



## 咖啡波动率问鼎全球 对冲基金忙“迁徙”

当你安静地享用着一杯醇香咖啡时,在美国的咖啡期货市场,对冲基金从没闲着。面对2014年波动率最大的品种,咖啡投资者不得不频繁地大规模“迁徙”于多空之间。波澜壮阔中,既蕴含盆满钵满的机遇,也常见灰飞烟灭的伤悲。



## 混业班的故事

听说银行诞生了新生儿账户农产品,现货平台和期货公司纷纷向银行道贺。这已经是银行的第N胎衍生产品了,虽然是衍生品世家,但交易所市场仍对银行艳羡不已——这可又是个混血宝宝啊。



## 能源期货“紧盯”自贸区 期市国际化“可复制”

全国人大代表、上海期货交易所理事长杨迈军接受中国证券记者采访时表示,在上海自贸区挂牌成立的上海国际能源交易中心,今年有望正式启动原油期货交易,目前正在起草制订相关业务规则,将适时公开征求意见。

A06 期货·行情纵览

A07 期货·行业生态

A08 期货·大视野



## 黑与蓝的较量:煤焦钢的囚徒困境

□本报记者 王姣

“环保‘风’来将盘面的黑色板块刮成了一片‘环保绿’。”

被贴上“三高一低”标签(高污染、高能耗、高成本、低效益)的黑色产业链再度成为众矢之的,期货业内人士如是描述黑色品种的近期表现。

当雾霾又起,当人们渴求“APEC蓝”和“两会蓝”久留,黑色产业链与“蓝色交响曲”之间旷日持久的囚徒困境再度灼痛了人们的心。

3月4日,市场传出一份山东临沂地区被责令停产整顿的企业名单,57家企业因环保设施未达标被要求限期整改,其中钢铁、焦化行业成为“重灾区”,此举也被视为环保执法力度加大的明显信号。

“2015年1月1日起,号称史上最严的新《环保法》开始实施,其惩罚无上限成为‘利剑’,加之大气污染防治、废弃排放、能耗标准等相关法律法规相续出台或施行,环保政策正对煤焦钢行业形成‘紧箍咒’效应。”接受中国证券报采访的分析人士说。

可以预见的是,在经济新常态和环保形势下,我国调整能源生产和消费结构的步伐将继续提速。而通过提高违规成本逼迫一些竞争力低下的企业退出市场,将倒逼黑色产业链加快转型升级,并促进经济、环境和民生的可持续发展。

## 执法从严 环保“紧箍咒”再收紧

数据显示,全国烟粉尘排放的70%、二氧化硫排放的85%、氮氧化物排放的67%都源于以煤炭为主的化石能源燃烧;而钢铁企业的主要排放物包括一氧化碳、二氧化碳、二氧化硫、氮氧化物、焦油和粉尘等。

在举国环保的大旗下,越来越严格的环保政策正对煤焦钢行业形成“紧箍咒”效应。据媒体报道,因污染防治工作不力,山东省临沂市和河北省承德市的市长相继被环保部公开约谈后,近日山东临沂57家企业因环保设施未达标被要求限期整改,其中钢铁企业首当其冲成了此次整顿的重灾区。

“以前那种监管松懈,停两天、开两天,白天停晚上开工的现象难以再现了。”有业内人士评论称,从这次对山东临沂的整顿来看,该区所有炼钢、轧钢企业不管环评手续是否达标,都予以关闭,严厉程度可见一斑,这说明对违规建设、违法排放的企业肯定要下大力查处。

2015年1月1日起,新《环保法》正式实施,这意味着非法偷排、超标排放、逃避检测等行为将受到“按日计罚”、“治安拘留、刑事责任”等处罚,且新环保法也将拿地方政府的“保护伞”开刀,大大提高了企业的违法成本。

“对钢铁业而言,新标准覆盖从矿石采选、烧结、炼焦、炼铁到轧钢全工序等,指标全面细化、趋紧,彰显出了新环保法‘史上最严’的特质。”国泰君安期货高级研究员刘秋平表示。

与此同时,钢铁工业污染物排放新标准也于今年开始实行。“新指标更加严格,如以前颗粒物的排放限值是每立方米80mg,现在要求50mg,重点排放地区如京津冀要求是40mg;二



GETTY图片

氧化硫排放限制从每立方米600mg变为200mg,京津冀则变成180mg,钢铁企业的环保压力大大增加了。”上海钢联资讯总监徐向春告诉记者。

另据了解,占据我国煤炭消耗总量“半壁江山”的工业领域也开始面临专门的节能环保风暴袭击。由工信部、财政部联合编制的《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划(2015—2020)》已在内部下发,以焦化、工业炉窑、煤化工、工业锅炉四大重污染领域为重点,提出到2017年,实现节约煤炭消耗8000万吨以上,减少烟尘排放量50万吨、二氧化硫排放量60万吨、氮氧化物排放量40万吨;到2020年,力争节约煤炭消耗1.6亿吨以上,减少烟尘排放量100万吨、二氧化硫排放量120万吨、氮氧化物80万吨。

“在当前的社会背景下,黑色产业面临着相当大的环保压力。”南华期货研究所高级总监曹慧表示,首先,人民群众对环保要求越来越高;其次,经济增长对质量的要求越来越高,黑色产业链面临着节能减排转型升级的压力;最后,政策的压力也在加大,对黑色产业的环保设备、排放标准等的要求都大大提高。

## 落后产能被倒逼加速退出

随着中国经济进入“三期叠加”的经济减速期,产能过剩、需求减速、融资成本攀升和资金紧张等一系列因素的冲击下,相关品种价格走势低迷,煤焦钢行业陷入大范围亏损的困境。

公开数据显示,2014年煤炭产业实现利润总额为1273亿元,同比下降44.1%,有七成左右的企业亏损;2014年钢铁行业实现利润2192亿元,同比下降15.3%,行业销售利润率仅0.85%,在整个工业行业中垫底。

“一方面,企业‘造血’功能变弱甚至‘失血’,没钱投资或不愿意为环保买单,即使有的企业上了环保设备,也因无力承担运营成本而不愿意开机。另一方面,环保要求日益提高,尽管现在查不到你头上来,但你不知道什么时候就会来查,企业时刻面临着被迫整改关停的巨大风险。”一位业内人士告诉记者,在行业不景气及新环保法执行力度越来越严格的情况下,

这是目前很多企业面临的两难困境。

据中国钢铁工业协会测算,按新环保法的要求,目前约70%的钢铁企业没有达到新的标准,这对一些企业的成本冲击将非常明显,而在需求低迷的情况下,很难将其成本转嫁到下游。

“为满足新的排放标准,钢铁企业需要进行很多环保改造,包括烧结烟气全面净化、高炉系统全面达标、炼钢系统全面升级等,初步估算全行业实施环保改造总投资约需900亿元—1100亿元。”安信期货研究员何建辉说。

曹慧进一步指出,若把钢企分为三类,第一类是在30%范围内的达到新环保标准的企业,以宝钢、武钢等大型国企为主;第二类是在70%不达标范围内且规模相对较大能被环保部门监管到的企业,其吨钢的环保投入可能需要在100元—150元/吨之间,这对已经深陷亏损泥潭的钢企来讲更是雪上加霜;第三类是在70%不达标范围内不过规模较小、隐藏较深、难以监管到的民营企业,这些企业不仅是产能过剩的制造者,也是污染的主要制造者,这类企业的问题不解决,黑色产业污染的毒瘤就难以拔除。

随着国家淘汰落后产能的推进及环评要求日益提高,2015年落后能源产业的转型升级压力仍然较大。宝城期货金融研究所所长助理程小勇指出,环保成本增加可能导致企业微薄的利润再被侵蚀,这可能引发煤焦钢行业加速转型升级和兼并重组,一些资金实力强、技术创新能力强的企业竞争优势将更加明显,而承担不起环保成本和违规成本的企业将被淘汰。

“国营钢厂由于实力较强,此前对环保政策执行力较强,环保设备安装到位,因此影响较小,而新环保法执行到位,民企相对于国企成本增加幅度接近100元/吨,民营钢厂产能退出有望延续。”刘秋平说。

不过何建辉认为,从中长期来看,去产能是未来钢铁、煤炭、水泥等行业运行主基调,即使环保成本不增加,市场也将通过价格手段促使落后产能的淘汰。因此,企业不能将经营环境的恶化归咎于环保措施的日渐严厉,环保成本的

增加只是加快落后产能、过剩产能的淘汰进程,待整个行业供需环境好转之后,环保成本也有望向下游消费者转移。

## 摒弃“一刀切”探索双赢路

法律的尊严在于执行。从某种意义上来说,我国环境保护方面的政策法规已经较为健全,问题的关键仍然在于“执法偏软,大量环保法律法规得不到遵循”。

生态环境体制问题既有横向各政府部门之间的博弈,也有纵向垂直管理的博弈。有业内人士向记者透露,两难困境下,对于切实遵守新环保标准,企业普遍存在为难情绪,不少企业选择了暂时观望。

“一方面我千方百计地筹集资金,想方设法地从技术上满足国家规定的标准;另一方面,看别人是不是严格按照国家标准执行,如果我达标,你不达标,那我不亏了么?此外,对不达标企业地方政府是怎么处理的,可能抱着法不责众的心态,先等等看再说,或是分步实施。”上述业内人士表示。

在环境治理的过程中,相关产业链必然经受割舍之痛,而如何安置就业、培育新增长点、促进产业升级换代,也是政府、企业和百姓要共同面对的严峻挑战。

“现在的环保标准非常严,如果严格按照标准实施,不少企业就完了。那是不是分步实施,给企业一定的宽限期,或者政府在其他方面给予一定的支持?”徐向春认为,在目前的现实环境下,环保执法很难做到“一刀切”,不然就会带来税收、就业等一系列问题。

何建辉也认为,解决当前的困境不能采用简单的“一刀切”方式,需要考虑各方面利益的均衡。首先,政府应该加快经济结构转型,改变过度依赖投资的经济发展模式,让市场真正发挥作用;其次,企业要加大环保力度,安装相应设备提升气体、水等排放物的环保等级,同时积极探索转型升级等;最后,要加强《环保法》等政策的执行力度,但也不能通过行政手段强制关停相关企业。

“环境治理绝不是简单地把企业关停的问题,经济要发展,人口要就业,简单地关停企业是不可取的,更应该做的是有序地淘汰落后产能,进行经济增长结构调整,进行产业结构升级,发展新兴产业,创造新的就业机会。”曹慧表示。

“环保法配合大气污染防治、废弃排放、能耗标准,推进节能减排和资源综合利用,地方政府分别通过行政处罚、并在融资、税收等方面引导行业优化升级,积极引导行业兼并重组,做大做强,淘汰落后的大型煤焦钢企业。”程小勇认为,企业要通过技术进步、资源整合、降低能耗、兼并重组等手段优化升级,增强综合竞争力,并积极配合国家进行环境治理,实现经济效益和社会效益的双平衡。

兴证期货研究员林惠则建议,摒弃先污染后治理、我污染你治理的老路,走环境保护与产业转型“融合发展”道路;借助现代科技成果,推动工业与生态环境融合发展,实现产业升级与环境治理的“双赢”;还可以培育和发展生态产业,使其成为新的重要的经济“增长点”。

## 10年期国债期货 有助机构配置资产

在国内外市场上,10年期都是国债发行的关键期限,10年期国债利率也被视为是利率市场的风向标,受到市场的普遍关注。业内人士认为,推出10年期国债期货,对于完善国债收益率曲线、为金融机构提供长期利率风险对冲工具以及有助于金融机构提升资产配置效率等具有重要意义。

首先,10年期利率是国债市场风向标,推出10年期国债期货对于完善国债收益率曲线具有重要意义。其次,推出10年期国债期货,可为金融机构提供长期利率风险对冲工具。最后,推出10年期国债期货有助于金融机构提升资产配置效率,实现稳定收益,有效应对利率市场化进程下的转型压力。

利率市场化背景下,利率中枢上移,波动不断增大,银行、保险等金融机构面临较大压力。10年期国债期货的推出,将为各类金融机构提供更加有效的资产配置工具,使其在规避利率风险的同时增厚收益,对于资产配置型和交易型机构都具有十分重要的意义。(王超)

## 挂钩国债期货理财产品 突破300只

相关数据显示,截至2015年2月底,证券、基金、期货、私募等各类金融机构合作已发行了超过300只挂钩国债期货的理财产品。

市场人士认为,理财产品的发展,不仅丰富了市场投资者结构,促进了国债期货市场流动性的提高,更为市场机构提供了公开、透明的风险管理工具,促进了理财产品由预期收益型向净值型转型,恢复理财产品作为财富管理工具的本质职能,降低社会融资成本。

据介绍,国债期货上市以来,各类金融机构借助国债期货不断开发新的资产管理产品,并深入开展债券借贷等创新业务,从而为广大客户提供更加安全、更加多样化的产品选择,满足客户日益丰富的产品需求,增强其服务实体经济的能力。一方面,证券公司、期货公司、证券投资基金、私募机构等金融机构之间不断合作发行基于债券市场组合和国债期货的产品。另一方面,国债期货的上市间接推动了债券借贷等创新业务的发展。2014年,债券借贷规模3962.30亿元,约为2013年全年的6.08倍,其中国债期货套利、交割需求等因素是推动商业银行债券借贷发展的重要力量之一。

而从5年期国债期货上市以来看,自然人、证券公司、私募机构、证券投资基金以及期货公司资管产品先后入市交易,市场参与主体不断丰富,以机构投资者为主的市场结构开始呈现。同时,在金融期货投资者适当性制度的前端控制下,各类参与主体均为有资金、有知识、有经验的成熟投资者,熟悉国债期货合约条款设计,以及交易、结算、交割、风险控制等制度,交易行为理性。(王超)

## 50ETF期权:本周将迎来反弹关键期

上周上证50ETF走势仍处于自年初开始的下跌通道之内,虽然周五略有抬头迹象,却仍未站上20日线,今日可能会成为反弹关键。但若周一开盘跌破上周五的最低价,下跌行情或是大概率事件。

自50ETF期权上市以来,3月期权合约隐含波动率基本上低于标的物历史波动率,期权市场参与者投资手法较为理性;同时交易量日益增多,而隐含波动率逐渐收敛于历史波动率,从中可以看出市场效率较高,无风险套利出现的次数也越来越少,期权市场的合理健康发展为期权避险和定价等功能的发挥创造了沃土。从国外成熟市场来看,隐含波动率高于历史波动率往往是市场常态,期权价值上升可能会成为期权市场走向成熟的重要信号。

海通期货期权部认为,3月合约将于本月25日到期,临近到期日期权价值往往会出现加速衰减的情况,如有3月期权多头持仓,注意要防范时间价值流失。然而受到相关消息刺激,本周行情存在诸多悬念。

基于上述行情分析,海通期货期权部推荐:一级投资者:若50ETF周一开盘延续周五涨势,则存在上涨可能性,而鉴于波动仍处于下跌通道内,建议利用平值认购期权对持仓进行备兑,若下跌则获得一定的缓冲,上涨也能获得一定收益。二级投资者:目前隐含波动率低位徘徊,而近期积蓄了突破机会,可利用4月合约构建跨式策略,即同时买入同权价的认购和认沽期权。三级投资者:同二级策略,可构建远月跨式策略。(王超)

■微视角



□本报记者 王姣

“雾霾当前,你选择煤炭现实主义还是环保理想主义?”环保议题再度升温之际,有人提出这样的问题。

我们想获得更丰富的物质,想在蓝天、白云下嬉戏,更需要分分钟都呼吸干净清新的空气。然而,在国民经济体系中占据重要地位的黑色产业链似乎难以撕掉“高污染、高能耗、高成本、低效益”(三高一低)的标签,在环保压力逐日增

## 变环保压力为转型动力

加时深陷蓝色困境”。

随着中国经济迈入“新常态”,2015年将是稳增长调结构的紧要之年。我们亟须跳出“企业效益低—资金不足—维持落后生产方式—三高一低”的死循环,更新发展观念,变环保压力为发展动力,加快转型升级,不仅还清对环境欠下的“旧账”,同时实现新常态下的经济发展。

首先,煤焦钢行业面临淘汰落后产能、废气排放、废水排放和固定废弃物排放等方面环保压力越来越大。短期来看,环保确实增加了企业的成本,但从长期来看,通过环保的达标,通过价格手段促使落后产能淘汰,恰恰倒逼产业加快结构调整、企业加快转型升级,而这最终将能实现可持续发展。

可以预见的是,一些本身经营不善、环保不达标的企将逐渐退出历史舞台,只有竞争力强且环保达标的企业才能留下来。在此过程中,企业要变被动为主动,积极加快转型升级,进一步加强节能减排技术的升级和推广应用。

以钢铁业为例,新环保法、钢铁工业污染物排放新标准的实施,显然加大了企业环保压力,不过很多有竞争力的钢厂进一步加强了以烧结脱硫、三干三利用、能源管控中心等为代表的节能减

排技术的全面升级和推广应用,反而借此脱颖而出。如河北钢铁集团唐钢公司坚守“环境是企业生命线”的理念,其废气、废水、噪声等排放指标达到世界一流,彻底颠覆了传统钢铁企业“灰头土脸”的形象。此外,首钢通过搬迁实现了产业的升级和转型,做到了“内部无废物排放,全部循环利用”,脱胎换骨”为最现代化的钢铁工厂。

其次,不回避中国以煤炭为主要能源结构的事实,但要加速推进能源体系改革与发展。

在我国目前的能源消费构成中,煤炭仍然占据最主要的地位。尽管近年来以核电、光伏、风电为代表的新能源在我国发展势头强劲,但国家统计局最新数据显示,2014年我国煤炭消费量仍高达约35.1亿吨,占能源消费总量的66%,而水电、风电、核电、天然气等清洁能源消费量占能源消费总量的16.9%。

以煤炭为主的化石能源燃烧,成为我国环境污染和雾霾加剧的祸首之一,一直受到诸多专家学者的诟病,然其背后的实质是中国经济快速发展对能源需求快速增长的必然,且在未来很长一段时期内,煤炭作为我国的主体能源具有无法替代的地位。

出于国家战略利益和能源安全考虑,一方

面,我国必须加快培育和发展具有核心自主知识产权的煤炭清洁高效开发利用技术和产业,不断提高煤炭利用水平,这也是走低碳发展道路的必然选择;另一方面,要大力发展水电、风电、太阳能等新能源,要安全发展核电,进一步丰富我国的能源体系建设。

第三,推动政府职能转变,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

在经济效益与社会效益的博弈中,政府的宏观调控往往发挥着重要的作用,但在关系国计民生的能源体系中,我国能源体制仍存在与生产力不相适应的问题。如以行政审批制为特征的能源项目管理模式还没有从根本上改变,部分能源行业还存在严重垄断现象,价格杠杆还不能很好地引导资源配置,调节供需、鼓励竞争、节能减排、提高能效的作用尚未充分发挥。

而无论是从经济发展的要求还是从环境保护的要求来看,政府都应该减少不必要的行政干预,解决税费过高、社会负担过重、审批难等问题,真正让市场成为配置资源的主要力量。与此同时,政府的力量不可或缺,必须通过制定相关政策,严格执行,营造公开、公平、公正的可持续发展环境,让企业在市场竞争中自然实现优胜劣汰。