

与外盘赛跑 结算是裁判

夜盘1小时的纠结:自己走还是跟着走

继上海期货交易所推出6个品种连续交易(俗称“夜盘”)后,大连商品交易所棕榈油期货和焦炭期货也进行了夜盘全市场测试,夜盘交易时间为21时至次日2时30分。

记者通过调研发现,上期所正在考虑将夜盘开市时间提前1小时,但由于期货公司存在结算系统冗杂、结算负担重、结算效率低等多个细节问题和难题,要实现夜盘提前的难度不小,这也暴露了期货创新的薄弱环节所在。

要是夜盘再提前1小时就好了。”投资上海黄金期货的白领小黄说,美国非农就业报告是金价的风向标,它一般在北京时间20时30分左右发布,可国内却要等到21时开盘。如美盘有大行情,沪盘开盘后就很难抓住机会,“跳空”可能依然存在。

□本报记者 官平

### 提前1小时的难度

据多家期货公司相关负责人透露,上期所曾在5月份就夜盘开市时间从21时提前至20时向会员单位做了问卷调查,但不少公司都认为,在当前条件尚不成熟的情况下,应该维持现状。

“如果夜盘提前一小时开市,结算的压力就很大。”一位不愿透露姓名的期货公司结算业务负责人表示,从目前来看,夜盘提前开市最大的困难是结算,期货公司日盘结算一般在下午18时30分左右可以完成,但在交易所调整手续费、保证金等特殊情况下,时间上要在20点之前完成结算会有比较大的难度。

期货结算是指交易所结算机构或结算公司对会员和对客户的交易盈亏进行计算,计算的结果作为收取交易保证金或追加保证金的依据。根据规定,交易所只对会员结算,非会员单位和个人通过期货经纪公司会员结算。

上述期货公司负责人说,无论期货公司规模大小,均面临客户的个性化需求多、业务复杂、交易会员代理结算、多套系统并行结算等问题,结算效率成了夜盘最大的“拦路虎”。

据了解,上期所最初推贵金属夜盘时,就面临30多家期货公司后台人员的一致反对,反对理由是结算无法保证在连续交易之前完成。

“我们公司自己也研发了一套结算系统,但准备了好几套系统供投资者选择。”本报记者从多家期货公司了解到,一些期货公司的结算系统少则两三套,多则八九套,且多是独立存在的,这意味着所有系统都要独立设置交易所参数和客户参数,特殊业务均需要重复做多次,而且由于系统有主次之分,还需保证多套系统之间数据一致。

可见的是,结算系统冗杂是结算效率低下的症结之一。

调研中,一些期货公司还提到,目前每家交易所均为独立结算,结算完成后向期货公司发布各自的结算数据,各家结算数据在格式、数量、发布时间和内容上均有一些差异,这也是造成期货公司结算压力大增的原因。

期货公司必须等到四家交易所数据均发布完成后才能进行客户的统一结算,各交易所业务规则的不同也造成了期货公司系统的复杂性,任一家交易所业务或者数据发生调整,期货公司系统都必须随之发生变更。

目前期货公司是一对四家交易所,随着业务的创新,比如原油期货推出上市后,今后可能面临着更多的交易所,届时期货公司的结算系统将不堪重负。一些期货公司高层也直言,技术问题很可能拖累期货创新的步伐。

“我们是希望上期所能够维持夜盘21点开市,且其他交易所应该统一时间,否则结算压力更大。”上海一家期货公司负责人说,交易所要将夜盘交易时间提前1小时,目前条件仍不成熟,贸然推出可能会造成期货结算业务压力过大。

### “跟着走”还是“自己走”

然而,倘若不提前这1小时,夜盘的功能发挥将大打折扣,在一些特殊时刻,夜盘可能只能跟着外盘走,使国内投资者不能提前反应。

业内人士说,这就是“跟着走”还是“自己



新华社图片

走”的问题。在没有夜盘交易的时候,中国的市场多数时候是“影子市场”,只能被动跟随外盘走势,根本谈不上价格主导权。因此,一直以来,投资者对夜盘提前1小时开市的呼声较为强烈。

据本报记者查阅资料显示,境外交易场所几乎实现了“全天候交易”,以芝加哥商品交易所(CME)为例,在轻质低硫原油(实物)期货(WTI)上,交易场所CME GLOBEX横跨各平台的交易时间最长,每周6天,24小时不间断,除此之外还有场外交易系统与公开喊价。

目前CME和LME等境外主要市场交易时段均已覆盖北京时间20时及以后,而且20时以后成交开始活跃,甚至还出现阶段性成交峰值的情况,同时,对大宗商品期货市场影响较大的美国经济数据,大多都在北京时间20时30分左右发布,该时间点前后市场波动也较剧烈。

以纽约商品交易所COMEX黄金期货交投最活跃的8月合约为例,上周五(6月6日)当天美国劳工部(Department of Labor)照例在北京时间20时30分发布上月的非农就业系列数据,该指标与美国GDP一道,成为全球最为关键的一套经济指标,且备受全球黄金市场关注。从成交数据来看,成交及价格波动主要出现在20时30分前后,但上海黄金期货则向后推延了30分钟左右。

中信期货副总经理景川表示,外盘先动而国内夜盘未开的局面,会使夜盘交易的意义大打折扣。目前国内夜盘的交易主力是对冲者或套利者,但外盘在冬令时北京时间20时和夏令时19时就已进入活跃交易时段。

如果能调整国内期市夜盘开市时间,将更多地覆盖境外市场主流交易时段,更好地满足国内实体企业风险对冲的需求。

目前,国内行情跟着国外走的期货品种不

在少数。虽然,夜盘提前1小时可能不足以改变部分品种“跟着走”的现状,但一定程度上,提供了投资者独立于外盘对相关数据和市场进行判断的充分时间。

随着夜盘交易品种的逐渐增多,投资者将面临更多的市场机会,同时也考验着市场及交易所、期货公司各方的“承压能力”,特别是在期货结算业务上。

一位期货公司提出建议,要解决期货公司结算效率低的问题,最根本的办法是实行交易结算分离,虽然交易结算分离面临的困难很大,但如果不解决这个问题,期货创新的步伐一定会受制于期货公司较低的结算效率。

### 农产品夜盘鸣锣在即

目前,国内期货市场仅上期所金、银、铜、铝、铅、锌六个贵金属、有色金属品种实行了“夜盘”交易,而农产品板块仍为空白。

据中国证券报独家获悉,在大商所前期市场调研和意见征集中,市场人士认为,大商所现有的15个期货品种中,大豆、豆粕、豆油、玉米、棕榈油、聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、焦煤、焦炭、铁矿石等品种交易活跃、市场参与广泛,国内外产业客户和投资者关注程度较高,均具备推出夜盘交易的基础。

但大商所相关负责人表示,为确保夜盘交易稳妥起步,初期交易所会先选择少数品种进行试水,在稳健运行和经验积累基础上,将尽快扩大推广到其他品种,以满足市场和投资者的需求,初期及后续品种确定交易会另行通知。目前大商所进行全市场测试的品种为棕榈油和焦炭,这两品种均已在国际市场产生较大影响,具有未来争取国际市场定价话语权的优势。

“农产品同样会面临隔夜风险。”上海中期副总蔡洛益说,当前豆类市场与国际市场的

联动性已经很强,美国农业部公布的月度农产品供需报告,市场对利多多空数据的解读会直接反映在COBT豆类期货盘面上,而国内豆类期货缺乏夜盘,导致第二日盘面价格开盘时间的剧烈波动,甚至有些参与者可能会提前在报告公布的前一天结清部位,而有了夜盘就无需如此操作,可在夜盘交易中进行风险控制。

蔡洛益还指出,目前无论是贵金属、有色金属还是农产品期货,中国在全球市场的交易规模排列居前,现货市场上中国作为重要的消费和生产国,定价权上始终处于弱势格局,然而夜盘的推出使得我国在这些品种上的定价权将有一定程度的增强。

民生期货市场发展部副总经理屈晓宁也表示,目前我国很多农产品的进口已占到半壁江山,对国内农产品行业冲击很大,价格也有影响,如何利用农产品企业连续交易区规避国际粮食价格的波动,这点就要交易所和期货公司多做文章,农产品夜盘的推出是再度深耕农产品品种的良机。

显然,推出夜盘交易是做深已上市期货品种和扩大市场规模的一种重要方式。据上期所提供的数据显示,截至2014年5月30日,连续交易时段共成交3.61亿手,成交金额33.99万亿元,其中黄金期货和白银期货日均成交量较连续交易上线前同期提高3.69倍和7.72倍,有色金属期货成交量较连续交易上线前同期上升6.26%。此外,连续交易上线以来,客户参与数显著增长。黄金和白银期货日均参与客户数较去年同期同比上升67.09%和78.81%。

业内人士指出,当前各交易所忙于推出新品种,却没有带来整体市场保证金“增量”,要给市场注入新的血液,就应该着手做深已上市品种,把它上升到上市新品种同样的高度,而非单纯推出新的期货品种。

## 期货“夜盘”有利贸易企业套期保值

□本报记者 官平

业内人士表示,连续交易制度应该扩展到更多内外盘联动性较强的期货品种。这些品种我国进口量较大,连续交易制度有利于进口消费企业、进口贸易企业及时套期保值,规避价格波动风险,能更好地为实体经济服务。

### 夜盘带来四利好

对产业客户而言,夜盘交易对套期保值方面有哪些变化和好处?银河期货副总经理周雷认为:第一,可降低产业客户的隔夜风险,对于制度完善和增强市场影响力的意义重大。参考金银夜盘的交易情况可知,推出夜盘有助于增加国内外市场的联动性,降低隔夜风险,也将促进成交规模的进一步扩大。

第二,交易时段增加,有利于更好的服务实体企业。交易时段的增加,使企业可以根据生产、加工和销售环节的需求,以及价格的波动,及时建立对冲头寸,充分发挥期货市场的价格发现和规避风险的作用,这将引导国内黄金和白银市场价格的合理运行。

第三,有助于增强国内商品市场的定价权,加大交易规模。以金银夜盘为例,黄金和白银本身具有较强的金融属性,目前世界黄金定价的主导权在美国COMEX黄金期货和伦敦LBMA现货黄金。金银夜盘推出后,沪金和沪银走势与外盘联动更佳,晚上21:00—凌晨2:30的夜盘交易时间大部分覆盖了欧美的交易时段,不会出现国内交易时段一条线,非交易时段出现的跳空情况。

第四,优化期货市场的结构,丰富投资机会。由于外盘在连续交易时段会公布重大经济事件和数据,夜盘的推出给短线投资者提供了机会,这也是深受市场投资者关注的一部分原因。

### 有更多机会“自由建仓”

上海中期副总经理蔡洛益也指出,参与套期保值的企业能够利用夜间时段,更好地规避价格风险,使企业套期保值操作更加便利,也扩大了市场容量,使我国市场价格形成更具有权威性。例如,目前我国大型企业已经参与到全球贸易中,在其他市场签订贸易订单的同时可以在夜盘交易中进行保值,起到了及时性的作用。

格林期货研发总监李永民表示,夜盘推出后,一方面,由于价格对市场反映更加及时、准确,企业及时套保后可以最大程度回避市场风险;另一方面,价格连续性增强,将使现货企业套保精度提高,跟踪误差大大降低。总之,夜盘推出使期货市场套保功能得到进一步发挥,也使企业可更加便利地使用期货工具回避风险。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇说,夜盘也可以弥补因交易时间差而带来的持有头寸不利变动风险,夜盘给企业更大的时间自由进行建仓。同时,夜盘交易可以活跃品种成交,提供流动性,使风险能够更容易地转移出去。此外,夜盘也有利于内外盘同时保值,对于一些品种而言,内盘标的可能不同于外盘标的,开通夜盘有利于寻求替代品种保值。

# 走出股指期货四大误区

□中国金融期货交易所研究小组

股指期货上市以来,市场运行平稳,功能逐步发挥,套期保值效果良好,起到了稳定器的作用。与此同时,市场对于这一新生事物认识和理解还不充分,对于股指期货套期保值等制度安排了解还不够全面,甚至对于期货持仓及其结构等基本常识和概念还存在一定的认识误区。

### 误区之一:机构做多期指只能套保?

有观点认为按照中金所的规定,机构做股指期货只能套期保值,机构“纯做多”限制为600手,机构就不能按照自己“价值发现”的意愿做多期指。这种观点误解了套期保值的概念。根据《中国金融期货交易所套期保值与套利交易管理办法》第二条的规定,套期保值包括了买入套期保值和卖出套期保值两种类型。其中,申请买入套期保值的投资者可以在股指期货市场上获得多头持仓限额,做多期指。此外,投资者可以根据有关规则和自身需要申请套期保值,多头套期保值的额度可以超过600手。

### 误区之二:中金所限制多头套保?

目前,中金所在统筹考虑市场总体承受能

力基础上,根据投资者实际风险管理需求与交易策略需要,进行套保套利额度审批及后续监管,努力满足市场真实风险需要,服务各类投资者,促进市场功能发挥。投资者可根据实际需求自行决定申请多头或空头套期保值。交易所不能也不会干预投资者的额度申请意愿和方向。机构自己向交易所申请多少额度,申请空头额度多,还是申请多头额度多,那是机构自己决定的。

以某机构运用套期保值的实战经验为例。2013年6月下旬后,期指贴水持续加深,触发该机构启动现货替代策略,逐渐增加多头持仓。6月24日至8月30日,期指平均贴水17点,单日最大贴水60点,该机构多头套保持仓由约100手快速增长至超过1000手。12月份后,期指升水幅度加大,该机构逐渐减少多头持仓至12月27日的零手。2014年2月,基差由升转贴,并再度呈现贴水贴水,该机构又逐步增加多头持仓,3月10日贴水30点后,其多头持仓提高至2000手以上。

### 误区之三:做空期指就是做空股市?

第一,套保不能只看期货市场的持仓,而是应该“两头看”。选择空头持仓并非看空、做空股市,并不改变期现总持仓的多头本质。如证券

公司持有股指期货空头,但现货持有多头更多,总体仍是净多头。市场上被称为“空军司令”的几家大券商其实都是期货空头、现货多头,两者相抵,整体看是绝对多头。随着运用股指期货低风险业务规模的扩大,券商整体持股规模逆市增长。2010年4月至2013年底,沪深300指数下跌31%,而同期排名前10位的券商自营业务日均持有现货规模不减反增,2013年持股规模较2010年逆市提高17%。

第二,从交易行为上看,机构套保在股指期货市场的交易具有“交易量少、不集聚,报单量小、限价单为主”的特点,对期货价格影响不大,更不会影响股市涨跌。一方面,综合期货和现货两个市场的头寸来看,机构即便在股指期货市场采用空头套保,但其股票多头规模远大于期货空头规模,仍是净多头,操纵市场下跌只能让自己亏损。另一方面,机构套保交易量占比有限,无法对市场价格走势造成显著影响。沪深300股指期货推出四年来,机构套保日均成交量不到6000手,仅占全市场交易量的1.28%。套保账户平均单笔报单量只有4.32手,市价单平均报单量也只有3.94手,市价单量仅为买一档位平均深度21.64手的18.21%,一般不会击穿买一档位,“没有主动往下边的档位伸手捞单子”,不会对市场价

格造成额外打压。机构套保账户日均市价报单只有649手,不到全市场日均交易量的0.04%,套保总体上倾向于被动等待成交,客观上没有主动成交并影响价格。

第三,股指期货市场事实上承接了大量的股票现货抛压,避免了现货市场大面积恐慌性抛盘。如果没有股指期货套保,那么对应的股票很可能被抛售,加剧市场的恐慌性下跌。例如,2013年6月24日,沪深300指数下跌6.31%,套保业务开展较深入的证券公司不但没有大幅抛售,反而买入沪深300指数成分股近20亿元,而未参与套保的其他机构投资者则出现大额卖出。再例如,排名前十位的券商中除2家外,其余8家公司2013年的持股规模均较2010年有所增长。而现货规模下降的两家公司恰恰是股指期货对冲比例最低的公司,由此可见,传统股票投资受市场涨跌影响大,在 market 下跌行情中,只能通过被动削减仓位控制风险。

第四,利用套保策略开发绝对收益理财产品,为广大投资者提供财富管理工具。随着沪深300股指期货上市,带动了境内指数基金业务蓬勃发展,据统计,仅嘉实沪深300指数基金的持有人就超过150万人,华夏沪深300指数基金持有人也超过50万人。再如,某绝对收益产品于2012年2月开

始建仓,截止到2014年一季度,期间产品收益率(费后)为20.20%,产品年化收益率为9.6%,年化波动率4.57%,而同期沪深300指数收益率为-21.03%,年化波动率超过20%。

### 误区之四:期货公司持仓等于机构持仓?

为增加市场透明度,中金所每天收盘后公布当天成交持仓排名前20位的期货公司。有观点错误地将期货公司代理客户的总持仓等同于机构持仓,事实有误,结论必然南辕北辙。

所谓“前20名”,系指期货公司席位而非投资机构,是期货公司代理的诸多客户的共同交易结果。例如,“中信期货”这个席位上的持仓,并非“中信证券”的持仓,既有一部分机构的持仓在里面,也有很多是广大中小投资者的持仓,还有它代理的其他一些交易会员底下的客户持仓。它包含了机构资金、散户资金,包含了投机头寸、套利头寸、套保头寸,且机构资金习惯重仓,它的变动不能简单等同于“主力加仓或减仓”。

从全市场角度看,有空必有多,多空必相等,要开一手空单,必然要有一手对应的多单开仓。期货做空不能单独成立。但如果只看市场中个别、少数投资者的持仓,那是很可能或多或空,但不能以一概全,由此得出多大于空或空大于多的结论。