

# 期指持仓破20万手 风险管理需求大增

□本报记者 马爽

自2018年股指期货交易安排调整后,其持仓量稳步攀升,2019年1月29日再次突破20万手大关。同期,股指期货成交持仓比维持在0.7左右。

接受中国证券报记者采访的多位业内专家表示,股指期货持仓量增加反映出风险管理需求在逐步得到释放,股指期货功能有待进一步积极发挥。目前股指期货成交持仓比维持在0.7左右,意味着增加的持仓中更多属于增量长线资金,这有助于促进股票市场稳定发展。此外,持仓量增加也对股指期货流动性提出了更高要求,进一步调整交易安排、促进期指功能发挥迫在眉睫。

## 风险管理需求不断增加

中金所1月29日公布的数据显示,IF、IC、IH三大股指期货成交量达141134手,持仓量达201123手,成交持仓比达0.71。

“股指期货持仓量突破20万手,成交持仓比保持在0.7左右,反映2015年股市大幅度波动后,投资者在期指三次调整交易安排背景下,风险管理需求不断增长,背后则是市场机构化进程加快推进的结果。”海通证券研究所期货主管高上表示,随着社保、保险、养老、QFII与北上资金大幅进入A股,风险管理需求急剧上升。机构投资者资金尤其是社保与养老金是百姓的养命钱,对绝对收益要求高、回撤幅度要求小,而在2018年,沪指最大跌幅高达31%,缺乏对冲功能,机构只能望市兴叹。为此,风险对冲功能需要发挥越来越重要的作用。特别是2018年防范系统性金融风险被列为三大攻坚战之首,2019年防范与化解重大风险尤

## 担忧矿难影响供应 沪镍期价强势上冲

□本报记者 张利静

自1月3日创下阶段新低86080元/吨后,沪镍期货主力1905合约便展开震荡反弹,1月30日一度升至97890元/吨,区间累计涨超13%。分析人士表示,近期宏观环境回暖、市场担忧淡水河谷矿难事件可能殃及镍供应以及镍市基本面向好均支撑镍价攀升。预计短期镍价仍存上升空间,但需警惕宏观经济层面因素带来的扰动。

### 期价持续攀升

30日,沪镍期价继续攀升,主力1905合约最高至97890元/吨,创下2018年11月7日以来新高,收报97480元/吨,涨2550元或2.69%。

中信建投期货分析师王彦青表示,1月以来,镍价更多由宏观层面因素支撑逐渐走高。国外方面,受经济前景偏弱影响,美联储态度逐渐转“鸽”,年内或不能实现两次加息,且美联储有暂缓缩表的可能,货币政策边际宽松预期给予镍价一定提振。国内方面,减税降费政策不断出台,且央行通过定向降准、定向中期借贷便利等手段支持实体经济,也对镍价形成一定支撑。

王彦青进一步表示,近日镍价涨幅扩大还涉及到淡水河谷矿难事件。虽然目前并没有明确的消息表明此次矿难会对淡水河谷镍矿产量产生影响,但此次矿难将影响到整个铜矿产业运作,从而可能间接影响到作为全球最大的镍矿生产商淡水河谷镍供应。

广州期货分析师宋敏嘉认为,近期推动镍价上行的原因主要有两个:其一,镍铁新增产能投放进度不及预期,短期内镍铁原料供应偏紧,从而导致有南方钢厂选择在春节期间大幅减产;其二,国内一级镍库存呈现较为明显的下降趋势,叠加春节期间下游备货需求较高,亦助推镍价上行。

### 短期仍存上涨空间

从基本面来看,据宋敏嘉介绍,库存方面,上期所、LME两大期货交易所的显性库存均呈下降态势,降幅近1.4万吨/月。镍矿供应方面,据SMM消息,印尼1月有Harita、Fajar和Toshida三座矿厂配额到期且新配额暂未批准,或在一段时间内暂停出货。菲律宾方面,据业内人士透露,近期刚恢复装船的塔威地区的矿山SR Languayan因品位调整之后会暂停出货。镍铁供应方面,原定于1月初集中投放的8条镍铁生产线进度不如预期,且一度延期烘炉。据SMM调研了解,近期国内华东某大型镍铁厂已有两台炉子出铁,约7000吨/月产能,第三和第四台已经烘炉,虽然投产节奏开始加快,但真正出铁仍需时间。需求方面,由于废不锈钢价格上升,叠加镍铁未来供应增量确定性较强,导致高镍生铁更具有经济性,更受钢厂青睐,春节后镍铁厂采购需求或将逐渐增加。预计一季度镍价或将呈现震荡上行态势。

王彦青则认为,一季度沪镍期价将上演先扬后抑走势。虽然近期不乏利好消息引导镍价走高,但由于全球宏观经济下行的大背景仍难改变,宏观层面需求复苏仍需时日。

其是防范金融系统性风险也是迫切要求,落实到资本市场层面,股指期货的风险管理功能亟待有效发挥。

宝城期货研究所所长程小勇表示,期货市场合约成交和持仓比稳定在一定范围,代表投资者运用期货工具对冲风险或者捕捉投资机会的兴趣上升,尤其是持仓量稳步增长代表沉淀资金不断增加。“回顾2015年股指期货交易受限以来,股票市场在2017—2018年一旦出现剧烈波动,就缺乏有效的对冲工具来实现风险敞口管理。对于机构投资者而言,缺乏股指期货,其产品策略受到限制,尤其是阿尔法策略,因没有其他工具能够在较低的成本下构建阿尔法投资组合。”

### 将迎来恢复常态化好时机

为此,2017年2月以来,中金所已对股指期货交易制度进行三次调整。程小勇表示,此举一方面满足了投资者尤其是价值投资者的风险管理需求,另一方面也代表监管层对股指期货价格发现、风险规避功能的认可。而2018年12月2日的第三次调整中下调保证金比例和手续费的举措,不仅降低了投资者对冲成本,开仓数量上限调整也提高了市场容量,这可能是股指期货在应对股市低迷下投资者风险管理需求增长的一个重要表现。

方正中期期货研究院院长王骏表示,2018年12月股指期货交易安排调整之后,其持仓量和成交量均出现持续增长,但同期现货市场成交量并未出现明显变动,显示出股指期货交易调整对市场交易的活化作用。从结构上看,IC合约持仓量增长40%左右,相对IF和IH合约的持仓量增长20%更为明

显,这也表明2018年股市持续调整行情中,市场对受到打击更大的中证500指数有更多的交易需求。

不过,在接受采访的业内人士看来,目前股指期货的调整幅度仍不足以满足市场需要。“尽管目前股指期货成交量、持仓量持续增长,但仍远远低于历史水平。”王骏表示。

“目前股指期货单边限仓50手,平今仓手续费仍较高,市场广度与深度明显受限,使得当今40多万亿元市值的A股投资暴露在风险敞口之下。股指期货回归正常化理应加快步伐。”高上认为,2019年是股市震荡筑底的一年,投资环境更趋复杂。预计下半年国际贸易局势会明朗,经济有望见底,有望催生“市场底”,这为股指期货交易恢复常态化提供了很好的时机。

### 呼吁限仓举措进一步放开

对于下一步股指期货交易,程小勇建议,其一,继续降低保证金比例。而为防止过分投机,可以参考CME等国际性大型交易所的保证金收取制度,运用SPAN模式来动态调整保证金。其二,大力度放开持仓限制,只要持仓总规模和股指期货现货,如沪深300市值相匹配,就不用再担心股指期货出现投机性失控情况。其三,大幅下调交易手续费,这样一方面可以降低投资者的对冲成本,另一方面有利于增大期货合约流动性和容量。王骏也认为,进一步调整股指期货交易安排,主要仍应体现在保证金和交易手续费这两个方面。“降低保证金对投资者来说,意味着同样的保证金可以参与更多交易,是另一种向期货市场提供流动性的方式,可以激活更多原本受到资金量限制而不能完成的交

易。而进一步降低交易手续费,尤其是日内交易手续费率,有助于吸引更多交易者,尤其是日内交易者,进一步活跃市场,帮助套保投资者找到交易对手来转移风险。”程小勇表示,股指期货价格发现和风险规避两大功能是其诞生的初衷。因此,推动股指期货价格发现,一方面需要增加股指期货流动性,使得股指期货价格交易连续性增加;另一方面需要交易所在交割日的交割制度更加便利,使得期现回归过程更加流畅。而对于风险规避功能,既要鼓励机构投资者积极参与,使得股指期货在期现对冲、收益增强和风险分散方面的功能得到充分发挥;也要降低门槛,使得投机客户能够以较低成本参与,承接机构投资者转移出来的风险或者额外收益。在制度上,可以再考虑吸取CME等大型交易所的成熟经验,一方面推出类似于期现价差的期货合约,例如CME的BTIC(指数收盘基差交易);另一方面为降低对冲成本,考虑保证金抵充制度,如其他持仓合约等。最重要的是大力开展投资者教育,让投资者具备风险对冲意识。还需要大力培养机构投资者,这样股指期货交易更加稳定。

高上还建议,参考原油期货与铁矿石期货国际化的成功经验,加快股指期货对外资的直接开放,以及加大风险管理的教育工作,引导机构更多参与其中。

王骏建议,继续适当增加股指期货交易品种。除目前市场上已有的上证50指数、沪深300指数和中证500指数为标的的期货合约之外,可尝试增加以行业指数为标的或者以海外股票市场指数为标的的期货品种,完善股指期货市场,以匹配现货市场不同层次和行业投资需要。

易。而进一步降低交易手续费,尤其是日内交易手续费率,有助于吸引更多交易者,尤其是日内交易者,进一步活跃市场,帮助套保投资者找到交易对手来转移风险。”

程小勇表示,股指期货价格发现和风险规避两大功能是其诞生的初衷。因此,推动股指期货价格发现,一方面需要增加股指期货流动性,使得股指期货价格交易连续性增加;另一方面需要交易所在交割日的交割制度更加便利,使得期现回归过程更加流畅。而对于风险规避功能,既要鼓励机构投资者积极参与,使得股指期货在期现对冲、收益增强和风险分散方面的功能得到充分发挥;也要降低门槛,使得投机客户能够以较低成本参与,承接机构投资者转移出来的风险或者额外收益。在制度上,可以再考虑吸取CME等大型交易所的成熟经验,一方面推出类似于期现价差的期货合约,例如CME的BTIC(指数收盘基差交易);另一方面为降低对冲成本,考虑保证金抵充制度,如其他持仓合约等。最重要的是大力开展投资者教育,让投资者具备风险对冲意识。还需要大力培养机构投资者,这样股指期货交易更加稳定。

高上还建议,参考原油期货与铁矿石期货国际化的成功经验,加快股指期货对外资的直接开放,以及加大风险管理的教育工作,引导机构更多参与其中。

王骏建议,继续适当增加股指期货交易品种。除目前市场上已有的上证50指数、沪深300指数和中证500指数为标的的期货合约之外,可尝试增加以行业指数为标的或者以海外股票市场指数为标的的期货品种,完善股指期货市场,以匹配现货市场不同层次和行业投资需要。

也正是从25日开始,人民币兑美元出现了连续4日的升值。

无论是在2017年升值阶段,还是在2018年二季度以后的贬值时期,美元指数走势对人民币兑美元双边汇率的影响力均得到充分验证。2018年末以来,越来越多的人开始看淡美元。而美元涨势放缓,无疑有助于减轻包括人民币在内的一些非货币币贬值压力。

短期来看,美元指数波动加大且处于下行态势,如果美元继续走弱,春节前人民币贬值惯例或被打破。与此同时,市场上存在着对贸易环境改善的乐观预期,也在一定程度上提振了人民币汇率走势。

但分析人士指出,从更长时间看,人民币汇率有效企稳仍有赖于经济增长前景改善。基于对基本面的分析,当前人民币虽无大的贬值风险,但也缺乏持续升值动力,未来加大双向波动是更可能呈现的情景。

## 林惠:一季度铁矿石价格将偏强震荡

□中国证券报:对一季度铁矿石期货行情有何预期?

**林惠:**据新闻报道,淡水河谷(VALE.N)于巴西当地时间周二宣布,公司向巴西能源和环境部提出关闭10座上游水坝的申请,并得到了批准。淡水河谷将投资50亿雷亚尔关停这些水坝,整个关停过程可能持续1—3年时间。按照初步测算,该计划或将影响4000万吨铁矿石产量,其中包括1100万吨球团矿。

因此,预估淡水河谷2019年产量预期将从4亿吨降至3.75亿吨左右,后期将对铁矿石发货产生一定的负面影响。同时,后期随着钢厂限产结束,铁矿石消费需求将逐渐增加,持续改善的供需基本面将有力支撑铁矿石价格。加之当前铁矿石市场信心逐渐改善、看涨情绪不断升温,预计一季度铁矿石价格偏强震荡运行或是主基调。但随着近日铁矿石价格大幅快速上涨,后期继续反弹幅度需重点关注钢厂需求释放情况、外矿发运情况以及溃坝事件进一步发酵情况。

中国铁矿石期货行情有何预期?林惠:据新闻报道,淡水河谷(VALE.N)于巴西当地时间周二宣布,公司向巴西能源和环境部提出关闭10座上游水坝的申请,并得到了批准。淡水河谷将投资50亿雷亚尔关停这些水坝,整个关停过程可能持续1—3年时间。按照初步测算,该计划或将影响4000万吨铁矿石产量,其中包括1100万吨球团矿。因此,预估淡水河谷2019年产量预期将从4亿吨降至3.75亿吨左右,后期将对铁矿石发货产生一定的负面影响。同时,后期随着钢厂限产结束,铁矿石消费需求将逐渐增加,持续改善的供需基本面将有力支撑铁矿石价格。加之当前铁矿石市场信心逐渐改善、看涨情绪不断升温,预计一季度铁矿石价格偏强震荡运行或是主基调。但随着近日铁矿石价格大幅快速上涨,后期继续反弹幅度需重点关注钢厂需求释放情况、外矿发运情况以及溃坝事件进一步发酵情况。

极参与和全力支持。当地相关政府机构、上海中期对贫困农户的保费进行了配套和捐赠,同时动员非贫困农户、合作社自缴部分保费。在项目方案设计中,先行设置了保底赔付条款,使得参保农户既不害怕玉米价格大幅下跌带来的减收,又能在2018年的行情下享受到玉米售价上涨和一定保险赔付带来的双重收益,充分调动了农户和新型农业主体参保的积极性,项目取得了较好的效果。

### ■ 记者观察

## 内外盘联动 跨越时空的缘分

□本报记者 张利静

春节假期临近,仍有部分勤劳的投资者想冲击一下这个窗口期的机会,于是轻仓押注内外盘联动品种,期待在节后收取外盘期货撤下的“红包”。

以往的经验证明,这部分投资者的想法并非不切实际。究其原因,主要是国内大宗商品整体难以与外盘市场完全隔离,甚至有联动增强的趋势。无论是对大宗商品整体氛围带来影响的美元,还是与国内商品市场同气连枝的原油、黄金、铜等大宗商品龙头品种,总能跨越时间空间而联动。

首先,美元走势左右全球大宗商品行情。美国作为全球第一大经济体,其经济运行状态以及货币政策等对全球宏观经济影响深远,全球商品市场供需也正是其中一个方面。此外,美元走势还常常通过影响资金流向进而影响全球大宗商品价格。例如,一直以来,美元因素就是原油、黄金等大宗商品龙头品种价格的重要指挥棒。在正常情况下,由于原油和黄金具有很强的金融属性,且都是以美元计价,因此美元和黄金、原油常常呈现负相关性关系。

2018年年底以来,美联储释放停止缩表意向,美元走弱推动大宗商品价格反弹。从市场预期来看,这一趋势在短期内有望得以延续,因此给予大宗商品以偏暖支撑。当然,影响美元的因素还有很多,例如美国相对于欧洲和其他国家的经济形势、美国贸易逆差、欧美之间的

利率变化等。其次,国内大宗商品市场与外盘存在整体联动,但波动不大。通过比较南华指数和CRB期货价格指数可以发现,国内期货品种与外盘在趋势上存在很强的一致性。但短期来看,国内商品市场存在一定的独立表现。再次,具体品种方面,以盘有色金属及原油对国内商品具有很强的引领作用,美盘农产品如棉花、白糖、大豆等也对国内系商品走势具有较强的参考意义。以原油为例,原油作为化工品源头,其波动往往会牵引产业链上相关品种走势。具体到品种而言,塑料、PTA、PVC、甲醇等能源化工品与原油关系最为密切,这些品种大多数时间与油价走势高度正相关。对这些品种来说,油价若在春节假期期间持续走强,将从成本上对这些品种形成提振。

作为全球经济的重要参与者,中国经济形势与全球整体密不可分。国内大宗商品也与全球商品市场一脉相承。不过,考虑到中国期货市场对外开放程度仍相对较低,国内商品市场受外部市场影响程度也有限。此外,国内多数品种主要反映国内基本面情况,也限制了行情对外盘行情的依随度。甚至,部分品种如黑色系期货,在庞大的国内市场体量支撑下,其在全球定价中的话语权逐渐增强,甚至有引领外盘走势之趋势。这些受外盘市场影响较小的品种,也不乏投资者拿来作为过节持仓的配置,主要就是考虑其受外盘波及概率较小,安全性相对较高。

## 动力煤期货短线弱势难改

□本报记者 张利静

随着春节临近,下游电厂补库结束,以及停产事件炒作渐息,动力煤价格出现调整。分析人士表示,近期待下游工厂陆续停产放假,需求走弱,加之题材炒作结束,动力煤期货短线将难改震荡偏弱格局。

### 强势行情熄火

近期,动力煤期货现货价格持续向下调整。期货盘面上,1月21日以来,动力煤期货主力合约跌幅近3%。现货市场上,根据CCTD环渤海动力煤参考价,1月29日5500大卡发热量动力煤价格为587元/吨,下跌1元/吨;5000大卡发热量动力煤价格为511元/吨,下跌1元/吨。

方正中期期货分析师胡彬表示,停产事件影响告一段落后,煤炭价格逐步从炒作回归理性。面对此前煤炭价格上涨,下游需求持续回落,加之自身高库存储备,电厂对高价煤并不买账。港口贸易商的挺价决心也随着时间推移而逐渐减弱,市场价格开始松动并回落。“随着春节假期临近,工厂停工放假将越来越多,面对需求持续走低情况,煤炭价格将很难再反转上行。”

南华期货分析师张元桐表示,当前春节因素对市场影响逐渐加强,下游终端消费需求下滑,采购需求在高库存策略下降幅有限。短期看,日耗下滑导致电厂有被动累库因素,不过仍有部分电厂在春节前后将进行补库。剔除天气影响后,下游日耗水平可能会出现下移,但居民用电占比提升预计将减弱

| 中国期货市场监控中心商品指数(1月30日) |         |         |         |         |         |       |        |  |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|--|
| 指数名                   | 开盘      | 收盘      | 最高价     | 最低价     | 前收盘     | 涨跌    | 涨跌幅(%) |  |
| 商品综合指数                |         | 83.71   |         |         | 83.67   | 0.04  | 0.05   |  |
| 商品期货指数                | 975.99  | 979.51  | 984.61  | 975.53  | 974.6   | 4.91  | 0.5    |  |
| 农产品期货指数               | 840.7   | 839.44  | 841.45  | 838.52  | 841.07  | -1.63 | -0.19  |  |
| 油脂期货指数                | 477.36  | 476.44  | 478.03  | 474.71  | 478.15  | -1.71 | -0.36  |  |
| 粮食期货指数                | 1220.05 | 1221.87 | 1223.82 | 1218.5  | 1219.79 | 2.08  | 0.17   |  |
| 软商品期货指数               | 777.37  | 777.13  | 779.57  | 775.94  | 777.52  | -0.39 | -0.05  |  |
| 工业品期货指数               | 1029.73 | 1036.38 | 1044.05 | 1028.95 | 1027.62 | 8.76  | 0.85   |  |
| 能化期货指数                | 683.15  | 685.89  | 690.8   | 681.1   | 681.56  | 4.32  | 0.63   |  |
| 钢铁期货指数                | 1144.56 | 1156.76 | 1175.52 | 1141.68 | 1141.93 | 14.83 | 1.3    |  |
| 建材期货指数                | 1002.08 | 1002.83 | 1019.38 | 999.72  | 1000.29 | 2.53  | 0.25   |  |