

“恐惧指数”出奇平静 期市“创业板”化身听风者

□本报记者 王朱莹



新华社图片

黎明前的黑暗:波动率消失

反映美国股市波动的VIX指数目前跌至七年来最低水平，类似的全球货币波动性指数已达到自2001年有记录以来最低；一些欧洲国家国债收益率因大规模释放流动性已降至多年未见的低位；大宗商品在长期弱势后出现企稳,黄金波动率指数创2013年1月份以来的最低记录……等等，均是目前金融市场波动率明显收敛的表现,这使得美国主要交易所的成交量锐减,各国国际大投行的交易业务备受困扰，全球大型银行已经削减了自营交易部门。

“基准债券是衡量风险的最基准的参照，一旦基准债券市场被扭曲，风险性资产便会丧失波动率。市场之所以平静，原因是因为各国央行的过度干预量化宽松,扭曲了债券收益波动,干扰了对于未来最基准风险的评估体系,因此,导致风险性资产的评估错位,风险

性资产等波动率因而急速下降。”中国宏观对冲研究院院长付鹏说。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示,当前全球风险资产价格无疑都是由宽松的货币政策推动的，实际上很少有国家和经济体是依靠自己强劲的经济基础来度过危机的。目前不管是发达国家的债务问题,还是新型经济经济体的结构问题,在长达五年的风险资产价格上涨过程中，已经没有新的力量接过货币政策的接力棒，随着风险资产价格泡沫逐步破灭，持续回调的资产价格目前已经抵达一个瓶颈期，亟待突破。

“若轰隆隆的噪音越来越小,就说明市场有了新的信息:没有冲击力促使市场震动,市场也没有方向性变化。”瑞银资产波动研究专家Ramin Nakisa

分析。

没有方向,也许意味着市场正在寻找方向,反转行情也许正在黎明前的黑暗中酝酿。

VIX指数由标普500的成分股期权波动性组成,用来反映投资者对于未来30天内股市波动性的预期,一般跟股市呈反比走势。在股指下跌时,通常VIX会不断升高,而在指数上升时,VIX会下跌。

若从另一个角度来看,当VIX异常的高或低时,表示市场参与者陷入极度的恐慌而不计代价的买进看跌期权或是过度乐观而不作任何避险动作，而这也往往是行情即将反转的讯息。

Wells Capital Management的首席投资官吉姆·保尔森曾表示:“VIX指数降至低位，这反映出全球经济复苏范围正在扩大,经济开始企稳。”

拐点到来先兆:基本金属轮动

也纷纷轮动，沪铜主力1408合约价格创了近两个月以来新高,沪铝主力1408合约价格也创下1月上旬以来新高，沪锌主力1408合约价格则创了2013年3月以来高点。同样,A股市场上罗平锌电、驰宏锌锗等也纷纷如影相随。

基本金属如此有序轮动,究其原因,程小勇认为,主要在于三方面因素。

首先，投资需求正在驱动海外大量资金买入工业金属,因在欧美股市波动率收敛的情况下,海外基金等投资机构纷纷寻找锌的投资标的来获取高收益率,而工业金属由于其金融属性和易储藏等物理属性，最适合作为融资交易和套利交易的载体；

其次，在6月19日美联储公布的会议纪要显示,鸽派论调远高于预期，暗示就算美国经济复苏达到预期，已经对宽松货币政策产生依赖的美联储并不愿意很快收紧货币，且对于收紧流动性和实际利率上升后美国经济能否保持复苏缺乏信心。在美联储偏鸽派的言论下，海外投行配合有色金属库存下降

将视线放回国内。今年上半年,在房地产降价、信托出现违约案例、影子银行甚嚣尘上等问题困扰中国经济之时,市场也出现了“6月中国即将迎来明斯基时刻”的观点。但领先反映中国经济复苏态势的基本金属市场,却出现了可喜的变化,从侧面回应了这一不实论调。

在经历了将近5年的去泡沫化、去金融化之后,金属市场开始回归基本面,并出现有序轮动,进而带动了股票市场的积极响应。

令市场印象最为深刻的,莫过于伦镍的疯狂上涨。2014年2月开始,伦敦镍价出现一轮强势上涨,而此前,镍价刚刚创出2009年6月以来新低,这一轮反弹,镍价从13815美元/吨一线几乎单边上涨至5月13日的21625美元/吨的阶段高点,涨幅逾50%。几乎在镍价疯涨的同时,A股市场上吉恩镍业等概念股也发动了一波凌厉攻势，吉恩镍业股价从7元低点涨至了19.57元的阶段高点,涨幅逾123%。

就在镍价炒作潮退之后,基本金属中的铜、铝、锌

结构性机会:期市也有“创业板”

尽管市场出现了乐观变化,但是在经济结构转型的初期,与中国经济命脉紧密相连的工业品,由于经济基本面以及产业链本身所经历的结构转型的阵痛还将持续,上述品种的底部形态尚未夯实,反弹的可持续性也受到市场质疑。

展望未来，中国证券报记者采访的多位分析人士均认为,市场整体仍将处于弱势行情,但会出现一些结构性机会。

一如A股市场中存在主板蓝筹股和中小板创业板的中小盘股之分，期货市场中也存在蓝筹股和中小盘股的区别。

从波动幅度来区分，期货市场中的“蓝筹股”品种,包括贵金属、铜、铝、铅、锌等基本金属,以及橡胶、焦煤、铁矿石等工业品,而“创业板”品种主要是鸡蛋、白糖、豆粕、豆油、菜粕等农产品。

海外糖价惹火 国内难望其项背

□广发期货 刘清力

国内白糖市场进入传统需求旺季，炎热的天气使消暑饮品、食品畅销。与此同时,南美正值冬季,是生产高峰季节。国内糖市一个明显的压力就是来自于以南美糖市为主体的海外糖市的冲击。

数据显示，虽然我国4月份进口量只有27万吨,小于2013年同期，可2、3月份的进口却高出2013年同期一倍多。2014年1~4月的累积进口量高达113.62万吨,超出2012年同期81万吨一大截，也同样明显高于2013年同期的89万吨,算是创下1~4月进口水平的历史新高。如果按照4~5月的海内外比价估算,5~6月的进口规模可能也不会小。

国内糖市另一个冲击就是库存问题。短期影响在于工业库存：截至5月底，全国结余库存647万吨,高出2013年同期384万吨约263万吨。这里有两个地方要注意：一是2013年有150万吨的收储量；二是2014年产量比2013年增产约25万吨。但即便2013年的库存中加入收储量,也仍然会比2014年少100多万吨；就算是2014年增产,却也只增产25万吨而已,相较库存水平而言并不匹配。如果说4月份时库存水平因为还在继续生产,产量还在增加而偏高不能说明问题的话，那么5月底就不存在这个问题了，因为历年5月时生产都基本结束,产量也都基本固定。另外,就算在产量高达1484万吨的2007/2008榨季,2008年5月底时也才余下598万吨的工业库存。按照上述逻辑分析,2014年5月底时的工业库存数据有很好的可对比性,已经很能说明糖市眼

下的状况了。

放眼未来数月,9月过后本榨季就结束了。从2007/2008榨季开始,6-9月4个月间，最高销售水平是2008年的447万吨，平均超过110万吨/月。之后到2013年为止，都未曾有超过这一销售水平的记录。实际上2013年是最差的,只销售了331万吨,平均不到83万吨/月。在现行的经济状况下,预计6~9月销量大幅增加是不合理的,毕竟2008年的金融危机是在9-10月才全面爆发,而之前中国经济一直相对稳健。而且2008年时,白糖期价主体运行在4000元/吨之下,2014年则运行在4000元/吨之上。据此推算,即便月均销量达到110万吨，到本榨季结束时仍然会有207万吨的结转，这将直接影响到2014/2015榨季初期的糖价。不论如何，超过100万吨结转将是大概率事件。

因此,我们注意到2014年仓单水平发生较大变动。4月份开始仓单大幅增加，虽然仓单的绝对水平无法与2008年时候相提并论，但相比2011年4月至今而言，已然大幅增加2-3倍,且是最近4年的最高仓单水平。仓单水平与基差很有关系,2011-2013年白糖期价贴水于白糖现货价格,但是2014年上半年基差逆转，白糖期价变为升水于白糖现货价格。只是近日因为升水幅度很小而并未惹来更多的仓单量。

如此看来,白糖期价上周反弹很可能要归因于原糖的上涨。但逻辑上这正是海内外比价修复的机会，意味着国内糖价不应该出现海外糖价类似的涨幅。在价格行情与供求数据背离的情况下，价格上涨是得不到有效支撑的。

中国期货保证金监控中心农产品期货指数（6月20日）				
名称	现价	日涨跌	周涨跌	月涨跌
农产品期货指数	992.4	0.42%	0.72%	-0.73%
谷物指数	1002.22	-0.17%	-0.04%	0.79%
饲料指数	1742.42	0.32%	0.32%	0.72%
粮食指数	1513.64	0.27%	0.31%	0.29%
油脂指数	685.1	0.74%	0.79%	-0.63%
油脂油料指数	1064.43	0.55%	0.59%	-0.22%
软商品指数	858.5	0.23%	1.41%	-2.78%



注：上周保监中心CAFI指数小幅上涨至992.4点，较前一周上涨0.72%，综合商品指数CRB延续指数连续第二周上涨，涨幅0.85%至556.81点。

今年以来CAFI指数成企稳上涨态势，六月以来小幅回调,放缓了涨势,而上周上涨收复了本月跌幅,但仍处于2012年12月至2013年第一季度构成的1000点压力位之下。

分项指数上,软商品指数涨幅居前,达1.41%;油脂指数止跌反弹,上涨0.79%;饲料在经历了一轮强势上涨后进入整理期,仅上涨0.32%;农产品中仅谷物指数小幅下跌-0.04%。

从各品种周度环比变化看,上周CAFI指数11个品种普遍上涨,仅4个品种下跌:粕类在半年来强势上涨后开始震荡,上周跌幅较大;而油脂相对于粕类的疲消此涨,在经历一波下跌后有所反弹,对指数综合影响相对抵消;软商品中白糖止跌反弹,棉花走平;粮食类微幅涨跌互现。

热点品种上,国际市场对巴西未来产量担忧延续,导致外糖连续两日大涨,郑糖处于震荡区间的顶部,压力仍在,关注外糖强势能否传导到郑糖，突破震荡区间。粕类高位放量，强势终止，但油脂相应反弹。研究分析今年粕类供需比去年有所宽松,下半年不被看好,油粕比年内低点已经出现。(银河期货资产管理部 康凯)

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所6月20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	1165.81	1165.90	1158.46	1162.09	0.99	1162.14
易盛农基指数	1258.39	1258.39	1249.00	1249.00	-7.40	1250.30