阔别市场18载，国债期货“王者归来”无疑是国内衍生品市场的里程碑，也让金融业界充满了期待与憧憬。利率市场化改革的攻坚战役正如火如荼，国债期货这柄开山斧无疑生逢其时。本期邀请海通期货国债期货小组组长成艳丽和银河期货固定收益部总经理王华进行探讨。

# 国债期货不会分流商品市场资金

□本报记者 王超

海通期货 成艳丽　　银河期货 王华

本报记者 吕雷/摄

### 增添期货市场资金存量

**主持人：**国债期货今日正式登场，从国际市场经验来看，它对其他期货品种、股票市场和债券市场有何影响？

**成艳丽：**国债期货的推出对债券市场会起到一种促进作用。首先，有利于机构投资者建立更好的风险管理机制，从而促进机构投资者参与现券交易的积极性，促进二级市场的流动性；其次，有利于降低债券承销的风险和成本，促进债券承销商的积极性，从而促进我国债券市场一级市场的发展；最后，美国债券市场在国债期货市场逐步完善之后，不论是债券发行规模还是债券交易市场的流动性都得到了迅速发展。

国债期货是保证金交易，占用资金比较小，目前整个期货市场的保证金规模也只有2000多亿元，其中股指期货保证金为200-300亿元，而国债期货上市初期大型机构如银行、保险等暂时不能参与，根据我们跟客户交流得到的信息，可以参与的机构也会循序渐进的进入。所以国债期货上市不会对股市形成大的影响。当然不排除国债期货上市首日，股票会有一些市场情绪性反应，市场可能会因为有这种新品种推出对资金分流的担心呈现一种谨慎心态，但总的来说，国债期货上市并不会对股市形成实质性影响。

**王华：**国债期货主要反映的还是利率风险，利率水平当然是影响经济的各个方面，包括股票和商品市场。但它们更多的还是反映出债券市场自身的一些特点，利率风险并不是其主要影响因素。

**主持人：**国债期货会否分流商品期货市场的资金？

**成艳丽：**按照以前的经验，每一种新品种上市，不论是商品期货还是股指期货，都会给期货市场带来相当的增量，引领相关产业、行业资金进入，不会分流商品期货的资金，反而会增加期货市场的资金量。

**王华：**资金分流方面，一个是国债期货杠杆比率比较高，本身保证金占用并不多；另一个是初期国债期货交易量不一定会非常大，市场存在一个逐渐成熟的过程，上市之初不会对其他市场产生太大影响。

### 大蛋糕不一定平分

**主持人：**从期货行业角度来分析，国债期货对期货公司短期和中长期的影响是什么？将会促进行业如何变化？

**成艳丽：**首先，国债期货的推出将吸引大量的机构投资者进入到这个市场，有利于提升期货公司业务规模和盈利能力。2010年股指期货推出后，以券商、基金为主的机构投资者逐步运用股指期货进行避险和套利，期货市场投资者的层次明显提高。国债期货推出后，将会吸引银行、保险等大型金融机构入场，市场参与者的层次将明显提高。大型机构的参与，一方面其稳健的风格有助于减少市场无序波动，推动期货行业的有序发展，另一方面也会提升期货公司的业务规模和盈利能力。

其次，国债期货的推出也会促进期货公司资管业务和投资咨询业务的发展。期货公司的价值正在由过去的通道业务向增值服务业务转型，国债期货上市之后也会增加和促进期货公司在增值服务业方面的盈利能力。

国债期货上市无疑会加剧期货行业的分化。国外衍生品市场也是在金融衍生品的推出和发展之后得到了迅猛地发展。股指期货、国债期货以及未来其他金融衍生品将会带动期货行业实现爆发性地发展。蛋糕很大，但不一定会平分。

**王华：**国债期货相对其他期货品种最大的差别在于除了个人投资者以外，机构投资者将发挥比较重要的作用。如何服务好机构客户，相信对各大期货公司都是一个挑战，需要更多的人才储备、技术储备。

国债期货交易手续费很便宜，期货公司基本上是赚不到太多钱，但交易量大，尤其是机构投资者占主流的这种市场结构，如果不能够打开机构投资者的大门，期货公司在保证金规模方面就会被拉开差距。我想这对行业既是机遇，也是挑战。

### 交割方式是最大不同

**主持人：**与投资商品期货、股指期货相比，“玩”国债期货需要注意哪些特别之处？

**成艳丽：**国债期货和股指期货最大的不同之处在于交割方式的不同。股指期货采用现金交割，国债期货采用实物交割的方法。国债期货的卖方需要有可交割券才能进行交割，避免交割违约的风险；而国债期货的买方也要意识到如果进行交割拿到的将是现券，而不是像股指期货一样的现金，而且在交割的时候卖方有选择何种券进行交割的权利，买方只能被动接受卖方交割的要求，因此买方如果想进入交割环节，也要充分考虑是不是真的需要拿到现券。

另外，尽管国债期货采用一篮子可交割券交割的方式，但按照发达市场的经验，国债期货价格走势倾向于跟随最便宜可交割券，而不是一篮子债券或者某个债券指数，这点不同于股指期货走势跟随股指这样的特性，投资者也应该注意。

跟股指期货、商品期货相比，国债期货的保证金水平较低，只有3%，但国债现货市场比股市或者其他商品市场的波动都小，这也是国债期货不同于其他市场的一个地方。

**王华：**就个人投资者来说，国债期货相对比较复杂，需要计算的指标较多，个人投资者参与时推荐尽量先多深入了解。就机构投资者而言，毕竟不是现货市场，是期货市场，其属性、特点与大家熟悉的现货市场不一样。交易对手不再是来来回回就那么些人的小圈子，而是更广泛的交易者。参与者的思路也不再是那么的一致，会有各种以前在现货市场上可能没有想到的问题。

### 50万元开户门槛较合适

**主持人：**50万元的开户门槛，对广大国债期货参与者来说，高还是低？

**成艳丽：**50万元门槛应该合适。期货交易采取保证金制度，按照国债期货目前3%的保证金水平，国债期货具有30多倍的杠杆，高杠杆代表着高风险高收益，在趋势作对的时候盈利非常快，但在趋势相反的时候亏损也是以杠杆倍数亏损，风险较高。设立50万元的入市门槛，允许有一定风险承受能力的投资者入市还是有必要的。

同时50万的门槛也不会太高，从而把太多的具有交易经验和交易能力的投资者拒之门外，这样有利于提高投资者参与的积极性，促进市场的流动性。

**王华：**高低不好说，但是个好事，这个品种比较复杂，还是审慎参与。

**主持人：**国债期货仿真交易对即将开始正式交易有何经验启示？

**成艳丽：**国债期货仿真交易初期，期现套利机会比较多，这个可能跟仿真交易有一定的随意性有关；在国务院正式批准上市国债期货之后，我们发现这种套利机会在变少。所以说，如果有机构的模型是建立在仿真数据基础上的话，仿真市场和真正的市场可能还是有差异，建议在国债期货真正推出后谨慎验证。

**王华：**还是很成功的。出现了跨期套利等很多策略，其中部分可以用于实盘中来。目前期货报价较现货报价一般晚10秒以上，但以后随着市场的成熟，以及更多优秀的交易者加入，期货定价相信会越来越有效，以后也许能变成期货市场引领现货市场。

中证网 股事会 www.cs.com.cn

大商所套保交易手续费减半收取

## 同时下调部分品种合约手续费标准

□本报记者 王超

为进一步降低市场参与成本，鼓励现货企业套期保值交易，更好地服务现货产业，大连商品交易所9月5日发出通知，从9月9日开始，减半收取各品种合约套期保值交易手续费，同时下调玉米、聚氯乙烯（PVC）合约交易手续费标准。

据大商所通知，自9月9日起，大商所各品种套期保值交易手续费减半收取。在具体操作上，交易所每日结算时仍先按照正常交易手续费标准收取套期保值交易手续费，然后于下月月初将套期保值手续费减收部分以减收手续费的形式转入会员结算准备金。为确保产业客户能享受到套期保值交易手续费优惠，交易所要求会员单位将交易所减收的手续费划入对应套保客户的结算准备金中。在玉米和PVC品种手续费收取标准调整方面，将自9月9日开市时起玉米和聚氯乙烯交易手续费标准分别由1.5元/手和2.5元/手下调为1.2元/手和2元/手。

据大商所相关负责人介绍，今年以来交易所加大对产业客户市场参与支持力度，通过上线新套期保值管理系统，支持套期保值业务电子化办理等系列措施，持续为企业套保交易提供便利，以此提升产业客户参与套期保值交易的积极性。同时，交易所也一直在研究如何降低套期保值交易成本费用，进一步鼓励套期保值交易开展，此次套保交易手续费减半收取举措即是在这一背景下制订的。

对于交易所降低玉米及PVC品种手续费标准，这位负责人说，近年来经多次下调各品种手续费收取标准后，目前大商所各品种中玉米和PVC两品种交易成本相对较高，为进一步降低市场成本，交易所决定调整两品种交易手续费标准。

市场研究人士分析，大商所此次对各品种套期保值交易手续费减半收取，将与今年来大商所对套保交易的系列鼓励举措一起形成合力，进一步降低现货企业套保交易成本，提升企业套保效果，由此也将更好地促进期货市场对现货产业的服务。

**易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）**

| 指数名称 | 开盘价 | 最高价 | 最低价 | 收盘价 | 涨跌 | 结算价 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 易盛农期指数 | 776.86 | 781.60 | 775.62 | 779.12 | 2.64 | 778.56 |
| 易盛农基指数 | 1442.54 | 1444.53 | 1441.23 | 1441.99 | 0.65 | 1442.77 |

■ 华泰长城期货看市

## 收储消息未定 沪胶难逾越二万一

□童长征

8月迄今，沪胶1401合约从18500元/吨附近腾飞，到目前20500元/吨位置，上涨达到2000元/吨以上，涨幅亦超过10%以上。

从时间上看，沪胶此轮上涨由三个交易日构成：分别是8月8日，8月22日和9月2日。而这三个时间恰好对应了三个重要数据的发布。8月8日公布的中国进口数据超出预期，掀起了沪胶的第一轮上涨大潮；8月22日公布的汇丰中国PMI初值大大超出预期，再度掀起另一轮上涨狂潮。而8月31日（周六）公布的中采PMI数据同样超出预期，再加上市场纷纷炒作国储收储的消息，沪胶再度掀起新一轮的上涨狂潮。从这三个节点上看，初步可以判定：此轮沪胶的上涨，与市场对于宏观经济转好的预期不无密切关系。

但从橡胶基本面上看，目前尚不能确认此轮上涨具有可持续性。我们对于后市仍抱并不乐观的态度。主要理由有：

首先，重卡销量将转牛为熊。2013年7月1日，国内有38个城市完成了国三到国四标准的转换，尽管还有相当部分城市的柴油车标准升级要推迟到2014年1-6月完成，但7月1日之前的提前采购已经释放了大部分的购买需求，可以预计三季度的重卡销量将不出意外，与上半年相比会有大幅下降。7月销售数据只有4.8万辆，表明提前采购引发的销量上涨已经终止，未来数月内可能终难有乐观期望。

其次，提防政府债务危机仍然悬于头上。7月28日，审计署发布消息显示，审计署将组织全国审计机关对政府性债务进行审计。8月1日全面展开，这是审计署对地方债务的第二次全面摸底。

地方政府债务问题的影响并不仅仅在于危机是否爆发上，而在于目前的债务水平是否能够支持政府进一步举债以拉动经济增长。地方政府债务水平的高企意味着投资活动难以加速。而投资活动一旦放缓，则意味着重卡等汽车的轮胎消耗量要下降，需求会降低。

再次，从今年李总理的数度讲话当中可以认识到，稳增长固然是一项必要的政治任务，但调整经济结构亦是保证经济可持续增长的重要前提。我们认为在7.5%的经济增长目标能够初步实现的前提下，政府难以继续出台更加有力的刺激政策。

最后，最为重要的还是面临9月的这场大考，美联储是否会在9月宣布减少资产购买。QE3的推出在拉升胶价上涨中发挥了重要的作用，而QE3的退出一旦发生，其造成的反作用力亦不难想像。

收储消息目前是橡胶市场当中最大的不确定性因素。目前市场上关于收储的消息纷传。我们的初步结论是，如果收储成功兑现，那么沪胶将可能逾越21000元/吨的关键阻力，上升至22500-23000元/吨区域。而如果收储最后未能有结果，则此轮反弹将可能画上句号。国储对橡胶的收储，与其他为稳定价格而进行收储不同，而是为了建立战略储备。因此最后收储在大概率上是会完成的，只是为了在价格上，在数量上，可能与我们的预期会有所偏差。预计在收储消息落定之后，沪胶将可能画上反弹的最后句号。

华泰长城期货有限公司
HUATAI GREAT WALL FUTURES CO., LTD.
做最具责任感的风险管理顾问
热烈庆祝国债期货上市
全国热线：4006280888
公司网址：www.htgwf.com

TPME
天津贵金属交易所
Tianjin Precious Metals Exchange
创新进取 服务实体
电话：022-58678358
邮箱：tpme@tjpme.com

■ 品种扫描

### 沪铜 承压下行

沪铜小幅低开，盘中继续走低。主力1312合约以51780元/吨开盘，全天收盘于51670元/吨，较前一交易日下跌350元/吨。在美联储议息会议前夕，市场整体将维持谨慎态度。（程鑫）

### 棉花 维持弱势

郑棉期货继续下挫，主力1401合约收盘报19655元/吨，较前一个交易日结算价大幅下跌45元/吨，跌幅0.23%，持仓量6.0190万手，减少269手。在2013年度皮棉临时收储细则尚未公布的情况下，棉花价格面临的下行压力依旧较大。（程鑫）

### PTA 低开回升

郑州PTA1401合约开盘报7932元/吨，收盘报7958元/吨，较上一交易日下跌36元/吨，跌幅为0.45%。成交量缩减至27.41万手左右，持仓量减少7694手至45.01万手。暂以7900元-8050元区间震荡对待。（白亚洁）

### 塑料 增仓上行

塑料主力1401合约低开开盘，日内呈现低开高走的局面，最终报收于10970元/吨，较上个交易日结算价上涨140元/吨，成交量为949154手，持仓量大增107226手至443800手。可延续逢低介入思路。（李丹丹）

### 玻璃 减仓回落

昨日郑州玻璃1401合约开盘报1363元/吨，收盘报1362元/吨，较上一交易日下跌11元/吨，跌幅为0.8%。成交量回落至76.32万手左右，持仓量减少3588手至85.7万手。建议短线交易。（白亚洁）

地缘局势力挺美元

## 金银反弹或告终结

□世元金行 高思远

近期金银反弹力度之强超出了市场最乐观的预期，黄金从最低点的1180美元/盎司一路上涨到1407美元/盎司，用时仅仅2个月涨幅就高达19.2%；而白银走势更为迅猛，8月初就以令人目瞪口呆的“八连阳”走势亮相，一骑绝尘直指前期高点24.84美元/盎司，不给空头留下任何余地，也不给那些踏空的多头任何回补的机会，短短1个月时间里涨幅竟高达21.43%。

常言说得好“盛极而衰”，近期金银走势让不少多头有些“高处不胜寒”的感觉，一旦出现风吹草动，多头一定会止盈离场。那个时候就意味着反弹已经结束，金银又将步入慢慢熊途。

很多分析师认为美国经济复苏很缓慢，QE政策不会轻易缩减或者退出，因此美元还将继续疲软一段时间，直到美国经济开始转好才会缩减或者退出QE政策，那个时候美元才会重回强势，但笔者认为并非如此。

近期美国经济数据表现并不好，证明美联储QE政策早已失效，不断的印钞只会让美国政府面临更大的财政压力，从奥巴马近期的表态中也能看出。他表示，如果国会不立即提高政府债务上限，美国财政将在10月中旬再次面临捉襟见肘的困境，届时将无法继续借款以支付账单。而提高债务上限的问题必然引起两党口水战，奥巴马一定会面临共和党对其乱花钱的指责，为此美联储迫于压力一定会对QE政策开始缩减规模，同时，在上次美联储会议纪要上就缩减QE政策，美联储内部已经基本达成共识，分歧仅仅在于时间而已。笔者预计在10月份会推出具体的缩减计划和步骤，11月份开始执行。

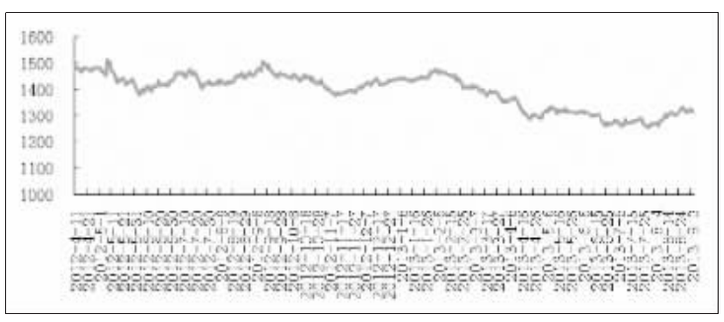
由于市场预期美联储即将缩减QE，这种预期已经引起远期利率上涨了100个基点，很明显这会使得那些利率敏感行业受到很大影响，比如房地产和汽车行业，从数据上来看7月新屋销售数据大幅跳水下降13.4个百分点，核心资本货物订单下降3.3%，同时住房市场数据正在从一致显示稳步增长变为涨跌互现：7月建筑商的调查数据触及周期新高，新屋开工的步伐在最近几个月内放缓，住房抵押贷款申请包括购房贷款和再融资贷款数量自五月以来都在下降。

如此差的数据反映出美国经济的低迷，很显然依靠美国自身的印钞途径已经无法解决经济放缓的问题，那么能够扭转这种局面的唯一途径就是依靠外部资本的力量，即走强势美元政策来吸引资本流向美国。而这正是美国一直强硬表示要对叙利亚动武的原因。

很显然，一旦开战的话，全球资本的避险情绪开始增加，作为货币而言，美元一定是最好的选择，那么当全球投资者又一次选择美元的时候，就是向美国经济注入活力的时候，大量的廉价资本涌向美国，必然会拉动美国就业市场和消费水平，使得美国经济尽快复苏，这也是尽管近期美国经济数据不好，但是美元指数还是没有创出新低的原因，表明全球投资者处于避险的考虑再次选择美元，同时强势美元政策也将大幅打压金银，加上近期前期涨幅巨大，多头获利丰厚，一旦开始调整的话，多头一定会获利了结，那么金银市场又将重回熊市。

**东证期货大宗商品期货价格系列指数一览（2013年9月5日）**

| | 收盘 | 较前一日涨跌 | 较前一日涨跌幅 |
|---|---|---|---|
| 综合指数 | 1311.63 | -2.96 | -0.23% |
| 金属分类指数 | 861.41 | -5.87 | -0.68% |
| 农产品分类指数 | 952.76 | -1.55 | -0.16% |
| 化工分类指数 | 651.78 | 3.97 | 0.61% |
| 有色金属分类指数 | 855.40 | -5.75 | -0.67% |
| 油脂分类指数 | 1127.30 | -0.72 | -0.06% |
| 豆类分类指数 | 1354.59 | -3.13 | -0.23% |
| 饲料分类指数 | 1468.70 | -8.34 | -0.56% |
| 软商品分类指数 | 1407.24 | -1.03 | -0.07% |




注：周四国内大宗商品期货市场多数品种小幅低开，整体市场仍然延续其弱势调整状态，其中，化工分类指数表现相对强势，而金属分类指数相对跌势较深。昨日上涨前三的品种有塑料、白糖和橡胶，涨幅分别为1.29%、0.52%和0.31%；今日下跌较深的品种有黄金、沪铜和沪锌，跌幅分别为1.48%、0.92%和0.84%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周三下跌0.23%，收报于1311.63点。

关于格林期货有限公司吸收合并大华期货有限公司客户移仓的联合公告

经中国证监会核准（《关于核准山西证券股份有限公司及金和发行股份购买资产、格林期货有限公司吸收合并大华期货有限公司的批复》（证监许可【2013】961号）），格林期货有限公司（以下简称“格林期货”）吸收合并大华期货有限公司（以下简称“大华期货”），格林期货依法承继大华期货的全部资产、负债、权利、义务、业务。合并期间，格林期货、大华期货及各营业部期货经纪业务照常进行。

经报中国证券会备案，并与上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所和中国期货保证金监控中心协商，为最大程度保护客户权益、防范风险，选定格林期货在上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所的会员号为存续公司的会员号。现决于2013年9月18日（移仓实施日）将原大华期货在上述交易所会员号下的客户持仓量全部转移至存续公司格林期货的会员号下。

本移仓公告将通过中国证券报指定媒体、《期货日报》、公司营业场所、交易系统、行情系统、网站以及中国期货保证金监控中心和短信平台等方式进行公告，请客户及时查阅。自本移仓公告之日而至移仓实施日，格林期货和大华期货接受客户对整体移仓的咨询，并协助客户办理相关手续。在此期间内，客户对整体移仓未提出异议的，均视为同意整体移仓。

移仓完成后，原大华期货客户登录中国期货保证金监控中心投资者查询服务系统的用户名及登陆密码保持不变。

本次移仓不影响客户的正常交易，除非市场因素造成必须向存续公司格林期货追加。

联系地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8层（邮编100032）
上海市浦东新区源深路1088号高新城大厦7楼（邮编200122）
联系人：杨璐 陈晓红
联系电话：010-66218688 021-38529787

格林期货有限公司
大华期货有限公司
二〇一三年九月六日

“期货投资家”论坛
明星期货资产管理人
讲述期货市场大资金的驾驭之道
探讨卓越资产管理人的时代机遇
海通期货 免费索票：021-61871688转6266
详情查看：pk.htfutures.com