

4500点铁底告破 白糖多头甜蜜变苦涩

□本报实习记者 王姣

美糖再创新低，国内产区白糖现货报价跌至4500元/吨，郑糖主力1405合约随即失守4500点。分析人士指出，尽管短期霜冻炒作再次燃起，收储传言纷纷，但市场普遍对此预期不乐观。若现货未来仍降价抛售，郑糖仍有可能再创新低。

现货大幅下跌拉低期价

外盘连续下跌，加之现货白糖价格不断下调。1月16日，郑糖空头再次发力下压，主力1405合约下破4500元/吨，再创新低。隔夜外盘方面，受国际食糖市场抛售压力增强影响，ICE原糖1405期约下跌24个点，以15.42美分/磅报收。

据中国证券报记者统计，2013年10月21日以来，郑糖1405合约收盘价从5257元/吨的高点一路下滑，至2014年1月16日收盘，已跌至4472元/吨，累计跌幅高达14.94%，仅今年以来就累计下跌了66.2%。

在万达期货研究员刘永华看来，近期白糖现货价格下跌的原因主要有四点：一是糖企正值生产高峰，蔗款兑付压力较大，需回笼资金。二是下游春节备货基本结束，现货买家再度入场或需等到正月十五以后。三是国际糖价下跌，原糖月度进口维持高位，挤占了国产糖市场。四是国家收储逐步退出，而采用利息补贴模式，国家不再承担价格下行风险，政策支持力度弱于去年。

“连续的供应过剩给国内糖市以极大压力，同时今年相比前两榨季也少了政府收储的政策支持，并且之前市场预期的天气炒作以及年前采购热潮都没有能够兑现，因此现货价格出现了较大幅度的下跌。”华泰长城分析师袁嘉建在接受中国证券采访时表示。

供应高峰来临

市场人士认为，巴西、泰国生产前景看好令本就欠佳的原糖价格雪上加霜，全球食糖供应充裕将继续压制国际糖价。国内方面，新糖即将进入上市高峰期，但春节备货也近尾声，市场供需矛盾突出，在收储政策预期不甚强烈的影响下，糖厂还将继续面临沉重的销售压力。

刘永华告诉记者，去年下半年以来，北半球天气良好，印度、泰国、中国均有增产，目前压榨进度快于往年，各国为减轻国内糖价压力，多对糖企进行资金支持，印度甚至重启了出口补贴。从全球来看，2013/2014榨季产过剩量约300—400万吨，较前一榨季的1000万吨明显缩小，但贸易过剩量约400万吨，明显高于前一榨季的200—300万吨，是十余来的新高。

“国内产量预计同比继续增加，进口无法遏制，总体来看，2013/2014榨季，供应仍处于过剩态势，但白糖已经连续下跌3年，从周期性角度来看，处于熊市末期，目前的价格运行处于寻底过程。”银河期货研究员高旺告诉记者。

广发期货研究员刘清力则认为，“生产期阶段性供应增加是正常的，但是白糖是全年销售，所以并不会带来太多不



新华社图片 合成/苏振

疲弱难改 郑糖仍需偏空对待

□安信期货研究所 刘鹏

自2010年起，每年的1月份郑糖都会迎来一个高点，可见消费旺季对于郑糖的提振十分明显。内有新糖大规模上市，外有进口糖凶猛来袭，而国内春节备货高峰也是迟迟未到，在此局面下，郑糖近期或将继续保持弱势。建议以偏空思路为主，等待消费旺季的开启。

首先，霜冻炒作已完毕，郑糖回归基本面。2013年12月下旬西南地区出现的霜冻天气似乎给了郑糖炒作机会，上周盘面出现了回暖迹象。但霜冻天气还未结束，此轮炒作便已作罢，郑糖重新回归供应过剩的基本面。据上周郑商所组织的实地调研考察显示，虽然本次霜冻天气范围大、时间长，但广西主产区甘蔗产量、出糖率等受影响均不大。本次大规模的霜冻天气未造成很大影响的原因是，近期夜间气温并未下降到足以严重影响甘蔗生长的程度，或者低温出现的时间相对较短。另外，本次霜冻前广西各地出现了一轮强降雨过程，使得各地土壤湿润，土壤能够快速的从外界吸收热量，也有效的抵御了低温对甘蔗生长造成的影响。因此，本次霜冻并没有形成大规模的危害，广西主产区受害程度并不明显。目前大部分糖厂已全面开榨，在春节备货需求这个发动机迟迟未能启动的情况下，郑糖想借天气炒作反弹如同蚍蜉撼树。

其次，外盘脱离低点，但回涨乏力。尽管在技术买盘的拉动下，ICE原糖走出超跌区域，主力1403合约脱离三年半以来15.86美分/磅的最低点。不过在全球食糖供应过剩的情况下，糖价上涨的动力不足，16.50美分/磅出现明显阻力。2013年已结束，ICE原糖以下跌16%报收，这已经是糖价连续第三年下跌。从主产国来看，目

前巴西2013/2014年榨季生产已近尾声，从目前的产量数据看，证实了本榨季增产10%的预测。据巴西甘蔗行业协会(Unica)表示，受良好作物天气及种植面积扩大影响，2013/2014年度甘蔗产量或增加12%。同时巴西农业部下属的国家农产品供应总局Conab称，巴西2013/2014年度甘蔗产量或为6.60亿吨，糖产量或增加1.2%至3880万吨。而印度、泰国甘蔗压榨进度虽稍有推迟，但对于产量影响不大。总体来看，全球食糖供应过剩的局面在近期难有改变，ICE原糖仍将保持弱势，这对近期疲弱的国内糖市无疑是雪上加霜。

综上所述，霜冻天气的炒作如同隔靴搔痒，两天的小幅反弹便消化完毕，霜冻天气还未结束糖价就已回归弱势，这充分说明了目前供应过剩的压力之大，单纯依靠天气炒作很难给糖价注入较大上涨动力。

是企业不计成本的抛售，可能不是短期行为，需要看一月份低价抛售的现货成交量有多少，能够为企业带来多少流动资金，也需要看通过1月的销售，到底能够为企业降低多少库存。如果这两方面做得好的话，在年后说不定可以企稳。”他说。

至于郑糖价格将跌到什么位置，刘永华认为目前更多是情绪或资金对垒的因素，他表示，“市场能否回暖，需要关注几个时间节点：2月份工业短储300万吨能否实施；3月份主产区种植面积能否有效下降；4月份巴西开榨后，甘蔗制乙醇比例能否在今年55%的水平上继续大幅提高。”

短期走势仍将偏弱，不过当前郑糖距离底部已经不远。

“当前下游用户白糖备货即将接近尾声，加之部分经销商看淡白糖后市行情，观望情绪加重，短时间内，白糖销量偏淡，白糖价格或将延续稳中有降走势。”赵雪认为，当前广西、云南、广东的白糖出厂价格都在4600元/吨左右，都是低于成本价格销售的，春节过后也属于销售淡季，所以这段时间白糖价格上涨的可能性较小，霜冻对价格的影响也相对偏小。

从目前的供需格局来看，长江期货研究员尚海认为郑糖将加速探底。“主要

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	731.68	731.89	725.67	726.50	-7.14	728.13
易盛农基指数	1018.54	1019.48	1018.49	1019.20	0.28	1011.35

贵金属短期料维持弱势

□天津环融贵金属 王春艳

自2014年首个交易日至今，贵金属市场整体陷入横盘震荡。这种多空力量相对平衡的格局，是各方互为掣肘的结果。然而，在美国2013年12月非农就业数据远不及预期的情况下，贵金属并没能借助非农数据利好的东风走出突破上涨行情。笔者认为，这正是贵金属依旧弱势的表现。

本周美国商务部公布了2013年12月零售环比增速超预期，预示着美国经济表现不错。同样，在此之前公布的12月政府预算盈余也创下了历年12月的新高，这是美国政府财务状况不断改善的表现。世行在本周发布的《全球经济前景报告》中，上调了对全球经济增速的预期。世行把全球经济上涨的主要动力归结为高收入经济体的经济回升。已经保持了10个季度GDP增长的美国，是这一群体中的领军人物。美国经济的持续好转已经在公布的众多经济数据中得到印证。2014年，美联储将逐步撤回购债计划，直到美国的货币政策回到正常化的道路上。与此同时利率的上升会让更多的货币流向美国。美元指数走强，会令目前已经疲软的贵金属市场继续承压。

过去曾一度高调反对QE的两位“鹰派”联储主席，费城联储主席普罗索及达拉斯联储主席费舍尔今年将重新获得投票权。本周二这两位联储主席发表讲话表示，美联储应尽早退出QE。另一位偏于“鹰派”的重要人物是美国总统奥巴马于近期提名的美联储副主席、曾担任以色列央行行长的费希尔。在他执掌以色列央行期间，并没有像其

他央行一样，实施过度宽松的货币政策，却成功地应对了当时以色列国内的高通胀及全球金融危机。美联储拥有投票权成员的转变，将改变2013年美联储内部“鸽”强“鹰”弱的势力格局。今年，几位“鹰派”联储主席重获投票权，必将加快美联储缩减QE的步伐，从而令贵金属市场面临进一步下挫的考验。

正如美联储官员们一直宣称的那样，温和的通货膨胀有助于经济的复苏。经济复苏通常在一定程度上会利多美元，从而利空贵金属。但保持“温和的通货膨胀”并非一件易事。从目前的“低通胀”到“温和通胀”，再到“高通胀”，在QE开始缩减的现状下必然有一个较长的过渡期。只有当通胀达到一定高度的时候，人们才会倾向于投资具有抗通胀属性的贵金属，从而使得贵金属在某一点位获得支撑。然而，相比于目前的低通胀而言，高通胀的前景还远没有显现。因此，贵金属在一段时期内仍将表现为向下继续寻找支撑。



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



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

全国热线：4008280888
公司网址：www.htgwf.com

东证期货大宗商品期货价格系列指数一览（2014年1月16日）			
	收盘	较前一日涨跌	较前一日涨跌幅
综合指数	1251.49	1.66	0.13%
金属分类指数	837.77	3.05	0.37%
农产品分类指数	917.57	-1.02	-0.11%
化工分类指数	574.81	2.51	0.44%
有色金属分类指数	861.54	5.94	0.69%
油脂分类指数	1074.84	4.27	0.40%
豆类分类指数	1289.15	4.24	0.33%
饲料分类指数	1416.92	3.61	0.26%
软商品分类指数	1340.27	-11.72	-0.87%

注：东证期货大宗商品期货价格综合指数，是涵盖国内三大商品期货交易所上市交易的所有活跃品种的交易型指数，指数以各品种主力合约为跟踪标的，采用全年固定权重法，基期为2006年1月4日，基点1000点。东证期货大宗商品期货价格分类指数，以不同的商品板块进行分类统计，编制方式与综合指数一致，但基期各不相同。

周四国内大宗商品期货市场多

数工业品种延续了不同程度的反弹行情，整体呈现出“强农弱”的格局。其中，软商品分类指数跌幅相对较深，而有色金属分类指数则迎一波反弹。截止到收盘，上涨前三的品种有棕榈油、沪铜和PTA，涨幅分别为0.92%、0.72%和0.72%；昨日下午前三的品种有白糖、螺纹钢和棉花，跌幅分别为1.54%、0.49%和0.38%。综合影响下，东证商品期货综合指数较周三上涨0.13%，收报于1251.49点。

股指期货带来真正结构化产品时代

文/南华期货 徐健 蒋克雷

国内股指期货的推出不仅弥补了衍生品市场重要品种的空缺，更是将金融市场权益类产品设计推上了更加具备专业性、挑战性与创新性的金融服务核心竞争的舞台。目前市场上的机构化产品，如结合衍生品投资的金融组合产品以优先、劣后级出资比例进行放大杠杆进行组合投资，最终的风险收益无非是在一个篮子里面进行优先、劣后级的不同分割而已。其实，没有期权难以称之为真正的机构化产品。而有了股指期货，金融产品发展创新的世界都从此“柳暗花明又一村”了。

今年以来，衍生品市场又掀起了一轮新热潮，国内各证券期货交易所加快了期权筹备工作的步伐，其中包括合约、交易规则的设计以及交易系统的建立和完善。目前市场上还未正式推出期权，但是各大机构、投资者和有风险对冲的现货企业都给予了高度关注，并已积极参与其上市前的筹备阶段。11月8日，中国金融期货交易所启动了股指期货仿真交易，其现货标的为沪深300指数，合约采取了欧式期权并且沿用了股指期货的很多优点，例如现金交割、交割价计算、涨跌停板幅度等。同时，今年其他商品交易所也先后开展了商品期权的仿真交易。从全年的期权相关产品仿真交易、各类会议上相关交易所的高调讨论都让我们确信，股指期货上市已经近在眼前了。

期权本身的产品特性，其对看涨与看跌的买卖的多边交易模式、风险收益的非线性特征打破了基础金融工具的单调交易模式，如现货

股票的多空、期货的风险收益的线性格局，从而使得期权本身特性（包括杠杆性、盈利模式、权利义务的非对称等特征）及其结合其他工具的交易策略组合可以形成千变万化的复合风险收益特征。

对于期权买方，买入期权只需要交小部分的权利金就可以获得无限盈利的可能性，期权的高杠杆性、投机性也是针对期权买方来说的。例如当某投资者在2013年11月29日时有100万资金时打算投资沪深300指数3个月，当时沪深300价格为2439点，主力合约价格为2457点，期货保证金按照20%计算，他可以买入6手股指期货，合约价值442万。或者按照B-S模型计算得到的价格期权价格127点买入看涨期权合约（以过去3个月的历史波动率23.7%作为未来的隐含波动率，无风险利率取4%，目前不在分红月份所以忽略分红，执行价取2439点）。期权费用一共23万，对应的期权合约价值同样是442万，剩余部分投资于无风险资产。如果指数上涨20%，股指期货期货盈利88.4万，盈利率20%；而期权将盈利64.9万，盈利率达到了284%。如用期权进行一个更加短期的投机，最大可能盈利率将更加恐怖。

如果能够合理利用期权，可以使用期权完善很多交易策略，提高资产的净值，在市场剧烈波动时保护资产头寸。针对期权的高费用，一般使用期权都是短期行为，在市场波动剧烈而方向又不明时，买入一个短期期权对现货或者指数期货进行保护，这样如果市场方向和预期相

同则可以大幅获得头寸盈利，损失的只是一笔期权费；如果市场方向与预期相反时期权方面的盈利能够有效保护资产净值。市场从高波动回到平稳状态时平掉期权头寸，由于持有时权的时间较短，期权费用也将较低。

对于期权卖方，其交易模式可以分为两种，一种以做市商形式获得稳定收益，另一种是使用卖出期权进行资产配置。

如果要使期权有充足的流动性，做市商的进入将必不可少，在外国期权市场上作为做市商的一般是大型的投行，比如高盛、摩根士丹利等。这些做市商并非承担着理论上不可控的巨大风险，事实结果是他们在卖出期权后可以通过各种对冲操作策略来控制风险从而获得价差盈利。一般做市商使用delta中性对冲，即在卖出期权头寸的同时计算出对应持有的现货量。这样整个组合的delta为0，只要能够及时并适当的调整现货头寸使整个组合delta为0，那么卖出期权的风险将非常低。

更为积极的期权卖方投资方式是利用它进行资产配置：合理卖出期权可以提高组合资产的最终净值。例如，沪某一家私募基金2013年8月12日持有上证50指数ETF，价值5000万。由于投资期即将结束，将在3个月后的清盘，并且当年的任务已经完成，投资经理根据当时的经济情况认为后市不会再出现大幅上涨的可能性。因此，投资经理决定卖出一一定量的看涨期权来提高其净值。在2013年8月12日的时候上证50收于1610点，根据BS模型计算得到行权价格

1700点的看涨期权价格为51.6点或3.2%（计算期权费用使用的波动率为过去20个交易日的历史波动率，无风险利率4%）。到2013年11月12日时，上证50收于1611点，没能达到行权条件，买入看涨期权的投资者将不会行权。而对于该私募基金来说，假设卖出比例为50%即2500万的看涨期权将提高组合净值0.016点。而如果后市真的与该基金经理预判相反出现大幅上涨的情况时，基金经理在持有现货的情况下也没有任何风险，只是盈利跑输上证50指数，但也已经满足该年投资要求。跑输上证50指数的前提是该指数在3个月后上涨超过8.8%（3.2%+（1700/1610-1）），对于波动率只有不到30%的上证50指数，3个月上涨8.8%也并不是这么容易达到的。

最简单的保本产品就是发挥期权买方的类保险特性。期权的收益特征是有下保底上不封顶，所以在产品设计中可以使用它来保证最低净值，是设计保本产品的不二之选。


保本方法中，工具类保本方法以OBPI（基于期权的投资组合保险）策略最为通用。OBPI策略指投资期初购入风险资产和相应的看跌期权来对投资组合进行保险，该策略将持有期权合约直至保险到期日为止，期间并不对保险策略进行任何修改。具体步骤如下：第一，给定保本率的情况下确定看跌期权的执行价格；第二，确定投资于风险资产的额度；最后，确认投资期长度，并根据已得到的执行价格购入风险资产对应的看跌期权进行

保护并持有到期。这样，在到期日风险资产的价格无论是多少，风险资产与看跌期权的组合价值都能不低于看跌期权的执行价。具体的利用期权进行保本产品设计可以见2012年南华期货的股指期货年报中的《进可攻、退可守—利用期权的保本产品》。

除此之外，利用期权设计与标的现货的方向性和波动性进行博弈预期而设计的结构化产品，将会成为未来银行理财产品的重要创新方向。

方向性产品一般较为简单，其利用了期权的杠杆性来扩大盈利率，预期后期看涨时直接以少量费用买入看涨期权，如果市场大幅上涨将获得可观的收益。波动性产品相比方向性产品显得更为复杂。例如预计市场后市波动性将增加时，可以同时买入看涨期权和看跌期权，为了获得更大的收益可以同时虚值期权，不过买入虚值期权的风险也相对较大。

但愿那些等待已久的人们能够善用并促进国内期权市场的稳定与繁荣发展，不久的将来让投资者可以在琳琅满目的结构化金融产品中自由选择。



金融期货投资者
教育专栏

— 企业形象 —