

## 股指期货( IF )与国债期货( TF )“玩跷跷板”

# 选错一个字母 亏损几十万

□本报记者 张勤峰

因为在IF（股指期货）与TF（国债期货）之间选错一个字母，“期民”路先生今年不仅与国债期货“吃肉行情”失之交臂，而且在股指期货上亏了几十万元。

股票与债券之间“跷跷板效应”并不是一个陌生的概念。特别是今年以来，在经济增长疲软、通胀压力减弱，而政策放松预期此消彼长、货币市场流动性持续宽松等背景下，股指期货与国债期货之间的“跷跷板”行情更为明显。

业内分析人士指出，经典的美林投资时钟理论再度应验，随着经济呈现出类衰退特征，时钟的钟摆已走进“债券时刻”，而货币市场“钱松”与实体融资领域“钱紧”的对立，更加剧债券与股票两大类资产行情的分化。

在反差鲜明的行情面前，或许会有投资者发现除了股指期货之外，此前不被关注的国债期货市场同样精彩。不过，这需要从制度建设、交易机制规则、投资者准入等方面，进一步推动国债期货市场稳步发展，有效提升整体流动性。

### 几十万盈亏之间

“今年股指期货太难做。主要是底气不足——经济不乐观，做多多有逆势之嫌；做空同样心虚——毕竟经济没跌破所谓的‘下限’，政策面大动作不见，小动作却不少。另外，去年下半年钱荒闹得沸沸扬扬，今年资金面却很宽松，照理说今年股指应该跌不了太多。”路先生感叹，“趋势没法做，自己就试着做波段，谁知道点儿太背，做多赔，反手做空照样赔，再这样子下去，索性不做了”。

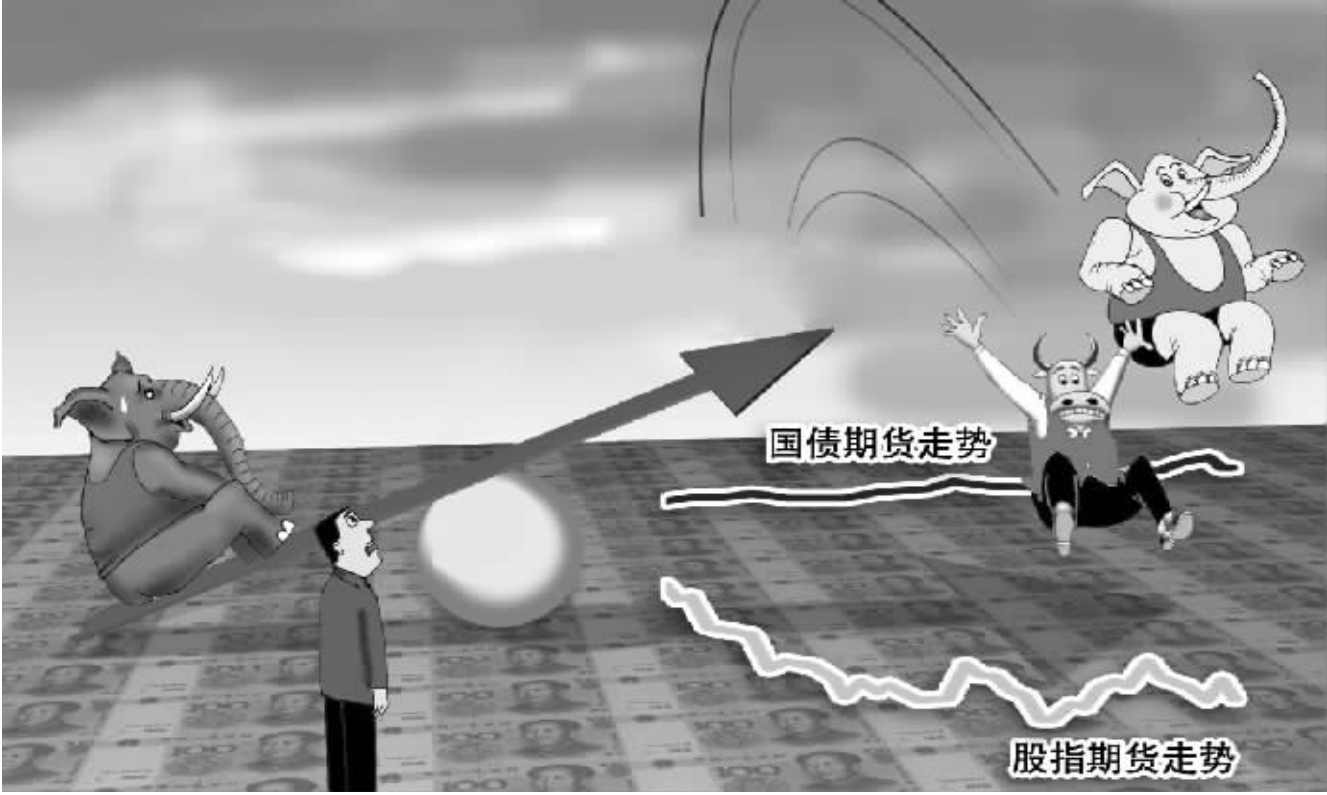
路先生的这个想法让他的经纪人小莫很上火。一则，眼看自己客户来回的赔，心里过意不去，二则，客户不做了，自己的佣金岂不泡汤了。不过，听研究部同事说，今年国债期货行情不错，她将这一情况说给了路先生。

一看图形，路先生顿时傻了眼。今年国债期货（TF）简直就是股指期货（IF）的“倒影”。对比二者日线K线图，今年背道而驰的走势非常明显，两张图的部分阶段性高、低点都几乎一一对应，可以说是典型的“跷跷板”。例如，2月20日股指期货冲击阶段高点2330.6点后回落，自此步入震荡下行行情，同日国债期货则在下探91.756点后反弹，该点位至今仍是2月下旬以来的最低位置；又如，最近一周多，国债期货连续上涨，不断演绎新高行情，股指期货则阴跌不断，调整幅度不小，一涨一跌形成强烈对比。

路先生感叹，如果之前把股指期货换成国债期货，岂不是做多时赚，做空时照样赚！“即便说波段操作不易，年初以来国债期货总体上涨趋势比较明显，做趋势也不至于亏钱。”路先生很后悔，“亏几十万跟赚几十万之间，就因为选错了一个字母。”

### “投资时钟”走到债券时刻

不过，今年抓住国债期货小牛市行情的投资者确实不少。5月以来，伴随国债期货价格一路上扬，市场成交及持仓量水涨船高。如今，国债期货总持仓突破7000手，处在历史最高位；日成交量更是从前期的1000余手骤增至3000—4000手，6月5日最高达到9473手，逼近国债期



新华社图片 合成/苏振

货上市之初的水准。不难看出，赚钱效应吸引不少增量资金入场。联系到同期股指期货与国债期货之间的“跷跷板”走势，莫非真有很多股指期货投资者改弦易辙，转投国债期货？

很多投资者对股票与债券之间“跷跷板效应”并不陌生。在现货市场上，就时常能看到股票涨债券跌或股票跌债券涨的现象。根据组合投资理论，股债“跷跷板”是由于股票与债券的相对收益率和相对风险特征发生变化时，组合投资者将资金在两类资产上重新进行配置所导致的。南华期货副总经理朱斌表示，对于特定市场来说，一段时期内证券投资资金总量可认为是基本稳定的，如果要增配股票，投资者就会将资金从债券市场撤出，转而投资股票市场。反过来也是这个道理，由此造成特定时期内股票价格和债券价格存在反向变化关系。但他并不认为，是金融期货场内资金腾挪导演了当前股指期货与国债期货之间的“跷跷板”行情。朱斌认为，期货市场说到底还是现货市场的影子市场，某种程度上说，股指期货与国债期货之间的“跷跷板”恰恰是今年股票市场与债券市场之间反向行情的映射。更关键的是，当前股指期货市场容量与国债期货市场完全不在一个量级，即便有部分资金从前者流向后者，对股指期货行情也不会造成显著影响。

“更直观的证据是，今年4、5月股指期货跌而国债期货涨，但两者的持仓与成交规模呈现同步增多的趋势，所以将两品种‘跷跷板’行情归因于场内资金迁移有失偏颇”，南华期货国债期货分析师徐晨曦认为，用美林投资时钟理论来理解当前股债期、现市场的现象会有更深刻的认识。

美林“投资时钟”理论是一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的方法。按照经济增长与通胀的不同搭配，该理论将经济周期划分为复苏、过热、滞涨和衰退四个阶段，并提出每阶段的投资组合建议。美林投资时钟理论认为，“经济下行，通胀下行”构成衰退阶段，此时业，各焦化厂面对低廉的焦炭出厂价，通过炼焦炉的大型化与技术革新，降低了主焦煤占比。主焦煤与气煤、1/3焦煤等配煤之间的价格差距也将继续缩小。主焦煤的高升水格局将被削弱，原煤开采成本与洗出率将是主焦煤价格的主要支撑因素。综合测算，目前主焦煤在710元/吨会有较强价格支撑。

资金面偏紧，港口库存持续回升将使焦煤价格承压。今年3月以来，信托与债券市场的违约现象，倒逼银行收紧融资信贷。钢厂与贸易商不得不依靠铁矿石融资来周转流动资金。由于钢厂与焦化厂资金面偏紧，拖欠煤企资金成为常态，这倒逼部分煤企转卖炼焦煤配煤为动力煤给电厂，仅仅是因为电厂能够足额及时给予货款。这种降价甩货的现象，在当前钢价低迷钢厂却不能停产的情况下，将长期存在。

运输方面，2014年年底，黄韩侯铁路与晋中南铁路将正式通车，河东煤田与霍西煤田的炼焦煤到港发运更加便捷。运输成本的降低，将进一步缩减港口内贸煤与进口煤的价格差距。目前，晋中南地区王家岭煤矿的炼焦煤，已经开始发往日照港。随着产地煤炭到港发运需求的增加，

债券表现最突出。徐晨曦指出，当前宏观基本面特征与“投资时钟”理论划分的衰退阶段基本相符，大类资产呈现出股弱债强的格局也就不难理解。

朱斌、徐晨曦的观点得到了债券市场人士的认同。渤海银行债券交易员蔡年华表示，金融衍生品市场走势与现货市场高度相关，今年股指期货与国债期货之间的反向走势，符合现货市场股票疲软而债券走强的特征。造成这一现象的根本原因在于经济不佳、通胀走弱、企业盈利下滑、信用风险恶化，利好无风险资产而不利于风险资产。

“除了经济这条主线，政策预期及货币市场流动性在今年债券走强过程也扮演了很重要的角色。”一位城商行交易员指出，“值得注意的是，今年不同层面的流动性又有所不同，资金淤积在货币债券市场，造成银行间流动性宽松，助推债券收益率走低，而信贷等领域流动性依旧偏紧，企业融资成本并不低，盈利状况无明显改善，财务压力很大，拖累上市公司估值扩张。因此，看上去资金面很松，但债券与股票走势截然不同。”她的这一解释，或许有助于解答路先生心中的疑惑。

上述交易员进一步指出，现阶段债券期、现市场涨幅不小，短期追高风险偏大。中债信用增进公司债券交易员赵巍华也表示，随着政策托底效果渐次显现，经济或将出现阶段性回稳，叠加获利资金回吐，“大口吃肉”的行情或许过去了，但中期看经济下行周期远未结束，产业格局调整和去产能过程中的风险释放仍有待时日，信用风险的释放还会持续，因此信用类资产和风险资产的春天还未至，国债等高信用类资产若安全边际较充足可持续关注。

### 流动性尚待提升

看来，当前及未来一段时间债券优于股票仍是业内主流观点，或许，路先生改弦易辙仍为时不晚。但他担忧的是，国债期货市场交易不够活跃。虽说近期这一状况出现一定改观，国债期货价格大涨提振了市场人气，但无论是成交水平

还是持仓规模，与股指期货市场相比仍有不小的差距。据Wind数据显示，5月份国债期货市场日均成交1896手、日均持仓4929手，而同期股指期货市场日均成交69.70万手，日均持仓14.98万手。

海通期货国债期货分析师成艳丽指出，流动性较差可能是目前国债期货市场的主要问题。一方面，市场流动性差会影响市场本身功能的发挥（包括期货的定价功能、套保功能等等）和市场有效性的提高；另一方面，流动性差也极大地限制了机构参与的积极性，根据客户的反馈发现，流动性差是目前机构参与国债期货市场最大的担忧。缺乏大机构的参与反过来又制约了流动性的提高，对市场流动性形成恶性循环的影响。

应该说，当前进一步推动国债期货市场发展，提高国债期货市场流动性，有效发挥国债期货市场功能，是各方的共同期望。在今年5月发布的新“国九条”就明确提出，逐步发展国债期货，进一步健全反映市场供求关系的国债收益率曲线。

成艳丽认为，根据目前的市场状况，有助于提高市场流动性的措施包括：尽快引入债券的最大持有机构银行和保险进入国债期货市场，增加市场的参与者；推出其他期限的国债期货产品或者利率期货；交易所也可以酌情考虑降低手续费、降低保证金、放松大额持仓限额、减少对机构参与的限制等措施，从市场管理的角度鼓励市场参与者的积极性。这些方法可以逐一推出，逐步提高市场流动性，同时也不会引起市场较大的波动。

值得注意的是，中金所副总经理陈略日前在“上行金融期货论坛国债期货与利率衍生品分论坛”上表示，中金所将进一步推动国债期货及利率衍生品市场持续发展，其中举措就包括推动商业银行、保险机构参与国债期货市场，以及丰富国债期货品种。陈略还指出，中金所还将适时对国债期货相关条款与规则进行调整和优化，以满足市场需要。

可以预想，随着国债期货市场稳步发展，未来更多投资者将会发现除了股指期货之外，国债期货同样也很精彩。

## 豆粕回调空间有限

□广发期货 李盼

美豆旧年度库存仍旧偏紧，巴西和阿根廷生物柴油政策可能提升国内压榨量，因此美豆旧年度下跌空间受限。对于新年度，美豆种植面积增加，近强远弱的格局仍未改变。国内市场上，6月份到港有一定压力，但随着需求的好转，后期油厂库存压力将逐步减轻。因此，建议豆粕1409在3700元/吨附近以逢低买入操作，关注下周公布的供需报告。

美豆市场上，2013/14年度维持收割面积至7590万英亩，同时单产维持43.3蒲式耳/英亩，总产量维持32.89亿蒲式耳，较上年度增产8.4%。同时，出口量继续调高至16.0亿蒲式耳和压榨量调高至16.95亿蒲式耳，此外，美豆进口量达到9000万蒲式耳，使得期末库存调低至1.30亿蒲式耳，库存消费比下降至3.83%。从出口销售看，截至5月29日，美豆出口销售为4497万吨，高于美国农业部预测的4350万吨。美豆出口装船为4292万吨，装船进度为95.5%。同时，由于美豆国内压榨利润良好，美豆4月份压榨量高达1.33亿蒲式耳。因此，美豆旧年度库存仍处于偏紧的局面。

对于新年度预计美豆种植面积在8150万英亩，结转库存在3.3亿蒲式耳，因此，美豆新旧年度从供需偏紧转向相对宽松。从种植进度看，基本上符合正常水平。截至6月1日，美豆种植进度为78%，高于去年的55%和市场平均的70%。从天气监测看，美国干旱天气主要集中在西部和南部区域，大平原原有堪萨斯州和内布拉斯加州有轻微干旱，中西部地区墒情整体良好，近期堪萨斯东南部有暴雨天气、密苏

## 粕类6月供应偏松

端午节过后，豆粕及菜粕期价双双大幅走低。菜粕主力1409合约全周下跌109元至2965元/吨，豆粕主力1409合约全周下跌118元至3736元/吨。农产品集购网研究人员认为，蛋白价格下跌主要由于需求低迷，特别是5月份猪价大涨，前期压栏猪清栏结束，大猪存栏量大幅下降，削减豆粕需求，6月份国内蛋白供应将处于宽松局面。

广东当地的贸易商表示，端午过后，珠三角豆粕现货价格持续走低，6日最低报价跌破3800元/吨，较节前下跌近200元/吨，菜粕方面由于进口菜籽量高于去年同期，而需求低迷，油厂出现涨库现象。短期来看，6月份

里西南部和阿肯萨斯州有暴雨天气，后期继续关注天气状况。

巴西和阿根廷增加生物柴油用量，提升国内压榨量。从美国农业部公布的供需平衡表看，截至8月底，巴西大豆库存为1851万吨，较上年度增加321万吨，阿根廷大豆库存为2805万吨，较上年度增加565万吨，但近期巴西将7月份的生物柴油添加比例从5%提高到6%，11月份的添加比例进一步提高到7%，同时阿根廷取消国内生物柴油消费税且下调生物柴油出口税至11%，市场预计如果能实施的话可能会增加90—100万吨的豆油消费量，从而提升国内大豆压榨量，南美大豆的出口压力也可能有所减轻。

中国油厂大豆库存短期有所增加，但后期可能逐步减轻。据中国海关数据，2013年1—4月份进口大豆为2184万吨，较同期增加41%。目前港口大豆库存为695万吨，预期5月份到港量为590万吨，但6月份大幅增加至700—720万吨，6—8月份到港量预计为1800万吨，低于去年同期水平。从盘面压榨利润看，理论上9月和1月盘面利润为—200元/吨，压榨利润亏损大幅减轻，因此，6月份到港巨大可能对现货带来一定压力，但之后油厂压力可能相对较小。从下游养殖需求看，自5月1日之后生猪价格大幅反弹，主要由于生猪存栏和能繁母猪存栏下滑。农业部数据显示，4月份全国4000个监测点生猪存栏环比下降1.3%，同比下降3.7%；能繁母猪存栏环比下降2.2%，同比下降6.8%。虽然养殖利润有所下滑，但农户补栏积极性并未大幅提高，因此后期猪饲料消费可能下滑。因此，预计7月份之后进口大豆库存可能逐步下滑。

## 铁矿石期货撼动国际定价垄断体系

（上接A05版）而推动铁矿石期货的国际定价中心，但国际上铁矿石最大现货市场在中国，这也使中国铁矿石期货取得了自己的发展优势。“如果中国能抓住这一先机，在稳步发展基础上推动市场对外开放、促进市场国际化，则铁矿石期货有可能成为中国在全球大宗商品市场上首个具有强大定价话语权的品种，这不仅对国内衍生品市场发展具有示范意义，也将对促进实体经济发展、保障铁矿石资源安全产生深远影响。”新湖期货总经理李北新表示。

也有企业提出应进一步推动市场的多元化程度。据统计，目前在法人客户中，贸易商占比24.30%、钢厂占比4.81%、矿山占比0.1%，私募、基金等金融机构投资者成交占比约48%，其他占比23%，矿山占比还不高。

大豆及菜籽进口量偏大，菜粕及豆粕现货价格仍有走低要求。

农产品集购网研究人员表示，从需求面看，5月份大猪存栏量锐减，前期母猪淘汰数量明显多于往年，后期生猪及禽类存栏量处于近几年低位，全年度饲料需求出现下降，不利于蛋白价格。短期来看，由于南方持续强降雨，水产需求明显低于预期，油厂菜粕涨库，急于降低库存，或助推后期现货价格走低。

此外，上述人士表示，美豆即将换月至9月，9月价格明显低于7月200美分/磅，有利于降低大豆进口成本，促使国内豆粕价格走低。（王茱莹）

# 供给大幅增长 焦煤价格长期下行

□中原期货 张水 尚金宇

年初以来，随着螺纹钢期货价格的持续走低，焦煤期货价格一路下探至785元/吨。近期，主力合约JM1409价格徘徊在810元/吨附近。整体来看，疲弱的宏观经济将继续拖累黑色系期货品种的价格走势，在资金面偏紧、煤企回款压力加大、新增产能加速释放等多重因素的推动下，焦煤价格仍将长期下行。

大规模刺激政策的停滞与焦煤需求增速的减缓成为未来的主基调。在“定向降准”、中小企业减税、降低社会融资成本等多重举措下，宏观经济整体运行平稳。央行明确表示，货币政策将坚持“总量稳定、结构优化”的导向，着重加强信贷政策引导和优化融资结构。大规模刺激政策将不会出台。

另一方面，我国钢材保有量已超过100亿吨，未来将以废钢回炉为主，炼铁需求萎缩为长期趋势。数据显示，5月中旬全国95家重点钢厂炼铁日产量减产3.04万吨，而粗钢仅减产2.36万吨。房地产、基建投资增速的持续放缓，钢厂继续增产的意愿不强，原材料的补库力度将会缩减。

近期我们走访了山西、陕西部分企

港口中转地的库存或将进一步走高。这将长期压制进口焦煤价格。

供给超量增长将加速煤价下行。随着煤炭价格重心的持续下移，煤企的盈利能力弱化。但是受制于利润考核指标以及地域限制，多地均大幅扩产低成本矿井，并维持老矿区生产，这将使焦煤供应持续超量增长。近期调研山西、陕西等地煤炭企业显示，煤炭企业迫于银行还贷与职工就

业，已经亏损的老矿区不会减产停产，将主要依靠新增低成本矿的超额利润来弥补。而山西、陕西等地的中小煤矿由于前几年的资源整合，背后都是由大型企业集团撑腰，基本上都在高速扩张，以避免被归类为必须关停的“小煤矿”，在当前吨焦煤还有100—300元利润（晋南地销价大致测算）的情况下，更不会减产、停产。供给超量增长势必打压焦煤价格。

中国期货保证金监控中心农产品期货指数（6月6日）				
指数名	收盘价	前收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
农产品期货指数	987.23	991.20	-3.97	-0.40
油脂指数	682.78	684.68	-1.90	-0.28
粮食指数	1499.19	1508.46	-9.27	-0.61
软商品指数	858.80	860.33	-1.53	-0.18
饲料指数	1723.28	1734.34	-11.06	-0.64
油脂油料指数	1056.62	1062.04	-5.42	-0.51
谷物指数	999.90	1000.64	-0.74	-0.07

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所6月6日）						
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	759.52	761.93	757.50	758.92	-5.45	759.14
易盛农基指数	1040.72	1043.40	1037.18	1040.86	-0.57	1038.86



隆重推出 **Beta 动量对冲、德利宝** 等程序化交易产品

满足多样化投资需求  
助您顺势投资理财

总部地址：广东东莞滨海湾 联系电话：020-85356342 公司网址：www.gfqh.com.cn

