

基本面大幅修复 商品期货投资升温

业内呼吁理性看待价格上涨

□本报记者 官平

近期螺纹钢期货价格大幅上涨，成交放大，市场对交易过热的忧虑开始升温。中国证券报记者采访多位业内人士发现，包括螺纹钢、铁矿石、焦炭等多个钢铁产业链品种在内，之所以出现价格大幅上涨行情，是供需基本面大幅改善带来的价值修复，商品期货市场气氛活跃已表明分歧大，同时“黑色系”商品期货投资升温，也为实体企业风险管理提供了很好的流动性。

为了防范交易过热，国内三大商品期货交易所均及时采取了措施，通过提高保证金比例、交易手续费等方式，保证市场平稳正常运行。业内亦呼吁，应理性看待商品期货价格上涨现象，期货市场的健康发展，有利于更好地服务实体经济。

被误解的“螺纹钢期货”

4月21日，上海螺纹钢期货交易量创历史新高，部分自媒体平台在微信朋友圈内开始转发“螺纹钢交易额超过沪深两市成交额”的消息，以说明螺纹钢交易的火爆。

对此，北京一家期货公司负责人对中国证券报记者表示，螺纹钢期货交易量确实创历史新高，主要是因为在当前实体经济环境下，企业对当前的套保利润有较大的套保热情和需求，也是期货市场逐步稳

定发展和增长的必然趋势，不过需要指出的是，由于期货是保证金交易制度，其交易额是杠杆后的名义值，并非实际投入的资金交易额。

该负责人给记者算了一笔账：4月21日螺纹钢期货总成交2397.2万手（双边），按照当日结算价2703元/吨计算，名义成交额为3239.82亿元（单边）。当日交易所的保证金比例为7%，那么实际可用资金最大额为3239.82亿元×7%=226.78亿元。而作为全额交易的股市，当日沪深两市成交额合计为3568.98亿元。从实际资金交易来看，螺纹钢当日交易所用资金仅为沪深两市的6.35%。再考虑到期货市场的T+0交易制度，同一笔资金在当日可以反复使用，因此实际参与交易的资金更少。

此外，对于钢材期货的大幅上涨，有观点认为，是游资炒作所致。但是银河期货负责人表示，通过对期现价走势对比发现，期货是受现货价格上涨推动而跟随上涨，也就意味着期货价格上涨是由基本面推动的。

根据银河期货的数据追踪显示，从年初至4月下旬，上海螺纹钢型号为HRB400，20mm的现货价格，从1920涨至2940元/吨，涨幅1020元/吨；热卷现货价格，从2200元上涨至3290元，上涨1090元/吨。同期，螺纹钢期货1605合约，从1771元/吨上涨至2755元/吨，涨幅984元/吨；热卷1605合约从1973元/吨到3017元/

吨，涨幅1044元/吨。通过同期的期现涨幅对比来看，现货较期货涨幅更大。就单日波动幅度看，螺纹和热卷现货一度单日涨幅达550元/吨，而期货单日最大涨幅为157元/吨，相比之下，期货较现货的波动更加理性平稳。

“大妈跑步开户入市”是哗众取宠

伴随着大宗商品期货交易升温，自媒体中开始流传“大妈跑步开户入市期货”、“市场掀起炒期货热潮”消息。但据中国证券报记者了解，该消息是缺乏事实依据的。

一些业内人士甚至表示，这些消息完全是“哗众取宠”，只是单纯为了吸引眼球，吸引更多人的关注和热议，但事实上缺乏对信息权威性和数据准确性的把握。

中国证券报记者通过对银河期货开户的实际状况发现，今年3—4月份较1—2月份，开户总数环比增加约30%左右，保证金环比增加10%—15%。对比2015年3—4月份，开户总数同比减少19.84%，而保证金同比减少9.76%。

从另一角度看，保证金增长率远低于开户数量，说明当前新增开户，主要受一些自媒体夸大事实吸引，从而带动的散户趋利行为，与大量游资蜂拥炒作的消息并不相符。

永安期货一位负责人也对中国证券报记者表示，从期货公司的客户情

况来看，并未出现排队开户、开户热潮等情况，当然，一部分休眠账户受市场情绪影响，重启期货交易，这属于正常现象。

业内呼吁理性看待价格上涨

中国证券报记者采访多家期货公司发现，主要期货公司负责人均认同，推动本轮钢铁产业链期货品种上涨行情的是供需基本面的改善，从长周期来看，是弱滞胀下资产配置的需求；从中期来看，是低库存、低开工背景下，叠加季节性旺季补库需求形成的行情，从短周期来看，是对悲观预期的快速修正。因此，多位业内人士呼吁，在此基础上，市场应该理性看待螺纹钢、铁矿石等期货品种的价格涨跌现象。

由于价格波动增大、成交活跃，大连商品交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所均根据相关品种具体情况采取了调控措施，有效遏制了部分品种交易过热的趋势，防范风险，确保了市场安全稳定运行。

业内人士也表示，随着期货市场逐步走向成熟，开始被投资者广泛熟知，并作为资产管理配置的重要组成部分，与此同时，期货行业的各个组织机构亦有义务和责任进行更全面、系统、深入的投资者的期货知识普及教育，来引导投资者对期货的准确认知，共同维护期货市场的良好运行环境。

保证金并非万能

市场剧烈波动的根源在于同基本面的矛盾，因为投机力量过于强大，导致在基本面完成对价格的修复之前的供需错配阶段的矛盾被市场无限放大，反应在价格上就是剧烈波动，形成潜在的系统性风险。所以交易所要及时采取措施进行场内干预，虽然交易所采取的措施并不能改变根源问题，但是可以抑制市场进一步发酵，防止系统性风险。

然而，如果交易所的抑制措施对市场施加了超预期的压力，反而会使得这些以缓和市场为出发点的防范风险的举措成为触发系统性风险的导火索。因为限制政策会在情绪、资金、投机度等方面产生抑制作用，而抑制作用可能会引发期货市场的负反馈循环，在短期内对价格造成冲击；另一方面，价格本身有时也会对基本面的供需发生负反馈循环，改变现货的供需结构，即在价格上涨过程中伴随商品短缺、在价格下跌过程中伴随供给过剩。

调整保证金是交易所防范市场系统性风险最常规的措施，也是交易所风险管控体系中最容易对市场产生作用的措施，虽然交易所实施限制政策的出发点在于缓和 market 动荡，但市场行为可能会对交易所的调整做出过度解读，从而引发一定负面影响。

位运行，整体来看，国内生猪存栏量仍处于较低位置，短期内国内生猪市场供应难以恢复至高位，年后国内蔬菜等食品价格持续高位，也对肉类市场需求形成一定支撑，国内生猪价格继续坚挺运行。

海关数据显示，2016年3月份中国出口猪肉3842吨，较2015年同期增减-44.7%；2016年1—3月中国累计出口猪肉11080吨，较2015年同期增减-44.5%。2016年3月份中国进口猪肉114689吨，较2015年同期增加116.8%；2016年1—3月中国累计进口猪肉286089吨，较2015年同期增加90.3%。

展望后市，姚桂玲指出，目前大部分地区供应量偏少，企业收购难度较大，受五一节日因素刺激，猪价将继续上涨。从生猪存栏量和企业销量增幅较小的数据来看，近1—2个月猪价涨幅可能不会很大，同时各地方省份在陆续投放储备冻猪肉，而且猪肉进口量也在大幅增加，养殖户压栏还需谨慎，同时补栏母猪也慎重。

李文旭认为，目前国内生猪存栏量仍处低位，国内生猪市场供应短期内难以恢复，同时饲料成本补栏成本持续增加，成本支撑、需求提振下，短期内国内生猪价格将继续坚挺运行。

易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（2016年4月27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	1043.61	1046.54	1032.89	1040.37	-0.76	1040.59
易盛农基指数	1151.42	1155.77	1141.07	1147.68	-1.77	1148.77

中期办:会员单位要加强风险防范

□本报记者 张利静

近期期货市场波动较大，投资者开户数量增长较快。4月27日，中期协发布关于近期加强风险防范和投资者教育工作的通知（以下简称通知），要求各期货公司及其子公司等期货经营机构要切实履行中介机构的责任和义务，从维护期货行业长期健康发展的大局出发，切实做

好风险防范工作，维护投资者合法权益，维护期货市场平稳运行。

就近期及“五一”休市期间的合规风控工作有关事项，通知从五方面提出要求：一是切实加强风险防范；二是严守合规经营底线；三是加强投资者教育；四是加强与监管部门、交易所和协会的沟通联系；五是切实加强信息技术系统运维和安全保障工作。

大商所：

差异化手续费意在抑制过度投机 将加大力度反哺市场

□本报记者 张利静

大商所昨日（27日）发出通知，对焦煤品种继续加收手续费、同时维持对套保交易2015年底手续费标准。对此大商所新闻发言人表示，此举意在以差异化手续费收费方式严控焦煤、焦炭期货当前过度投机趋势，同时确保套保客户交易成本不增加；交易所也将依照过去支持会员和实体企业的惯例，通过加大对会员返还力度等方式反哺市场。

他说，目前来看，相关举措已产生相应积极效果，相关品种交易持仓比整体趋于下降，短线炒作势头得到一定的遏制，但在个别品种特别是焦炭品种上，短线交易仍然过于频繁，交易持仓比仍然较高，为进一步抑制过度投机趋势、同时不增加套保客户交易成本，交易所采取差异化手续费收取方式，进一步对焦煤、焦炭两品种加收手续费。同时，为确保套保交易成本不增加，各品种套保交易手续费标准仍按去年底的标准执行；交易所也将依照过去支持会员和实体企业的惯例，通过加大对会员返还力度等方式反哺市场。

根据通知，自4月28日起，大商所焦炭和焦煤品种手续费标准由成交金额的万分之3.6调整为成交金额的万分之7.2。同时，为降低套期保值客户交易成本，根据《大连商品交易所套期保值管理办法》规定，2016年套期保值交易手续费标准仍按2015年底手续费标准执行，对于近期对相关品种增加收取的套期保值交易手续费部分，将于5月6日划入会员结算准备金。各会员应将要收取的套期保值交易手续费划入对应的套期保值客户结算准备金中。

这位发言人表示，近期大商所采取了系列的市场化监管举措，目的是压缩过于频繁的短线投机交易获利空间，降低相关品种过高的交易持仓比水平，严控部分品种过度投机趋势，促进市场功能发挥，进而维护市场稳定发展大局（其中，通过扩大相关品种涨跌停板幅度、提高最低交易保证金水平，以防止频繁出现涨跌停板行情而带来流动性风险，增强市场抗风险能力，并提高交易成本，抑制交易过热；通过取消当日开平仓手续费优惠和提高相关品种手续费收取标准，直接以

实体经济出发，交易所继续降低整体市场成本、提高市场效率的方向不变，当前为抑制部分品种过度投机趋势而采取的上调部分品种手续费举措是阶段性的，目前交易所正在拟定统一的品种手续费差异化收取办法，以长效机制的建立，进一步降低套保交易成本，同时合理引导短线交易，以更好地服务实体企业、并防范因过于频繁的短线交易带来的过度投机风险。

他再次强调，在当前经济形势复杂、期货市场发展仍不充分、社会各界对期货市场认识仍然不足的形势下，交易所继续抑制过度投机、防范市场风险的决心不动摇，也希望广大会员单位 and 投资者从市场稳定发展大局出发，共守风险防控底线。

蛋价短期或陷入调整

□本报记者 马爽

经过前期连续上涨，近日鸡蛋期货出现显著回调。截至昨日收盘，鸡蛋期货主力1609合约收报于4029元/500千克，跌73元或1.78%。业内人士表示，全国鸡蛋贸易商看跌预期减弱，贸易形势弱势，且需求乏善可陈，预计蛋价继续上涨空间不大，短期或在4000元/500千克整数附近维持震荡。

现货市场上，蛋价也出现下调。芝华数据监测显示，27日全国鸡蛋价格各省均价3.18元/斤，环比下跌0.01。福建大幅下跌，均价跌至356，环比下跌0.11。主销区均价3.41，环比下跌0.03，其中福建上海下跌，北京上涨，广东天津浙江较稳；主产区均价3.16元，环比下跌0.02。

目前鸡蛋市场供应压力仍较大。一方面，90天至120天鸡龄占比依然较大，4月份新增开产量恐将继续增加；另一方面，450天以上老鸡占比减少，而受蛋鸡养殖利润为小幅盈利影响，后市老鸡正常淘汰概率较大。根据芝华对蛋鸡存栏预测，新增开产量逐步增加，且越

往后新增开产量压力越大，而受可淘老鸡占比较少影响，论养殖户正常淘汰、延迟淘汰、提前淘汰，在产蛋鸡存栏量将维持高位，后市鸡蛋供应压力大。

芝华数据禽蛋研究经理杨晓蕾表示，供应方面，短期来看，目前市场上中小码蛋逐步增加，大部分地区收货好收，相比周二更容易，其中华北地区、中南地区、西南地区收货好收；贸易商库存较少，相比前一日变化不大。需求方面，五一鸡蛋备货结束，鸡蛋需求回归平淡，目前大部分地区反映走货较慢，相比周二好转，其中华东地区走货较慢，西北地区走货较快。全国鸡蛋贸易商看跌预期减弱，贸易形势弱势，预计短期蛋价仍将弱势下跌。

对于后市，瑞达期货认为，目前，现货鸡蛋维持低位波动，需求乏善可陈，现货距离回升周期仍有时日，且期货主力临近去年高值后抽压沉重，上方空间预计不及近期。技术上，鸡蛋期货1609合约近日期限随周盘面回落，下探4000元/500千克整数关口支撑，预计短期4000元/500千克一线附近有所反复。

中国期货市场监控中心商品指数（2016年4月27日）						
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌 涨跌幅(%)
商品综合指数		68.07			68.16	-0.09 -0.13
商品期货指数	816.33	809.55	820.16	803.88	814.23	-4.69 -0.58
农产品期货指数	888.97	883.70	891.57	878.05	885.04	-1.34 -0.15
油脂指数	604.50	598.51	604.52	596.25	600.08	-1.57 -0.26
粮食指数	1217.92	1205.58	1221.67	1200.98	1215.68	-10.10 -0.83
软商品指数	845.02	838.47	848.09	832.48	843.44	-4.97 -0.59
工业品期货指数	745.80	737.23	750.50	730.92	744.74	-7.51 -1.01
能化指数	679.47	676.78	690.80	669.46	677.82	-1.04 -0.15
钢铁指数	569.50	551.50	571.36	544.43	568.78	-17.28 -3.04
建材指数	624.23	615.20	630.48	606.30	624.59	-9.40 -1.50

认购期权全线走低

□本报记者 马爽

受标的50ETF价格下跌影响，昨日50ETF认购期权全线走低，认沽期权集体上涨。截至收盘，平值期权方面，新主力合约5月平值认购合约“50ETF购5月2150”收盘报0.0461元，下跌0.0059元或11.35%；5月平值认沽合约“50ETF沽5月2150”收盘报0.0612元，上涨0.0031元或5.34%。

成交方面，昨日期权成交有所减少，单日成交178604张，较上一个交易日减少26473张，减幅为12.91%。其中，认购期权成交101441张，认沽期权成交77163张。期权成交量认沽认购比为0.76，上一交易日为0.78。持仓方面，期权持仓总量减少1.43%至742645张。成交量/持仓量比值为24.05%。

波动率方面，5月平值认购合约“50ETF购5月2150”隐含波动率为19.57%；5月平值认沽合约“50ETF沽5月2150”隐含波动率为24.93%。

展望后市，光大期货期权部张毅表示，5月平值认沽期权多数时间仍高于5月平值认购期权。持有50ETF的机构投资者，如果有长期持有计划，则可以利用5月平值认沽期权隐含波动率高于5月平值期权隐含波动率机会，将原有的50ETF转化为期权组合部位，从而降低自己持有ETF的总成本。例如，卖出原本就持有10000份50ETF，买入1张5月平值认购合约“50ETF购5月2150”，再卖出1张5月平值认沽合约“50ETF沽5月2150”，从而以期权组合的形式，达到降低50ETF持股成本的目的。如果上述两个期权的隐含波动率迅速回归，则可以反向操作，重新持有自己的50ETF部位，达到降低持股成本的目的。

保证金——减少投资者风险的保护伞

□付鹏

交易所一般风险管理的目的是什么？芝加哥交易所集团董事总经理Harriet Hunnable在谈及CME如何通过调整保证金比例控制市场系统性风险时提到：“市场价格的波动以及波动加剧的预期是我们交易所连续提高保证金比例的关键因素之一，当市场的波动平稳后，我们会重新审视市场，并再次对保证金做出调整。CME对市场进行评估，内部使用SPAN测算出合适的保证金比例，以此减少投资者在动荡的市场中承受的风险。”

维护市场稳定、保护投资者是交易所采取防范措施进行风险管理的目的所在，而保证金的调整就是来自交易所的保护伞——国内交易所与海外交易所在此方面具有共性。

如何确定保证金收取标准

交易所作为协调交易的平台，在集合双向拍卖竞价信息的过程中，实际是交易市场全部行为最直接的观测者，在监控市场情况的同时，发现市场剧烈动荡的潜在风险，从而在第一时间采取防范措施。

采用一个适用于当前风险状况的保证金非常重要，交易所通常会建立一个

市场模拟系统对收取保证金的比例进行测算，SPAN就是比较先进的作法。交易所对整体市场的潜在收益和亏损的价格波动范围进行评估，在评估保证金时要考虑进一篮子投资标的价格、风险对冲值包括合约的跨期套利风险、跨品种套利风险，还要评估交割费用、比较期权净值。交易所对保证金的收取标准是建立在风险价值思想上的，这也是国际上较为通行的行业标准。

为什么要调整保证金比例

在全部交易市场中，商品交易市场由于规模相对有限，当发生深度矛盾不可调和的情况，剧烈波动所产生的金融效应往往会导致一些相对风险被急速放大，从而在市场上造成巨大伤害。在中国，金融市场的稳定还具有另外一种特殊的意义，尤其是商品期货市场的稳定。

原则上，商品期货的价格反应市场对某种商品未来价格的预期，预期来源于收集到的各种信息，也就是依据基本面做出判断；反向而言，理智的商品期货价格将最终传导至与之相对应的商品的现货价格，预期的自我实现使商品期货与未来基本面达成一致。在这一层面，商品期货市场的表现更容易传导至对应的实体产业，一旦期货市场发生剧烈波动，实体也难以避免受其影响，所以商品期

货市场的稳定在中国尤为重要。这也催生了在中国特色市场环境下的商品市场必须受到交易所的监控，而交易所受到更高层面的要求管理。

从交易所角度出发，首先，交易所不希望在自己的市场里发生系统性风险；其次，在市场发生问题的情况下，问责机制引导监管层向交易所问责，而交易所解释市场为何发生剧烈波动时，不能仅以市场本身在发挥价格发现功能为由做出解释，需要有进一步的具体的问责对象。

在技术方面，监管层可能并不如交易所深谙其道，所以在发生风险时监管层向交易所追责，而交易所不会完全承担下市场剧烈的责任，通常矛头都指向期货交易的金融杠杆。在稳定的市场中，金融杠杆被认为是金融创新；市场剧烈波动时，金融杠杆就被认为是事发因素，将责任进一步推给一些恶意做空或做多的大户，场外配资、高频交易等纷纷沦为被指责的对象。为抑制市场过度波动，交易所往往采取增加保证金比例来提高交易成本，如果调整保证金并不能有效改变市场情绪、减缓市场波动，进一步的限制措施只能暂停品种交易。相关案例在中国的金融历史上并不少见，从当年的327国债到不久前的股指期货，都按照同一脚本上演管制市场的剧情，几乎没有例外。

猪价继续高位运行

和收购依然偏少。

据悉，目前150斤以上育肥猪存栏环比增加5%，其中中小散育肥猪存栏增加比较多，规模养殖场环比值是下降的。产能长时间缩减，商品猪供应整体偏紧，二季度猪价还将上涨。150斤以上大猪存栏的增加，能缓解近1—2个月商品猪的市场供应，将减缓近期猪价上涨的幅度。

养殖盈利方面，芝华数据监测，猪价小幅上涨，玉米现货价格止跌小幅反弹，豆粕现货价格大幅反弹，各地养殖盈利小幅上升。据测算，目前自繁自养110公斤出栏的育肥猪，头均养殖盈利超过860元/头。湖北头均盈利突破1030元，河北、河南、山东省头均盈利均超过900元/头，就连猪价相对较低的辽宁地区，头均盈利也在逼近850元/头。养殖利润好促使养殖户补栏热情只增不减。

生意社生猪产品分析师李文旭也指出，进入4月份，屠宰场压价收购以及养殖户惜售挺价博弈加剧，同时各地区相机出库冷冻肉稳定国内猪肉市场供应，3月份猪肉进口大幅增加也在一定程度上限制了国内生猪价格涨幅，国内生猪价格整体高位震荡趋稳。

农业部数据显示，3月份国内生猪存栏量小幅回暖，能繁母猪存栏量持续低

□本报记者 叶斯琦

“前几年猪价也曾出现大涨，但全国均价从未超过20元/公斤，这次猪价创下历史新高了。”一位业内人士告诉中国证券报记者。

今年，“买股票不如买头猪”的段子在业内颇为流行。虽然近期黑色系等大宗商品价格的牛市行情暂时掩盖了“二师兄”的热度，但据中国证券报记者了解，目前猪价整体继续高位运行。芝华数据监测显示，截至4月26日，全国外三均价为20.6元/公斤，较上月同期上涨3.5%，与去年同期相比上涨50%，约合上涨6.8元/公斤。目前，华南均价为全国最高，达到21.32元/公斤，西南均价为20.81元/公斤，东北均价较低，为20.1元/公斤。

肉价方面，4月26日全国白条猪肉均价26.28元/公斤，较上月同期上涨3.2%，约合0.8元/公斤，与去年同期相比上涨46%，约合上涨8.3元/公斤；北京、上海、广州、陕西、湖北、山东等大部分省份白条猪肉涨幅均超过45%。

芝华数据研究部生猪分析师姚桂玲告诉中国证券报记者，受五一节日因素影响，各地区屠宰场销量均有一小回升，但是销量依然不及往年，各地生猪经纪人对短期猪价看涨预期依然偏强。分地区供收情况来看，华南地区压栏偏多，供应量严重偏少，收购量偏少较重，收购难度比较大。华中、华东和华北轻微压栏，供应量偏少也比较重，收购难度较大。东北地区养殖户出栏基本正常，但是供应