跷跷板游戏：美元和金属能玩多久

□本报实习记者 叶斯琦

本周二，就在美元指数触及14个月新高之时，金属期货却大幅下挫，伦镍指数下跌了5.37%，伦锌指数下跌了3.32%，伦铅指数下跌了3%，伦铜和伦锡指数也有近2%的跌幅。

美元指数和有色金属是否存在跷跷板效应呢？对此，接受中国证券报记者采访的市场人士普遍认为，由于国际市场上大宗商品普遍以美元定价，强美元在某一阶段确实可能打压大宗商品价格，不过这种反向关系并非任何时候都能成立，在大部分时间内大宗商品的运行有其自身规律。展望后市，有色金属后市区间震荡的概率比较大。

新华社图片 合成/刘海洋

美元和金属冰火两重天

今年7月以来，美元指数奏起了昂扬的进行曲。自7月1日触及阶段底部的79.740起，美元指数在51个交易日内累计上涨了5.47%。9月9日，该指数更是一度上探至84.519。

然而，就在美元指数触及14个月新高之际，本周二金属期货却大幅下挫。据中国证券报记者统计，9月9日，伦镍指数下跌了5.37%，伦锌指数下跌了3.32%，伦铅指数下跌了3%，伦铜和伦锡指数也有近2%的跌幅。

其实，不仅昨天，在近一段时间内，金属期货总体表现较为低迷。自8月1日起，伦锡指数在27个交易日内累计下跌了8.09%；而7月29日以来，伦铅指数也在30个交易日内下挫了7.18%。

当美元指数高歌猛进之时，金属期货却步履蹒跚。难道美元指数和有色金属之间存在着跷跷板效应，美元指数上扬拖累了有色金属吗？

“美元大幅走强是一个引子，之前包括煤焦钢、橡胶在内的工业品跌幅较大，有色金属难以独善其身。”华联期货分析师孙晓琴指出。

南华期货研究所高级总监曹扬慧也表示，对于近期有色金属下跌行情，美元走强只是一部分原因，更多原因还是来源于有色金属自身。前期市场炒作的供应问题没有兑现，市场情绪转向悲观，价格因此而受到打压。

跷跷板效应是否存在

对于美元指数为何在近期走强，市场人士普遍认为，内因和外因都有促进作用。曹扬慧指出，内因方面，美国经济数据好转，美国国债收益率不断上升，市场对美联储加息预期增强，导致美元走强。而外因方面，美元指数的主要构成货币近期疲弱，不仅欧元下跌，日元、澳元、英镑等也都有不同程度下跌，从而导致美元指数不断走强。

“就业数据显示，美国当周初次申请失业金人数近期一直维持在30万人左右，一般认为，该数值在40万人以内说明就业情况尚可。上个月非农就业数据虽略有回升，但总体向好。同时，美国的房地产市场出现复苏的迹象。”兴证期货分析师李文婧也认为，美国经济好转有助于美元指数走强。

从历史经验看，美元和有色金属之间是否存在跷跷板效应呢？

曹扬慧表示，强美元在某一阶段确实可能打压大宗商品价格，由于国际市场上大宗商品普遍以美元定价，当美元强势时，单位美元所代表的价值升高。如果大宗商品名义价格不变，其实际价值就更为昂贵，如果缺乏内在原因，这种被动升值难以持续，所以商品名义价格会下跌。

不过，这种反向关系并非任何时候都成立，在大部分的时间内大宗商品的运行有其自身规律，当经济状况好转，市场需求旺盛，很可能出现美元与大宗商品同涨局面，反之可能出现美元与商品同跌局面。这些情况在历史上都多次出现，尤其是2008年以后较为频繁。

“中长期看，美元指数与大宗商品的价格呈现负相关，但短期来看，二者走势并不是稳定的反向关系。”李文婧指出。

有色金属或区间震荡

既然美元跷跷板效应并不直接决定商品价格走势，那么展望后市，有色金属等大宗商品的投资者需要关注哪些因素呢？

孙晓琴指出，影响有色金属走势的因素主要包括三方面。首先，美联储会否提前加息；其次，本周后期陆续公布的8月中国经济数据如何，会否出台稳增长政策？再次，随着金九银十传统旺季到来，下游需求能否有所改善。

“有色金属后市区间震荡的概率比较大。首先，宏观方面波澜不惊，前期炒作的供应端问题基本都没有兑现，这使得金属价格难以有继续向上的动力。不过，目前的市场状况也不支持价格再度大幅下挫。”曹扬慧说。

不过，光大期货分析师李琦指出，当前国内经济有复苏迹象，而全球量化宽松和国内定向宽松仍将延续，或将利多有色金属价格。锌、镍两个品种面临更进一步的供应问题，表现或相对较强。

大商所 修改风险管理办法等相关规则

□本报记者 王超

为有效提升市场服务水平，在严控风险的前提下为期货公司会员单位业务发展和做大做强提供保障，满足产业客户和机构客户市场参与、利用需求，大商所9月10日下发通知，对《大连商品交易所风险管理办法》（以下简称“风险管理办法”）等相关规则进行了修改，修改后的规则自2014年9月16日结算时起执行。新规则的执行，无疑将大大提高大连期货市场运行质量和功能发挥水平，从而推动市场在更高层次上发展。

据通知，此次修改涉及风险管理办法中期货公司会员限仓、强平、大户报告、持仓和时间梯度保证金，以及一般月份套期保值有效期、一般月份套利增加额度有效期调整等。具体为：取消期货公司会员限仓及相关持仓报告制度、调整超仓强平相关规则；调整持仓梯度保证金管理模式；时间梯度保证金交割月前一个月的梯度执行时间从第十个交易日推迟至第十五个交易日；一般月份套期保值有效期和一般月份套利增加额度有效期较原规则增加10个交易日左右，延长至交割月前一个月最后一个交易日，临近交割月份持仓管理改为交割月份持仓管理。

据了解，大商所此次对规则的调整是在期货市场、特别是期货公司会员业务不断发展背景下进行的，核心是放宽对会员持仓限制及保证金比例要求，进一步放宽和完善套期保值及套利交易管理。在会员限仓方面，以往的期货公司会员限仓模式是在市场规模大幅上升时按比例进行限仓，近年来随市场规模持续稳步增长，原有限仓模式已限制了期货公司会员规模扩大和业务发展，新形式期货公司对放宽持仓限制的呼声较高。在梯度保证金方面，原标准要求较为严格，在防范风险的同时也提高了市场运行成本，一定程度上制约了市场功能发挥。大商所在2013年放宽了各品种持仓梯度相关的持仓参数和保证金参数，并将时间梯度保证金由5个梯度简化为2个梯度，从实施效果看市场反响良好，在推动近月合约活跃方面作用明显，市场希望交易所能继续放宽相关标准。在一般月份套期保值有效期以及一般月份套利增加额度有效期方面，在近年大商所实施一系列制度优化措施后，各品种临近交割月合约日趋活跃，产业客户和机构客户对临近交割月持仓需求也随之增加，在此基础上，产业客户和机构客户希望交易所能进一步延长一般月份套期保值和一般月份套利增加额度有效期。

针对此次将一般月份套期保值有效期和一般月份套利增加额度有效期延长至交割月前一个月最后一个交易日，临近交割月份持仓管理改为交割月份持仓管理，大商所相关负责人表示，临近交割月时间虽然只有10个交易日左右，但价格敏感性高，对产业客户套保和机构客户投资策略实施效果影响较大。为满足产业客户需求，大商所前期在套期保值审批实践中采取了类似做法，将交割月前一个月第十个交易日至交割月前一个月最后一个交易日额度进行单独考虑。审批原则参照一般月份套期保值审批原则进行，即客户一般月份套期保值持仓最晚可持到交割月前一个月最后一个交易日。在流程上间接实现了将一般月份套期保值有效期延长至交割月前一个月最后一个交易日，从审批结果及市场反应看，风险可控，且市场反响良好。

无风险套利良机再现 中国加速“囤油”

□本报记者 王姣

随着原油价格跌破每桶100美元，囤积原油成为一种流行的交易策略。相关机构估计目前约有5000万桶石油采用海上浮式储存。有中国企业在本月初还开始大量买入俄罗斯乌拉尔原油船货。

而接受中国证券报记者采访的分析人士表示，期货市场的远月升水鼓励现货商囤油，尤其是近远价差超过储存成本的时候，可以进行期现上的无风险套利，这正是近期中国“加速囤油”的重要原因。

中国加速原油进口

值得注意的是，随着WTI和布伦特原油先后跌破每桶100美元，囤积原油成为一种流行的交易策略。伦敦石油咨询机构Energy Aspects周一称，估计约有5000万桶石油采用海上浮式储存。

有业内人士指出，中国可能正在加速储备战略石油。据境外媒体报道，中国国际联合石油化工公司（联合石化）已预定全球最大的超级油轮用于海上原油储存，计划从欧洲装运低价石油，联合石化本月初还开始大量买入俄罗斯乌拉尔原油船货。

“中联化大量买入乌拉尔原油主要是前期欧洲买家怕受到制裁减少了乌拉尔原油的采购，乌拉尔对布伦特贴水增加，出现较好的买入时机。”中信期货原油分析师潘翔说。

董丹丹告诉记者，眼下布伦特原油远月升水，如果升水的价差够大，足以弥补仓储费用、资金费用、交易费等，那么贸易商现在买了油，未来几个月再卖出去，将是稳赚的；同时炼厂可以为冬天的消费旺季做采购准备，摊低成本。

另据中国海关总署近日数据，中国8月进口原油总量为2519万吨，环比增长6.02%。不过潘翔认为，目前中国油品需求已经出现明显放缓，柴油需求同比还出现了负增长，汽油消费相对坚挺，但目前由于中国战略储备、新炼厂的投产及地炼获得原油进口权等因素，短期中国原油消费预计仍旧相对坚挺，但增长势头较以往放缓。

业内对OPEC减产的忧虑正在升温。据悉，阿拉伯海湾国家的负责人将于周四在科威特举行会议，会上可能讨论油价问题，是否采取限产保价措施也仍是未知数。

“目前来看要取决于欧佩克国家，尤其是沙特是否会削减产量，否则伊拉克与利比亚增产延续，油市进一步出现下行概率较大。”潘翔说。

国泰君安期货分析师董丹丹同时表示，油价可能会在95美元至100美元间震荡，等待库存的消化或欧佩克国家的主动减产。

供给充裕压制油价

因全球市场供应充足而需求疲弱，近日布伦特原油期货四连跌，周二下跌1.04美元，收报每桶99.16美元，录得4月18日以来最低结算价，触及17个月低位。而WTI原油则早在7月下旬就已经跌破100美元整数关口。

潘翔认为，供给增加是导致原油价格下跌的主要原因，当前伊拉克、利比亚产量增长势头良好，前者原油产量恢复至310万桶/日，后者也提升至75万桶/日，目前欧佩克原油产量达到3100万桶/日，为今年以来较高水平，此外美国页岩油仍旧维持高产。

“欧洲需求一直很弱，中国需求也走弱，欧佩克多余的产量导致原油库存处于近五年的最高水平。加之9月和10月是全球炼厂检修的旺季，尤其10月份，现在原油库存这么高，未来需求又不会有效提高，即看不到库存被有效消耗的迹象，所以价格只能弱下去了。”董丹丹说。

“今年国际油价在需求旺季走出了反季节性下跌行情，导致这一现象发生的背后因素有四点。”宝城期货研究员陈栋表示，一是美国经济复苏强劲，而欧元区等非美市场经济表现较弱，以美元计价的国际原油自然受到负面冲击；二是随着页岩气革命成功，原油供应充裕引发油价供需失衡趋于扩大；三是中东、俄乌等局部冲突并未导致原油供应出现短缺或中断；四是国际能源署和欧佩克等组织调低了今明两年全球的原油需求预期水平，使得市场做多信心下降。

业内人士呼吁 加快丰富期货中介体系

□本报实习记者 马爽

在全球金融一体化的背景下，金融机构与金融市场之间的边界日益模糊，“融合”成为双方共同的需要，打破期货、银行、证券、保险、信托等金融业务发展，将中国金融业从分散的分业经营模式逐步过渡到交叉持牌的混业经营模式将成为大势所趋。

大金融平台上的期货公司，其功能与角色也将由单一经纪咨询服务类金融企业向风险管理、财富管理和金融衍生品综合服务金融机构转变。日前，中期协发布的《关于进一步推进期货经营机构创新发展的若干意见》（以下简称“意见”）要求，加快建立开放、包容、多元的现代衍生品中介服务体系。改变功能单一、业务单一、商业模式不完善的现状，也成为期货经营机构作为衍生品服务提供商的基本定位。这就要求，多年以来，国内以期货公司、居间人和券商IB业务人员为主的中介服务体系也应该跟上市场的“脚步”。

方正中期期货研究院院长王骏表示：“大金融平台的整合要求期货公司业务模式进行转型与升级，迈向更加专业化的风险管理，精细化的资产管理，以及更加多元化的增值服务。”

传统的经纪业务通道已经不能满足市场的需要，未来风险管理、资产管理、投资增值等创新业务需求前景将非常广阔。南华期货研究所所长朱斌表示：“混业时代即将到来，期货、证券、基金等机构的业务核心应该从客户需求方面出发，做出差异化、多元化的服务路线。客户不仅有风险管理业务需求，还可能有融资等方面的需要，这就要求期货、证券、基金等机构做好全面的‘打包’服务。”

此外，《意见》还要求大力发展各类专业化的期货经营机构，建立健全包括期货经纪、投资咨询、中间介绍、资产管理、场外衍生品业务等在内的衍生品业务体系。积极引导期货经营机构走差异化竞争和专业化发展的道路，逐步形成综合性、集团化期货经营机构与各类专业型、特色化期货经营机构并存发展的行业格局。

王骏表示，期货公司可依托自身对衍生品市场的专业优势，帮助实体产业客户更准确地发现产品价格变化规律，为实体产业客户设计更具个性化的场外风险管理产品。期货公司加强服务私募机构的业务，积极向财富管理方向发展，与大型专业机构共同发行理财产品，利用QDII实现私募机构的跨境期货套利，利用程序化交易服务中小规模专业投资者成长。

不过，朱斌认为，金融混业经营不是期货公司发展的唯一道路。各家期货公司应利用自身的资源优势或者资金优势，做好、做精、做深服务工作，进而形成大、中、小型各色的期货公司，从差异化，多元化、专业化、综合化服务路线中寻找各自的收益空间。未来期货公司可以向现货市场靠拢，证券公司可以推进期货公司发展，将期货公司由传统的渠道业务转向资本市场通道的特殊服务。“目前国内150多家期货公司并不算太多，应该各有各的活法。”

螺纹钢：“放天量”创“地价”

□本报记者 官平

9月10日，上海期货交易所螺纹钢期货再度刷新成交记录，12个月份合约共成交706万余手，其中1501合约全天成交659万余手，创下该合约上市以来新纪录，同时在盘中创下历史最低价格2725元/吨，最终跌0.64%报收2780元/吨，该合约当日减仓96446手。

就在两年前的9月10日，主力合约1301以成交量601.4万手刷新记录，当日螺纹钢期货12个月份合约总成交近639万手。

与当时刷新成交量相比，相似的情况是螺纹钢期价大幅下跌，在创纪录之后录得一波持续4个月的强劲反弹。历史还会重演吗？

期货的涨跌是投资者预期的反映。据中国钢铁工业协会公布的数据，8月末，钢铁协会CSPI钢材综合价格指数为90.63点，连续第5个月下跌，同时也是连续第11个月低于100点，且创2014年以来新低。

宏观方面，中国高层近日在夏季达沃斯论坛上表示，中国去年以来一直实施稳健的货币政策，没有依靠强刺激来推动经济发展，而是依靠强改革来激发市场活力。业内人士认为，市场预期降准降息落空的消息打压了整体工业品市场价格。

消息面上，9月10日，中国最大钢铁上市公司宝钢股份宣布，其主要产品热轧和冷轧产品10月售价在9月基础上每吨下调100元人民币。

分析人士指出，由于铁矿石、焦煤、焦炭等原材料价格快速下跌，螺纹钢生产成本也随之下跌，在需求不旺，货币流动性偏紧的背景下，螺纹钢期货价格后市仍然不乐观。

利多因素提前消化 黄金旺季难旺

□南华期货 夏莹莹

欧美经济分化引发双方货币政策分道扬镳，美元指数则强劲上扬。近期黄金结束逾半年的盘整而向下突破，并形成新的下降通道。那么在传统的金九银十消费旺季，黄金能否借机扭转弱势，成为市场关注焦点。

欧元区公布的经济数据持续低迷，并且存在通缩风险，而俄乌局势在有趋向升级的背景下，欧美对俄的经济制裁亦在推进，这令本已低迷的欧洲经济雪上加霜。欧洲央行作为整个欧元区货币政策的决策机构，挑起刺激欧洲经济复苏的重担。9月3日，欧洲央行意外宣布降息并且决定自10月起购买资产支持证券ABS，该消息助推美元指数强势上行，以美元标价的黄金则遭受重挫，并结束了维持逾半年的三角形盘整区间。

相较之下的美国市场经济情况则与欧洲市场形成鲜明反差。美国经济俨然进入稳健复苏阶段，美联储退出QE并且结束近零利率政策的时间节点或近在咫尺。从通胀预期指标看，美国债市的10年期盈亏平衡通胀率降至近一年来低位，表明市场并不担忧美国通胀上行风险。走高的名义利率，加之温和的通胀预期，预示美国实际利率预期料将攀升，而黄金与实际利率存在明显的负相关性，这显而易见将对中长期金价造成拖累。

但黄金市场从不乏利多支撑，从目前金价仍未跌破今年6月初1240美元低位的事实，就可以看出黄金多空双方力量的势均力敌。黄金作为传统避险工具，往往因地缘政局动乱而彰显其避险魅力。但仔细观察近期黄金价格走势，不难发现，地缘政局的恶化对黄金的价格支撑逐渐趋弱，市场免疫力在增强，黄金反弹力度一次较一次薄弱。我们认为，除非俄乌战争全面爆发，地缘政局对黄金的支撑动能将逐渐消失，而这种全面战争爆发的可能性目前来看仍极低。

随着金九银十的来临，黄金也步入传统的消费旺季，这主要是受到印度9月-11月期间的象神节、排灯节以及婚嫁高峰期对黄金需求激增影响；另外，中国中秋以及国庆假期期间对黄金的需求也有一定提振作用。从过去20年的历史数据来看，黄金在8、9、11月以及2月份上涨的概率最大，并且9月份的平均上涨幅度最大。但如果对过去20年，10年以及5年的月度平均涨幅进行动态分析不难发现，黄金上涨的季节性月份正在逐渐前移。特别是5年平均线的涨跌时点节奏，已经较10年期以及20年期提前。而这种现象亦不难解释，当市场预期一致时，首先进入市场的投资者将获得最大收益，这使得黄金价格周期的节奏前移。从最近5年的黄金走势来看，9月份的平均涨跌幅反而是负的。

综合来看，尽管当前影响黄金价格的因素多空交织，但应该清晰的是，对黄金形成利多支撑的地缘政局动乱影响是短周期的，并且只要情况不出现明显恶化，那么它对黄金市场的支撑也将弱化。而传统消费旺季对黄金的支撑可能已经提前反映，至少从9月份来说，投资者不宜过分乐观。相比之下，包括美联储货币政策以及强势美元在内的利空因素仍将接踵而至，并且影响周期相对较长。我们相信，中长期黄金仍将下行，直至美联储加息政策落地，当然大的下跌周期下仍不会缺乏短的反弹浪。

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2014年9月10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	1005.51	1006.18	990.98	998.52	-13.13	998.36
易盛农基指数	1055.82	1056.35	1042.38	1047.93	-8.85	1045.82

中国期货保证金监控中心商品指数（2014年9月10日）

指数名	今开盘	今收盘	最高价	最低价	昨收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数		77.48			77.49	-0.01	-0.01
农产品期货指数	883.79	876.33	883.83	872.88	883.72	-7.39	-0.84
油脂指数	593.04	585.99	593.11	584.51	592.90	-6.91	-1.17
粮食指数	1377.70	1372.64	1377.70	1365.65	1382.83	-10.18	-0.74
软商品指数	759.06	754.87	760.13	748.91	759.02	-4.14	-0.55
工业品期货指数	788.17	783.36	789.90	780.44	788.88	-5.52	-0.70
能化指数	715.13	711.13	720.94	710.99	716.27	-5.14	-0.72
钢铁指数	552.61	555.60	560.99	545.30	552.73	2.86	0.52
建材指数	660.96	659.61	667.91	654.22	661.95	-2.34	-0.35