

# “限产博弈”不定 原油坐上“过山车”

□本报记者 张利静

即将举行的产油国会议吸引了全球投资者的目光,冻产协议能否达成是这次会议的重中之重。国际油价也跟着市场预期变化坐上了过山车:继上周五大跌之后,周一大幅修复反弹。

截至9月26日收盘,美国WTI原油11月期货收涨1.45美元或3.26%,报45.93美元/桶;布伦特原油11月期货收涨1.46美元或3.18%,报47.35美元/桶。市场目前仍在静待产油国冻产会谈结果,部分分析师认为冻产协议的达成概率在攀升。

## 多头在限产期望中暂避锋芒

作为重要产油国之一的墨西哥,在其国家石油公司中,每10个中层管理人员,就将有3个被裁退。这是该公司在日前发布的一份公告中宣布的。这项裁员计划目前已经进行了大半。翻看去年能源行业舆情,产油国石油公司万人裁员已经不是新鲜事,就连一向财大气粗的中国“三桶油”也开始降薪、减绩效工资。

部分基金经理已经放弃了对原油的关注,但对石油公司职工来说,下周将举行的欧佩克会议将关乎此后生计:如果形势发展不利的,油价继续被打压,他们的日子也将更不好过。

眼下,原油正在45美元/桶一线进行着生死时速的较量。有分析认为,如果冻产协议流产,那么原油或将重新跌回30美元/桶一线;而若达成协议,则油价有可能被推升到50美元/桶至60美元/桶的范围。

投机商们已经用脚作出了投票。美国商品期货管理委员会最新统计,截至9月20日当周,纽约商品交易所原油期货中持仓量1811705手,减少17915手。大型投机商在纽约商品交易所原油期货中持有净多头278873手,比前一周减少34429手。其中多头减少4832手;空头增加29597手。

也就是说,纽约商品交易所轻质原油期货中净多头头寸减少了11%。

此外,相关统计数据也显示,管理基金在



新华社图片

纽约商品交易所美国轻质低硫原油持有的期货和期权中净多头减少了27.69%,而在洲际交易所欧洲市场美国轻质低硫原油持有的期货和期权中净空头增加了18.51%。

相关分析人士解释称,上述数据已经是明日黄花,伴随着产油国谈判进程的演变,市场多空力量随时有可能发生巨大变化。尤其是在当下限产协议能否达成的当口上。

## 产油国博弈仍是当前主旋律

尽管有消息称近期基金经理们纷纷从油市撤退,因产油国态度的反复之频繁已经令人不胜厌倦;但目前最让他们头疼的产油国博弈依然是原油市场价格演进的主旋律。

“沙特虽然是带头大哥,但是经常惹事的却是小弟们。”中远海运散货运输有限公司燃油市场研究员孙钦磊开玩笑说。

他分析称,在欧佩克产油国中,沙特的影响力最大,其政策稳定性较强,属于原油市场的稳定器,但对原油贸易的边际影响反而不大,倒是其他国家经常出现“幺蛾子”,引发原油市场的波动。最典型的是伊朗,从

伊朗核谈到贸易解禁,伊朗的产量/出口量一直是影响国际原油价格的重要因素。

“从出口量来看,沙特每日出口量约为775万桶,占据原油出口的1/6,是当之无愧的带头大哥;俄罗斯紧随其后,每日出口量约为460万桶。伊朗排在第四。”孙钦磊表示,主要产油国(日产超过100万桶/日,或者产量波动大于50万桶/日)的任何风吹草动,都可以在原油市场引发剧烈波动的原因;如果有更大动作,就可以带动更大的一波行情。

市场人士称,上次限产会议流产,基本上是伊朗一手造成。而从本次沙特和伊朗的协商来看,他们不在此前多哈会议时那样严重分歧。这似乎比在会议上达成一个实际减产数字更有意义。

但担忧并未完全解除。英伦金融首席分析师古金认为,从供应面看,主要产油国间的市场份额博弈仍在持续,各大产油国都似乎并未有率先减产的打算,伊朗、沙特等国产量不断提高,限产停留在纸上谈兵,美国产量逐渐消除墨西哥湾飓风影响,供应过剩担忧仍难以消除。

# 国储棉拍卖价大涨 郑棉持续上行

□本报记者 叶斯琦

本周郑棉持续大幅上涨。截至昨日收盘,主力1701合约报15465元/吨,较前一交易日结算价上涨195元/吨或1.28%,成交量为46.7万手,持仓量为49.7万手。现货方面,昨日中国棉花价格指数(CCI)2227B级收于13692元/吨,涨41元/吨;2219B级收于14689元/吨,涨58元/吨。

外盘方面,由于对德克萨斯州降水损害棉花的担忧减弱,交易商对美棉连续四个交易日的涨势进行获利了结,上周五洲际交易所(ICE)棉花期货下滑超过2%。美国商品

期货交易委员会(CFTC)最新报告显示,截至9月20日当周,对冲基金及大型投机客持有棉花多头仓位105367手,空头仓位31010手,净多头仓位74357手,为六周来最高。

对于昨日郑棉走强,瑞达期货研究报告指出,根据《关于国家储备棉轮换有关安排的公告》内对储备棉轮出销售底价计算公式,第二十二周储备棉轮出销售底价上调226元/吨,至13670元/吨,这刺激了郑棉持仓上行。新棉有零星上市,但由于市值高,采摘又遇雨水,等级不高,与储备棉相比价格和质量没有优势,销售并不顺畅,市场主要货源仍为二次销售储备棉。

据悉,9月23日,中国储备棉管理总公

司计划挂牌出库销售储备棉3.00万吨(国产棉),实际成交3.00万吨,成交率100%,成交平均价格14025元/吨,折3128价格14861元/吨。另据中国海关总署统计,2016年8月,我国进口棉花6.93万吨,环比减少2.56万吨,减幅26.97%;同比减少0.076万吨,减幅1.08%;2016年1-8月,我国累计进口棉花59.43万吨,同比减少51.41万吨,减幅46.39%。2015年9月-2016年8月,我国累计进口棉花96.00万吨,同比减少70.99万吨,减幅42.51%。

今年4月以来,郑棉累计涨幅已经超过50%。有业内人士指出,本轮棉价上涨的主要原因在于“包包公检难度大”、多空对

## 棕榈油反弹或现做空良机

□南华期货 王建峰

在全球油脂油料供需宽松的情况下,油脂难以出现牛市行情。因此,此轮由于棕榈油低库存引发的反弹共振行情,将会给予油脂空头资金带来介入机会。建议逢高抛空,分批建立空单。

首先,马来西亚8月产量低于预期。尽管8月份,马来西亚棕榈油产量仅170万吨左右,略低于市场预期。主要原因是单产方面的恢复低于预期。然而,下半年进入高产阶

段,已是铁一般的事实。由于气候因素的影响可能性较小,未来9-11月份的产量上升期,将不可避免地出现。从马来西亚棕榈油期货合约的价格结构来看,9月价差显著地强于10月合约,说明库存的影响才是主要矛盾。

马来西亚此轮价格上涨的核心逻辑是近月现货低库存,只要能够初步证明未来产量进入拉尼娜气候之后的单产提升期,那么,我们认为,整个市场的炒作预期将会被扭转。

## 股指期货:短期无害 长期有益

□山东大学 栾贻会 郑雪生 任东海

短期而言,沪深300股指期货的推出上市,并没有对我国的股票市场产生显著与强烈的负面冲击,从而诱发股市的持续下跌和大幅波动,股指期货推出与之后市场出现的下跌之间不存在因果逻辑关系;而从长期视角来看,股指期货没有增加市场波动,反而在一定程度上起到了稳定市场的积极作用,为市场投资者提供了一个良好的风险管理工具与避险选择,总体上有利于我国股票市场的健康运行和稳定发展。

## 股指期货并未带来结构性冲击

我们采用一种最为简单和朴素的做法,从市场价格和波动率数据的统计形态出发,来直观考察股指期货引入这一事件是否对我国股市产生即期的影响。以2002年1月4日到2014年12月24日共计3100余个交易日的沪深300指数、上证综指与深证成指每日收盘价为基准,我们采用基于ARCH过程的时间序列多变点检测方法,发现期间市场特征的变化点,并结合相应时段的重要事件进行分析,检验股指期货推出这一事件是否对上述我国股票市场主要指数的结构产生了变化。通过数据检验,我们在这一时间期间内,共发现沪深300指

数存在四个主要的结构变化时点,分别出现在2006年11月、2007年5月、2008年8月、2011年2月,较好地对应了2006年牛市开启、2007年国际次贷危机苗头初显、2008年各国采取应对金融危机措施和2011年人民银行上调存贷款基准利率的主要政策和市场事件,而在股指期货推出上市的2010年4月左右,则没有明显的发现。在上证综指和深证成指中采用类似的做法进行考察,也得到了与沪深300指数为基础的相似结论。由此可见,沪深300股指期货的推出上市,对我国主要的股票市场指数,没有带来即期的结构性冲击和变化,让股指期货上市为之后短期内的市场下跌负责是缺乏必要的依据的。

## 降低了股市中长期波动率

我们利用面板数据研究方法,通过构建对照组的方式,研究股指期货推出对股票市场中长期波动率的潜在影响。这一做法的基本思路是,利用我国与其它国家或地区的金融市场变化之间存在的关联性,构建我国股票市场波动率的一个假想值,也就是估计一个在股指期货没有上市情况下的波动率水平,以此与实际波动率水平进行比较,从而在排除其它可能因素影响的情况下分离出股指

其次,国内低库存是反弹源头。

从国内棕榈油库存来看,目前库存水平维持在历史地位附近,夏季消费需求旺季过去以后,再加上7-8月从马来西亚进口棕榈油弥补库存不足的问题后,未来棕榈油将会回归到油脂过剩的格局。下半年将会进入消费淡季,国内的库存将会快速累积,国内30万吨的极低库存水平,不会维持很久。通过价格反弹的方式,限制棕榈油的消费速度,这种库存结构,期货市场已经给出了解决方法,豆油和棕榈油的价格进一步缩小。

期货上市这一事件对市场波动率产生的效应。我们使用2002年1月至2014年12月间,韩国、日本、新加坡、英国、美国、德国、法国、澳大利亚、加拿大、巴西等国家或地区主要股票指数的月度波动率,以及我国CPI、M1、M2、工业增加值、长短期利率等宏观经济指标的月度增长率,构建相应的对照组。利用对照组得到的预测值,与我国股市的实际值进行比较后,我们发现市场波动率的实际值低于预测值水平。为了防止对照组范围过大可能带来的偏差,我们还就与关联度和一性质更高的新加坡、日本与韩国等国家或地区市场建立缩小化的对照组,发现研究结论与前一对照组的状况总体一致。上述的发现说明,就股指期货上市这一事件而言,在排除其它因素影响下,确实在我国起到了降低股市中长期波动率的效果。股指期货市场稳定股票现货市场的作用,在我国是客观存在的。

## 并非股市短期波动原因

为了排除方法差异带来的可能影响,我们还对过往采用GARCH虚变量法和配对样本法的研究结果进行了简单的分析和讨论。谢世清等人在2014年的两篇文章中,分别运用这两种方法对沪深300股指期货如

英国石油(BP)俄罗斯首席经济学家Vladimir Drebentsov9月22日称,如果石油输出国组织(OPEC)在阿尔及利亚的非正式会议未能达成冻产协议,则2017年俄罗斯原油产量将进一步增加3%。

## 货币因素或成支撑油价“黑马”

“看报告,要看几个高水平的;看油价,要看主要影响因素。”孙钦磊表示,这其中,主要因素包括三大方面,一是货币因素,二是地缘政治因素,三是供需因素。

地缘政治是当前油市主线。从供需来看,现在世界原油产量维持在每天9400-9500万桶/日的水平,而全球原油需求维持在9300-9400万桶/日之间,总体仍是供应过剩。而货币因素很有可能是未来一匹不期而至,却严重影响原油价格的“黑马”。

孙钦磊指出,从美元加息周期对原油价格的影响来看,美元加息周期和降息周期都有着一定的规律,当美元加息时,总会有其他国家泡沫破灭;当美元降息时,还会引起其他国家通胀。

“现在,美元再次踏入加息通道,由此将会导致泡沫最严重的国家或者地区出现衰退。美元进入加息通道后,大宗商品的价格就会相应下行,所以以原油、铁矿石为代表的大宗商品自2014年下半年以来就一直处于漫长的熊市中。需要强调的是,尽管美元只是保持加息预期,全球大宗商品就已经应声回落,真到了美元快速加息时,所有的资产泡沫都会打破。”他说。

分析人士认为,在注定的货币贬值趋势之下,石油价格的波动需要参考货币购买力水平和原油本身的开采成本等因素。

就短期来看,英伦金融首席分析师古金认为,目前油价受消息面影响较大,虽然产油国冻产炒作故伎重施,但沙特限产停留在纸上谈兵,预计会议很难达成实质性协议,海湾国家增产势头不减,美国页岩油气钻井相继复产,较高值博率的交易策略,以适量逢高沽空或突破区间追单较有利。

下的“重兵囤积”、大宗商品集体反弹等。合肥银鹏棉花有限公司董事长顾斌日前指出,影响下年度棉价变化的直接因素主要有四个方面:一是棉花目标价格补贴试点结束后,新的补贴方案如何调整;二是新疆纺织产能的提升,将对整个市场的供应结构产生什么影响;三是国家运输超载有关规定的实施对国内棉花市场的影响;四是整个宏观环境变化对棉价的影响。他预计新年度棉价将以14000元/吨为主轴,上下1000元波动,频繁波动,振幅趋小,长期趋势上涨。

从操作来看,瑞达期货指出,技术上,郑棉1701合约大涨,短线维持在60日均线之上偏多思维。

最后,全球油脂油料增产预期确定。由于拉尼娜气候并没有预期中的强,因此北美洲并没有出现大豆减产的现象,包括美国玉米也由于产量高于预期而大幅下跌。从10月份开始的北半球大豆生产季度,到4月份的南美洲巴西和阿根廷的生产季度,基本上是一轮增产的节奏。而油脂消费本身比较稳定,且全球能源价格又在低位,生物柴油消费难以提升。所以,油脂不太可能在未来6-12个月出现牛市。正是在有这样的宽松基本面环境下,棕榈油的反弹或昙花一现。

何影响股票市场的波动性进行了考察。对上述两篇文章进行分析后,可以发现,采用GARCH虚变量法的研究指出沪深300股指期货的推出,尽管提高了市场对历史信息的敏感性,但同时降低了市场对新信息冲击的反应程度,总体而言,沪深300股指期货,对于我国股市的波动率没有产生长期的不利影响;基于110只指数成分股与107只非成分股的配对样本法研究结果则显示,沪深300指数成分股的波动率低于非成分股,从2009年到2012年,中国股票市场经历了一个较长的波动率下降过程,仅2010年9月到2011年3月间出现了短暂的波动率上升,对于股指期货引入后我国股市出现的这一短期波动率上升现象,基于配对样本法的研究也指出,并没有可靠证据可以认定股指期货就是相关问题的原因。



**东证期货**  
ORIENT FUTURES

一流衍生产品投资服务  
提供商,助您财富保值增值。

客服热线:95503  
公司网站:www.orientfutures.com

# 上期所举办服务铅锌企业 供给侧改革研讨会

□本报记者 官平

上海期货交易所(以下简称上期所)与中国有色金属工业协会(以下简称有色协会)日前在上海共同主办了“期货市场服务于铅锌骨干企业供给侧结构性改革高层研讨培训会”。

此次会议是落实双方年度合作计划的一个重要项目,旨在总结交流2015年11月以来,部分铅锌骨干企业利用期货市场促进行业平稳健康运行的成功经验,推动行业供给侧结构性改革,提高企业经营效率和风险管理水平。上期所和有色协会相关负责人在会上表示,双方将继续保持全方位深层次的交流与合作,共同构建有色金属市场和实体经济产业融合共赢发展的良好局面。

会上,来自有色协会、上期所、铅锌骨干企业的权威人士和金融机构的分析师分别就铅锌行业供给侧结构性改革、期货市场运行、企业期现运作和成本控制、全球铅锌精矿供应和国内消费变化对市场的影响、套期保值策略与实践等主题做了7个精彩报告。中国铜业、中金岭南、驰宏锌锗、豫光金铅、河池南方、陕西东岭等6家主管经营的领导现场分享了企业如何建立风控体系和提高竞争力,参会代表反响热烈,受益良多。

有色协会铅锌分会27家理事单位的主要领导约60多位代表参加了会议。会议期间,铅锌分会秘书处召开了秘书长会议,研究部署了将于11月份举行的中国际铅锌周及“期货论坛专场”等工作。

## 认沽期权多数走低

□本报记者 马爽

昨日50ETF9月认购期权涨跌互现,9月认沽期权多数下跌。截至收盘,平值期权方面,9月平值认购合约“50ETF购9月2250”收盘报0.0023元,涨9.52%;9月平值认沽合约“50ETF沽9月2250”收盘报0.0200元,跌28.57%。

成交方面,周二期权成交量增加,持仓量下降。期权成交量方面,单日成交388985张,较上一个交易日增加10256张,增幅为

2.71%。其中,认购期权成交

213544张,认沽期权成交175441张。期权成交量认沽认购比(PC Ratio)为0.82,上一交易日为0.89。持仓方面,期权持仓总量减少0.14%至1394908张。成交量/持仓量比率为27.89%。

波动率方面,9月平值认购合约“50ETF购9月2250”隐含波动率为13.62%;9月平值认沽合约“50ETF沽9月2250”隐含波动率为零。9月平值认沽合约收盘价低于该期权内在价值。

## 供给收缩支撑沪镍短期走强

□本报记者 叶斯琦

上周以来沪镍走势强劲。其中,主力1701合约连续上涨,上周五个交易日,累计涨幅高达55.4%。本周一出现小幅回落,但周二再度上行。截至收盘,报收82760元/吨,上涨1.48%,成交量增至725万手;持仓量增加至55.9万手。

广州期货研究报告指出,交易持仓方面,从近日1701合约多空仓位数据来看,资金流向偏多。但多空席位增减互现,分歧依然明显,主要变化在于方正中期期货、永安期货席位等。

光大期货贵金属分析师展大鹏表示,沪镍上周以来表现强劲,主要有两方面原因:首先,从产业链来说,镍铁依然供不应求,镍矿价格高居不下,镍铁回调幅度不会太大,导致电解镍大幅下滑,“低镍+电解镍”搭配应用于不锈钢优势有所体现,会激起下游不锈钢冶炼厂一定的买兴,又会给电解镍带来一定支撑;其次,也是最直接的原因:一再推迟的菲律宾

山环保审查结果即将公布,前期低价反而提供了买入博弈的机会。据相关消息,菲律宾环境及自然资源部部长洛佩斯表示,菲律宾可能以违反环保规定为由,进一步关停至少10座矿场。菲律宾第二大镍生产商警告称,更多矿场被关停将导致对中国等市场的供货中断。

“虽然全球镍供需过剩预期有逆转迹象,但LME现货镍水还未显著收窄,全球现货库存压力犹存。”南华期货分析师杨龙指出,在菲律宾镍矿政策推动下,沪镍摆脱了之前的低估价值底部,产业链价格的过度扭曲已有所修正。不过近期镍生铁与镍板价差拉大,特别是低品位持续上涨支撑镍价偏高,若菲律宾矿业审查关停更多矿山,9-10月镍矿进口不多的情况下,未来镍矿的短缺可能性大增,现阶段镍矿也在挺挺上涨态势中,镍板库存高企的压制可能就不太重要了。另外,商品房销售虽延续放缓趋势,但短期还在回暖中,待面积极还在持续下降,而不锈钢的下游消费主要体现在产业后端,不锈钢库存也在快速下降态势中,因此消费端增速还在大幅好转。沪镍可能在80000元/吨附近站稳,并进一步走强到85000元/吨-90000元/吨。

不过,展大鹏则认为,镍基本面上看很强,但实际面上偏弱。宏观上来看,目前中国经济发展情况不支持产能迅速扩张,因此未来不锈钢冶炼必然会经历痛苦的洗牌过程,而这必伤及上游产业链,从产业链来看,最大的利空是库存高,无论是显性库存还是隐性库存,高库存下价格拉涨,库存会释放冲击现货市场。而最大的利多在于矿山和镍铁,对这两方面的炒作带动了今年镍的上扬,而这只要价格有一定涨幅就可实现。因此,从趋势上来说,低位宽幅震荡将成为未来一段时间的主旋律。中短期来看,受制于镍矿政策的不稳定性以及四季度备库的不确定性,9月末至10月市场可能会有一波拉涨,反弹高度取决于产业对非矿政策的最终解读,之后可能趋稳甚至回落。

指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农商指数	1180.33	1185.13	1178.28	1181.67	9.53	1181.15
易盛农基指数	1348.25	1352.50	1343.83	1351.91	12.48	1348.84

指数名称	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数	71.03	71.03	71.18	70.88	71.18	-0.15	-0.21
商品期货指数	841.44	836.88	842.24	833.51	841.69	-4.81	-0.57
农产品期货指数	940.75	935.34	942.29	933.43	941.58	-6.24	-0.66
油脂指数	611.18	605.47	611.85	601.43	611.93	-6.46	-1.06
粮食指数	1170.90	1155.72	1170.90	1154.81	1169.79	-14.07	-1.20
能源金属指数	944.89	945.71	951.27	943.86	944.72	3.99	0.42
工业金属期货指数	751.82	748.42	752.60	742.75	751.72	-3.29	-0.44
化工指数	647.71	648.31	649.60	643.62	648.41	-0.10	-0.02
钢铁指数	571.93	562.75	571.93	558.92	571.41	-8.66	-1.52
建材指数	595.66	588.29	596.01	585.05	594.92	-6.63	-1.11