

相约晚八点 期货“夜宴”酝酿早开席

□本报记者 官平

率先于国内推出期货“夜盘”(又称连续交易)的上海期货交易所,正酝酿将交易开盘时间提前一小时至20时。

尽管在结算方面可能会给期货公司带来难度,但多位期货业人士对中国证券报记者表示,“夜盘”开盘提前交易一小时,将使得国内期货市场更容易与国际接轨。从价格变化来看,有益于国内期货价格尽快反映国际市场变化,保证价格曲线更加平滑,也便于国内现货企业进行套保。

一些期货公司高层还建议,国内期货市场应探索交易与结算分开,将期货结算交给专门的清算所完成,减轻期货公司负担,提升市场交易效率,也将改变期货公司依靠通道收益恶性竞争的窘境。

一小时的纠结在哪里?

2013年7月5日,上期所推出黄金与白银期货“夜盘”,随后的一年多时间,夜盘品种迅速扩至23个。

起初,上期所规定的夜盘交易时间为21时至次日2时30分。去年底,上期所上线连续交易的螺纹钢、热轧卷板、天然橡胶和石油沥青四个期货品种,开市时间不变,但在收市时间上,石油沥青、螺纹钢和热轧卷板定为次日1时,与有色金属品种保持同步,天然橡胶的收市时间定为23时。

在夜盘时段的选择上,上期所在充分考虑品种特性、相关市场交易时间和投资者特别是产业客户交易习惯等因素的基础上,对不同的品种做出相对独立的安排。

近日,全国人大代表、上期所理事长杨迈军表示,后期连续交易将提前开盘时间,初步确定在20时左右,此外,未来还要探索交易和结算的逐步分离。

实际上,早在去年6月8日,本报记者就做了题为《夜盘一小时的纠结:自己走还是跟着走》的报道。彼时,本报记者在调研中发现,上期所正考虑将夜盘开市时间提前1小时,但由于期货公司存在结算系统冗杂、结算负担重、结算效率低等多个细节问题和难题,要实现夜盘提前难度不小,不少公司都认为,在条件尚不成熟的情况下,应该维持现状。

但尴尬的是,若不提前这一小时,“夜盘”有时候仍被认为是“影子盘”,且常出现跳空行情。

中信期货副总经理景川向中国证券报记者表示,“夜盘”交易是全球价格一体化的必然趋势,因此保持与国际市场的同步交易无疑是参与全球定价的一部分,也完善了交易体系。目前看,国内“夜盘”的确是晚于国际市场一小时,在这样的情况下,提前一个小时对于发挥市场的风险管理应该是有益的,而20时开始欧洲市场开始活跃,国内就可以达到与欧洲市场同步。

对此,光大期货分析师孙永刚也认为,提前一小时开始夜盘,意义比较重大。首先,对于欧洲时段数据和信息的反应可以相对来讲更加充分一些,其实尤其是在美盘夏令时令的情况之下,对于美国要发表的经济数据可以给投资者充分的准备和反应时间。

“上期所的诸多品种都是国际性的大品种,全球联动性非常强,因此前提一个小时的意义其实也是重大的。”孙永刚表示。

多位业内人士提出,单纯从行情角度来看,交易时间提早一个小时是利于交易的,因为部分夜盘品种有外盘行情,所以两个交易间隔时间缩短,是利于行情的连续和风险的防范。交易的连续性也有利于行情的发展、价格的发现以及对各类信息的及时反馈。所以基于行情连贯和更准确地反映市场变化而言,夜盘交易时间提早是有必要的。对于内外盘而言,行情的互动性会有所提高,尤其是上期所的品种和外盘关系特别密切,因此有利于交易者参与其中,增强内外互动互联。

要求结算速度提升

在没有夜盘交易的时候,中国的市场多数时候是“影子市场”,只能被动跟随外盘走势,根本谈不上价格主导权。因此,一直以来,投资者对夜盘提前一小时开市的呼声较为强烈。

但是,期货夜盘交易提前一小时,对期货公司来说,人员、技术、结算等相关条件是否能够满足?有何难度?



孙永刚指出,就目前期货公司人员配置来看,硬件和软件条件都是可以适应开市提前,只是对结算速度要求将更高。

混沌天成研究院院长叶燕武接受中国证券报记者采访时称,对于期货公司而言,交易时间的提前最重要的环节是结算和风控。对于结算部分来说交易时间提前的话,那么对于每日的清算而言会有一定压力,因为期货公司得等待相关结算、清算信息的反馈,这里面需要一定的时间去完成,尤其是期货公司面临不同的结算对象,清算所需时间是各不相同的,目前而言在结算方面的压力确实挺大,留给结算方面的时间余地较少。

不过,叶燕武坦言,交易时间增加是未来连续交易的趋势的体现,这可能不仅是期货公司需要提高清算结算效率,更是结算中心信息反馈方面提高效率。期货公司有信心在夜盘交易前完成相关的清算工作,而对于风控而言,一方面交易的连续性有所提高后,会降低开盘后价格出现极端行情的概率,而另一方面交易时间的延长自然也给风控增加了工作任务。

期货结算是指交易所结算机构或结算公司对会员和对客户的交易盈亏进行计算,计算的结果作为收取交易保证金或追加保证金的依据。根据规定,交易所只对会员结算,非会员单位和个人通过期货经纪公司会员结算。

一般期货公司在结束日盘(商品期货为工作日下午15时整)收市之后必须马上进行结算,而在一些特殊时期,期货公司还有交割等不少业务。但据本报记者了解,一些期货公司的结算系统少则两三套,多则八九套,且多是独立存在的,这意味着所有系统都要独立设置交易所参数和客户参数,特殊业务均需要重复做多次,而且由于系统有主次之分,还需保证多套系统之间数据一致。如此一来,给不少期货公司就造成了压力。

对此,兴证期货高级研究员施海表示,夜盘交易时间延长,无疑将增加期货公司的人员工作量,不过,既然已经有夜盘交易了,也仅仅是时间的延长而已。交易、交割、结算、信息、研发等各个环节的工作都需要相应跟进,期货公司运作成本将提高,不过,经过一段时间的测试运行,期货公司将胜任新的夜盘交易模式。

格林大华期货研发总监李永民就表示,夜盘提前一小时,对期货公司来讲影响不是很大,因为目前已经开通了

夜盘交易,期货公司已经安排相关人员在夜间值班。

据了解,国内期货公司在夜盘开出后,已经在人员、技术、结算等方面做了相应的调整,开盘市场的调整对于期货公司而言难度不大。目前上海中期还专门设置了夜盘部。

呼吁交易与结算分开

业内人士表示,外盘先动而国内夜盘未开的局面,会使夜盘交易的意义打折扣。目前国内夜盘的交易主力是对冲者或套利者,但外盘在冬令时北京时间20时和夏令时19时就已进入活跃交易时段。如果能调整国内期市夜盘开市时间,将更多地覆盖境外市场主流交易时段,更好地满足国内实体企业风险对冲的需求。

杨迈军日前表示,在提升市场运行效率方面,连续交易品种有所扩容,各项措施不断优化,后期连续交易将提前开盘时间,初步确定在20时左右。

而要使得期货公司也能顺利参与,一些期货人士呼吁,交易与结算应当进行分离,如此方便期货公司及投资者安排相关交易。

交易和结算分离,即将期货结算交给专门的清算所完成,将使期货公司减少了结算的工作量,也相应提高了交易的效率,将成为未来期货业务合理分工的趋势。

叶燕武表示,交易与结算的分离还需要多方面来配合,首先是交易所自身有这方面的意识和操作,交易所自身需要进行制度方面的改革;其次是合格的第三方结算的介入,目前需要合格的第三方结算机构介入到整个交易机制之中,能够替代交易所在交易结算分离后的市场结算需求;第三点则是相关制度的建立,从制度上保证交易所主动进行交易结算分裂。

他进一步指出,对于公司业务而言,并没有明显的利弊影响,毕竟属于外部性的制度变化,公司层面需从IT、结算和风控三个主要的部分进行相应变革即可。

此外,景川也表示,交易与结算时国际市场通行的法则,对于期货行业的运作安全以及管理的专业分工都是有利的。同时,也会改变国内期货公司依靠通道收益在恶性竞争下的窘境,使得期货公司在收益多元化中获益,且交易与结算目前是制度安排的问题,实施难度不大。

三家商品交易所与国家发改委价格司签署合作备忘录

□本报记者 官平

3月13日,国家发展改革委价格司与上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所等机构在京签署合作备忘录,以促进双方信息共享和优势互补,密切跟踪相关大宗商品期货价格变化,及时研究提出调控监管的政策建议。

签署仪式上,上海期货交易所党委委员、副总经理叶春和表示,价格发现是期货市场的基本功能之一。期货价格要成为基准价格,必须具备一定的市场条件,比如充分发育的现货市场、衔接顺畅的远期市场和运转高效的期货市场,只有这样才能形成以期货价格为基准,即期价格、远期价格为补充的多层次的大宗商品定价体系。

在现代经济社会中,期货价格已为政府、企业、媒体等各方广泛关注、传播和使用。近年来,随着我国商品期货市场影响力的不断增强,越来越多的企业在进行贸易合同定价时,开始参考国内期货价格。例如,目前国内80%以上的有色金属现货贸易,都是根据上海期货交易所的有色金属期货价格为基准进行计价结算的。

大宗商品的定价话语权攸关国家的核心利益。目前,世界上重要大宗商品如农产品、有色金属、石油等的国际贸易价格,都是由国外期货市场决定的。我国作为世界第二大经济体,客观上要求加快对外开放,提升商品期货市场在国际贸易中的定价影响力,建立与我国经济发展相适应、与“中国因素”这种实体经济影响力相匹配的大宗商品定价话语权,在国际经济贸易格局中掌握利益分配的主动权,实现由经济大国向经济强国的转变。

2014年,按双边统计,我国商品期货市场共成交各类商品期货合约45.8亿手,成交金额256万亿元,成交量、成交金额、客户保证金、投资者开户数等主要指标分别较十年前增长了数十倍。

镍、锡期货3月27日上市

□本报记者 官平

3月13日,证监会发布《关于上海期货交易所开展镍、锡期货交易并挂牌合约的批复》,批准上海期货交易所(以下简称“上期所”)上市镍、锡期货品种,合约将于2015年3月27日挂牌交易。

我国是全球最大的原生镍、精炼锡生产国和消费国,镍、锡市场化程度高,现货交易顺畅,价格竞争充分,可供交割商品比较充足。同时,镍、锡也是国际上成熟的商品期货品种,国内外价格联动紧密、波动剧烈,企业避险需求强烈。

上期所表示,上市镍、锡期货品种对于促进我国镍、锡产业可持续发展 and 提升有色金属期货市场服务实体经济发展功能具有重要意义。一是通过期货市场价格发现和套期保值功能的有效发挥,促进镍、锡行业市场化定价机制的形成;二是为镍、锡产业链上下游企业提供有效的风险管理工具;三是有利于增强我国镍、锡产业的国际定价能力,优化产业结构,保障产业可持续发展;四是工业上最常用的六种基本金属是铜、铝、锌、锡、镍,上市镍、锡期货品种,有利于完善我国有色金属期货序列,形成品种聚集效应;五是有利于完善有色金属期货指数,培育和发展机构投资者。

上期所相关负责人指出,对于镍、锡期货的挂牌上市,上期所前期进行了较为充分、全面的准备。一是走访重点镍、锡生产、贸易和消费企业,充分了解行业各方需求;二是多次召开镍、锡产业链企业和期货公司座谈会,充分听取各方对镍、锡期货合约以及相关规则设计的意见和建议;三是积极开展多层次、多样化的市场培训和投资者教育,举办多期镍、锡期货品种企业培训班和期货公司培训班,积极支持相关市场机构和期货公司举办市场专题培训;四是扎实做好镍、锡期货交割仓库设置和品牌注册工作;五是完成开展镍、锡期货交易的技术准备工作。

嘉实元和直投封闭基金投资价值分析摘要

银河证券基金研究中心

一、基金投资中石化最优质资产

嘉实元和以不超过50%投资比例投资于中石化销售公司未上市股权,销售公司是中石化最优质资产。截至2014年6月30日,销售公司的注册资本为人民币200亿元,组织形式为有限责任公司(法人独资),由中国石化持有100%的股权。

(一)主要业务

销售公司的业务主要分为油品业务和非油品业务两部分,其中油品业务主要包括成品油、燃料油、天然气的销售,非油品业务目前主要是便利店业务,还包括少量的汽车服务、广告等业务。销售公司油品销售业务模式为从中国石化和第三方采购石油产品,通过销售网络向国内外用户零售、直分销售石油产品。销售公司在境内成品油销售领域占据主导地位,经过多年经营,销售公司已形成了成熟的油品业务经营战略,并能够根据市场与政策环境变化快速提出有效的应对措施。近年来,销售公司针对成品油市场需求结构性变化,灵活调整营销策略,加大高标号汽油和航煤销售力度,率先向市场提供优质成品油,在做大经营总量同时,发挥公司网络优势、品牌优势,努力扩大零售量,优化成品油资源配置,优化运输结构,努力降低运输成本。销售公司以遍布全国的零售网络为基础发展非油品业务,目前开展的主要非油品业务包括便利店、电商(“易捷网”)、汽车服务、广告等。截至2013年底,销售公司拥有“易捷”品牌便利店23,431家,是全国最大的便利店零售网络。除向消费者销售商品外,公司还在部分便利店开展了保险销售、ATM服务、水电费缴纳、手机充值、彩票销售等业务。

(二)经营业绩

2013年,中国石化销售公司实现营业收入人民币14,986亿元,归属于母公司股东净利润人民币251亿元;2014年1-4月,销售公司实现营业收入人民币4,764亿元,归属于母公司股东净利润人民币77亿元。(详见表1)

在汽车普及率逐步提升和中国经济持续发展的大背景下,该公司主营收入、利润预计未来三年将每年10~15%的递增。目前来源于便利店的收益仅占总收入的2%,而海外石化销售公司便利店收益占总收入比例甚至可达30%。该公司通过与顺丰、腾讯、京东等著名的物流、互联网企业的业务合作,拓展商业模式,在O2O、金融服务、汽车服务、广告、CRM和大数据挖掘等业务中充分发挥中石化销售公司突出的零售门店和网络资源优势,业务前景市场极为看好,市场估值将有巨大的提升空间(估值系数和盈利预测的双提升),我们不能仅以传统的油品销售公司来看。另外,该企业每年将至少40%的利润进行分红,回报投资人。

二、回收投资为基金资产带来稳定利息收入

除中石化销售公司股权外的剩余资产投资于固定收益类资产,我们判断,在稳增长基调下15年货币政策将维持宽松,基建仍将持续发力,经济形势可能有超预期的表现。资金面则面临较大不确定性,预计全年可能呈现为前松后紧的趋势。而改革的继续深化将在经济、政策等诸多方面影响债市走向和债基投资行为。综合分析来看,我们对债券市场保持谨慎乐观的观点。嘉实元和50%以上资产投资于固定收益类资产,能够为基金资产带来稳定的利息收入。

表1 销售公司经营数据

	2014年1-4月	2013年1-4月	2013年
成品油总经销量(百万吨)	57.55	57.29	179.79
境内成品油总经销量(百万吨)	52.90	52.95	165.22
其中:零售量(百万吨)	36.94	36.27	113.32
公司品牌加油站总数(座)	30,233	30,555	30,351
其中:自营加油站数(座)	30,220	30,542	30,338
天然气总经销量(亿立方米)	4.36	2.94	10.03
非油品交易额(人民币亿元)	47.57	43.02	132.87

注:业务数据均为根据重组后销售公司的资产业务模拟得出。

三、预计嘉实元和基金溢价10%-20%上市交易

嘉实元和直投封闭基金是一只封闭式混合型基金,一半是封闭式股票型基金(中石化销售公司股权),一半是封闭式债券型基金(固定收益资产投资部分)。基金上市交易后,价格与净值之间会存在折溢价,折溢价率的高低由以下三个方面因素决定。

(一)投资中石化销售公司的收益

嘉实元和基金投资中石化销售公司,累积从上市前增资(PRE-IPO)、IPO发行到上市交易的多级收益,远比单纯“打新”收益更高,风险更低。嘉实元和基金有近50%的资产投资于中石化销售公司的股权,高达50%的“打新”中签,这在当前市场“打新”是几乎不可能实现的。

我们统计了2011年以后A股上市公司的首个交易日的收盘价对IPO发行价的涨跌幅,平均涨跌幅达到28.8%,中石化销售公司上游采矿业

平均涨跌幅达到44.1%,批发和零售涨幅达到30.6%。嘉实元和基金直接投资中石化销售公司的原始股,获利的概率和幅度高于“打新”。

(二)封闭式股票型基金部分折溢价率

封闭式普通股票型基金二级市场交易价格通常较净值有折价,而且折价的高低与封闭期的长短有明显的关系,封闭期限越长,折价越高。目前正在运作的封闭式普通股票型基金平均折价10.36%。

嘉实元和直投封闭混合基金封闭期限5年,根据封闭式普通股票型基金的封闭剩余期限和折价率的关系,估计其权益投资部分由于封闭运作的原因折价约20%。

(三)封闭式债券型基金部分折溢价率

封闭式债券型基金二级市场交易价格同样存在折价,剩余封闭期限越长,折价率越高。由于债券基金的波动性低于股票型基金,相同剩余封闭期的债券型基金的折价率低于股票型基金的折价率。嘉实元和基金投资固定收益类部分的资产封闭期限为5年,参考同类型基金的折

溢价率情况,可估计其折价率约为7%-10%。

(四)嘉实元和上市价格表现

假设投资中石化销售公司的收益率为30%(约为“打新”平均收益率),而5年期封闭式股票型基金的折价率预计为20%,估计嘉实元和封闭式股票型基金属性部分溢价10%。另外嘉实元和封闭式债券型基金属性部分折价为7%-10%,两部分相抵估计嘉实元和上市平价交易。

由于嘉实元和投资于中石化销售公司属于原始股投资,除投资标的(中石化销售公司股权)的稀缺性外,还能享受上市前增资(PRE-IPO,直接投资中石化销售公司的原始股)到IPO发行再到上市后二级市场交易三段收益累积,获利概率与幅度都大大提升。嘉实元和还是混合所有者公募基金混合所有制第一单,能让社会大众直接投资于优质未上市企业,使其最大程度地受惠于本次混合所有制改革,同样具有一定政治意义。

综合考虑到元和的稀缺性(投资标的和基金产品本身),以及参考封闭式股票型基金属性部分和封闭式债券型基金属性部分的折价率,预计嘉实元和上市将溢价交易,溢价率10%-20%。

四、风险提示

基于该基金的特点和前述分析,我们认为有以下几点风险因素需要投资者在购买之前予以充分认识:

该基金权益类投资部分单一,非系统性风险较高;如果中石化销售公司上市交易价格不如预期理想,投资人可能面临较大的损失;如果中石化销售公司上市计划发生变化,基金净值可能发生较大波动。