

债市开放新元年 期债能否跟上来

□本报记者 张勤峰

2019年4月1日，是中国债券市场参与者值得记住的日子。从这天起，中国债券被正式纳入彭博巴克莱全球综合指数，首次在国际主流债券指数中占有一席之地。

从“开门”到“纳指”，债券市场对外开放持续推进，发展前景愈发开阔，影响力不断提升。

“美国国债市场是全球规模最大、交易最活跃的国债市场，相应的，美国拥有全球最发达的利率期货市场。”业内人士认为，现货市场持续快速发展，从扩大对内对外开放、丰富产品体系等多个层面对利率衍生品市场发展提出更高要求。

穿越牛熊 彰显“稳定器”本色

“这大概是中国债券市场上最经典的一幕。”谈及此处，言谈平和的杨爱斌调高了几分语调。

作为第一批从公募基金成长起来的专业债券投资者，杨爱斌在债市浸淫了20载，从平安保险到华夏基金，再到创办鹏扬投资，而后“私转公”成立鹏扬基金，债市虽起起伏伏，他却一次次转危为机。2016年10月，在债市终结“史上最长牛市”转身陷入大调整的前夕，杨爱斌带领鹏扬基金成功出清债券逃顶，是他引以为傲的经典战例之一。

“2016年9月初，G20峰会公报首次明确仅靠货币政策不能实现平衡增长，结合人民银行在公开市场操作中“锁短放长”，货币政策转向初露端倪。”杨爱斌告诉中国证券报记者，当时债市收益率很低，曲线几乎被拉平、信用利差创历史新低，市场已经开始出现调整迹象。“鹏扬基金从9月中旬开始就减仓，并通过国债期货进行套期保值，后来的故事大家都知道了。”

说到2016年底那轮调整，中信证券固定收益部自营交易主管张惠梓同样印象深刻：“2016年底，宏观政策转向强调去杠杆、货币政策开始边际收紧，但经历了长达两年多的牛市，债券市场积累了大量多头头寸。我们及时通过国债期货对债券持仓进行套期保值，有效规避了大幅波动的风险。”

2016年底，国内债券市场大幅调整。2016年10月至12月底，10年期国债收益率最高上升79BP至3.19%。在此期间，由于现券市场拥挤、国债期货流动性好，大量持债机构利用国债期货进行套期保值，国债期货充分发挥了避风港的作用，分流了债券市场的抛压。

不光熊市中有利率风险，牛市中也存在。张惠梓提到，2018年债市虽处于



视觉中国图片

牛市，但也在4月和9月出现过较大的回调。“在这两次调整过程中，我们利用国债期货有效控制了仓位风险，账户不仅没有回撤，反倒实现了比正常月份还多的盈利。”她告诉记者。

规避利率风险是国债期货的天然使命和首要功能。2013年上市以后，国债期货历经债券市场牛熊更迭，其利率风险管理工具的本色得到彰显。

“国债期货已成为机构投资者日益倚重的利率风险管理工具。”中金所有关负责人介绍说。

不光是套保 解码国债期货“神技能”

市场机构从国债期货上尝到的“甜头”远不止规避风险这一点。

对于大体量的债券投资人来说，当市场形势发生变化时，通过现货市场调整仓位和组合结构往往存在不小的难度。而有了国债期货，大的机构也可以在短时间内完成对投资组合的调整。张惠梓再次提及2016年底的例子，“当时情况下，要在短时间内大量卖出现券几乎是不可能的。国债期货为债券头寸管理提供了很大的便利。”

“反过来看，在牛市阶段，国债期

货可帮助投资者迅速提高组合久期，充分享受市场上涨的好处。”张惠梓又举了2018年的例子，2018年，债市走出一轮牛市，10年期国债收益率最多时下行将近90BP。“牛市行情来了，需要迅速拉长久期，才能更好获得收益。目前10年期国债期货最活跃，正好可帮助投资者迅速拉长久期。”她还提到，“牛市也可能遇到调整，且牛市中投资者仓位普遍较重，反向交易容易引发踩踏，通过国债期货可迅速降低久期，灵活应对市场变化。”

“昨天我的客户申购了很大的量，在来不及买入现货的情况下，我们就通过买入国债期货来维持组合久期。如果遭遇客户大量赎回，就通过卖出国债期货来缩短久期。”杨爱斌对国债期货在组合管理上的“奇效”也赞不绝口。

此外，国债期货的推出，进一步丰富了债券投资者的交易策略。“2015年的时候，当时国债期货IRR一度高达8%，实施卖出国债期货、买入现券的正套策略，实际收益率可高达约50%。”张惠梓称，“2017年底，国开债与国债的利差一度接近100BP，前者作为价值洼地的特征比较明显，此时国债期货在相对价值策略上的应用价值得到很好

伟杰表示，供应方面，国内天胶产区逐渐步入开割季，今年云南和海南产区气候条件适宜，橡胶树生长情况良好，云南产区于3月末陆续开割，海南产区也将在3月底少量开割，整体供应预期将在3月底少量增加，整体供应预期将进一步增加。国内产区开割使得新胶供应逐步增加，国内库存将面临持续增大压力。需求方面，目前天胶终端需求并未出现亮点，轮胎及汽车市场依旧处于低迷态势。4月主产国削减政策正式执行，关注主产国出口情况。

截至3月22日，全钢胎开工率为75.34%，半钢胎开工率为70.89%，分别较上周上涨0.7%和0.62%。此外，中国2月轮胎出口量为2801万条，环比下滑38.1%，同比下降16.4%。中国1-2月累计轮胎出口量为7324万条，同比降16.4%，其中出口美国累计643万条，同

胶期价出现破位下跌。”国投安信期货高级分析师胡华钐表示。

3月24日，泰国举行2014年泰国军方通过政变接管政权以后的首次大选。胡华钐表示，目前泰国大选选情还未明，未来政局仍不稳，正式结果将于选举法正式生效后的150天之内，即5月9日之前公布。泰国政局不稳必然影响三国最新出台的限制橡胶出口计划的执行情况。

中信期货投资咨询部董事长征认为，厄尔尼诺现象造成的干旱情况比预期要更低，市场对于即将到来的新的供应增长表现出忧虑可能是本次沪胶期价下跌的一个主要原因。

此外，盛佳峰等表示，淡水河谷（Vale）官方宣布会表示销量将降至2.97-3.22亿吨，同时矿山将增加1千万吨的三方采购，最终Vale的矿石销售量为3.07-3.32亿吨。

“从全球铁矿石供应来看，Vale溃坝事故将造成至少3400万吨供应减少，如果Brucutu矿区不能顺利复产，供应减量将增加至5900万吨，铁矿石中长期内维持供应偏紧格局。淡水河谷前期库存将逐渐消化，产量减少影响预计在二季度逐渐显现。”盛佳峰等表示。

供需格局有望进一步改善

不仅如此，铁矿石期货的潜在利多因素也将逐渐浮出水面。盛佳峰等认为，二季度非采暖季环保限产力度大概率放松，而钢厂生产意愿仍较强，生铁月均产

展现，通过买入国开债、卖出国债期货锁定风险，赚取几十基点的利差，其收益不亚于方向性策略。”

据了解，国债期货推出5年多以来，不光是开展套期保值，不少投资者已经在国债期货套利、组合管理以及投机交易等方面大展拳脚。

2018年日均成交4.5万手，日均持仓8.08万手，分别是上市初期的10.5倍、21.8倍。目前已有约75家证券公司、68家基金公司参与，覆盖三千多只资管产品……日前在“2019年国债期货策略交流会”上，中金所有关负责人用一系列数据，勾勒出国债期货交易推出以来的发展曲线。

开放新元年 国债期货有期待

“2019年，债市开放新元年。”年初时，中金公司固收研究以此为题，通过专题报道阐述了对债券市场继续扩大对外开放的期待。他们认为，随着中国债券进入彭博巴克莱指数，2019年将是中国债市加快对外开放的重要一年。

中央结算公司的数据显示，截至2019年2月末，境外投资者持有的中国国债规模已达1.08万亿元（总持仓1.5万亿元），占国债托管总量的8%。

杨爱斌表示，“最主要的国债持有人还没有入市，限制了市场广度和深度的提升。希望银行、保险机构能够尽早进入。”“市场体量和流动性不够，也限制了很多交易策略的实施。”张惠梓说道。

此前，中央财经大学金融学院教授、证券期货研究所所长贺强在接受中国证券报记者采访时表示，商业银行、保险资金等债券现货市场最主要的参与主体尚未进入国债期货市场，国债期货价格发现和风险管理功能发挥仍不充分。为提升债券市场运行质量，促进宏观稳定，防控金融风险，建议尽快放行商业银行及保险资金参与国债期货市场。

“在跟境外投资者交流过程中，发现他们也对参与国债期货交易表达了强烈的愿望。”杨爱斌认为，国债期货应跟上现货市场开放步伐，在扩大对内开放的同时，适时推进对外开放。

“利率风险对冲工具的选择受限也是境外机构进入中国债市的一大掣肘。当前境外机构参与国债期货的诉求很高，因为国债期货采用实物交割机制，是直接管理国债利率风险的工具，对冲效果要远远好于其他利率衍生品。”前述中金公司研究报告指出。

“此外，希望利率衍生品市场能进一步丰富产品体系。”张惠梓补充称，业内非常期待30年国债期货的推出，以形成覆盖整条收益率曲线的利率风险管理工具。

“总体而言，国内库存高企叠加需求疲软，预计近期沪胶将维持弱势震荡。”余伟杰表示。

童长征也认为，鉴于现货价格已回到11000元/吨下方，目前暂难判定沪胶期价下方底部即将出现在何处，因此多头继续观望等待为宜。

胡华钐则认为，天然橡胶市场基本面依然是供需两弱，当前受宏观面、政策面和交割制度的影响非常大。不过，目前沪胶1905合约已逼近区间震荡下沿线11000元/吨，且现货价格已跌破11000元/吨关口，近月合约期现价差明显回归，成本支撑效应也将显现。操作上，建议投资者仍以11000元/吨至13000元/吨的区间震荡思路对待，区间下沿线以下不追空，区间上沿线不追多。

盛佳峰等认为，需求方面，二季度环保有望放松，铁矿石需求有望增加。供给方面，淡水河谷减产影响或在二季度逐步显现；近期澳洲飓风致使澳洲矿发货大幅下滑，对4月份铁矿石供应影响较大。库存方面，港口库存和钢厂库存同比大幅减少，库存水平显著改善。综合来看，二季度铁矿石市场供需格局有望进一步改善，预计铁矿石价格调整后在钢厂补库支撑下，有望继续震荡上行。

一德期货黑色事业部表示，2019年已注定是铁矿石供不应求的一年。矿山事故频发，一次又一次冲击着市场本已脆弱敏感的神经。钢厂和贸易商的态度也呈两极分化，博弈空前激烈，现货市场成交却寥寥无几。预计铁矿石价格后市将大概率呈强势震荡格局。

7品种夜盘开启“首夜”交易逾30万手

□本报记者 王朱莹

3月29日21:00起，大商所化工及玉米品种开启夜盘交易。当日夜盘小节运行平稳，各类投资者参与积极。截至夜盘小节结束，新增6个期货品种成交量30万手（单边，下同），玉米期权成交0.4万手。整体来看，新增7个夜盘交易品种价格有序波动，市场运行平稳。

降低隔夜风险 产业积极响应

据统计，当晚夜盘时段，聚丙烯和乙二醇成为继豆粕、铁矿石之后，成交量排名第三位和第四位的品种。具体来看，新增6个期货品种夜盘成交量分别为：乙二醇7万手、聚丙烯7万手、聚乙烯5万手、聚氯乙烯4万手、玉米6万手、玉米淀粉1万手，6个期货品种成交量合计30万手，持仓量合计246万手。

大连良运集团粮油购销有限公司总经理杨传辉指出，开启夜盘交易，通过延长交易时间覆盖国际市场的主要交易时段，可以使期货价格及时反映境外市场信息，让价格波动在时间维度上得到分散，也给了企业及时应对的时间，降低了国内企业的隔夜持仓风险。

远大能源化工有限公司烯烃事业部总经理戴煜敏表示，中国市场与国际市场的紧密度、互动性不断提高，已成为全球商品期货市场的重要组成部分，产业链间产品的传导影响也在不断增强，上下游产品的互动作用明显。特别是来自境外的突发事件往往发生在国内的夜间，即使企业及时收到相关信

息，以往受制于市场交易时间，也无法及时作出应对风险的措施。有了夜盘后，企业便可以在夜盘交易时间内，及时、高效的通过商品期货交易把风险降低甚至完全规避。

“夜盘品种套利关系完整性的提高能更好地满足市场投资需求，企业在资金管理、投资决策、交易机制等方面也可实现更有效的市场监控。同时，夜盘品种的可以增加可以进一步丰富投资者夜盘期间的投资策略，有利于促进多元化期货投资理财产品的发展。同时，中国价格将与国际市场价格互相影响、互相引导，有利于提升我国期货价格的国际影响力。”上述深加工企业负责人说。

王凤海：期市高质量发展才能更好服务实体经济

□本报记者 黎旅嘉

大商所总经理王凤海近日表示，期货市场高质量发展才能更好服务实体经济和脱贫攻坚，当前国内期货市场距离高质量的标准还有差距。

近日，在大商所支持下，中国证监会、中国期货业协会、当地政府以及全国期货、保险、银行等多家金融机构的相关负责人齐聚泰安，共同参加“期货服务实体经济助力脱贫攻坚座谈会”，围绕期货市场服务实体经济、服务泰安脱贫攻坚等进行了深入交流。

近年来，大商所为推动期货市场高质量发展开展了一系列工作，包括首倡“保险+期货”模式试点、首推商品期权和商品互换，首推已有期货品种国际化等。王凤海在座谈会上表示，今后，大商所将围绕大宗商品贸易、实体经济发展、脱贫攻坚及乡村振兴战略等需求，采取有效措施，促进期货市场高质量发展，努力把国内期货市场维护好、建设好、发展好，与各机构共同在金融工具创新上持续发力，发挥期货市场优势，继续扩大“保险+期货”试点规模，设计、推出更多期货服务实体经济和扶贫的工具。

2017年3月，经中国证监会同意，天水市秦安县成为大商所定点帮扶单位。2017年7月，大商所与天水市签署

“期货市场助推天水市经济发展及脱贫攻坚”合作协议，支持天水经济发展。大商所支持秦安发展的基本思路是把“输血”与“造血”结合起来，把“扶志”与“扶智”结合起来，充分立足产业扶贫，发挥大商所的市场枢纽作用，广泛动员相关各方力量，通过市场化机制，带动和促进秦安县盘活资源，提高经济社会发展质量和效率，并有针对性地开展定点支持项目，持续为天水经济发展积极努力，为秦安脱贫攻坚贡献力量。

2017年大商所助力秦安引入百万蛋鸭项目，已见扶贫效果；发挥期货市场功能、立足产业扶贫，结合秦安相关产业开展“保险+期货”、场外期权项目；注重“扶志”与“扶智”相结合，输送三位优秀同志先后挂职天水副市长和秦安县委常委、副县长，为120名天水党政干部在大连、上海举办两期金融研修班，提升当地干部金融扶贫能力，并在当地举办多期“保险+期货”培训班，捐资150多万元用于教育扶贫；关注民生工程，捐资248万元用于建设贫困村卫生室、巷道硬化和危房改造等；强化消费扶贫，与工商银行总行等单位一起积极参与证监会“一果连四方”活动，支持秦安果业发展。在大商所的积极努力下，对口帮扶秦安取得了看得见、摸得着的成效。

监控中心工业品指数止跌回升

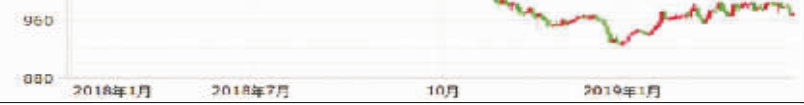
本周CIFI指数各品种涨跌幅统计				
CIFI指数品种	本周涨跌幅%	上周涨跌幅%	双周涨跌幅%	本月涨跌幅%
天胶	-4.89	2.62	-2.27	-7.48
甲醇	-4.45	-1.03	-5.48	-5.70
白银	-3.16	1.25	-1.91	-4.03
硅铁	-2.69	-3.75	-6.44	-4.01
锰硅	-2.40	0.41	-1.99	0.93
铝	-1.47	-1.28	-2.75	-3.66
焦煤	-1.44	0.93	-0.51	-5.05

3月以来一系列数据冲击下，CIFI持续走低。随着货币宽松预期点燃，工业品及股指普遍大涨，监控中心工业品指数逐步止跌，重心回升。截至3月

29日当周，CIFI最终收于1056.34，当周最高上冲至1060.35，最低探至1041.83，全周下跌0.16%。（方正中期期货 夏聪聪 汤冰华）

易盛农期指数小幅下行

易盛农产品指数走势



截至3月29日，收于966.98点。25日周一易盛农期指数报收975.7点，（格林基金 冯翰尊）