

咖啡波动率问鼎全球 对冲基金忙“迁徙”

□本报记者 叶斯琦

当你安静地享用着一杯醇香咖啡时，在美国的咖啡期货市场，对冲基金从没闲着。面对2014年波动率最大的品种，咖啡投资者不得不频繁地大规模“迁徙”于多空之间。

“波动率是对冲基金一个‘重要的伙伴’。”混沌天成期货研究院院长叶燕武指出，对于对冲机构而言，波动率既可以作为交易指标，也可以作为交易品种。

不过，波动率之于衍生品市场，仿若萧何之于韩信。波澜壮阔中，既蕴含盆满钵满的机会，也常见灰飞烟灭的伤悲。

咖啡多头：进时容易别时难

午后和煦阳光下，一杯咖啡，一本书，任时光流逝，静谧的画面令人心怡。

不过，相比于生活中咖啡代表的慢节奏，在大宗商品市场，咖啡价格的走势却是波涛汹涌。

2014年，咖啡经历了牛熊市的轮换，价格大起大落。彭博大宗商品指数显示，2014年咖啡波动率问鼎全球。

据中国证券报记者统计，2014年上半年，洲际交易所(ICE)阿拉比卡咖啡期货大幅上涨，每磅价格从1.1美元左右涨至近2.2美元，翻倍走势令人咋舌。不过2014年10月以来，咖啡期货价格又快速回落，在经历2015年初一波20%大跌之后，咖啡期货价格回落至每磅1.3美元左右，近乎“跌回原形”。

面对如此波澜壮阔的行情，追求高回报的对冲基金绝对不会错过。

2014年2月，对冲基金多头就“倾巢出动”，豪赌咖啡期货价格上涨。支撑多头的理由，正是巴西遭遇60年不遇的大旱。极端天气可能使这个占据全球咖啡产量40%的国家丧失三分之一的咖啡收成。“咖啡市场将会出现500万袋的缺口，这意味着全球不得不将面临咖啡短缺和价格上涨的问题。”英国商品贸易商ED&F Man Holdings Ltd.当时预计。

美国商品期货交易委员会(CFTC)数据显示，截至2014年2月18日当周，美国13个农产品交易所的投机性咖啡净多仓增加10万手至60万手，创16个月新高。就在多头热情高涨之际，咖啡期货价格也是一路狂飙，多头赚得盆满钵满。

不过，面对咖啡这一波动率极大的品种，

对冲基金如果没有“见好就收”，那么等待他们的可能就是梦魇一般的反向行情。

在经历2014年的干旱之后，2015年巴西迎来了绵绵大雨。气象数据显示，2月充分的雨量使得巴西大部分咖啡生产地区水分都处于合理状态。咖啡产能复苏在即，不祥预感笼罩在对冲基金多头之上。

大规模仓皇出逃一触即发。CFTC的数据表示，截至2015年2月24日当周，咖啡净多头持仓重挫49%至8167手合约，这是2014年1月以来多头最大规模减持。

2015年来，咖啡期货价格在多头“踩踏”之下暴跌。2015年3月3日，咖啡期货主力合约更是下挫6.22%，一度击穿1.3美元/磅。对此，路透社表示，持续的大跌触及止损卖单，追缴保证金的担忧迫使许多持有多头仓位的投资者结清头寸。

分析人士指出，与原油、黄金等大宗商品相比，咖啡作为农作物季节性明显，特别是对主产国的生长周期极为敏感，其生长属性可能给对冲基金带来套利机会。

波动率：成也萧何 败也萧何

“作为交易指标而言，波动率既反映机会，也反映威胁。一方面，大波动率可以作为买入原因，另一方面，波动率同样是一种风控指标。作为交易产品而言，波动率纯粹是一种盈利工具，比如期权、组合策略等。”叶燕武认为，期权本身就将波动率作为其定价因素，而组合策略中，如对冲基金的事件型交易策略，就与波动率紧密相关。

瑞银资产波动研究专家Ramin Nakisa进一步解释，价格波动是市场消化系统繁忙开工时发出的噪音，如果噪音越来越小，就说明市场没有了新的信息，没有冲击力促使市场震动，市场也将因此没有方向性变化。

因此，对于对冲基金而言，市场需要一定波动率。例如2014年上半年，不论股市、债市，还是商品市场，波动率都明显收敛，一度引发海外市场对于全球金融市场爆发新一轮危机的担忧，很多基金不得不借助杠杆来放大收益率。

“一般来讲，波动率低的资产，其涨跌都有限，因此单位资金的收益率很低。而很多基金、特别是大型资金都有收益率目标要求，这就可能促使其通过加大杠杆的方式来放大收益。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇表示。

例如，2014年上半年，全球资本市场笼罩在低波动率的寂静之中，市场深受史上鲜见波动率低迷之苦。当年6月，被称为“华尔街恐慌指数”的VIX指数跌至七年最低，追踪全球大型经济体的花旗经济惊奇指数(Citigroup Economic Surprise Index)创下纪录低位，摩根大通Group-of-Seven货币波动指数也创下历史新高，“商品之王”原油波动性则处于2007年以来的最低水平。

低波动率降低了商业公司套期保值的需求，并意味着交易者在进行下一次交易之前，需要更长时间来等待市场价格出现变动，从而导致每日出现较低的交易量。

不过，市场的平静也可能是暴风雨降临的前奏。2014年6月下旬，原油率先开启断崖式暴跌，掀起资本市场的“血雨腥风”。

油价暴跌点燃了期权的火爆行情。自2014年6月末以来，美国“电子交易”原油期权的交易量出现激增，原油期权波动率从15%跃升至30%以上。法国巴黎银行(BNP Paribas SA)驻伦敦股市兼大宗商品衍生品策略师Antoine Porcheret就表示，交易员已在他所认为的关键技术支撑位——布伦特原油为90美元/桶，西得克萨斯中质油(WTI)为85美元/桶——下方做空波动率。

一些私募巨头，如橡树资本、黑石集团等，均募集了超过200亿美元的资金用于投资能源业，以期获得高额回报。有对冲基金经理甚至表示，“原油暴跌是2008年金融危机以来最‘令人激动’的机会。”

不过，成也萧何，败也萧何。在波动率这把双刃剑的游戏中，“一将功成万骨枯”往往是最和市场颠扑不破的真理。

2014年5月底6月初，WTI原油期货净多头头寸规模创下历史新高。持仓报告显示，当时大型投机者积累了超过41万张净多头合约，小型投机者净多头头寸也增加了1.9万张，刷新投资者在原油市场持有净多头头寸规模纪录。不过，后来的历史证明，多头头寸在原油价格“腰斩”的过程中毫无抵抗地灰飞烟灭。

把握“期权时代”脉搏

对于波动率这把“双刃剑”，业内人士指出，对于中国衍生品市场来说，在认识和利用波动率方面，交易所需逐步推出相关波动率相关品种，同时合理修改现有合约或者推出新的合约，增加对市场有“增量”贡献的品种，推出现有品种的期权，这样对市场未来认识和利用波动率会有巨大推动。

“中国需要大力发展期权市场，不仅是场内期权，还有场外期权，同时要加快推出商品期权。另外，还需要积极的加快人才的培养，使得国内金融衍生品市场波动率研究方面取得突破。”程小勇也认为，当前大多数品种的波动率再度收敛，展望2015年上半年，未来一些供需基本面出现明显改善的品种，比如白糖等，可能会具备很高的波动率。当然，如果2015年上半年财政力度超预期的话，所有工业品波动率都可能会放大。总体而言，金融资产的波动率会超过大宗商品。

中国金融期货交易所也表示，将积极筹备股指期权、研发波动率指数。“基于期权交易开发的波动率指数，国际上也称‘恐惧指数’，是宏观政策制定、市场投资决策非常重要的前瞻性指标，交易所将继续推动建设沪深300等大盘蓝筹指数期权市场，使波动率指数更有效地反映市场风险，更好地发挥金融衍生品市场的社会功能。”中国金融期货交易所董事长张慎峰表示。

值得注意的是，作为股票期权的首个试点品种，上证50ETF期权于自2015年2月9日在上海证券交易所上市以来，至今推出恰好一个月。

叶燕武表示，上证50ETF期权为市场提供了一个认识波动率的良好机会，市场参与者需要提高对于波动率的认识，自觉参与其中，未来波动率相关的交易或将成为一个重要的策略组成部分。

甲醇上涨底气何在

□广发期货 梁琰

2015年1月底至3月初，甲醇从1900元附近一跃而上至2500元上方，如果说这一波上涨是反弹谁都信，而如果说这一波是反转貌似支撑的因素不够。据笔者分析，促成此次大幅上涨的因素主要有甲醇生产企业亏损、山东甲醇制烯烃项目的采购、原油低位企稳带动烯烃反弹、市场抄底热情高涨，从后期供给端和需求端春季后的恢复情况以及甲醇制烯烃项目进展来看，后期甲醇在调整后或存在进一步上涨的可能。

首先，甲醇生产企业由亏转盈，甲醇成本支撑因素减弱。1月底至目前甲醇现货价格跟随期货不断上涨，华东港口出罐价格上涨450元/吨至2400元/吨附近，山东价格上涨430元/吨至2135元/吨，内蒙古甲醇价格亦从1325元/吨上涨至1775元/吨，而各地煤炭价格依然在低位，山东兖矿的动力煤5000大卡从475元/吨下滑至455元/吨，从成本和利润估算来看(据笔者根据平均水平估算，不同企业成本有差异)，甲醇从亏损300元/吨至盈利200元/吨，煤制甲醇基本都已经转亏为盈。

3月初，发改委公布天然气调价，其中存量天然气价格上调0.04元/立方米后，天然气制甲醇成本抬升42元/吨，西南和西北部分天然气甲醇生产企业仍处于亏损中，但由于2014年9月份抬价后天然气企业的开工已经大幅下滑，此次调整对甲醇市场的影响较小。

供给端来看，甲醇生产企业开工率近期不断下滑，从春节前后的56%下跌至53%，内蒙古金诚泰、世林、鄂尔多斯新航、山东明水和中原大化陆续停工，后期仍有几套甲醇企业计划检修，例如新能凤凰72万吨，兖矿荣信90万吨/年，兖矿国宏50万吨/年，后期甲醇的供给压力或减轻。港口库存近期有明显下滑，从春节前的94.5万吨下跌至86.7万吨。

其次，甲醇需求存在好转迹象，传统下游开工正在恢复中，甲醇制烯烃项目有望在近期逐渐展开采购。春节过后下游开工逐渐抬升，甲醛开工抬升6个百分点至19%，二甲醚开工抬升3个百分点至39.8%，醋酸开工率小幅下滑2个百分点至72.2%。但甲醛和二甲醚利润均不佳，近期醋酸价格不断下滑而甲醇价格上涨，醋酸利润大幅下滑，下游利润不佳或对下游的甲醇采购有一定负面影响。甲醇制烯烃的利润亦从1300元/吨压缩至600元/吨附近，不过后期烯烃供需面存好转可能，甲醇制烯烃利润有望抬高。江苏兴新新能源70万吨/年和阳煤恒通30万吨分别在1月和2月底中交，后期将逐渐开始采购，山东瑞昌10万吨MTPG的重启也会对甲醇需求有带动。

从甲醇基本面来看，供应有减少可能，下游需求正在恢复，港口库存下降，甲醇制烯烃采购或带动行情向好发展。技术面来看，短期存在调整需求，期现价差目前对期货价格影响偏中性，不过前期的大期现价差或会催生后期仓单数量增加。综合来看，后期甲醇存在进一步上涨可能，下一压力位或在2800元/吨。

广发银行创新金融服务实施普惠金融

客户体验是市场评价银行服务工作的试金石。广发银行秉承“客户为先，真情服务”的服务理念，以高效的服务质量、科学的服务流程、过硬的专业素质、先进的服务手段，通过持续为客户提供智慧金融服务和卓越体验，给“中国梦”的幸福底色添上了亮丽笔墨。

服务民生，e生活惠民

早在2012年，广发银行在业内率先推出“24小时智能银行”，有效突破传统银行营业时间限制，实现全天候业务办理，让那些以往只能在工作时间办理的银行业务，也可在下班后、茶余饭后的闲暇时间办理，开展行业“金融便利店”服务模式。遵循“专业理财至上、客户关系至上、客户体验至上”的基本原则，广发“24小时智能银行”以创新的金融服务模式，为客户带来了全新的服务体验。

“为客户提供卓越的金融服务体验是一切工作的出发点和落脚点。”广发银行企业文化手册在诠释中写道。

在广泛收集客户反馈意见的基础上，广发银行围绕客户金融生活场景和实际需求，在产品模式、服务模式、运营模式、推广模式等方位对原有智能设备进行持续升级，于2014年6月推出了新一代“24小时智能银行”。通过硬件减负、软件升级、手写签名应用等改造，实现全流程无纸化处理，审核流程的大幅优化。以银行卡申请资料审核为例，该项业务流程由原来3个合并为1个，不仅提升了审批效率，也大大减少了客户等待时间。此外，新一代“24小时智能银行”还引入手持式听筒、人体接近探测仪、指纹识别仪等全新科技元素，在重要交易环节还增加自动语音提示，使客户服务办理更高效便捷，用户体验大幅提升。

截至2014年末，广发银行已在全国18个城市布点“24小时智能银行”，累计受理客户23余万人次，发

放借记卡超过2万张。随着规模扩张，广发银行未来将逐步把更多这种“金融便利店”投放到社区网点中，进一步把柜台业务延展到客户身边。

在线便利，e生活便民

当前“梦想”已成为关系国家富强、民族复兴和人民幸福的关键词，百姓对追梦和圆梦的渴望程度日益高涨。据悉，广发银行从“梦想”这一社会热点切入，于2014年9月创新推出业内首款“梦想笃行”类APP——“月光宝盒”，力求通过打造与货币基金产品绑定且有较高收益的梦想账户，帮助客户积累圆梦资金。“月光宝盒”通过设置“易存难取”的游戏环节及建立朋友关注监督和鼓励体系，协助客户抵制消费冲动的诱惑，助力客户持之以恒完成既定目标，最终实现梦想。与此同时，广发银行另一款互联网创新产品“金融网销平台”同步亮相，在给客户提供“碎片化理财”新渠道的同时，也满足其日益增长的投资理财需求。

为化解网点客户“排队时间长”的难题，早在2011年广发银行就在业内率先推出了“网点预约取号”服务，在个人网银和手机银行渠道均可使用。2013年率先在全国网点铺设Wi-Fi，为客户提供免费的无线网络服务，缩短客户排队等候的“心理时间”。为打造无缝衔接的便民服务，广发银行又将“网点预约取号”功能成功搬到了“微信营业厅”，便民手段生生不息。微信网点预约服务上线以来，客户月均使用次数达2万余次，且呈现不断上升的趋势。

截至2014年末，广发银行个人网银客户数已突破1300万户，手机银行客户数突破530万户，微信关注粉丝数达500万，均居同业前列，电子渠道柜台替代率高达94%，这意味着广发银行的绝大部分客户服务已通过电子渠道实时高效完成。

——企业形象一

低了社会成本，实现了无纸化、低碳环保的现代金融服务，真正打造了在线金融便利，为客户提供卓越的体验。

高效服务，e生活助民

经过调研，超过70%小微企业客户更关注于抵押方式是否灵活，办理流程是否简单。其中，放款时效性是小微企业在选择融资服务时首要考虑因素之一。因此，效率也是银行经营贷款的生命力所在。

近年来，广发银行通过大力的改革，改变客户到网点的服务模式，主动出击为贷款小微企业主提供适时、高效服务。除利用先进的网络银行和手机银行实现网上银行随时随地办理放款及还款外，广发银行于2013年9月首家推出个人贷款移动审批终端——“随申贷”。“随申贷”是一套可安装在平板电脑及智能手机的移动式个人信贷预审批系统。凭借身份证件以及基本的资料信息输入，最快30秒即可完成过往耗时2-3个工作日的信贷预审批流程，最快可以一个工作日内放款，大大提升服务效率。2015年初，广发银行更是携手国际知名调研机构在京发布《中国小微企业白皮书》并推出国内首个“小微企业健康指数”。据介绍，本次白皮书调研工作历时近一年，覆盖环渤海、长三角以及珠三角三大经济圈，重点选取小微企业数量最集中的12个城市、中小微企业占比最高的15个行业进行调研，以最大限度反映我国小微企业真实生存状态和金融需求。

针对小微企业经营具有地域差异的特点，广发银行还通过总分行联动的方式保持小微金融业务创新的动力，不断推出地方性融资服务专案。总行定时将一些具有普及意义的专案形成成熟产品，更新到产品服务模块库中，真正为小微企业提供贴合的金融服务。

**隆重推出 Beta 动量对冲、
禧利宝 等程序化交易产品**
满足多样化投资需求
助您顺畅投资期货
联系电话：广发期货有限公司 电话：020-32456242 公司网址：www.gff.com

本声明仅作公告之用途

成功募集

3,988,000,000美元



霸菱亚洲六号基金

专业投资亚太区成长股权及产权收购项目
的私募基金

霸菱亚洲旗下共管理超过九十亿美元资金
以长期投资致力于发展世界级企业

投资顾问

Baring Private Equity Asia Group Limited

www.bpeasia.com

上海 ◆ 北京 ◆ 香港 ◆ 雅加达 ◆ 孟买 ◆ 新加坡 ◆ 东京

二零一五年二月