资金面不必过虑

国债期货基差交易机会显现

□海通期货研究所 成艳丽

受资金面偏紧影响，上周国债期货走出连续下跌行情，但在周五有所缓解。从央行货币政策来看，央行暂停逆回购可能只是对于新增外汇占款回升以及信贷余额高速增长的一种主动对冲，并不代表央行货币政策的转向，资金面不必过于担忧。此外，上周五国债期货的收盘价相对于活跃CTD国债130020的基差为-0.34，国债期货上市以来基差的均值为-0.10左右，目前的基差处于国债期货上市以来的低点，是进行买入基差交易的较好时点。

从债券市场基本面来看，债市目前仍主要受资金面主导。上周，10月份的季节性财政存款上缴开始，再加上月末考核的压力，银行间市场资金面呈现紧张。而同时央行已连续一周多停止逆回购，也放大了市场对资金的担忧，银行间市场资金面在上周的下半周骤然紧张，隔夜回购加权平均利率上涨至4.55%，7天期回购加权平均利率上涨至5.06%，仅次于6月“钱荒”时的资金利率水平。在此影响下，银行间市场国债收益率一路上行，10年期国债收益率站上了4.2%的高点。但预计下周随着财政缴款、月末考核等因素逐渐消退，资金紧张状况在下半周将会得到缓解，资金利率或有所回落。从央行货币政策来看，央行暂停逆回购可能只是对于新增外汇占款回升以及信贷余额高速增长的一种主动对冲，并不代表央行货币政策的转向，资金面不必过于担忧。

上周资金面的骤紧也导致债市再一次出现超预期的调整，10年期国债收益率上升至5年的高点。但恐慌情绪往往导致市场出现超跌，不排除后市随着资金面有所缓和，债市收益率短期内或将企稳，甚至有小幅反弹。但是鉴于四季度一贯是债券市场的淡季，银行等机构配置需求有限，而供给压力不减，债市的弱势趋势难以得到根本性的扭转。

国债期货上周五的止跌并有小幅反弹，可能也反映了市场对后市资金面的乐观情绪。但此轮国债期、现货的双双调整中，国债期货调整幅度小于现券，国债期货市场的风险或许并没有完全释放，上周五国债期货相对于活跃CTD国债130020的IRR高达6%以上，远高于7天期回购利率和3个月shibor，也显示国债期货的价格相对于最便宜可交割券有所偏高，如果下周现券价格继续向下调整，国债期货仍有下跌空间。如果下周现券出现反弹，国债期货也有可能止跌企稳。

操作策略上建议择机进行买入基差交易，也就是买入现券的同时卖出国债期货，在未来基差如期增大时，可反向操作平仓获利，因为从基差来看，上周五国债期货的收盘价相对于活跃CTD国债130020的基差为-0.34，国债期货上市以来基差的均值为-0.10左右，目前的基差处于国债期货上市以来的低点，是进行买入基差交易的较好时点。在国债期、现货两端同时操作买入基差，也可以避免单方向做空国债期货而面临的后市资金面宽松、现券价格上升，期货价格也跟随上升的风险。

生意社：大宗商品将迎今年“第一场雪”

□本报记者 官平

据生意社价格监测，2013年10月第四周大宗商品市场跌多涨少，所跟踪58种大宗商品中仅有37.93%的品种上涨，48.28%的品种下跌，上涨品种集中在有色板块(共7种)和能源板块(共4种)，涨幅前3的商品分别为白银(2.91%)、镍(1.57%)、黄金(1.21%)；下跌品种集中在钢铁板块(共6种)和橡塑板块(共6种)，跌幅在5%以上的为橡塑板块。

生意社首席分析师刘心田认为，10月中旬大宗商品市场已连续2周跌多涨少，表现与上旬有较鲜明反差，“银十”已实质性夭折，主要原因是大宗商品的大周期决定了2013年即便有行情也难以持续，7、8、9月的走好已然预支了10月的“红利”，且终端需求亮点不足，在过剩产能和进口的供应压力下市场难有作为；传统旺季即将结束，做空气氛渐浓。

对于后市，刘心田认为，2013年的“第一场雪”已然迫近，2011年10月、11月，市场在短短两个月内商品平均跌幅近10%；2012年情况略好，市场从10月下旬到11月底商品平均跌幅接近2%。刘心田认为周期规律难以避免，大宗商品市场在10月下旬、11月迎来2013年“第一场雪”的概率非常大。

标准设计贴近现货 可供交割量充足

大商所详解鸡蛋期货合约质量标准

□本报记者 王朱莹

日前，大商所农业品事业部相关负责人在接受中国证券报记者采访时表示，大商所从现货市场实际情况出发，经过深入调研和充分论证，在现有行业相关标准的基础上，本着服务“三农”、保障食品安全的原则，设计了鸡蛋期货交割质量标准。经测算，我国符合交割质量标准的鸡蛋较为充足。

上述负责人介绍，我国鸡蛋年产约2300万吨，约合1800亿元，现货市场规模大，且运行稳定。在鸡蛋期货质量标准设计过程中，大商所遵循现货市场上鸡蛋贸易注重新鲜度的特点，将保障食品安全放在首位，对硌窝蛋、裂纹蛋等可能引起鸡蛋质量变化的情况进行严格规定。在保证食品安全和交割顺畅的基础上，尽可能地降低鸡蛋期货交易和交割成本，鼓励广大中小型蛋鸡养殖企业参与期货市场，切实服务“三农”。

据了解，鸡蛋期货质量指标体系主要包括三个组成部分，一是蛋壳感官指标，二是蛋重均一性要求，三是哈夫单位指标。鸡蛋出现蛋壳破损、流清、硌窝等情况后，蛋内成分与空气接触，容易滋生细菌，加速鸡蛋的腐败、变质。而已腐败、变质的鸡蛋如与其他完好的新鲜鸡蛋接触在一起时，新鲜鸡蛋也会受到影响加速变质。现货市场上，批发市场中的鸡蛋破蛋、脏蛋、坏蛋率约在10%以内，超市中鸡蛋的破蛋、脏蛋、坏蛋率较低。为了保证客观性，大商所将蛋壳感官指标尽量数量化，设定为“蛋壳不完整、硌窝、流清、裂纹长度大于2cm、不清洁面积超过总面积1/8的鸡蛋不超过样品总量的5%”。

鸡蛋的重量受蛋鸡的品种、年龄、体重和饲养条件等因素影响，存在差异，而在大宗现货贸易中，蛋重大小对鸡蛋价格的影响规律并不稳定。因此，在蛋重标准的设计过程中，参照国内外相关标准，按重量不同将鸡蛋分为五级，对蛋重均一性设置升贴水，当交割的鸡蛋重量在任意一个区间之内的比例不足80%时实行贴水，在各蛋重等级间不设置升贴水。根据现货中鸡蛋的分选成本，将贴水值设置为200元每500公斤。

在现货贸易中，鸡蛋的新鲜程度是一个重要指标。目前，检验鸡蛋新鲜度的指标主要有哈夫单位、气室高度和蛋黄指数。其中哈夫单位是根据蛋白的高度与蛋重之间的回归关系来计算出蛋白浓度，由蛋白的状况反映蛋的新鲜程度，是国际通用指标。哈夫单位的检测可通过专业仪器完成，简单便捷，成本低，时间短，已经被我国蛋品检验机构和生产企业普遍使用，且与气室高度和蛋黄指数的相关性较强。因此，鸡蛋期货采用哈夫指标来检验鸡蛋的新鲜度。哈夫指标不设升贴水，新鲜程度不够的鸡蛋不允许交割。从新鲜度检测数据看，生产日期在5天以内的鸡蛋哈夫单位基本都在72以上，满足入库要求，考虑到鸡蛋从出厂到销售约有1-2周时间，将出库鸡蛋定为哈夫单位不低于60，该标准与现货市场上的采购要求相符。

该负责人介绍，在鸡蛋期货交割质量标准设计过程中，大商所与农业部家禽品质监督检验测试中心、大连质检所等国内权威蛋品研究机构合作，对我国主要鸡蛋产区的3000个样品进行了相关指标监测，最终制定了鸡蛋期货的主要质量指标。行业专家和养殖企业普遍认为，该质量标准减少主观性表述的感官要求指标，检验成本低，时间短，具有很强的可操作性，特别是指标设置鼓励使用分选机对鸡蛋进行分级，对重量不均的交割商品实行贴水，有利于引导行业的技术进步，提高鸡蛋品质以及卫生安全，对促进行业平稳、规范化发展具有积极意义。

菜油走强欠利多

□宝城期货金融研究所 沈国成

在以棕榈油为主力军的本轮油脂反弹行情中，菜油市场表现不佳，庞大的进口冲击和天量库存令期现价格畏畏缩缩。由于基本面欠缺利多支撑，在进口主导成本定价趋势的大背景下，菜油价格前景依然黯淡。

进口冲击绵延不绝

由于秋季以来加拿大进口菜籽完税成本基本在4300-4500元/吨区间波动，较5200-5300元/吨的国产菜籽价格明显偏低，使得进口菜籽的压榨利润优势不断得到印证，生产商进口热度呈现升温之势，加重了国内菜籽和菜油供给压力的预期。

数据显示，今年1-9月份，国内油菜籽累计进口量为252万吨，远高于上年同期的199万吨，而预计10月份单月到港量将到达36万吨，按照38.5%的出油率计算，前10个月进口菜籽折油投放量额外增加110万吨左右，市场压力陡然增加。

其实，国际市场对2013/2014年度的全球油菜籽产量预估水平较高，如油世界相继调高了对加拿大、欧盟等地区的菜籽产量，暗示供需形势相对宽松，对国际价格回升仍然不利。目前，WCE油菜籽期价处于底部徘徊的结构，整体下跌通道保持完好，这对国内进口商而言较为有利，预计后期进口冲击将会绵延不绝，约束期价走高。而且，进口菜油成本较国内现货低500-600元/吨，直接进口菜油的数量也处于急剧攀升状态，对价格利空影响或将继续深化。

“外来和尚”或成趋势

近日，郑州商品交易所调整了菜油交割库，其中沿海菜油交割库数量明显增加，而内陆地区交割库相应减少，在交割环节上暗示进口菜油这一“外来和尚”将越来越好“念经”。

据JCI粗略估算，进口菜油(包括菜籽折油)在国内流通市场上的份额已在50%左右，使得期货盘面价格逐渐体现进口成本的联动性。本轮期价反弹并未推动现货走高，期现走势出现背离，国内四级菜油现货均价已跌至8550元/吨左右，而一些沿海地区大型油厂远期报价则低至7500元/吨，较进口成本甚至低300-400元/吨，前几年国内现货主导盘面的时代或已画上句号，取而代之的，将是内外市场联动增强、期价引导现货走势，从而使菜油高基差状态逐渐软化。

鉴于当前市场心态整体较为悲观，终端接盘力量不济、期货卖出套保盘较为踊跃，期现价格双杀行情不久可能上演。而一旦油脂板块反弹到位，市场对菜油的沽空力量将大于豆油和棕榈油，或令其成为领跌品种。

负面传闻不断 沪胶料延续弱势

□本报记者 官平

上周五(10月25日)，上海天然橡胶期货价格因泰胶进口隐忧而重挫，主力合约ru1401午后“跳水”至收盘跌3.4%，当周累积下跌幅度逾5%，并已经连续第二周下跌。业内人士指出，目前市场传闻较多，特别是收储消息迟迟未得到证实，又传来泰胶进口传闻，受市场不确定性因素干扰，预计沪胶后市还将延续弱势。

下破2万元/吨

今年以来，沪胶走势总体维持弱势，10月25日，主力ru1401合约报收每吨19405元，每吨下跌690元，再次跌破每吨20000元。年初至25日累计跌幅超过24%，在工业品期货中跌幅靠前。

今年三季度，橡胶价格出现了短暂的攀升，但好景不长，10月以来开始弱势震荡，至上周开始下挫。业内人士指出，一方面宏观经济数据不及预期，特别是美国劳工部就业数据令市场失望，使得市场对需求颇为悲观。美国劳工部24日公布，截至10月19日当周，首次申请失业救济人数下降了12,000人，经季节性因素调整后为350,000人。此外，10月份欧元区综合采购经理人指数(PMI)初值为51.5，低于前月终值52.2及市场预期的52.5。

另一方面橡胶下游汽车业需求不旺，往年的采购季节显现出谨慎氛围。据国际橡胶研究小组(IRSG)称，由于2006至2008年种植的胶树开始割胶，2014年全球天然橡胶产量将在2013年预计产量1170万吨的基础上有所增长，预计攀升4.5%。

相关机构监测数据显示，国内现货市场上，10月25日云南2013年国营全乳胶市场报价在每吨19600元左右，海南2012年国营全乳胶市场报价在每吨18000元至18100元，越南3L含17%税市场报价在每吨18000元左右，泰三烟片含17%税在每吨19900元左右，贸易商出货不多，下游按需采购。

负面传闻不断

此前市场一度传闻的国储仍未见动作，市场在对国储收储信心的担忧中，又迎来了有关会议研究落实泰胶进口的消息。10月24日，市场传闻称，发改委将召集部分青岛保税区仓库，中国橡胶工业协会、中化国际、几家大型轮胎企业赴北京参加会议。会议内容与天然橡胶进口有关，具体内容不详，有可能落实泰胶进口等相关事宜。

据了解，今年10月11日，国家领导人在泰国国会发表演讲时表示中方愿积极考虑从泰国增加进口橡胶。10月14日，泰国首相英拉宣布，已经与中国达成协议，今后中国将无限期地每年从泰国进口100万吨大米及20万吨的橡胶。

数据显示，2012年我国进口天胶(不含复合)217.7万吨，泰国占比55%为120.7万吨。中国9月天然橡胶进口量为18万吨，环比上月增加5.9%，同比减少14.3%。1至9月天然橡胶进口量为167万吨，同比增加5.5%。

不过，当前供需状况似乎有所好转，下游需求开始出现转旺苗头。中汽协统计显示，9月国内车市产销两旺，产销量均超过190万辆，为年内第三高月份。9月重卡超预期，同比涨45%。截至2013年10月11日这一周，山东地区轮胎企业全钢胎开工率为72.18%，较上周开工率跌6.72%，同比涨2.18%。

此外，目前来看，整体库存释放不少。截至10月15日，青岛保税区橡胶总库存较9月29日下降近1.2万吨至25.96万吨，延续下降趋势。其中，天然橡胶库存下降近9000吨，合成胶库存减少近3000吨，复合胶库存也是小幅下降。库存环比降幅连续三次保持在万吨以上。

但业内人士分析称，倘若天胶进口政策落实，国内天胶供应压力陡增，沪胶价格很明显会受到牵连。

大连商品交易所 DALIAN COMMODITY EXCHANGE

■ 鸡蛋现货知识介绍

中国鸡蛋产业链分析

中国鸡蛋产业链可以分为蛋鸡饲料生产、祖代蛋种鸡养殖、父母代蛋种鸡养殖、蛋鸡孵化、蛋鸡养殖、鸡蛋流通、蛋品加工等环节。每个环节由于各自竞争形势和在产业链中市场力量的强弱不同而有着不同的收益水平。

(一)企业分析

1. 企业数量构成

中国鸡蛋产业链由大约1.5万家饲料企业、150家祖代蛋种鸡场、2000余家父母代蛋种鸡场、2万家孵化场、45万个规模以上蛋鸡养殖场、30万家大中型流通终端和约1500余家初、深蛋品加工企业构成。

2. 企业规模构成

中国规模以上饲料企业约有1.3万多家，规模化程度约为93%；祖代蛋种鸡和父母代蛋种鸡场因为技术门槛较高，规模化程度分别在90%以上和80%以上；由于不少小型孵化场存在，估计孵化场规模化程度约为60%；蛋鸡养殖规模化程度为82%；鸡蛋初、深加工环节规模化程度同样较低，约为40%；中国小型集市、社区菜店、小型超市和小卖部数量众多，因此鸡肉流通环节的规模化程度不高，估计只有20%。

3. 企业产能构成

中国饲料生产环节产能约为2.3亿吨；目前祖代蛋种鸡环节产能过剩，约能生产父母代蛋种鸡约4,500万套；父母代蛋种鸡环节产能同样过剩，可年生产蛋雏鸡30亿只；家禽孵化环节产能过剩严重，年可孵化鸡苗约为170亿枚(含各种家禽)；中国蛋鸡养殖户众多，蛋鸡养殖能力伸缩性较强，估计约为30亿只；蛋品初、深加工产能同样过剩，约为1000万吨，产能利用率约为55%。

4. 各环节市场力量对比

中国鸡蛋产业链各环节中，饲料环节排名前10位饲料企业集团产量约占全国饲料总产量的比重为34.6%；祖代蛋种鸡环节前10名企业市场份额达到了87%左右；父母代蛋种鸡环节前10名企业种鸡养殖量约占全国养殖量的24%左右；蛋鸡养殖环节和蛋品加工环节前10家企业市场份额仅为不到2%。

从各环节前10家企业的市场力量来看，祖代蛋种鸡环节市场集中度最高，市场力量最强大，后进入者将很难向他们发起挑战；父母代蛋种鸡市场集中度和市场力量一般，仍具备整合机会；饲料环节大型饲料企业的市场布局已经基本完成，市场力量较强，并且蛋鸡配合饲料供需比较稳定，一些一体化蛋鸡企业有自己的配套饲料厂；蛋鸡养殖环节和蛋品加工环节市场集中度很低，市场力量较小，进入这一环节需要考虑避开已有的区域一体化企业存在的地区，或者与其合作。

(二)成本利润分析

1. 各环节成本构成

2011年中国蛋鸡产业链各环节成本中，蛋鸡养殖环节成本比例最高，约为95%；孵化场环节成本比例最低，大约为62%(没有计算人工成本)。产业链各环节平均成本比例约为80%。

2. 各环节利润构成

从2011年数据来看，中国鸡蛋产业链各环节毛利润率以孵化场环节最高，约为38%；蛋鸡养殖环节毛利润率最低，约为5%。各环节的平均毛利润率约为20%。孵化场利润高是因为2011年鸡苗价格总体较高所致。

3. 各环节风险收益对比

综合中国鸡蛋产业链各环节面临的风险，发现禽流感疫情会对中国鸡蛋产业链各环节产生巨大影响，其次是鸡蛋价格波动的风险也会波及产业链各环节，但影响不一。受价格波动风险影响最大的是蛋品加工和养殖环节，鸡蛋价格上升，蛋品加工企业收购成本上升。蛋鸡养殖环节利润最低，风险收益极不对称。在正常的鸡蛋供给条件下，蛋鸡散养户根本无法得到鸡蛋价格上涨的好处。但随着市场蛋鸡一体化养殖的发展，企业会给加盟农户保底利润，但其利润率仍然偏低。

饲料环节受原材料制约，收益也较低；鸡蛋流通利润总体平稳，抗风险能力较强；祖代蛋种鸡养殖很少亏损；父母代蛋种鸡养殖和孵化环节受鸡苗价格波动的影响，利润容易出现大起大落，但总体盈利情况不错。

信诚 人寿保险 聆听所至 信诚所在

信诚人寿保险有限公司
投资连结保险投资单位价格公告

账户类别	单位价格	账户设立日
优选全债投资账户(原债券投资账户)	15.18910	2001年5月15日
稳健配置投资账户(原增值投资账户)	16.80744	2001年5月15日
成长先锋投资账户(原基金投资账户)	25.73226	2001年9月18日
现金增利投资账户(原稳健增长投资账户)	11.97688	2005年3月25日
平衡增长投资账户	9.60397	2007年5月18日
策略成长投资账户	11.46835	2007年5月18日
积极成长投资账户	9.51671	2007年5月18日
打新立稳投资账户	9.99533	2010年6月25日
季季长红利投资账户	8.18099	2010年6月25日

本次公告(2013-192)仅反映投资账户截止2013年10月24日的投资单位价格，下一公告日为2013年10月29日。信诚人寿投资连结保险各账户价格为每日在《中国证券报》及公司网站公告，如遇节假日则顺延。详情请查询信诚人寿全国服务电话：4008-838-838或登陆公司网站：www.citic-prudential.com.cn。信诚人寿竭诚为您服务。

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	800.28	800.42	794.18	795.86	-7.31	796.94
易盛农基指数	1475.10	1476.55	1466.06	1466.80	-8.42	1466.09

铁煤焦钢“卖原材料买产成品”套利可行

□宝城期货金融研究所 程小勇

铁矿石上市，将煤焦钢一个完整产业链期货体系完整覆盖，催生了多种套利组合，使套利对冲多元化。后市铁矿石和螺纹、螺纹和焦炭、焦炭和焦煤，铁矿石和焦炭套利组合将越来越活跃，甚至矿石、焦炭和螺纹蝶式套利也将受投资者青睐。目前来看，铁矿石、螺纹钢和焦炭存在多种套利机会。

价格传导机制决定套利顺序

从产业链角度分析，铁矿石和焦炭是钢材的上游原材料，而焦煤又是焦炭的原材料。价格传导机制有自上而下传导和自下而上传导两种。对于铁矿石、煤焦钢而言，自上而下传导就是，铁矿石价格上涨或下跌驱动钢材价格上涨或下跌，或者是焦炭价格上涨或下跌驱动螺纹钢价格上涨或下跌，这也是成本驱动型。而自下而上的传导就是，螺纹钢价格上涨或下跌引发铁矿石价格上涨或下跌，或者螺纹钢价格上涨或下跌引发焦炭上涨或下跌。

由于焦炭和铁矿石期货上市较晚，为对比不同周期铁矿石、螺纹钢和焦炭价格的先后传导路径，我们选择三个品种的现货价格对比。得出的结论是，从传导机制产生的背景来看，自上而下传导一般发生在经济繁荣期或者供应紧张期，此时上游原材料完全不能满足下游产能扩张的需求。如2003-2008年，中国经济高速增长，全球经济也在2007年出现过热的特征，中国钢铁产能扩张带来的贴水和煤炭的需求，叠加全球通胀和流动性反弹的宏观环境，铁矿石价格和焦炭价格不断上涨。而2008年金融危机之后，特别是2011年中国经济结构调整，导致中国经济自两位数增速回落，从而中国对煤炭和贴水需求增速也放缓，这时，铁矿石、焦炭和螺纹钢的价格传导体现为自下而上，即钢材价格低迷，导致钢厂减产，从而铁矿石和焦炭需求放缓，二者价格下跌；而钢厂减产到一定程度之后，螺纹钢再度企稳，钢厂复产，铁矿石和焦炭需求回升，二者价格企稳。

存在相对合理的套利组合

铁矿石与螺纹钢跨品种套利方面，对比二者基本面，我们认为由于铁矿石价格目前处于相对高位，主要是因为三大矿山的垄断地位，但是随着铁矿石产能和产出的扩张，未来铁矿石供应增速将超过需求增速，因此远月出现贴水。在环保治理压力和本身亏损或者资金压力的驱动下，中国粗钢产量在10月上旬出现旬环比下降1.34%的特征。对比螺纹钢冬季淡季需求走弱和去库存压力，在自下而上传导机制作用下，后市螺纹钢下跌幅度要小余贴水，且下跌的时间要较铁矿石延后。对比价差来看，我们发现螺纹钢和铁矿石到岸价的比价偏低，截至10月18日为3.37，而历史价差中位数为3.88，通过频率直方图分析螺纹和铁矿石到岸价的价差主要分布在(3.42、4.32)之间，因此买螺纹抛铁矿石是相对合理的套利组合。

铁矿石和焦炭方面，衍生了“卖铁矿石-买螺纹-卖焦炭”的蝶式套利组合。大秦线检修以及冬季取暖用煤对煤价有支撑作用，不过，环保治理导致河北、天津等地的煤炭消耗下降将削弱这些利好，河北、山东等地部分钢厂产能将受到限制，或者开工率会有所下降。冬季消费被透支、环境治理压力和现货贴水导致焦煤和焦炭相对于螺纹钢更有下跌空间。

广发期货 GF FUTURES
隆重推出 Beta 动量对冲、禧利宝 等程序化交易产品
满足多样化投资需求
助您顺畅投资期货
联系部门：广发期货投资咨询部
联系电话：020—38456848
公司网址：www.gfqh.com.cn