

# 汇丰PMI创八个月新低 制造业降温 工业品市场挤水分

□本报记者 官平

24日公布的3月份汇丰PMI数据令国内期货市场工业品 “雪上加霜”，建材品种——焦煤、玻璃、螺纹钢期货主力合约价格不断创新低。分析人士表示，工业品的商品属性和金融属性双双走弱，而去泡沫和去债务会在某种程度上放大跌势，此番跌势是市场 “挤水分”的表现，目前来看短期还未见底。

### 股市基建领涨期市反映

24日，汇丰银行发布3月汇丰中国采购经理人指数（PMI）初值为48.1，创八个月以来的新低。分项指数几乎全面下滑，唯一亮点是新出口订单指数，四个月以来首次回到50以上并录得一年多以来的高点，产出指数则降至18个月以来低点47.3。

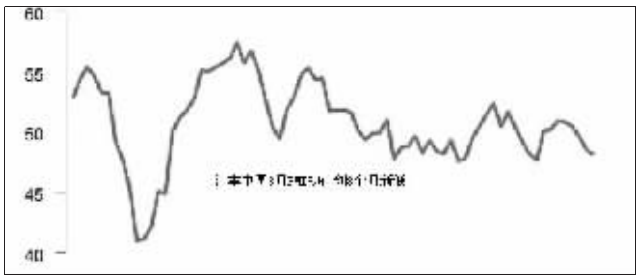
国元期货研发中心总经理姜兴春表示，汇丰PMI数据对工业品来说雪上加霜，特别是焦煤钢以及铁矿石产业链，由于需求不足，现货库存高企导致价格不断创新低，而股指震荡反弹是因为消息面短期利多，优先股推出会利好市场。

值得注意的是，股市钢铁板块、房地产板块、建筑工程板块几乎领涨A股，反观期货市场与之相关的品种，大连焦煤期货、郑州玻璃期货、上海螺纹钢期货主力合约当日均收盘报绿，其中焦煤期货主力合约1409收跌2.09%至每吨797元，盘中一度几乎触及历史低点。

宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示，汇丰PMI数据不及预期，主要受投资增速放缓、房地产市场疲软以及工业部门产能过剩拖累。

“主要是工业制造业总需求不足，以及经济结构调整带来的工业品去泡沫和去杠杆的结构，因此未来如果没有出台大规模刺激性政策的前提下，经济调整还将继续，工业品也将继续去库存、去产能的过程，下行空间依旧存在。”程小勇表示，股市上行主要受益于

汇丰PMI指数走势



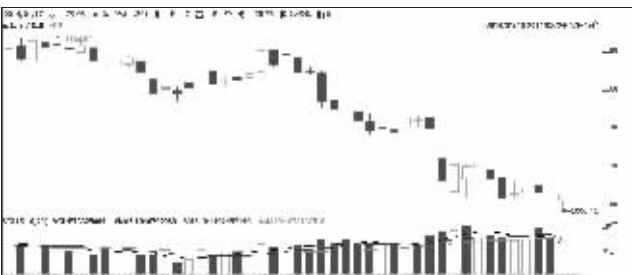
优先股试点政策，并非企业利润好转，因此股市涨势也是短期的。

生意社首席分析师刘心田表示，目前宏观面仍不乐观，股市表现与工业品的表现正常应该同步，但实际已经脱节，原因就在于商品市场与实体经济都出现了问题，但问题又不尽相同，问题的共性在于中国经济的着陆以及过去飞速增长期间积累下来的产能过剩、效率低下等问题，但差异性在于，商品市场的反应要较实体经济更早更敏感，实体经济的承受度要较商品市场更小更脆弱。

### 工业品市场难言见底

数据显示，反映国内工业品期货价格的文华工业品指数在今年以来跌幅

南华商品指数走势



超过10%，目前报138.51点，几乎回到了2009年第三季度水平。

姜兴春表示，从工业品基本面情况看，由于供求不平衡加上经济预期悲观，所以价格短线下跌幅度较大，基本客观反映了经济基本面，市场经历连续下跌以后，品种走势会有所分化，工业品中有色、天胶等下跌空间有限，而焦煤钢等产品下跌趋势没有扭转，暂时跌势不言底。

对于工业品指数回到4年前水平，程小勇认为，主要是供需基本面的商品属性和金融属性双双的走弱，而去泡沫和去债务会在某种程度上放大跌势，并非工业品存在超跌的嫌疑，主要是在工业品牛市的上涨周期中沉淀了大量的非基本面的金融属性层面的泡沫，因此

一旦中国开始去杠杆化，那么这些水分就被挤出来了，甚至部分商品跌破成本，但跌破成本才是供求曲线变动的开始，并非终结。

“不仅指数，实际商品的价格很多也回到了4年前甚至6年前的水平，不仅铜，天胶 PTA等都是这种情况。”刘心田表示，商品市场可以由市场规律引导，必要的代价如果能换来产业结构的合理化以及更强有力的市场话语权，从宏观看工业品继续下跌的空间要比实体经济大得多。

刘心田并不认为这是工业品超跌。他表示，工业品价格是价值回归，大宗商品告别黄金十年，目前正在归位，基本面方面肯定和4年前不可同日而语，主要体现在规模上来了、效益下去了。

## 天气转暖助推需求 钢市下跌空间或有限

□本报记者 官平

近期，动力煤、焦炭、铁矿石等产业链品种期货价格跌幅较大，对钢材期货走势形成利空影响。业内人士表示，随着天气好转采购需求回升，钢材现货价格的止跌企稳，钢材期货价格进一步下跌空间已有限。

西本新干线监测数据显示，沪市上周（截至21日当周）螺纹钢库存量加速下降，总量为39.70万吨，较前一

周末（14日）减少1.82万吨，沪市建筑钢材库存总规模为55.93万吨，较前周末减少2.31万吨。目前，全国钢材库存已连续三周出现下降，库存水平较去年同期已经降低9.96%，市场库存压力逐步减轻。

据中钢协统计，3月上旬重点企业粗钢日产量166.06万吨，旬环比下降7.95%；全国预估粗钢日产量209.68万吨，旬环比增长0.72%。西本新干线高级研究员邱跃成表示，进入3月份后，国内

钢材市场库存已转入去库存阶段，但钢厂库存依然居高难下，部分钢厂合同组织及资金周转困难，后期钢厂采取何种方式去库存值得重点关注。

邱跃成表示，近期国内钢材市场利多和利空消息交织，一方面市场处于消费旺季，库存明显消化，且政策层面释放出稳增长预期；另一方面各项经济数据普遍偏空，经济下行压力加大，市场资金层面也持续收紧，预计短期国内钢价仍将盘整运行。

### ■ 海通期货“我是权王”期权仿真系列挑战赛

## 权王争霸第一季 沪深300股指期权热身赛开赛

□本报记者 王朱莹

战赛

2014年，中国将迎来期权元年，注定将成为中国衍生品市场发展史上不平凡的一年。从沪深300股指期权、铜和黄金期权、白糖期权到豆粕期权，国内各大期货交易所纷纷筹备推出明星期货品种的期权合约。

国际成熟衍生品市场中，期权和期货交易各占半壁江山，是衍生品板块中举足轻重的品种，其全新的交易特征将成为投资领域的新蓝海，也为投资人带来划时代的新机遇。如何迅速、系统地掌握期权投资必备的知识与技能，是投资人能否成功踏上期权快行道的关键。

期权这一国内衍生品市场遗失的一环，或将于今年回归并促使衍生品市场步入新纪元。投资者将有更丰富的风险对冲工具来配置投资组合。

### 引领时代前潮 备战期权元年

国内衍生品市场的期权准备工作也全面换挡提速，为此，海通期货从2014年3月24日起，正式推出“我是权王”期权仿真系列挑战赛，寻找横空出世的期权投资高手！大赛不仅设置年度权王奖项，还将分阶段开设不同主题的热身赛，并按不同期权合约品种分设赛场，为每一个精彩的身影提供展示的舞台。

通过大赛的切磋比拼，投资人将能切身了解期权市场的竞争格局和盈利结构，同时通过期权仿真的交易操作体验，先人一步地熟悉下单软件和期权交易策略。围绕期权仿真交易大赛，海通期货将推出层次丰富的海外期权专家论坛、期权交易策略沙龙、期权知识培训等各类活动，帮助投资人阔步迈向期权新蓝海！

“我是权王”期权仿真系列挑

海通期货实盘大赛2014年度综合排名（2014-3-1至2015-2-28）				
排名	选手	综合分值	收益率	收益额
1	皓严水手	21.1	78.9%	23921374
2	霹雳一号	15	53.1%	11193404
3	哈巴狗	9.3	26.8%	14535833
4	尚水资本	8.8	55.6%	3016428
5	携李姑苏	8.4	50.8%	2991380
6	茶颜2	7.8	35.8%	5425228

中国期货保证金监控中心农产品期货指数（3月24日）				
指数名	收盘价	昨日收盘价	涨跌	涨跌幅(%)
农产品期货指数	960.95	962.49	-1.54	-0.16
油脂指数	730.01	699.38	3.63	0.52
粮食指数	1371.32	1374.80	-3.48	-0.25
软商品指数	858.78	867.71	-8.93	-1.03
饲料指数	1554.69	1559.52	-4.83	-0.31
油脂油料指数	1016.44	1015.44	1.00	0.10
谷物指数	996.53	994.57	1.96	0.20

易盛农产品期货价格系列指数（浙商所3月24日）						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	730.43	732.63	729.19	730.16	-3.87	730.72
易盛农基指数	1015.49	1016.13	1011.04	1012.17	-5.86	1013.06

公司网址：www.cjfc.com.cn

全国统一客服电话：95579 027-85861133

汇聚财智 共享成长

## 那些年 股指期货受过的“委屈”

继1982年世界上第一个股指期货产品——价值线股指期货合约诞生以来，股指期货的大家庭已逐渐发展壮大，至今已承纳了上百个股指期货合约。但股指期货这三十年的发展并非一帆风顺，股市风险事件常常令人们将股指期货与股市涨跌联系起来。但大量案例及研究都表明，股指期货并非是导致股市下跌的原因，需要考虑经济环境、制度是否完善、经济是否存在泡沫等多方面因素。股指期货对宏观经济形势的变化较现货市场更为敏感，因而期指价格才会引起市场的关注。随着期指产品的完善和市场认识水平的提高，许多人也不断为其正名，股指期货成长为全球金融市场体系中不可或缺的一环的过程，也正是一部股指期货逐渐摆脱质疑的历史。

### 一、“87股灾”股指期货亮丽正名

1987年10月19日，美国股市崩盘，当天标普500指数下跌近20%，道琼斯工业平均指数跌幅达22.6%，创下了单日下跌的最高纪录。股灾后，《布雷迪报告》指出指数套利和组合保险这两类交易在股票指数期货和现货市场上互相推动下造成了股市崩盘。一些评论家也将其原因归咎为股指期货，他们认为股市的不确定性促使众多股民在期市上建立空单以进行套期保值。大量的空单导致期货价格下跌，使之与现货价格偏离了正常的比价关

系。于是指数套利者趁机入市，买期抛现，再次压低股票价格，而下跌的股价逼迫更多的组合保险交易，如此恶性循环，股价运行于下跌通道，最终导致股市崩溃。

而监管层、学术界则认为，不能将股灾原因全部归结为期货市场。期货市场反映信息的速度较现货市场快，并不能由此推出期价变动引发现货价格变动的结论。期货之所以受到青睐是由于期货市场调节组合头寸的成本较低，且可以迅速建立新的头寸。股灾的元凶另有其人：首先，美国产生巨额赤字，不得不保持较高的利率水平以吸引外资；其次，股灾发生前美国经历了近50年的牛市，其高收益性使得大量资本流向股市进行投机，金融投资猖獗而生产性投资需求不足，形成难以维系的虚假繁荣；再次，美国霸权地位衰落导致世界经济不稳定，国际汇率动荡，国际贸易严重失衡，国际债务危机不断。在这些因素的基础上，当时美国较高的利率使得固定收益类资产得到投资者偏爱，资金从股市转移到债券，直接致使股价暴跌。因此，不能想当然的将股指期货视为是此次股灾的主要原因。

1991年，以诺贝尔经济学奖得主莫顿·米勒（Merton Miller）为首的工作小组经过大量详实的调查，否定了《布雷迪报告》中关于股指期货引致股灾的结论，认为1987年的股灾和1929年的股市

“崩盘”并没有本质区别，都是宏观经济问题累积以及股票市场本身问题导致，不是由股指期货市场引起。事实上，全球股市在1987年股灾那天都出现了下跌，而跌幅最大的一些股市恰恰是在那些没有股指期货的国家，如墨西哥。股指期货是标准化的风险管理工具且由交易所清算所充当所有买方和卖方的中央对手方，透明度高、流动性好、信用风险极低、监管严格，难以成为欺诈的工具，股指期货更不是导致股灾发生的罪魁祸首！可以说，这是世界范围内真正意义上给股指期货所做的正名，从此奠定了全球股指期货大发展的基础。

### 二、香港股市崩盘 期指又遭连累

1998年的香港金融保卫战中，香港股票和外汇市场受到了由索罗斯为首的对冲基金的打压，股指期货又被牵连其中。对冲基金借股砸盘，同时在股指期货上建立空头头寸，再攻击香港汇率制，逼迫特区府提高利率，企图在股票价格下跌时买入股指期货平仓。而政府出手相助，不遗余力地买入被抛售的股票，支撑股价。

部分人认为期指是本次金融风险祸源，假设没有股指期货，索罗斯也不会有机可乘。例如，没有股指期货的印度受到东南亚金融危机的影响较小。可是，纵观当年还没有股指期货但仍被亚洲金融危

机波及到的地区，例如台湾，虽然被影响的时间有所延迟，但是台币仍无法逃脱贬值的命运，股市也应声下跌。因此，1998年香港金融危机中需要审视的是风险管理机制是否完善，而非将危机的原因归咎于股指期货。

事实上，索罗斯之所以得逞，真正原因是宏观经济恶化、监管体制漏洞、产品自身缺陷，以及袭击者在信息、资金、手段等方面的优势等因素。要抑制大鳄突袭的现象，必须从制度、监管、产品设计等方面入手，采取恰当的措施，确保市场安全平稳运行。

### 三、遇上股市下跌 各市场期指就成“替罪羊”

除上述事件之外，韩国KOSPI 200指数期货推出后，股市也出现了下跌，全年跌幅达20%；台湾加权指数期货推出后，也碰上了不久之后的股市大幅下挫。

部分评论家再次将矛头指向股指期货。殊不知，这些期指产品推出时的经济环境本身才是股市下挫的真正推手。韩国推出股指期货之时，虽然其经济于1995年迅速扩张，但其外债却达历史高点，股市也在下半年开始企稳回落，直至上市前才有所改观；台湾期指推出时正值亚洲金融危机，经济不景气，出口受压制，这些经济因素和期指上市的“巧遇”容易让人产生期指带动股市下跌的幻觉。

类似的，2010年4月我国大陆的股指期货上市后，半个多月的时间里上证指数跌幅超过9%，深证成指跌幅逾10%。一些市场人士纷纷指出股指期货在此轮下跌中起着助推器的作用。但是，当时的期指存量资金远远小于股市，根本难以撬动庞大的股市，而宏观基本面因素才是幕后黑手，它导致资金离场进而引发股市大跌。期指上市前夕，国务院公布了房地产市场的调控措施，国家统计局公布的经济数据也偏负面，再加上美国高盛“欺诈门”事件，使得房产公司和银行股受到较大的冲击，这些因素都拖累了股市运行。

总体而言，大量案例及研究都表明，股指期货并非导致股市低迷的根源，需要考虑发生国的经济环境、制度是否完善、经济是否存在泡沫等多方面因素。股指期货具有价格发现功能，它对宏观经济形势的变化较现货市场更为敏感，反应更快，再加上其较低的成本，投资者倾向于首先在期货市场交易，因而期指价格才会引起市场的关注。迄今，股指期货成交量逐步攀升，已成为金融市场不可缺少的重要组成部分。格林斯潘曾经指出：股票衍生品之所以发展得较快，是由于它给投资者带来了经济价值。基于此，我们也应当正视股指期货，不要让质疑蒙住了双眼。（文/上海中期 王慧）