原材料价格下行。全球货币政策的不均衡将是未来几年推动美元指数上涨的主要因素,货币政策差异化源自全球区域经济增长的不均衡,而这种不均衡将会延续几年直到达成再平衡。其次是新兴市场金融风险,尤其国际原油价格、新兴市场股市、CRB金属指数均出现了大幅下跌,这也进一步促使了美元资本的回流及新兴国家货币的持续贬值。随着美元的不断



张常春/制图

升值,资本外逃和大宗商品市场下跌也形成了相互强化的循环,这对商品价格极其不利。

在这样的大环境下,精铜市场需要更加关注需求带来的支撑。从政策层面上讲,电力和铁路大投资的时代还没有结束。虽然在反腐的制约下行业表现一般,但作为民生工程和稳增长点,都储备了大量的项目,今年的反弹或许值得期待。从消费占比来看,电力几乎占据了半壁江山,电力行业的发展很大程度决定了中国精铜消费。去年两网的第六次招投标已经结束,从我们了解电缆企业的生产来看,两网订单充裕,而且对今年形势看好。

按照“十二五”规划的资金来看,今年还有13730亿元的投资额度尚未使用。

除了终端需求带来的消费,中国国家储备局一直充当最终购买人的角色,参与这个市场。目前的铜市场本来就处在一种紧平衡中,每年几十万吨的购买量足以扭曲这个市场本来的供需结构,而国储收购的时间和数量一直秘而不宣,那么这个市场只能在不精确的数据里猜测“合理的结论”了。

今年除了国储这个不确定因素外,全球较低的显性和隐性库存也奠定了市场的基调,至少今年上半年低库存将会在供给上形成约束。目前伦敦金属交易所(LME)库存出现了小幅的上升,但在

铜反向市场的价格结构下,持货带来的亏损并不能推动库存增加,所以交易所库存短期内趋势性增加的概率不大。而保税区仓库库存增加的动能一直都是来自赚取汇差和利差的融资需求,但从青岛港事件后,监管环境、汇差和利差走势都向着不利于融资的方向运行。

在全球宏观环境不断恶化的大背景下,美元持续走强及原油价格持续下跌,必然会带动基本金属继续走熊。但是金属中铜又存在自己的故事,国储的参与和扰乱了供需的原本结构,低库存对供应形成约束,所以铜价目前虽然偏弱,但下方还将面临成本支撑,跌幅相信不会太大。(作者系金瑞期货分析师)

## 临储玉米收购破冰 定市场乾坤

焦阳

2014年秋新玉米上市以后,市场高度关注临储收购动向,但政策发布却姗姗来迟。11月下旬,临储收购在产区各地悄然启动,但收购初期库存节奏明显偏慢。

元旦后,市场陆续传出临储收购进度最新统计数据,截至2014年12月30日,东北临储库存总量已高达1198万吨。近期临储收购节奏大幅加快让市场各方大跌眼镜,也使产区用粮企业猝不及防。受近期临储大量吸纳市场粮源影响,部分收购价格偏低,企业到货量大幅下降。近两日,吉林已有企业收购价格小幅上调。春节前一段时间或将是临储集中收购阶段,临储收购量稳定上升或为大概率事件。

结合目前临储收购及玉米现货市场基本面情况来看,笔者认为后期临储收购对市场行情的支撑及提振作用将陆续显现。而此前市场疲弱的景象可能随着临储收购量的不断增加而逐渐淡化,后期玉米现货价格继续下跌空间或已受限。

### 临储收购直接垫底东北

因临储收购在东北产区进行,对东北市场行情影响也最为直接、明显。前期因临储收购不积极,产区贸易商入市心态谨慎,市场购销热度一直不高,而价格持续走弱使持粮农户惜售观望心态上升,产区购销氛围清淡。

而今随着临储收购之门打开,农户卖粮活动将提速,市场供应压力将得到有效缓解。前期玉米价格走弱、企业备库谨慎的情况下,产区企业库存普遍不高。进入1月份以后,东北产区深加工企业春节前原料备库周期到来,收购需求随之释放。

### 临储或成华北涨价理由

今年新玉米上市以来,华北玉米价格快速跌至谷底,近期一直深处全国粮价洼地。华北玉米价格下跌,一方面受到市场整体环境低迷影响,另一方面也与东北临储收购迟迟未能发

力、东北产区行情不断走弱紧密相关。华北粮价一跌再跌,导致贸易主体避险意愿强烈,市场购销多以中小贸易商随收随走为主,鲜有备库存粮。而受价格低迷及下游需求不旺拖累,华北用粮企业普遍为玉米库存“瘦身”。

从东北临储收购数据来看,临储收购渐入佳境,后期持续大量吸纳东北粮源可能性较大,这在提振东北市场心态的同时,也会使华北市场参与主体重拾信心。尤其去年因东北临储收购导致东北粮市场供应能力大幅下降,华北玉米大量提前供应市场,使得华北玉米价格在入夏后创历史新高,华北市场主体更看重临储收购提振作用。而年底也是华北收购主体集中备库阶段,在东北临储提振信心、市场主体入市增多,当前华北粮价偏低情况下,后期华北粮价反弹预期上升。

### 销区市场难独善其身

由于前期产区玉米价格成本普遍偏低,尤其华北低价玉米源源不断供应销区市场,销区饲企采购环境宽松,加之规

避降价风险考虑,销区饲料企业原料库存普遍偏低,即便年底即将到来,目前销区饲企集中备货氛围仍未形成。临储收购牵一发而动全身,南方销区亦难独善其身,一旦东北临储收购对产区提振作用显现,抑或低价华北玉米借势反弹,则销区玉米价格也将随之步入上行通道。

综合以上分析,此番临储收购大幅提速对玉米现货市场提振效应显著,尤其将给前期持续疲软的产区心态注入新的动力。只要临储收购节奏能够保持当下水平,则后期临储库存规模及对市场的提振作用均将持续上升。因此,近期需重点关注东北临储收购量变化。

当然,虽然在政策主导行情的玉米现货市场临储收购有如指南针,临储收购对市场的提振作用无可替代,但我们并不能忽视其他市场因素可能带来的价格风险。如下游消费环境情况,进口玉米、大麦、高粱及国内小麦等相关品种替代的变化。尤其与后期进口配额发放紧密相关的临储玉米拍卖已在1月6日全面启动,且拍卖首日成交火爆,可见市场对后期进口低价外国玉米的积极性之高。(作者系中国玉米网分析师)

## 美元创九年新高 金价不跌反涨

证券时报记者 魏书光

新年伊始,美元指数连续走高,创下9年新高,逼近92点。且国际油价连续下跌,跌破50美元关口,创下5年来新低。相较于两者的极端,黄金价格却表现温和,甚至上涨至两周来高点,俨然再度成为避险天堂,而A股市场黄金类股票昨日一度触及涨停。

随着油价和美股的暴跌,全球资金疯狂涌入以美债为主的国债避险,导致全球国债收益率暴跌。6日,美国10年期国债收益率骤降至2%以下,最低触及1.889%,日本10年期国债收益率降至0.288%;欧元区方面,德国10年期国债收益率跌至0.443%,法国10年期国债收益率跌至0.720%。

美元、欧元和日元三大货币集团的10年期国债平均收益率跌至1%以下。这是前所未有的,即便在上个世纪30年代,美国和其他国家的国债收益率都要高于现有水平。”花旗全球外汇策略报告惊叹道。

就在美元持续上涨的同时,黄金价格也上涨到两周来的高点。与此同时,黄金交易所上市基金ETF持仓量也在上升。世界上最大的黄金ETF——SPDR基金持有量周一增加1.79吨,为两周来首次增加。

证金贵金属公司分析师艾亚文

认为,这主要受到多重避险因素共振的影响,希腊政治局势不稳,油价大幅下挫,全球股市普跌,导致市场避险情绪升温,人们奔向黄金是因为黄金是美元以外最后的避险天堂,这推动金价上扬。另一方面受到元旦节假日实物消费提振,需求预期拉动金价走高。

根据美国商品期货交易委员会(CFTC)数据显示,截至上周,黄金多头持仓三周来首次上升,且较去年11月中旬来的数字增长了1倍有余,空头持仓则在最近的七周中有六周下降。

这说明黄金市场投资者恐慌情绪已经大大改善。回顾2014年11月份,全球最大黄金ETF——SPDR黄金ETF一度总持有量降至727.15吨,创下六年新低。一个多月时间内,全球黄金ETF共计流出了约40吨黄金。

当时黄金市场的看空情绪浓重,且美元可能继续扩大涨幅的大背景下,国际投行分析师纷纷警告投资者现在千万别想着去接这个“落下的飞刀”,预计黄金的大溃败才刚刚开始。各大投行都进一步下调了未来金价的预期。

分析人士也提醒,尽管当前黄金价格没有继续走低,但是全球性的低通胀,仍将压缩黄金价格上涨空间,短期内不会有太大的避险对冲需求。

## 期权策略篇之保险策略(三)

保险策略是个人投资者使用非常广泛的策略,在实际应用中,投资者可能会遇到一些问题。

1. 保险策略对什么样的投资者具有吸引力?

这一策略可能对两类投资者而言更为需要。第一类投资者是不想卖出股票的长期持有者,他们可以运用认沽期权的保护来限制短期内可能下跌而导致的亏损。第二类投资者是在买入股票时举棋不定、生怕自己错买的投资者,他们往往希望有某种“保险”,以防看错个股的走向。

2. 简单地直接买入股票与保险策略孰优孰劣?

这个问题没有肯定的答案,这就好比我们是否要为自己的财产买一份保险一样,更多地取决于投资者自身的风险偏好程度和对市场判断的自信程度。如果投资者对自己买入的股票十分有信心,风险偏好程度较高,那么他完全可以不买认沽期权作保护;而对于风险承受能力较差的投资者,他们在买入股票或持有股票的同时,往往担心后市的下跌风险,此时采用保险策略将是一个不错的选择。

3. 保险策略具有止损的功能,那么与“止损订单”有何区别呢?

止损订单是被动的止损方式,是价格依赖的。它的优点在于没有止损成本,但缺点在于:若股价跳空止损价位后一直下跌,则投资者将无法及时止损,或者若股价触及止损价位后开始回升,则投资者将不得不以止损价位割抛手中的股票,反而失去回升反弹的收益。

保险策略是一种主动的止损方式,是时间依赖的。它的优点在于投资者通过预先支付权利金,锁定股票在到期日的卖出价位,从而在到期日前可“高枕无忧”;但缺点在于其止损功能具有时间限制,随着合约到期而失效,同时它是一种有成本的止损方式。

4. 从损益图看,保险策略和买入认沽期权类似,这两个策略是不是一回事呢?

答案是肯定的。损益图的相似只是告诉我们这两个策略的潜在盈亏是相似的,但从寸头的角度来看,这两个策略具有本质的不同。

认沽期权的建仓成本只有权利

金,而保险策略的建仓成本等于股票的购买价格加上认沽期权的权利金,相比之下,后者高出很多。

保险策略的建仓者实际持有股票,因此享有股票分红派息收益,而认沽期权的建仓者在到期前未持有股票,所以认沽期权的持有者无法得到股票分红收益。

5. 市场上有这么多种认沽期权合约,应该选择哪一个合约对股票作保护呢?

① 到期日的选择  
首先,这就像买保险的保险期,取决于投资者想要保护手中股票的时间段。

其次,通常而言,长期保险的保费一定会比短期保险的保费贵,因此远月的一般比近月的贵。

在实际操作过程中,比较常见的做法是:先买入近月的认沽期权,待合约到期时,再行判断是否要买入下一个月的认沽期权。这一操作的优点在于降低了保险的成本,灵活地根据标的股票的价格走势而作判断。

② 行权价的选择  
首先,深度虚值的认沽期权虽然成本很低,但它所提供的下跌保护范围很小。它更像是一份“灾难保险”,当股价仅为小幅下跌时,它提供了保护。

其次,深度实值的认沽期权虽然保护的覆盖范围很大,但它的权利金太高,严重限制了投资者的潜在盈利。这是一种过度保守的策略,其较高的权利金支出很大程度上抵消了股价的上涨收益。

因此,在实际操作中,投资者通常可以买入轻度虚值、平值或轻度实值的认沽期权。这样,投资者可以在保护股票下跌风险和保留股票上涨收益之间达到一种平衡。

保险策略是一种风险有限、潜在收益无限的保守型套保策略,适合于希望持有股票,但风险承受能力较弱的投资者。一方面防范了后市的下跌风险,另一方面又保留了股价的上涨收益。投资者在实际操作过程中,可根据自身对股价的判断和风险偏好,选择是否买入认沽期权作保护性对冲,以及如何合适地选择期权合约的行权价和到期日,逐步学会巧用认沽期权穿越牛熊。