

Ameribor期货上市 Libor行将终结

理查德·桑德尔：期待中国国债期货开放

□本报记者 薛瑾



Ameribor发明人、AFX主席理查德·桑德尔 (图片由受访者提供)

视觉中国图片

8月16日,是美国30年期国债期货诞生42周年的纪念日,也是金融期货新产品Ameribor期货正式挂牌与市场见面的日子。Ameribor期货由美国芝加哥期权交易所(CBOE)和美国金融交易所(AFX)联合推出,其挂钩的金融产品Ameribor(美国银行拆借利率),是替代行将于2021年底退出历史舞台的Libor(伦敦银行同业拆借利率)的重要角色。

在Ameribor期货挂牌上市之际,中国证券报记者独家专访了Ameribor及其期货的发明人、AFX主席,同时也被誉为“金融期货之父”的理查德·桑德尔。在其几十年的职业生涯中,桑德尔创造了诸多创新性的金融产品,也对中国的金融市场颇为关注。他表示,未来十年重要的金融创新将来自中国等亚洲经济体,期待中国金融市场加速开放,他相信,这对促进实体经济发展将大有裨益。

Libor替代者应时而生

早在八年前,桑德尔就预见到Libor的衰落和其替代品的崛起。那时候,Libor是全球数百亿美元金融产品的基准利率,在全球金融体系特别是欧美等发达市场金融体系中发挥着重要作用。

2011年,英国《金融时报》对瑞银、美银、花旗、巴克莱等多家跨国银行卷入“Libor操纵门”并接受监管部门调查的一篇报道,让桑德尔看到了美国建立自己的基准利率的必要性。在接下来几年里,Ameribor渐渐从想法变成现实,应时而生。

桑德尔在接受记者采访时列出了Ameribor推出的三个前提:一是Libor将失去其作为主要基准利率的作用;二是美国的利率并不总是为零;三是美联储减少超额准备金利率的趋势。桑德尔说,其最初的目标是覆盖美国5000家中小型及社区银行,现在覆盖美国1125家银行进行报价,这个数量占到美国银行总数的20%。桑德尔称,Ameribor是根据隔夜无担保贷款市场进行的交易计算的每日加权平均利率,由CBOE监管,透明度高是其主要特征之一。

随着参与的银行数量越来越多,其交易载体美国金融交易所(AFX)的交易量也实现了倍数级增长。据桑德尔介绍,AFX于2014年初组建,于2015年12月开始了第一批交易。第一个月的日均交易额达1300万美元,现在的日均交易额已经达到约20亿美元。如今,AFX有150多家参与者,包括银行、保险公司、经纪商、私募股权公司、商业开发公司、对冲基金、期货经纪商和投资管理公司等。围绕着Ameribor,众多金融机构联系在一起,形成了一个同业拆借的网络。

事实上,在Libor曝出丑闻后、英国金融行为监管局(FCA)决定废除该基准利率前,也有一些国家或地区的监管机构着手寻求替代Libor的方案。如在2014年,美联储和纽约联储成立了替代性参考利率委员会(ARRC),研究Libor的替代指标。之后,美联储最终确定使用SOFR(有抵押隔夜融资利率)作为替代者,并推出基于SOFR的期货、利率互换等多种衍生工具,打造全新的基准利率曲线。

桑德尔说,Ameribor与SOFR是互补的,SOFR已被美银、花旗和摩根大通等大型银行采用,而Ameribor主要覆盖数量众多的中小型银行。二者又有区别,SOFR是基于回购交易的有担保利率,而Ameribor含有“信用”成分,有风险因素,因为其是基于机构之间的无抵押隔夜借贷,而这种无担保结构对其成员颇具吸引力,因为它有助于反映汽车贷款和企业贷款等更普通银行业务的借贷指数收益率。

据了解,此次上市的Ameribor期货,首批推出了两个合约,分别是为期90天的基准合约和7天合约。7天合约是针对需要对冲美联储准备金头寸要求的银行而设计,此外该合约对于那些对美联储加息或降息有宏观预期的交易员也比较有吸引力。“我们的目

标是在收益率曲线之外,提供可以为掉期交易和其他衍生品服务的额外工具(如期权)。随着Ameribor期货的推出和国际证券委员会组织(IOSCO)的认证,Ameribor不仅将成为美国的基准,也将成为其他拥有美元债务的国家的基准。”桑德尔说。

市场创造者：“金色”和“绿色”工具

已过古稀之年的桑德尔,如今依然活跃在金融创新第一线。在推出Ameribor、建立AFX之前,桑德尔已有不少“代表作”,如发明了全球第一个金融期货即利率期货,起草了世界上第一份期权合约、首次将二氧化硫和二氧化碳纳入交易所交易。业界人士将他尊为“金融期货之父”,因为他参与了现代金融市场蓝图的规划。

期货市场的设计和创新问题也几乎贯穿了这位业界“老将”的职业生涯。他表示,期货市场如果得以合理设计,具有重要的经济和社会功能。来自农业、金融、工业领域的市场参与者均可以利用其更好地管理风险,为实体经济保驾护航。其承载的价格发现功能,为发达经济体运行提供了一个十分重要的工具。桑德尔还说,金融期货等新产品的诞生和金融创新,大多始于解决经济结构性变化的需求。

上个世纪70年代,桑德尔在芝加哥交易所任职首席经济学家和副总裁期间,设计发明了全球第一个利率期货。他表示,发明利率期货也是迎合了当时的需求:20世纪60年代末和70年代初,美国经济出现了诸多结构性变化,越南战争带来的巨额赤字以及阿拉伯石油禁运等因素,开始影响到利率水平,较高的利率和波动的市场催生了对冲避险需求以及价格发现需求。

在当时商品期货主导市场的环境下,这种基于国债利率的、“看不见摸不着”的金融期货让当时大多数圈内人惊呼“看不懂”。不过,利率期货几十年的发展和拓展,已经形成一个巨大的细分市场。如今的国债期货,也已经成为美国最活跃的期货品种。

值得一提的是,在“金色”工具方面颇有建树的桑德尔,也执著于“绿色”工具的研发。1990年,在其推动下,美国国会通过相关法案,开始对二氧化硫排放实行总量控制和配额交易。2003年,在利率期货成功运作和二氧化硫市场的经验基础上,桑德尔创立了芝加哥气候交易所,将利用市场机制解决环境问题的想法付诸实践,并推出了全球第一个碳排放交易项目。因此他还曾被美国《时代》周刊评为“碳交易之父”。

对此,桑德尔对中国证券报记者表示,“与任何新市场一样,碳市场需要历经几十年发展演化。我们现在正在进入碳市场发展的第三个十年。有两个关键信息值得我们注意:一是市场在解决美国酸雨问题方面发挥了关键作用;二是美国环境相关期货等衍生品的持仓量高于黄金等成熟商品。”他还指出,中国也在尝试利用市场化工具解决环境问题,中国等国家将在未来引领环境市场金融创新。而达到此目标,需要开展完备的市

场教育和建立相关基础设施。“正如我的导师罗纳德·科斯教授所说,市场不会简简单单就出现了,市场培育不可或缺。”他说。

未来十年金融创新看亚洲

桑德尔表示,自己一直在关注着中国金融市场的发展。未来十年,在金融产品的创新方面,中国等亚洲经济体将发挥更重要的作用。

此前,在其2012年出版的《衍生品不是坏孩子:金融期货和环境创新的传奇》一书中,桑德尔用了不少笔墨描述中国。中国金融市场数年的发展,让他的评价随之更新升级。“中国在我心中有一个特殊的位置。我们相信,中国不仅是全球经济中的关键角色,在环境和金融创新等领域也将发挥巨大的作用。”他预测,未来十年金融产品的创新很大一部分将来自中国和其他亚洲经济体。

桑德尔告诉记者,多年来,中国一直在积累金融期货领域的经验,监管机构和市场参与者都更好地了解到成功市场构成的要素。他本人也曾在中国等地的金融期货市场上的设计上献言献策,“十年前,我们有幸向世界银行、中国政府和中國金融期貨交易所(中金所)就成功期货市场的设计元素发表了看法。他们鼓励分享经验并在需要时进行修正。”

对于期货市场,他还表示,中国市场在商品期货上不断完善,陆续推出了几个引入境外投资者的“国际化品种”如铁矿石,开放程度进一步提高,是业界乐见的事情。此外,中国的金融期货领域也正在走向成熟,期待一些金融期货品种如国债期货的开放。

桑德尔表示,“我们建议继续推动中国开放利率期货市场的势头,以促进外国对主权债务进行对冲。这将有助于发展现货市场,并最终促进外国投资深入金融和实体经济领域。”此外,桑德尔还指出,运作良好的期货市场可以扩大市场参与度,有助于中国经济更加稳健地发展。他称,监管机构可以继续帮助期货市场丰富人力资本和 market 基础设施,另外,及时开发满足中国国情、满足实际经济发展需要的金融产品也至关重要,这都将有助于刺激实体经济的增长。

在中国利率期货市场起步阶段,桑德尔就曾说过,金融期货的益处是显而易见的。在1982年美国十年期国债期货推出后,债券现货市场的买卖价差缩窄了90%,这为美国政府节约了5亿美元的利率成本,为养老金减少了100亿美元的损失。中金所推出的国债期货也将节约政府的融资成本、减少交易成本,这种价值的发挥以及成为“共识”需要时间的沉淀和市场各方的共同努力。

值得注意的是,在今年7月举办的夏季达沃斯论坛上,多位与会专家也表示,我国在金融业全领域的扩大开放,将带来更大的发展机会,也向全世界释放出明确信号:中国开放的步伐不仅不会停,且会不断加快。金融期货等多元化的金融衍生品市场就是其中一例。

降息预期与避险需求仍将支撑金价

近期,贵金属价格维持高位震荡。上周,COMEX黄金期货主力合约整体维持在1488-1546美元/盎司区间运行,周度累计涨逾1%,周K线创下“三连阳”。分析人士表示,虽然近期宏观扰动事件缓和一度引发金银价格高位回调,但因市场对全球经济衰退预期增强以及美联储降息预期不断攀升等,使得市场坚定看好贵金属表现。预计在9月议息会议之前,贵金属价格将大概率维持偏强走势。

价格维持高位震荡

“上周,金银价格受避险情绪影响较大,但美联储降息预期不断升温则给金银下方提供了较强的动力。”银河期货分析师表示,上周宏观扰动事件缓和成为贵金属市场的主要利空因素。受该消息影响,金银一度从高位跌下方重要支撑,但随后迅速回升,表明市场看多情绪依然浓烈。而此后,随着美国2年期和10年期国债收益率曲线一度出现自2007年以来的首次倒挂,以及英国关键国债收益率曲线日内出现2008年以来首次倒挂等事件,令市场对全球经济衰退预期增强,因此给金银提供了上升的动力。地缘局势方面,阿根廷初步选举不利、英国脱欧风险等问题亦给金银提供了较强的动力。

此外,特朗普连续多次抨击美联储,认为目前的宽松力度依然不够,需要继续降息且提高降息的力度。而据CME“美联储观察”,目前美联储9月降息25个基点至1.75%-2%的概率为65.0%,降息50个基点的概率为35.0%;到10月降息25个基点至1.75%-2%的概率为16.4%,降息50个基点至1.50%-1.75%的概率为57.4%。从数据来看,美联储9月降息几乎已经确定,市场更关注的是降息的力度以及此后降息的进程。

降息预期形成托底支撑

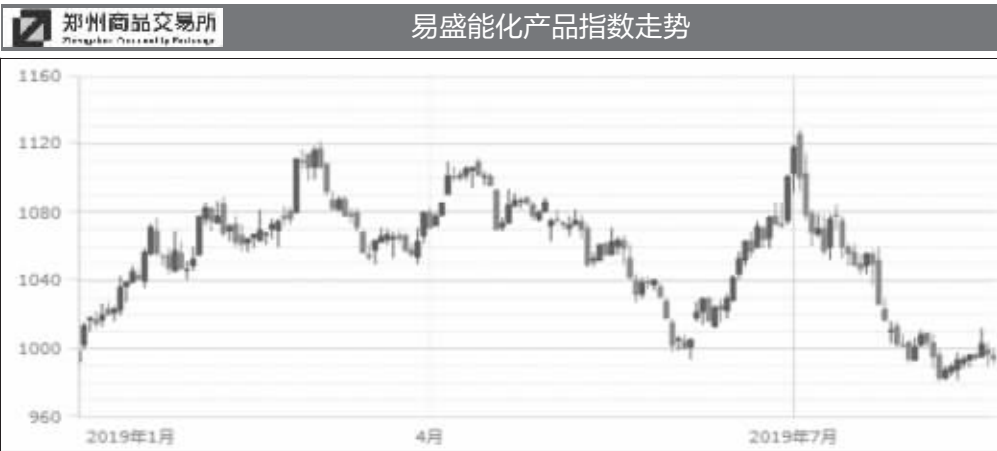
值得一提的是,虽然目前市场对美国经济衰退充满了担忧,但从目前公布的数据来看,美国并未完全步入衰退周期,美国经济数据整体较为反复。银河期货分析师表示,美国7月零售销售月率表现亮眼,远大于前值修正和预测值。但美国截至8月10日当周的初请失业金人数为22万人,至六周高位,高于预期值和前值。此前公布的美国7月季调后CPI月率和7月核心CPI月率亦延续上月较好的表现。因此,美国经济目前虽然出现疲软的可能,但仍好于其他国家。这是美元依然保持强劲的因素之一。

不过,在多国央行降息之后,欧央行是否降息也值得关注。据“欧洲央行OIS”数据,欧洲央行9月降息10个基点至-0.5%的概率为14.7%,降息20个基点至-0.6%的概率为85.3%;10月降息10个基点至-0.5%的概率为14.6%,降息20个基点至-0.6%的概率为84.5%。

“目前来看,美联储9月降息已较为明确,市场也提前反映了预期。因此,近期降息预期给金银提供了较强的支撑,而避险情绪的升降则是金银波动的主要动力。预计在9月议息会议之前,若没有突发事件的话,预计贵金属价格维持区间内的震荡概率较大;而议息会议之后,则取决于此后降息路径以及降息的程度。而欧央行或可能给金银市场带来意外之喜。”银河期货分析师表示。

中银国际期货研究部金属研究员刘超也表示,虽然近期期金市场的看多持仓、金价累计涨幅以及黄金ETF需求均达到了较为极端的状态,金价可能会出现震荡走势。但从整体上来看,全球贸易前景的不确定性、全球经济放缓担忧、股市回落、全球央行降息等因素,依然会对金价构成支撑。(马爽)

易盛能化A指数将维持区间整理



终端需求不旺,易盛能化A指数将维持区间整理。截至8月16日,易盛能化A指数收于994.57点。

易盛能化A指数品种对应资金占比分别为甲醇26.7%、PTA40.2%、动力煤26.5%以及平板玻璃6.5%。

权重品种PTA7月始于高位震荡,终于原油大跌以及PTA超涨后的快速回落,8月以来贸易对峙情况不见缓解,美国经济增长放缓的预期不断兑现,中国宏观情况依旧处于转折期,叠加原油持续下跌,8月至今呈现多空拉锯的震荡格局,PTA能否重回上升通道,外在因素基本上已经反应完毕,

未来行情终须回归终端消费的实际拉动,依国内的情况,制造业处于淡季,但进入九月份秋冬装开始拉货,聚酯开工已经开始小幅提升,预计下游需求有望转好,短期预计PTA保持偏强震荡格局。

甲醇与原油呈现高度的正相关,2018年三季度至2018年底甲醇价格随原油同步跳水,2019年上半年甲醇原油走势出现了明显的分化,此效应主要受到不同工艺聚烯烃单位成本的影响,原油价格得上涨至75美元以上,甲醇生产聚烯烃才具备成本优势,这就形成原油虽然上涨但却无法拉动甲醇价格的现象,然而原油的下跌确实会压低甲醇价格。(南华基金 林仕伟)

监控中心工业品指数止跌企稳

| 截止 8 月 16 日当周 CIFI 指数各品种涨跌幅统计 | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| CIFI指数品种 | 当周涨跌幅% | 上周涨跌幅% | 双周涨跌幅% | 本月涨跌幅% |
| 热轧卷板 | 3.67 | -3.95 | -0.28 | -2.00 |
| 螺纹钢 | 3.45 | -5.90 | -2.45 | -4.52 |
| 玻璃 | 3.03 | -5.72 | -2.69 | -3.26 |
| 甲醇 | 2.76 | 0.23 | 2.99 | 3.78 |
| 焦炭 | 2.17 | -5.63 | -3.46 | -7.66 |
| 铝 | 1.83 | 0.87 | 2.70 | 1.98 |
| 动力煤 | 1.64 | -1.07 | 0.57 | -0.68 |
| 硅铁 | 1.50 | -0.47 | 1.03 | 0.07 |
| 锰硅 | 1.24 | -1.73 | -0.49 | -1.74 |
| 白银 | 0.95 | 7.10 | 8.05 | 6.55 |
| 锌 | 0.49 | -3.76 | -3.27 | -3.84 |

美国2年期和10年期国债收益率自2007年5月以来首次倒挂,与此同时,30年期国债收益率创下历史最低水平,显示投资人担心全球最大经济体可能正走向衰退。与此同时,英国国债收益率曲线也出现倒挂,为全球金融危机以来首见,与美债收益率曲线走势如出一辙,加剧了市场悲观情绪。紧接着,加拿大2年期-10年期国债收益率”也加入了这一阵营,倒挂程度甚至达到了1990年以来最严重的水平。

期货市场监控中心工业品指数结束连续三周下跌趋势,止跌企稳,窄幅回升。截至8月16日当周,CIFI最终收于1086.20,当周最高上冲至1095.56,最低探至1071.58,全周上涨0.35%。

从8月16日当周分品种看,工业品走势分化,涨跌各半。黑色系表现偏强,热卷上涨3.67%,螺

纹上涨3.45,玻璃上涨3.03%。受到主力合约义移仓换月的影响,PVC跳空,下跌3.14%。此外,油价下跌也拖累化工品走势,天胶回落2.15%。

螺纹钢跌幅扩大,电炉亏损后已开始减产,产能利用率明显回落,螺纹钢周产量减少7.3万吨,但库存增量依然较大,表观需求大幅下降,季节性、资金、情绪恐慌因素均在抑制需求释放。成本端焦炭及铁矿石价格也大幅调整,黑色商品呈现螺旋式下跌的节奏。

焦炭库存偏低,二轮提涨基本全面落地。在山西二青会期间,山西局部地区高炉利用率下滑。供应端短期偏紧,是支撑期价的主要原因。而下游需求端,由于焦炭提价,成本端上涨,钢厂利润压缩,山东局部地区已经开始限产保价,高炉开工率下降。(方正中期期货 夏聪聪 汤冰华)