

误将套保不足当投机过度

坑人的噱头：螺纹与豆粕期货遭遇“半瓶水”解读

□本报记者 王超

小小的螺纹钢和豆粕期货，正在考验中国资本市场的理性和包容度。

看起来由头十足，细思来，令人啼笑皆非。继“一根螺纹钢直接截穿了沪深股市的底！”之后，“中国豆粕单日成交超美国一年消费量”的消息，又一次将风牛马不相及的概念联系了起来。

在业内人士看来，这样的对比毫无意义，不得不让人质疑其背后的意图：掀起人们对投机过度的嫌恶之情。

相关专家认为，上述新闻想要表达的观点是中国期货市场投机过度。那么，市场真的是过热了吗？中国证券报记者通过一些数据计算得出，中国期货市场当前面临的问题不是投机过度，而是活跃度还远远不够。而其背后的根本原因，是生产经营者入市比例不足，投资者结构还需进一步完善。

“一个国家与民族，在成长过程中要学会包容。要仔细辨别真伪，取其精华，去其糟粕。”中国农业大学经济学教授常清认为，与我国的经济发展同步，要尽快将我国的期货市场建成亚洲地区甚至是世界性的定价中心，必须要从根本上认清所面临的问题及原因，对于那些利于期货市场发展的策略、建议，要积极吸收采纳。

炒作驴唇不对马嘴

螺纹钢与豆粕站上风口

“今天（4月21日）的A股很低迷，商品期货市场却激情飞扬，黑色系板块最嚣张：螺纹钢期货就像一只牛股一样疯狂上涨，一天成交量竟然超过了螺纹钢一年的产量，一根螺纹钢直接截穿了沪深股市的底！”

“大商所豆粕单日成交量超美国一年消费量，他们在干嘛！”

“央妈送利好：这个品种（螺纹钢期货）单日成交额超过整个A股，连交易所都吓到了。”

而到了6月15日，该新闻被进一步放大至“螺纹钢单日成交量相当于全球股市当天总成交的两倍。”

……

一个个哗众取宠的标题与导语，一次次被不断放大的观点，将螺纹钢与豆粕期货品种推向风口。

然而，对经不起任何推敲的上述观点，业内人士纷纷通过中国证券报记者进行了批驳。

长江期货研究员王旺给记者分析说，螺纹钢单日成交额相当于沪深两市成交总和，犯了以下几个方面的错误：

首先，期货市场与股票市场之间不可比性。期货市场成交量一般以合约进行计算，而根据商品自身性质与交易所合约设计的大小不同，不同合约的价值往往具有较大差异。因此，在期货市场用成交量进行比较容易产生偏误，还需考察不同品种的成交额。但由于期货市场采用保证金交易方式，成交额往往代表名义金额，根据保证金比率的不同，名义成交金额往往是实际期货市场存量资金的很多倍，因此也很难通过成交额与股市成交额进行简单对比。将期货

市场的成交量与股票市场进行对比的方式本身就不可取。

其次，特殊时期的比较不具代表性。“螺纹钢单日成交额相当于沪深两市成交总和。”是用的螺纹钢期货成交较为活跃的时期，与股票

市场表现相对平淡时期进行的比较。两个市场所处时期不同，在研究上进行比较意义不大。即使要比较，也应该用最活跃与最活跃时期或者最不活跃与最不活跃时期进行比较。

最后，股票市场与期货市场有差异。股票存续时间没限定。股票市场换手率一般都较低。即使在例如A股新兴市场，也受到T+1制度，对换手形成限制。

宝成期货金融研究所所长助理程小勇说，对于期货、证券市场而言，成交量只是衡量流动性。如果要衡量市场的规模还是需要看存量资金。因此如果用螺纹钢单日成交量和全球股市的总成交相对比，以此来判断市场的投机水分，可能有失偏颇。

首先，期货市场由于存在多空交易机制，因此成交量是综合了多空双边交易，而证券市场由于缺乏做空机制，因此其总成交量多空并非一一对应的。其次，期货市场由于具有杠杆特性，螺纹钢单日成交量剔除杠杆的话远不及股市的总成交量，虽然股市也存在融资融券等加杠杆的特性，但是总体杠杆不及期货市场。再次，衡量市场不管要从流量资金，还需要结合存量资金，因对于期货市场而言成交量比可能更能反映市场的实际情况，因此不能简单的用期货市场单一品种的成交量和股市的总成交相比较。

而对于“大商所豆粕单日成交量超美国一年消费量”这一说法，程小勇说，用豆粕单日成交量和消费量对比，也存在一定的问题。正如现货市场用现货流通额和消费量相比，买卖多次流转会放大贸易额，因此业内并没有观点认为现货贸易量超过生产总值或者消费总额是不正

持仓集中度平稳 豆粕期货最为成熟

豆粕、螺纹钢等期货品种交易过热了吗？有哪些指标可以衡量市场的健康理性运行？

中国证券报通过权威机构获取的数据显示，大连豆粕期货今年最大的日成交量为6月16日的4215160手，也就是4215万吨；而芝加哥期

货交易所（CBOT）期货期货今年豆粕最大的日成交量为4月20日的278456手（每手为100短吨），约2525万吨。

在2015—2016的市场年度内，美国豆粕的产量和消费量约40496万吨、30209万吨。同期中国的数据约58950万吨和56500万吨。

“你可以用期货市场的成交量来比较，也可以用两国的产量或消费量来比较。但是用中国的期货成交量和美国的消费量来比较，这就让人怀疑，可能是哗众取宠，是别有用心的噱头。”有专家表示，大连豆粕期货最高日成交量确实高于芝加哥期货市场，但我国豆粕现货市场的产量和消费量也高于美国。

另外有市场研究人士指出，美国的大豆和豆粕期货是同时活跃的，但国内由于转基因管制原因，进口大豆交易无法活跃，国内贸易商、油料加工厂等只能通过参与豆粕期货进行风险管理，豆粕期货扮演了大豆+豆粕两个品种的角色，交易量较大不排斥此因素。

如何衡量中国期货市场交易是否过热问题？业内人士认为，可以结合持仓量比这一指标。程小勇说，在2016年由于流动性宽松、高收益资产荒和金融机构需要高收益覆盖刚性的融资成本三大因素驱动下，中国期货市场交易可以视为复苏，虽然或多或少由于资产配置原因导致资金总额可能超过现货买盘，但目前只能视为市场自发的投资行为，暂时谈不上过热。

在指标衡量市场是否健康、理性，可以用成交持仓比、日内成交占总成交的比例和是否存在持仓过度集中的显性。

实际上，业内人士介绍，当前油脂加工产业是利用期货市场最好、最成熟的产业之一。我国油脂油料期货自2006年开始初步构建，以大豆、豆粕、豆油期货为基础，该品种链条不断扩容并逐渐向现货企业渗透。经过十年的发展，企业人士表示，目前参与我国油脂油料期货的客户涉及上、中、下游全产业链条，豆粕、豆油、棕榈油等品种的相关产业链龙头企业参与度已超过80%，国内压榨能力1000吨以上的油厂90%以上参与，现货套保比例达70%以上，成为国内期货品种的典范。2015年，大商所豆粕、豆油、棕榈油的单位客户持仓比例分别为51.4%、59%和51.9%，与美国市场商业客户持仓占比相当，表明市场具有较高的成熟度。

在油脂油料期货品种系列中，豆粕期货是国内最成熟的农产品期货品种，成交量连续多年保持领先优势。2015年全年豆粕期货月度持仓均值为173.15万手，继续保持全国农产品期货持仓量最大的地位。

来自大连商品交易所的数据显示，作为国内最成熟的农产品期货品种，豆粕期货持仓集中度（指持仓量前100名客户的持仓量/市场持仓量）较为平稳。2015年持仓集中度运行区间为53.3%—69%。一季度持仓集中度略有下滑，但二、三季度持仓集中度有所回升，虽然四季度受价格下滑影响总持仓有所下降，但持仓集中度表现稳定。整体看，2015年持仓集中度波动幅

度较小，参与资金分散，充分表现了成熟期货品种的持仓结构特征。

成交实属不足 企业参与度提升

接受中国证券记者采访的专家们认为，去年底以来，一些人担心，以黑色系为代表的多个期货品种过于活跃，可能出现投机过度现象。“螺纹钢单日成交额相当于沪深两市成交总和”、“中国豆粕单日成交超美国一年消费量”等论调正是迎合了这种担心。

“当前中国期货市场交易量不是大了，而是企业参与度远远不够。”常清反倒是认为，以黑色系为例，其现货市场规模相当庞大，而参与期货市场的企业却少之又少。就螺纹钢来说，当前称得上深度参与的可能只有沙钢这样一家民营企业，宝钢、鞍钢等大型钢铁企业参与度远远不够。铁矿石上大型钢厂可能也就沙钢和日钢参与较深。“这是不正常的。现在只是逐步在恢复正常。”他呼吁，应该让整个黑色系产业链的多数企业都参与进来，保证稳定经营。这对整个产业乃至中国经济意义重大。

程小勇认为，为维护中国期货市场健康发展，一是要加大期货投资者教育工作，让更多的投资者、专业人士等对期货市场的功能加以认识；二是适度提高保证金和手续费等是全球通用的监管手段，可以增加日内过度交易的成本，价值投资者受影响有限；三是对相关的现货市场要加以规范，防范部分期货结合的非理性行为；四是完善现货市场流通体制，破除垄断和市场割裂。现货市场是期货市场发展的基础，现货贸易完善和期货市场规范是一体两面；五是扩大投资渠道。在通胀预期升温和流动性充裕的背景下，资金逐利的特性需要更多的投资渠道，这不单是期货行业的责任，而是监管层加强宏观调控的必须。六是上市期权品种并大力发展场外市场，例如场外期权，可以适当分流大宗商品的投资资金，并给产业企业提供更多多样化的风险管理工具。

数据显示，2014年度CBOT、2015年大豆、玉米、豆粕的成交持仓比分别为0.32、0.25和0.26。同期大连大豆、玉米和豆粕期货分别为0.63、0.68、0.34。

但相关人士指出，大连大豆、豆粕成交/持仓比高于CBOT，原因不是投机过度，而持仓太低。

“目前我国期货市场面临的最大问题是参与者尤其是生产经营企业参与不足，而非投机过度。”常清说，在计划经济体制下成长起来的老牌国有钢铁企业普遍未参与期货套期保值。如果有足够的现货企业能够入市参与套保，那么这个市场一定会更加趋于稳定。

“短期波动加剧——我们称之为短期噪音，也并非全是坏事。波动加大会进一步吸引民营企业家加快入市套保。”他认为，一个国家与民族，在成长过程中要学会包容。要仔细辨别真伪，取其精华，去其糟粕。对于利于期货市场发展的策略、建议，要积极吸收采纳。而管理层不能为了迎合舆论而采取自我保护措施，也不要担心投资者因这些似是而非、混淆视听的观点迁怒于期货市场。

| 中美大豆、玉米、豆粕期货成交持仓对比 | | | | | |
|--------------------|-------------|---------------|-------|------------|---------------|
| 美国(手) | 2014 | | 2015 | | |
| | 成交量 | 累计持仓量 | 成交量 | 累计持仓量 | 成交量 |
| 大豆 | 11,521,431 | 133,281,334 | 1,297 | 52,311,857 | 133,693,894 |
| 玉米 | 69,030,026 | 325,810,008 | 1,211 | 32,361,053 | 323,140,892 |
| 豆粕 | 210,111,521 | 1,111,955,551 | 1,259 | 73,491,855 | 1,111,738,162 |

| 中国(手、元) | 豆粕 | | |
|---------|-------------|-------------|---------------------|
| | 成交量 | 累计持仓量 | 成交量 |
| 2014 | 27,157,110 | 59,203,377 | 221,614,443,123,0 |
| 2015 | 18,913,308 | 119,323,249 | 7,745,120,124,111,1 |
| 中国(手、元) | 豆油 | | |
| | 成交量 | 累计持仓量 | 成交量 |
| 2014 | 201,530,716 | 307,320,190 | 8,353,916,153,503,0 |
| 2015 | 292,470,704 | 490,170,769 | 2,745,880,154,303,0 |
| 中国(手、元) | 大豆 | | |
| | 成交量 | 累计持仓量 | 成交量 |
| 2014 | 9,390,000 | 51,021,317 | 5,212,251,411,111,1 |
| 2015 | 12,053,239 | 125,376,891 | 827,661,451,326,6 |

从容应对量的积累 冷静迎接质的飞跃

——中国商品期货市场的成交量惊扰了谁

□北京工商大学证券期货研究所 胡俞越 刘志超

供求面支撑黑色系、豆粕强烈反弹

商品期货是商品属性和金融属性的综合体，其价格既受制于供求基本面，同时也与流动性是否充裕息息相关，而此前黑色系列和豆粕等农产品快速上扬正是得益于供求面、资金面的双轮驱动。

首先，供需变化与库存周期相叠加构成黑色系列上涨的基本逻辑。一方面，供给趋弱支撑螺纹钢、豆粕期货成交量的放大是供求面、资金面、技术面以及期货市场T+0、保证金交易制度共同作用的结果，“螺纹钢单日成交量相当于全球股市当天总成交的两倍、豆粕单日成交量超过美国一年的消费量”这种观点忽视了两者基本面的作用和期货交易机制的特性，选择性放大期货市场的投机表象，无视期货市场助力供给侧结构性改革、服务产业与实体经济的成果，是典型的被投机遮住了双眼，被偏见蒙蔽了事实。

得益于我国市场经济的快速发展，我们的期货市场用二十多年的时间走完了老牌市场一百多年才走完的道路，多个农产品、金属品种的成交规模已位居世界前列，市场功能发挥稳健成熟。在巨大的发展成绩面前，被侧目、被质疑、被抨击或许是我国期货市场成长之路的必经坎坷。在价格上涨、交易量大增、市场质疑不断的局面下，监管层的应对举措可谓可圈可点，对交易过热的打击精准、坚决，显示了我国期货市场监管层日益成熟的监管能力和水平。

中国因素、中国价格未来必将将在国际市场具有越来越大的影响力，随之而来的关注和评判也会越来越多，不被乱花迷眼，按市场规则从事，也将是我国期货市场投资者和监管者的必修课。

实体经济传导出现问题，庞大的流动性滞留在金融市场，从而造就了2014—2015年的股债双牛。但在“去杠杆”背景下，股债行情不再，大宗商品却在底部蛰伏，酝酿着较大反弹动能，资金面与技术面配合共同助力商品期货强力反弹。

不可将期市“以小博大”交易机制妖魔化

基本面、资金面以及技术面三轮驱动共同主导了期货市场的普涨行情，但是螺纹钢、豆粕成交量显著放大却是源于期货市场的保证金、T+0交易制度。前者降低了大宗商品的准入门槛，增强了商品期货的参与度，而后者有利于提高交易频率，两者相辅相成，共同促进了成交量放大。

第一，保证金制度增强期货参与度。目前，我国商品期货市场的保证金水平大约在5%—10%，投资者运用较少的资金即可撬动庞大的现货规模。此外，我国期货合约规模偏小，无形中降低了期货的准入门槛，尤其像豆粕等农产品，其价格偏低、合约规模较小，较少的资金即可参与交易。保证金制度以及我国商品期货规模较小的特性，是我国商品期货成交量高于国外同品种期货的主要原因之一。

第二，T+0交易制度有利于提高交易频率，是成交量放大的另一重要原因。T+0交易制度意味着当日可以多次买卖，在不增加市场资金存量的情况下，能够有效地提高市场的流动性、活跃程度和交易量，可以产生明显的资金放大效应。伴随着量化交易的兴起，期货投资的时间单位随着分钟向秒甚至更小的单位进发，一个交易日进行多次交易实属正常现象。

第三，适度的投机是期货市场流动性的保证，是期货市场深度与广度的基石，万万不可投机妖魔化。一方面，投机者是期货风险的承担者，有助

于期货市场实现避险功能。投机资金是期货市场的重要组成部分，是市场风险的承担者，如果没有投机资金，套保资金缺少相应的对手盘，期货市场的风险管理也便无从谈起；另一方面，投机交易能够增强市场流动性，增强期货价格的连续性和真实性，进而保障期货市场发现价格功能的实现、指导企业调节生产经营。此外，期货市场具有较强的自我修复机制，在投机氛围强烈时，套保者、套利者以及交割制度有助于实现期现价格收敛，从而保证期货价格的权威性、合理性。

当然，过度投机同样会扭曲价格信号，造成市场紊乱，故此在市场出现投机氛围浓烈时，期货交易所通过提高保证金、手续费等限制措施为市场降温，这是必需且必要的。但是，限制措施同样需要适度，过激的限制措施，将会使期货市场丧失流动性，反而会加剧市场波动。

因此，简单用豆粕单日成交量与美国一年消费量进行对比有夸大地丈量之嫌。一方面，豆粕1609单日成交719万手（双边，下同）、745万手代表市场成交量的峰值，是不可持续的。事实上，自豆粕行情启动的4月11日起计算，豆粕1609的日均成交量为497万手，远低于719万、745万手；另一方面，美国豆粕的消费量只有3000万吨，而中国却有6000万吨，豆粕1609成交量尚在中国市场规模的容量内。尤其是在中国绝大多数油脂类企业均参与期货套保情况下，单日成交3725万吨尚在市场承受范围内。相关媒体简单的将豆粕1609单日成交量与美国一年消费量进行对比，形成了强烈反差，在一定程度上有夸大豆粕成交量和期货市场投机氛围之嫌。

期货市场的“中国梦”惊扰了谁