

“黑旋风”的监管反思： 与市场化之路不期而遇

□本报记者 叶斯琦

“炒煤焦钢的资金已经在加快离场了。”中粮期货某营业部经理黄斌在接受中国证券报记者时表示，“连续出台的调控措施效果很明显，之前我们都倍感压力，担心期货市场成为众矢之的，好在现在‘黑旋风’过了。”

虽然已风平浪静，不过回看2016年春夏之交，期货市场的“火爆”一幕仍被业内人士津津乐道。从三大交易所的17道“金牌”，到热门品种交易持仓比的快速回落，我国期货市场在“有形的手”和“无形的手”配合之下，展现着很强的自我调整能力。

镁光灯的背后，业内人士已经开始思考：在维护市场稳定、保证市场活跃度乃至争取全球大宗商品定价权之间，市场主体将怎样融合与平衡？

“黑旋风”散去期市重归平静

透过几个简单的数据就可以看出彼时期货市场的热度。统计数据显示，4月21日和22日，螺纹钢的成交量均突破了2000万手，分别达到2307万手和2319万手，换算成吨计算，达2.3亿吨。这个数字创造了国际期货品种交易量纪录。

为了抑制过于频繁的短线交易，4月，三大商品期货交易所连下17道调控令，对相关品种出台了包括扩大涨跌停板、提高最低交易保证金及调整交易手续费、取消对套利交易中异常交易豁免、扩大焦炭部分交割厂库标准仓单最大量等措施。

调控立竿见影，相关品种交易持仓比逐步下降，短线炒作势头得到遏制。上周五，螺纹钢期货主力合约的成交量仅为985.2万手，较4月高点减少近60%。价格方面，该合约回调了约10%。

另一组权威数据显示，至5月6日收盘，焦炭、焦煤、铁矿石和聚丙烯等品种周日均交易持仓比由上月以来最高一周（4月25日至29日）的7.26、4.43、4.74、3.36分别下降至目前的（5月3日至6日）2.02、1.12、1.92、0.99水平。

“我的客户当中，之前做多煤焦钢的，全部获利离场了。现在炒单的成本很高，很多客户不做了，或者改做其他品种，比如农产品等。”黄斌说。

有业内人士计算，现在有些品种的交易成本已经大幅上升至原来的10倍，做100手的手续费可能达到3000元，在这样的情况下，利用期货的T+0机制进行短炒盈利是难上加难。

“从实际效果看，交易所的此次调整对控制短炒进而抑制市场过度波动有不错的效果，市场温度得以降低，而价格波动逐步回到正常区域。相比此前，本轮调控中交易所出台政策比较及时，后期或许可以更多着眼于保证金和期货价格单方向连续波动的风险控制。”混沌天成研究院院长叶燕武表示。

“目前来看此轮调控是成功的，前期涨幅凶猛的黑色产业链等品种价格已经回归理性。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇认为，调控要一分为二来看：由于市场“无形的手”有时会放大市场波动，交易所出台类似调



CFP图片

控措施有利于防止市场本身自我强化式的失控，因此诸多措施是积极的；不过，由于前期商品市场过热并非期货市场本身导致，因此要防止市场过热，还需要从整个经济层面和金融层面考虑，如引导资金流向实体经济、防止过度杠杆和增加合适的投资渠道等。

“有形之手”的红与黑

从美国1987年股灾到A股2015年大震荡，从“327国债期货”事件到黑色系热潮，在金融市场上，调控既是科学，也是艺术。

对于调控的必要性，格林大华期货研究所所长李永民指出，首先，能够使市场趋于理性，使信息沟通更加充分；第二，可以引导资金流向，使市场更有序。第三，对投资者，特别是散户投资者而言是一种预警。

业内人士指出，商品期货短炒过盛、必将引发价格非理性波动、出现过快上涨，这将进一步抬高原材料成本，不利于实体经济企稳回升，还会导致诸如钢铁等去产能类行业的厂商复产，影响国家当前的供给侧改革。此轮调控的积极意义在于，一是有利于防止市场过热，使市场回归供需基本面主导；二是防止过度杠杆的危机在商品市场上重演。

不过，也有市场人士担忧，交易所调控属于临时性措施，可能扼杀市场流动性；培育一个期货市场并不简单，如果投机者都走了，谁来给实体产业做套保对手盘？

燃料油期货由盛而衰就是前车之鉴。在2010年至2011年的商品牛市中，为了抑制过度投机，燃料油期货的合约乘数（每手的交易吨数）被上调了4倍。变成大合约之后，一度十分活跃的燃料油期货成交量大幅下降，结果是投

机者退出的同时，套保盘也进不来了。如今燃料油期货成交量极低，已经名存实亡。

中国农业大学经济学教授常清指出，目前国内期货市场发展还不充分，投资者结构不合理、产业客户参与度不够，尚缺少期权工具及掉期等场外市场，风险管理市场发展的不充分与巨大的风险分散转移需求间存在较大矛盾，这也使市场风险防控难度加大、任务较重。从完善投资者结构，让市场能够满足和承担更多的避险需求角度出发，从完善工具和市场体系、增加避险渠道并提高避险效率角度出发，从增强市场自适应能力和市场风险防控能力出发，都需要进一步发展期货市场。

更有业内人士指出，中国有着最活跃的交易者和最庞大的需求市场，期货市场还应该进一步做大，以争取全球大宗商品定价权。商通社专家望都表示，如果中国的期货市场继续放大约十倍，甚至百倍的规模，并且对全球资本开放，世界的定价中心自然而然将落在中国，中国将接过资源财富的指挥棒。

以铁矿石为例，数十年来，铁矿石价格都是由全球最大的矿业公司与钢铁生产商以秘密磋商的方式确定的。而现如今，铁矿石的定价权正在向东转移。

据路透社报道，负责运营北卡罗来纳州对冲基金 Academia Capital 的 Ivan Szpakowski 称，大商所铁矿石期货价格影响力日益扩大的一大原因就是期货价格实时可见，而且变动频率很快。

市场化手段助期市更加成熟

5月6日，大商所最新发布的通知显示，自5月10日起焦炭、焦煤、铁矿石和聚丙烯品种非日内交易手续费标准恢复至原成交金额的万分之0.6，上述四品种同一合约当日先开仓后平仓交易手续费标准继续维持万分之7.2（焦炭、焦煤）、万分之3（铁矿石）和万分之2.4（聚丙烯）的现有水平不变。

对此，大商所新闻发言人表示，此次对日内和非日内交易手续费实行差异化收取措施，意在抑制相关品种过于频繁的短线交易、防范过度投机风险同时，避免对正常的非日内交易造成冲击，确保市场运行效率，保障期货市场价格发现和避险功能的发挥；下一步交易所仍紧抓监管不松懈，重点加大市场稽查工作力度、严厉打击违规违法行为，确保市场安全稳健运行。

业内人士指出，日内短线仍保持调后的高手续费、恢复了非日内的原水平，这避免了对中长线投资的影响，保持了市场厚度，也可以降低换手率，避免调控措施对非日内交易的冲击。市场需要适度的流动性与套保匹配；流动性过低价格波动容易变大、交易风险加大。因此，通过现有的措施，可以挤出一部分短线投机资金，增加持仓量，同时又不伤害市场效率。

叶燕武表示，从交易所对价格波动的反应来看，这次调控更多的是对价格发展中短炒盛行的抑制，出台措施动作迅速。一旦后期市场价格波动逐步回归正常范围，波动率降低，调控措施会逐步退出，从而防止市场流动性过度干涸带来的价格非理性波动。

在程小勇看来，调控措施至少不需要加码，不过鉴于高收益资产荒、通胀回升激发的保值和资产配置需求，大宗商品依旧是资金青睐的标的，危机式调控措施需要转变观念，对症下药，需要更加市场化。

元说明国内矿山开工率仍有一定的上涨空间。因此叠加外矿供应压力，铁矿石价格难以长时间维持在60美元之上。

中州期货也认为，高矿价刺激矿山逐步复产，铁矿石供给明显增加。最新数据显示，4月澳洲、巴西铁矿石发货总量为2103万吨，较3月有所增加。随着外矿到港量逐步增加，港口库存或继续攀升。从盘面上来看，钢矿多头排列已逆转，连日下跌已经回吐了不少前期涨幅，市场炒作热度进一步下降。实际需求方面，去库存仍然是主要任务，虽然一线城市仍然供不应求，但三四线城市去库存难度较大，因此房地产投资难有超预期的表现。基建投资方面，受财政预算赤字率制约，后市要维持今年以来20%左右的基建投资增速难度较大。因此，对铁矿石宜维持空头思路。

大商所： 对焦炭等品种实行 差异化手续费收取

□本报记者 王超

大商所5月6日发布通知，自5月10日起焦炭、焦煤、铁矿石和聚丙烯品种非日内交易手续费标准恢复至原成交金额的万分之0.6，上述四品种同一合约当日先开仓后平仓交易手续费标准继续维持万分之7.2（焦炭、焦煤）、万分之3（铁矿石）和万分之2.4（聚丙烯）的现有水平不变。

大商所新闻发言人表示，此次对日内和非日内交易手续费实行差异化收取措施，意在抑制相关品种过于频繁的短线交易、防范过度投机风险同时，避免对正常的非日内交易造成冲击，确保市场运行效率，保障期货市场价格发现和避险功能的发挥；下一步交易所仍紧抓监管不松懈，重点加大市场稽查工作力度、严厉打击违规违法行为，确保市场安全稳健运行。

这位发言人说，自3月9日、特别是4月18日以来，针对部分品种短线交易率过高、交易持仓比快速提升且持续保持高位、出现过度投机趋势的情况，交易所从服从、服务于实体经济发展和维护市场稳步健康发展大局、坚守不发生系统性和区域性风险底限出发，坚决抑制过热交易、防范过度投机风险，对相关品种出台了包括扩大涨跌停板、提高最低交易保证金及调整交易手续费、取消对套利交易中异常交易豁免、扩大焦炭部分交割厂库标准仓单最大量等在内的系列监管举措，目的是在提升市场自身防控风险能力的同时，重点通过提高交易成本对过于频繁的短线交易进行抑制，控防风险。相关措施实施以来，效果显现，相关品种交易持仓比逐步下降，短线炒作势头得到遏制。至5月6日收盘，焦炭、焦煤、铁矿石和聚丙烯等品种周日均交易持仓比由上月以来最高一周（4月25日至29日）的7.26、4.43、4.74、3.36分别下降至目前的（5月3日至6日）2.02、1.12、1.92、0.99水平。

这位发言人说，在相关监管举措出台过程中，为避免交易成本提高对非日内交易和套保交易的冲击，满足避险交易对流动性的需求，保障市场价格发现和避险功能发挥，交易所从坚持风险防控与提高市场效率相统一的思路出发，对各品种日内和非日内及套保交易差异化手续费收取模式进行了研究，并根据市场形势于4月27日先期出台了对企业套保交易手续费标准仍按去年底较低水平收取的措施，确保套保交易成本不增加。结合近期系列监管举措实施效果，在审慎评估市场运行的基础上，交易所决定对日内交易和非日内交易手续费进行差异化管理，在对相关品种日内交易进行严格管理、维持其现有较高手续费标准基础上，将非日内交易手续费收取标准恢复至原有水平。目前交易所还在推动对相关规则制度的修订工作，以进一步完善风险管理制度体系，形成相关工作的长效机制，使差异化手续费收取对日内短线交易合理水平的管理和引导等相关举措制度化，增强市场预期，提高会员、投资者对市场风险防控的主动性与有效性。

这位发言人强调，当前及未来一段段时间，交易所将继续强化对市场的监测监控和预研预判，对影响市场安全稳定运行因素仍保持高度警惕性，紧抓监管不松懈，对所有短线交易频繁、交易持仓比过高品种，仍会采取进一步提高交易手续费的举措防控过度投机风险，并视市场情况必要时会进一步采取包括限仓等在内的监管举措，以巩固和强化防控效果，严防过度投机氛围外延至其他品种或复燃。同时，交易所将重点加大市场稽查工作力度，严厉打击违规违法行为，对于已查明的违规行为将按规则进行自律处分，对于涉嫌违法行将线索将及时进行移交查处，以切实维护市场“三公”原则和正常市场秩序，确保市场安全稳健运行，也希望广大会员单位理解、支持和配合。

他同时重申，交易所继续完善合约运行规则、提升市场效率服务实体经济的方向不变，交易所依照支持会员和实体企业的惯例、反哺市场的承诺不变，目前交易所已要求会员将近期手续费调整后对套保交易多收部分划入客户套保结算准备金中。下一步，交易所将继续加大对会员和产业客户服务的力度，目前正在研究进一步鼓励会员开发产业客户、服务实体经济的激励措施，对产业客户参与市场进行套保交易和风险管理实施更为优惠的措施，以培育引导产业客户科学合理参与利用期货市场，增强市场利用效果，并增强市场稳定性，相关举措待论证完善后将适时发布。

铁矿石期货量仓双双降至百万手之下

□本报记者 叶斯琦

上周，铁矿石期货表现弱势。周四主力1609合约报417.5元/吨，下跌5.28%，居跌幅榜首位。不过周五显著反弹，1609合约上涨3.03%，至425元/吨。当日该合约成交量、持仓量双双降至100万手之下。

现货方面，港口61.5%PB粉报价（湿吨）大幅下调，曹妃甸报475元/吨，下降10元/吨；连云港报475元/吨，下降25元/吨。近期发往天津港的铁矿石船货报价稳定在每吨61美元左右，而2016年1月1日该数值仅为42.90美元。

宏源期货分析师王澈认为，对于整个黑色板块而言，利空因素正处在逐步累积。首先，随着消费旺季的结束尤其是南方梅雨季节的到

来，终端施工将受到一定影响，国内基建需求不会出现爆发式增长；其次，房地产市场量价已经回落，销售对于新开工的提振作用有其时效性，特别是目前消费增速和开工增速都处于偏高位，边际需求继续改善的空间不大；再次，钢材供应正在缓慢释放，粗钢日产逐步升至历史高位，一旦钢材价格失守，则对矿价具有相当大的传导作用；第四，外矿到港量持续走高，进口转强，国产矿开工升温，成本端下移，并对成材形成拖累。

数据显示，1-3月国内进口铁矿砂及其精矿累计进口2.42亿吨，累计同比增加6.5%，明显高于2015年全年平均水平，外矿供应增速再次反弹。3月份国内铁矿石原石产量9815.8万吨，同比增长6.43%，1-3月铁矿石原石产量累计

2.62亿吨，累计同比增速-5.3%，连续11个月收窄，最大负增长出现在去年4月的-11.83%。

分析人士指出，经过期现货轮番拉涨，铁矿石普氏报价一度触及70美元/吨，目前仍停留在60美元上方，矿价的回暖将促使高成本矿死灰复燃。王澈表示，截至4月29日，国内矿山开工率回升至45.2%，大型矿山开工率逼近60%，中型矿山为18.2%，小型矿山仍旧处于全面关停状态，开工率维持8.7%。矿价上升已经促使成本偏低的大型矿山率先开工。回顾历史数据，只有当铁矿石价格维持在70美元上方，中小型矿山开采动力才会逐渐恢复。另外去年数据显示，铁矿石现货价格超过64美元之后，国内矿山开工率升至53.8%，大型矿山开工率逼近70%，截至目前普氏报价为61.5美

元，说明国内矿山开工率仍有一定的上涨空间。因此叠加外矿供应压力，铁矿石价格难以长时间维持在60美元之上。

中州期货也认为，高矿价刺激矿山逐步复产，铁矿石供给明显增加。最新数据显示，4月澳洲、巴西铁矿石发货总量为2103万吨，较3月有所增加。随着外矿到港量逐步增加，港口库存或继续攀升。从盘面上来看，钢矿多头排列已逆转，连日下跌已经回吐了不少前期涨幅，市场炒作热度进一步下降。实际需求方面，去库存仍然是主要任务，虽然一线城市仍然供不应求，但三四线城市去库存难度较大，因此房地产投资难有超预期的表现。基建投资方面，受财政预算赤字率制约，后市要维持今年以来20%左右的基建投资增速难度较大。因此，对铁矿石宜维持空头思路。

供应增多 钢价延续回落

□本报记者 官平

当前，支撑前期国内钢价大涨的几大重要因素均已逐步发生变化，一线城市楼市降温，钢厂复产加快，货币政策宽松或已见顶。业内人士表示，随着市场预期发生转变，商家对手中前期获利资源将加快出货套现，短期钢价仍将持续。

机构监测显示，“五一”小长假期间唐山钢坯累计下跌100元/吨，市场看空情绪蔓延。虽然期间沙钢中天等钢厂发布5月第一期价格政策，出厂价上调30元/吨，出厂价调至3090元/吨，仍难阻市场颓势。节后第一个工作日，随着远期合约大幅下挫，现货报价也出

现下调。

根据国内知名钢铁现货交易平台——西本新干线的交易监控数据显示，“五一”节后，国内钢价全面大幅下跌，华东、华北地区多数市场价格跌幅超过200元/吨，市场恐慌心态显现。

分析认为，受期货大幅下挫及唐山钢坯价格走弱影响（唐山钢坯价格自“五一”假期以来，累计回调200元/吨），国内主要建材市场价格纷纷回调，贸易商信心受到冲击，广州地区市场也不例外，尤其是前期低成本库存，降价套现意愿强烈。库存方面，由于高价位成交受阻，商家操作多以积极出货为主，订货积极性下降。

从钢厂生产情况来看，据中钢协数据显示，2016年4月中旬重点企业生铁、粗钢、钢材日均产量分别为163.95万吨、粗钢168.79万吨和167.14万吨，较上旬分别下降0.40%、增长0.09%和增长5.33%。

随着利润回升，前期停产、减产的钢厂复产已经越来越多，据了解，山西建龙（原山西海鑫）于4月底已经点火两座630立方米的高炉，5月份建材生产线将恢复生产。而唐山世园会“六大活动”期间的五个重点时段之第一阶段限产于5月4日零时已解除，第二阶段计划于6月14日启动，部分受限产的钢厂也已恢复生产。预计4月份全国粗钢日均产量创下历史新高可能性较大，5月份全

国粗钢日均产量将4月份将会继续上升。

分析人士指出，中国青岛港铁矿石价格1月中旬触底40美元/吨附近之后一路飙升，但遭受到外界普遍质疑涨幅的可持续性，并指出这一波涨幅很大程度上是中国和全球其他地区钢厂增加采购所致——全球开工率已从去年12月份的64%增加到今年2月份的66.2%。不过，若中国缺乏进一步财政刺激措施，这样的需求可能难以维继。

业内人士认为，鉴于经济开始反弹、且此前政策效果尚未完全显现，预计近期政策宽松势头或已见顶，随着市场预期发生转变，商家对手中前期获利资源将加快出货套现，钢价短期仍将震荡下行。