

中国衍生品原油分析师

国际研修班第三期开班

□本报记者 王超

11月13日,在中国国际衍生品分析师协会主办,南华西湖国际人才发展基金资助的第三期中国衍生品原油操作实务与风险管理研修班上,来自国内能源产业链上下游的学员与国内外的专家对原油市场的定价基准及套利交易进行了热烈的探讨。

中国期货业协会副会长、南华西湖国际人才发展基金会主席罗旭峰表示,原油是重要的战略物资,对我国的经济发展具有重要影响。原油期货上市,将对原油产业和能化产业带来发展机会,有利于加强风险控制。南华期货是首批获批在港设立分支机构期货公司,将致力于服务实体经济,提供境内外一体化的金融服务。

中国石油与化学工业联合会党委书记李润生对国内石化行业

上期所修订章程及交易规则

□本报实习记者 孙翔峰

11月13日,上海期货交易所(以下简称“上期所”)发布公告,对上海期货交易所章程(以下简称《章程》)及上海期货交易交易所交易规则(以下简称《交易规则》)进行修订。

《章程》是上期所设立、运营的基础性和统领性文件,确立了会员制交易所的组织架构,明确了交易所业务范围及自律管理的基本职责。在交易所市场建立、发展、规范和监管进程中,《章程》发挥了应有的保障作用。

但随着期货市场改革发展的不断深化,市场规范与监管的持续推进,交易所内部治理结构的不断完善,交易所自律管理中的地位和职责。《章程》进一步明确会员权利;强化会员自我管理要求;加强会员对客户管理要求;完善会员资格终止情形,增加有关放弃会员资格的规定。

《交易规则》的修订过程中,上期所遵循合理划分规则层级、易粗不易细的原则,将《交易规则》划分为十三章,删除除了操作性条款,新增和实质性修订一些条款,并将相关条款合并整合。主要修订内容包括:

一是完善现行期货交易所制度。确立已实际运行业务的规则依据:如增加套利交易管理制度、增加可作为保证金使用的有价证券种类、增加强制减仓制度等。修改与实际业务存在冲突的制度规定:调整上市品种范围、期货合约当日结算价的确定方式、限仓制度等。根据“合理划分规则层级”原则,将操作性条款纳入实施细则层面,仅在《交易规则》中确立制度基础和依据。

二是为制度创新提供规则基础。建立期权交易制度框架,境外机构参与交易的制度框架、做市商制度和投资者适当性制度框架,以及为其他制度创新预留空间的条款。

三是强化交易所自律管理职责。构建监管投资者交易行为和监管会员并重的监管模式,督促会员承担起客户交易行为管理的各项职责;确立违法违规线索处理与异常交易行为管理并重的监管方式,全面加强市场监管;强化对市场整体风险的监管,守住不发生系统性风险的底线。

四是健全期货交易责任构成要件。确立期货交易的成立和生效要件;明确期货交易的责任主体和范围;完善争议处理机制,在界定法律责任的基础上,修订后的《交易规则》健全了争议处理机制。

据了解,本次《章程》和《交易规则》的修订草案已经上海期货交易所第六次会员大会审议通过。

| 中国期货市场监控中心商品价格指数（11月14日） | | | | | | |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 指数名 | 开盘 | 收盘 | 最高价 | 最低价 | 前收盘 | 涨跌幅(%) |
| 商品综合指数 | | 85.89 | | | 85.64 | 0.25 |
| 商品期货指数 | 1004.05 | 1005.98 | 1009.39 | 1002.28 | 1005.53 | 0.45 |
| 农产品期货指数 | 930.40 | 929.38 | 932.20 | 927.51 | 932.59 | -3.21 |
| 油脂期货指数 | 579.89 | 575.81 | 579.89 | 574.62 | 581.64 | -5.83 |
| 粮食期货指数 | 1294.05 | 1294.49 | 1299.57 | 1290.44 | 1294.05 | 0.44 |
| 软商品期货指数 | 908.17 | 913.26 | 915.04 | 908.17 | 910.84 | 2.42 |
| 工业品期货指数 | 1021.45 | 1025.52 | 1029.24 | 1019.15 | 1022.39 | 3.12 |
| 能化期货指数 | 716.79 | 717.78 | 719.08 | 713.28 | 716.67 | 1.11 |
| 钢铁期货指数 | 959.81 | 964.85 | 971.88 | 954.78 | 959.32 | 5.53 |
| 建材期货指数 | 943.99 | 944.81 | 949.35 | 938.45 | 943.98 | 0.58 |

| 易盛农产品期货价格系列指数（郑商所）（11月14日） | | | | | | |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|
| 指数名称 | 开盘价 | 最高价 | 最低价 | 收盘价 | 涨跌 | 结算 |
| 易盛农期指数 | 1119.46 | 1124.56 | 1119.37 | 1120.25 | -2.39 | 1121.94 |
| 易盛农基指数 | 1367.69 | 1373.92 | 1367.58 | 1368.66 | -2.91 | 1370.72 |

| 东证-大商所商品指数（11月14日） | | | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| | 开盘价 | 收盘价 | 结算价 | 前结 | 涨跌幅 | |
| 跨所农产品指数 | 68.48 | 105.94 | 105.97 | 106.06 | -0.11% | |
| 跨所能化指数 | 43.65 | 94.17 | 93.67 | 93.64 | 0.56% | |
| 东证大商所农产品指数 | 103.04 | 102.99 | 103.00 | 103.00 | -0.01% | |
| 东证煤炭矿指数(大商所) | 88.17 | 88.81 | 88.60 | 87.60 | 1.38% | |
| 东证能化指数(大商所) | 107.80 | 106.89 | 107.07 | 106.99 | -0.09% | |
| 东证工业品指数(大商所) | 87.76 | 87.91 | 87.83 | 87.16 | 0.87% | |
| 易盛东证能化指数 | 0.00 | 84.43 | 83.49 | 83.49 | 1.13% | |
| 易盛东证白糖指数 | 0.00 | 92.11 | 92.17 | 92.17 | -0.07% | |

衍生品/期货 Derivatives·Futures

采暖季限产来袭

资金扎堆黑色系“掘金”

□本报记者 马爽

“来暖气啦！”家住北京的小同昨日兴奋道,但想起以往冬季的雾霾天,小同就高兴不起来了。而今年的采暖季限产行动,又给人以希望。

伴随着北方供暖全面启动,昨日黑色系期货品种集体转暖。A股市场上,钢铁、煤炭相关标的股价也表现不俗。分析人士表示,采暖季限产将全面展开,虽然对黑色系供给、需求两端均会产生影响,不过从历史上看,供给大幅收缩之后的复产过程普遍偏慢,而需求松懈释放较快,供给对需求变化的反应滞后,供需错配容易刺激钢价上涨,钢厂盈利好转,复产扩产阶段催生煤矿原料补库预期,进而提振煤矿价格上涨。

黑色系股期标的齐涨

昨日,黑色系期货品种转暖,集体迎来自来上涨,其中焦炭、动力煤、热卷、铁矿石、螺纹钢、焦煤期货主力合约分别报收2.79%、1.72%、1.02%、0.87%、0.61%、0.58%。

国投安信期货黑色首席分析师曹颖对中国证券报记者表示,从终端需求来看,目前北方钢材需求按照预期般的季节性走弱,但由于南方工地赶工期,对建筑钢材呈现出旺盛的需求状态,因此北材南下的压力下,因南方坚挺的需求而得到吸收与消化,这也是支撑近期黑色系整体震荡偏强的重要原因。

据统计,10月以来,螺纹钢主力整体在3350元/吨-3800元/吨区间波动;焦炭主力在1650元/吨-1900元/吨区间震荡;焦煤主力维持1050元/吨-1200元/吨运行。

大商所第12届国际油脂油料大会开幕

豆粕期权元年 油企深挖衍生品利用潜力

□本报记者 王朱莹

昨日,大连商品交易所(以下简称“大商所”)“第12届国际油脂油料大会”同期活动——场外期权与油脂企业风险管理会议在广州拉开序幕,会议由华泰期货有限公司主办。大会见证了国内首个相对完整的产业链品种体系——油脂油料品种体系逐步完善。尤其是今年豆粕期权的上市,进一步丰富了产业链品种工具,为油脂油料产业健康发展奠定了基础。

追求稳定发展 油企亲密接触期货

北京合益荣投资集团仪征方顺粮油公司是一家油脂贸易企业,去年贸易规模在150多万吨,合益荣投资集团副总裁郝先高表示,现在市场变化比较大,衍生品也比较多,为了企业保持长期稳定发展和可持续发展,利用现有的衍生工具和自身手段控制市场风险作为企业管理的主要方式。

“中国的油脂市场发展经过几个大的阶段,从配给制到配额制,贸易市场发生了很大变化。”郝先高解释说,现在市场贸易方式主要有以下改变:一是传统贸易方式先买后卖,现在是套保贸易方式;二是进出口贸易方式,目前流行的是在国外买入、在国内卖出,或做反套;三是去代工贸易方式:加工企业不做加工合同,做贸易合同,用贸易形式取代加工;四是移库贸易方式:根据不同地区不同价差,将库存轮动;五是政策贸易方式,将货物移入国家储备拍卖、轮储等;六是基差交易方式:根据不同时间段、不同地点合约做的买入或卖出交易,现在油脂市场工厂贸易中90%以上是基差贸易;七是在线交易:利用互联网进行的交易;八是期权交易方式:利用场内期货期权和场外期权的交易。

目前,在油脂油料市场,能够反映期现融合的一个典型现象是,油脂油料行业的定价模式由传统的一口价销售模式正逐渐被新兴的基差定价模式所取代。

“灵活运用套保和基差交易使企业经营有了质的飞跃。”郝先高表示,首先,企业

A股方面,钢铁、煤炭相关标的股价也出现不俗表现。Wind数据显示,昨日申万一级钢铁指数突破10月以来的运行区间,收涨0.9%至3269.84点。其中,新钢股份、*ST华菱、韶钢松山、新兴铸管等涨幅居前。申万一级采掘指数涨0.65%至3564.38点。其中,鄂尔多斯、中国神华、陕西煤炭、潞安环能等涨幅较为显著。

国信证券分析师王志春表示,随着环保限产日期临近,供需格局虽未充分明朗,但钢材库存水平的下降以及产品盈利水平的提升明显,叠加宝钢股份发布第二期股权激励计划,强化了市场对钢铁行业盈利信心,带动钢铁板块整体回升。

供暖季限产时点到来

今年8月24日,环保部印发《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬大气污染防治综合治理 攻坚行动方案》,明确了“2+26”城市的大气污染治理任务。“2+26”城市将实施钢铁企业分类管理,按照污染排放绩效水平制定错峰停产方案。其中,11月15日开始,石家庄、唐山、邯郸、安阳等重污染城市,采暖季将直接限制50%的钢铁生产。这被业内称为史上最严格的采暖季限产。

分析师认为,采暖季的环保限产将给钢材的供给、需求两端均带来影响,但二者所受到的冲击孰强孰弱,对此的分歧较大。

国泰君安期货高级研究员金韬表示,供暖季来临,河北等地钢厂按照要求执行限产,产量将出现明显下滑,但需求同样受到了抑制。不过相对而言,供应的抑制会比需求更为明显。

正常经营有了保障,特别是生产型企业,从单边交易角度来看,无论是以产定销还是以销定产,面临的最大问题就是如何避免头寸亏损;第二,解决了企业最担心的市场价格下跌问题;第三,进一步巩固了上游客户的履约信誉,可以在价高的地方买,也可以在价低的情况下买,保障了市场供应;第四,帮助企业更好地服务下游客户,“一口价”定价方式,往往把油厂和下游客户对立起来,但是期货“点价+基差”的交易模式能够把油厂和下游客户牢牢地绑定在一起。

“过去主要是买和卖的推销模式,基差交易则是服务客户、帮助客户把握市场的方式,企业共同赢得市场份额,这也是我们追求的长期稳定发展的一种理念。”郝先高说。

期权工具有助深度服务产业

华泰期货副总裁王强表示,目前,国内50%以上的油脂油料企业参与了期货交易,而在全球500强的消费品企业中,使用衍生品的企业比例更是高达91%。当前,国内油脂油料企业运用衍生品管理市场风险的方式,主要以基差交易为主。然而在国外,油脂油料企业更多的是运用期权进行风险管理。据统计,目前国外场外期权交易量是期货交易量的8倍。

据了解,今年8月,华泰期货设立了专门从事期权业务的风险管理子公司,成为行业中极少数拥有两家风险管理子公司的期货公司。该期权子公司的总经理程鹏表示,在油脂油料行业里面,基差交易对期货的意义是非常重要的,那么,期权在这中间产生什么样的作用?期权与投资者又有何关系?程鹏解释说,首先,假设期权卖出之后价格下跌,期货头寸巨额盈利,但是这个钱眼睁睁看到在期货账户上面不能拿出来,因为一旦把期货账户平仓,继续下跌期货没有保障。“在这种情况下可能的操作是,把期货平仓,实现期货账户上面的盈利叫作止赢,这笔钱可以拿出来,拿出来以后期货上面的头寸用期权来替代期权,买入看跌期权进一步防范下跌的风险,把保险买在这里或者把看跌期权放在这里之后,再往后面发生的事情是怎样,如果价格进一步下跌,期权

库存再创年内新低,再加上市场对11月15日之后环保限产形势趋紧的担忧,带动玉米淀粉现货价格继续上涨,继而通过基差带动期权特别是近月合约大幅上涨。

谨防高位回落风险

从基本面来看,范红军表示,虽淀粉行业开机率继续小幅上升,但下游需求企业补库,物流问题和对后期环保政策的担忧,带动玉米淀粉现货价格大幅上涨。

淀粉工业协会数据显示,2017年10月玉米淀粉总消费量217万吨,环比下降17万吨,较去年同期增加47万吨,其中淀粉糖中淀粉消费量同比增加20万吨。

国家海关数据显示,9月我国木薯淀粉进口量174924吨,上月为153500 吨,玉米

曹颖表示,虽然采暖季的环保限产对钢材供需两端以及焦炭供应产生的影响很难精确量化,但可参照每周钢材库存变化情况,来把握钢材供需所受到的具体影响。目前钢材社会库存已从10月8日的阶段性高点1031万吨降至930万吨,累计降幅为9.8%,至少目前钢材供需仍偏强,至于后续还须等待后期工地开工的受限影响。

在东证期货资深分析师孙枫看来,在供需两侧皆受影响的环境下,即使供给收缩有利于钢市转强,但决定钢价走势最关键的是需求侧。首先,对供给受限程度保持理性客观。一方面,华北地区根据空气质量状况进行弹性限产,可能会导致限产效果不及理论上50%的限产规模。另一方面,钢厂增用废钢镇补铁水不足,也会增加一部分粗钢原料供给,且地区之间的产量往往会现出此消彼长,华东钢厂增产也会抵消一部分华北钢厂的产量损失。其次,钢铁需求仍面临史无前例的限产带来的下行压力。建筑工地停工以及水泥等行业停产的外溢效应会造成钢铁需求急剧萎缩,且需求下滑的速度可能会快于供给收缩速度,不利于钢材价格走强。

“虽然需求转弱,但采暖季限产对上下游全面的影响并无明确案例可以参考,尚不能得出对哪一端影响更大的非常明确判断。”孙枫表示,市场参与者应该以“摸着石头过河”的态度,基于钢材库存水平变化来判断供需相对强弱关系。

股期联动“掘金”

展望后市,兴证期货高级研究员林惠表示,短期螺纹钢需求趋向走弱,虽然钢

把它保护住,但是价格如果现在触底反弹,实际上现货上面下跌的损失又再进一步回来,等于释放价格盈利空间。”其次,假设期货价格上涨,这个时候发现期货的头寸不断亏损,从资金的层面不断要追保,资金的压力很大,在这种情况下怎么办?“仍然是把期货平掉,买入看跌期权,止损的目的是避免再进一步接到追保,避免进一步资金层面上更大压力,买入看跌期权的作用是把期权上面的盈利首先锁定,现货仍然进一步涨的话它还可以进一步盈利。看似是解决套保的问题,其实解决的是资金问题。”程鹏说。

据了解,华泰期货场外期权业务从

胡俞越:场内期货功夫在场外

□本报记者 王朱莹

在昨日大连商品交易所 第12届国际油脂油料大会同期活动——场外期权与油脂企业风险管理”中,北京工商大学证券期货研究所所长胡俞越表示,近两年期货市场的发展在有些领域已经放慢步伐,场外期权的出现给是期货市场、期货行业业创新的新突破口。

胡俞越表示,场外期权可以做套利,也可以做投资,期权的优势可以弥补场内套期保值的不足。场外期权业务的主要运用是套期保值,买入一份期权的作用类似于买入一份保险,价格出现不利变动的时候会导致损失。这种情况之下,期权产生盈利会弥补现货亏损,期权费的支出类似保险费。就“投保”来说,场外期权的套保要把握区间、趋势、基差、更窄的波动。所以场外期权基差的组合工具可以通过期权+期权来进一步消除基差风险,场外期权还有其他的妙用,比如说辅助融资、活用期权收益结构模式,将融资和股权激励相融合促进企业长期发展等等。

他解释,在中国,期权市场是一个小行业,但面对的是一个大市场,一个成功的期货品种会成就一个产业,期权涉及到成

厂也开始限产停产,近期社会库存大幅下降,导致钢坯价格大幅上涨,但未来随着高炉以及电炉炉产能释放,预计钢材价格继续上涨空间较为有限,但考虑到当前较大的期现基差,又将对期货价格形成一定支撑,预计后期黑色系期价仍将维持宽幅震荡。后期钢厂利润有可能逐渐回落,但得益于供给侧改革的红利,因此未来钢厂利润仍较为可观。

孙枫表示,随着主力合约从1801转到1805,市场关注的焦点将切换到明年开春之后的供需格局。历史上,供给大幅收缩之后的复产过程普遍偏慢,而需求松懈释放较快,供给对需求变化的反应滞后,供需错配容易刺激钢价上涨,钢厂盈利好转,复产扩产阶段催生煤矿原料补库预期,提振煤矿价格上涨。黑色期货1805合约在明年一季度甚至二季度震荡上行的概率较大。不过,受采暖季限产政策扰动,黑色上下游品种阶段性表现会出现分化。限产阶段有利于钢材价格走强,而矿石和焦煤价格走弱,但采暖季限产之后,钢厂复产补库,煤矿价格走势强于钢材价格的概率较大。总体而言,今年底上半年行情不宜盲目乐观,可重点关注明年上半年行情。

对于股票标的,王志春认为,本周环保限产全面开启,可紧盯库存数据,继续关注低估值板材企业以及行业龙头企业。

信达证券分析师郭荆璞、左前明、王志民认为,三季度煤企盈利持续改善,且煤炭板块经过前期调整,风险释放已较为充分,伴随北方供暖季到来叠加水电传统淡季,煤价有望实现止跌企稳,煤炭板块估值仍有修复空间,煤炭板块布局迎来良机。

2015年的几乎零规模增长到了2016年的业内规模第二、收入第一的业绩,截至目前该公司场外期权名义金额规模已超过1000亿元,是2016年的40倍,市场占有率超过50%。今年5月,华泰企业再度增资6亿元,注册资本金达到16.09亿元,净资产接近24亿元,资本实力跃居行业前列。“服务实体经济、服务产业、服务贸易企业是我们的根本。”王强说新增的资本金,将更多地用于支持风险管理业务的发展。为了使期权业务更加专业化运作,今后公司旗下两家风险管理子公司将围绕服务实体经济,发挥各自的优势和特色,满足实体企业差异化的服务需求。

规模现货企业也将近30万个,但并不

是说30万个现货企业都参与期权。场外期权也有风险,如何控制这些风险?首先要明白,场外期权风险主要来自于信用风险、市场风险、运营风险、流动性风险,这些风险的控制措施因为交易的参与者为在期权交易业务当中扮演的角色不同而不同,场外期权的交易者可以分为期权的买方和卖方,卖方承担义务没有权利,风险比较大。

胡俞越说,场内期货功夫在场外,过去人们认为现货市场是期货市场的基础,现在场内的产品衍生出来大量场外的产品,场外的产品很多是非标的,所以功夫在场外。今后,期货公司的发展除了传统经纪业务之外,如何利用专业特色为投资者提供专业化服务也将是重要路径。

今年我国期货市场成功上市了两个商品期权,豆粕及白糖期权。这是我国期货市场发展新的里程碑,对交易方式、市场风险管理都有很重要的意义,期权产品的出现,为机构投资者提供了更加精巧的投资工具,在期货、现货和期权之间建立起一个网状关系,三个市场价格之间的内在联系和相互影响,使得价格发现和资产配置的效率进一步提高。期权时代的到来使得投资产品会变得更加丰富多彩。”胡俞越称。

天下粮仓调查显示,上周淀粉行业开工率为81.44%,较此前一周回升1.1个百分点。不过,从成本方面看,方正中期期货农产品组研究员认为,随着后市玉米放量,玉米价格疲软将带动玉米淀粉价格下行。同时,需要关注11月中下旬的环保检查对玉米淀粉价格的影响。短期内玉米淀粉供需紧张态势难以改变,需求端或将支撑淀粉淀粉趋暖,但成本端玉米价格回落以及需求端淀粉企业持续的高开工率或将拖累淀粉价格走势。

弘业期货分析师周俊扬表示,淀粉供不应求局面短期难以缓解,期现价盘面均线向上发散,大势仍属多头,多单可继续持有,但注意做好止盈,关注原料成本及政策动向,谨防高位回落风险。