



### 通缩与省钱:大宗商品熊市的“双刃剑”

原油等大宗商品价格持续暴跌,无疑降低了一些新兴市场国家的进口成本。作为全球最大的资源进口国,中国借机不断囤货并由此省下了一大笔开支,可谓商品熊市中的“意外之喜”。

国内经济依然疲软背景下,业内人士认为,下半年经济震荡筑底的过程中,资金或会更多的流向实体经济,调价格、去产能的过程逐步完善,下半年大宗商品或迎来最佳投资机遇。

A06-A07 期货周刊·商品熊市的惊喜与隐忧



### 新秀与“老江湖”的暗战

作为一家中型期货公司相关负责人,互联网金融的到来令李先生感到振奋的一大理由是,走向互联网的过程中,必然伴随新秀与“老江湖”的暗战,对中小公司来说,可以说是一次获取翻身的好机会。而期货公司上市集结号吹响后,互联网金融高地的争夺也让人颇有压力。

A08 期货·大视野



# 撕开跨期现市场操纵的“面纱”

□本报记者 官平

期现市场升贴水里暗藏玄机——6月底以来,A股现货指数与股指期货合约价格之间基差令人惊讶,中证500股指期货对中证500现货指数一度贴水上千点。

在极端行情下,这一正常现象,显然被监管层盯上,因为它可能涉嫌跨期现市场操纵。中证报记者获悉,目前,证监会已经决定组织稽查执法力量对涉嫌跨市场操纵的违法违规线索进行专项核查。实际上,早在去年8月,证监会就已经遇到了跨期现市场操纵案例。

由于跨期现市场操纵行为隐蔽,手法复杂难辨,危害性极大且易发生不同市场交叉传染,引发系统性风险,因此业内专家建议,应尽快建立完备的跨期现市场监管、风险防范体系,以及跨市场信息交流机制,完善相关法律、法规,加强投资者教育、风险警示,对跨期现市场操纵行为严加惩处。

### 什么是跨期现市场操纵

在1998年的东南亚金融风波中,香港股票和外汇市场受到了以索罗斯为首的美国对冲基金的强烈冲击,股票指数期货交易在其中扮演了重要的角色。

1998年8月28日,数百万香港市民目光被锁定在位于港岛中环的香港联交所和香港期交所上。因为8月28日是8月份香港恒生指数期货合约的结算日,也是香港特别行政区政府打击以对冲基金为主体的国际游资集团控香港金融市场的第十个交易日。双方经过9个交易日的激烈搏杀后,迎来了首次决战。

28日上午10点整,开市后仅5分钟,股市的成交额就超过了39亿港元,而在同月的14日一整天,香港政府仅动用了30亿港元吸纳蓝筹股,就将恒生指数由13日报收的6660点推高到7224点。

半小时后,成交金额就突破了100亿港元,到上午收市时,成交额已经达到400亿港元之巨,接近1997年高峰时8月29日创下的460亿港元的日成交量历史最高纪录。下午开市后,抛售压力有增无减,成交量一路攀升,但恒指和期指始终在7800点以上。随着下午4时整的钟声响起,显示屏上不断跳动的恒指、期指、成交金额分别在7829点、7851点、790亿港币锁定。最终,香港政府将恒生指数8月13日收盘的6660点推高到28日的7829点报收,并迫使炒家们在高价位结算交割8月份股指期货。

这次战役被称为“香港金融保卫战”,其中各类操纵手法都被使用的淋漓尽致。投机者们为了诱骗中小投资者跟风,降低操纵成本,早在1998年8月初,上海、广州等地就开始流传人民币贬值10%的谣言,同时,投机者还大肆宣扬内地银行不稳定,为其狙击港元创造心理条件。

临近8月28日期指结算日,对冲基金又从香港经纪商手中借入大量股票。公开消息显示,索罗斯曾向中东石油大亨借入汇丰股票用于8月28日与香港政府大决战。香港政府则自8月14日起大量买入恒生指数成分股,同时拉高8月、打压9月恒生指数期货合约,并指示香港公司不要拆借股票现货给对冲基金,最终成功阻止了对冲基金打压恒生指数,从恒生指数期货上获利。

这次战役被称为“香港金融保卫战”,其中各类操纵手法都被使用的淋漓尽致。投机者们为了诱骗中小投资者跟风,降低操纵成本,早在1998年8月初,上海、广州等地就开始流传人民币贬值10%的谣言,同时,投机者还大肆宣扬内地银行不稳定,为其狙击港元创造心理条件。

临近8月28日期指结算日,对冲基金又从香港经纪商手中借入大量股票。公开消息显示,索罗斯曾向中东石油大亨借入汇丰股票用于8月28日与香港政府大决战。香港政府则自8月14日起大量买入恒生指数成分股,同时拉高8月、打压9月恒生指数期货合约,并指示香港公司不要拆借股票现货给对冲基金,最终成功阻止了对冲基金打压恒生指数,从恒生指数期货上获利。

这次战役被称为“香港金融保卫战”,其中各类操纵手法都被使用的淋漓尽致。投机者们为了诱骗中小投资者跟风,降低操纵成本,早在1998年8月初,上海、广州等地就开始流传人民币贬值10%的谣言,同时,投机者还大肆宣扬内地银行不稳定,为其狙击港元创造心理条件。

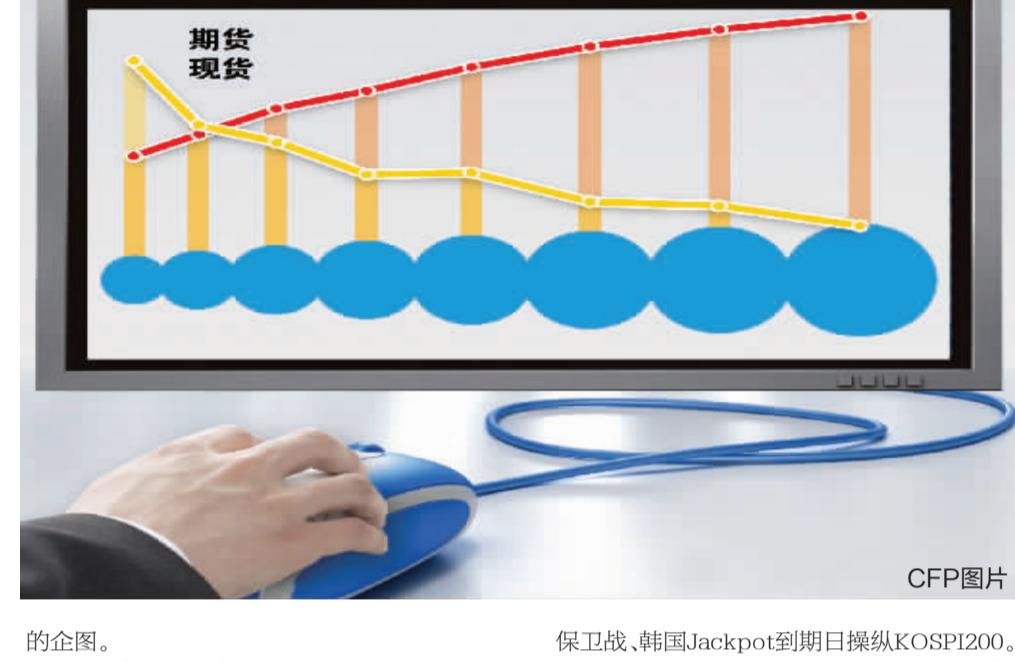
临近8月28日期指结算日,对冲基金又从香港经纪商手中借入大量股票。公开消息显示,索罗斯曾向中东石油大亨借入汇丰股票用于8月28日与香港政府大决战。香港政府则自8月14日起大量买入恒生指数成分股,同时拉高8月、打压9月恒生指数期货合约,并指示香港公司不要拆借股票现货给对冲基金,最终成功阻止了对冲基金打压恒生指数,从恒生指数期货上获利。

这次战役被称为“香港金融保卫战”,其中各类操纵手法都被使用的淋漓尽致。投机者们为了诱骗中小投资者跟风,降低操纵成本,早在1998年8月初,上海、广州等地就开始流传人民币贬值10%的谣言,同时,投机者还大肆宣扬内地银行不稳定,为其狙击港元创造心理条件。

临近8月28日期指结算日,对冲基金又从香港经纪商手中借入大量股票。公开消息显示,索罗斯曾向中东石油大亨借入汇丰股票用于8月28日与香港政府大决战。香港政府则自8月14日起大量买入恒生指数成分股,同时拉高8月、打压9月恒生指数期货合约,并指示香港公司不要拆借股票现货给对冲基金,最终成功阻止了对冲基金打压恒生指数,从恒生指数期货上获利。

这次战役被称为“香港金融保卫战”,其中各类操纵手法都被使用的淋漓尽致。投机者们为了诱骗中小投资者跟风,降低操纵成本,早在1998年8月初,上海、广州等地就开始流传人民币贬值10%的谣言,同时,投机者还大肆宣扬内地银行不稳定,为其狙击港元创造心理条件。

临近8月28日期指结算日,对冲基金又从香港经纪商手中借入大量股票。公开消息显示,索罗斯曾向中东石油大亨借入汇丰股票用于8月28日与香港政府大决战。香港政府则自8月14日起大量买入恒生指数成分股,同时拉高8月、打压9月恒生指数期货合约,并指示香港公司不要拆借股票现货给对冲基金,最终成功阻止了对冲基金打压恒生指数,从恒生指数期货上获利。



CFP图片

的企图。

“跨市场操纵市场最典型的案例应属索罗斯对阵香港的金融大战。”格林大华期货研发总监李永民说,首先索罗斯将资金秘密进入香港,将美元换成港元,并拉高港元汇率;其次,趁资产出现泡沫的机会逢高做空港元、香港股指期货和利用融券做空股票市场;再次,大肆抛空港元,导致股指期货、证券价格大幅下挫;最后逢低平仓获利。

索罗斯的如意算盘最终被香港政府识破。李永民表示,索罗斯对香港金融入侵一共有三次,前两次利用上述策略均获得成功,但最后一次香港政府出手,逢低大量买进香港股指期货,稳定股指期货市场,“香港金融保卫战”才得以胜利。

接受采访的多位业内人士表示,通常而言,跨期现市场操纵是指用拉抬或打压现货或者期货的方式带动另一个合约,从而实现获利的方式。

跨期现市场操纵不仅发生在股票、股指期货市场上,还发生在商品现货、商品期货市场上。中信期货副总经理景川说,跨期现市场操纵基本为两种情形,即拉高现货或者打压现货,从而带动期货的上涨或者下跌,令其早已布局好的期货多单或者空单获得操纵利润,我们常常看到的通过控制可交割库存的方式来实现现货的升水或者贴水从而进行逼仓的行为就属于此列;另一种则是通过操纵期货价格的方式,带动现货价格的变动,从而令其现货销售或者现货合同的订单获取超额利润,而这种方式通常都是在期货成交不活跃,操纵成本比较低,或者说操纵成本远远低于现货所获取利润的方式。

### 跨期现市场操纵“传染性极强”

从国际经验来看,尽管同时操纵商品期货与(库存)现货市场的案例层出不穷,但通过交互操作纵股指期货与股票市场牟利的案例却比较少见。

就目前所掌握的资料来看,比较有名的跨市场操纵案例有七个,即澳大利亚野村证券操纵案、瑞士信贷第一波士顿(CSFB)企图操纵斯德哥尔摩证交所指数(OMX Index)成分股案、印度UBS操纵案、台湾国安基金护盘失败案、台湾外资操纵摩台指数结算价案、香港金融

保卫战、韩国Jackpot到期日操纵KOSPI200。

根据操纵的手法不同,可以大致将跨市场操纵分为两类。第一类是利用宏观经济的不确定性,操纵市场走势。这以1998年香港金融保卫战和2004年印度UBS操纵案为代表。第二类是到期日操纵结算价。这类操纵的特点是资金规模相对较小,持续时间短,通常在合约最后交易日尾盘操纵现货指数权重股收盘价,在期指结算后现货指数快速恢复正常,因此这类操纵对价格水平只有短期冲击。

业内人士表示,跨期现市场操纵的最主要的特点是操纵者事先建立相应的期货或期权部位,然后利用资金和信息上优势操纵现货市场价格,使其衍生品部位通过杠杆放大效应,获得更高利润;或者操纵期指走出偏离合理定价区间的短暂行情,再从股票市场上获取差价收益。

景川认为,跨期现市场操纵在一定程度上令现货或者期货价格发生扭曲,其公允性则大打折扣,定价体系遭到质疑,进一步减弱期货市场的功能发挥,容易造成期货市场过度投机氛围。长远看,如果企业经济活动由此不再以期货市场的价格作为标准,损害的是整个期货市场——通过期货市场的公允价格实现资源的有效配置就难以实现,从而危及经济的发展。

6月中旬以来的A股暴跌,就伴随着股指期货合约价格的大幅下挫。东吴期货研究所所长姜春兴表示,通常跨期现市场操纵有两种形式,第一种是现货囤货,期货市场逼仓,通过连续上涨导致空头认输出局,利用现货影响期货;第二种形式期货大幅做空,现货市场不断抛售,引导价格快速下跌,期货市场跌幅更大,这次期指做空就有这方面嫌疑。

姜春兴指出,无论哪种形式,都是通过市场操纵行为和杠杆性(尤其期货高杠杆)逼迫对手认输出局,这种扭曲的价格信号轻则传导错误信息,对现货市场供求造成错觉,资源不匹配或者浪费;重则影响社会、经济秩序,甚至造成金融体系的崩溃。

上海证券交易所第21期联合研究计划《股票与股指期货跨市场监管研究》就认为,在宏观事件冲击时期或期指合约结算日,行为人跨市操纵可能破坏期现市场平价关系,致使期

现市场之间出现背离走势,从而抬高跨市场的整体风险,进而在程序化交易的推动下形成跨市场的“瀑布效应”(股市与期市交互螺旋下跌),引致跨市场系统性风险。

该研究报告还指出,从国际宏观对冲基金或大型投机动机利用宏观事件实施跨市场攻击的实践来看,其在汇市、股市(包括股指期货市场)双向做多(或双向做空)的战术通常为:做多(做空)该国货币→迫使央行维持汇率而抛出(收购)本币→利率下行(利率上行)→股票、期指市场上涨(股票、期指市场下跌),基于利率与股指的负相关性,投机动机至少会在一方大幅头寸获利。更有甚者,大型投机动机还会利用汇率与商品期货的相关关系在主要商品期货品种上大肆狙击。在1990年欧洲货币危机和1998年香港金融保卫战中,国际投机动机双向做空战术已屡试不爽。

### 抓住蒙面“黑衣人”

随着期货及衍生品市场的发展,跨市场监管变得尤为重要。特别是,跨市场金融风险是风险在不同金融市场之间的交叉、传递和感染过程,带有明显的系统性特征。个别市场和个别金融机构的风险通过这种交叉传递途径扩散到其他市场乃至整个金融系统,使原有的风险属性发生改变,各个金融市场的相关程度加大,从而引发系统性金融风险。

一些学者认为,中国证券市场和期货市场经过十几年的发展,积累了较为丰富的监管经验,建立了较为完备的风险防范体系。但跨市场监管,在中国还是个新课题,尚需要不断探索。

上证联合研究计划有关《股指期货跨市场监管》指出,目前国内进行跨市场监管方面已经逐步完善,但在市场操作的过程中,依然存在着极大的漏洞与不足。

该研究报告指出,目前跨市场操纵主体方面的监管很薄弱。对于能够进行跨市场操作的主体,比如基金经理,他们虽然不能进行股票市场的投资,但是却能够进行股指期货的投资。在股指期货保证金交易的机制下,他们会遇到暴利的诱惑。而他们可以通过自己开户或者利益相关人员开户的途径,进入到股指期货的交易当中。开户之后的就是大举做空股指期货,并且抛掉手中持有的大盘权重股,进而达到自身利益的最大化。

此外,当前分业监管中存在的主要不足有:监管交叉与监管真空。不论如何分工,监管部门之间的职责交叉都是不可避免的。以货币市场基金为例,因该基金主要投资于央行管辖的货币市场,应归央行管理,而货币市场的投资主体是证券投资基金,应属证监会管理,而商业银行又属银监会的管辖范围。监管机构之间的信息不对称:监管机构之间的信息不对称主要存在于两个层面:第一个层面是国务院与三大监管机构之间的信息不对称;第二个层面是三大监管机构之间的信息不对称。

业内建议,从金融市场的不同方面进行更加细化的分析,比如投资者、机构的管理人等;从跨市场的交易主体,如基金经理,对他们进行更加严格的监管;对市场本身的机制给出一些贴近国际经验的更改,从市场的机制上进行监管;央行和各监督管理委员会更好的交流协作,更好的监管各行业,从而更好的达到跨市场的监管。

根据历史经验,当实体经济走强、大宗商品需求放大时,大宗商品货物贸易活动会更加频繁,进而助推BDI指数上升。

兴证期货研究员林惠在接受中国证券报记者时表示,BDI指数大幅上涨,主要有三方面原因。首先,粮食需求的增加、南美地区物流旺季来临。其次,船运市场运力供应量减少。第三,铁矿石运输量回升。前期我国大部分钢企通过增产来摊薄成本,从而对铁矿石的需求量有所增加,带动了铁矿石运输量上涨。

南华期货研究所高级总监曹扬慧也指出, BDI指数上涨主要得益于铁矿石、煤炭、谷物等产品航运需求的回升,尤其是中国需求的回升。统计数据显示,今年以来,中国港口铁矿石库存量已大幅下降,截至7月10日港口铁矿石库存量8200万吨,与2014年的库存峰值相比降幅高达30%,其中港口澳矿库存的降幅达27%,巴西矿库存的降幅逾50%。有数据显示,目前我国铁矿石的运输履约率相对较高,而下半年的发运量也维持在相对高位,有利于支撑BDI指数进一步反弹。随着夏季到来,对煤炭的需求量有所增加,也提振了BDI指数。

混沌天成期货研究院院长叶燕武则认为,BDI指数近期大幅上涨只是一波反弹,幅度虽然很大,但这是因为BDI指数在连续数年下跌之后,指数绝对值比较低所导致的一个正常现象。BDI指数大幅上涨的背后,实质上反映的是船运费的提升,这从BCI(波罗的海巴拿马指数)和BPI(波罗的海巴拿马指数)上都可以看出。

“BDI指数只是反映了对未来船运费的一种预期,并且从指数走势来看,目前也仅仅是底部而已。对此,在全球经济复苏放缓,中国需求并没有有效改善之前, BDI指数的上涨仅是一种反弹。”叶燕武说。(叶斯琦 王姣)

# 不应怀疑股指期货“稳压器”作用

□本报记者 官平

自上市以来,股指期货就背负着“坏孩子”——做空股市的罪名。今年6月中旬以来的A股大跌,股指期货再一次成为众矢之的。业内人士表示,在市场发生操纵等极端行情下,期货与现货市场均可能出现“失真现象”,从过往经验来看,不应怀疑股指期货“稳压器”作用,它也不应成为股市暴跌的替罪羊”。

### 股指期货“交割日”不可怕

由于此前连续出现大幅贴水,一些市场人士揣测股指期货合约价格暴跌是拖累股市的元凶,而7月17日是股指期货1507合约交割日,便开始担忧“交割日效应”。

据中金所统计,7月17日,国内股指期货市场顺利交割。股指期货各品种总交割量为2619手,较6月份减少6684手。其中,IF1507交割量为1602手,较6月份减少1988手;IH1507交割量为696手,较6月份减少2982手;IC1507交割量为231手,较6月份减少1712手。

另外,股指期货交割月合约收盘价与交割

结算价亦收敛良好。其中,IF1507合约收盘价与交割结算价相差0.28点,IH1507合约收盘价与交割结算价相差0.04点,IC1507合约收盘价与交割结算价相差0.45点,均为历史偏低水平。

此前,网上一直盛传股指期货将在到期日出现“空劫日效应”。有许多人误以为,每逢期指交割,市场就会出现大跌。随着本次期指的顺利交割,这种说法显然又一次不攻自破。

相关机构统计显示,国内股指期货市场诞生5年多来,共顺利实现63次交割。实践表明,交割日并无魔咒,更不会对A股市场产生实质影响。从62次交割情况来看,一是到期日价格收敛良好,价差大体在1个点之内,没有出现上蹿下跳、大幅跑偏的现象;二是交割量较小,平均仅2000多手,最多也只有8000多手;三是市场正常运行根本没有受影响,63个交割日中,股市上涨37次、下跌26次,上涨概率更大,不存在“逢交割日必跌”的规律。

从制度和监管的角度看,机构在交割日操纵股指打压现货市场而在期指上获利的模式根本无法实现。沪深300股指期货目前采用现货指数最后2小时的算术平均价作为交割结算价,试图操纵交割结算价的成本十分巨大,且沪深300

可以注意到,这次股市的大跌致使那些持有单边看涨的,尤其是杠杆过分放大的投资者损失惨重,而那些利用股指期货做了保值避险的恰恰仅