



油市难改猴性 原油期货唱出“中国好声音”

□本报记者 张勤峰

“猴性”油市提升避险需求

在就油价的最近一次发声中，国际投行高盛预计，布伦特原油在2019年的均价将会超过其此前预估的67.50美元/桶，原因在于全球需求前景好过此前预测，产油国减产的力度强于预期。

高盛做出这一番判断的另一背景是，2018年末以来，风险资产掀起一波跨年上涨行情。以道琼斯工业指数衡量，最近一个月，美股已从2018年末低点反弹了将近14%。而作为大宗商品的风向标——原油大有王者归来的架势。在2018年西方圣诞节前夕，WTI原油期货一度跌至42.36美元/桶，40美元关口岌岌可危；但在假期后首个交易日，纽约原油就大涨了将近10%，实现华丽转身。截至1月25日，WTI原油期货收报53.55美元/桶，已较1个月前的低点反弹超过26%。同期，Brent原油期货也从最低50.22美元/桶反弹超过20%，1月25日收报61.44美元/桶。

风险情绪的回升，配合对供需前景的重估，市场对短期油价继续上涨的线性思维得到强化。洲际交易所(ICE)最新公布的数据显示，截至1月22日当周，投机者所持Brent原油净多头头寸再增加30029手至202934手合约。

然而，太多前车之鉴表明，好的开始并不一定有好的结局。2018年的油价走势就是一个例子。2018年前三季度，油市顺风顺水，持续上涨，到2018年10月初，WTI原油最高涨至76.90美元/桶，Brent原油最高涨到86.74美元/桶。正当油价将破“百”的声音此起彼伏之时，原油却调头急挫，纽约油价和布伦特油价最多时双双较高点下跌了超过40%，创下近四十年最长的连续下挫纪录。

“供需是决定油价走势的根本性、长期性因素。”宝城期货年度报告指出，2019年全球经济增长放缓降低了原油需求预期，2016年初开始的原

2019年伊始，油市春意渐浓。然而，2018年的前车之鉴暗示，好的开始并不一定有好的结局。国际形势纷繁复杂，油市难改“猴性”，风险管理工具大有可为。国内原油期货自上市以来，境内外高度关注，影响力持续增强，话语权不断提升，唱出了一曲“中国好声音”。

油上涨周期已结束。

“不管是EIA、IEA还是OPEC，均在其报告中指出了未来原油需求增速的下行。”海通期货年报进一步指出，2019年影响原油供需及价格的关键变量在于供给。目前在“OPEC+”减产120万桶的背景下，原油市场勉强实现供需平衡，然而，地缘政治、减产执行情况、美国增产等使得未来供给端存在诸多变数。

事实上，几乎就在高盛唱多的同时，巴克莱宣布将2019年布兰特原油价格预估从72美元下调至70美元，将第一季度油价预估从71美元下调至65美元。另据EIA最新报告显示，美国1月18日当周汽油库存打破历史纪录，原油库存也大幅增加797万桶。美国的高产量与高库存，恐将给短期油价上涨戴上“镣铐”。

本土版原油期货更接地气

2018年，原油价格走势波澜壮阔。这一年，也是我国原油期货上市的元年。2018年3月26日，中国原油期货在上海期货交易所子公司上海国际能源交易中心正式挂牌交易。

我国是全球重要的原油进口国和消费国。2017年，我国进口41996万吨原油，首次超过美国成为世界最大的原油进口国。一同上升的还有原油对外依存度。据中金公司报告，2017年，我国石油对外依存度上升至68%。

而海关总署近期公布的数据显示，2018年，我国共进口原油46399万吨，再创历史新高，较2017年增加4403万吨。

“2018年我国石油对外依存度

已上升至69.8%，天然气进口持续高速增长，对外依存度大幅上升至45.3%。”中国石油集团经济技术研究院近日发布的一份报告指出，预计2019年油气对外依存度还将继续攀升，构建国家油气安全保障体系，提升国际油气市场话语权，成为当务之急。

“上市原油期货的初衷，是为了客观全面地反映我国及亚太地区的供需关系，进而弥补现有国际原油定价体系的缺口，建立反映我国及亚太石油市场供求关系的价格体系，同时也为企业提供有效的价格风险管理工具，为企业持续经营提供风险屏障。”上期所相关人士告诉中国证券报记者。

中金公司研报指出，虽然欧美原油期货市场已比较成熟，但其价格无法客观充分地反映我国乃至亚太地区的原油供需关系，对相关的石油化工企业以及贸易商而言，缺乏直接有效的价格参考以及对冲工具。挂钩中质含硫原油的中国原油期货则可以弥补这些缺失，有助于形成反映中国及亚太地区石油供求关系的基准价格体系，同时，可为原油产业链企业提供更贴身的套保工具。原油期货的推出，还进一步丰富了金融机构大类资产配置工具。

国际化品种初显身手

到上周为止，我国原油期货上市正好满10个月。在不到一年时间里，上海原油期货市场已跻身全球三大原油期货市场的行列。业内广泛评价，上海原油期货是近十几年全球最

成功的新上市原油期货品种。

自上市以来，原油期货成交量和持仓量稳步增长。2018年全年，按单边统计，原油期货累计成交量2700万手，成交金额12.74万亿元。日均成交量超过14万手，最高达到35.98万手。从近期情况看，日交易量基本稳定在20万手以上。单日持仓量平均1.5万手，最高达到8万手。日均成交额超过670亿元人民币，最高达到1490.56亿元。

作为第一个国际化的品种，我国原油期货受到境外市场高度关注。在上市首日，就有中国联合石油、中化石油、香港北方石油、托克、嘉能可、复瑞渤商贸等多家境内外大型石化产业链企业客户参与交易。据上期所介绍，目前境外客户交易量已占到约10%，持仓量占到15%至25%。

值得一提的是，在2018年3月与10月，联合石化分别与壳牌和京博石化以上海原油期货价格签署了长期合同和现货合同，表明上海原油期货价格作为定价基准的接受程度在不断上升。

“最直接的表现就是如今连美国的期货交易员也开始频繁关注人民币原油期货的夜盘行情。”有业内人士表示。

中金公司研报称，作为商品期货对外开放的探路先锋，原油期货在开放路径、税收费用、外汇管理、交割方式、跨境监管合作等方面将会积累宝贵的经验，这些经验将为其他大宗商品走出国门铺路，进而推动我国商品期货市场的全面开放。

“上市天胶期权和20号胶期货，推进有色金属指数期货和期权的上市工作。推动现有期货品种对外开放，进一步提升重点品种定价能力。”上期所相关人士在介绍下一步品种创新和对外开放时透露，上期所20号胶将复制原油期货相关政策，以“国际平台、人民币计价”为上市模式，采用净价交易、保税交割的方案，全面引入境外交易者参与。

期权市场体系有待进一步完善

□北京工商大学 胡俞越 杨画画

极性。一方面，应当丰富做市商类型，吸引更多做市商参与期权市场，提高竞争，让市场发挥决定性作用；另一方面，也更应当健全相关监管机制，严防做市商违规行为的发生，打造公平、公正的交易环境。

第三，降低期权交易准入门槛。我国期权参与者门槛较高，如上证50ETF期权投资者要求具备两融及金融期货交易经历，在资产方面也有一定门槛限制，相关的资质考试也很严格，这些规定在维护期权市场稳定发展、保护投资者利益的同时，也使得部分中小投资者被拒之门外，这在一定程度上使得市场活跃度受限，并限制了市场规模与产品流动性，不利于期货与期权市场的对外开放。

设计合理的准入门槛直接关系到市场的流动性与平稳运行，并降低了交易成本。在期权推出初期设置中等偏高的门槛限制了散户投资者，并鼓励机构投资者进入，有利于稳定期权交易市场的运行风险。随着期权市场的发展逐步深化、期权市场逐渐成熟，可适当放低准入门槛，允许更多的投资者进入市场，提高合约交易的流动性，促进期权的价格发现功能。

第四，丰富期权品种体系。相较于成熟的海外期权市场，我国期权市场尚处于起步阶段，迄今为止，国内仅上市了4个场内期权品种，加之此次上市的3个期权产品，也才有7个场内期权品种。大部分金融产品、农产品和大宗商品都缺乏相应的期权品种。品种的匮乏限制了期权市场与期货、股票等市场联系的紧密度，制约了投资组合的构造和对头寸的风险缓释，无法满足特定投资组合的对冲需求。期权品种的创新应当结合我国期货市场的发展情况来决定，现阶段应尽快推出国内比较成熟并且市场需求比较强烈的品种。

从国际经验来看，金融期权的发展远远超过商品期权，我国目前金融期权品种严重匮乏，未来可分步推出股指期权、外汇期权和利率期权等金融衍生工具。其中，股指期权的推出尤其重要，股指期货交易自2015年受限以来，成交量和持仓量大幅萎缩，流动性骤然下降，市场功能无法有效发挥，资本市场缺少足够完备的风险对冲工具，投资者风险管理需求无法得到满足。随着近年来交易规则的逐步调整，股指期货常态化逐步恢复。此外A股相继纳入MSCI指数和富时罗素指数，A股对外开放程度进一步提升，未来将有更多的境外投资者参与到我国资本市场中来，股指期权的推出已是大势所趋。

作为最成熟的期权交易市场，美国的九大期权交易所无一例外地引入了做市商制度。而在我国，做市商制度还在摸索发展中，期权做市商也是从无到有，做市商的人才队伍建设、经营水平、制度管理同国外发达市场相比仍有不小的差距。我国期权做市商的形成过程中，交易所的作用有时甚至大过市场的积极作用，这也不利于调动金融机构的积

极性。一方面，应当丰富做市商类型，吸引更多做市商参与期权市场，提高竞争，让市场发挥决定性作用；另一方面，也更应当健全相关监管机制，严防做市商违规行为的发生，打造公平、公正的交易环境。

沥青期价有望偏强震荡

□本报记者 马爽

油价的诉求发生冲突，那么特朗普政府可能会效仿对伊朗的做法，暂缓甚至放弃制裁。更值得担忧的情况是，委内瑞拉出现全国性骚乱，原油设施将可能遭到破坏，一旦原油产出遭到影响而发生断供，将对油价带来显著的地缘溢价，油价大概率将上涨。

空原油多沥青仍可为

从基本面来看，华泰期货分析师表示，原油端由于委内瑞拉同美国断交的影响有所支撑，抵消部分美国能源信息署(EIA)库存数据利空的影响。但美国能否对委内瑞拉石油贸易形成制裁仍有诸多不确定因素。同时，最坏可能是美国停止委内瑞拉原油进口，势必使委内瑞拉政权更加依赖中国和俄罗斯，对于沥青的原料供应反而存在加强的可能性。

“如果委内瑞拉动乱导致原油产量大幅下滑，那么沥青供应也将受到极大影响。此外，若美国通过禁止本国炼厂进口委内瑞拉原油的方式实施制裁，那么委内瑞拉的重油流向美国的量将进一步提升，这部分流量极有可能流向中国。在该情形下，沥青原料供应非但不会出现隐患，反而会供应十分充裕。”东证衍生品研究院分析师分析称。

从沥青自身基本面来看，华泰期货分析师表示，目前并不支持期价进一步上行的走势，山东京博和科力达已经复产，同时秦皇岛炼厂也加大产量，北方供应增加。而华东和华南随仍有赶工期需求，这部分需求将快速萎缩。

策略方面，东证衍生品研究院分析师表示，此前一直在推空国内原油期货多沥青期货的策略，尽管目前两者价差已逼近前期多次触及的高位，但目前来看，两者价差仍有上行空间。

本轮猪周期拐点或提前到来

□本报记者 张利静

2018年相关疫情的出现，加速了本轮猪周期产能出清速度，本轮猪周期行情拐点或提前到来。

众所周知，我国生猪价格的变化主要由产业基本面所决定，且在基本面逻辑中，需求端变化很小，其价格波动主要因供给变化所主导。其路径可以概括为：猪价上涨——母猪存栏量增加，生猪供应增加——供给过剩，猪价下跌——母猪存栏下降，生猪供应减少——供应短缺，猪价上涨”，每轮周期历时大约三到四年。

从本轮猪周期补栏高峰2017年算起，如果没有相关疫情的出现，本轮猪周期中，产业企业最早有望在2019年年中到来进行产能调整，猪周期拐点的显现则需要等到2020年上半年。但近期资金持续关注这一概念下的投资机会，伴随生猪产能在2018年加速出清，本轮猪周期拐点可能提前到2019年年中。相关板块投资价值逐渐显现。

在2015年的“猪周期”中，受益猪价上涨，相关公司净利润皆同比大幅上涨。例如，牧原股份2015年年报显示，其净利润同比增长超过600%；该公司生猪销售占比达到99.98%。此外，生猪产品收入占比接近五成的雏鹰农牧2015年也扭亏，实现净利润23100.21万元，同比增长225.43%。

根据基金“狙击”路线，资金对猪周期投资价值的追逐，主要围绕三大主线：一是生猪类上市公司，这类公司业绩弹性较大；二是基于养殖企业补栏积极性提升的预期，饲料及动物疫苗类相关个股的投资机会；三是其他相关品种如鸡、鸭、鱼类养殖企业，由于替代性及跟随性，其利润空间有望伴随生猪价格上涨而走高。

从大宗商品的角度来看，豆粕是与猪肉关系最为紧密的大宗商品之一。数据显示，同样是饲料，玉米饲用消费占到总消费50%-60%，豆粕饲用消费占到总消费90%以上。同时猪肉与鱼类替代性较强，也提升了其饲料菜粕的关注度。

生猪价格剧烈波动，一方面对投资者是周而复始的投资机会，另一方面，对生产企业来说，则是难以避免的风险。正在筹备中的生猪期货，或许将为后者提供在价格波动中保值的工具。目前，美国、德国和韩国等国家都已推出生猪期货，国内生猪期货上市后，也可以给市场带来更多的远期价格参考，同时提升生猪养殖业产品标准，从而促进产业整合升级，平抑行业价格波动。

自2018年12月底创下阶段新低2538元/吨之后，沥青期货主力1906合约便展开连续反弹，1月25日最高一度触及3194元/吨，创下逾两个月新高。分析人士表示，市场担忧委内瑞拉动荡可能殃及其石油出口，进而影响我国沥青生产。但就沥青市场基本面来看，并不支持期价进一步上行。预计短期沥青期价有望维持偏强震荡。

沥青期价大幅拉升

□本报记者 马爽

自2018年12月底创下阶段新低2538元/吨之后，沥青期货主力1906合约便展开连续反弹，1月25日最高一度触及3194元/吨，创下逾两个月新高。分析人士表示，市场担忧委内瑞拉动荡可能殃及其石油出口，进而影响我国沥青生产。但就沥青市场基本面来看，并不支持期价进一步上行。预计短期沥青期价有望维持偏强震荡。

沥青期价大幅拉升

1月25日，沥青期货继续拉升，主力1906合约最高至3194元/吨，创下2018年11月14日以来新高，收报3142元/吨，涨106元或3.49%。

业内人士表示，因委内瑞拉动荡引发外界疑虑，担心其石油出口可能很快受到影响。

一直以来，委内瑞拉原油是我国生产沥青的重要原料之一，因此，该国原油供应的稳定性将直接影响到中国的沥青供应。

“此次委内瑞拉事件对于原油市场的影响将主要取决于两方面。”东证衍生品研究院分析师表示，其一，美国对委内瑞拉石油行业的制裁细节，是否会导致委内瑞拉原油进口国停止进口。其二，委内瑞拉国内局势是否会升级成全国性叛乱，造成其原油产量进一步下滑。

上述分析师进一步表示，近年来，委内瑞拉对于原油市场的影响力逐渐减弱。从全球格局而言，只要美国的制裁不会导致委内瑞拉原油进口国全部停止进口，对于全球原油市场的影响相对有限。但制裁将导致美国湾区重油较轻油的价差进一步扩大。不过，如果发生断供引发油价飙升，又将与特朗普政

星石投资：CBS为宽信用创造更好条件

□本报记者 王朱莹

1月25日，国内第一单商业银行永续债发行。为提高银行永续债的流动性，支持银行发行永续债补充资本，中国人民银行决定创设央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap，以下简称“CBS”)。星石投资认为，如果说近期允许银行发行永续债，是补充银行资本金的“及时雨”，本次央行发行CBS，将有助于使永续债补充资本金这一渠道更为顺畅，也为金融机构加大实体经济支持力度创造条件。

中国证券报：为何在此时创设CBS？

星石投资：发行永续债可为银行补充资本金，而CBS能够进一步提升永续债对于投资者的吸引力。首先，创设CBS后相当于央行也可以作为永续债的买方，增强了永续债的流动性，从而支持银行发行永续债补充资本。

第二，这也能够提升商业银行的融资能力，因为央票抵押范围更广，可用于质押式回购、OMO、MLF等。认购了永续债的商业银行，可用永续债从央行处换取央票，可进一步抵押融资。

第三，认购永续债会产生资本消耗，CBS能降低商业银行这一消耗。商业银行永续债发行之后普遍采用互相认购的方式，但永续债会计入加权风险资产而增加资本消耗，而央票的风险权重为0，从而更有利扩大信用。

中国证券报：宽信用是否迎来更好的条件？

星石投资：永续债在银行间市场发行，相比优先股、普通股更加便利，因为发行永续债是相对更加便捷、低成本的一级资本补充方式。一级资本包括“核心资本”和“其他资本”。“核心资本”包括实收资本、普通股等，“其他资本”包括优先股和永续债。目前，央行票据互换操作可接受满足下列条件的银行发行的永续债：一是最新季度末的资本充足率不低于8%；二是最新季度末以逾期90天贷款计算的不良贷款率不高于5%；三是最近三年累计不亏损；四是最新季度末资产规模不低于2000亿元；五是

补充资本后能够加大对实体经济的支持力度。

中国证券报：央票重出江湖，流动性收紧了吗？

星石投资：中国人民银行有关负责人就创设央行票据互换工具答记者问中表明，由于央行票据互换操作作为“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，对银行体系流动性的影响是中性的。

从央行资产负债表来看，CBS操作后央行资产端增加永续债、负债端增加等额央票，且互换期限与央票到期期限一致，基础货币总量始终不发生变化，因而并未带来增量流动性。

但是前期商业银行受制于资本充足率约束，无论是信贷投放还是信用债配置意愿都受到影响。CBS创设及合格担保品扩容背景下，银行永续债的投资吸引力显著上升，资本补充将更为顺畅，助力表内信用扩张。